

# 수요예측제도의 정보효율성 분석

2015. 10. 1.

김 준 석  
자본시장연구원



## ❖ 신규공모주의 인수업무절차

- 기준가 산정/희망공모가 책정 → 수요예측 → 최종공모가 결정  
→ 배정 (→ 시장조성)

## ❖ 수요예측 제도의 의의

- 정보우위의 투자자로부터 정보를 취득하는 과정
- 공모가 책정과 물량 배정에 대한 주간사의 재량권을 전제

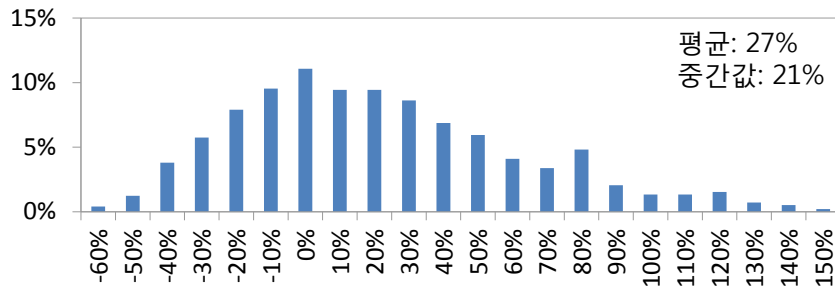
## ❖ 신규공모주 시장의 정보효율성이 개선되고 있는가?

- ① 기준가 및 희망공모가 설정이 정교해졌는가?
- ② 수요예측 참여자의 정보제공이 활발해졌는가?
- ③ 수요예측 정보가 최종공모가에 잘 반영되고 있는가?
- ④ 규제완화가 정보효율성 개선을 가져왔는가?

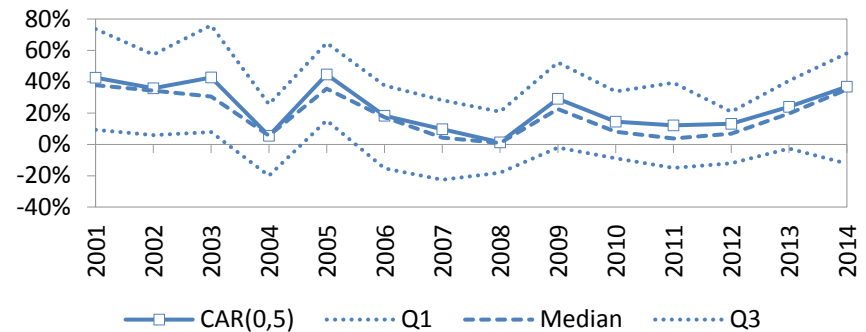
# 신규공모주 저평가: 현황(1)

- ❖ (측정) 저평가=CAR(0,5) (보조지표) 평가오류=|CAR(0,5)|
- ❖ 2001~2014년 신규공모주의 저평가는 평균 27%, 감소추세(최근 상승)

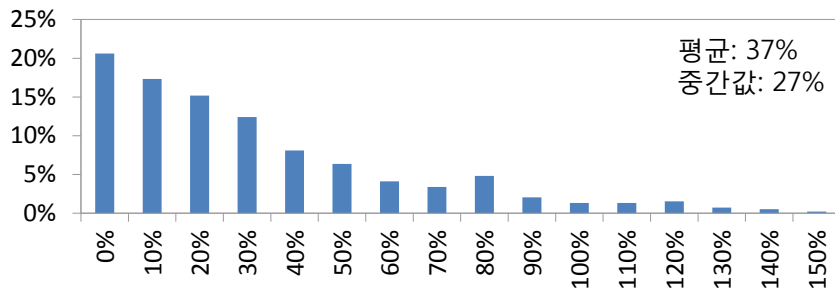
저평가 분포



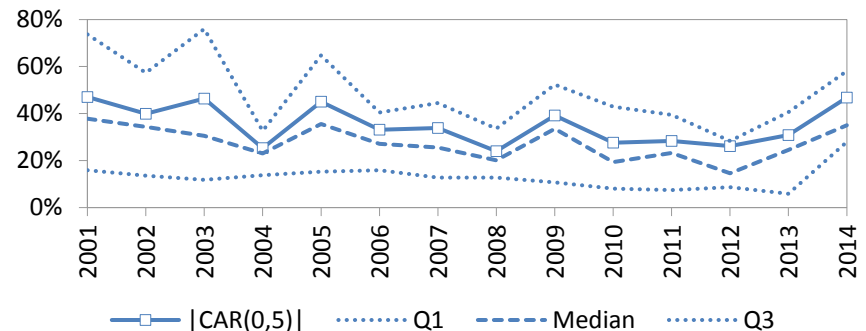
저평가 추이



평가오류 분포



평가오류 추이

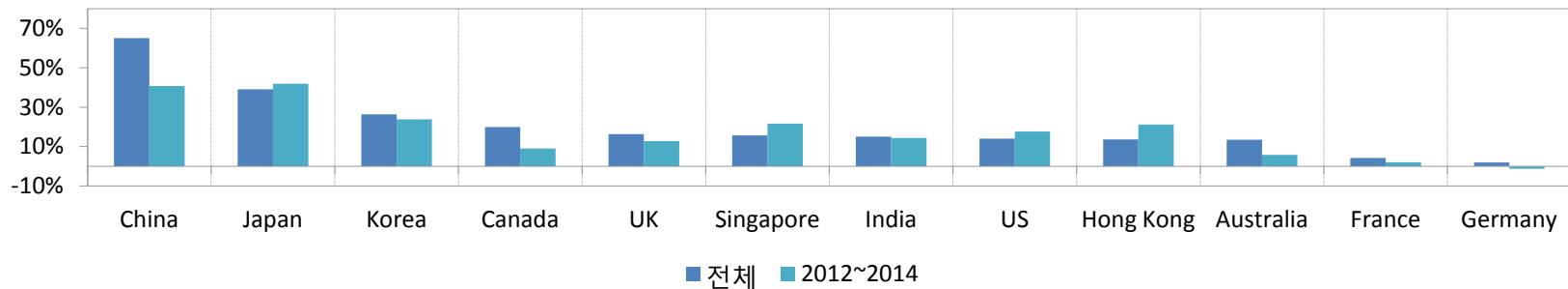


주: CAR(0,5) 및 |CAR(0,5)| 기준, 벤치마크는 소속시장지수를 이용

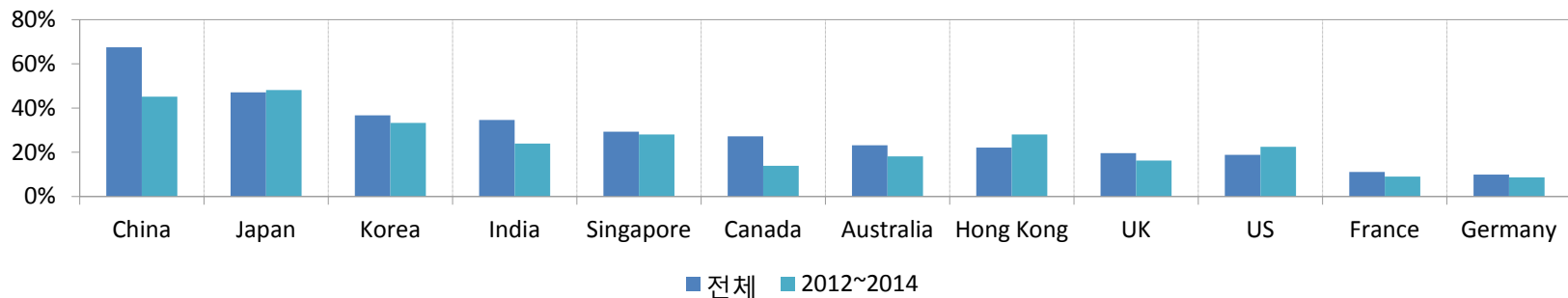
# 신규공모주 저평가: 현황(2)

- ❖ 한국시장의 신규공모주 저평가는 주요국 대비 높은 수준
- ❖ 아시아 시장의 저평가가 북미유럽 시장에 비해 높음

주요국 저평가



주요국 평가오류

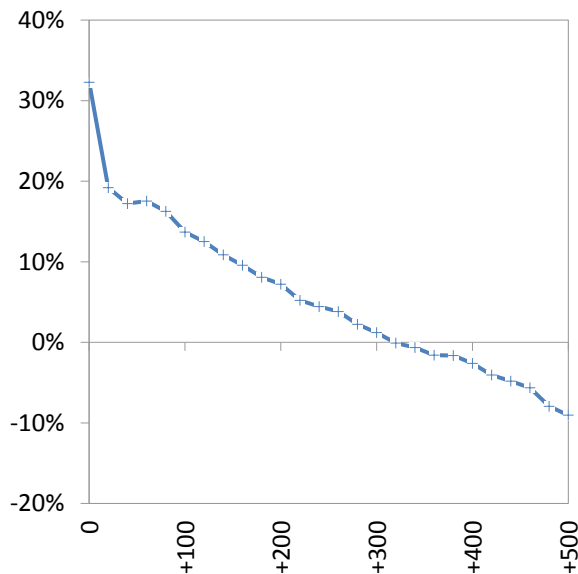


주: CAR(0,5) 및 |CAR(0,5)| 기준, 벤치마크는 각국 대표지수를 이용

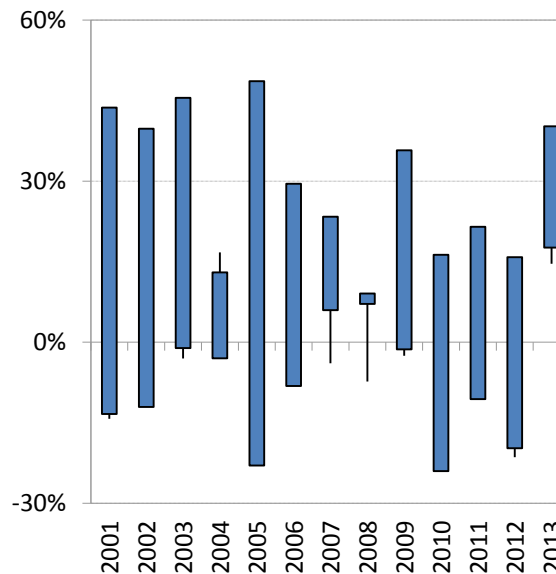
# 신규공모주 저평가: 현황(3)

- ❖ 신규공모주의 주가는 상장 이후 지속적으로 하락
- ❖ 상장 후 공모주 주가하락 현상은 주요국에서 공통적으로 관찰

누적 초과수익률 추이

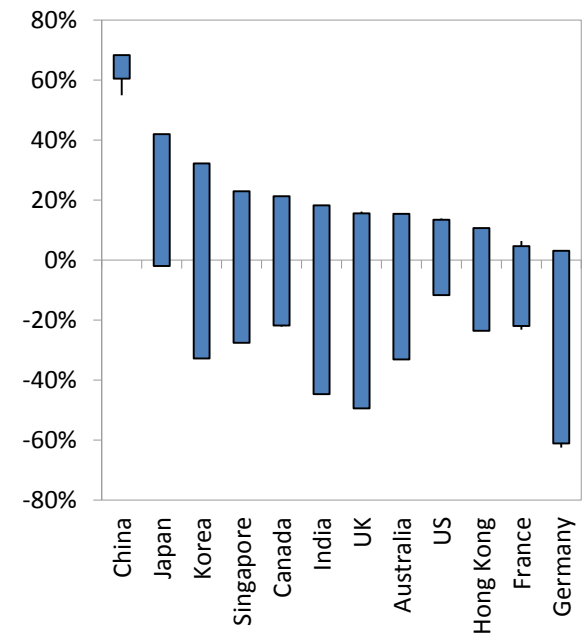


연도별 누적초과수익률 추이



주: 상장 후 500거래일 기준

국가별 누적초과수익률 추이



주: 2001년~2013년, 상장 후 500거래일 기준

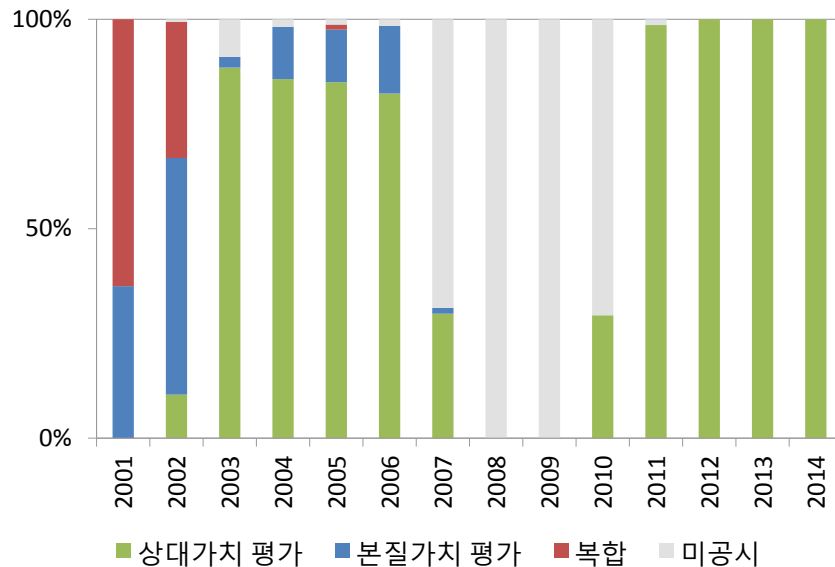
# 제도환경의 변화

기간	기준가 산정	희망공모가 책정	수요예측 (수요예측가 계산)	최종공모가 확정	시장조성
~2002.8. (기간1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 규정에 따라 본질가치 (자산가치 및 수익가치) 평가방법 적용, 단, 사업성가치, 상대가치 고려 가능</li> <li>■ 부실분석 제재</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 기준가의 <math>\pm 25\%</math> 이내에서 밴드 상한이 하한의 150%를 넘지 않도록 희망공모가 밴드 설정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 모든 기관투자자 대상</li> <li>■ 최종공모가와 참여가격의 근접도에 따라 차등 배정</li> <li>■ 참여수량이 상하위 15% 이고 참여가격이 최종공모가 기준 1표준편차를 벗어난 경우 배정 제외</li> <li>■ 참여가격이 공모가 미만인 경우에도 배정</li> <li>■ 참여물량 한도 부여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 수요예측가격 <math>\pm 30\%</math> 이내에서 공모가 결정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1개월간 공모가의 80% 이상 유지</li> </ul>
2002.8. ~2007.6. (기간2)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 평가방법 자율화, 평가 관련 정보 공시</li> <li>■ 부실분석 제재 폐지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 자율화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 수요예측 방법, 배정 자율화(단, 절차 공시)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 최종공모가 결정 방법 자율화(단, 절차 공시)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 1개월간 공모가의 90% 이상 유지</li> <li>■ 2003년 9월부터 풋백옵션제도로 변경</li> </ul>
2007.6.~ (기간3)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 상동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 상동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 배정방식 자율성 강화</li> <li>■ 참여물량 한도 폐지</li> <li>■ 기관 청약증거금 폐지</li> <li>■ 수요예측 참여기관 확대</li> <li>■ 가격 미지정 수요예측 참여 허용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 상동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 풋백옵션 폐지</li> </ul>

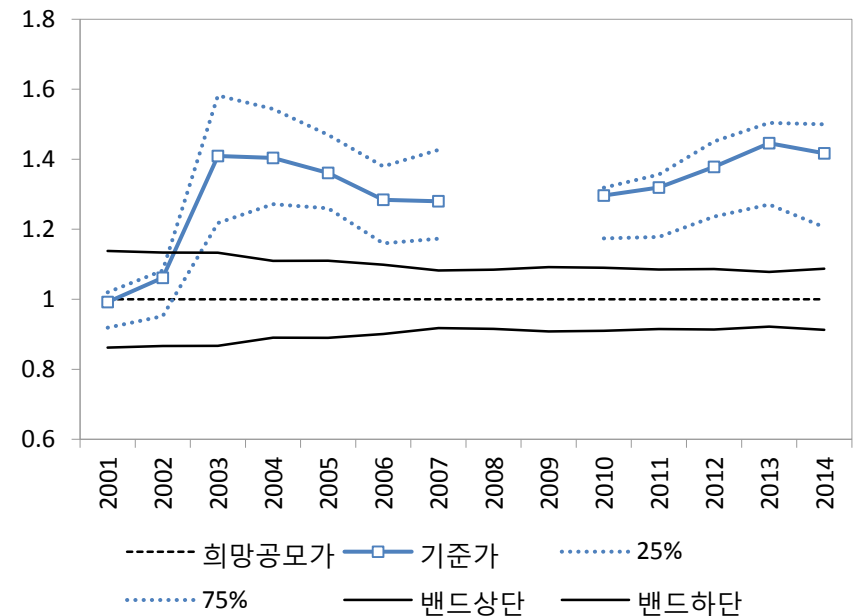
# 기준가 및 희망공모가 설정

- ❖ 상대가치 평가법에 의한 기준가를 25~30% 할인하여 희망공모가 결정
- ❖ 희망공모가 밴드는 희망공모가 대비  $\pm 15\%$ 에서  $\pm 8\%$ 로 축소

기준가 결정방법



희망공모가 및 희망공모가밴드 설정

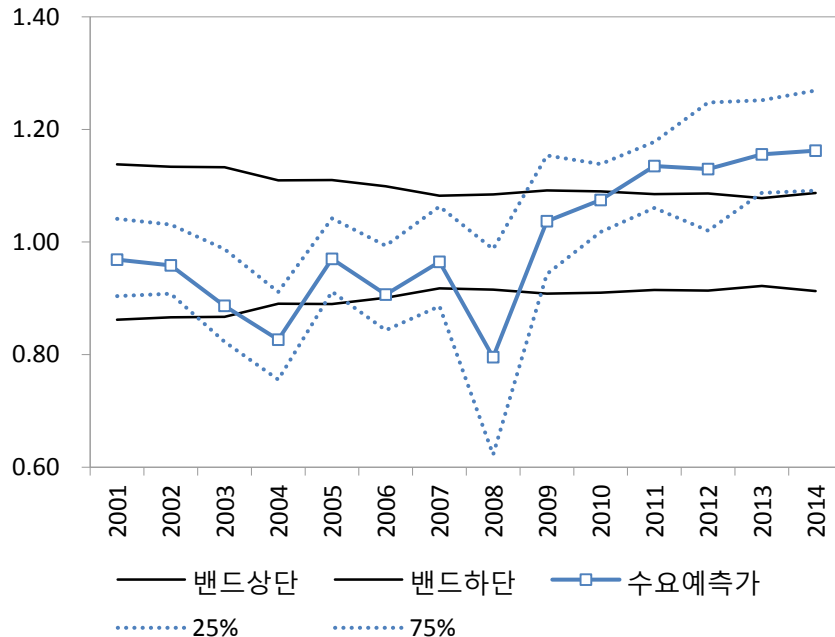


주: 희망공모가를 1로 표준화

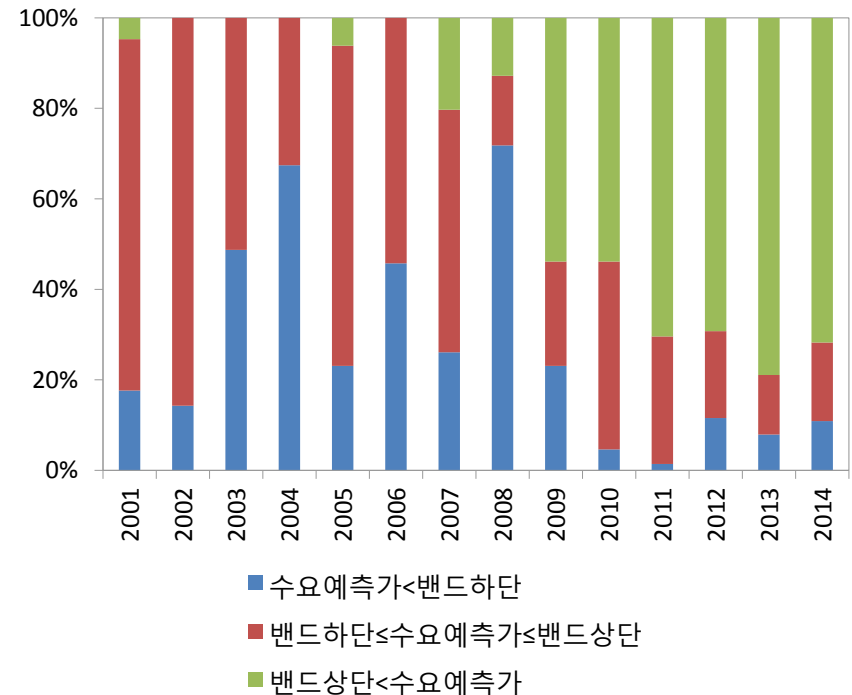
# 수요예측 참여자의 정보제공[1]

## ❖ 최근 수요예측가격은 희망공모가 밴드상단 이상에 밀집

수요예측가 추이



수요예측가 분포 추이

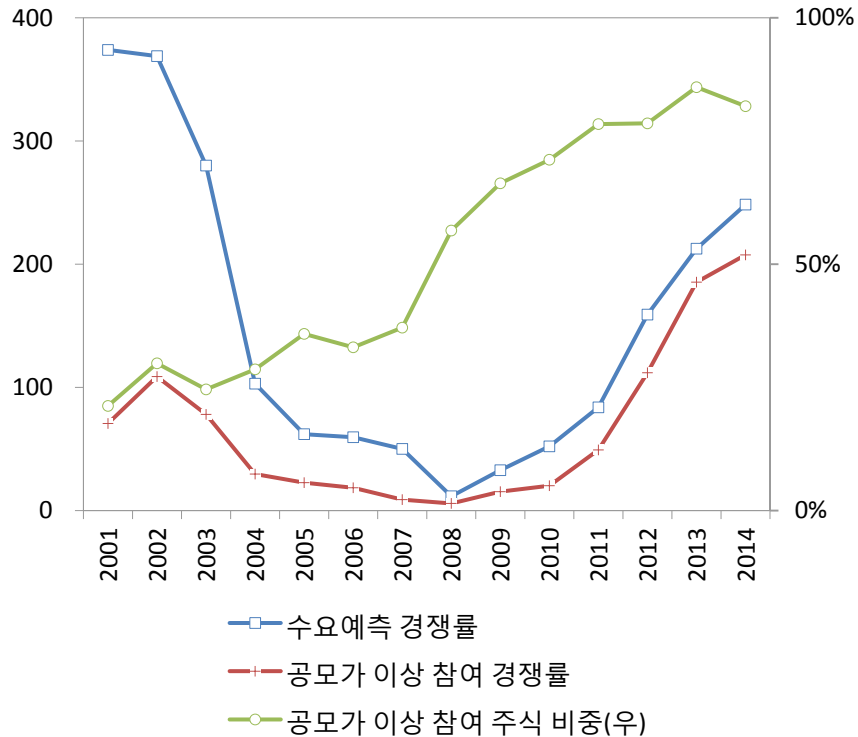




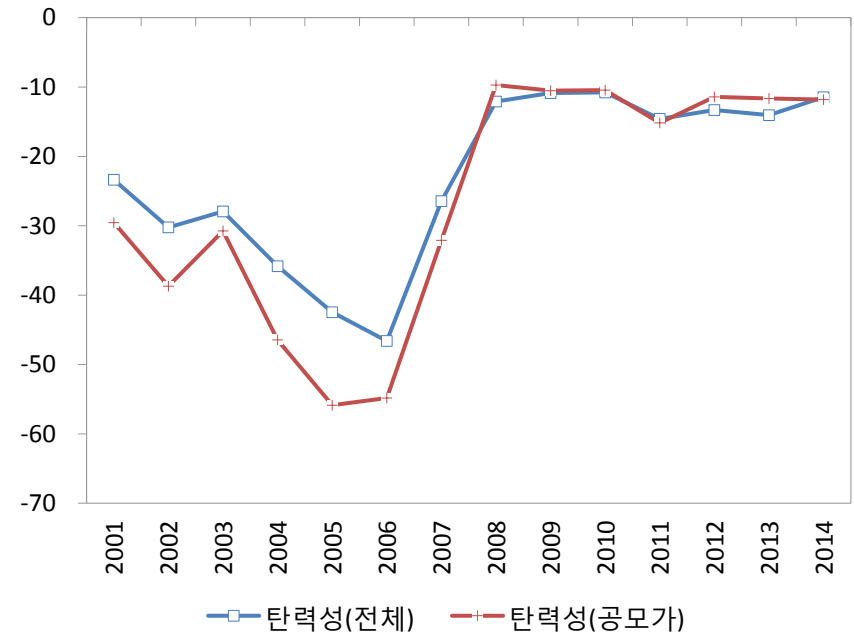
# 수요예측 참여자의 정보제공[2]

## ❖ 공모가 이상 참여비중이 상승하고 수요탄력성이 감소(분포확대)

참여경쟁률 추이



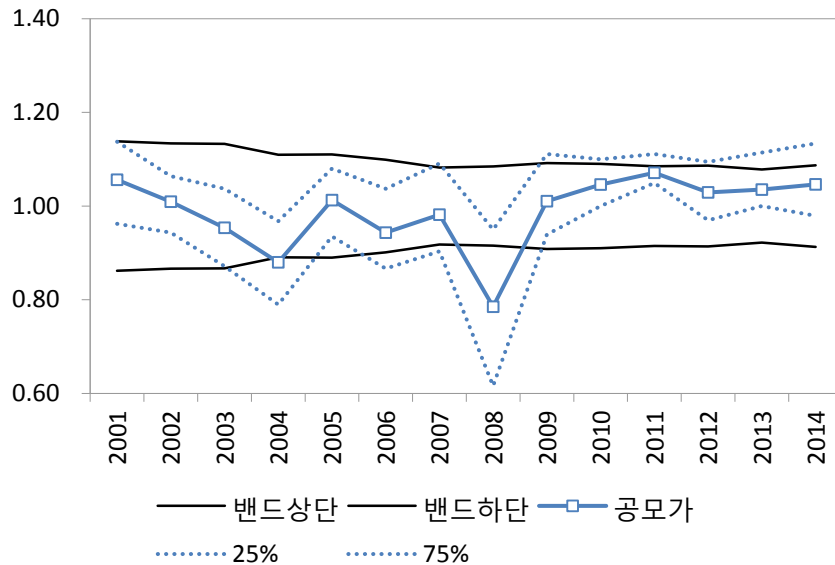
수요탄력성 추이



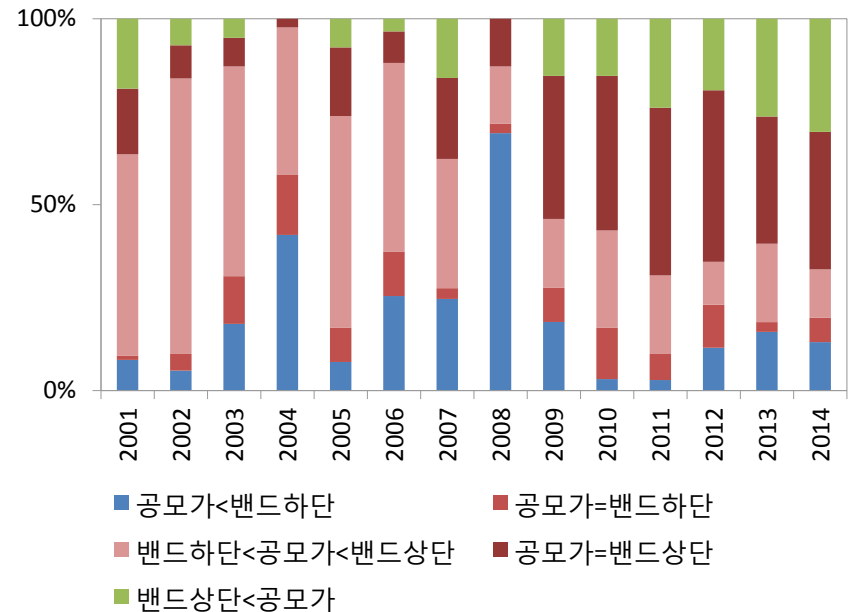
# 최종공모가 결정

- ❖ 최종공모가는 수요예측가를 반영하되 공모가밴드 내에서 결정되는 경향
- ❖ 특히, 최근 희망공모가 밴드 상단에서 최종공모가가 결정되는 경우 빈번  
→ '희망공모가 밴드의 구속효과' 존재

공모가 추이



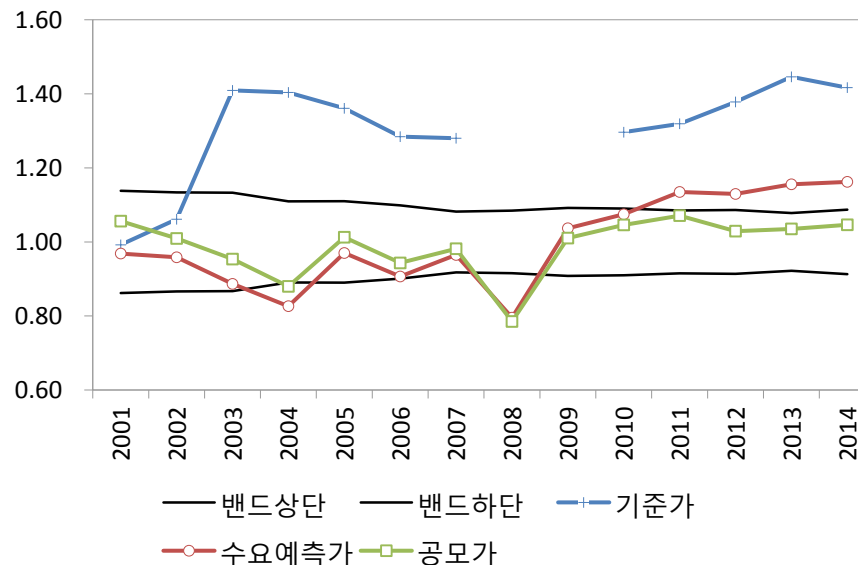
공모가 분포 추이



# 공모가 결정과정 요약

- ❖ 상대가치로 산정한 기준가를 약 25~30% 할인하여 희망공모가 설정
- ❖ 수요예측 물량과 가격은 희망공모가 부근에 밀집 → 수요예측 참여물량 분포 확대, 수요예측가 상승
- ❖ 희망공모가 밴드(상단)가 최종공모가를 구속하는 현상

기준가, 희망공모가, 수요예측가, 공모가의 관계



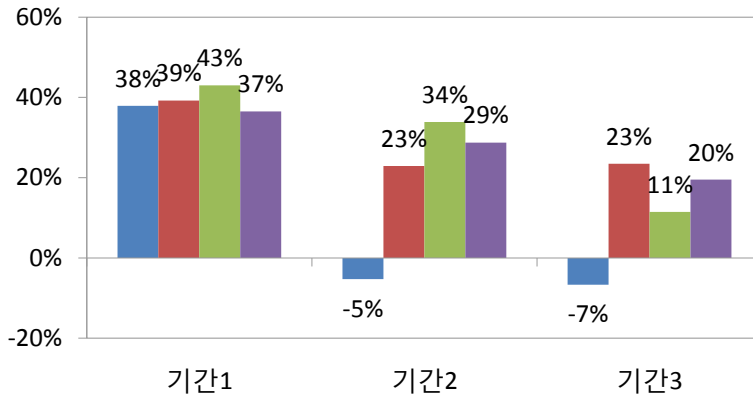
# 정보효율성 평가

❖ (평가방법) 기준가, 희망공모가, 수요예측가를 각각 최종공모가로 간주하여 저평가와 평가오류를 측정, 비교

❖ 정보효율성의 변화

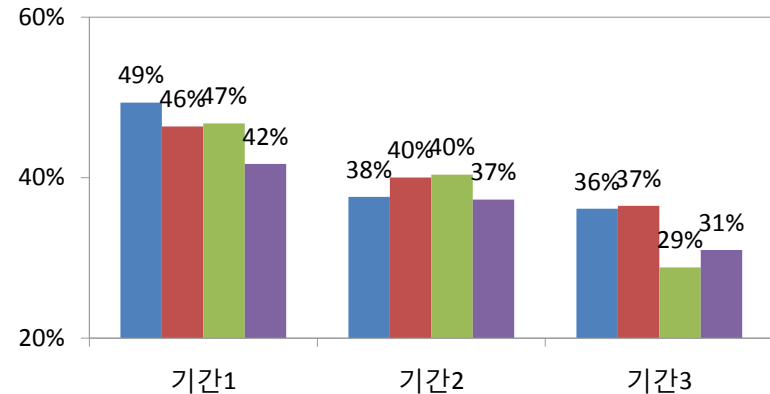
- 기준가, 희망공모가: 기간1<기간2=기간3
- 수요예측가, 최종공모가: 기간1<기간2<기간3
- 기간1,2: 수요예측가<희망공모가<최종공모가
- 기간3: 희망공모가<최종공모가<수요예측가

기간별 저평가



■ 기준가 ■ 희망공모가 ■ 수요예측가 ■ 최종공모가

기간별 평가오류



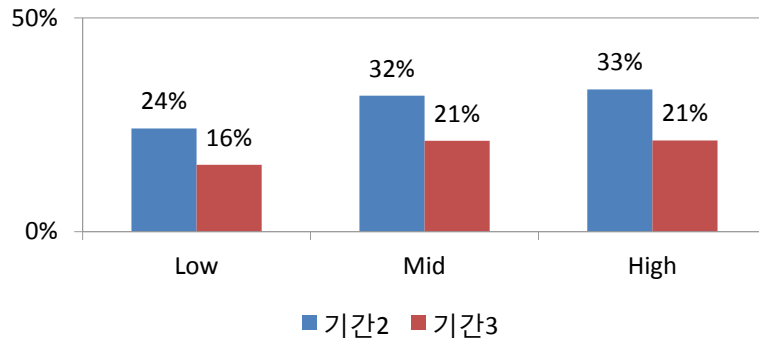
■ 기준가 ■ 희망공모가 ■ 수요예측가 ■ 최종공모가

주: 기간3에서 기준가가 공시되지 않은 2007년 6월~2010년 8월 표본은 제외함

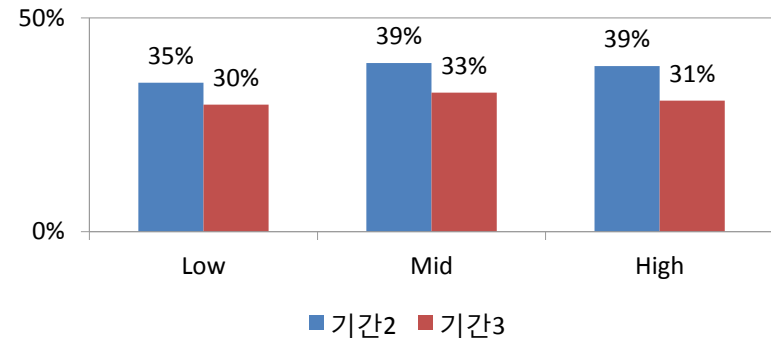
# 저평가 결정요인(1): 주간사 가격책정

- ❖ 기간3에서, 공모가가 수요예측가에 비해 낮게 책정될수록 저평가 심화
  - 기준가와 희망공모가의 격차는 저평가와 관련성이 낮음

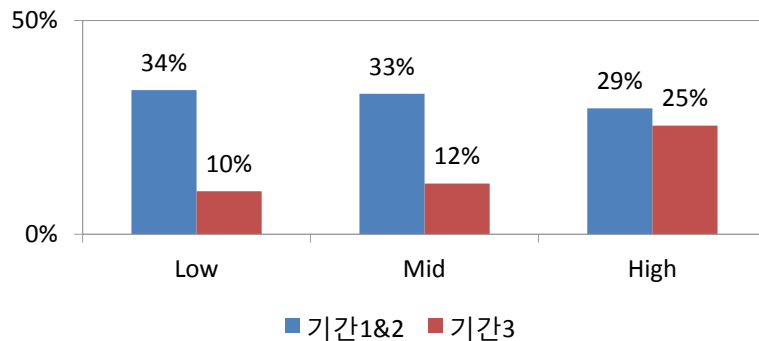
(기준가-희망공모가)와 저평가



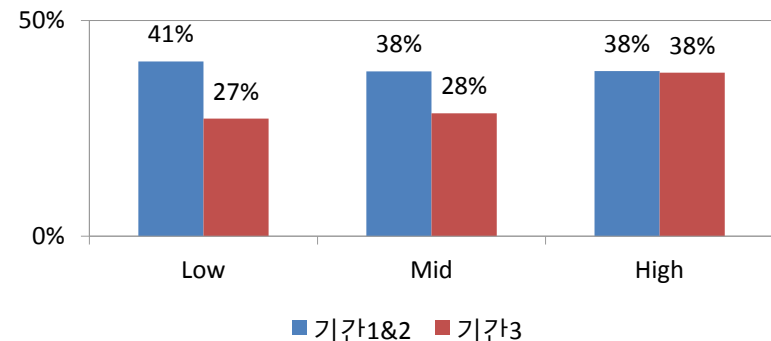
(기준가-희망공모가)와 평가오류



(수요예측가-최종공모가)와 저평가



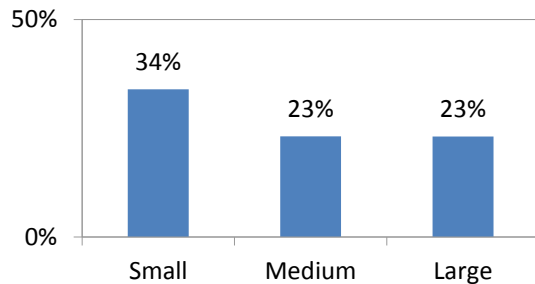
(수요예측가-최종공모가)와 평가오류



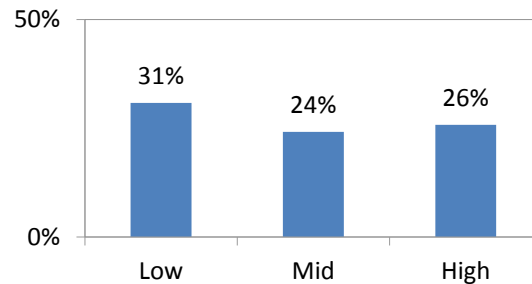
# 저평가 결정요인(2): 공모주식 특성

- ❖ 공모규모가 작을수록, 변동성이 클수록 저평가
- ❖ 상장이전 수익성이 낮을수록, 상장이후 수익성이 증가할수록 저평가
- ❖ 보호예수비중이 높을수록, 벤처금융지분율이 낮을수록 저평가

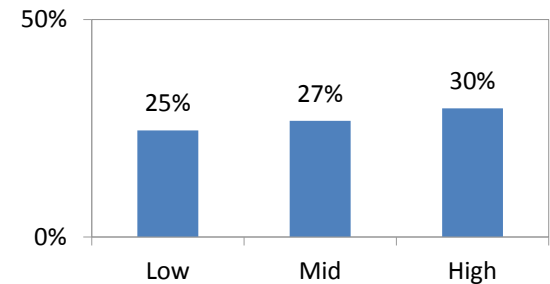
공모금액과 저평가



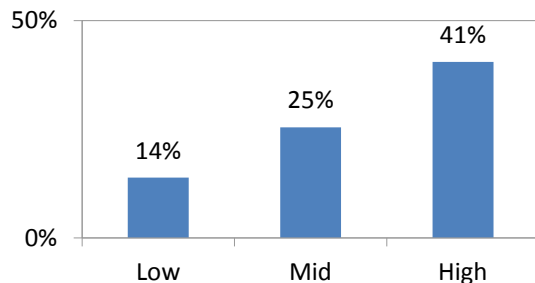
ROA와 저평가



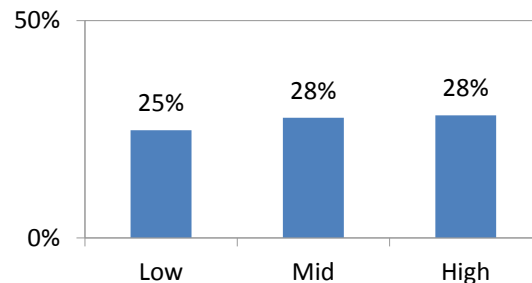
보호예수와 저평가



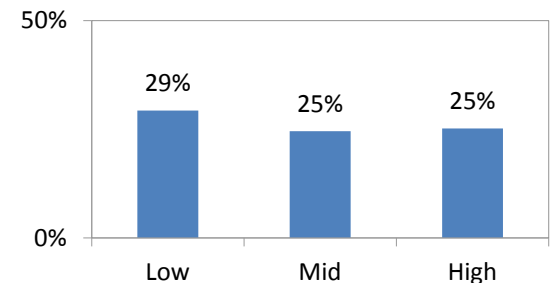
변동성과 저평가



ROA증가와 저평가



벤처금융지분율과 저평가



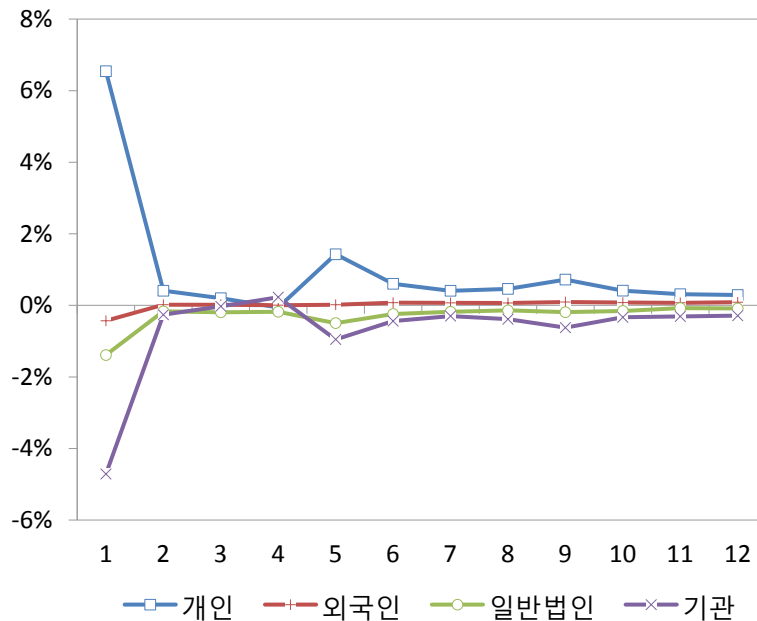
주: 상장 후 6개월 수익률 변동성

주: 상장 직후 ROA - 상장 직전 ROA

# 상장 이후 거래행태 및 수익성 변화

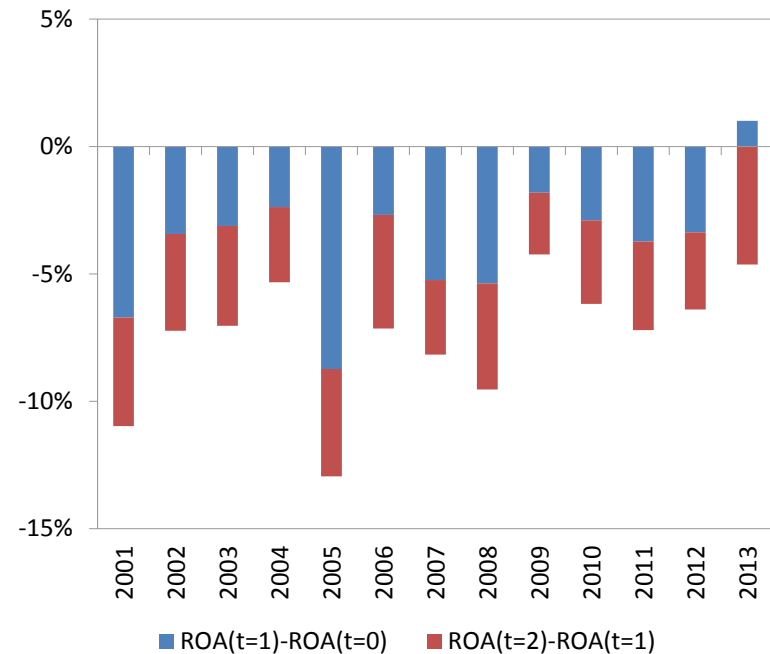
- ❖ 기관투자자는 배정물량의 30~40%를 상장 첫 주에 매도
- ❖ 상장기업의 수익성은 상장 이후 큰 폭으로 하락

투자자유형별 순매수



주: 주간 순매수대금/시가총액

신규상장기업 ROA 변화



# 분석의 요약

- ✓ 신규공모주 저평가는 추세적 감소(최근 상승세)
- ✓ 한국시장의 신규공모주 저평가는 주요국 대비 높은 수준
- ✓ 2007년 규제완화 이후 수요예측 참여자의 행태변화(수요예측가 상승, 분포확대), 가격효율성의 차별화(수요예측가>최종공모가>희망공모가)
- ✓ 희망공모가 밴드의 공모가 구속효과 관찰(저평가 유발)
- ✓ 기업성장성 평가 미흡, 벤처금융의 보증효과 관찰
- ✓ 기관투자자의 단기매도, 상장 이후 수익성 저하 현상 뚜렷



# 바람직한 신규공모시장

## 바람직한 신규공모시장

인수인의 가격발견 기능 강화



인수인의 기업인증 기능 강화



적정 공모가



- ✓ 기업의 자금조달 비용 감소
- ✓ 투자자 보호/장기투자유도



- ✓ 성장형 기업의 상장 확대
- ✓ 투자은행 경쟁력 강화

- ✓ **수요예측제도의 개선: 참여대상 제한 허용, 단기매도 관리 체계 마련**
  - 불특정 기관의 참여, 배정 후 단기매도(정보효율성 저하, 무임승차)  
→ 선별적 참여, 배정 후 장기보유(정보효율성 제고, 성장기업 발굴)
- ✓ **가격결정과정에 대한 공시의무 완화**
  - 가치평가방법, 가격결정과정의 규격화, 관행화 초래  
→ 가치평가방법 다양화, 가격결정의 자율성 확보, 영업기밀 보호
- ✓ **공모시장 운영방식 자율화: 경매, 고정가격방식 등 고려**
  - 수요예측제도를 강제해야 할 이론적 근거 부족
- ✓ **희망공모가 밴드 상단의 구속효과 개선**
  - 공모가 저평가를 유발하는 관행 해소
- ✓ **하이일드펀드 우선배정제도의 재검토**
  - 공모가 저평가를 전제로 하는 차별적 제도, 배정자율성 침해