

IPO 공모주의 수익률 추이와 시사점*

선임연구위원 이석훈

코로나19 이후 IPO 시장은 IPO 공모주에 대한 투자 열기가 높고 IPO 건수가 많은 hot market의 모습을 보이는 가운데, 공모주의 상장 후 거래가 매우 활발하다. 본고는 2003년부터 2018년까지 상장한 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률과 상장 후 3년 누적초과수익률을 분석하였다. 연도별 현황을 분석한 결과, 2010년대 들어오면서 IPO 기업들의 상장 후 3년 수익률은 이전보다 크게 향상되었을 뿐 아니라 시장수익률보다 높았다. IPO 공모주의 누적초과수익률을 분석한 결과, hot market인 시기에 상장하는 IPO 공모주들이 상장일에 다소 높게 평가받는 경향을 보이고 있고 이에 따라 장기수익률이 저조할 수 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과로 비추어 볼 때, IPO 시장이 이전보다 향상된 성과를 보이고 있지만 hot market일 때 투자자들은 공모주에 대해 막연한 낙관이나 기대보다는 면밀한 평가와 분석을 기반으로 투자할 필요가 있어 보인다.

코로나19 이후, 개인들의 주식투자 열기가 높아졌고 이에 따라 IPO 공모주도 많이 주목받고 있다. 특히 이러한 관심은 상장 전 청약에 그치지 않고 상장 후 매매회전율로 이어져 나타나고 있다. 실제로 청약경쟁률과 매매회전율 모두 코로나19 이후 약 1.5~2배 상승하였다. 언론에서도 최근 IPO 공모주의 청약경쟁률뿐 아니라 상장 후 수익률에 대해 크게 다루고 있다. 본고는 2003년부터 2018년까지 상장한 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률과 상장 후 3년 누적초과수익률을 분석해보고 이를 통해 시사점을 찾고자 한다.

IPO 공모주 수익률의 연도별 현황

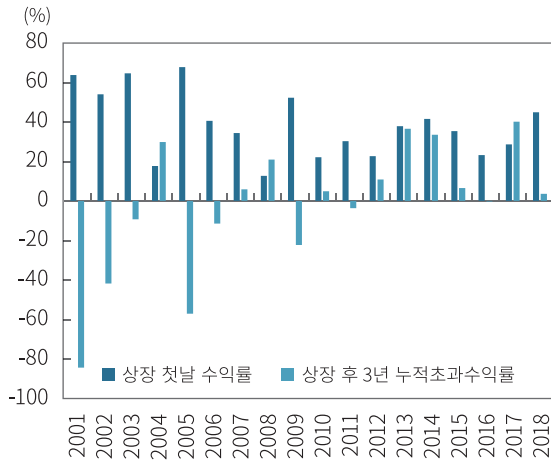
<그림 1>에서 볼 수 있듯이, 상장 첫날 수익률의 평균이 50%를 초과한 해가 2000년대(2000-2009)에는 절반이었지만¹⁾ 이후 2019년까지 나타나지 않았다. 이 기간 IPO 시장은 20~40%의 상장 첫날 수익률을 유지하고 있었다. 이 때문에, 2020년과 2021년 평균 53.8%와 48.1%의 상장 첫날 수익률은 직전인 2010년대(2010~2019)와 비교할 때 예외적인 모습이다. 상장 첫날 수익률이 상장일 투자자들의 높은 관심과 매수에서 비롯된다는 점에서, 최근 2년간의 IPO 시장은 지난 10년 사이 볼 수 없었던 hot market으로 보인다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

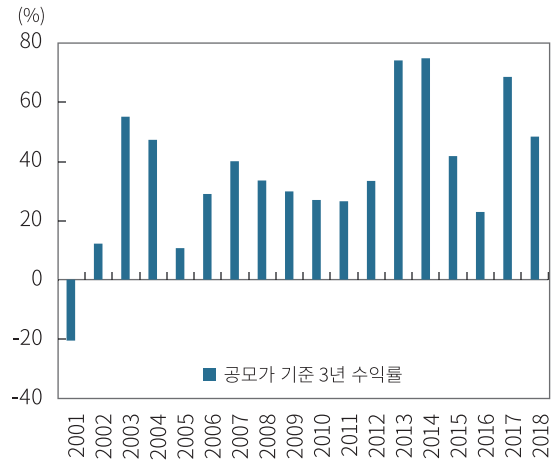
1) 다만, 2000년대 높은 상장 첫날 수익률은 풋백옵션제도로 인해 주관회사들이 저가로 발행하는 경향에서 비롯된 점도 있다.

〈그림 1〉의 연도별 현황을 보면 2011년 이후 IPO 공모주의 3년 누적초과수익률²⁾이 양(+)인 것으로 나타났다. 이는 IPO 공모주의 장기수익률이 동기간 KOSPI 수익률보다 높았음을 의미한다. 또한 2000년대 많은 해에서 음(-)이었던 것과 비교하면 이러한 수익률은 이전보다 크게 향상된 것이기도 하다. 앞서 논의한 상장 첫날 수익률을 함께 고려하면, 2000년대에는 상장 첫날 수익률이 높았지만 이후 3년 수익률이 저조하였고 2010년대에는 그 반대의 현상이 나타난 것이다. 따라서 상장 첫날 수익률을 포함한 3년 누적초과수익률을 추가로 검토해 보았다. 분석 결과, 상장 첫날 수익률을 반영하더라도 IPO 공모주의 3년 누적초과수익률은 2000년대보다는 2010년대에 더 높았다(〈그림 2〉 참조). 이러한 결과로 볼 때, 지난 10년 IPO 시장에는 이전보다 양질의 기업들이 참여하고 있는 것으로 보인다.

〈그림 1〉 상장 첫날 수익률과 상장 후 3년 누적초과수익률의 연도별 현황



〈그림 2〉 상장 첫날 수익률을 포함한 3년 누적초과수익률의 연도별 현황



주: 개별 공모주의 3년 누적초과수익률은 상장 후 3년 동안의 월별 초과수익률(=공모주 수익률-KOSPI 수익률)을 합산하여 구함, 연도별 3년 누적초과수익률은 해당연도 개별 공모주의 3년 누적초과수익률을 평균하여 구함

IPO 공모주의 누적초과수익률 분석

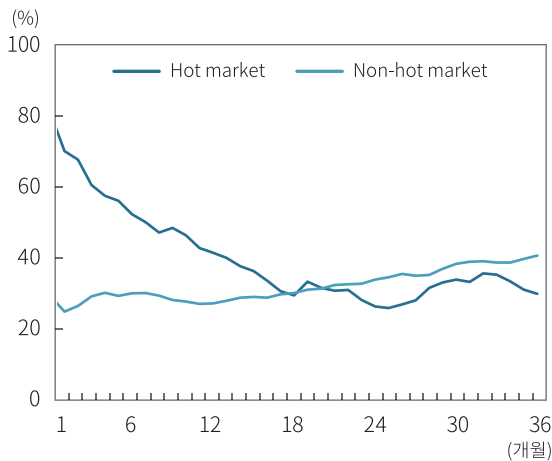
〈그림 1〉을 살펴보면 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률이 높은 연도일수록 상장일 이후 3년 누적초과수익률이 더 낮은 경향을 볼 수 있다. 이러한 점을 고려하여, IPO 시장의 hot market 여부 또는 상장 첫날 수익률에 따라 3년 누적초과수익률이 어떠한 특징을 보이는지 분석하였다. 이를 위해 예외적인 기간에 해당할 수 있는 2001~2002년(IT 버블 시기) 자료와 REITs 및 SPAC 상장을 제외한 2003년부터 2018년까지 총 966건의 IPO 공모주를 대상으로 검토하였다.

저자는 상장 첫날 수익률이 평균 60%(분기 기준 상위 20% 분위)를 초과하고 IPO 건수가 13건(분기 기준 중위값)을 초과한 분기를 hot market인 것으로 분류하고 그 외 분기를 non-hot market으로 하였다. 즉 IPO 공모주에 대한 투자 열기가 높고 IPO 건수가 대체로 많았던 분기를 hot market으로

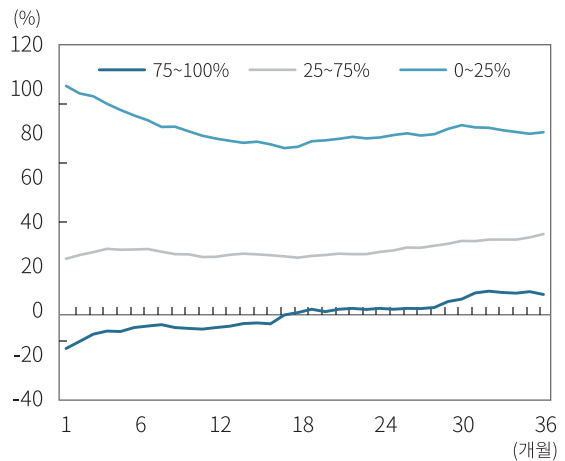
2) 상장 후 3년 누적초과수익률은 상장 후 3년 동안의 월별 초과수익률(=공모주 수익률-KOSPI 수익률)을 합산하여 구하였다.

보았다. Hot market이었던 시기에 상장한 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률은 평균 81.1%였고 이후 3년 누적초과수익률은 -50.7%이었다. Non-hot market이었던 시기에는 각각 29.7%와 11.5%로 나타나 hot market 시기의 수익률과 대조적인 모습을 보였다. Hot market 시기에 상장한 IPO 공모주의 3년 누적초과수익률은 상장 첫날 수익률을 포함하면 30.5%로 non-hot market 시기(41.2%)보다 낮았다. 즉 hot market 시기에 IPO 공모주의 공모가는 non-hot market 시기의 IPO 공모주보다 상장일 주가를 기준으로 낮았지만 3년 후의 주가를 기준으로 오히려 높게 책정된 것이다. 시계열적으로 볼 때, hot market 시기에 상장한 IPO 공모주의 누적초과수익률은 상장 직후부터 주가가 하락하면서 1년 6개월이 지난 시점에 non-hot market 시기의 IPO 공모주와 비슷해지는 것으로 나타났다.

〈그림 3〉 Hot market 여부에 따른
누적초과수익률의 추이



〈그림 4〉 상장 첫날 수익률에 따른
누적초과수익률의 추이



〈그림 4〉는 개별 IPO 공모주의 상장 첫날 수익률 분위별 상장 후 3년 누적초과수익률을 보여주고 있다. 상장 첫날 수익률 기준 상위 25%, 25~75%, 75~100% 분위로 IPO 공모주를 구분한 결과, 상위 25% 분위에서만 상장 후 주가가 하락하는 것으로 나타났다. 다만 이들의 3년 누적초과수익률은 -28.7%로 hot market 시기의 IPO 공모주(-50.7%)보다 주가의 하락 정도가 작았다. 상위 25% 분위의 IPO 공모주 중 hot market 시기 상장 여부에 따라 어떠한 차이가 있는지 분석한 결과, 상장 첫날 수익률은 hot market과 non-hot market 시기에 각각 109%와 114%로 유사하였으나 상장 후 3년 누적초과수익률은 -66.2%와 -4.6%로 큰 차이를 보였다. 더욱이 이러한 특징은 25~75%와 75~100% 분위의 IPO 공모주에서도 똑같이 볼 수 있다(〈표 1〉 참조). 즉 hot market인 시기의 IPO 공모주들은 상장일에 주가가 높게 형성된 후 하락하는 경향을 보이지만 hot market 시기에 상장하지 않았다면 상장일에 높은 수익률을 보였더라도 상장 후 3년 사이 IPO 공모주의 주가가 거의 하락하지 않았다. 따라서 상장 후 IPO 공모주의 수익률이 하락하는 현상은 hot market과 관련이 높다고 판단된다.

〈표 1〉 상장 첫날 수익률의 분위별 IPO 공모주의 hot market 여부에 따른 수익률 비교

		Hot market	Non-hot market
상위 25% 분위 IPO	상장 첫날 수익률	114.1%	109.0%
	3년 초과수익률	-66.2%	-4.6%
	표본 수	83	128
25~75% 분위 IPO	상장 첫날 수익률	38.5%	29.2%
	3년 초과수익률	-30.9%	11.0%
	표본 수	60	454
75~100% 분위 IPO	상장 첫날 수익률	-12.4%	-11.8%
	3년 초과수익률	-6.5%	21.3%
	표본 수	2	239

이상과 같이 본고는 hot market 시기의 IPO 공모주들이 상장 당시 다소 높게 평가받는 경향이 있음을 확인하였다. 생각건대, 그 원인은 다음과 같다고 본다. 기(既) 상장기업들과 같이, IPO 공모주는 예상되는 미래의 현금흐름을 통해 평가받는다. 그러나 IPO 공모주에 대한 평가는 기(既) 상장기업들과 달리 공모자금을 기반으로 한 신규 투자와 이에 따른 성장 잠재력에 대한 투자자들의 기대에 따라 달라질 수 있다. 특히 IPO 기업에 대한 이러한 기대는 향후 시장 전망이나 투자 여건의 변화에 따라 크게 높아지거나 낮아질 수 있다. 연구 문헌에 따르면 IPO 공모주는 시장수익률의 변동에 매우 민감한 주식으로 베타가 2에 달한다는 평가도 있다. 즉 시장수익률이 1% 상승(하락)하면 공모주의 수익률은 대체로 2% 상승(하락)한다는 것이다. Hot market인 시기에는 시장 전반에 걸쳐 주가가 높고 미래에 대한 전망도 밝은 시기이다. 따라서 이러한 시기에 상장한 IPO 기업일수록 상장 당시 기대치가 과도하게 높았을 가능성이 있고 시장의 변화로 투자 열기가 식을 때 이들의 수익률도 그만큼 더 크게 하락할 수 있다.

시사점

2010년대 들어와 IPO 기업들의 장기수익률이 이전보다 향상되어 동기간 시장수익률보다 높아졌으나, hot market인 시기에 상장하는 IPO 공모주의 경우 상장일에 다소 높게 평가받는 경향으로 인해 이후 장기수익률이 저조할 수 있는 것으로 나타났다. 최근 IPO 시장이 hot market의 모습을 보이는 가운데, 개인투자자들의 공모주 거래가 매우 활발하다. 본고의 분석 결과로 볼 때, hot market인 시기에 투자자들은 공모주에 대해 막연한 낙관이나 기대보다는 면밀한 평가와 분석을 기반으로 투자할 필요가 있어 보인다.