

최초공모주의 이론과 실증연구에 관한 고찰

김범진

상지대학교 경상대학 경영학과 부교수

.....
최초공모주의 공모가 결정에 관한 이론, 최초공모주의 공모가 결정에 관한 실무와 공모가 실태에 관한 실증적 연구의 동향을 파악할 필요가 있다. 우리나라 최초공모주에 관한 실증적 연구들을 종합적으로 조사하고 분석하여 다음과 같은 시사점을 확인하였다.

첫째, 공모가의 결정을 위해서 본질가치를 계산하는 경우에 기업의 특성(업종, 규모, 연령, 재평가 여부, 영업권의 크기 등)과 기업환경(산업, 경제여건과 정부와의 관계, 규제)이 반영되어야 하고, 상대가치를 계산하는 경우에 장외등록기업의 주가도 반영되어야 할 것이다.

둘째, 공개기업의 회계보고서를 감사하는 경우에 최초공모주의 상장연도부터 이익조정여부에 대한 관심을 높여야 할 것이다.

셋째, 중간사회사들은 발행기업에 대한 정보의 정확성을 높일 수 있도록 노력해야 할 것이고, 감사인도 감사의 질을 높일 수 있도록 노력해야 할 것이며, 관련 기관은 이에 대한 제도적 지원을 강구해야 할 것이다.

넷째, 최초공모주를 발행하는 경우에 경영자는 경영성과가 양호한 시기를 선택하는 경향이 존재한다는 점에 유의할 필요가 있을 것이다.
.....

1. 서론

기업공개요건을 충족한 기업은 투자자들로부터 공모를 받아 최초공모주(IPO: initial public offerings)를 배정하고 최초공모주의 상장을 위한 절차를 마친 후에 증권시장에 상장한다. 기업공개(going public)는 최초공모주 발행기업이 자본조달을 위하여 기존의 주주뿐만 아니라 불특정 다수의 일반투자자에게 주식을 최초로 공개 매각하는 것이다.

최초공모주에 대한 공모가와 상장 후 주가는 시장참여자들의 이해관계에 커다란 영향을 미치므로 중요한 관심사이다. 즉, 최초공모주에 대한 공모가와 상장후의 주가에 따라서 최초공모주의 발행기업은 자금조달을 성공적으로 하였는지, 투자자들은 기대

투자수익율을 달성하였는지 결정하게 될 것이다.

최초공모주의 발행기업은 기업연령도 적고 투자자들의 관심도 적은 것이 일반적이므로 이들에 대한 정보가 충분하지 않다. 상장기업이 유상증자를 하는 경우에 비교적 신뢰성이 높은 공개된 회계정보를 이용할 수 있지만, 기업공개로 최초공모주가 발행되는 경우에 회계정보는 이용하기 쉽지 않을 뿐만 아니라 신뢰성도 낮을 것이다. 따라서 최초공모주의 공모가 결정은 신중하고도 적정하게 이루어져야 한다. 이러한 점에서 최초공모주의 공모가 결정에 관한 이론, 최초공모주의 공모가 결정에 관한 실무와 공모가 실태에 관한 실증적 연구의 동향을 파악할 필요가 있다.

최초공모주의 공모가 결정은 일반적으로 이론적 공모가보다 낮게 결정되는 현상인 저가발행 경향이 존재한다. 따라서 최초공모주에 대한 저가발행의 논리적 근거와 저가발행실태에 관한 기존의 실증적 연구를 종합적으로 분석할 필요가 있다. 또한, 최초공모주 발행시기의 선택에 관한 연구도 검토할 필요가 있다.

본 연구의 목적은 이상과 같이 최초공모주에 관한 이론과 많은 실증적 연구들을 종합적이고 비판적으로 분석하고 검토하여 요약·정리하고 함축적 의미를 밝혀보려는 것이다.

본 논문의 구성은 I에서 연구의 목적을 정리하였고, II에서 최초공모주에 관한 이론을 공모가, 저가발행과 발행시기 선택의 관점에서 검토하였다. III에서 우리나라의 최초공모주에 관한 실태와 제도에 대해서 비판적으로 분석하였다. IV에서는 우리나라 증권시장의 최초공모주에 대한 공모가, 저가발행, 발행시기 선택과 최초공모주의 상장 후 주가실태에 관한 기존의 실증적 연구에 대해서 종합적으로 분석·검토하였다. 최초공모주의 저가발행에 대한 이상의 종합적 검토와 실증적 연구의 분석결과를 바탕으로 하여 V에서 연구결과에 대한 시사점을 요약하고 연구의 한계와 제언을 기술하였다.

II. 최초공모주에 관한 이론

2.1 최초공모주의 발행과 공모가 산정

2.1.1 최초공모주의 발행

기업이 자사의 주식을 정규의 증권시장에 상장하기 위하여 기업공개절차에 따

라서 공모에 참여한 투자자들에게 최초로 공모주를 배정하고 발행한 주식이 최초공모주이다. 최초공모주의 발행기업은 최초공모주의 발행을 통하여 필요한 자금을 조달할 수 있다. 주관사회사는 최초공모주의 발행을 통해서 현금흐름을 호전시킬 수 있고, 투자자들은 최초공모주의 발행을 수익성 있는 투자대상으로 인식한다.

최초공모주는 장외등록기업이나 그 외기업이 정규의 증권시장에 상장하기 위하여 공개로 주식을 공모하는 경우에 발행된다. 따라서 장외시장에 등록을 위해서 기업이 신규로 공모를 통하여 발행하는 주식과 유·무상증자를 위하여 공모되어 발행된 주식과 최초공모주는 구분하기로 한다.

최초공모주의 발행기업은 최초공모주를 발행하기 위하여 총액인수방식과 모집주선방식을 이용한다. 총액인수방식(firm-commitment underwriting)은 간사회사가 공개회사의 발행주식을 전량을 인수하여 판매하는 방식으로, 간사회사는 이 과정에서 발생할 수 있는 모든 위험을 부담하고 대가로 스프레드(underwriter spread)를 받는다.

모집주선방식(best-efforts contract)은 간사회사가 공개회사의 발행주식에 대한 판매와 관련하여 판매대리인으로서의 역할을 하는 방식이다. 모집주선방식에 따를 경우에 간사회사는 단지 매각된 물량에 따라서 수수료를 받으므로 위험부담이 없다. 이 경우에 지정된 물량의 판매량이 소화되지 않으면 공모는 취소된다.

2.1.2 공모가 산정

최초공모주의 공모가 결정은 주식을 최초로 공모하는 기업의 부를 공정하고도 정

확하게 반영하도록 결정되어야 한다는 점에서 대단히 중요하다. 특히, 최초공모주의 공모가를 결정하는 것은 기존의 주주들은 물론 새로운 주주들의 재산권에 대해서도 영향이 크다는 점에서 공정하게 결정되어야 한다.

최초공모주의 공모가 결정 시에 고려하여야 할 요인은 발행회사에 대한 특성과 그 외 기업환경 등 다양하다. 발행회사에 관한 요인은 미래 수익력(성장전망, 경쟁사와의 비교), 재무구조(부채의존도, 신용등급, 자산관리실태와 기초자산의 가치), 영업위험, 주력상품(품질, 시장점유율, 경쟁력, 기대수명), 연구개발능력, 최고경영자의 경험과 능력 등 기업에 대한 다양한 특성이다. 기업환경에 대한 요인은 산업(성장전망, 산업 내에서의 위상), 경제여건(금리, 환율, 물가 등 경제적 요인)과 정부와의 관계, 규제와 기업공개시기의 투자환경 등 다양하다.

2.1.3 공모가 산정방법

최초공모주의 공모가 산정을 위해 미국에서 주로 활용되는 방법은 주가배수법과 현금흐름 할인법이다.(강효석·이원흠·조장연, 1997)

주가배수법(multiples of stock price)은 최근에 기업을 공개한 회사나 발행기업과 기업규모, 사업내용 등이 유사한 기업을 벤치마크로 사용하여 최초공모주의 가격을 산정하는 유사회사이용방법(comparable firms approach)이다. 유사한 기업의 주가를 계산하기 위하여 유사기업의 주가와 주당매출액, 주당이익, 주당현금흐름, 주당순자산, 그 외에 산업 특유의 변수 등과 상관관계가 높은 변수를 이용한다.

최초공모주의 공모가 산정에 가장 많이

이용되는 변수는 주가수익비율(PER: price earning ratio)이다. 그러나 유사기업의 주가수익비율을 이용하여 최초공모주의 공모가를 산정하는 방법은 발행기업에 대한 성장추세와 위험도의 차이를 반영시키기 어렵고, 유사기업을 찾기 힘든 경우도 많으므로 한계를 가진다.

현금흐름 할인법(free cash flow)은 기업이 미래에 창출할 수익을 현금흐름의 개념으로 추정하고 이를 현재가치로 계산하여 공모가의 산정을 위한 근거로 이용하는 방법이다. 현금흐름 할인법에 따라서 공모가를 산정하는 절차는 다음과 같다.

첫째, 기업공개가 완료되면 공개 후부터 기업이 고도성장을 지속할 때까지 연도별 잉여현금흐름을 추정한다.

둘째, 고도성장기 이후에는 소속산업의 평균성장율이 일정하게 유지된다는 가정 하에 고도성장기 말 시점에서의 주식가치를 추정한다.

셋째, 할인율을 추정한다.

넷째, 추정한 현금흐름과 할인율을 이용하여 공모주의 내재가치를 추정한다. 간사회사는 공개 당시의 시장분위기를 정확하게 파악하여 내재가치를 기준으로 공모가격을 조정하여 결정한다.

공모기업은 최초공모주의 공모가를 책정할 경우에 여러 가지 비용을 고려하여야 한다. 최초공모주의 발행비용은 간사회사에 대한 공모주선 및 인수수수료, 유가증권 발행수수료, 주권의 발행비(용지대, 인쇄비, 전산용역비, 인지대), 상장수수료, 등록세 및 등기비용, 명의개서 대행수수료, 기타 인쇄비 및 수입인지대, 상장법인 연도별 부과금 등이 있다. 이 외에도 최초공모주의 공모가를 산정하는 경우에 실제로 계산하기는 어렵겠지만 공모주에 대해 투자하는 투자자들의

기회비용을 보상해주는 문제도 고려하여야 할 것이다.

최초공모주를 발행하는 기업은 주간사회사를 선정하는 경우에 주간사회사의 능력과 수수료를 잘 따져볼 필요가 있다. 주간사회사는 공모기업의 유가증권을 분석하고 최초공모주의 공모가를 결정한다. 또한 주간사회사는 기업공개와 관련하여 증권감독원에 제출하는 서류를 작성하며 공동인수단(underwriting syndicate)을 구성하고 공모주의 청약 및 배정업무를 담당하는 등 중요한 역할을 담당한다.

2.2 저가발행에 관한 이론

최초공모주의 성공적 매각을 위해서 일반적으로 저가발행전략이 이용된다. 최초공모주의 고가발행은 기존 주주를 유리하게 하나 새로운 주주를 불리하게 하는 전략으로 최초공모주의 성공적 매각을 위한 전략이 되기는 힘들다. 왜냐하면, 최초공모주의 고가발행은 청약미달을 초래하여 최초공모주에 대한 인수의 어려움을 유발하게 되고 따라서 기업공개 목적을 달성하기가 곤란하게 될 수 있기 때문이다.

최초공모주의 저가발행은 기존 주주에게는 불리하나 새로운 주주에게 유리한 전략으로 최초공모주의 성공적 매각을 위한 전략으로 이용될 수 있다. 따라서 최초공모주의 공모가 결정은 시가보다 낮은 저가발행이 일반적이다. 그러나 지나친 저가발행은 투자자들의 공모주에 대해 지나친 청약을 유발시키고 결과적으로 배정주식 수를 미미하게 하므로 투자자들의 청약기피 현상을

초래할 수도 있다는 점을 인식해야 한다.

최초공모주의 저가발행은 '미스테리'라는 주장(Ibbotson, 1975) 이후에 저가발행의 이론적 근거에 대해서 정보비대칭, 신호효과, 보험효과 등이 주장되었다. 그 외도 증권시장과 제도, 공모방식에 따른 저가발행 등도 저가발행의 근거로 주장되었다. 이들 근거와 주장에 대한 타당성에 관해서 많은 실증적 연구가 이루어 졌으나 이론적으로 수용될 만큼 충분하게 입증되지는 못했다. 한편 1990년대에 최초공모주의 발행기업이 최초공모주의 발행시기를 어떻게 선택하는 지에 관한 연구들도 이루어지고 있다.

2.2.1 정보비대칭(information asymmetry)

최초공모주가 저가로 발행되는 현상은 정보비대칭 때문이라는 것으로, 두 가지 측면에서 설명할 수 있다. 정보비대칭은 두 의사결정 집단간에 존재하는 정보에 대한 보유량과 정확성의 차이로 발생한다.

첫째, 주간사회사(투자은행: investment bank)와 공개 대상기업 사이에 정보비대칭이 존재한다.

둘째, 정보를 가진 투자자(informed investors)와 그렇지 않은 투자자(uninformed investors) 사이에 정보비대칭이 존재한다.

Baron(1982)은 주간사회사가 공개대상기업에 비해서 자본시장에 대해서 보다 우월한 사전적 정보를 가지므로 이들 사이에 정보비대칭의 문제가 발생한다고 한다. 공모기업이 최초공모주의 공모가를 일방적으로 높게 책정하면, 우월한 정보소유자인 주간사회사는 최초공모주의 발행에 관한 계약을

1) 투자은행이 최초공모주의 공모가가 높으면 최초공모주의 발행에 관한 계약을 거부하고, 공모가가 낮은 경우에만 공모주를 인수하는 것을 역선택(adverse selection)이라 한다.

거부할 것이고 반대의 경우에는 계약을 체결하려고 할 것이다.¹⁾ 최초공모주에 대한 시장수요가 확실치 않은 상황에서 정보소유가 상대적으로 약세인 공개대상 기업은 주간사회사의 결정에 따르는 상황이 될 것이다. 따라서 주간사회사는 최초공모주의 매출을 용이하게 하기 위해서 저가발행을 선택하게 된다는 것이다.

Rock(1986)은 기업공개 시장에는 정보를 가진 투자자(informed investors)와 그렇지 않은 투자자(uninformed investors)가 존재하고, 전자는 우량 공모주만 선별적으로 청약하고 후자는 모든 공모주에 대해서 임의적으로 청약할 것이라고 한다. 이 경우에 우량 공모주에 대한 청약율은 상대적으로 높아져서 정보를 가진 투자자에 비해서 그렇지 않은 투자자들은 상대적으로 우량 공모주의 배정을 적게 받고 상대적으로 부실 공모주의 배정을 많이 받게 된다.²⁾ 따라서 정보가 약한 투자자들은 공모주에 대한 투자로 수익을 얻을 수 없게 되므로 공모에 참가하지 않게 된다. 결국, 정보가 약한 투자자들이 공모주의 투자에 참여를 유도할 수 있을 정도의 수익율을 보장해주기 위해서 저가발행은 불가피하다는 것이다. 그러나 최초공모주의 저가발행과정을 설명하면서 주간사회사의 역할을 고려하지 않았다는 점이 지적될 수 있다.

2.2.2 신호효과(signalling effect)

최초공모주에 관한 신호효과는 특정 요인이 최초공모주의 저가발행에 관한 신호역할을 한다는 것이다. Leland & Pyle(1977)은

최초공모주의 저가발행에 대한 신호역할을 하는 요인으로 기업가의 내부지분율을 들었다. 이러한 가설을 처음으로 Downes & Heinkel(1982)이 실증적으로 분석하였고, Welch(1989)와 Grinblatt & Hwang(1989) 등이 이어서 연구하였다.

그 후 신호효과에 대한 신호요인으로 기업가치에 대한 직접공시(Hughes, 1986), 기업의 부채비율(Ross, 1977), 기업의 배당정책(Bhattacharya, 1979) 등이 연구되었으나, 주간사회사의 명성(Beatty & Ritter, 1986 · Carter & Manaster, 1990)과 감사인의 질(Titman & Trueman, 1986 · Beatty, 1989 · Datar, Feltham & Hughes, 1991) 등이 주로 연구되었다. 또한 신호요인으로 회계정보(김문철, 1994)도 연구되었다.

1) 기업가의 내부지분율

Leland & Pyle(1977)는 기업내부자의 소유자지분이 기업가치에 대한 신호로 작용하여 정보를 전달한다고 하였다. 소유자지분이 많은 위험회피형 기업주는 기업가치에 대해서 자신이 가지고 있는 정보(private information)를 제공하여 기업의 고유위험을 전가하고 싶지만 기업이 과소 평가되는 것을 막기 위하여 기업의 고유위험을 기꺼이 부담한다는 것이다. 따라서 투자자들은 다른 조건이 같은 경우에 기업내부자가 많은 지분을 가진 기업이 발행하는 최초공모주를 더욱 선호할 것이라고 했다.

Downes & Heinkel(1982)은 1965년부터 1969년 사이에 최초공모주를 발행한 미국의 기업 449개 중 297개 기업을 표본으로 하여 Leland & Pyle의 모형을 이용하여 기업가 소유자지분의 신호효과와 이익승수모형(An

2) 정보를 가진 투자자들은 상대적으로 큰 투자이익을 보지만 정보를 갖지 못한 투자자들은 정보를 가진 투자자들에게 투자이익을 획득할 기회를 빼앗긴다는 현상을 winner's curse라 한다.

Earnings Multiple Model)을 이용하여 배당의 신호효과를 실증적으로 분석하였다. 분석결과 최초공모주에 대한 기업가 소유자지분의 신호효과는 강하게 지지되었지만 배당의 신호효과는 부정적으로 나타났다.

Welch(1989)는 우량기업이 불량기업과 자사를 구별하기 위한 신호의 하나로 최초공모주를 발행할 경우에 저가로 발행할 것이라고 했다. 1977년부터 1982년간 최초공모주를 발행한 1,028개 기업의 분석을 통해서 최초공모주의 저가발행은 우량기업이라는 신호의 수단이 되었음을 확인하였다. 최초공모주 저가발행회사는 최초공모주의 발행에서 일반 투자자들로부터 좋은 반응을 얻었고, 공개 후에 유상증자를 한 경우에 저가발행에 따른 손실을 회수할 수 있었다고 했다.

Grinblatt & Hwang(1989)은 기업가의 소유자지분뿐만 아니라 저가발행 정도가 최초공모주 가치의 신호역할을 할 것이라고 했다. 발행회사가 정보소유 면에서 투자자들에 비해서 우월한 위치에 있으므로 최초공모주를 발행하는 기업이 우량기업인 경우에 저가발행과 지분보유를 통해서 기업의 실제 가치를 선호한다고 했다.

2) 주간사회의 명성

Beatty와 Ritter(1986)는 1977년부터 1982년까지 최초공모주를 발행한 기업 1,028개를 표본으로 최초공모주의 저가발행현상(저평가율은 14.1%)이 존재함을 확인하였고 주간사회의 명성도를 고려한 연구도 하였다. 이들은 주간사회의 명성도가 낮을(공개회사의 상장초일 수익율의 절대표준 평균오차의 크기가 클)수록 최초공모주의 발행가를 제대로 분석하지 못하였고, 따라서 해당 주간사

회사의 명성도도 낮아지게 될 것이라 하였다.

Carter와 Manaster(1990)는 1979년 1월 1일부터 1983년 8월 17일까지 최초공모주를 발행한 501개 기업을 표본으로 자료를 수집하여 분석하였다. 신문에 공개된 주간사회의 발표위치에 따라서 주간사회의 명성도 순위를 매겨, 주간사회의 명성도가 높을수록 저가발행 정도가 줄어진다고 하였다. 이상의 연구들은 주간사회가 모든 공개기업에 대해서 동일한 정보생산노력을 할 것이라는 전제하에서 이루어졌다.

3) 감사인의 질

Titman & Trueman(1986)은 감사인과 주간사회가 기업의 진실한 가치에 대한 정보를 제공해 줄 것이라는 증권시장의 일반적 풍조에 착안하여, 유망한 정보를 가진 기업가는 그렇지 못한 기업가에 비해서 보다 유능한 감사인과 주간사회를 택할 것이라고 하였다. 편의상 주간사회의 질과 최초공모주 발행기업에 대해서 정보를 제공해 줄 수 있는 외부자의 질은 감사인의 질과 같이 적용될 수 있다고 보아, 선정된 감사인의 질이 최초공모주의 발행을 평가하는데 어떻게 이용될 수 있는 지에 관한 모델을 개발하였다.

Beatty(1989)는 최초공모주의 저가발행과 감사인의 선임관계를 연구하였다. 최초공모주를 발행한 기업 중 회계법인 'Big 8'³⁾을 감사인으로 지정한 경우와 'Big 8' 이외의 회계법인을 감사인으로 지정한 경우에 차이를 비교하였다. 'Big 8'을 감사인으로 지정한 기업은 자금위험과 위험요소에 대한 공시내용이 적었고 상대적으로 기업연령이 작

3) 'Big 8'은 미국의 대규모 회계법인 8개를 지칭하는 것이나, 2개는 흡수합병되어 현재는 'Big 6'가 영업하고 있다.

었다. 또한 대기업일수록, 기업의 고유위험이 적은 기업일수록 'Big 8'을 선임하는 경향이 있었다. 따라서 'Big 8'을 감사인으로 선임한 경우가 최초공모주의 저평가 정도가 낮았다.

4) 회계정보

김문철(1994)은 1980년부터 1987년까지 미국의 신규상장기업 1,479개를 대상으로 최초공모주의 공모가가 기업내부의 소유자 지분, 주간사회의 명성, 회계감사인의 명성 등에 대한 신호변수라는데 추가하여 최초공모주의 공모가와 회계정보(특히 주당순이익과 주당순자산가치)의 관계를 회귀분석하여 다음과 같은 내용을 확인하였다.

최초공모주 발행기업의 주당순이익과 주당순자산가치는 최초공모주의 발행가격에 대한 유의한 설명변수로 나타났으며, 주당순자산가치의 설명력이 더 큰 것으로 나타났다. 회계정보의 설명력은 기업의 연령(최연소그룹은 제외)에 따라 증가하는 것으로 나타났으며, 회계정보는 고도기술산업보다 그 외의 산업에 더 유용한 것으로 나타났다.

유사회사의 주가이익비율과 주가대 장부가치비율 등을 이용한 장부가격 추정치는 상당히 낮은 설명력만 갖는 것으로 판명되었다. 이것은 실무에서 유사기업의 주가와 회계정보를 이용하여 최초공모주의 공모가를 결정하는 것은 한계를 가진다는 것이다.

2.2.3 보험효과(insurance effect)

Tinic(1988)은 다음과 같은 이유로 주간사회사가 최초공모주를 평가하는 경우에 저평가 할 것이라고 한다. 주간사회사는 투자자들의 손해배상청구를 피하기 위해서 최초공모주를 저가 발행하게 된다는 것이 보험효과이다.

만일 주간사회사가 공모가를 과다하게 책정하여 최초공모주를 발행한다면, 이를 적정한 것으로 믿고 투자한 투자자들이 손해 볼 가능성은 커진다. 과다한 공모가로 인해 투자자들이 손해를 받게 된다면 투자자들은 최초공모주의 발행에 참여한 주간사회사에 손해배상책임을 청구할 것이고, 따라서 주간사회사는 손해배상은 물론 명예훼손을 받을 가능성을 배제할 수 없게 된다.

손해배상 책임소송이 빈번한 미국에서 주간사회사가 공개대상기업의 정보공시를 태만히 한 경우에 책임을 지도록 한 1933년 '증권법'의 제정을 전후해서 발행된 최초공모주에 대한 보험효과를 검증하였다. 검증결과 '증권법'은 최초공모주의 발행가격과 주간사회사의 행태에 증대한 영향을 주었다. 1933년 이후에 우수한 주간사회사는 최초공모주의 가격결정에 보다 신중하였고, 투기적 중소기업의 최초공모주인수를 피하는 경향도 발생하였다 는 점은 시사하는 바가 크다.

2.2.4 기타

1) 증권시장과 제도에 따른 저가발행

Loughran, Ritter & Rydqvist(1994)는 증권시장이 비효율적일수록 정보의 비대칭성이 심해지므로 신규공모주의 저가발행 정도가 커진다고 했다. 또한 정부가 공모가 결정에 대하여 규제를 강하게 하면 할수록 최초공모주의 공모가는 낮게 책정되며, 최초공모주의 공모방식을 수의계약방식으로 하는 경우에 최초공모주는 경쟁입찰방식보다 저가로 발행되는 경향이 있다고 했다.

2) 공모방식에 따른 저가발행

Ritter(1987)는 미국증권시장에서 최초공모주의 발행원가를 주간사회사에 대한 수수료(직접비)와 저가발행원가(간접비)로 구성

된 것으로 보았고, 최초공모주의 발행원가는 실제로 총액인수방식(발행주식 시가의 평균 21.22%)과 모집주선방식(발행주식 시가의 평균 31.87%)간에도 차이가 있음을 확인하였다. Ritter는 최초공모주 발행원가의 불이익에도 불구하고 많은 기업(발행기업의 35.4%)이 모집주선방식을 이용하고 있는 이유를 규명하기 위해서 연구하였다.

1977년부터 1982년까지 미국증권시장에서 최초공모주를 총액인수방식에 따라서 공모한 경우에 저가발행율(상장일 증가와 공모가격 차이를 상장일 증가로 나는 비율을 이용)은 14.8%이었지만, 최초공모주를 모집주선방식에 따라서 공모한 경우에 저가발행율은 47.8%였다. 따라서 공모방식에 의해서 최초공모주의 저가발행정도는 큰 차이를 보였다. 이러한 차이를 보이는 이유는 총액인수방식에서는 투자은행(주간사회사)이 모집주선방식에 비해서 공모가격 산정을 위해서 더 많이 시장수요에 대한 정보를 수집하기 때문이라고 했다.

김성민(1992)은 미국증권시장에서 1982년부터 1988년까지 총액인수방식으로 발행된 최초공모주식 891개를 대상으로 하여 실증분석하였다. 실증분석을 통하여 최초공모주식의 저평가율은 평균 7.3%로 최초공모주가 저가로 발행되었다는 사실을 확인하였다. 따라서 투자자는 총액인수방식에 의하여 발행된 최초공모주에 대하여 상장 초일에 초과수익을 올릴 수 있었다고 했다.

2.3 최초공모주의 발행시기 선택

최초공모주를 발행하는 기업은 영업성파가 가장 양호한 시기를 선택하여 기업을 공개함으로써 최초공모주의 발행을 성공적으로 수행하려고 할 것이라고 한다.

Jain & Kini(1994)는 증권시장에서 평가가 가장 호의적으로 이루어지는 시점을 선택하여 최초공모주를 발행함으로써 최초공모주 발행기업은 공개실패에 대한 부담을 줄이고 투자자들의 부정적 평가를 회피하려고 할 것이라고 했다. 이들은 미국증권시장에서 최초공모주 발행기업의 기업공개 후 영업성파는 기업공개 전에 비해서 현저하게 감소하는 현상을 확인함으로써 이러한 현상을 간접적으로 확인하였다.

Loughran, Ritter & Rydqvist(1994)는 최초공모주의 발행빈도와 주식시장수준간에 정의 상관관계가 존재하며 주식시장이 호황일 때 기업공개가 많이 이루어지는 현상이 있다고 했다. 주식시장이 호황일 때 기업공개가 많이 이루어지는 현상에 대한 이유 중 하나는 좋은 투자기회가 있는 호경기 시에 기업을 공개하는 것이 기업자금을 조달하기도 용이하고 주식가격도 높게 형성될 것이라는 점이다.

III. 우리나라 최초공모주에 관한

제도와 실태

3.1 기업공개

우리나라에서 기업을 공개하려는 경우에 기업공개를 위한 조건을 충족시키는 기업만이 기업공개를 할 수 있으며, 해당 기업은 기업공개절차를 통해서 최초공모주를 발행하게 된다.

3.1.1 기업공개제도

우리나라에서 기업공개제도는 자본시장

육성을 위한 기본시책으로 1968년 11월 '자본시장육성에 관한 법률'의 제정으로 시작되었다. 1972년 12월 '기업공개촉진법'이 제정되어 일정 기준에 해당하는 기업에 법인세법 등의 특혜를 주면서 기업공개를 강요하였고, 1975년 8월에는 기업공개에의 보완책을 마련하여 기업공개정책을 더욱 강화하였다. 1977년 4월에는 '등록법인 관리규정'을 제정하여 부실기업의 공개를 방지하여 투자자를 보호하려는 선별적 공개정책을 실시하였다.

1982년 7월 '자본시장의 기능확충방안'을 마련하여 선진적 자본시장에서의 기업공개에 부응하는 자율적 기업공개를 유도하였다. 1987년 2월에 '기업공개에의 확충방안'이 마련되는 등 기업공개에 관한 제도들이 정비되었다.

3.1.2 기업공개에의 요건과 방법

기업을 공개하려면 우량·건전 주식 요건(사전요건)⁴⁾과 거래유통성 부여요건(이행요건)⁵⁾을 충족시키고, 우리사주조합을 결성('증권거래법' 제191조의 7)해야 한다. 건설업을 주된 사업으로 하는 법인은 건설업의 특성을 반영하여 기업공개 요건을 더욱 강화하였다.('유가증권 인수업무에 관한 규정' 제23조 ①항 참조)

기업공개를 하려는 법인은 적정자본금의 30% 또는 10%이상으로서 1,000만주 이상을 공모하여야 하는데, 이 경우에 주식을 공모하는 방법에 따라서 기업공개에의 방법이 결정된다. 주식을 공모하는 방법은 일반적으로 신주모집에 의한 방법, 구주매출에 의한 방법과 신주모집과 구주매출을 병행하는 방법이 있다.⁶⁾

신주모집에 의한 방법은 기존의 법인이 기업공개를 통하여 자본시장으로부터 필요한 자금을 조달하기 위해서 최초공모주를 인수기관을 통하여 일반 투자자에게 매출하는 방법이다. 구주매출에 의한 방법은 기존의 기업이 이미 발행된 구 주식을 인수기관을 통하여 일반 투자자에게 매출하는 방법으로 기업을 공개하는 방법이다. 구 주식의 매출대가는 기존의 주주에게 제공한다. 신주모집과 구주매출을 병행하는 방법은 공모주식의 일부를 신주모집하고 잔여분은 구주매출하는 방법이다. 구 주식의 매출대가는 기존의 주주에게 제공하는 것은 구주의 매출방법과 같다.

3.1.3 기업공개에의 실태

'자본시장육성에 관한 법률'이 제정된 해인 1968년에 2건의 신주공모가 이루어졌고

4) 공개대상법인 요건은 설립경과년수, 자본금 및 자기자본, 매출액, 납입자본이익율, 부채비율, 자산가치 및 수익가치, 감사의견, 재평가적립금 이외의 잉여금의 자본전입, 유상증자등, 소송 및 부도발생, 합병 및 영업의 양도·양수 및 감자, 주식소유비율의 변동, 제외법인에 관한 것이다.('유가증권인수업무에 관한 규정' 제22조, '유가증권상장규정' 제15조)

5) 지분분산, 명의개서대행 위탁, 통일규격 주권발행, 주식발행 총수에 관한 요건('유가증권상장규정' 제15조)

6) 신주공모와 구주매출에 의한 방법 외에 모집설립방법으로, 은행법에 의한 금융기관, 정부출자법인, 특별법에 의한 법인 등에 대해서 증권관리위원회가 특별히 인정하는 경우에 가능한 방법이다. 회사설립 후 즉시 상장법인이 되는 경우로 일반기업은 인정할 수 없는 방법이다.

<표1> 우리 나라의 기업공개 현황

연도	신주공모		구주매출		합계	
	기업수	금액(억원)	기업수	금액(억원)	기업수	금액(억원)
1968	2	2	-	-	2	2
1969	12	22	-	-	12	22
1970	9	21	-	-	9	21
1971	4	8	-	-	4	8
1972	6	10	1	1	7	11
1973	35	178	10	37	45	215
1974	12	93	7	51	19	144
1975	48	273	14	126	62	399
1976	56	406	31	335	87	741
1977	34	311	15	130	49	441
1978	23	238	10	177	33	415
1979	5	49	-	-	5	49
1980	1	3	-	-	1	3
1981	2	30	-	-	2	30
1982	-	-	-	-	-	-
1983	2	208	1	100	3	308
1984	13	812	1	2	14	814
1985	10	339	1	12	11	351
1986	12	334	4	97	16	431
1987	40	1,977	4	461	44	2,438
1988	98	5,541	14	5,212	112	10,753
1989	110	14,686	16	15,824	126	30,510
1990	33	3,163	3	203	36	3,366
1991	21	2,269	-	-	21	2,269
1992	8	817	-	-	8	817
1993	7	1,812	-	-	7	1,812
1994	25	5,795	-	-	25	5,795
1995	35	5,310	1	491	36	5,801
1996	40	13,914	-	-	40	13,914
합계	703	58,621	133	23,259	836	81,880

[자료] 대신경제연구소, 「발행시장실무」, 1997, p. 18. *금액은 억 원 이하 반올림하였음.

1970년대에 320건, 1980년대에 329건의 기업 공개가 실시되었으며, 1990년부터 1996년 말 까지 기업공개 건수는 173개였다. 우리 나라의 기업공개 현황은 <표1>과 같다.

우리나라에서 최초로 기업공개가 실시된 1968년 이후 1996년 말까지 총 기업공개 건

수는 신주공모 703건과 구주매출 133건을 합하여 836건에 이른다. 기업공개로 공모기업이 조달한 자금은 신주공모를 통해서 5조 8,619억 원, 구주매출을 통해서 2조 3,260억 원으로 총 8조 1,879억 원에 이른다. 1972년 까지 기업공개 수는 34개에 불과하였으나,

정부의 강력한 기업공개정책에 따라서 1973년부터 1978년까지 297개나 되는 기업이 공개를 하였다. 그 후, 기업공개에의 선별화와 비상장법인에 대한 직접금융의 확충을 위한 기업등록제의 도입으로 공개실적이 부진하였다. 1983년 기업공개에의 요건을 완화하여 다소 기업공개 수가 늘어났으며, 1987년 기업공개에 관한 제도들의 정비와 호경기에 힘입어 1988, 1989년에만 238개의 기업이 공개를 하였다.

3.2 최초공모주

기업공개에 따라서 기업의 소유권을 표시하는 주식인 최초공모주는 우리나라의 경우에 총액인수방식에 의해서 발행된다. 최초공모주도 신규주식이 발행되는 것이지만 유·무상증자에 따른 주식발행의 경우와 다음과 같은 점에서 다르다.⁷⁾

첫째, 최초공모주를 인수할 기회는 공모주 청약권을 가지고 공모주 청약에 참여한 투자자 누구에게나 부여되나 유·무상증자시 주식인수권은 기존 주주들의 소유주식수에 비례해서 부여된다.⁸⁾

둘째, 유·무상증자기업이 발행한 주식은 동 기업이 상장기업인지의 여부에 따라서 증권시장에서 거래되지만, 일반투자자에게 공모되고 배정되어 발행된 최초공모주는 증권시장에 신규로 상장되어 거래된다.

셋째, 최초공모주의 발행을 주선한 주간사회사는 최초공모주의 상장 후 주가가 공모가를 하회할 경우에 3개월간 공모가로 재매입하도록 하고 있다. 이는 최초공모주의 공모가가 높게 책정됨으로서 투자자들이 입

게될 손실을 예방하기 위한 것이다.

3.3 공모가의 산정

3.3.1 규정

미국 등 선진국에서 최초공모주의 발행회사는 주간사회사와 자율적 협상에 따라서 공모가를 시장원리에 따라서 자율적으로 결정하였다. 우리나라에서는 관련규정에 따라 공모가를 결정하여 왔으나 1996년 8월 27일부터 공모가격에 대한 결정의 자율화가 이루어 졌다.

한국투자공사가 1969년 제정한 '주식평가요령'이 최초공모주의 공모가 결정에 관한 최초의 규정이며, 1984년 10월 19일 증권관리위원회는 '유가증권인수업무에 관한 규정'(이하 '규정'으로 표기함)을 제정하였다. 증권분석에 대한 세부사항은 증권업협회의 '유가증권분석에 관한 기준'을 준수하도록 하고 있다.

1984년부터 1987년까지는 공개기업에 대해서 세제 및 금융의 혜택을 부여하고 주식시장의 수요기반을 확충하기 위한 시기로, 일반적으로 최초공모주의 공모가는 시장가보다 낮은 액면가 발행이 이루어 졌다. 1987년 주간사회사의 공모가 산정에 자율성이 허용되어 할증발행은 대폭 증가하였으나 지나친 할증발행으로 공모주청약이 미달되고 일반투자자가 투자손실을 입기도 하였다. 1990년 이후 경기침체와 증시침체로 기업공개를 억제하는 정책으로 선회하였다. 이러한 상황에 따라서 1990년 3월 28일 '규정'의 공모가 산정방법이 강화되었고, 동 일자로 '공모주식의 인수가액 결정에 관한 기준'(이하

7) 최초공모주는 기업공개를 통해서 발행되는 주식으로 증권시장에 신규로 상장된다. 따라서 최초공모주는 주식장외시장의 등록을 위해서 공개되는 경우의 주식과 구분하기로 한다.

8) 유·무상증자시 실권주에 대해서 공모를 하지만 최초공모주는 모두 공모된다.

‘기준’으로 표기함)이 제정되었다.

1991년 6월 14일 공모가의 인하를 유도하기 위하여 ‘기준’은 공모가결정시 본질가치와 상대가치를 산술평균 하도록 하였다. 1991년 9월 1일 수익가치의 과대 계상을 방지하기 위해서 ‘규정’은 자본환원율을 상향조정(10%에서 15%로)하였고, 수익가치의 적정한 산정을 위해서 신용평가기관의 분석을 의무화하였다. 1992년 초에 신정제치의 부도사건을 계기로 투자자의 보호를 위하여 규제기관은 신규공모주의 공모가를 가능한 낮게 하도록 유도하여 저가발행을 강화하였다.

1994년 12월 2일 ‘기준’의 내용이 확대된 ‘시행세칙’이 제정되었다. 1995년 12월 15일 본질가치 산정 시 자산가치에 비해 수익가치의 반영비율을 상향조정(자산가치와 수익가치를 각각 1 대 1.5의 비중으로 가중산술평균)하였고, 자본환원율을 1년 만기 정기에 금 최저이율 평균치로 내렸다. 1996년 9월 1일 기업공개요건을 강화한 대신에 공모가격결정을 자율화하였다. 따라서 현재 우리나라에서 최초공모주의 공모가액은 ‘규정’(1997년 6월 1일 개정)과 ‘시행세칙’(1997년 3월 26일 개정)에 따라서 자율적으로 결정된다.

3.3.2 공모가의 산정방식

우리나라의 경우에 주간사회사는 이론가치에 대하여 공동간사회사의 동의를 얻어 신용평가기관이 산출한 분석가치를 참조하여 최초공모주의 공모가를 산정한 후, 발행회사와 협의하여 공모가를 자율적으로 결정한다.

최초공모주의 공모가는 공정가액에 비해 저가 발행되는 경우에 발행회사는 낮은 발

행가액 만큼 자본을 적게 조달하게 되므로 산업자금의 조달에서 불리하고, 기존 주주에게도 불리한 입장을 초래하게 된다. 반면에 투자자는 저가발행에 따른 초과수익을 얻게 된다. 반대로 최초공모주의 공모가가 공정가액에 비해 고가 발행되는 경우에 발행회사는 자본을 많이 조달하게 되고, 기존 주주에게도 유리한 입장을 초래하지만 투자자는 저가발행에 따른 투자손실을 얻을 가능성이 커진다.

최초공모주의 공정한 공모가를 산정하기 위해서 발행기업과 유사기업의 회계정보와 기타 정보를 이용한다. 주간사회사는 기업을 공개하려는 기업이 제시하는 과거 연도의 결산서, 감사보고서, 최근 월 시산표, 향후 사업계획 및 업계 현황, 공모규모와 주식시장의 상황과 제반 경제여건을 고려하여 ‘규정’에 따른 이론가치를 산정한다.

이론가치와 공모규모 등은 회계정보를 토대로 하여 평가되는 것이므로, 최초공모주의 공모가액 산정에서 회계정보의 중요성은 크다. 최초공모주의 공모가액 산정에 이용되는 회계정보는 해당 기업의 최근 3년간 감사인의 감사결과 수정된 재무제표이며, 증권감독원의 감사보고서에 대한 수시 감리결과 수정사항이 있는 경우에는 동 내용도 반영된다. 이론가치는 본질가치(자산가치와 수익가치)와 상대가치⁹⁾를 이용하여 계산한다. 본질가치는 자산가치와 수익가치를 1과 1.5 비율로 가중 산술평균한 가액이다.

자산가치는 분석일 현재의 발행회사의 주당순자산이고, 수익가치는 향후 2사업연도의 추정재무제표를 기준으로 추정한 주당이익(제 1차 사업년도 3, 제 2차 사업년도 2를 가중치로 가중 산술평균하여)을 자본환원율

9) 자산가치, 수익가치와 상대가치에 대한 상세한 내용은 ‘시행세칙’ 제3, 4, 5조를 참조.

(5개 시중은행의 1년 만기 정기예금 최저이율평균치의 1.5배)로 환원하여 계산한다.

최초공모주의 공모가는 보통주식의 상대가치도 반영할 수 있는데, 상대가치는 업종이 유사한 상장회사의 주가를 기준으로 발행회사와 유사한 주당경상이익과 주당순자산의 다음 계산식에 의하여 비교·평가한 유사회사별 비교가치를 평균한 가액의 30% 이상을 할인한 가액이다.

$$\text{유사회사별 비교가치} = \text{유사회사의 주가} \times (\text{발행회사의 주당경상이익} \div \text{유사회사의 주당경상이익} + \text{발행회사의 주당순자산} \div \text{유사회사의 주당순자산}) \div 2$$

3.4 공모가 산정의 문제점

‘규정’에 따라 공모주의 평가방법은 자율화되었으나 최초공모주의 공모가는 본질가치(자산가치를 1, 수익가치를 1.5로 가중평균)와 상대가치(업종이 유사한 상장회사의 주가를 기준으로 유사회사별 비교가치를 평균한 가액의 30% 이상을 할인)를 이용하여 계산한다. 따라서 적용되는 가중치나 할인율 등이 획일적으로 적용되며, 기업별 특성이나 시장여건의 변화를 신중적으로 고려하지 못하고 있는 실정이다.

최초공모주의 공모가는 주관사회사와 발행회사가 협의하여 정하고 있으나 다음과 같은 문제점이 있어서 공정한 공모가의 결정에 장애가 된다.

첫째, 최초공모주의 공모가 산정에 발행기업의 업종·자산재평가의 실시여부·공모규모·주식장외시장 등록여부 등을 반영하지 못한다.

둘째, 수익가치산정에 있어서 미래배당의 추정이 단기적 성과에 의존하므로 정확성에 의문이 있으며, 자본환원율이 기업의 성장성

과 위험을 체계적으로 반영하지 못하고 있다. 또한 수익가치를 추정하는 주체가 누구냐에 따라서 수익가치가 다르게 평가될 가능성이 있다.

셋째, 자산가치산정에 있어서 이용되는 대차대조표는 역사적 원가주의에 따라서 작성된 것이므로 시가에 비해서 낮게 평가되는 보수주의적 수치이다.

넷째, 상대가치 산정을 위한 유사기업을 상장기업에 국한시켜 새로운 업종의 공모기업은 이용할 유사기업을 구하기 어렵다.

다섯째, 공모가 산정을 위해 수익가치·자산가치·상대가치에 적용되는 가중치가 객관성을 갖는지 의문이다.

IV. 우리나라 최초공모주에 관한 실증적 연구들

최초공모주에 대한 우리나라의 실증적 연구는 최초공모주의 공모가 결정, 최초공모주의 저가발행 현상, 최초공모주의 발행시기 선택과 최초공모주의 상장 후 주가형태 등에 대한 연구들이다. 이들 주제에 대한 실증적 연구들을 주제별로 발표된 연대순으로 검토하여 우리나라 증권시장에서 최초공모주에 관한 특성을 요약·정리할 것이다. 이러한 검토를 토대로 우리나라 최초공모주에 대한 현상에 대한 시사점을 찾아보기로 한다.

4.1 최초공모주의 공모가 결정

최초공모주의 공모가 결정은 공개기업의 재산과 영업성과를 적절하게 반영할 수 있

는 최초공모주의 공모가를 결정하는 방법에 관한 것이다. 이에 관한 대부분의 연구는 최초공모주의 공모가 결정을 위해서 이용되는 회계정보, 유사기업의 주가 그리고 최초공모주 발행기업의 특성에 관한 것들이다. 한편 최초공모주를 발행하기 전에 발행기업이 이익조정을 하였는지에 관한 연구도 있다.

김건우(1992)는 1989년부터 1991년까지 공개한 상장기업 301개를 표본기업으로 선정하여 최초공모주의 공모가를 100으로 본 상대가치를 분석하여 다음과 같은 결과를 확인하였다. 최초공모주의 공모가는 일반적으로 자산가치보다 수익가치와 더 밀접한 상관관계를 가지고, 자산가치의 26%·수익가치의 36%를 가중치로 하여 산정되었다.

송인만·박철우(1995)는 1989년부터 1991년까지 신주공모기업 192개를 대상으로 최초공모주의 공모가액 결정에 이용되는 이론적 가치인 본질가치(자산가치, 수익가치)와 상대가치의 타당성을 분석·검토하였다. 상장초기의 주식시장반응을 통해서 검증한 결과, 본질가치에서 최초공모주의 공모가는 자산가치와 비정상이익의 현재가치에 영향을 받았다고 했다. 또한 상대가치에서 최초공모주의 공모가는 유사기업과의 주당순자산비율 및 주당경상이익의 비율에 영향을 받았다고 했다. 그리고 본질가치 보다는 상대가치가, 상대가치보다는 자산가치, 산업평균영업권 및 기업고유영업권을 이용한 공모가 결정이 상장 후 주가수준의 예측에 더 적합하다고 했다. 따라서 자산가치, 산업평균영업권 및 기업고유영업권을 이용한 공모가 결정방법을 적용하고 상대가치 산정 시 탄력성을 허용할 것을 주장하였다.

이재경 등(1995)은 1986년부터 1993년까지 공개한 기업 중 248개의 표본기업을 대상으로 분석하여 최초공모주의 공모가 결정

에 관한 문제점을 지적하고, 다음과 같은 사실을 확인하였다.

첫째, 기업특성을 고려하지 않으면 수익가치가 자산가치보다 균형 시장가에 미치는 영향이 크다.

둘째, 자산가치의 산정 시 자산재평가 실시여부를 반영할 필요가 있다.

셋째, 기업규모와 기업연령에 따라서 자산가치와 수익가치가 균형 시장가에 미치는 영향이 다르다.

넷째, 상대가치의 계산 시 수익가치의 가격효과는 상대가치에 의해 흡수되고, 자산가치가 주가에 미치는 영향이 상대가치가 없는 기업에 비해서 더 크다.

지성권·김석웅(1995)은 1988년 6월부터 1990년 3월까지 공개한 179개의 기업을 대상으로 단순신호전달(Leland & Pylre의 분석)모형과 다중신호전달(Datar, Feltham & Hughes의 분석)모형을 이용하여 기업가치분율, 주간사회사의 명성과 외부감사인의 명성이 최초공모주의 가격결정에 신호효과를 갖는지 그리고 이들이 복합적으로 신호전달효과를 갖는지 분석하였다. 분석결과는 대체로 지분율, 주간사회사의 명성과 외부감사인의 명성이 최초공모주의 가격결정에 신호전달효과를 가진다는 것이다. 이것은 기업가는 기업의 내재가치에 대한 정보를 투자자에게 전달하기 위하여 보유지분율을 높인다는 것이다. 주간사회사와 감사인의 명성에 대한 경우도 마찬가지이다.

최관·김문철(1997)은 최초공모주의 저가발행으로 기존 주주가 잃게 되는 재산상의 불이익을 줄이기 위해서 공모기업은 자산재평가를 하거나 이익조정을 통하여 공모가액을 상향조정하는 지에 대해서 실증적으로 분석하였다. 1987년부터 1991년까지 공개한 231개의 기업을 대상으로 수정된 Jones모형

을 이용하여 이익조정여부에 대한 검증을 하였다. 연구를 통해서 우리나라의 신규 상장기업은 상장전 기간에는 이익조정을 하지 않고 상장연도와 상장직후 연도에 이익을 증가시키는 경향이 있음을 확인하였다.

4.2 최초공모주의 저가발행

최초공모주의 저가발행에 관한 실증적 연구는 최초공모주의 공모가가 상장 후 형성되는 주가에 비해서 상대적으로 낮게 발행되는 저가발행 현상이 존재하는지와 저가발행의 원인은 무엇인지를 설명하기 위해서 이루어졌다.

최초공모주에 대한 저가발행이 존재하는지에 관한 실증적 연구는 최초공모주의 저평가율과 최초공모주의 초과수익율을 이용하였다. 우리나라 증권시장에서 최초공모주의 저가발행 현상에 대한 실증적 연구결과는 저가발행 현상이 존재한다는 것이다.¹⁰⁾

최초공모주의 저가발행 현상의 원인은 어떤 요인이 저가발행과 인과관계(causal relations)를 가지는지 규명하여 밝혀야 하겠지만 이의 규명이 쉽지 않다. 따라서 대부분의 실증적 연구는 최초공모주의 저가발행의 원인이 될 요인들의 상태에 따른 저가발행 정도의 차이를 통해서 간접적으로 저가발행의 원인을 밝혔다. 최초공모주의 저가발행의 원인은 ① 최초공모주 발행기업의 특성, ② 주간사회사의 명성과 정보생산 역할, ③ 감사인 질 그리고 ④ 공모방식 등이다.

4.2.1 최초공모주 발행기업의 특성

강효석(1990)은 1988-9년 2년간 공개한 기업 중 분석 가능한 153개를 대상으로 발행주식의 저평가율이 100%정도라고 했다. 신규공모주식의 저평가율이 청약경쟁율, 공모규모, 위험도(수익율의 분산과 베타계수), 업종(금융업여부)과 공모형태(구주매출과 신주공모)와 상관성이 있는지를 분석하였다. 신규공모주식의 저평가율은 청약율과 공모규모에 각각 정과 부의 유의미한 상관성(1%의 유의수준)을 가지고, 공모기업의 업종(금융업과 기타)에 따라서 정(+)의 상관성을 가지나 공모기업별 저평가율의 차이는 발견되지 않았다.

임용기(1991)는 우리나라의 증권시장에서 최초공모주의 상장 초일 초과수익율(저평가율)을 3개의 표본기간으로 나누어 연구결과를 보고하였다. 신규상장주식의 상장 초일 초과수익율(저가발행을 의미)은 제 1표본 기간(신규 상장종목 가격제한 폭이 발행가격기준: '84.1-'87.12)에 평균 10%이고, 제 2표본 기간(신규 상장종목 가격제한 폭이 상장 초일 가격기준: '88.1-'88.6)에 평균 107%이며, 제 3표본 기간(발행가 결정이 자율화: '88.7-'89.5)에 평균 55%이었다. 최초공모주에 대한 공모가액이 낮을수록 저평가율이 높다고 했으며, 최초공모주의 가격형태를 설명하는 경제적 변수(공모전의 기업규모와 무상증자율)를 찾으려 했으나 확인하지 못했다.

정성창(1992)은 1980년부터 1991년까지 우리나라의 증권시장에서 공개기업 342개를 조사하여, 공모상장주식의 상장 초일 저평가율을 평균 70%라 하였다. 최초공모주 발행기업을 기업공개전 유·무상증자 여부에 따라서 구분하여 공개 전 무상증자를 많이 한

10) 다른 나라의 최초공모주에 대한 저가발행연구(1969-1987)는 강효석의 논문(1990, pp. 161. <표2>)을 참고.

기업 군이 적게 한 기업 군에 비해 최초 공모주의 상장 후 비정상수익율(저평가율)이 적었고, 공개 전 유상증자를 많이 한 기업 군이 적게 한 기업 군에 비해 최초공모주의 상장 후 비정상수익율이 컸다.

주상룡(1995)은 1989년부터 1994년 4월까지 우리나라의 공개기업 108개를 표본기업으로 상관관계분석과 다중회귀분석을 하여, 최초공모주의 공모가와 저평가정도는 내부자 지분율과 각 각 정과 부의 유의적 상관관계를 가지고, 주당 순자산가치는 최초공모주의 공모가와 저평가 정도와 각 각 정과 부의 유의적 상관관계를 가진다고 했다.

김법진(1997)은 기업공개를 통해서 1988년 1월 1일부터 1997년 6월 30일까지 최초 공모주를 신규 상장한 금융기관 이외의 기업 69개를 분석하여 주식장외시장 등록기업이 기업공개 시 발행하는 최초공모주가의 특성에 대한 연구를 하였다. 연구를 통하여 일반공모기업과 마찬가지로 주식장외시장 등록기업의 최초공모주도 저가로 발행되는 현상이 있음을 확인하였으나 장외시장등록기업과 일반공모기업간 공모가나 저평가율에 대한 차이를 확인하지는 못했다.

김법진(1998)은 1992년 1월 1일부터 1996년 12월 31일까지 최초공모주를 신규 상장한 금융기관 이외의 기업 101개(장외등록기업 56개와 일반공모기업은 60개)를 표본대상기업으로 최초공모주의 공모가와 저가발행실태의 조사를 통하여 우리나라에서 최초공모주의 저가발행현상이 일반적임을 확인하였다. 장외등록기업과 일반공모기업이 발행한 최초공모주가에 대한 차이분석을 하였으나 의미 있는 차이는 발견하지 못했다. 그러나 장외등록기업의 주가와 최초공모주가 사

이에 1%수준에서 정의 유의한 상관관계가 존재함을 확인하였다.

정성창(1992)은 우리나라의 최초공모주(1980년부터 1991년 4월 사이에 공개한 기업 342개를 분석)에 대한 저평가의 크기가 미국의 최초공모주(1985년부터 1987년 사이에 공개한 기업 1286개를 분석)에 비해서 유의하게 크다는 사실을 확인하고, 최초공모주의 발행가액 결정제도에 대한 각국간의 차이점을 검토하였다. 우리나라의 최초공모주에 대한 저평가 정도가 큰 원인을 제도적 차이에서 보았고, 그 해결책으로 발행가격 결정과정에 실수요자인 일반투자자의 참여를 주장하였다.

4.2.2 주간사회사의 명성과 정보생산역할

강효석(1991)은 1988년과 1989년에 공개한 기업 126개를 조사하여, 공개한 기업을 대상으로 투자은행(주간사회사)의 명성에 따른 최초공모주의 저평가율, 위험도, 공모 규모면에서 차이를 분석하였다.¹¹⁾ 주간사회사의 명성에 따라서 저평가율은 명성있는 집단이 76%(표본 수는 52개), 그 밖의 집단이 84%(표본 수는 76개)이나 통계적으로 의미 있는 차이는 보이지 않았다.

김성민(1995)은 주간사회사(단일 혹은 공동간사회사)를 투자자와 발행회사 사이의 정보비대칭문제를 해소하는 정보생산자로 보아, 주간사회사의 최초공모주 발행회사에 대한 정보생산기능이 저가발행정도에 미치는 영향을 검증하기 위하여 주간사회사의 정보생산모형을 설정하여 이용하였다. 주간사회사의 정보생산모형의 시사점은 주간사회사가 발행회사의 내재가치에 대한 정보생산노력을 많이 할수록 최초공모주의 기대저가발

11) 정병욱(1996)의 연구에서도 주간사회사의 명성이 5-10%수준에서 통계적으로 유의하였다.

행정도가 낮아진다 것이다.

이성규 등(1995)은 공모가의 산정방식이 완전 자율화된 1988년 6월부터 1990년 3월까지 공개한 196개의 최초공모주를 분석하였다. 분석결과, 주간사회사의 상장주가에 대한 정보의 정확성이 떨어질수록 해당 기업의 공모가격이 비례적으로 낮게 책정되었고, 이 같은 가격결정의 메카니즘으로 인해 공모가격이 낮은 공모주들의 저가발행 정도가 심화되었다고 했다.

4.2.3 감사인 질

정병욱(1996)은 1988년 6월부터 1991년 6월까지 198개의 신규상장회사를 대상으로 최초공모주의 상장직후 가격변동을 추적하여 감사인의 질이 저평가 정도에 영향을 미치는지 Logit모형과 회귀모형을 적용하여 검증하였다. 감사인의 질을 외국법인과의 업무 제휴 여부로 구분한 경우에 감사인의 질(업무제휴)이 높을수록 저평가의 정도가 작다는 가설을 통계적으로 1-10%의 유의수준에서 확인하였다.

4.3 최초공모주의 발행시기 선택

이기환(1997)은 1985년부터 1995년 사이에 최초공모주를 발행한 기업 370개를 대상으로 다음과 같은 사실을 확인하였다.

첫째, 최초공모주의 발행에 유의한 영향을 미치는 변수는 경기변동을 대표하는 GNP성장율이었다.

둘째, 기업공개 직전 연도의 경영성과와 공개 후의 경영성과의 추이를 비교·분석하여 경영자는 최초공모주를 발행하는 경우에 경영성과가 양호한 시기를 선택하는 경향이 있었다.

4.4 최초공모주의 상장 후 주가형태

최초공모주의 주가형태는 기업공개 후 상장된 최초공모주의 주가가 단기적으로나 장기적으로 어떻게 움직이는지에 대한 연구이다. 최초공모주의 단기적 주가형태는 최초공모주의 저가발행을 설명하는 데 이용된다. 또한 최초공모주의 장기적 주가형태는 최초공모주에 대한 장기성과에 관한 연구이다.

박철우(1993)는 1988년 6월부터 1990년 3월까지 최초공모주 발행기업을 158개를 대상으로 하여 최초공모주의 공모가 결정을 위해 이용되고 있는 수익가치와 자산가치가 투자자들에게 정보가치를 가지는 지에 대하여 실증적 분석을 하였다. 최초공모주의 공모가 결정에 반영되지 못한 수익가치 부분은 최초공모주에 대한 상장초기의 초과수익을 설명하지 못하여 투자자들에 대한 수익가치의 정보효과는 없는 것으로 나타났다. 반면에 최초공모주의 공모가 결정에 반영되지 못한 자산가치 부분은 상장초기의 초과수익율을 설명하는 요인으로 판명되어 자산가치는 투자자에게 신뢰성이 있는 정보로 인식되었다.

선우석호 등(1994)은 1988년부터 1991년 사이에 공개한 기업 중 258개의 기업을 대상으로 최초공모주 상장 후 290일까지의 수익률 행태에 관하여 실증적 분석을 하여 우리나라의 최초공모주에 관한 이론적 현상을 검증하였다. 최초공모주를 상장 당일 매매할 경우에는 89.27%의 초과수익율을 실현할 수 있었지만, 상장일 후 2일부터는 특이한 이론적 현상을 발견하지 못했다.

임용기·이성규(1995)는 1980년 1월부터 1990년 3월말까지 공개한 331개의 최초공모주를 대상으로 우리나라 최초공모주의 장기성과에 대해 연구하여 공개 후 증자효과를

통제한 경우에 장기 저성과현상(long-run underperformance)을 관찰하였다. 최초공모주의 장기성과를 설명하는 변수로 초기수익율, 공모규모, 공개 전 기업연수, 공모형태 등을 이용하여 다음과 같은 사실을 확인하였다.

첫째, 증자효과를 통제할 경우에 최초공모주들은 시장에 비하여 장기적으로 낮은 성과를 가졌다.

둘째, 증자효과를 통제할 경우에 장기 저성과현상을 가장 잘 설명해주는 변수는 상장초기의 초과수익율이 높은 최초공모주였다.

4.5 요약

이상의 실증적 분석에 관한 내용을 종합하여 우리나라의 증권시장에서 최초공모주에 관한 특징을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 최초공모주의 공모가 산정이 '규정'에 따라서 이루어지므로 공모가의 최적화에는 한계를 가진다. 따라서 '규정'에 의한 이론적 가치가 갖는 문제점을 보완할 수 있는 최초공모주의 공모가 결정을 위한 보다 정교한 계산방법이 필요하다.

둘째, 지분율, 주간사회사의 명성과 외부감사인의 명성이 최초공모주의 가격결정에 신호전달효과를 갖는다.

셋째, 최초공모주가 상장되기 이전 기간에는 이익조정이 이루어지지 않지만 최초공모주가 상장된 연도와 상장직후 연도에 이익을 증가시키는 경향이 존재한다.

넷째, 장외등록기업의 주가와 최초공모주가 사이에 정의 상관관계(1%의 유의수준)가 존재한다.

다섯째, 최초공모주의 저가발행현상은 일반적으로 존재한다. 최초공모주의 저가발행현상은 최초공모주의 청약율, 공모가, 공모

규모, 내부자지분율, 순자산가치와 공모가액 결정제도 등의 원인으로 작용하지만 기업공개전 유·무상증자에 대한 연구결과는 일치하지 않았다.

여섯째, 최초공모주 발행을 담당한 주간사회사의 상장주가에 대한 정보의 정확성이 떨어질수록 공모가는 낮아지므로 저평가를 정도는 높았다.

일곱째, 공개기업을 감사한 감사인의 질(외국법인과 업무제휴를 함)이 높을수록 최초공모주의 저평가를 정도는 낮았다.

여덟째, 최초공모주의 발행시기 선택에 있어서 최초공모주를 발행하는 경우에 경영자는 경영성과가 양호한 시기를 선택하는 경향이 존재한다. 최초공모주의 발행에 유의한 영향을 미치는 변수는 GNP성장으로 나타났다.

아홉째, 최초공모주의 상장 후 주가반응은 다음과 같다.

① 최초공모주의 공모가 결정에 반영되지 못한 수익가치 부분은 정보효과를 갖지 않는 것으로 나타났으나 자산가치 부분은 정보효과를 갖는 것으로 인식되었다.

② 최초공모주를 상장 당일 매매할 경우에는 초과수익율을 시현할 수 있었지만, 상장일 후 2일부터는 특이한 이례적 현상을 발견하지 못했다.

③ 최초공모주의 장기성과에 있어서 증자효과를 통제할 경우에 최초공모주들은 시장에 비하여 장기적으로 낮은 성과를 가졌고, 상장초기의 초과수익율이 높은 최초공모주가 장기 저성과현상을 가장 잘 설명해주었다.

V. 결론

5.1 시사점

우리나라 증권시장에서 기업공개를 통해 최초공모주를 발행하는 경우에 관한 시사점을 이상의 연구를 기초로 하여 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 최초공모주의 공모가 결정을 위해서 본질가치(수익가치와 자산가치)와 상대가치를 계산할 경우에 적용되는 가중치나 할인율 등이 확일적으로 적용되며, 기업별 특성이나 시장여건의 변화를 신중적으로 고려하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 본질가치를 계산할 경우에 기업의 특성(업종, 규모, 연령, 재평가 여부, 영업권의 크기 등)과 기업환경(산업, 경제여건과 정부와의 관계, 규제)도 고려하여야 할 것이고, 상대가치를 계산할 경우에 장외등록기업의 주가 등도 반영하도록 하여 최초공모주의 가격결정이 보다 정교하도록 할 필요성이 있다.

둘째, 최초공모주가 상장된 연도와 상장 직후 연도에 이익을 증가시키는 경향이 존재한다. 따라서 최초공모주 상장 연도부터 공개기업의 회계보고서를 감사하는 경우에 이익조정여부에 대한 관심을 높여야 할 것이다.

셋째, 최초공모주 발행을 담당한 주간사회사의 상장주가에 대한 정보의 정확성과 발행기업을 감사한 감사인의 질은 최초공모주의 저평가를 정도와 부의 상관성을 가진다. 따라서 주간사회사들은 발행기업에 대한 정보의 정확성을 높일 수 있도록 노력해야 할 것이고, 감사인들도 감사의 질을 높이도록 노력해야 할 것이며, 관련기관은 이에 대한 제도적 지원을 강구할 필요가 있다.

넷째, 최초공모주를 공모하고자 하는 투자자들은 최초공모주의 저가발행현상이 최초공모주의 청약율, 공모가, 공모규모, 내부

자기분율, 순자산가치와 공모가액 결정제도와 관련이 있다는 점을 인식하여 투자의 사결정을 할 필요가 있다. 또한 최초공모주를 발행하는 경우에 경영자는 경영성과가 양호한 시기를 선택하는 경향이 존재한다는 점도 고려할 필요가 있을 것이다.

5.2 한계와 제언

본 연구는 우리나라에서 실시된 최초공모주에 관한 많은 실증적 연구를 기초로 하여 실증분석결과 통계적으로 유의한 결론을 도출한 연구만 주제에 따라서 종합적으로 분석·정리한 것이므로 일반화에 한계가 존재할 수 있다. 왜냐하면 본 논문에서 분석대상이 된 연구들은 한정된 연구기간의 표본기업만을 분석대상으로 이론적 분석모형을 적용하여 검증한 것이므로 한계가 있을 것이기 때문이다.

최초공모주에 대해서 여러 가지 측면에서 종합적으로 분석·정리하여 최초공모주에 대한 이론적·실무적 기초를 구축하기 위해서는 한 주제에 대한 연구만으로는 불가능할 것이다. 이러한 이유로 이 분야에 대한 많은 연구결과를 종합적으로 정리하여 할 수밖에 없었다. 주제별 분류나 내용의 정리에 포함되지 않은 새로운 연구과제는 추후 해당 연구가 이루어진 후에 다시 추가되어야 할 것이다.

참고 문헌

- 강효석(1990), "기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구", 「재무연구」 제3호, 157-176.
- _____ (1991), "투자은행이 IPO의 가격형성

- 에 미치는 영향에 관한 실증분석”, 「재무관리연구」 제8권 제2호, 31-45.
- _____. 이원흠·조장연(1997), 「기업가치평가론」, 홍문사.
- 김건우(1992), “발행가와 자산가치 및 수익가치의 비교”, 「재무관리연구」 제9권, 193-205.
- 김문철(1994), “신규공모주식의 발행가격 결정에 있어서 회계정보의 역할”, 한국회계학회, 「회계학연구」 제 19호, 73-102.
- 김범진(1997), “장외등록기업의 최초공모주가 특성”, 한국경영학회 강원지회, 「경영학연구」 제10권, 255-274.
- _____(1998), “최초공모주가에 관한 실증적 연구”, 한국생산성학회, 「생산성논집」 제12권 제3호, 339-360.
- 김성민(1992), “Information Production of Underwriters and the Underpricing of Initial Public Offering”, 한국재무학회 추계학술연구발표회 논문, 7-74.
- _____(1995), “최초공모주 시장에서 주간사회의 정보생산 역할에 관한 연구”, 한국재무학회, 「재무연구」, 제9호, 31-65.
- 대신경제연구소(1997), 「발행시장실무」
- _____(1997), 「발행시장실무 관계규정」
- 박철우(1993), “신규공모 주식의 주가형성에 대한 수익가치와 자산가치의 영향에 관한 연구”, 한국회계학회, 「회계학연구」 제16호, 313-334.
- 선우석호·윤영섭·강효섭·김선웅·이원흠·오세경(1994), “한국주식시장에서의 파잉 반응과 기업특성적 이례현상에 관한 연구”, 한국증권학회, 「증권학회지」 제17집, 167-218.
- 송인만(1991), “주식시장에 근거한 회계학연구에 대한 소고”, 한국회계학회, 「회계학연구」 제13호, 133-156.
- _____. 박철우(1995), “신규공모주의 주가 수준과 상대적 가치”, 한국증권학회, 「증권학회지」 제18집, 371-418.
- 윤봉한·임용기(1986), 「한국의 증권시장」, 세경사.
- 이기환(1997), “경기변동국면과 최초공모주의 발행시기 선택”, 한국증권학회, 「증권학회지」 제21집, 227-263.
- 이재경·장범식·우영호·윤계섭(1995, 3), “공개기업 가치와 공모주식의 발행가액 결정에 관한 연구”, 한국증권업협회, 「증권」, 제83호, 3-25.
- 이성규·임용기·연강흠(1995), “주간사회의 공모가격 결정형태와 최초공모주의 저가 발행현상”, 한국재무학회, 「재무연구」 제9호, 119-146.
- 임용기(1991), “우리나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구: 발행가결정 자율화 조치를 중심으로”, 한국증권학회, 「증권학회지」 제13집, 103-137.
- _____. 이성규(1995), “우리나라 최초공모주의 장기성공에 관한 연구”, 한국증권학회, 「증권학회지」 제18집, 333-369.
- 정기호(1996, 3), “기업공개와 기업가치”, 한국증권업협회, 「증권」, 제87호, 3-23.
- 정병욱(1996), “감사인의 질과 신규상장주식의 저평가”, 한국회계학회, 「회계학연구」 제21권 제2호, 73-98.
- 정성창(1992가), “기업공개와 주가형태 - 공개전 유·무상출자의 영향을 중심으로 -”, 「재무연구」 제5호, 181-206.
- _____(1992나), “우리 나라 최초공모주의 과도한 저가발행에 대한 원인분석과 개선방향”, 「재무관리연구」, 제9권 제2호, 149-168.

- 주상룡(1995), "기업공개시 저평가에 영향을 미치는 요인에 관한 연구", 한국증권학회, 「증권학회지」 제18집, 233-256.
- 지성권·김석웅, "신규공모주 가격결정에 있어서 다중신호 전달이론의 실증분석", 한국 회계학회, 「회계학연구」 제20권 제2호, 77-100.
- 최관·김문철(1997), "신규상장기업의 이익 조정에 관한 실증적 연구", 한국회계학회, 「회계학연구」 제22권 제2호, 1-28.
- Baron, D.P.(1982), "A Model of the Demand for Investment Banking and Advising and Distribution Services for New Issues", *Journal of Finance*, vol. 37, Sept., 955-976.
- Beatty, R.P.(1989), "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings", *The Accounting Review*, Oct., 693-709.
- _____ and J.R. Ritter(1986), "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, 213-232.
- Carter, R. and S. Manaster(1990), "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, vol. 45, 1045-1068.
- Datar, S.M., G.A. Feltham and J.S. Hughes(1991), "The Role of Audits and Audit Quality in Valuing new Issues", *Journal of Financial Economics*, 3-49.
- Downes, D. and R. Heinkel(1982), "Signalling and Valuation of Unseasoned New Issues", *Journal of Finance*, March, 1-10.
- Grinblatt, M. and C. Y. Hwang(1989), "Signalling and the Pricing of New Issues", *Journal of Finance*, vol. 44, June, 393-420.
- Ibbotson, R. G.(1975), "Price Performance of Common Stock New Issues", *Journal of Financial Economics*, vol. 2, 235-272.
- Jain B. A. & O. Kini(1994), "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance*, 1699-1726.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle(1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure & Financial Intermediation", *Journal of Finance*, May, 23-51.
- Loughran T., J. R. Ritter & K. Rydqvist(1994), "Initial Public Offerings : International Insights, Pacific Basin Finance Journal, 165-199.
- Ritter, J.R.(1987), "The Costs of Going Public", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, 269-281.
- _____ (1991), "The Long Run Performance of Initial Public Offering", *Journal of Finance*, vol. 46, 3-27.
- Rock, Kevin(1986), "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, 187-212.
- Tinic, S. M.(1988), "Anatomy of Initial Offerings of Common Stock", *Journal of Finance*, vol.43, September, 789-822.

Titman, S. and B. Trueman(1986),
"Information Quality and the
Valuation of New Issues", Journal of
Accounting and Economics, June,
159-172.

Welch, I.(1989), "Seasoned Offerings,
Imitation Costs and the Underpricing
of Initial Public Offerings", Journal of
Finance, vol. 44, 421-449.

A Review on Theories and Empirical Studies of Initial Public Offers

Beom-Jin Kim*

Abstract

The initial public offerings(IPO) issued by going public must be decided duly and seriously. In these sense, this paper reviewed and analysed synthetically the theories and the empirical studies on the IPO. The implications about the empirical studies on the IPO in Korea stock exchanges(KSE) are as follows:

First, evaluating the IPO's intrinsic value, the issued firm's characteristics(style, scale, age, reevaluation and goodwill etc.) and business environments(industry, economic states, regulations and the relation with government etc.) will be considered. Evaluating the IPO's relative value, the stock price of firms registered in KOSDAQ market will be appreciated.

Second, the income smoothing of an IPO listed in KSE accrued in the first and second years. Accordingly if auditors audit the accounting reports of firms to list in KSE by going public, they should more concern to the income smoothing on the accounting reports.

Third, the information accuracy of investment banks and the qualities of auditors negatively correlated with the underpricing of an IPO. It is need to promote the information accuracy of investment banks and the qualities of auditors. Regulatory organizations support to promote the information accuracy of investment banks and the qualities of auditors.

Forth, the investors interested in the IPO are to recognize the follows.

- ① Relations between the underpricing of an IPO and the ratio of public participation, the issue price, the offer size, the insider ownership, the net asset value per share, the price decision system of an IPO.
- ② An entrepreneurs who decided to bring his firm public would like to issue the IPO when company's operating conditions are good.

* Associate professor, Department of Business Administration, Sangji University.