

投資銀行이 IPO의 價格形成에 미치는 影響에 관한 實證分析**

姜 孝 錫*

〈요약〉

일반적으로 新規公募株式(initial public offering : 이하 IPO라 약칭함)은 실제가치보다 低價發行되는데 이것은 投資銀行의 名聲과 어떤 관련이 있을 것으로 생각된다. 본 논문에서는 1988년부터 1989년 사이에 우리나라의 기업공개에 있어서 IPO의 價格形成에 主幹事會社의 名聲이 어떤 영향을 미치는지를 실증분석을 통하여 검토하였다. 실증분석의 결과에서는 IPO의 低評價率, 危險度, 公募規模면에서 主幹事會社의 명성에 따른 차이를 밝힐 수 없었다. 그러나 이름있는 主幹事會社는 보다 일관되게 IPO를 저가발행하며, 상장후의 주가수준도 더 높게 유지하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 主幹事會社의 공모주 매출능력이나 인수기능보다는 상장후 일정기간 동안 主幹事會社의 주가 관리능력을 더 중요시하게 하는 제도상의 특징에 기인될 것이므로 主幹事會社의 名聲이 나름대로 IPO의 가격형성에 중요한 역할을 한다고 판단된다.

I. 序 論

企業公開에 있어서 投資銀行(investment banker)은 공개예정기업을 위하여 공개 시기, 공개방법 등에 관한 조언을 하고 발행증권의 인수·매출업무를 담당할 뿐만 아니라 新規公募株式(initial public offerings : 이하 IPO라 약칭함)의 가격결정 책임을 진다.¹⁾ 시장에서 공개예정기업의 주가자료나 경영상태에 관한 정보가 부족하여 공모주의 가치에 대한 불확실성이 크기 때문에 IPO의 공정한 가격결정은 무엇보다 중요한 투자은행의 기능이라고 하겠다.

IPO는 통상 실제가치보다 低價發行(低評價 : underpricing)되는 것으로 잘 알려져 있는데, IPO의 가격결정에 투자은행의 자질이 어떤 영향을 미치는지는 않는가? 이러한

* 韓國外國語大學校 經營學科 副教授

** 이 연구는 1990년도 한국의국어대학교 교내학술연구 조성비에 의해 작성된 것임.

1) 우리나라의 기업공개에서 투자은행업무는 증권회사만 담당할 수 있으므로 본 논문에서는 투자은행, 인수기관, 主幹事會社, 증권회사가 동일한 대상을 지칭하는 것으로 통용한다.

의문에 대한 기존의 연구결과들은 저가발행 정도가 투자은행의 權位(prestige) 또는 名聲(reputation)에 따라 차이가 있음을 밝히고 있다. 즉 우량기업의 공개실적을 근거로 명성을 구분한다면 권위있는 투자은행에 의한 IPO일수록 저평가 정도가 작다는 사실이다[Logue(1973), Neuberger & LaChapelle(1983) 등]. 최근에는 IPO의 저가발행 현상을 情報非對稱理論으로 해석하려는 경향이 유력한데²⁾ 그 일환으로 Carter & Manaster(1990)는 공모주의 위험도와 저평가 정도를 투자은행의 명성과 연관지어 분석하였다. 이들에 의하면 발행기업은 가능한 한 저가발행을 피하려고 하므로 위험도가 낮은 기업일수록 명성이 높은 투자은행을 선택함으로써 투자자들에게 자신이 안전한 기업임을 밝히고자 할 것이며, 따라서 명성있는 투자은행에 의한 IPO는 상대적으로 위험과 저평가 정도가 낮음을 입증하였다. 우리나라에서도 IPO의 저평가 정도를 측정하고 그 원인을 분석하려는 연구는 간혹 있었지만[Kim & Lee(1990), 강효석(1990, 1991), 임용기(1991)] 투자은행의 역할에 초점을 맞춘 경우는 거의 없었다. 그것은 그동안 불합리한 발행시장제도들로 인하여 투자은행 기능의 발전이 저해되어 왔기 때문이다. 다시 말해서 IPO의 공모가격이 규정에 따라 확일적으로 책정되어 왔다던가 또는 공모주의 배정이 대부분 일반청약에서 완전소화되었으므로 主幹事會社의 역할은 특별한 관심의 대상이 되지 못했다는 것이다.

본 연구의 목적은 우리나라의 企業公開市場에서 투자은행의 역할이 어떻게 인식되는지를 규명하기 위하여 투자은행의 名聲 또는 質이 IPO의 저평가 정도와 상장후 주가 형성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 데 있다. 다음의 제2장에서는 기업공개에 관한 투자은행의 업무를 제도적으로 고찰함으로써 IPO를 이해하는 데에 투자은행의 요인이 고려되어야 하는 근거를 제시한다. 제3장과 제4장에서는 가설의 설정과 실증분석의 방법을 설명하고 그 결과를 논의한다.

II. 投資銀行의 制度的 考察

企業公開를 계획하는 회사는 우선 몇몇 증권회사를 상대로 공개의 시기, 규모, 방법 등에 관하여 사전협의를 한 후 기업공개의 타당성이 입증되면 이사회회의 결의를 시

2) 대표적으로 Rock(1986), Beatty & Ritter(1986)에 의한 winner's curse이론이 있다. 신규 공모주의 청약에 있어서 IPO의 가치를 알고 있는 일부 정보소유자의 선택적 청약행위로 인하여 일반청약자들은 역선택문제에 봉착하게 되는데 이들의 피해를 보상하기 위해서 IPO의 저가발행은 불가피하다는 논리이다.

작으로 본격적인 공개절차에 들어간다. 이와 동시에 공개예정기업은 예비단계에서 접촉했던 증권회사들 중 가장 적합한 대상을 主幹事會社로 지정하고 투자은행업무를 위임한다. 주간사회사는 기업공개에 필요한 일련의 업무를 주관해 주고 대가로 인수 수수료 수입을 얻으며 기업공개후에도 해당기업의 회사채발행, 유상증자 등 자금조달 및 운용에 관하여 계속해서 업무관계를 맺을 수 있기 때문에 증권회사들이 기업공개에 관심을 갖지 않을 수 없다.³⁾ 공개예정기업의 입장에서도 투자은행의 선택여하에 따라 공개관련비용 뿐만 아니라 기업공개 성공이 걸리게 되고 나아가서 공개이후의 기업자금조달비용에도 영향을 미치게 되므로 그 선택에 신중을 기하게 된다.

우리나라의 기업공개에서 주간사회사의 선정에는 어떠한 요인들이 중요하게 고려되는지에 관하여 공개예정기업을 대상으로 한 설문조사 결과를 보면, 단순히 높은 공모가격만 제시하는 증권회사보다는 공개후에도 유리한 금융서비스를 제공받을 수 있고 과거의 기업공개 실적도 좋은 증권회사를 택한다고 하였다.⁴⁾ 이러한 반응은 Beatty & Ritter(1986)의 주장대로 투자은행이 기업공개 실적과 관련된 자신의 명성을 지키려고 노력한다는 논리와 일치한다. 즉 투자은행의 명성은 영업활동에 필요한 중요한 무형의 자산인데 투자은행이 IPO를 지나치게 과대평가하거나 과소평가하게 되면 자신의 명성이 훼손되므로 公募價格決定에 있어서 적절한 균형을 유지하면서 저가발행을 한다는 것이다.

실무적 관점에서 주간사회사의 역할을 살펴보면, 주간사회사는 발행회사의 유가증권분석과 공모가격을 결정하고, 유가증권신고서 및 사업설명서를 작성하여 증권감독원에 제출하며, 引受團(underwriting syndicate)을 구성하여 가능한 추가하락에 따른 청약미달사태에 대비한다. 또한 청약사무취급단을 구성하여 공모주 청약접수 및 배정업무를 담당한다. 인수업무는 원래 투자은행의 주요 기능의 하나로서 외국의 경우 인수제도가 발달하여 계약내용에 따라서는 투자은행의 역할이 막중하다. 그러나 우리나라는 최근의 기업공개에서 공모주식이 거의 모두 일반청약에서 소화되기 때문에 인수기능이 중요하게 여겨지지 않았으며, 또한 과거 한때는 소화되지 못한 잔량을

3) 1990년도 국내 증권회사들의 인수주선수수료 수입이 전체영업수익의 29%를 차지하고 단일 항목으로서 가장 큰 수입원인 것을 보더라도 투자은행의 인수기능이 중요함을 알 수 있다.

4) 요인별 중요도 순위는 다음과 같다: ① 공개후 유리한 금융서비스가 기대되는가? (50%) ② 기업공개실적이 좋은가? (22%) ③ 높은 공모가격을 제시하는가? (16%) ④ 인수수수료가 낮은가? (7%) ⑤ 친분이나 연고가 있는가? (5%)

자료: 한국신용평가주식회사, "등록법인들의 기업공개성향" 「신평 비즈니스」(1990.6.16) p.12.

발행회사에 떠맡기기도 했기 때문에 이 점에서도 주간사회사간의 차이를 기대하기 어렵다.

그러나 공모가격의 산정면에서 1987년 4월 「有價證券引受業務規定」의 개정은 공모가격의 결정이 종래의 획일적 방식에서 벗어나 주간사회사의 자율에 따라 결정되는 계기가 되었다.⁵⁾ 또한 주간사회사를 포함한 인수단은 IPO의 상장후 1개월간 해당 주식의 시장가격이 공모가격 이상을 유지하도록 시장을 조성할 책임을 지는데(유가증권인수업무규정 제24조), 시장조성을 하게 될 경우 인수기관들은 상당한 금융비용을 치르게 된다. 이러한 조치는 공모주를 부실분석한 경우 주간사회사의 영업활동을 제재하는 사후조치(유가증권인수업무규정 제26조)와 함께 주간사회사의 유가증권 분석 및 시장예측 능력에 따라 기업공개 실적이 차이날 수 있는 근거로 작용한다. 즉 증권회사들이 주간사업무를 획득하기 위해서는 발행회사에 가능한 한 높은 공모가격을 제시해야 하지만 동시에 공모가격이 너무 높아서 주식상장후 시장조성을 해야 하거나 부실분석에 대한 제재를 받지 않는 범위내에서 가격결정을 해야 하므로 분석에 보다 정확을 기할 것이다.

III. 實證分析

1. 假說의 設定

Carter & Manaster(1990)는 IPO와 투자은행의 명성 사이의 가능한 연관성에 대한 분석에서 事前的 危險이 낮은 발행기업일수록 IPO의 低評價 정도를 줄이기 위하여 명성이 높은 투자은행과 인수계약을 맺는다고 하였다. 이러한 주장은 투자은행의 입장에서도 이해가 가능한데, 만일 투자은행이 위험이 높은 기업을 공개시킬 경우 기업가치의 불확실성이 크기 때문에 공모가격을 자칫 과대 책정할 수 있고, 공개후 에라도 해당기업이 파산할 수도 있으며 그렇게 될 경우 자신의 명성이 훼손되므로 투자은행은 위험한 IPO를 기피할 것이다. 반대로 위험이 낮은 우량기업을 공개할 때는 우선 가능한 한 높은 공모가격을 제시함으로써 높은 인수수수료를 요구할 수

5) “보통주식의 인수가액은 주간사회사가 발행회사의 자산가치, 수익가치, 상대가치(산출되는 경우에 한함) 및 기타사항을 고려하여 발행회사와 협의하여 결정한다.…….”(「유가증권인수 업무규정」 제12조)

있으며, 해당기업과 기업공개후에도 지속적인 업무관계를 맺음으로써 미래수익의 증가도 기대할 수 있으므로 IPO의 危險度와 투자은행의 名聲간에는 逆의 관계가 예상된다.⁶⁾ Beatty & Ritter(1986)는 IPO의 事前的 위험이 클수록 공모가격의 저평가 정도도 커진다고 하였으며, Logue(1973)에 의하면 명성이 높은 투자은행은 공모가격의 산정이 비교적 용이하다는 이유에서 위험이 낮고 발행규모가 큰 IPO를 주로 취급한다고 하였다.

이에 대한 실증분석에서 Logue(1973), Block & Stanley(1980), Neuberger & LaChapelle(1983) 등은 투자은행을 명성에 따라 두 집단 또는 세 집단으로 분류했을 때 명성이 낮은 집단에 의한 IPO의 初期收益率이 높았음을 검증하였다. 또한 Carter & Manaster(1990)와 Johnson & Miller(1988)는 투자은행의 명성을 어떤 방법으로 측정하던간에 명성이 높은 집단에 의한 IPO에서 저평가율과 초기수익률의 분산이 유의적으로 작음을 밝혔으며, 나아가서 Johnson & Miller는 회귀분석에서 低評價程度는 IPO의 위험을 고려할 경우 투자은행의 명성의 영향을 받지 않았음을 근거로 IPO 시장이 위험과 수익률 측면에서 효율적임을 증명하였다. 국내에서는 강효석(1990), 임용기(1991)에서 IPO의 위험도와 저평가율간의 관계에 대한 검증이 시도되었으나 위험을 측정하는 변수에 따라 실증결과가 일치하지 않았다.

한편, 투자은행의 명성은 IPO의 상장직후의 주가변동에 반영될 여지도 있다. 우리나라에서는 상장직후에는 한동안 주가상승이 이어지는 경우가 잦은데 대개 상장초기의 주가상승폭이 크고 상승기간이 오래 지속될수록 성장성이 좋은 우량주식으로 인식되는 경향이 있다. 따라서 발행회사는 향후의 영업활동과 자금조달면에서 유리한 효과를 기대하면서 상장직후부터 주가관리를 통한 기업이미지를 제고시키려는 동기를 갖게 된다. 그것은 공개후에도 해당기업과 업무관계를 계속 유지하려는 주간사회의 이해와도 일치하며, 주간사회사 스스로도 공개후 1개월간 市場造成의 의무를 부담하기 때문에 가능하면 상장초기에 IPO의 시장가격을 높게 유지하고자 할 것이다. 그러므로 발행회사는 주가관리와 만일의 경우 시장조성을 감당할 수 있는 정도의 자금력과 명성을 갖춘 주간사회사를 선호하게 된다. 이러한 가능성은 주간사회사가 실제로 상장일의 동시호가에서 부터 주식시세 형성에 비공식적으로 간여하는 사실로도 예상할 수 있다.

6) 위험이 높은 발행기업이 IPO의 저평가율을 낮추려고 명성있는 투자은행과 계약한다거나 또는 낮은 위험의 발행기업이 인수수수료를 절약하려고 이름없는 투자은행과 계약하지는 않을 것이다. 왜냐 하면 그렇게 하는 것은 기업공개 관련비용을 공모주의 저평가율과 인수수수료의 합으로 간주할 경우 총비용면에서 오히려 불리할 것이기 때문이다.

이상의 논의를 바탕으로 우리나라의 IPO시장에 적용할 검증가설을 다음과 같이 설정한다.

가설 I : 명성있는 주관사회사가 공개한 IPO는 그렇지 않은 회사에 의한 IPO보다 상대적으로 저평가율과 위험은 낮고 공모규모는 클 것이다.

가설 II : 명성있는 주관사회사가 공개한 IPO의 상장후 주가 상승정도는 그렇지 않은 경우보다 클 것이다.

2. 資料와 研究方法

실증분석을 위한 표본기업은 최근동안 기업공개가 가장 활발하고 비교적 자율적으로 이루어졌던 1988년과 1989년에 공개한 기업들을 일차대상으로 하였다.⁷⁾ 그 중에서 자료의 신빙성이 결여된 기업과 금융보험업종의 기업들을 제외한 126개 기업을 최종적으로 선별하였다. 먼저 각 표본기업에 대하여 低評價率, 公募規模, 割增率, 危險度에 관한 자료를 수집한다. IPO의 저평가율(U)은 공모가격 P와 상장후 t일의 종가 P_t를 비교해서 구한 공모주 수익률에서 같은 기간동안의 주가지수의 변동분을 조정한 것으로 다음과 같이 표현된다.

$$U_t = P_t/P - I_t/I$$

여기서 I와 I_t는 각각 공모일과 상장후 t일의 종합주가지수를 의미한다.

IPO의 위험을 측정하기 위해서는 거래일기준으로 IPO의 상장일전 300일에서 상장일전 50일까지의 기간동안 IPO가 속한 산업의 업종지수를 근거로 事前的 분산과 事前的 베타를 계산하였다.⁸⁾ 업종지수로는 산업을 중분류와 소분류로 구분한 34개의 산업별 지수를 「신평-KAIST 수익률」자료에서 추출하였다. 사전적 위험척도를 선택한

7) 표본기간을 1988년과 1989년 만으로 국한시킨 이유는 1987년까지는 상장 첫날의 주가를 공모가격을 기준으로 결정하였으므로 그 이후의 IPO와 비교하는데 문제가 있으며, 1990년에는 공개실적이 크게 줄었을 뿐만 아니라 (36건), 1990년 3월부터는 기업공개요건이 개정되어 공모가격 산정방식이 다시 강화되었기 때문에 역시 그 이전과 직접 비교하는데 문제가 될 수 있으므로 제외시켰다.

8) 본래는 Beatty & Ritter(1986)에 의해서 IPO가치에 대한 事前的 불확실성(ex-ante uncertainty)으로 정의되었지만 측정상의 어려움 때문에 실증분석에서는 상장후 수익률의 분산이나 베타, 기업의 業歷, 공모규모, 거래량, 조달자금의 用途數 등을 대리변수로 사용하곤 한다. 강효석(1990)에서는 저평가율을 설명하는데 있어서 事前的 위험척도인 공모규모는 유의적이었으나 事後的 분산과 베타는 유의적이지 못했다.

근거는 1988년부터 공개대상기업과 유사한 회사의 주가를 공모가격 결정시에 크게 반영시켰고 우리나라의 주가변동은 업종별로 동조화하는 특성이 있기 때문이다.

다음으로 기업공개에서 주관사업무를 맡은 증권회사들을 명성에 따라 2분류한다.

분류는 두 가지 방법으로 하였는데, 첫째 방법은 기업공개실적, 자본금규모, 거래 규모 등을 기준으로 할 때, 대우, 대신, 럭키, 동서, 쌍용의 5대 증권회사들을 명성이 있는 집단(*prestigious group* : P집단)으로, 나머지 모든 증권회사들을 그밖의 집단 (*non-prestigious group* : NP집단)으로 분류하는 것이다*(〈표 1〉 참조). 두번째 방법에서는 명성의 차이를 보다 확실하게 하기 위하여 NP집단에서 한신, 고려, 현대, 동양의 4개 중대형회사를 제외시키고 구성한 NP'집단과 P집단을 비교한다. 이 경우 표본기업

〈표 1〉 주요 증권회사별 기업공개실적, 거래실적 및 자본금규모 현황*

증권회사	기업공개 실적			거래규모			자본금 규모	
	件數	구성비(%)	순위	금 액	구성비(%)	순위	금 액	순위
대 신	31	13.0	1	13.2조원	7.7	4	1650억원	1
대 우	20	8.4	2	23.2	13.4	1	1643	2
동 서	19	8.0	3	14.7	8.5	3	1392	4
럭 키	18	7.6	4	15.6	9.0	2	1500	3
쌍 용	17	7.1	5	11.6	6.7	5	900	5
한 신	17	7.1	5	10.2	5.9	7	775	9
고 려	17	7.1	5	8.8	5.1	8	788	7
현 대	16	6.7	8	10.3	5.9	6	810	6
동 양	16	6.7	8	7.1	4.1	10	780	8
기 타	67	28.1		57.9	33.6			
총 계	288	100		172.7	100			

註 : *기업공개실적은 1988~89년의 2년간 합계, 거래규모는 1989년도의 주식과 채권매매를 합한 실적이며 자본금 규모는 1989년 3월 기준 수치임.

9) 명성의 분류방법은 논란의 대상이 될 수 있음을 인정하지만 본 연구에서 채택한 기준이 일반적으로 투자자들이 인식하고 있는 증권회사에 대한 인지도와 크게 차이나는 않을 것으로 사료된다.

중 P집단에 의해 공개된 기업은 52개이고 NP집단과 NP'집단에 의한 IPO는 각각 74개와 36개가 된다. 가설 I의 검증을 위해서는 두 집단(P : NP 또는 P : NP')별로 저평가율 U, 공모규모 RSV, 事前的 위험도 VAR와 β 가 통계적으로 차이나는 지를 t 검증하게 된다.

상장후의 주가변동에 관한 가설 II의 검증을 위해서는 累積非正常收益率(CAR)기법을 사용한다. 먼저 표본기업별로 상장후 일별 수익률 R_{it} 에서 종합주가지수의 수익률 R_{mt} 를 차감하여 시장조정수익률 AR_{it} 를 구한다. 명성에 따른 주가변동의 차이를 비교하기 위하여 P집단과 NP집단별로 포트폴리오 비정상수익률 AR_{it} 를 구하고 이것을 상장일부터 상장후 60일까지 누적하여 CAR을 계산한다. 상장후 60일 기간 중 주간사회사의 시장조성의무가 있는 첫 1개월($t=1-25$)을 검증기간으로 그 이후($t=26-60$)를 통제기간으로 구분한 다음, 검증기간의 AR의 통계적 유의성을 확인하기 위하여 $t=AR/S(AR)$ 을 구한다. 여기서 분자는 검증기간의 AR_{it} 들이며 분모는 통제기간의 AR_{it} 들의 표본표준편차이다.

IV. 實證分析의 結果

주간사회사의 명성을 기준으로 분류한 두 집단 간에 低評價率, 危險度, 公募規模가 평균적으로 차이가 나는가를 검증한 결과를 <표 2>에 표시하였다. 事前的 β 와 공모규모 면에서는 두 집단간의 유의적인 차이를 발견하지 못하였으며, 事前的 VAR는 명성이 높은 P집단의 값이 수치상으로는 다른 집단의 값들보다 작아서 가설 I에 부응하는 것 같으나 그 차이에 관한 통계적 유의성은 검증되지 못했다. 또한 공모가격과 상장 첫날의 증가를 비교하여 측정한 저평가율 U_1 은 사전적 VAR에서와 마찬가지로 명성이 낮은 NP집단이나 NP'집단에서보다 명성이 높은 P집단에서 더 낮게 보이는데 통계적으로 유의할 만큼의 차이는 아니었다. 이상의 실증결과로 보아서는 명성있는 주간사회사에 의한 IPO일수록 저평가율과 위험도가 낮고 공모규모가 클 것이라는 가설 I을 지지할 만한 근거는 발견하지 못하였다. 다만 저평가율은 공모가격을 상장후 어느 시점의 주가와 비교하느냐에 따라 조금씩 다르기 때문에 <표 3>에는 P와 NP'집단에 대하여 상장후 5일 및 10일째 증가를 근거로 측정한 저평가율 U_5 , U_{10} 을 추가하고 평균 및 분산의 차이를 검증하였다. 어떤 방법으로 저평가율을 측정해도 두 집단간 평균은 역시 차이가 나지 않았지만 저평가율의 표준편차에는 현저한 차이가 있음을 알 수 있다. 즉 명성이 높은 주간사회사에 의한 IPO는 저평가율의 편차가

상대적으로 작는데 이것은 이들에 의한 공모가격의 결정이 명성이 낮은 회사들에 비하여 보다 일관되고 안정되게 이루어짐을 시사한다. 발행회사는 유명한 주간사회사를 통하여 기업을 공개함으로써 공모가격이 지나치게 낮아서 손해보지도 않지만, 반대로 공모가격이 최고수준에서 결정되기를 기대하지도 않는다는 뜻으로 해석이 되는데 이것은 주간사회사의 선택이 IPO의 가격형성과 전혀 무관하지 않음을 의미한다.

低評價率의 決定要因에 주간사회사의 자질이 포함되는지를 검증하기 위하여 U_1 을 종속변수로 하는 식 (1)과 같은 회귀모형을 설정하였다.¹⁰⁾

〈표 2〉 주간사회사의 명성유무에 따라 분류한 IPO집단의 특징비교

	U_1		사전적 β		사전적 VAR		공모규모 (단위 : 백만원)	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
P집단(n=52)	0.7601	0.481	0.7711	0.234	0.6759	2.346	7302	8230
NP집단(n=74)	0.8424	0.685	0.7385	0.324	1.9933	11.595	7141	11413
NP'집단(n=36)	0.9187	0.761	0.7237	0.377	3.8692	16.533	7866	14692
〈평균의 차이〉								
P : NP	t=-0.79		t=0.66		t=-0.95		t= 0.09	
P : NP'	t=-1.18		t=0.67		t=-1.15		t=-0.21	

註) P 집단 : 대우, 대신, 럭키, 동서, 쌍용의 5대 유명증권회사.

NP 집단 : 5대 유명증권회사를 제외한 모든 증권회사.

NP'집단 : 5대 유명증권회사와 한신, 고려, 현대, 동양을 제외한 모든 증권회사.

〈표 3〉 저평가율의 측정방법에 따른 평균, 표준편차의 차이 검증

	U_1		U_5		U_{10}	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
P집단(n=52)	0.7601	0.481	0.8799	0.523	0.9211	0.542
NP'집단(n=36)	0.9187	0.761	1.0341	0.821	1.0056	0.826
평균의 차이검증	t=1.18		t=1.0		t=0.54	
분산의 차이검증	F=2.50*		F=2.47*		F=2.33*	

*1% 유의수준

10) 회귀분석에서 공모규모 변수는 독자적으로 U_1 을 설명하는데 유의적이었지만, PRMM, 사전적 β 등과 동시에 투입될 경우에는 유의성이 크게 떨어졌다. 또한 공모규모는 PRMM이나 사전적 β 와 높은 상관관계가 있으므로 설명변수에서 제외시켰다.

$$U_1 = \alpha + \beta_1(\text{PRMM}) + \beta_2(\text{사전적}\beta) + \beta_3 D \quad (1)$$

여기서 D는 IPO가 5대 유명증권회사에 의한 것일 경우 1, 그 밖에는 0의 값을 갖는 dummy변수이다. PRMM은 공모가격이 액면가를 얼마나 초과하는지를 나타내는 割增率로서 IPO의 진정한 가치가 일정하다고 가정하면 공모가격이 높을수록 IPO의 初期收益率 U_1 은 낮을 것으로 예상된다. 할증율 변수는 사전적 β 와 마찬가지로 IPO의 사전적 불확실성을 대리하는 변수로 해석될 수도 있는데, 그것은 공모가격이 낮을수록 위험성이 높은(speculative) 기업으로 인식되는 미국에서의 관행에 기인한다[Tinic (1988)]. 식 (1)의 회귀분석결과는 다음과 같다.

	α	β_1	β_2	β_3
	1.177	-0.470	0.344	-0.121
t-value	(9.238)	(-10.788)	(2.590)	(-1.560)
significance	(0.00)	(0.00)	(0.01)	(0.12)

$$n=126, R^2=50.8\%, F=44.04(\text{significance of } F=0.0)$$

β_1 과 β_2 의 부호는 예상과 일치하며 추정치의 통계적 유의성도 입증되었다. 특히 β_1 의 유의도가 매우 높은 것은 공모가격의 할증율이 IPO의 가격형성에 관한 중요 정보를 제공함을 의미한다. β_3 의 부호가 -인 것은 할증율과 사전적 β 에 의해서 조정된 저평가율이 명성있는 주간사회사에 의한 IPO에서 더 낮게 나타난다는 것이다. 이것은 β_3 의 추정치가 12%의 유의수준으로 비록 높지는 않지만 가설 I 을 부분적으로 지지하는 뜻으로 해석될 수 있다.

한편, IPO의 상장후 주가변동의 양상이 주간사회사의 명성에 따라 차이가 나는지를 검증하기 위하여 P집단과 NP집단별로 포트폴리오의 超過收益率을 비교분석한 결과는 <표 4>와 같다. 유명주간회사에 의한 IPO인 P집단은 상장후 10일간 지속적인 주가상승이 이어져 10일만에 주가가 약 9.5% 상승하였고, 그 수준이 상장후 60일까지 계속 유지되었다. 세부적으로는 주간사회사의 시장조성의무가 완료되는 상장후 1개월까지는 대체로 상장후 10일경의 주가수준이 유지되다가, 그 후 일시적인 하락세를 보이더니 주가는 다시 점진적으로 회복되어 60일째에는 상장초일에 비하여 10% 정도까지 상승하였다.¹¹⁾ 이에 비해서 NP집단은 상장후 5일동안 주가가 6%가량 상승한

11) 이것은 미국의 경우 IPO가 상장당일 이외의 날에는 초과수익률을 얻지 못함을 보여준 Miller & Reilly(1987)의 결과와는 대조적이다.

〈표 4〉 주간사회사의 명성에 따른 IPO 포오트폴리오의 상장후 비정상수익률

상장후 경과일수	P집단(n=52)			NP집단(n=74)		
	AR	t-value	CAR	AR	t-value	CAR
1	0.0238	11.1602*	0.0238	0.0173	8.1155*	0.0173
2	0.0140	6.5754*	0.0378	0.0189	8.8498*	0.0362
3	0.0140	6.5580*	0.0517	0.0115	5.4150*	0.0477
4	0.0119	5.5773*	0.0636	0.0123	5.7887*	0.0600
5	0.0082	3.8483*	0.0718	0.0004	0.1944	0.0604
6	0.0075	3.5195*	0.0793	-0.0014	-0.6385	0.059
7	0.0013	0.5885	0.0805	-0.0029	-1.3662	0.0561
8	0.0079	3.6961*	0.0884	0.0005	0.2291	0.0566
9	0.0017	0.8079	0.0901	-0.0055	-2.5822#	0.0511
10	0.0053	2.4927#	0.0954	-0.0004	-0.1737	0.0507
11	-0.0014	-0.6717	0.094	-0.0037	-1.7136	0.047
12	-0.0036	-1.7003	0.0904	0.0004	0.2103	0.0474
13	0.0029	1.3471	0.0932	-0.0000	-0.0235	0.0474
14	-0.0028	-1.3152	0.0905	-0.0037	-1.7418	0.0437
15	-0.0011	-0.5308	0.0893	-0.0022	-1.0516	0.0415
16	0.0009	0.4251	0.0902	0.0013	0.6197	0.0428
17	-0.0049	-2.2828#	0.0854	-0.0020	-0.9296	0.0408
18	0.0052	2.4354#	0.0905	0.0023	1.0911	0.0431
19	0.0023	1.0578	0.0928	-0.0016	-0.7418	0.0415
20	-0.0009	-0.4274	0.0919	0.0032	1.4826	0.0447
21	0.0019	0.9145	0.0938	-0.0002	-0.0704	0.0445
22	-0.0018	-0.8596	0.092	0.0019	0.8925	0.0464
23	0.0046	2.1597#	0.0966	-0.0001	-0.0329	0.0463
24	-0.0016	-0.7703	0.0095	0.0015	0.7225	0.0478
25	-0.0004	-0.2067	0.0945	0.0012	0.5437	0.049
30	0.0002	0.1146	0.0885	-0.0009	-0.4038	0.0413
40	0.0011	0.5162	0.0775	-0.0026	-1.2066	0.0411
50	0.0011	0.5143	0.0851	-0.0034	-1.5915	0.0496
60	0.0031	1.4486	0.1018	-0.0001	-0.0235	0.0511

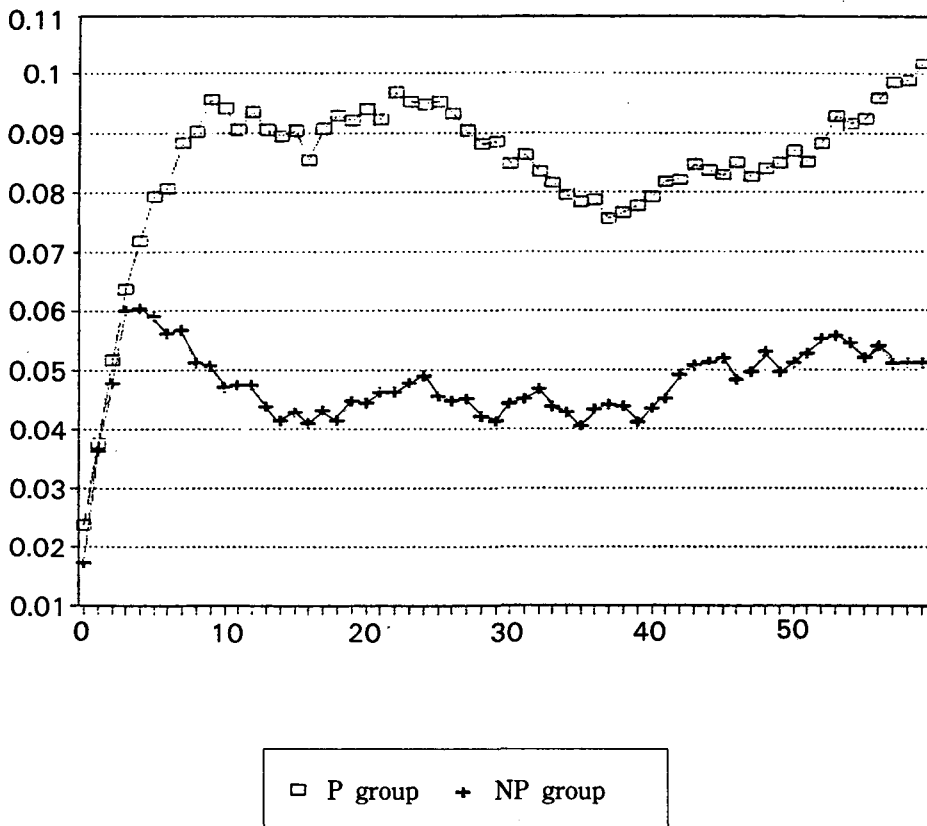
註) # 5% 유의수준

* 1% 유의수준

후에는 상장후 60일까지 계속해서 4~5%수준이 이어지고 있다. <그림 1>은 상장후 60일동안의 CAR을 표시하는데 주가변동이 두 집단간에 명확히 차이가 난다는 것을 시각적으로도 알 수 있다.

P집단과 NP집단에서의 주가변동양상이 현저히 차이나는 것은 상장후 25일동안 AR값의 유의성에도 나타난다. 통계적으로 유의할 만큼 주가가 상승한 날짜가 P집단에서는 10회나 되지만 NP집단에서는 4회에 그치고 있다. 또한 상장직후 10일동안 두 집단의 AR들간에 유의한 차이가 존재하는가를 paired t검정으로 실시한 결과 P집단의 AR이 NP집단의 AR보다 컸음을 1%유의수준에서 검증할 수 있었다. 이와 같은 AR의 유의한 차이가 본질적으로 두 집단간의 위험의 차이에 기인하지는 않는가를 검토하기 위하여 상장후 100일간의 일별수익률 자료를 바탕으로 P와 NP집단별 포트폴리오 베타를 측정하였다. P집단과 NP집단의 베타추정치는 각각 0.408과 0.443이었으며 이 측정치들은 서로 유의적인 차이가 없음이 밝혀졌다. 따라서 상장후 주

<그림 1> P와 NP집단에 의한 IPO의 상장후 60일간의 주가변동추이



가상승이 P집단에서 더 크게 나타나는 이유는 주간사회사의 명성의 차이에서 찾을 수 있다. 상장직후의 IPO는 거래량이 많지 않기 때문에 자금력을 갖춘 대규모 주간사회사는 비교적 용이하게 상장초기의 주가형성에 개입하여 주가상승을 유도할 가능성이 있다. 주간사회사는 주가를 공모가격 이상으로 유지함으로써 시장조성부담을 면하고 유가증권 부실분석 혐의로 영업활동상의 제재를 받게될 가능성도 줄일 수 있기 때문이다. 아울러 상장과 동시에 주식투자자에게 높은 수익률을 제공한다면 기업에 대한 좋은 이미지의 조성과 신용도의 제고에도 기여할 수 있을 것이다.

지금까지의 실증분석결과를 종합해 보면 우리나라의 기업공개에서 주간사회사의 역할은 公開日程에서 IPO의 상장전에 비하여 상장후에 보다 두드러지는 것으로 보인다. 그것은 표본기간인 1988~89년에는 기업공개가 활발하여 신규공모주의 매출에는 거의 어려움이 없으므로 주간사회사의 증권분석능력, 인수능력이 그다지 중요하지 않게 여겨졌기 때문일 것이다. 그러나 유명증권회사에 의한 IPO에서 저평가율의 편차가 작고 상장직후의 주가상승율이 더 높은 것은 우리나라에서도 주간사회사의 자질이 IPO의 가격형성에 영향을 미치는 증거라고 하겠다.

V. 結 論

企業公開市場의 참여자들이 시장원리에 입각하여 보다 자율적이고 경쟁적으로 의사결정을 내린다면 공개를 주관하는 투자은행의 知名度와 발행기업의 屬性간에는 특징적인 관련이 있을 수 있다. 가령, 미국에서는 명성이 높은 투자은행에 의한 IPO는 대개 위험이 낮고 공모가격의 저평가율도 낮은 경향이 있다. 우리나라의 기업공개 시장은 그동안 불합리한 제도와 여건의 미비로 투자은행의 기능이 충분히 발달하지 못했기 때문에 우리나라의 증권회사들이 외국의 우수한 기관들과 같이 명성을 축적할 여지는 없었을 것으로 추측된다. 그럼에도 불구하고 본 연구에서는 1988년부터 1989년 사이에 우리나라의 IPO시장에서 주간사회사의 知名度가 IPO의 價格形成에 중요한 역할을 하였는가를 실증분석하였다. 그 결과 IPO의 低評價率, 危險度, 公募規模 등의 측면에서는 주간사회사의 명성에 따른 차이를 명확히 구분할 수 없었던 반면, 이름있는 주간사회사는 보다 일관되게 IPO를 低價發行하며 상장후의 주가수준도 더 높게 유지하는 것을 알 수 있었다. 이러한 현상은 주간사회사의 공모주 매출능력이나 인수기능보다는 상장후 일정한 기간동안 주간사회사의 주가관리능력을 더 중요시 하게 하는 제도상의 특징에 기인하는 것으로 추측된다.

본 연구의 한계점으로 주간사회사의 명성을 측정하는 기준이 충분한 설득력을 지니지 못한다는 점을 지적할 수 있다. 기업공개실적에 의거한 분류방법은 재벌그룹계열의 증권회사들이 비공식적으로 담합하여 그룹산하 계열회사의 기업공개에서 주간사업무를 상호교환하는 관행을 감안하면 객관성이 문제될 여지가 있다. 한편, 상장직후의 지속적인 높은 주가상승현상이 시장효율성에 배치되는지의 여부는 거래량분석을 근거로 그 기간동안 원활한 매매거래가 가능하였는가를 검토하여 판단할 문제로서 추후의 연구에서 규명되기를 기대한다.

參 考 文 獻

- 강효석, “기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구,” 재무연구 3호, 1990, pp.157-176.
- _____, “신규공모주시장에서의 역선택현상에 관한 연구,” 한국경제연구 제5권 1호, 1991, pp.191-208.
- 임용기, “우리나라 최초 공모주시장의 가격기능에 관한 연구,” 1991년도 한국증권학회 발표논문.
- 한국신용평가(주), “등록법인들의 기업공개성향,” 신평비즈니스 1990.6.16, p.12
- Beatty, R. P. and Jay R. Ritter, “Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offering,” *Journal of Financial Economics*, Vol.15, 1986, pp.213-232.
- Block, S. and M. Stanley, “The Financial Characteristics and Price Movement Patterns of Companies Approaching the Unseasoned Securities Market in the Late 1970s,” *Financial Management*, (Winter 1980), pp.30-36.
- Carter, Richard and Steven Manaster, “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation,” *Journal of Finance*, Vol.45,(September 1990), pp.1045-1067.
- Johnson, R. and R. Miller, “Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings,” *Financial Management*,(Summer 1988), pp.19-29.
- Kim, E and Y. Lee, “Issuing Stocks in Korea,” in *Pacific-Basin Capital Markets Research* edited by Rhee and Chang, North-Holland, 1990.
- Logue, D. E., “On the pricing of Unseasoned New Issues, 1965-1969,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1973, pp.91-103.
- Miller, R. and F. Reilly, “Examination of Mispricing, Return, and Uncertainty for Initial Public Offerings,” *Financial Management*,(Summer 1988), pp.33-38.
- Neuberger, B. and C. LaChapelle, “Unseasoned New Issue Price Performance on Three Tiers : 1975-1980,” *Financial Management*,(Autumn 1983), pp.23-28.
- Ritter, J. R., “The Hot Issue Market of 1980s,” *Journal of Business*, Vol.57, No.2, 1984, pp.269-282.
- Rock, K., “Why New Issues are Underpriced,” *Journal of Financial Economics*, Vol.15, 1986, pp.187-212.
- Tinic, S. M., “Anatomy of Initial Pulic Offering of Common Stocks,” *Journal of Finance*, (September 1988), pp.789-822.