

2019년 한국재무관리학회 정기학술연구 발표회 및 특별심포지엄

벤처자금 생태계의 현황과 과제

일시 2019년 11월 9일 (토) 12:00~18:00

장소 동국대학교 경영관

주최  **KFMA 한국재무관리학회**
Korean Financial Management Association

주관  **KFMA 한국재무관리학회**  **kif 한국금융연구원** 동국대학교 경영연구원 

후원  **KB 금융지주**  **SAMSUNG**  **삼성카드**  **삼성**  **KPMG**  **NRF** 한국연구재단

(재)남곡학술재단  **FnGuide**  **MIRAE ASSET**
미래에셋자산투자

전 체 일 정

일 시 : 2019년 11월 9일(토) 12:00~18:00

장 소 : 동국대학교 경영관

시 간	일 정	장 소
I. 임원회의 및 학술발표대회		
12:00~12:30	임원회의	동국대학교 상록원 3층 교직원식당
12:30~13:00	등록 및 접수	경영관 2층 MBA205
13:00~14:20	추계 정기학술연구발표회 논문 발표 I 제1분과 : 투 자 론 1 제2분과 : 기업재무 1 제3분과 : 기업재무 2 제4분과 : 박사과정 1	경영관 2층 MBA203 MBA204 MBA206 CEO Room
14:20~14:30	Coffee Break	
14:30~15:50	추계 정기학술연구발표회 논문 발표 II 제5분과 : 투 자 론 2 제6분과 : 기업재무 3 제7분과 : 중소기업 제8분과 : 박사과정 2	경영관 2층 MBA203 MBA204 MBA206 CEO Room
15:50~16:00	Coffee break	
II. 특별심포지엄		
16:00~17:00	벤처자금 생태계의 현황과 과제 • 사회 : 이해영(강남대) • 발표 : 송치승(원광대) • 토론 : 구정한(금융연구원), 김성우(경기대), 이영주(서강대)	경영관 4층 L401
17:00~17:10	Coffee break	
III. 정기총회		
17:10~18:00	• 개회선언 : 전진규 사무국장 • 인 사 말 : 감형규 회장 • 감사패 증정 • 남곡학술상 및 FnGuide상 시상 • 감사보고 • 차기 회장 및 차차기 회장 선출 • 기타 토의	경영관 4층 L401
18:30~20:00	• 리셉션	크랩회피쉬

분과발표 및 토론(13:00 ~ 15:50)

Session I

13:00~14:20



제1분과 : 투자론 1 (MBA 203)

좌장 : 전상경(한양대)

논 문 제 목	발표자	토론자
Complex Emotions and Bitcoin Pricing	강형구(한양대) 배경훈(한양대) 채 준(서울대) 구본하(동국대)*	선정훈(건국대)
GSR을 이용한 펀드 성과 평가	김봉준(경상대)* 전두배(경상대) 차승연(서울대 증권금융연구소)	이준서(동국대)
야간 선물거래의 도입과 시장마찰의 변동: KOSPI 200 선물을 중심으로	선정훈(건국대)* 주상룡(홍익대)	윤선중(동국대)



제2분과 : 기업재무 1 (MBA204)

좌장 : 이관영(중앙대)

논 문 제 목	발표자	토론자
외국인 지분율이 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향에 관한 연구	정찬식(동아대)	류두원(고려대)
Product Market Competition, Business Groups, and Stock returns: Evidence from U.S-Korea Free Trade Agreement	류두원(고려대)	강 원(세종대)
Corporate real estate ownership and stock price crash risk	최상학(울산과기원)* 정하일(울산과기원) 이준엽(울산과기원) 우상겸(울산과기원)	전진규(동국대)



제3분과 : 기업재무 2 (MBA206)

좌장 : 이해영(강남대)

논 문 제 목	발표자	토론자
A Study on the Internal Control of Financial Companies: Focusing on the Compliance Officer System	박형근(한국경영문화연구원)* 이재춘(강동대)	신지숙(명지전문대)
R&D가 기업가치에 미치는 영향	주명수(인코리아금융서비스㈜)* 이재춘(강동대)	정진향(여주대)
벤처캐피탈의 현황과 활성화 방안	감형규(청운대)	신용재(한경대)
Do Macroeconomic Factors Affect Stock Prices?: Evidence from Mongolian Stock Market	Unyong Pyo(Brock Univ.) Orgibold Battuul (Talkh Chikher Jsc.) 신용재(한경대)*	조영석(목포대)



제4분과 : 박사과정 1 (CEO Room)

좌장 : 양채열(전남대)

논 문 제 목	발표자	토론자
중국 차스닥시장의 IPO 저가발행 현상 및 벤처캐피탈의 인증효과에 관한 연구	마 인(원광대)* 송치승(원광대)	문판수(한국예탁결제원)
우리사주 청약률의 결정요인과 정보효과에 대한 실증 연구	김창식(동국대)* 전진규(동국대)	이형철(충북대)
Customer Concentration and Firm Risk : The Role of Directors from Customers	김태연(KAIST)	양희진(동국대 경주)
Do Economic and Technical Variables Matter on Equity Premium Forecasting?: An Evidence of the Korean Stock Markets	이한빛(서울시립대)* 박종원(서울시립대)	박기봉(한국외대)

Session II

14:30~15:50



제5분과 : 투자론 2 (MBA203)

좌장 : 신정순(이화여대)

논 문 제 목	발표자	토론자
전자증권제도의 시행 및 향후 과제	문판수(한국예탁결제원)	문규현(경기대)
회사채발행 수요예측에 관한 연구	정희준(전주대)* 이한구(금융투자협회) 김권식(국제금융센터)	정찬식(동아대)
Noise traders, mispricing, and price adjustments in derivatives markets	류두진(성균관대) 양희진(동국대 경주)*	빈기범(명지대)



제6분과 : 기업재무 3 (MBA204)

좌장 : 김병기(충북대)

논 문 제 목	발표자	토론자
무상증자와 주식배당이 주주가치에 미치는 영향에 관한 연구	이윤정(중소기업연구원)* 신정순(이화여대)	김대원(계명대)
불확실성과 기업의 지급정책	이형철(충북대)	이한경(경상대)
어닝서프라이즈가 공모도 거래행태에 미치는 영향에 관한 연구	이한경(경상대)* 김진수(경상대)	김성우(경기대)



제7분과 : 중소기업 (MBA206)

좌장 : 송치승(원광대)

논 문 제 목	발표자	토론자
The IPO Underpricing Between Ventures and Non-Ventures in KOSPI and KOSDAQ Markets	송치승(원광대) 최원근(미술등록협회)*	김준식(인천대)
우리나라 연안해운업의 경영효율성 연구: 씨월드고속훼리(주)를 중심으로	조영석(목포대)	이재춘(강동대)
선박투자 의사결정 준거에 대한 실증분석	이현택(한국자산관리공사)* 윤희성(한국해양수산개발원)	박성용(웅지세무대)



제8분과 : 박사과정 2 (CEO Room)

좌장 : 박광우(KAIST)

논 문 제 목	발표자	토론자
국내 및 해외 P2P대출 플랫폼의 비교: 투자정보 영향요인 중심으로	선정훈(건국대) 한석만(건국대)*	김병준(강남대)
“Crime and Punishment”: Firm and Market Reaction to Corporate Prosecutions	김현도(KAIST)	김봉준(경상대)
원자재 ETN의 발행 및 상장이 기초자산시장에 미치는 영향	유진영(성균관대)* 류두진(성균관대)	구본하(동국대)
Longevity externality from preventive costs and the optimal asset allocation	김병준(POSTECH)* 장봉규(POSTECH)	류두원(고려대)

목 차

제1분과 투자론 1

- Complex Emotions and Bitcoin Pricing 2
강형구(한양대), 배경훈(한양대), 채 준(서울대), 구본하(동국대)
- GSR을 이용한 펀드 성과 평가 3
김봉준(경상대), 전두배(경상대), 차승연(서울대 증권금융연구소)
- 야간 선물거래의 도입과 시장마찰의 변동: KOSPI 200 선물을 중심으로 4
선정훈(건국대), 주상룡(홍익대)

제2분과 기업재무 1

- 외국인 지분율이 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향에 관한 연구 5
정찬식(동아대)
- Product Market Competition, Business Groups, and Stock returns:
Evidence from U.S–Korea Free Trade Agreement 6
류두원(고려대)
- Corporate real estate ownership and stock price crash risk 7
최상학(울산과기원), 정하일(울산과기원), 이준엽(울산과기원), 우상겸(울산과기원)

제3분과 기업재무 2

- A Study on the Internal Control of Financial Companies:
Focusing on the Compliance Officer System 8
박형근(한국경영문화연구원), 이재춘(강동대)
- R&D가 기업가치에 미치는 영향 9
주명수(인코리아금융서비스(주)), 이재춘(강동대)
- 벤처개피탈의 현형과 활성화 방안 10
감형규(청운대)
- Do Macroeconomic Factors Affect Stock Prices?:
Evidence from Mongolian Stock Market 11
Unyong Pyo(Brock Univ.), Orgilbold Battuul(Talkh Chikher Jsc.), 신용재(한경대)

제4분과 ▶ 박사과정 1

- 중국 차스닥시장의 IPO 저가발행 현상 및 벤처캐피탈의
인증효과에 관한 연구 12
마 인(원광대), 송치승(원광대)
- 우리사주 청약률의 결정요인과 정보효과에 대한 실증 연구 13
김창식(동국대), 전진규(동국대)
- Customer Concentration and Firm Risk:
The Role of Directors from Customers 14
김태연(KAIST)
- Do Economic and Technical Variables Matter on Equity Premium
Forecasting?: An Evidence of the Korean Stock Markets 15
이한빛(서울시립대), 박종원(서울시립대)

제5분과 ▶ 투자론 2

- 전자증권제도의 시행 및 향후 과제 16
문판수(한국예탁결제원)
- 회사채발행 수요예측에 관한 연구 17
정희준(전주대), 이한구(금융투자협회), 김권식(국제금융센터)
- Noise traders, mispricing, and price adjustments
in derivatives markets 18
류두진(성균관대), 양희진(동국대 경주)

제6분과 ▶ 기업재무 3

- 무상증자와 주식배당이 주주가치에 미치는 영향에 관한 연구 19
이윤정(중소기업연구원), 신정순(이화여대)
- 불확실성과 기업의 지급정책 20
이형철(충북대)
- 어닝서프라이즈가 공매도 거래행태에 미치는 영향에 관한 연구 21
이한경(경상대), 김진수(경상대)

제7분과 중소기업

- The IPO Underpricing Between Ventures and Non-Ventures
in KOSPI and KOSDAQ Markets 22
송치승(원광대), 최원근(미술등록협회)
- 우리나라 연안해운업의 경영효율성 연구: 씨월드고속훼리(주)를 중심으로 23
조영석(목포대)
- 선박투자 의사결정 준거에 대한 실증분석 24
이현탁(한국자산관리공사), 윤희성(한국해양수산개발원)

제8분과 박사과정 2

- 국내 및 해외 P2P대출 플랫폼의 비교: 투자정보 영향요인 중심으로 25
선정훈(건국대), 한석만(건국대)
- “Crime and Punishment”: Firm and Market Reaction
to Corporate Prosecutions 26
김현도(KAIST)
- 원자재 ETN의 발행 및 상장이 기초자산시장에 미치는 영향 27
유진영(성균관대), 류두진(성균관대)
- Longevity externality from preventive costs and
the optimal asset allocation 28
김병준(POSTECH), 장봉규(POSTECH)

특별 심포지엄

- 벤처자금 생태계의 현황과 과제 31
송치승(원광대)

추계 정기학술발표회
논문 요약

Complex Emotions and Bitcoin Pricing

강형구*, 배경훈†, 채 준‡, 구분하§

Abstract

Abstract: We examine how investor emotions and Bitcoin price influence each other using high-frequency data and NLP analysis. Emotions regarding Bitcoin are extracted from a popular online chatting window at one of the largest cryptocurrency exchanges in Korea. To control for global factors, we analyze relative Bitcoin prices, Korean premium, the differences between Korean exchange and other global prices. We aggregate intraday high-frequency data at five-minute intervals from October 8, 2017 to January 23, 2018. The identified emotions predict the return and volatility of Korean premium five minutes ahead. The results are economically significant: simple trading strategies using the relationship between emotions and Bitcoin prices generate profits. Consequently, investor emotions drive Bitcoin prices, suggesting irrational crypto-markets that rational speculators can exploit, but policy makers need to address.

Keywords: Bitcoin; Investor Sentiment; Online Chatting; Natural Language Processing; Multi-Class Emotions; High Frequency Data

JEL Classification: G10

* 한양대학교 경영학과 부교수, E-mail: hyoungkang@hanyang.ac.kr

† 한양대학교 경영학과 조교수, E-mail: khbae@hanyang.ac.kr

‡ 서울대학교 경영학과 교수, E-mail: joonchae@snu.ac.kr

§ 교신저자, 동국대학교 경영학과 초빙교수, E-mail: koobonha9@gmail.com

GSR을 이용한 펀드 성과 평가

김봉준(경상대)*, 전두배(경상대), 차승연(서울대 증권금융연구소)

<요 약>

기존의 펀드 성과지표들은 펀드가 갖는 고차 적률 위험을 충분히 고려하지 못한다는 한계가 있다. 본 연구는 일반적 샤프비율(GSR:generalized Sharpe ratio)을 이용하여 펀드가 갖는 왜도 위험과 첨도 위험을 고려한 성과지표를 추정하고 이를 기존의 펀드 성과지표와 비교하였다.

실증 결과 펀드의 분포가 강한 음의 왜도를 갖거나 높은 첨도 위험을 내포할 경우 GSR 성과지표가 감소하였다. 이는 GSR이 기존의 성과지표와 달리 국내 주식형 펀드가 갖는 고차 적률적 위험을 직접적으로 반영하기 때문이다. 성과지표를 이용한 펀드 투자전략의 경우 GSR이 기타 성과지표보다 누적 실현수익률이 높게 나왔다. 이는 GSR이 사전적으로 펀드가 갖는 고차 적률 위험을 충분히 고려함으로써 사후적으로 기존의 성과지표보다 우월한 성과를 보인다는 것을 시사한다. 이로부터 펀드에 대한 위험 조정 성과지표로서 GSR을 추가할 필요가 있으며, 이는 일반투자자 보호와 펀드간 올바른 경쟁을 통해 국내 펀드 산업의 경쟁력 향상에 기여할 것으로 판단된다.

주제용어: 일반적 샤프비율, 샤프비율, 왜도, 첨도, 펀드 성과 평가

* 이메일 : bongjunkim1@gnu.ac.kr

야간 선물거래의 도입과 시장마찰의 변동: KOSPI 200 선물을 중심으로

선정훈*, 주상룡**

<요 약>

이 논문은 2009년 11월 16일 KOSPI 200 선물에 대한 야간거래 도입을 통해 거래시간을 확대한 사건이 정규시장의 시장마찰(market friction)에 미치는 영향을 분석한다. 이를 위해 이 논문은 KOSPI 200 선물 최근월물에 대한 거래 및 호가자료(TAQ)를 이용하여 야간거래 도입 이전 및 이후 60 거래일에 대해 정규시장의 시장마찰을 측정하고자 한다. 이 논문에서는 비거래시간의 존재로 인한 거래제한으로부터 발생하는 거래비용을 전체마찰(total friction)로 정의한다. 야간선물 도입 이전 및 이후 기간에 대하여 전체마찰과 전체마찰의 구성요소인 실질마찰(real friction)과 정보마찰(informational friction)의 변동을 추정한 결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 야간선물 도입 이후 전체마찰과 실질마찰이 통계적으로 유의하게 감소한 것으로 나타난다. 이러한 결과는 야간거래를 통해 거래기회가 늘어남에 따라 야간 포트폴리오 위험을 회피를 위한 폐장 직전 포지션 청산과 폐장 이후 누적된 새로운 정보를 반영하기 위한 개장 직후 거래의 필요성이 감소함에 정규시장 거래의 주문불균형이 완화되고, 이로 인해 주문처리비용, 재고보유비용 등 주문 처리에 소요되는 실질적인 비용이 감소하였기 때문인 것으로 추론된다. 둘째, 야간선물 도입 이후 및 이전 기간의 정보마찰이 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않는다. 이러한 결과는 야간 거래를 통한 거래기회 확대가 정보거래자의 도래, 활동 등 정규시장의 정보환경에는 큰 영향을 미치지 않아 정보비대칭비용에 미치는 영향이 미약하기 때문인 것으로 추론된다.

키워드 : 주가지수 선물, 야간거래, 시장마찰, 실질마찰, 정보마찰

* 제1저자, 교수, 건국대학교 경영대학, 주소: 05029, 서울시 광진구 능동로 120, E-mail: jhseon@konkuk.ac.kr, 전화: 02-450-4099. 이 논문은 2018년도 건국대학교의 연구년교원 지원에 의하여 연구되었음.

** 교신저자, 교수, 홍익대학교 상경대학, 주소 30016, 세종시 세종로 2639, E-mail: sangyoo@naver.com, 전화: 044-860-2363. 이 논문은 2014년도 홍익대학교 학술연구진흥비로 지원되었음.

외국인 지분율이 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향에 관한연구¹⁾

정찬식*

<요 약>

본 연구는 외국인지분율이 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향을 고찰한다. 주가급락 위험은 기업의 투명성에 비례하여 감소하는 바, 이 투명성의 대리변수로서 상대적으로 강력한 지배구조로 알려진 외국인투자자의 영향력을 들 수 있다면, 외국인지분율이 높을수록 주가급락 위험은 감소할 것이다.

본 논문은 김현숙, 박순홍(2017)의 연구를 확장한 연구이다. 그들은 본고와는 달리 일별수익률 대신 주별수익률을 사용하여 주가급락 변수 등을 생성하였다. 그 결과 외국인지분율 수준과 증감 모두 주가급락 위험과 유의한 관계가 전혀 없었음을 보고하였다. 본고는 이들의 연구결과에도 불구하고, 서로 다른 실증방법론을 사용할 경우, 이론적으로 타당하고 상식적인 결론이 도출될 수도 있고, 그 반대일 수도 있다는 점을 강조한다. 또한 그들의 연구를 일부 보완하는 연구라는 점에서 또 다른 학술적 의의를 갖는다.

본 연구는 2004년부터 2015년까지 KOSPI 시장에 상장된 기업을 대상으로 외국인지분율과 일별수익률에 의한 주가급락 위험 양자 간의 관계를 분석한 결과, 외국인지분율이 높을수록 주가급락 위험이 유의하게 감소함을 발견하였다.

요컨대, 본고는 외국인지분율로 대리되는 외국인투자자의 영향력으로 인하여 기업의 투명성이 증대됨으로써 주가급락 위험 역시 매우 유의하게 감소함을 시사하고 있다.

핵심단어 : 외국인 지분율, 주가폭락 위험, 음의 조건부 왜도, 하락-상승 변동성, 외국인 영향력
JEL Classification: C12, G32, G34

1) 본 연구는 아직 미완성인 상태(very preliminary)의 초고입니다. 본고의 내용을 인용하지 않기를 바랍니다.

* 동아대학교 경영학과 부교수. E-mail: michael@dau.ac.kr, Tel: (051) 200-7471

Product Market Competition, Business Groups, and Stock returns: Evidence from U.S-Korea Free Trade Agreement

Doowon Ryu^{*}

Abstract

This paper empirically shows that stock returns of firms in business groups are significantly lower than non-business group firms when the product market competition increases. Using the U.S.-Korea Free Trade Agreements as an exogenous shock, we examine the effect of the changes in product market competition on the stock returns of business groups. Difference-in-difference-in-differences estimations support the casual impact of product market competition on stock returns of business groups. Overall, the results support the *creative self-destruction theory for stock returns*. Moreover, we suggest evidence that large business groups, such as chaebol may can reduce the external risk through the internal capital market.

Keywords: Creative (self) destruction theory, Difference-in-Difference-in-Differences (DDD), Business groups, Product Market Competition, Schumpeterian, U.S.-Korea Free Trade Agreement

^{*} Korea University Business School, LP616, 145 Anam-ro, Seongbuk-gu, Seoul 02841, Republic of Korea, Tel: +82-2-3290-2892, E-mail: lyucreon@korea.ac.kr

Corporate real estate ownership and stock price crash risk

Sanghak Choi^a, Hail Jung^a, Junyoun Lee^b, Sanggeum Woo^a

Abstract

We investigate how the variation in the corporate real estate ownership (CREO) affects the future stock price crash risk. Using a large sample of US firms' real estate ownership and the crash risk information, we provide novel empirical evidence that as the firm increases the corporate real estate holdings, the future stock price crash risk decreases. Our main finding still holds after various robustness tests, including change analysis, PSM and coefficient stability test. Further analysis shows that the effect of CREO on the future stock price crash risk disappears during the financial crisis. These results indicate that the increased collateral amount decreases the firm-specific default risk, which reduces the manager's bad news hoarding behavior to manifest.

Keywords: Corporate real estate ownership, stock price crash risk, default risk

JEL Classification: G30, G33, R30

a) School of Management Engineering, Ulsan National Institute of Science and Technology, UNIST-gil 50, Ulsan 44919, Republic of Korea

b) School of Business Administration, Ulsan National Institute of Science and Technology, UNIST-gil 50, Ulsan 44919, Republic of Korea

A Study on the Internal Control of Financial Companies: Focusing on the Compliance Officer System^{*}

Hyung Geun Park^{**}, Jae Choon Lee^{***}

Summary

The compliance officer system of Korean financial institutions was introduced amid the Asian financial crisis, and it was legally institutionalized, unlike the existing internal control system of financial institutions. We and the compliance officer system are designed to prevent fraud or unfair internal transactions in advance, effectively reducing the regulatory risk that inevitably accompanies the operation of financial institutions in an ex post facto manner. However, it is now questionable whether the system is operating effectively to the purpose of such a system. In response, we analyzed the environmental and cultural aspects, the operational aspects of the compliance division, the compliance monitoring activities, the compliance education and the reporting system through the empirical analysis of the questionnaire methods for domestic financial institutions, and proposed problems with the current compliance officer system and measures to improve the compliance officer system.

Keyword: Internal control system, compliance officer system

* This paper has been modified and supplemented by the first author, Park Hyung-geun's doctoral dissertation.

** Korea Management Culture Research, Senior Researcher

*** Gangdong University, Professor

R&D가 기업가치에 미치는 영향^{*}

주명수^{**}, 이재춘^{***}

<요 약>

본 연구에서는 기업의 연구개발 투자와 기업가치 관련성에 관한 선행연구의 변수들과 이들 선행연구 외에 우리 나라의 실정을 감안한 여러 변수들을 심층적으로 분석하고 규명하여, 우리 나라 KOSDAQ 상장기업의 연구개발 투자가 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 변화되고 있는지를 구체적으로 분석하였다. 특히 본 연구에서는 이론적 모형 설정, 시계열 자료와 횡단면 자료 결합, 패널자료분석기법 실시 등의 프로세스를 통하여 연구를 수행하였다.

연구개발 투자와 기업가치 관련성에 관한 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 매출액성장률, 부채비율을 제외한 전 변수들이 기업가치를 설명하여 주는 유의적인 변수가 되고 있다. 매출액성장률에 대한 회귀계수의 부호는 비유의적인 정(+)의 관계를 나타내었다. 그러나 부채비율에 대한 회귀계수 부호는 기대와 달리 비유의적인 정(+)의 관계를 나타내었다. 둘째, 연구개발 투자, 순운전자본비율, 기업규모, 광고비지출에 대한 회귀계수 부호는 이론과 일치한 결과를 보여주고 있다. 총자산영업이익율에 대한 회귀계수 부호는 기대와 달리 유의적인 부(-)의 관계를 나타내었다. 셋째, 대주주1인 지분율에 대한 회귀계수의 부호는 유의적인 부(-)의 부호를 보이고 있다. 넷째, 기업가치 대용변수인 시장가치 대 장부가치비율에 대하여 연구개발 투자 증감률 가변수는 유의적이고 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다섯째, 연구개발 투자와 연구개발 투자 증감률 가변수는 유의적이고 기업가치에 부(-)의 부호를 나타내었다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 KOSDAQ 상장기업의 연구개발 투자액을 산출하기 위해서 KOSDAQ 상장기업의 재무제표 상의 수치를 이용하였다. 그러나 연구개발 투자 활동에 관련된 회계처리의 모호성 등을 감안할 때 KOSDAQ 상장기업의 실제 연구개발 투자액과는 상당한 차이가 존재할 수 있다. 둘째, 본 연구에서는 연구개발 투자 산출 시, 재무제표 이외의 타 자료를 보완하여 정교하게 측정할 필요가 있다. 셋째, 본 연구에서는 계량화가 어려운 기타 연구개발 투자와 기업가치 관련성 변수들과 연구개발 투자 간 관계를 나타내지 못하고 있다. 이들 변수들과 연구개발 투자 간 관계를 규명하는 보다 체계적인 연구가 필요하다. 넷째, 기업이 경기침체나 기타 외부 환경요인으로 인하여 영향을 받을 경우에는, 재무비율에 의한 연구 모형의 설명력이 낮아질 수 있다. 이를 보완하기 위해서는 기타 재무적 및 비재무적 요인을 반영한 새로운 모형이 설정되어야 한다.

따라서 본 연구와 관련된 향후 연구에서는 연구개발 투자에 영향을 미치는 질적인 설명변수와 장기적인 설명변수를 이용한 체계적이고 정교한 분석이 이루어져야 할 것이다.

주제어: KOSDAQ 상장기업, R&D 투자, 기업가치, Panel Data, Panel Analysis Technique, Fixed Effect Model

* 본 논문은 제1저자 주명수 박사학위논문을 수정·보완한 것입니다.

** 인코리아금융서비스(주) 이사, iljuju@naver.com

*** 강동대학교 창업경영학과 부교수, spring4548@hanmail.net

벤처캐피탈의 현황과 활성화 방안

감형규*

<요 약>

벤처캐피탈(venture capital)은 고도의 기술력과 전망도 있으나 아직 경영기반이 취약하여 일반 금융기관으로서는 위험부담이 커서 용자하기 어려운 벤처기업에 주식 등의 형태로 투자하는 기업 또는 이와 같은 기업의 자본 그 자체를 말한다. 자금을 지원한 후 투자대상기업이 성장·발전하면 보유주식을 매각하여 투자금을 회수하는데 벤처기업의 경영성과에 따라 큰 수익을 올리기도 하지만, 투자금을 회수할 수 없는 경우도 있다. 벤처캐피탈은 은행과 같은 자금조달수단이 없기 때문에, 금융긴축 등이 발생할 경우 자금부족에 어려움을 겪을 수도 있다.

벤처캐피탈 회수시장 활성화 방안으로 다음과 같은 사항을 고려해 볼 수 있다. 첫째, 회수방법의 다양화를 도모하여 벤처투자자금 회수 및 투자의 선순환을 제고하여야 한다. 둘째, M&A 시장의 활성화를 위한 정책적 배려 필요하다. 셋째, 장기화되고 있는 IPO 소요기간 등을 감안하여 운용사(general partnership)와 투자자(limited partnership) 모두에게 보다 높은 유동성을 제공할 수 있는 다양한 유통시장 조성 필요하다. 마지막으로 코스닥시장, 코넥스시장의 상장요건을 완화해야 한다.

벤처투자에 대한 정책적 지원과 사회적 관심으로 투자시장이 급속하게 성장 중이다. 2018년 투자조합 결성과 신규 투자가 사상 최고치를 기록하였으며, 향후 지속적인 증가 추세가 유지될 것으로 기대된다. 업종별로는 과거 ICT제조업 중심에서 바이오/의료, O2O(Online to Offline) 산업으로 투자 트렌드가 변화하고 있으며, 설립 초기단계 기업에 대한 투자비중이 증가하고 있다. 투자시장의 선순환을 위해서는 M&A 시장확대, 코스닥 활성화 등 회수 여건의 개선이 필요하다.

주제어: 벤처캐피탈(venture capital), 벤처캐피탈 회수시장, 운용사(general partnership), 투자자(limited partnership), 투자조합

* 청운대학교 글로벌경영학과 교수, hkkam@chungwoon.ac.kr

Do Macroeconomic Factors Affect Stock Prices?: Evidence from Mongolian Stock Market

Unyong Pyo¹, Orgilbold Battuul², Yong Jae Shin³

Abstract

This study examines the relationship between stock prices and macroeconomic factors in Mongolia and helps understand one of newly emerging markets: Mongolian stock market. Using monthly data from January 2000 to December 2016, we analyze the causal relationship between the stock market index and macroeconomic factors referred as macroeconomic variables in Mongolia. The study employs unit root test, impulse response analysis, variance decomposition analysis, and the Granger causality test based on the VAR model approach. We find that money supply has positive impacts on the stock market index and suggest that the money supply leads to stock market index in terms of the Granger causality. The results of the study imply that the global financial crisis triggered in the U.S. in 2008 has significant impacts on the relation between the stock market and macroeconomic factors in emerging markets.

Key Words: Stock price, Macroeconomic factor, VAR model, Unit root test, Granger causality test

JEL Classification: G13; G32

1 Unyong Pyo, Goodman School of Business, Brock University, St. Catharines, Ontario, L2S3A1, Canada. Tel: (905) 688-5550 ext. 3147, Fax: (905) 378-5723, e-mail: upyo@brocku.ca.

2 Orgilbold Battuul, Talkh Chikher Jsc, Mongolia, e-mail: orgilbold44@yahoo.com.

3 Corresponding author: Yong Jae Shin, Department of Business Administration, Hankyong National University, Anseong, 17579, South Korea, Tel: (031) 670-5226, Fax: (031) 670-5229, e-mail: yjshin@hknu.ac.kr.

중국 차스닥시장의 IPO 저가발행 현상 및 벤처캐피탈의 인증효과에 관한 연구

마 인*, 송치승**

<요 약>

본 연구는 2009.10-2018.12 기간 동안 중국 차스닥시장에 상장된 741개의 기업을 대상으로 시장조정수익률 모형과 회귀분석을 적용해 IPO 저가발행 현상을 분석함으로써 차스닥시장의 IPO 저가발행정도, 벤처캐피탈의 인증효과 존재여부, 그리고 IPO 저가발행의 영향요인에 대해 연구하였다.

본 연구의 주요 결과를 종합하면 다음과 같다. 첫째, 중국 차스닥시장의 IPO 저가발행정도가 지나치게 높으면 중국의 자본시장에 심각한 불효율성이 존재한다. 둘째, 중국 차스닥시장의 IPO 저가발행 현상에서 벤처캐피탈의 인증효과가 존재하지 않는다. 셋째, 중국 차스닥시장에서 인수기관의 명성효과가 존재한다. 넷째, 새로운 가격제한폭 제도 시행 후에 차스닥시장의 IPO 저가발행정도가 더 심각해진 사실을 발견하였다.

주제어: 차스닥시장, IPO 저가발행, 벤처캐피탈, 인증효과

* 주저자, 원광대학교 대학원 경영학과 박사과정 재학생, 이메일: mayin12@naver.com

** 교신저자, 원광대학교 경영학부 부교수, 이메일: cssong@wku.ac.kr

우리사주 청약률의 결정요인과 정보효과에 대한 실증 연구

김창식*, 전진규**

< 요 약 >

우리사주조합은 기업의 성과 및 미래 현금흐름에 대한 사적정보를 가진 내부자에 해당하므로 주식발행 시 우리사주조합의 우선배정권리 행사 여부는 시장에 중요한 정보를 제공할 수 있다. 본 연구에서는 기업공개 및 유상증자 시 우리사주 청약률의 정보효과에 대하여 검증하였다. 먼저 우리사주 취득에 대한 요인을 분석하고, 우리사주 우선배정에 대한 청약률이 유상증자 시 비정상수익률에 미치는 영향을 Fama and MacBeth(1973)의 사건연구 방법으로 검증하였다. 또한 청약률이 기업공개 및 유상증자 후 장·단기 보유초과수익률과 의무예탁 만기 시 비정상수익률에 미치는 영향을 분석하였다.

2008년부터 2018년 까지 유상증자 및 기업공개 시 우선배정으로 예탁된 우리사주 자료를 사용하여 분석한 결과, 우리사주 청약률은 근로자의 청약 참여율, 최초 우선배정비율, 자기자본순이익률 순으로 통계적으로 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한, 우리사주 청약률은 유상증자 시 단기 비정상수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 우리사주 청약률과 3개월, 6개월 및 1년 보유초과수익률(BHAR)간 관계를 분석한 결과 우리사주조합의 정보우위는 존재하지만 시간이 갈수록 약해지는 것으로 나타났다. 마지막으로 의무예탁 만기일을 사건일로 하여 비정상수익률을 분석한 결과 의무예탁만기에 대한 정보효과는 일부 주장과 달리 단기의 비정상수익률에는 일반적으로 유의하지 않았으며, 코스닥 시장의 유상증자 경우에만 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 우리사주조합의 우리사주 취득이 기업의 미래성과에 관한 주요 정보를 제공한다는 정보효과가설을 지지한다. 기존 연구에서 우리사주 관련 제한된 자료 또는 추정치를 사용하였던 것과 달리, 본 연구에서는 우리사주 전담 수탁기관에서 제공된 예탁 우리사주 모집단을 활용하여 기업공개, 유상증자, 의무예탁만기 등을 대상으로 다양한 분석결과를 제시하였다는데 의의가 있다.

주제어: 우리사주조합, 우리사주 청약률, 기업공개, 유상증자, 비정상수익률
JEL 분류기호 : G24, G30

* 동국대학교 박사과정 이메일: kcs212121@gmail.com

** 동국대학교

Customer Concentration and Firm Risk: The Role of Directors from Customers

Taeyeon Kim*

Abstract

This paper examines the effect of independent directors from major customers on suppliers' risk arising from customer concentration. Using a sample of US suppliers over the 2001-2016 period, we find that a positive relationship between customer concentration and suppliers' risk is weakened when customers' representatives sit on the suppliers' board as independent directors. We further show that the presence of customer-affiliated independent directors is positively related to suppliers' aggressive financial policies. Our results suggest that customers' board membership at suppliers helps alleviate the customer concentration risk by strengthening the supplier-customer relationship and reducing their information asymmetry.

Keywords: Customer concentration; Firm risk; Interlocked board; Independent directors; Relationship-specific investments; Information asymmetry

JEL Classifications: G30; G32; G34

* PhD Candidate in Finance, College of Business, Korea Advanced Institute of Science and Technology (KAIST); 85 Hoegi-ro, Dongdaemun-gu, Seoul 02455, Korea; Telephone: +82-2-958-3617. Email: kty004002@kaist.ac.kr

Do Economic and Technical Variables matter on Equity Premium Forecasting?: An Evidence of the Korean Stock Markets^{*}

Han Bid Lee^{**}, Jong Won Park^{***}

Abstract

Stock return forecasting is a long-lasting issue in the field of finance. This study investigates on the equity premium predictability of economic and technical indicators in the Korean capital markets. To this end, a set of 33 technical and 14 economic variables is selected for KOSPI 200 and KOSDAQ index and the principal components of these variables are extracted by principal component analysis (PCA). Then, based on a standard predictive regression framework, the predictability of the variables and principal components on the equity premium and the investor sentiment are examined. Also, the relationship between investor sentiment and the equity premium is tested. Major results of this study are as follow: First, economic variables have a strong predictive power on equity premium compared to technical variables. Second, technical indicators better detect the changes in sentiment of investors than the economic variables do. Third, explanatory powers of technical indicators on the investor sentiment are significant in the business expansions than in the recessions and in the market of KOSDAQ than in the KOSPI.

Keywords: Equity premium, Predictability, Economic variables, Technical indicators, Principal component analysis, Investor sentiment

JEL classification: G11, G12, G40

* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government (NRF-201807202004). This paper is revised from the thesis paper of the main author.

** College of Business Administration, University of Seoul, Seoul, 02504 Rep. of Korea. Email: diorhomm@naver.com

*** College of Business Administration, University of Seoul, Seoul, 02504 Rep. of Korea. Email: parkjw@uos.ac.kr

전자증권제도의 시행 및 향후 과제*

문판수**

<요 약>

본 연구는 2019.9.16. 시행된 전자증권제도의 주요 내용을 분석하고 향후 정책과제를 제시하고자 하였다. 미국, 독일, 프랑스, 영국, 일본 등 주요 국가의 전자증권 도입 과정과 운영 현황을 분석한 결과 각 국가는 유사한 경로로 전자증권제도를 도입하고 있으며, 세계적으로 전자증권제도가 보편화되어 가고 있는 상황을 파악하였다. 선진 자본시장은 자본시장 발달에 따라 실물증권 시대에서 증권의 부동산화(집중예탁), 무권화, 전자증권제도로 이행하는 제도의 진화 과정을 거치고 있다. 아울러 자본시장의 국제적 동조화 현상에 따라 각 국가는 국제적으로 표준화된 증권예탁결제시스템을 구축해야하는 협력 및 경쟁 상태임을 파악하였다. 한국에서 전자증권제도의 법제화 과정은 부동산화, 무권화 과정을 거쳐 진행되었으며, 전자증권제도 도입으로 자본시장 전체에 유의미한 경제적 효과를 미칠 것으로 예상된다. 정보통신기술의 발달로 형성된 전자증권제도의 미래는 4차 산업혁명의 블록체인 기술과의 조화를 요구받고 있다. 분산된 증권 거래를 효율화시키기 위하여 중앙집중형으로 구축된 증권지급결제시스템이 중앙집중형에서 다시 분산형으로 진화해야하는 과제를 안고 있다.

핵심단어 : 전자증권, 무권화, 부동산화, 예탁결제, 블록체인

JEL 분류기호 : G18, G21, K22, N25

* 본 논문의 내용은 저자가 속한 한국예탁결제원의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

** 연락담당 저자, 한국예탁결제원 박사, 주소 : 경기도 고양시 일산동구 호수로 358-8 한국예탁결제원
E-mail: psmoon@ksd.or.kr; Tel: 031-900-7088; Fax: 031-900-7079.

회사채발행 수요예측에 관한 연구

정희준*, 이한구**, 김권식***

<요 약>

우리나라 채권시장에 수요예측제도가 도입된 것은 주식시장보다 상당히 뒤늦은 2012년이다. 채권시장에 수요예측제도가 도입된 이유는 주식시장과 본질적으로 다르지 않을 것이다. 그렇지만 우리 채권시장에 수요예측제도가 도입된 것은 관행적인 비효율적 회사채 발행구조가 유지된 상황에서 회사채 발행업무의 질적 서비스 측면보다는 인수수수료 가격경쟁만이 치열하던 한국 회사채시장의 구조적 낙후성을 해소하기 위한 측면이 크다.

도입 이후 수요예측제도는 다양한 시행착오를 거치면서 현재에 이르렀다. 이는 제도 도입의 원인을 제공했던 “수수료 녹이기”와 같은 요인들의 해소와 시장 참여자들의 수요를 공정하게 반영하려는 구조적 변화라고 할 수 있다.

제도 도입 이후 2018년 말까지 시행된 수요예측 자료들 중 발행 취소 등이 제외된 2,399개 데이터를 분석한 통계적 특징들과 함께 연립방정식 모형에 반영된 설정 가설들을 기반으로 2SLS방법으로 수행된 실증분석 결과는 수요예측을 통해 발행수익률 결정에 미치는 다양한 요인들에 대한 다양하고, 통계적으로 유의미한 추정결과를 제시하였다.

수요예측 자료를 밴드 내 및 밴드 외 자료로 구분하여 수행한 실증분석에서 수요예측의 약 84.4%를 차지하는 밴드 내 자료에 대한 수요예측 결정수익률은 예상 수익률, 채권의 만기기간, 발행액 및 신용등급들을 설명변수로 하는 수요예측 참여율의 추정계수값들에 대해 1% 유의수준에도 기각되지 않는 높은 통계적 유의성을 보였다.

하지만 실증분석 결과는 제도 도입 초기 수요예측이 기존의 회사채 발행시장에 만연해 있던 문제인 “수수료 녹이기”문제를 해소하는 데 여러 가지 한계를 보여준 실증적 증거를 제시하고 있기도 하다. 그러나 2013년 9월 규정 개정 이후부터 수요예측의 일반적인 방식으로 자리 잡게 된 개별민평금리 기준 수요예측 자료에 대한 추정에서는 회사채의 본질적 수요요인들을 설명변수로 수행한 추정결과에 대해 높은 통계적 유의성을 보임으로써 발행시장의 효율성이 제고되고 있음을 반영한다.

다만 절대금리 수익률기준 수요예측에서 나타난 바와 같이 일반 채권들과 차별화되는 발행물에 대해서는 이들에 대한 시장 수요를 좀 더 객관적으로 반영할 수 있는 요인들을 고려한 제도의 개선이 필요하다고 판단된다. 또한 희망공모금리 밴드 내에서 발행수익률이 결정됨으로써 시장참여자들이 수요예측결과에 대한 불확실성을 줄일 수 있는 제도적 수단의 도입 역시 고려될 필요가 있다.

중심어: 채권 발행시장, 공모회사채 발행, 수요예측, 수수료 녹이기, 2SLS

* 전주대학교 경영학과(주 저자), heejoon@jj.ac.kr

** 금융투자협회 채권부, leehg@kofia.or.kr

*** 국제금융센터(교신 저자), kskim@kcif.or.kr

Noise traders, mispricing, and price adjustments in derivatives markets

류두진*, 양희진**

Abstract

This study examines price disagreements and adjustments between actual futures prices and options-implied futures prices in an elaborate setting. We identify which market triggers each type of price disagreement and find that the market that initiates the disagreement adjusts more to eliminate the mispricing. Futures prices adjust less for options-initiated price disagreement events with out-of-the-money (OTM) options-implied prices than they do for events with at-the-money (ATM) prices. Options markets adjust more for disagreements initiated by OTM options than they do for disagreements initiated by ATM options. Adjustments in both the futures and options markets consistently suggest the information inferiority of OTM options trading. We also find that price disagreements are positively correlated with the participation of domestic investors, especially for OTM options-initiated disagreement events, implying that domestic traders are noisier and more uninformed than foreign investors are.

Keyword: cost-of-carry; domestic investor; market efficiency; noise trading; price adjustment; price disagreement; put-call parity

* 성균관대학교 경제학과, sharpjin@skku.edu

** 동국대학교 경주캠퍼스 글로벌경제통상학부, yhj427@dongguk.ac.kr

무상증자와 주식배당이 주주가치에 미치는 영향에 관한 연구^{*}

이윤정^{**}, 신정순^{***}

<요 약>

무상증자와 주식배당은 무상주 발행수단으로 자본계정 내의 항목 대체를 통해 이루어진다는 공통점을 가지고 있다. 두 정책은 재무상태표의 순자산에는 아무런 영향을 주지 않음에도 불구하고 국내에서 빈번 실시되어 왔으며 각 재무정책의 실시동기에 대하여 초과수익률을 중심으로 선행연구들이 이루어졌다. 하지만 기업이 서로 다른 재무정책을 선택하게 되는 결정요인 및 그 효과에 대한 비교연구는 미비한 실정이다. 이에 본 연구는 2000년부터 2017년까지의 기간 동안 무상증자와 주식배당을 공시한 기업을 대상으로 공시정보가 주가 수익률에 미치는 효과를 검증하고 기업의 특성과 공시효과와의 관계 및 두 재무정책의 공시효과를 비교분석하였다.

그 결과 무상증자를 실시한 기업들과 주식배당을 실시한 기업들의 재무적 특성에 유의한 차이가 있음을 확인하였고 두 정책 모두 공시일 전 후로 유의적인 초과수익률을 발견하였다. 누적초과수익률과 기업의 특성과의 관계에 대한 실증연구 결과, 무상증자의 경우 기업의 크기가 작고 부채비율이 높을수록 비정상초과수익률이 높았고 주식배당의 경우 최대주주의 지분율이 낮고 증자비율이 클수록 비정상초과수익률이 높음을 확인하였다. 또한 공시효과가 공시일을 포함한 주변일의 비정상누적초과수익률이라는 일반적인 전제하에 무상증자가 주식배당의 공시효과보다 더 큰 것을 알 수 관찰하였다. 반면 순수한 공시효과의 검증을 위해 두 재무정책의 공시일 전과 후의 초과누적수익률을 비교한 이중차분법(DID)분석 결과 무상증자 및 주식배당의 공시했을 때 그 효과에는 유의한 차이가 없는 것으로 관찰되었다.

주제어: 무상증자, 주식배당, 주식수익률, 사건연구

* 이 연구는 주저자의 경영학석사 학위논문을 기초로 작성되었음.

** 제1저자: 중소기업연구원 위촉연구원, Email: yjlee@kosbi.re.kr

*** 교신저자: 이화여자대학교 경영대학 재무관리 교수, Email: shinjs@ewha.ac.kr

불확실성과 기업의 지급정책

이형철(충북대학교)*

<요 약>

본 연구는 우리나라 주식시장에 상장된 기업의 주가 수익률의 불확실성이 기업의 배당정책과 어떤 관계를 갖는 지 살펴본다. 특히, 불확실성을 체계적 위험과 개별기업의 고유위험으로 구분하여 그 각각이 기업의 지급정책에 어떻게 영향을 미치는 지 살펴본다. 불확실성이 기업이 주주에게 지급하는 금액의 크기에 어떤 영향을 주는 지, 불확실성이 배당지급 여부 결정에 어떤 영향을 주는지, 그리고, 불확실성과 지급정책간의 관계가 투자기회의 크기 및 지배주주 지분율의 크기에 따라 달라지는 지 살펴보고 시사점을 제공하고자 하였다. 가설을 검증하기 위해, 2003년부터 2017년까지 15년 기간 동안 한국거래소에 상장된 회사의 주가, 회계자료 등 실증분석 자료를 수집하였다. 수집된 자료를 이용하여 토빗 회귀분석, 로짓 회귀분석을 통해 가설을 검증하였다.

분석결과 주가 수익률의 불확실성이 큰 기업일수록 기업의 지급 규모가 작아진다는 것을 확인할 수 있었다. 특히, 총위험과 개별기업의 고유위험이 기업의 지급 정책에 유의한 영향을 주고 있음을 확인할 수 있었다. 또한, 이러한 현상은 기존 연구에서 배당정책에 영향을 주는 요소들을 통제한 후에도 여전히 나타남을 확인함으로써 기업의 배당정책에 불확실성의 크기가 작용하고 있음을 발견할 수 있었다. 기업 경영자가 미래의 불확실성에 대한 대비를 위해 배당정책 등 지급정책을 이용할 수 있다는 것을 확인함으로써 기업의 배당정책이 미래의 경제 상황의 불확실성에 대한 경영자의 대응이라는 시각으로 바라볼 수 있다는 점을 시사한다고 할 수 있다.

주제어: 불확실성, 고유위험, 체계적 위험, 지급정책, 배당정책

* 충청북도 청주시 서원구 충대로1 충북대학교 경영대학, Email: hclee@cbnu.ac.kr

어닝서프라이즈가 공매도 거래행태에 미치는 영향에 관한 연구

이한경*, 김진수**

<요 약>

본 연구는 분기이익공시로 공개되는 이익정보별(당기순이익, 영업이익) 표준화비기대이익(SUE), 전기대비 이익(ΔY , ΔQ)의 증감에 따라 분기공시시점의 시장반응과 공매도 거래행태와 이들간의 관계에 대해 분석한다. 구체적인 방법은 다음과 같다. 양(+)의 어닝서프라이즈(ESUR)를 SUE가 1이상이면서 전년동기대비 및 전분기 대비 이익이 증가한 집단($S1+ \Delta YQ+$)으로 설정하고 음(-)의 어닝서프라이즈를 의미하는 어닝쇼크(ESHO)를 SUE가 -1 이하면서 전년동기대비 및 전분기대비 이익이 감소한 집단($S1- \Delta YQ-$)으로 설정한다. 그리고 ESUR과 ESHO의 선행요인을 탐색한 후 ESUR과 ESHO가 분기이익공시 이후의 공매도 거래행태에 미치는 영향을 분석한다. 연구 표본은 2009년부터 2016년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업종 중 분기이익공시를 실시한 기업으로 설정하였다. 연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 분기공시 시점의 SUE가 양(+)인 경우 시장반응이 긍정적이지만, 음(-)인 경우 부정적인 시장반응을 확인하였다. 특히, ESUR 집단에서 가장 높은 AAR과 CAR이 나타났으며 ESHO 집단에서 가장 낮게 나타났다. 둘째, ESUR과 ESHO의 선행요인을 분석한 결과, 분기이익공시 이전의 누적초과수익률이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 셋째, 영업이익과 당기순이익으로 SUE를 추정한 결과, 어닝서프라이즈 표본에서 분기이익공시일 D+1일부터 D+5일간의 누적초과공매도 거래비중($CASR_{(1,5)}$)이 당기순이익으로 구분한 ESUR 집단을 제외한 모든 분석대상 집단에서 유의하게 상승함을 확인하였다. 넷째, 어닝서프라이즈에 따른 공매도 거래행태를 분석한 결과, ESUR가 $CASR_{(2,5)}$ 에 음(-)의 관계를 보이는 반면 ESHO는 $CASR_{(2,5)}$ 에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

주제어: 분기이익공시, 표준화비기대이익, 어닝서프라이즈, 공매도 거래비중, 사건연구

* 주저자, 경상대학교 경영대학 경영학과 강사, E-mail: leehk2@gnu.ac.kr

** 교신저자, 경상대학교 경영대학 경영학과 부교수, 경상대학교 경영경제연구소장, E-mail: jskim71@gnu.ac.kr

The IPO Underpricing Between Ventures and Non-Ventures in KOSPI and KOSDAQ Markets

Chi Seung Song^{*}, Won Keun Choi^{**}

<요 약>

본 연구는 2000.1~2015.12 기간 코스피시장과 코스닥시장에 신규 상장한 IPO 통합표본을 대상으로 우리나라 자본시장에서 벤처캐피탈의 인증효과가 존재하는지와 함께 상장시장별 신규 공모기업에서의 벤처캐피탈 인증효과 유무차이가 발생하는 원인이 벤치마크 대상기업에 기인하는지를 상세히 분석하고자 하였다. 본 연구는 기존연구와는 달리 공모주 배정일에 기초한 초과수익률을 사용하였고, 초과수익률 측정시점별 왜곡해소와 함께 기존연구와 비교제고 차원에서 상장 첫날 초과수익률뿐만 아니라 상장 후 10일, 상장 후 20일, 상장 후 30일 간 누적초과수익률도 함께 분석하였다. 또한 본 연구에서는 전통적 벤처캐피탈 또는 기업벤처캐피탈이 투자한 기업을 벤처기업으로 정의한 분류방법을 사용하였다.

본 연구의 저가발행정도를 분석한 결과에 따르면 코스피시장에서는 벤처캐피탈 인증효과가 존재하지 않는 반면에 코스닥시장에서는 벤처캐피탈의 인증효과가 나타난다. 이러한 발견은 회귀분석결과에 의해서도 일관되게 지지되고 있으며, 벤처캐피탈의 인증효과가 기업벤처캐피탈 보다는 전통적 벤처캐피탈에 의해 발생되고 있음을 보여주고 있다.

또한 2007년 6월 풋백옵션제도 폐지이후 신규공모기업에 대한 저가발행정도는 동제도 폐지이후 코스닥시장을 중심으로 축소되고 있는 것으로 나타나고 있다. 그러므로 풋백옵션제도의 폐지는 코스닥시장에서 발행기업의 저가발행을 축소시키는데 효율적인 역할을 한 것으로 평가된다.

또한 본 연구에서 코스피시장에서 벤처캐피탈의 인증효과가 발생하지 않는 주된 이유는 코스피시장 비벤처기업의 저가발행정도가 가장 낮음에 있음을 제시하였다. 또한 본 연구에서는 코스피시장 비벤처기업의 저가발행정도가 낮은 이유로서는 코스피시장의 연구표본의 과소와 함께 코스피시장 벤처기업의 표본구성이 기업벤처캐피탈 중심에 기인함이 제시되었다. 이는 회귀분석에서 벤처캐피탈 더미와 기업벤처캐피탈의 더미변수에 의해서도 분명하게 지지되고 있다.

국문색인어 : 코스피시장, 코스닥시장, IPO 저가발행, 전통적 벤처캐피탈, 기업벤처캐피탈

* 제1저자, 원광대학교 경영학부 부교수 (cssong@wku.ac.kr)

** 교신저자, 미술등록협회 고문(pijepa24@naver.com)

우리나라 연안해운업의 경영효율성 연구 - 씨월드고속훼리(주)를 중심으로 -^{*}

조영석^{**}

<요 약>

본 연구는 우리나라 연안해운업의 성장과정에서 나타난 대표적인 기업 및 해당기업의 경영자에 대해 분석하는데 그 목적이 있다. 연안운송 중에서도 여객운송업은 카페리 또는 차도선을 이용하여 도서지역을 오가는 여객과 여객화물의 수송을 담당하고 있는데 해운 경영의 특성상 화물운송업보다 안전 및 책임경영이 더욱 중요시되고 있다.

특히, 연안운송업계의 발전을 선도적으로 이끌고 있는 씨월드고속훼리(주)의 성공사례를 분석하여 모범적인 내용을 분석하고자 한다. 씨월드고속훼리(주)는 신뢰경영, 정도경영, 봉사경영, 혁신경영으로 이끌고 있는 이혁영 회장의 경영철학에서 많은 특징과 시사점을 찾을 수 있다. 전남 목포에 본사를 둔 씨월드고속훼리(주)는 우리나라에서 가장 큰 카페리크루즈 2척(15,180G/T, 15,089G/T) 및 초고속페리 1척(364G/T)을 운영하면서 20여년간 우리나라 여객선사 1위 업체로 전체 해상여객 운송의 약 10%를 차지하고 있다.

육지와 섬을 오가는 연안해운업은 양 지역의 상생발전이 기업성장과 직결된다는 점에서 그 역할을 훌륭하게 수행해 온 씨월드고속훼리(주)는 우리나라 연안해운업계의 선도적 역할을 수행하는 모범사례로 충분하다고 하겠다. 따라서 국내 여객운송업을 선도하고 있는 씨월드고속훼리(주)의 경영사례를 분석하여 바람직한 해운 경영의 발전방향을 제시하고자 한다.

* 본 내용은 추가연구를 위한 초보 자료이므로 저자동의 없는 인용을 금합니다.

** 목포대학교 금융보험학과, yscho@mokpo.ac.kr

선박투자 의사결정 준거에 대한 실증분석

이현탁^a, 윤희성^b

<요 약>

This paper studies investment strategies in maritime markets by using the fact that ship prices and operating profits are cointegrated. To conduct empirical analysis, we select Panamax 76K 5-year second-hand prices and 1-year timecharter rates, and then define their linear combination as log price-charter ratio. We find that almost all variation in the price-charter rates corresponds to changing expectations in returns. This finding implies that prices tend to move toward operating profits in the cointegration context, because the mean reversion in the price-charter ratios arises mainly from ship prices. The implication is that the price-charter ratios can be used to schedule ship investment timing. When the systematic risk comes up unexpectedly, one preemptive action to lower additional losses is to liquidate ships right away before ship prices plummet subsequently.

키워드: Maritime market Present value; Investment Mean reversion Predictability; Cointegration

a 캠프연구소, 한국자산관리공사, leeht@kamco.or.kr

b 교신저자, 해운빅데이터연구센터, 한국해양수산개발원, heesung@kmi.re.kr

국내 및 해외 P2P대출 플랫폼의 비교: 투자정보 영향요인 중심으로

선정훈*, 한석만**

<요 약>

기존은행에서는 소액대출에 대한 고비용과 수익우선 환경 때문에 소기업에 대한 소액대출에 소극적이다. 그러나 P2P대출이 소기업에게 저비용으로 신속하게 신용자금을 제공하는 대안금융 역할을 할 수 있음을 미국, 영국, 중국의 사례에서 보여주고 있다. 또한 소액 분산투자를 기본으로 하여 투자위험을 경감시키는 P2P대출은 은행 수익률이 낮은 현실에서 투자자에게 새로운 투자시장으로서 성장 잠재력이 크다. 본 연구는 국내외 P2P대출 플랫폼의 소기업대출에서 어떤 투자정보들이 투자결정에 영향을 미치는지를 실증적으로 분석하는 한편, 투자요인들의 영향력이 플랫폼 별로 어떻게 다른 지를 소기업에게 P2P대출을 제공하는 미국의 랜딩클럽, 영국의 펀딩씨클, 국내의 에잇퍼센트와 펀다를 대상으로 각 플랫폼에서 투자정보가 투자자의 의사결정에 미치는 영향을 연구하였다. 최소자승추정법과 Heckman 2단계 표본선택모형을 사용하여 각 플랫폼의 대출데이터를 분석하였다.

투자정보의 투자결정 영향분석 결과 대출신청금액, 대출기간, 투자자수가 인당투자금액에 유의한 영향을 주고 있다. 대출금리와 신용위험은 플랫폼에 따라 다르게 영향을 주고 있다. 차입자의 업종정보, 대출목적정보 및 재무정보도 플랫폼에 따라 다르게 영향을 주는 가운데 랜딩클럽에서 차입자의 신용관련정보가 유의하게 인당투자금액 결정에 영향을 주고 있다. 랜딩클럽에서 제공되고 있는 파산정보, 연체정보 등의 신용관련정보가 국내 P2P대출플랫폼에서는 제공되고 있지 않는 실정이다. 국내P2P대출플랫폼에서 신뢰성 높은 차입자정보의 제공이 투자자의사결정에 도움을 준다면 P2P대출이 대안금융으로서 기존금융이 갖고 있는 정보비대칭 문제를 경감시키고 저신용 차입자의 금융제약을 줄일 수 있을 것으로 기대된다. 특히 랜딩클럽에서 제공하는 차입자의 신용관련정보와 같은 투자정보들이 국내 P2P대출 플랫폼에서 제공된다면 투자환경과 금융효율성이 향상될 수 있을 것으로 기대된다. 또한 국내 P2P대출시장의 개선 시사점으로 장기대출 제공과 안정적인 자금공급을 위하여 기관투자자의 참여가 필요하고 대형화 및 전문화된 P2P대출 플랫폼의 육성이 필요하다.

주요용어 : P2P대출, 투자결정요인, 가격계시형 플랫폼, 대출정보, 차입자정보

* 건국대학교 경영대학 교수

** 건국대학교 경영대학 박사과정, 주소: 05029, 서울시 광진구 능동로 120, 건국대학교 E-mail : simondhan@naver.com
전화 : 02-739-9800; Fax: 02-739-6110.

“Crime and Punishment”: Firm and Market Reaction to Corporate Prosecutions

Hyun-Do Kim*

Abstract

This paper examines the impacts of corporate crimes on its cash holdings and investment. Using a unique dataset from Corporate Prosecution Registry created by University Virginia School of Law, and Duke University School of Law, I find that companies experience (cumulative) negative abnormal returns around the announcement of corporate prosecutions. More importantly, I find that companies significantly increase their cash holdings and reduce their capital investment after the prosecutions in order to prepare for the uncertainty arisen from them. In addition, companies do not exploit the notion of “whitewashing” from corporate social activities, and due to the damaged reputation, they experience increased cost of debt financing after the prosecutions.

Keyword: Corporate prosecution, cash holdings, capital investment, cost of debt

* Korea Advanced Institute of Science and Technology (KAIST), justgo@business.kaist.ac.kr

원자재 ETN의 발행 및 상장이 기초자산시장에 미치는 영향

유진영*, 류두진**

<요 약>

본 논문에서는 국내 상장지수증권(exchange-traded note; ETN)의 도입이 기초자산시장에 미치는 영향을 발행공시일과 상장일로 구분하여 확인하였다. 기준일을 전후로 기초자산의 수익률, 거래량, 가격변동성, 체계적위험에 유의한 변화가 있는지 살펴보는 사건연구의 방법을 통해 실증분석을 실시하였다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 먼저, 기존의 선행연구(Chan and Wei, 2001; 이준서, 2007)와 달리, 기초자산의 수익률에 대해 분석한 결과, 발행공시일 직전과 직후에는 유의한 수익률 상승이 발견되지 않았다. 이는 앞서 제시한 신호효과가 발견되지 않았음을 의미하며, 헤지효과는 미미하게만 확인된 결과라고 볼 수 있다. 공시일과 상장일 사이에는 유의한 양의 초과수익률이 있으며, 이는 가격조작의 영향으로 설명할 수 있다. 상장일 당일과 이후에는 단기적으로만 유의한 수익률 증가가 확인되었으며, 이에 따라 시장완전화효과가 단기적으로 확인되었다고 해석할 수 있다. 결과의 강건성을 위해 더미변수(dummy variable)를 사용한 다중회귀분석을 공시일과 상장일을 기준으로 실시하였으며, 마찬가지로의 결과를 확인하였다. 이러한 결과는 기초자산(해외 원자재 선물)에 대한 거래가 이미 활발하게 이루어지고 있었다는 점과 해당 기초자산에 대한 투자수단(ETF 등)이 이미 국내시장에 존재한다는 점 등으로 인해 거래 및 투자환경이 기존 문헌의 연구환경과 달랐기 때문으로 해석할 수 있다. 두 번째로, 기초자산의 거래량에 대한 분석결과, 발행공시일 이전과 직후에 유의한 양의 초과거래량을 확인했으며, 각각 헤지효과와 신호효과로 해석할 수 있다. 또한, 공시일 이후, 상장일 직전에 양의 초과수익률은 가격조작의 영향으로 해석할 수 있으며, 이러한 결과는 수익률 분석결과와 일치한다. 다만 상장일 직후와 그 이후 시장조정거래량은 미미하게만 증가하였으므로, 정보거래자 효과는 확인되지 않았다. 마찬가지로, 강건성을 위해 다중회귀분석을 실시하였으며, 공시일과 상장일 전후로 유의한 변화를 보인 대부분의 ETN이 양의 초과거래량이, 특히 기준일 당일보다 기준일 이후 4일 및 9일에 확인되었다. 마지막으로 기초자산의 가격 안정성 변화 분석결과, 공시일과 상장일 모두에서 음의 변동성 변화가 있었으나, 유의하지 않았다. 이는 앞서 수익률 실증분석에서 유의한 변화가 나타나지 않았던 분석결과와 일치한다. 반면, 시장의 변동에 따른 체계적 위험은 상장일을 기준으로 유의하지 않은 변화를 보였지만, 공시일을 전후로 유의하게 감소하였다.

주요용어: 기초자산, 신호효과, 상장지수증권, 원자재 ETN, 정보거래자 효과

* 제1저자. 성균관대학교 경제대학 석박통합과정. E-mail: mydkfkqldk@skku.edu

** 교신저자. 주소: 03063, 서울특별시 종로구 성균관로 25-2, 성균관대학교; E-mail: sharpjin@skku.edu; 전화: 02-760-0429; Fax: 02-760-0950

Longevity externality from preventive costs and the optimal asset allocation

Byung-June Kim(POSTECH)^{*}, Bong-Gyu Jang(POSTECH)^{**}

Abstract

We introduce a model in which preventive costs affect individual welfare through longevity and derive the characteristics of longevity externality in equilibrium. In our model, an individual can increase his/her life expectancy by paying preventive costs, and so, he/she consumes and invests considering it. We show the effect of the preventive costs on the optimal consumption and demands for annuities, life insurance, and health insurance. As wealth increases, the marginal utility of life extension decreases slowly while the marginal utility of consumption decreases rapidly.

Prevention-elasticity of mortality and morbidity, which have different values in different countries, determines longevity externality. This analysis also gives us economic insight into moral hazards from longevity externality.

Key words : longevity externality, marginal utility of life extension, lifetime portfolio, equilibrium

* 포항공과대학교 kbj219@postech.ac.kr

** 포항공과대학교 bonggyujang@postech.ac.kr



특별 심포지엄

벤처자금 생태계의 현황과 과제

2019. 11. 9

송 치 승 (원광대 경영학부 교수)



1

목차

1. 문제의 제기
2. 우리나라 금융구조와 환경
3. 벤처캐피탈체계, 벤처기업정의, 그리고 VC 작동기제
4. 벤처자금생태계 현황과 문제점
5. 벤처자금 생태계 발전 과제
6. 맺는 말

2

1. 문제의 제기

- 한국경제는 저성장, 저소득, 저소비, 저투자의 악순환고리가 고착화 되어 가고 있음.
 - 잠재적 경제성장률에도 미치지 못하는 **저성장의 지속**
 - 인구고령화와 저출산 만연, 그리고 소득양극화의 확대 등에 의한 **저소비 심화**
 - 대기업의 위험회피와 안전추구에 의한 **성장동력의 상실**
 - 미국과 중국의 무역분쟁, 중국의 경기침체진행과 **미국과 유럽의 향후 경기둔화 우려**
 - 일본의 경제보복에 따른 경기악화우려 증대, 중국경제에 대한 **한국의존도 심화**, 중국과의 **경합업종확대와 경쟁력 약화** 등의 경제문제가 누적되어 가고 있음.
- 한국경제가 현재 위기상황을 극복하고 한 단계 더 발전하기 위해서는 한국경제의 적극적 혁신이 요구됨.
 - 혁신은 경제성장을 촉진 [Lerner(2008), Porter, Sachs, and McArthur(2002)]
 - 무엇보다 대기업보다 혁신추진에서 자유롭고 상대적 우위가 있는 기술혁신기업 주도의 경제추구가 적극 요구

3

- 벤처캐피탈은 벤처생태계에서 초기기업 및 기술혁신 중소기업에 대한 투자를 통해서 혁신을 이끌어냄[Lerner(2008)]과 동시에 시장의 자생적 벤처생태계를 구축하는 매우 중요한 역할을 함
 - 벤처생태계: 벤처기업 창업→투자→성장→회수 → 재투자
 - 벤처기업생태계: 창업, 퇴출(재도전)
 - 벤처자금생태계: 벤처캐피탈의 자금모집과 투자, 회수시장
 - 벤처캐피탈은 자기신용으로 자금확보가 곤란한 벤처기업의 사업기회 유실을 막고 사업화가 가능하도록 자금을 공급하여 벤처기업이 성장하도록 함으로써 경제발전을 이끄는 역할을 수행
- 우리나라는 미국과 달리 벤처캐피탈 시장이 없는 상태에서 벤처기업육성을 위한 제도를 만든 다음에 시장을 조성
 - 한동안 불가피하게 정부 주도형 벤처캐피탈 시장이 운영
 - 정부의 시장친화적 벤처캐피탈 시장으로의 변모노력에도 불구하고 벤처자금 생태계의 선순환체계는 형식적 구축과 달리 실제로는 작동되지 않고 있음.
- 자생적 벤처자금 생태계 구축과 작동을 위한 벤처캐피탈 자금모집, 투자, 회수 현황과 문제점, 벤처캐피탈 발전방향을 모색함

4

2. 우리나라 금융구조와 환경

■ 금융구조와 금융발전 수준, 그리고 벤처캐피탈 활성화

- 우리나라는 비록 은행 중심의 금융구조를 갖는 국가이지만 독일이나 프랑스에 비해 상대적인 금융발달수준도 매우 높아 미국과 같은 자본시장 중심의 금융구조 국가에서 볼 수 있는 벤처캐피탈의 발달과 M&A의 활성화가 향후에 기대되고 있음
- VC는 은행중심보다는 모험자본을 거래하는 자본시장 중심 금융구조에서 원활하게 작동[Black & Gilson(1998)]

<표 1> 주요 국가별 금융구조체계와 금융발전(%)

구 분		금융구조			금융발전			벤처캐피탈 활성화 정도
		MC/GDP			(MC+DCPS)/GDP			
		2002	2010	2015	2002	2010	2015	
은행 중심 (BS)	한국	43.4	107.3	89.4	196.1	208.1	230	미국에 비해 부진
	일본	53.4	74.6	111.7	290.2	247.3	293.3	
	프랑스	66.6	75.6	86.3	206.7	189.8	182.1	
	독일	34.4	43.8	51	166.3	151.6	129	
시장 중심 (MS)	미국	104.7	118.6	139	348.7	321.3	328	발달
	영국	115.7	138.6	-	335.4	340.8	-	

- 벤처기업에 대한 자금공급은 지분투자방식이 간접금융방식보다 효율적임
 - 신용위험회피 및 기술사업성평가능력의 부족(Peterson&Rajan(1995))
 - 균형수익률 확보 곤란

3

- 벤처기업의 특성을 감안하는 경우 벤처기업에의 자금공급은 간접금융의 형태인 은행을 통한 자금공급보다는 직접금융 형태로의 자금공급이 효과적임

<표 2> 벤처기업특성과 자금공급주체

벤처기업특성	은행특성	벤처캐피탈 특성
고위험-고수익	저위험-저수익	고위험-고수익
과거경력이 없는 젊은 경영자 운영	격판적 자료(재무제표)	주관적 판단
자산이 없는 초기기업	담보자산 요구	미래 기술력
투자회수기간의 장기화	예신기간 : 단기	투자기간 : 장기

출처: 송지승(2014), 창조경제하에서의 벤처기업발전을 위한 벤처캐피탈의 역할 재고방안

<표 3> 벤처기업입장에서 본 자금공급체계별 바람직성 비교

구 분	지원성과		균형수익률	수혜기업입장
	성과양호	성과불량		
간접금융 방식	이자 수령	지원 자금 손실	원금 환손과 대출이자를 고려시 균형수익률 확보 곤란	사업초기 원리금부담에 의한 성 장에 제한
지분투자 방식	투자원금이성 수배 회수→ 투자 pool 증대	지원 자금 손실	성공기업의 성과공유로 균형수익 률 확보 가능	어느 정도 이익실현까지 배당부 담 없이 성장가능

4

3. 벤처캐피탈체계, 벤처기업정의, 그리고 VC 작동기제

■ 우리나라 벤처캐피탈 체계

- 벤처캐피탈은 크게 전통적 벤처캐피탈(TVC: traditional venture capital) 과 기업벤처캐피탈(CVC: corporate venture capital)로 구분할 수 있으며, 우리나라는 창업투자회사와 신기술금융회사로 이원화된 전통적 벤처캐피탈 중심이며, 기업벤처캐피탈 활동은 미흡한 실정임

<그림 1> 우리나라 벤처캐피탈 체계



출처: 송치승(2012), "중소기업의 지속가능성장을 위한 금융의 역할", 서강대학교경영연구소-한국중소기업학회 공동 금융정책심포지엄

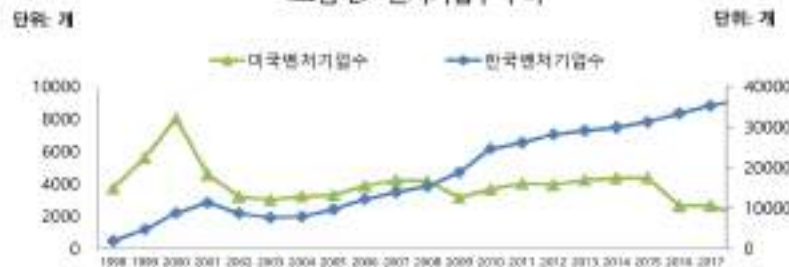
- 2018년 12월 말 현재 벤처캐피탈협회에 등록된 창업투자회사는 134개 회사이며, 여신금융협회에 등록된 신기술금융회사는 104개사임.
- 창투사와 신기술금융회사는 동일한 투자기능에도 불구하고 감독기관과 규제수준이 상이하게 적용되고 있음.

7

■ 벤처기업수와 벤처캐피탈 작동기제

- 정부는 경제신장을 위한 기술혁신기업을 육성하고자 벤처특별법 제정하여 벤처기업에 대한 전폭적인 지원을 하고 있음.
 - 벤처기업으로 지정시 창업 및 입지, 금융, 인력, 세제 등의 다양한 지원
- 미국은 전통적 벤처캐피탈 또는 기업벤처캐피탈이 투자한 기업을 벤처기업으로 정의 하지만 우리나라는 벤처기업특별법 제2조의 2에서 폭넓고 다양하게 정의
 - 벤처특별법 상 벤처투자기업, 연구개발기업, 기술평가보증 대출기업 등이 벤처기업으로 정의 (2018년 말 36,820개)
 - 기업벤처캐피탈의 투자기업이 한국에서는 벤처기업으로 정의되지 못함

<그림 > 벤처기업수 추이



자료: KVCA, NVCA(Natl. V. Assn.), Pitchbook

- 벤처캐피탈에 의한 자금공급이 효율적이라도 하는 작동기제는 철저한 감시체계로서 전환우선주(CPS)중심의 투자, 단계별 투자(round financing), 이사회참여, 방문, 보고서 수령 등
 - 벤처캐피탈의 벤처기업에 대한 감시정도에 대한 연구에 따르면, 미국은 감시정도가 매우 철저하지만 한국과 유럽은 그렇지 못함(Gorman &sharlman(1898), Jeng&Wells(2000), Cumming(2006), 송치승·이준희(2009), etc.)

8

4. 벤처자금생태계 현황과 문제점

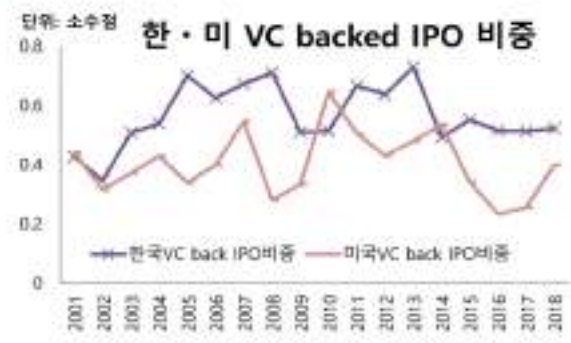
■ 모태펀드의 출자자금 추이와 재원별 조성금액



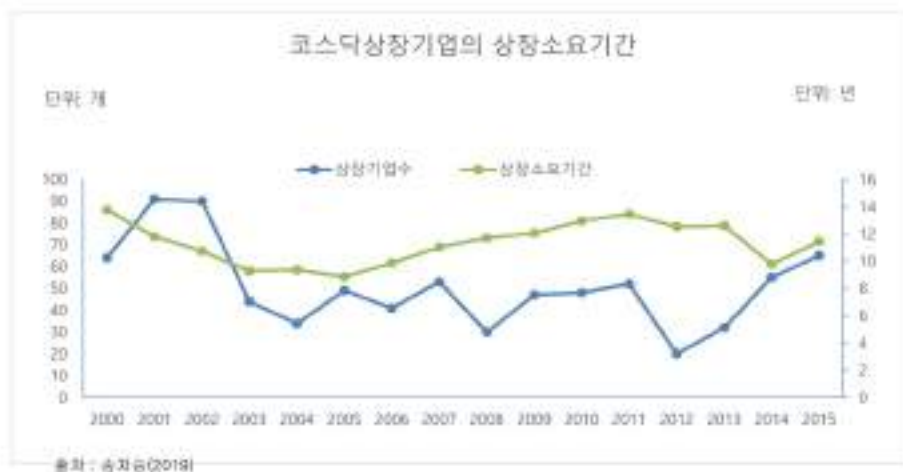
■ 한·미 벤처캐피탈의 자금모집과 투자



※ 미국의 경우 2018년부터 증자분배기 및 매각 투기를 분류적으로 불안전 반영



- 한국의 신규상장기업의 상장소요기간은 미국과 비교할 때 2배 정도 긴 것으로 분석됨
 - 미국의 상장소요기간 : 7.5년(2016), 6.8년(2017)(금감위 2019.10월 보도자료)
 - 한국의 상장소요기간 : 13.1년(2016), 14.3년(2017)
- 코스닥 시장의 2000-2015년 기간 평균 상장소요기간은 11.3년으로 거래소 통합이후 상장기간이 증가하고 있는 것으로 나타나고 있음
 - 코스닥시장의 역동성 상실이 상장소요기간에도 영향을 미치고 있음을 시사
 - M&A가 부진한 현실에서 자본시장의 엄격한 상장요건의 유지로 인해 기술혁신기업들의 상장기간 확대가 불가피하게 나타남.



■ 분석결과와 문제점

- 벤처캐피탈의 체계와 현황 분석결과 자금모집과 투자는 양호하게 개선되고 있지만 회수시장의 부진이 여전히 지속되고 있음
- 우리나라 VC는 전통적 벤처캐피탈 중심으로 발전하고 있으며, 초기기업에 대한 투자가 미국에 비해 부진
- 자금모집과 투자는 과거와 달리 꾸준히 개선되고 있지만 벤처캐피탈의 GDP대비 투자금액비중이 미국보다 낮음
- 회수시장의 국내 IPO 의존도가 매우 높고, 코스닥시장의 역동성 상실, 미·중 무역분쟁 등에 의한 코스닥시장의 침체로 IPO가 부진한 상태에 있음
- 코스닥시장에 진입하는 기업들의 상장소요기간이 미국에 비해 2배 수준에 가까운 정도로 혁신기업들의 자본시장을 통한 자금조달과 성장발전이 저해되고 있음.

13

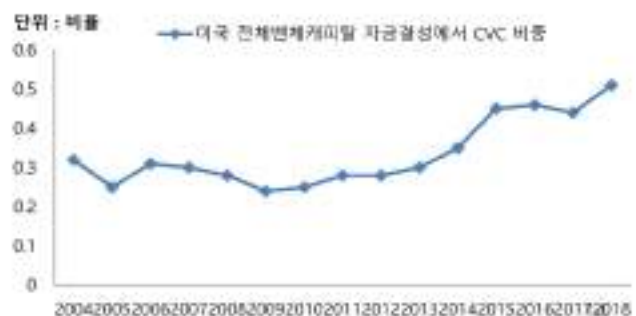
5. 벤처자금 생태계 발전 과제

■ 기본방향

- 벤처캐피탈시장이 벤처생태계를 주도하고 정부정책이 시장을 뒷받침하는 체계

■ 벤처캐피탈 자금결성과 투자확대

- ◆ 민간자금의 CVC투자 활성화 → 초기기업 투자 확대 및 TVC와의 경쟁 유도에 의한 벤처기업 지배구조개선
- CVC의 기대효과
 - 초기단계 투자 확대: 미국의 경우 CVC의 80%가 초기단계기업에 투자[Chesbrough(2002)]
 - IPO 이후에도 장기간 지분보유
 - 전환우선주(CPE) 중심의 재무계약에서 탈피: 보통주 중심의 투자
 - 민간자금의 혁신기업 투자정책에 기여
 - 투자기업에 대한 경영감시가 TVC보다 철저: 송치승(2016), Ivanov and Masulis(2007)
- 한국의 초기단계 투자비중이 미국에 비해 낮은 이유 중 하나로 CVC의 투자부족을 들 수 있음.
 - 미국의 경우 전체 VC 중 CVC 투자비중은 50% 정도
 - 한국의 경우 17%보고[금감위 2019.10 보도자료]



대기업 CVC와 관련한 현행 법률

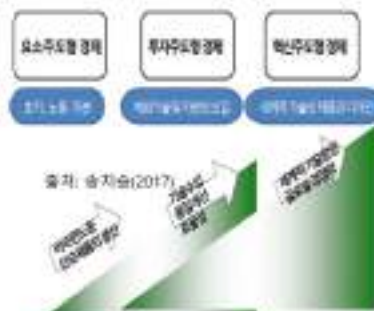
현행 법률	주요내용
(독점규제 및 공정거래에 관한 법률 8조의 2 제2항 5호) 금융지주회사 외의 지주회사(이하 "일반지주회사"라 한다)인 경우 금융업 또는 보험업을 영위하는 국내회사의 주식을 소유하는 행위를 금지함 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 8조의 2 제3항 3호) 일반 지주회사의 자회사는 금융업 또는 보험업을 영위하는 손자회사를 보유할 수 없음 (금융산업의 구조개선에 관한 법률 제24조) 동일계열 금융기관은 단독으로 다른 회사의 의결권이 있는 주식을 20%이상 소유할 경우 대통령령으로 정하는 기준에 따라 미리 금융위원회의 승인이 필요함 (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제9조 3항) 상호출자제한기업집단에 속하는 회사로서 중소기업 창업지원법에 의한 중소기업창업투자회사는 국내 계열사 주식의 취득 또는 소유하여서는 아니 된다. (독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제14조 제3항 1호) 새로운 계열사가 편입되는 경우에만 1년간 동 규정을 적용하지 않음 (중소기업기본법 시행령 제3조 1항 2호) 투자 대상이 되는 중소기업이 계열회사가 되지 않는 범위 내에서만 출자가 가능하며 이 또한 지분을 30% 혹은 최대출자가 되지 않는 경우에 한하여 가능	비금융 지주사의 금융사 보유 금지 금융사의 비금융사 지배 규제 관련 계열사 투자 금지

- 일반지주회사 또는 자회사는 창투자 지분 소유 불가
 - 창투자 경우에만 예외적으로 투자 허용?
- 금융회사의 경우 다른 회사지분 20% 보유불가
 - 창투사의 경우 예외적으로 투자허용(예, 금융회사의 핀테크 투자허용 조치)
- 상호출자제한 기업집단의 창투사는 계열사주식 보유불가
 - 피투자기업 주주 동의 하에 초기단계 벤처기업에 한해 허용

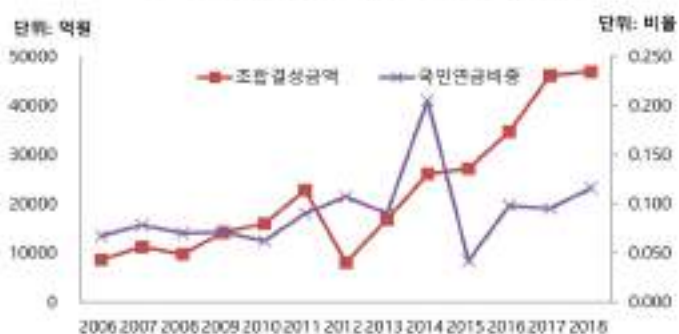
15

- ◆ 국민연금의 벤처캐피탈 출자 확대 → 기술혁신 경제구조의 주역을 담당하는 기술혁신 벤처기업의 성장을 유인하고 국민경제와 자본시장발전에 기여와 동시에 국민연금 운용 다른 투자자산의 성과제고에도 공헌

<그림> 국가의 경제발전단계



<그림> 벤처캐피탈 조립경성 대비 국민연금 출자금 비중



<그림> 국민연금 대체투자대비 벤처캐피탈 투자비중



<그림> 국민연금 가금투자대비 대체투자비중



■ M&A 제고

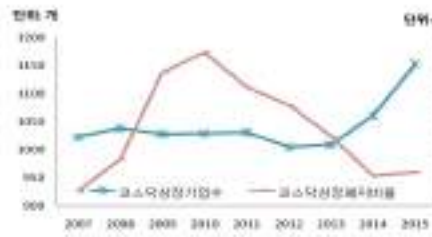
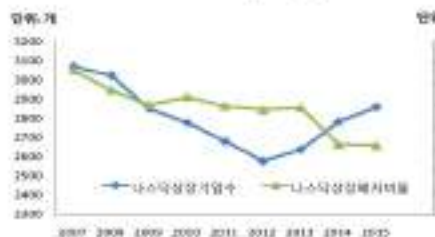
- ◆ VC 자금 생태계의 작동을 위해서는 IPO 이외의 다양화 회수수단이 요구
- M&A 활성화 노력에도 불구하고 M&A 부진의 원인 지적으로는
 - 시장구조: 사려는 좋은 기업매물은 적고 팔려는 좋지 않은 매물이 많은 buyer initiative market → bid-ask spread ↑
 - 기업측면: 글로벌 경쟁력 또는 차별적 기술력을 지닌 기업이 많지 않음
 - VC측면: 감시기능의 미흡으로 경영성과불량 기업 대주주의 경영유지가능으로 대주주의 경영권 매도의지 ↓
 - 한국경제 구조적 측면 대기업 vs 중소기업 문제
- M&A 관련 제도의 미진이나 부족은 없으며, M&A의 활성화에는 시간이 요구됨에 따라 현실적으로 방안으로는
 - M&A와 IPO의 결합 투자기구인 성격인 SPAC을 적극 활용



- 효과가 크지 않지만 SWAP 방식의 M&A 활성화제고 → 과세를 교부시점이 아닌 처분시점으로 이연
- 또한 벤처캐피탈 자본의 제3자 매각(secondary sale)과 벤처캐피탈 자본의 벤처기업 재매입(buyback) 활성화 차원에서 양도차익과세를 조합해산시점까지 연기(소득세법 104조 1항11호)
- 이외에도 벤처기업 M&A 인센티브 제고 차원에서 특허박스제도 도입
 - target 벤처기업 M&A시에 target 기업의 특허 등으로 발생한 이익에 대해 초세감면을 제공
 - 아일랜드, 벨기에, 프랑스, 영국, 중국 등

■ 코스닥시장의 역동성 제고와 활성화 과제

- ◆ 코스닥시장의 현황과 문제점
- M&A 부진에 따라 IPO 의존도는 상대적으로 높아지는 구조임
- 코스닥시장은 나스닥시장에 이어서 기술주의 상장시장으로 성공한 사례
- 2005년 통합거래소 출범 후 코스닥시장 정체성 약화, 미국발 금융위기 발생, 상장유지조건(재무요건 등) 및 시장관 검토리 강화 → 코스닥시장의 역동성 상실
 - 시장역동성 proxy 변수: 상장기업수 대비 상장폐지 기업수로 측정

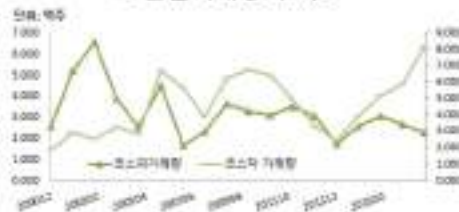


- 코스닥시장은 개인투자자 중심의 시장으로 기관투자자 비중이 낮음

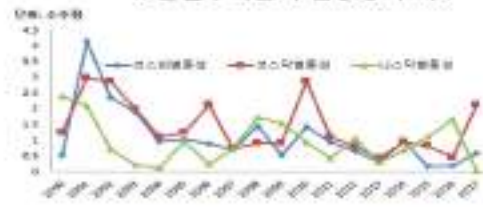


- 코스닥시장의 유가증권시장은 물론이고 나스닥시장과 비교해서도 변동성이 높은 시장
 - 변동성은 월별수익률의 절대값으로 측정

< 월별거래량 추이 >



< 월별수익률의 변동성 추이 >



- 코스닥시장은 상장기업에 대한 정보흐름과 투명성이 부족함→ 시장감시와 규율작동기제 제한
 - 2016년 불공거래건수: 코스닥시장(130건), 유가증권시장(68건) [금융감독원 보도자료 2017.1]
 - 2017년 : 코스닥시장(85건), 유가증권시장(23건) [한국거래소 보도자료 2018.1]
 - 2018년1월 자본시장혁신방안으로 Nice 평가정보와 한국기업데이터 등의 기술신용평가기관(TCB)을 통한 코스닥상장기업 분석보고서 발간 ←기업안전성, 기술담보은행대출 중심으로 기술되어 있어 투자자 관점에서 부족
- 코스닥시장의 시장특성을 반영하지 못하는 상장요건의 적용→신규기업 상장진입 제한
 - 나스닥시장에는 없는 기업계속성과 경영안정성 요건 부과
 - 코스닥시장 상장요건을 맞추려면 성숙기 못한 경영역량이 요구됨
 - 2018년1월 코스닥시장 개선방향에서도 여전히 기업 계속성과 재무안정성, 그리고 형식적 요건 중 이익규모 요건 부과
- 세수차원에서 양도소득세 부과임에도 불구하고 조세저항을 줄이고자 대주주과세 기준 확대 →실질적 양도소득세 부과
 - 대주주란 기업경영에 영향을 미치는 지분임에도 불구하고 이와 무관한 지분과 투자금액의 적용

19

<표> 유가증권시장과 코스닥시장 상장요건 중 실적임사요건 비교					<표> 나스닥시장과 코스닥시장 상장요건 비교				
			유가증권 시장	코스닥 시장			나스닥 시장	코스닥 시장	코스닥 시장
기업의 계속성	영업의 계속성	영업의 안정성	○	○	형식적 요건	결합연속	△	△	
		영업의 독립성	○	○		무보	△	○	
		매출처	○	○		자기자본 거중시용	○	○	
		재무구조	○	○		지분분산	○	○	
		재무안정성	○	○		지분상환	△	○	
		오발채무	○	○		경영성과	△	○	
		기술력	○	○		ROE		○	
경영투명성	소송 및 분쟁		○	○	실적요건	당기순이익		○	
	시가총액상향의 합리성		○	○		이익규모		○	
	기업지배구조	경영의 독립성	○	○		시용 매출		○	
	조	경영진구성	○	△		매출증가율	△	○	
		감사의 독립성	○	△		감사외견	○	○	○
	내부통제제도		○	○		지배구조	○	○	○
	공시제도	외재거래투명성	○	△		주식양도가능성	○	○	○
기업경영의 안정성	특수관계인 거래확정성	과장공시능력	○	○	실적요건	매년이익		○	
	과도 거래	공시확정성	○	△		대주주과세	○		
	경쟁의 안정성		○	○		시장조정차수	○		
	상장전 상장권 지분변동과 적정성		○	○		기업의 계속성		○	○(지정자 분인)
	상장상주식회사여부		○			경영투명성	○	○	○(지정자 분인)
	공익실현과 투자자보호여부		○			경영안정성		○	○(지정자 분인)
	투자자보호 및 시장건전성 차해여부			○					

출처: 산업연구원(2016), 증권거래법개정제정발행, p.146

출처: 산업연구원(2016), 증권거래법개정제정발행, p.142

단계별 대주주 양도소득세 과세기준

구분	2017년	2018년	2019년	2021년 이후
유가증권 시장	지분1% 또는 투자금액 2억	지분1% 또는 투자금액 15억	지분1% 또는 투자금액 10억	지분1% 또는 투자금액 3억
코스닥 시장	지분2% 또는 투자금액 3억	지분2% 또는 투자금액 15억	지분2% 또는 투자금액 10억	지분2% 또는 투자금액 3억

20

◆ 해결 과제

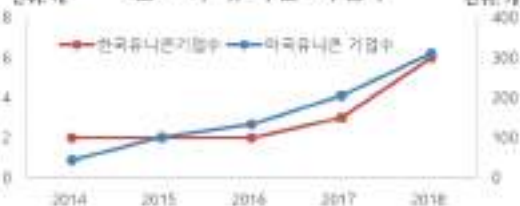
- 코스닥시장의 변동성 축소 → 기관투자자의 코스닥시장 확대 추진
 - 기관투자자의 성과평가에서 2018년 3월에 개발된 KOSPI와 코스닥 통합지수를 벤치마크로 사용하도록 유인하기 위한 인덱스펀드의 배당수입 비교제
- 코스닥시장의 정보흐름 확대 → 시장의 다중감시와 선별능력 제고
 - 제공되는 정보의 투명성 ↑ → 유동성증가와 거래비용절감[Brodman&Chung92003, Esley&Hara2004]
 - 금융투자회사가 상장기업에 대한 분석보고서를 작성하게 하고 비용은 거래소 또는 금융투자협회 부담하도록 함[현행 TCB의 기술평가보고서의 경우 예탁원 부담]
- 코스닥시장의 상장요건 완화 추진 → 유가증권시장과 차별화된 상장기준 적용
 - 재무요건과 같은 기업계속성 심사를 철폐하거나 대폭 완화
- 코스닥시장과 유가증권시장이 경쟁하는 시장체계 구축 및 운영
 - 시장역동성을 위한 전향적 차원에서 통합거래소 분리 → 별도의 법인화에 의한 경쟁추구
 - 과거 비효율성 차원의 통합에서 벗어나 시장역동성 복구를 통한 경제적 효과성 제고 차원
- 코스닥시장의 수요기반을 위축시키는 양도소득세 과세기준인 대주주 개념의 현실화와 이중과세문제
 - 대주주 개념에서 금액기준제의 및 현행 지분 2%에서 상향(시가총액기준 적용시 유가증권시장 대비 5배이상 적용)
 - 양도소득세와 증권거래세를 모두 부과하는 나라는 없는 바 국제적 정합성 차원에서 증권거래세 폐지

21

■ 벤처캐피탈 역할을 제대로 수행하기 위해서 VC경쟁화에 의한 대형화와 전문화 유도

- 새로운 벤처기업을 발굴하는 leading VC 보다는 following VC가 대부분인 현실
 - 새로운 기업에 대한 VC의 투자보다는 기존 기업에 모태펀드 지원 자금이 중복 투자되는 형태 지속으로 VC의 screening 능력 의구심
 - 투자기업에 대한 감시기능 또한 철저하지 못한 현실
- ◆ 벤처캐피탈의 경쟁화 추진
 - 전통적 벤처캐피탈 간 경쟁화, 즉 창업투자회사 간, 신기술금융회사 간, 창업투자회사와 신기술금융회사 간 경쟁화
 - 전통적 벤처캐피탈과 기업벤처캐피탈 간 경쟁화
- 벤처캐피탈의 전문화와 대형화로 창업단계와 성장단계 벤처기업에 대한 맞춤형 자금공급
 - 벤처캐피탈의 전문화 추구로 창업단계 벤처기업에 대한 VC의 업종별, 지역별 지원 특화
 - 벤처캐피탈의 대형화 추구로 성장단계에 있는 벤처기업의 scale-up을 유도→ 글로벌 경쟁력을 지닌 벤처기업으로 지원 육성
 - 액셀레이터와 엔젤투자에 대한 secondary fund로서의 역할 수행→ VC인정투자허용; 효과 ↑

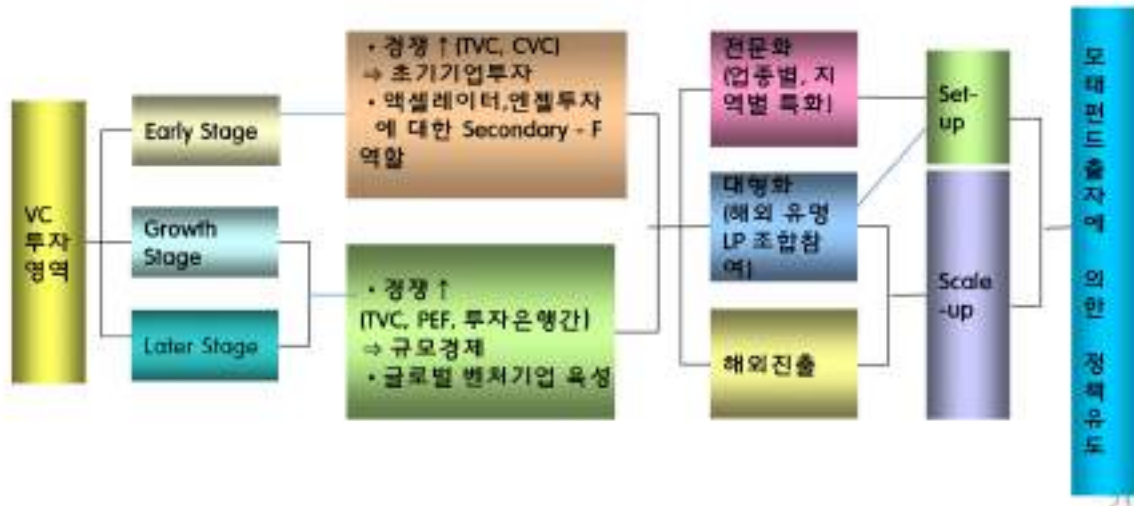
단위: 개 한·미 유니콘 기업수



	한국 액셀레이터 이트 수	투자기업수	투자금액 (억원)	기업당 투자금액
2017	55	133	163	1.23
2018	136	238	288	1.21

	한국엔젤투자기업 수	엔젤투자금액(억 원)	기업당 투자금액
2017	390	3,062	7.85
2018		4,834	

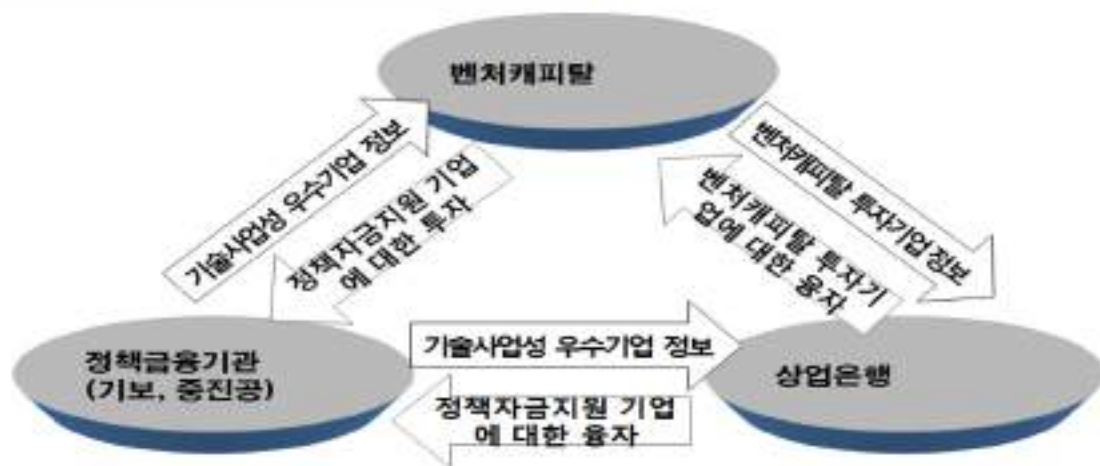
- 모태펀드 출자를 통해서 VC들 간 특화 또는 집중영역을 선택하도록 유인함
 - 모태출자 전문화 펀드
 - 모태출자 대형화 펀드, 모태출자 해외LP참여 펀드 등
 - 모태출자 해외 진출 펀드
- 모태펀드는 마중물 형태의 역할수행을 하고, 지원관련 출구전략 마련
 - 민간중심으로 VC 간 경쟁화 및 특화
 - 민간펀드의 출자, 펀드규모 등의 향후 시장상황을 고려한 모태지원 지속여부결정



■ 정책금융기관과 민간벤처캐피탈 간 정보교류

- ◆ 벤처캐피탈, 정책금융기관, 그리고 상업은행 간 벤처기업의 기술사업성에 관한 정보 교류가 이루어지는 관리체계 구축
 - 초기기업과 중소기업에 자금을 공급하는 정책금융기관: 중소기업진흥공단, 신용보증기금, 기술보증기금
- 벤처캐피탈과 정책금융기관 간 정보교류 → VC의 신규기업발굴 부족 문제해결
 - 기술보증기금과 중소기업진흥공단: 초기 창업기업에 대한 기술사업성 분석
 - VC는 정책금융기관의 선별기업정보를 투자대상 pool로 활용
- 상업은행과 정책금융기관 간 정보교류 → 상업은행의 기술사업성 평가능력 부족 해결
 - 상업은행은 창업초기 벤처기업의 기술사업성 분석 능력 부족(Peterson & Rajan(1994,1995))
 - 정책금융기관으로부터 지원받은 벤처기업이 상업은행으로부터 추가적인 대출 가능해짐
- 상업은행과 벤처캐피탈 간 정보교류 → 상업은행의 기술사업성 평가능력 부족 해결
 - 벤처캐피탈 투자벤처기에 대한 상업은행의 추가적인 대출이 가능해짐을 의미

⇒ 이러한 정보교류체계는 벤처기업에 대한 자금공급 확대로 벤처기업의 성공 가능성 제고와 함께 정책금융의 효율화, 벤처캐피탈의 발전, 은행의 신용위험 통제가 가능으로 한국경제신장에 기여



출처 : 송지승 (2014), "창조경제 하에서의 벤처기업발전을 위한 벤처캐피탈의 역할제고방안", 한국증권학회지, 제 43권 1호, pp. 101-143.

25

6. 맺는말

- 벤처기업 창업→투자→성장→회수로 이루어지는 벤처생태계에서 벤처캐피탈의 역할과 기능 확대는 시장의 자생적 벤처생태계를 구축하는 매우 중요한 과제임.
- 벤처캐피탈 체계와 현황 분석결과는 자금모집과 투자는 양호하게 개선되고 있지만 회수시장의 부진은 지속
 - 펀드규모의 대형화, 업체당 투자규모 증대 → 벤처기업 성장 기여
 - GDP 대비 투자규모는 미국에 비해 낮음 → 확대 요망
 - 초기단계 비중이 낮고 후기단계가 높음 → TVC 위험회피성향 ↑
 - IPO 의존도는 높고 M&A 회수비중 너무 낮음
- 벤처기업의 혁신과 발전을 위한 벤처자금 생태계 발전을 위해서는 다음의 정책추진이 요구됨.
 - VC 자금결성 및 투자원활화 차원
 - 국민연금 대체투자 대비 VC 출자금 비중이 너무 과소 → 확대 필요
 - 초기기업투자 부진 → CVC 활성화
 - 우리나라 M&A 부진은 제도 측면보다는 인프라의 문제
 - Secondary Sale, Buyback에서 발생하는 양도차익과세 → 조합해산시점까지 연기
 - SWAP 시 과세를 처분시점까지 연기
 - SPAC 적극 활용
 - 벤처박스제도 도입

26

■ **코스닥시장 활성화를 위해서는 기관투자의 시장진입 확대, 코스닥시장 역동성 회복, 상장요건 완화, 정보제공 확대, 대주주 개념의 재정립에 의한 관련 양도 차익세제 정비 등이 요구됨**

- 기관투자자의 코스닥시장 참가확대를 위해 코스닥 인덱스펀드의 배당수입에 대한 비과세
- 코스닥시장 정보확대를 위해 금융투자회사가 상장기업에 대한 분석보고서를 작성(단, 비용은 거래소와 금융투자협회 부담)
- 코스닥시장의 역동성을 위해 상장요건 중 재무요건과 같은 기업계속성 심사 철폐
- 과거 비용효율성 차원의 거래소 통합에서 벗어나 시장역동성 복구를 통한 경제적 효과를 위해 시장분리
- 대주주 개념의 현실화와 증권거래세 폐지

■ **벤처캐피탈 역할을 제대로 수행하기 위해서 VC경쟁화에 의한 대형화와 전문화 유도**

- 창업단계와 성장단계 벤처기업에 대한 맞춤형 자금공급

■ **정책금융기관, 상업은행, 그리고 민간 벤처캐피탈 간 정보교류**

- 벤처기업에 대한 자금공급 확대 → 벤처기업의 성공 가능성 제고