

한국 신규공모시장의 구조분석

신인석 | 김갑래 | 김준석 | 이석훈

KCMI

K o r e a C a p i t a l M a r k e t I n s t i t u t e

신인석 (Inseok Shin)

자본시장연구원장 / 경제학 박사

김갑래 (Kab Lae Kim, SJD.)

연구위원 / 법학 박사

연구분야

- Securities Regulation
- Corporations
- Venture Capital
- Social Finance, CSR, RI

김준석 (Joon-Seok Kim)

연구위원 / 재무학 박사

연구분야

- Market Microstructure
- Corporate Finance

이석훈 (Seokhoon Lee)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Industrial Organization
- Investment Banking



한국 신규공모시장의 구조분석

2016. 2.

원	장	신인석
연구위원		김갑래
연구위원		김준석
연구위원		이석훈



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

한국 금융투자업에서 '투자은행(Investment Bank)'은 성장하고 있는가. 식상하지만 여전히 유효한 질문이다. 창조와 혁신이 경제성장의 핵심동인이 된 지금, 금융산업만이 아니라 전체 국민경제의 미래와 연관된 문제이기도 하다. 이 질문에 대한 해답의 단초를 찾기 위하여 우리 연구원은 2015년 대표과제로 '신규공모시장의 구조분석'을 택하였다.

자본시장이 고도로 팽창된 21세기, '투자은행'이 무엇인지에 대한 의견은 날로 다양해지고 있지만 100년 전의 투자은행 정의는 간단명료하였다. 1920년도 미국 사회과학연구원 연보에 의하면 투자은행은 '기업이 유가증권 발행을 통해 사업에 필요한 장기투자자금을 조달하는 것을 가능하도록 도와주는 금융기관'을 말한다 (Hastings Lyon, "The Work of an Investment Banking House", The Annals of the American Academy of Political and Social Science, March 1920). 정의는 간단하지만 투자은행의 업무가 간단한 것은 아니다. 다른 이에게 자금을 맡기는 결정은 예나 지금이나 '믿을 만한 근거'가 없으면 내리기 어려운 위험한 결정이다. 이 '믿을 만한 근거'를 제공하는 자로서 등장한 것이 투자은행이고, 이를 위해 투자은행이 고안한 기제가 '인수(underwriting)'라는 것이 100년 전 당대인의 설명이다. 이후 두 번의 세계금융위기를 거치며 금융의 총아와 문제아라는 상반된 평판이 공존하지만, 신규공모시장의 인수인 역할을 제외하고는 투자은행 제도의 탄생과 진화를 이야기할 수 없다는 평가는 논박되지 않는 정설로 남아 있다. 한국 시장에서 투자은행의 발전 또는 미발전의 원인을 찾는 작업의 출발점으로 신규공모시장을 택한 이유가 여기에 있다.

학자들은 미국 투자은행의 기원을 철도 등 중후장대 산업의 자금수요가 급증한 1870년대로 추정한다. 미국 투자은행의 역사가 140년이라고

한다면, 한국 투자은행의 나이는 약관 20년이다. 「기업공개권고제도」의 폐지로 인수업무가 공식적으로 공공부문에서 시장으로 이양되기 시작한 1997년을 역사적인 기점으로 잡을 만하다. 실물경제 측면에서는 정보기술(IT)의 혁신을 배경으로 3차 산업혁명이 운위되고 1920년대를 방불케 하는 신규공모활황이 세계 주요거래소에 복귀한 때이다. 미국 투자은행이 고안해 낸 신규공모시장의 시장관행이 각국으로 전파되기 시작하였고, 우리나라도 이 흐름을 정책방향으로 받아들인 것이 이 무렵이다. 그로부터 지난 20년, 신규공모시장의 '선진화'를 표방한 수많은 정책의 발표가 있었다. 그럼에도 우리 사회는 지구저편의 어느 나라에 빗대어 우리 금융의 수준을 비하하며 2015년을 보냈고, 금융시스템에서도 자본시장은 특히 선진화가 미흡한 부문이라는 진단에 동의하지 않는 이가 없는 듯하다. 그렇다면 이제 연구와 논쟁이 필요하다. 20년간 발표된 모든 정책방안들을 면밀하게 기록하고, 20년간 시장활동이 남긴 수치자료를 체계적으로 수집·분석할 때이다. 이를 바탕으로 '선진화가 미흡하다'는 의미를 명료화하고, 그 것을 결과하는 '규제', '업계의 구태의연한 행태', 규제당국과 업계가 그렇게 행동하도록 요구하는 한국의 '시장문화'가 무엇인지에 대한 구체적인 논쟁이 필요한 때이다. 불비하지만 그 기폭제 역할을 자원하는 마음으로 이 총서를 출간한다.

신규공모시장의 구조분석은 법제분석과 실증분석이 유기적으로 결합되어야 하는 작업이다. 분석의 시야는 우리 시장에 대한 역사적 또는 시계열 측면만이 아니라, 투자은행 기능 진화의 본산인 영미의 시장과 법제에 대한 국제비교까지 포괄하여야 한다. 이 쉽지 않은 과제를 수행하기 위해 본원의 이석훈, 김준석, 김갑래 박사가 연구설계에서부터 최종보고서의 작성에 이르기까지 훌륭한 팀을 이루어 수고하였다. 연구진행 중 아쉽게도 연구원을 떠난 양진영 박사의 기여도 잊을 수 없다. 나도 공동연구자 1인으로 참여하여 연부역강의 진지한 연구자들과 호흡을 같이하는 즐거움을 누릴 수 있었다.

본 총서의 작성에는 많은 외부전문가들의 기여가 있었다. 2015년 10월 개최된 공개 정책토론회, 증권사와 로펌 그리고 금융감독원과 각각 가졌던 두 차례 비공개 간담회에서 개진된 시장전문가들의 고견이 없었다면 본 총서는 완성되기 어려웠을 것이다. 정책토론회와 간담회의 참석자 모든 분들에게 다시 한번 감사의 마음을 전한다. 한편 총서 작성과정에서 원고교정과 편집을 담당한 김규림 선임연구원, 김지희 연구조원에게도 감사드린다.

2016년 2월
자본시장연구원
원장 신인석

목 차

Executive Summary	xii
Abstract	xviii
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구의 목적	13
3. 보고서의 구성	17
II. 한국 신규공모시장의 개관	21
1. 한국 신규공모시장 규제제도 연혁 및 특징	21
2. 한국 신규공모시장의 추이 및 국제비교	70
3. 소결	89
III. 한국 신규공모시장의 정보효율성	93
1. 머리말	93
2. 연구 방법론	96
3. 수요예측제도 정보효율성 분석 (1): 기술적 통계량 분석	112
4. 수요예측제도 정보효율성 분석 (2): 회귀분석	131
5. 소결	148
IV. 한국 신규공모시장의 경쟁구조	153

1. 머리말	153
2. 신규공모시장 경쟁구조의 이론적 분석	155
3. 신규공모시장 경쟁구조의 실증적 분석	165
4. 소결	187
V. 결론	191
1. 한국 신규공모시장의 현행 구조	191
2. 정책제언	201
참고문헌	219

표 목 차

<표 I-1> ‘문지기시장’ 이론 관점의 미국 신규공모시장 구조	12
<표 II-1> 한국 신규공모시장 규제 자율화 경향	23
<표 II-2> 시장자율화 이행기 이전의 규제 인수수수료율	26
<표 II-3> 기업공개명령 시기의 우선배정제도	27
<표 II-4> 기업공개권고 시기의 우선배정제도	32
<표 II-5> 금감위 인수업무규정기 공모가 결정방식 관련 주요 제도 변화 ..	39
<표 II-6> 금감위 인수업무규정기 공모주 배정비율 변화	43
<표 II-7> 금감위 인수업무규정기 시장조성 관련 주요 제도 변화	45
<표 II-8> 협회 인수업무규칙기 공모가 결정방식 관련 주요 제도 변화 ..	53
<표 II-9> 협회인수업무규칙기 공모주 배정비율 변화	56
<표 II-10> 협회인수업무규칙기 시장조성 관련 주요 제도 변화	59
<표 II-11> 협회 인수업무규정기 공모가 결정방식 관련 주요 제도 변화 ..	66
<표 II-12> 협회인수업무규정기 공모주 배정비율 변화	68
<표 II-13> 한국과 미국의 인수업무 관련 제도 비교	69
<표 III-1> 수요예측제도의 시기구분	103
<표 III-2> ‘문지기 시장’ 이론의 귀무가설	110
<표 III-3> 기준가 평가방법	114
<표 III-4> 기준가 대비 희망공모가 비율	115
<표 III-5> 희망공모가격 범위	116
<표 III-6> 희망공모가격 대비 수요예측가격	118
<표 III-7> 수요예측 참여경쟁률	120
<표 III-8> 수요예측 가격탄력도	122
<표 III-9> 수요예측가 대비 최종공모가	123

<표 III-10> 최종공모가 대비 시장가	125
<표 III-11> 신규공모주 저평가	127
<표 III-12> (수요예측가-희망공모가) 결정요인 분석	135
<표 III-13> (최종공모가-희망공모가) 결정요인 분석	138
<표 III-14> (시장가-최종공모가) 결정요인 분석	141
<표 III-15> 기준 가격별 저평가 비교	144
<표 III-16> 기준 가격별 평가오류 비교	146
<표 IV-1> 시장집중도(<i>HHI</i>) 결정요인 분석	176
<표 IV-2> 인수수수료 결정요인에 대한 기초 분석	179
<표 IV-3> 인수수수료 결정요인에 대한 확장 분석	184

그림 목 차

<그림 II-1> 한국 신규공모시장의 연도별 건수 추이	72
<그림 II-2> 해외 신규공모시장의 연도별 건수 추이	73
<그림 II-3> 한국 신규공모기업 실질 매출액과 공모금액 추이	75
<그림 II-4> 신규공모기업 매출액 대비 공모금액의 국제비교	76
<그림 II-5> 한국 신규공모기업 부채비율과 ROA 추이	77
<그림 II-6> 신규공모기업 ROA의 국가 간 비교	78
<그림 II-7> 신규공모기업 부채비율의 국가 간 비교	78
<그림 II-8> 신규공모주 저평가 추이	80
<그림 II-9> 신규공모주 저평가 비교	81
<그림 II-10> 시장집중도지수(Cr3/Cr5, HHI) 추이	83
<그림 II-11> 신규공모건수와 인수인 수 추이	84
<그림 II-12> Cr3 및 Cr5의 국가 간 비교	84
<그림 II-13> 전체 신규공모규모와 인수수수료 수익 추이	86
<그림 II-14> 신규공모 규모와 인수수수료 간 관계	86
<그림 II-15> 공모규모별 인수수수료 추이	87
<그림 II-16> 공모규모별 인수수수료의 국가 간 비교	88
<그림 III-1> 수요예측 과정 흐름도	101
<그림 III-2> 수요예측가 분포	119
<그림 III-3> 최종공모가 분포	124
<그림 III-4> 가격 유형별 추이 비교	129
<그림 IV-1> 원형 시장 내 인수인 i 와 경쟁 인수인의 위치	162
<그림 IV-2> 2001~2014년 인수인 별 연평균 시장점유율 현황	168
<그림 IV-3> 인수인 그룹별 시장점유율 추이	169

<그림 IV-4> 상위권 인수인의 시장점유율 추이	170
<그림 IV-5> 중위권 인수인의 시장점유율 추이	171
<그림 IV-6> 2007년 전후 개별 인수인의 시장점유율 변화	171
<그림 IV-7> 신규공모건수와 경쟁 인수인 수의 상관관계	173
<그림 IV-8> 공모규모별 연평균 Cr5 및 Cr10 비교	174
<그림 IV-9> 시장점유율과 초과 인수수수료의 상관관계	180
<그림 IV-10> 시장점유율 변화와 초과 인수수수료 변화 간 관계	181
<그림 IV-11> 상위3개사와 그외 인수인의 초과 인수수수료 변화	182

약 어 표

AIM	Alternative Investment Market
BT	Bio Technology
Cr3/Cr5	Three-Firm/Five-Firm Concentration Ratio
DART	Data Analysis, Retrieval and Transfer System
EV/EBITDA	Enterprise Value / Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
GEM	Growth Enterprise Market
HHI	Herfindahl-Hirschman Index
HKEx	Hong Kong exchange
IB	Investment Bank
IPO	Initial Public Offering
IT	Information Technology
JPX	Japan Exchange Group
LSE	London Stock Exchange
Mothers	Market of the high-growth and emerging stocks
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYSE	New York Stock Exchange
PBR	Price-to-Book Ratio
PER	Price-to-Earning Ratio

ROA	Return on Asset
SEC	Securities Exchange Commission
SFC	Securities & Futures Commission of Hong Kong
SSE	Shanghai Stock Exchange
SZSE	Shenzhen Stock Exchange
TSE	Tokyo Stock Exchange
WKSI	Well-Known Seasoned Issuer

《 Executive Summary 》

20세기말 자본시장의 세계화를 배경으로 미국의 수요예측제도가 신규공모시장의 운영모범으로서 각국에 전파된다. 이 흐름아래 우리나라도 1997년 수요예측제도를 신규공모시장의 운영제도로 도입한다. 미국식 수요예측제도의 근간은 '명성 인수인'의 역할이다. 정보비대칭성이 높은 신규공모시장에서 명성 인수인은 신뢰관계가 있는 투자자들로부터 정보를 취합하여 공모주식의 적정가격 결정과 배분을 책임진다는 것이 기존이론의 주장이다. 이른바 명성 인수인이 '문지기' 역할을 담당하며 시장의 효율성을 유지한다는 것이다.

비록 미국식 제도를 원형으로 하고 있지만 한국의 수요예측제도는 두 가지 점에서 미국의 그 것과 큰 차이를 지니고 있다. 먼저 역사적 배경의 차이이다. 미국에서 명성 인수인의 존재는 자본시장의 발전과 궤를 같이하면서, 19세기말에서 20세기를 거치며 점진적으로 진행된 진화의 결과로 이해되고 있다. 반면 한국의 자본시장은 공공부문의 관리아래 발전하여 왔다는 미국과는 상이한 역사적 배경을 지니고 있다. 두 번째 차이는 수요예측제도가 시장관행이 아니라 규제로서 도입되었으며 세부적인 제도의 내용에서 인수인의 재량권에 제약이 있다는 점이다. 이를 감안할 때 자연스럽게 제기되는 질문이 있다: "수요예측제도 도입 이후 과연 한국의 신규공모시장은 문지기시장으로 진화하고 있는가?" 이것이 이 보고서를 관통하는 연구 질문이다.

연혁적으로 한국 신규공모시장 규제체제의 패러다임은 1972년 이후 기업공개명령 시기, 1987년 이후 기업공개권고 시기, 그리고

수요예측제도 도입을 계기로 한 1999년 이후의 시장자유화이행 시기로 나눌 수 있다. 시장자유화 기간에도 수차례의 제도변화가 있었다. 제도변화의 방향성은 항상 단선적인 것은 아니었다. 2007년의 제도변경은 인수인의 공모가격결정권한과 공모물량배정권한을 상당 폭 확대하는 것이었다. 그러나 이후 상장 후 시장가가 공모가를 하회하는 현상이 발생하고 이에 대한 비판적인 사회여론이 형성되자, 인수인의 적정상장기업 발굴과 공모가격결정을 세밀하게 감독하는 관행이 다시 등장하였다. 최근 신규상장 활성화가 새로운 정책목표로 추진되며 이 관행은 약화된 것으로 보이나, 근본적인 패러다임의 변화인지는 아직 예단하기 어렵다.

수요예측제도가 도입된 이후 지난 20년간 한국 신규공모시장의 시장활동을 개관하면 다음과 같은 다섯 가지 특징이 관찰된다. 첫째, 신규공모건수 기준으로 평가할 때 시장규모가 꾸준히 감소하여 왔다. 둘째, 한국의 신규공모기업은 낮은 부채비율에 수익성이 높은 안정적인 기업들이 주를 이루고 있는 반면, 영·미의 자본시장은 부채비율이 높고 수익성이 낮은 '적자상장' 기업들이 주를 이루고 있다. 즉 선진 자본시장과 비교할 때 한국의 신규공모기업은 성장잠재력이 우수한 기업보다는 재무구조가 안정적인 기업들로 구성되어 있다. 셋째, 한국 신규공모시장의 저평가 정도는 선진 자본시장에 비하여 높지만 하락 추세를 보이고 있다. 단, 최근 다시 재상승하는 조짐이 있다. 넷째, 인수인의 시장집중도지수는 상승 추세를 꾸준히 보여 왔고 국제적으로 높은 편이다. 다섯째, 인수수수료는 항상 국제적으로 가장 낮은 수준이었으며 특히 최근 하락 추세를 보여 왔다. 이상의 특징은 저평가의 하락세를 제외하면 모두 부정

적인 현상들이다. 공모건수의 감소는 거시적인 저성장 기조의 영향이 크겠으나, 나머지 현상들은 과연 시장구조가 개선되고 있는지에 대해 의문을 제기한다.

시장구조 성격의 좀더 엄밀한 진단을 위하여 신규공모기업의 수요예측자료를 활용하여 신규공모시장의 정보효율성 검증을 위한 실증분석을 실시하였다. 회귀분석 결과 2007년 이전에는 공적정보조차도 수요예측가격에 충분히 반영되지 않았지만, 이후에는 온전히 반영되었고 나아가 사적정보의 지표변수들도 부분 반영된 것으로 나타났다. 이 결과는 인수인의 재량권이 확대되면서 신규공모시장이 '문지기시장'으로 발전되고 있음을 시사하는 것으로 볼 수도 있다. 그러나 반대되는 증거들도 적지 않게 발견되었다. 기술적 분석을 통해 나타난 시장참가자의 행태는 예정된 저평가가 전체 표본기간동안 만연해 있음을 보여주었다. 인수인은 기계적으로 기준가격에서 일정비율 할인된 희망공모가격범위를 제시하고, 저평가를 예상하는 투자자들은 희망공모가격의 상단부근에 집중하여 참여가격을 제출하며, 인수인은 희망공모가격의 상단을 벗어나지 않도록 최종공모가격을 책정하는 패턴이 관찰되었다. 회귀분석 결과가 수요예측과정이 '문지기시장'에 준하여 운영된 결과인지, 아니면 이와 같은 시장참가자들의 행태적 특성에 기인한 것인지는 알기 어려웠다.

만일 시장구조가 '문지기시장'으로 개선되고 있었다면 그 징후는 인수인의 경쟁행태에서도 관찰되어야 한다. 이에 인수수수료를 중심으로 인수인의 경쟁행태를 실증분석하였다. 문지기시장 이론이 예측하는 명성 인수인이 지배하는 과점시장구조 및 차별화된

인수수료율이 한국 신규공모시장의 경쟁구조로 등장하는지의 여부를 중점 검토하였다. 경쟁구조를 분석한 결과, 상위 5개사들의 시장지배력이 공고해지고는 있으나 명성과 서비스 차별화의 축적이 아니라 시장규모 감소에 따른 시장집중도 상승의 효과인 것으로 추정되었다. 인수수료 분석결과에서도 서비스 차별화가 진전되고 있다는 증거는 찾지 못하였다. 상위권 인수인의 인수수료 프리미엄은 오히려 최근으로 오며 하락추세를 보이고 있고, 회귀분석을 통해 검토한 시장의 전체 균형 인수수료율도 하락 추세를 보였다. 이러한 결과들은 모두, 한국 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모되어가고 있다는 가설과는 부합하지 않는다.

이상의 실증분석 결과를 종합할 때, 한국의 신규공모시장이 '문지기시장'으로 이행하고 있다고 보기는 어렵다. 2007년의 제도개선 이후 수요예측과정의 정보효율성이 개선된 바로 그 기간에, 한국의 인수인 시장에서 전개된 경쟁행태는 문지기 시장의 경쟁행태와는 거리가 있었다. 치열한 가격경쟁이 지배하며 국제적으로 이미 가장 낮았던 수준인 인수수료율이 이 기간 더욱 하락하였다. 반면 명성 인수인의 경쟁수단으로 거론되는 정보분석가 서비스 경쟁, 상장 후 시장안정화 서비스 경쟁, 기관투자자와의 장기관계 구축 등이 진전되는 모습은 나타나지 않았다. 한국 신규공모시장의 제반 특성을 고려할 때 한국 시장의 구조는 아직은 '인프라기구 관리시장'으로 정의하는 것이 적절해 보인다. 거래소, 감독기구가 세밀한 규제를 기반으로 시장운영에 관여하며 실질적인 인수인 기능의 상당부분을 수행하는 시장구조이다. 공공부문의 시장운영 관여는 정보비대칭성이 작은, 비교적 가치평가가 용이한 표준화된

기업들 위주의 시장운영으로 연결된다. 그 결과 인수인의 수수료율은 낮게 유지되는 것으로 추정된다.

‘인프라기구 관리시장’의 성격을 띠고 있는 현재 한국 신규공모시장의 구조는 두 가지 이유에서 변화의 필요성이 있다. 첫째, 시장구조의 내적정합성이 사라지고 있다. 즉, 주식회사인 동시에 치열한 경쟁 환경 속에서 거래소는 공적규제 기능에 전적으로 초점을 두기 어렵다. 둘째, 국민경제적 필요성이다. 즉 공공 인프라 기구가 인수인 기능의 상당부분을 담당하는 시장구조에서는 투자위험이 높은 기술기반 혁신기업의 상장은 활성화되기 어렵다. 이에 향후 신규공모시장의 미래 지향점을 ‘자율질서시장’으로 설정할 것을 제안한다. 이 지향점을 전제로 다음과 같은 구체적인 정책방안을 제안한다.

제언 1: 수요예측방식은 제도의 원형인 미국식 수요예측제도와 본질에 있어서 동질적이 되도록 수요예측과정의 운영자율성을 확대할 것을 제안한다. 특히, 수요예측참여 투자자범위와 공모주식물량의 투자자 배정을 최대한 자율화할 것을 제안한다.

제언 2: 인수인과 발행기업의 공모가격 결정권을 보장할 것을 제안한다. 공모가격의 산정근거 등을 증권신고서에 공시하는 감독실무를 개선할 것을 제안한다. 거래소 또는 감독원의 공모가격 수준에 대한 관여 관행이 재발하지 않도록 유의할 것을 제안한다.

제언 3: 인수인의 가격결정, 물량배정을 완전 자율화하는 대신 인수인의 불건전 인수행위 규제 및 감독을 강화할 것을 제안한다.

제언 4: 인수인의 투자정보 인증책임을 강화하고 책임의 실효

성을 높이는 제재 수단을 확보할 것을 제안한다.

제언 5: 현재 수요예측이 규제에 의해 유일한 시장운영방안으로 강제되어 있는 상태이다. 수요예측방식, 경매방식, 협의단일가격 방식 등 시장운영방안을 발행회사가 자유롭게 선택할 수 있도록 자유화할 것을 제안한다.

« Abstract »

An Analysis on Korea's IPO Market Structure

Capital market globalization in the 1990s has repositioned the bookbuilding method developed in the US IPO market as a new standard and spread it to other countries. Many countries abandoned auctions or the fixed price method they had used and shifted towards bookbuilding. In 1999, the Korean IPO market followed the suit to adopt bookbuilding method for IPO valuation.

The efficiency of the american bookbuilding method is known to be achieved by the reputable underwriters. That is, in the IPO market with information asymmetry, the reputable underwriters capitalize on their reliable investor networks for price discovery and allocation of IPO stocks. In short, the reputable underwriters play a "gatekeeper" role to achieve market efficiency.

Unlike the US bookbuilding method that the underwriters have developed to achieve the intermediary function of the investment banking, Korea's bookbuilding process was introduced and regulated by regulatory arrangements. This seems to leave Korean underwriters different from U.S. underwriters playing a significant role. The Korea's different backgrounds take us to important questions about the efficiency of bookbuilding in Korea. Against the backdrop, our research question is as follows, "Has the Korea's IPO market evolved into a gatekeeper market since the

introduction of bookbuilding?" To answer it, we review regulatory changes since 1970's and recent Korean IPO market features, and we examine the information efficiency of Korean bookbuilding method and the competition structure of the IPO market.

After the introduction of the bookbuilding, the Korean IPO market is observed to exhibit the following features. First, the IPO volume has decreased steadily. Second, Korean IPO firms show high ROA and low leverage, while IPO firms in advanced capital markets such as U.S. and U.K. show negative ROA and high leverage. Third, the magnitude of the Korea's IPO underpricing is, albeit on a downward trend, high relative to advanced capital markets. Fourth, the market concentration index showing the degree of competition between underwriters has increased steadily and is internationally high. Fifth, Korean IPO spreads at one of the lowest levels in the world have recently been on a downward trend. These features cast doubt on whether the Korean IPO market structure has improved.

Our analysis on information efficiency reveals major changes as follows. Since 2007, a differentiation has been observed between the initial price range and institutional bids submitted in the bookbuilding process, which confirms bids' higher information efficiency than that of the initial price range. It seems to suggest that information efficiency of Korea's bookbuilding method has improved due to the shift towards a gatekeeper

market. But, there is also evidence that rejects such shift. According to the descriptive statistics, most underwriters set the initial price range at a similar discount of the price-to-earnings and market-to-book multiples of comparable firms, and tend to set the offer price below the upper bound of the initial price range. In fact, it is difficult to find out where those results stem from: It could be either the formation of a gatekeeper market, or the regulatory reform and resultant changes in market participants' behavior. If the latter is the case, then this should mean the appearance of the underwriters differentiating their services from the others to gain leadership in IPO market, which is directly examined through the analysis on the market's competition structure.

However, the results rejects our hypothesis that underwriters have evolved into a gatekeeper firm found in the U.S. IPO market. Although top underwriters in the Korean IPO market have secured their competitive edge, they have failed to differentiate their services enough to beat the low pricing strategy of competitors. Unlike the U.S. market, there is no evidence that top underwriters have competed with service quality, which seemed to have intensified the price competition in Korea's IPO market: No improvements in service have been observed, for instances, voluntary market stabilization efforts, active analyst coverage after IPO, and long-term relationship building with some institutional investors. This leads us to the

conclusion that Korea's improved information efficiency stems from the regulatory overhaul rather than some improvements in underwriters' service quality.

Given the characteristics of the Korea's IPO market found in the analysis, it would be appropriate to define the Korean IPO market as an "infrastructure management market" rather than a "gatekeeper market". The infrastructure here refers to authorities such as KRX and FSS. But such Korea's IPO market structure should be changed due to two reasons. First, technology-based, innovative firms with high investment risk cannot go to public under the current IPO market structure where a significant part of underwriting is carried out by public infrastructure. Second, the market structure is losing its internal consistency under some competition. A demutualized exchange cannot prioritize its public functions. Hence, we propose to set Korea's policy objectives as shifting the IPO market towards a "market discipline system".

More specifically, we suggest that,

1. Underwriter's discretion in the bookbuilding operations in the IPO process be increased to the level on par with the American system;
2. Underwriters determine the offer price fully at their discretion without any intervention of regulatory authorities (KRX or FSS), and FSS improve the oversight so that the details on

determining the offer price may not be disclosed in the securities registration statement;

3. To ensure investor protection, regulatory authorities bolster oversight and supervision over unfair practices in exchange for granting wider discretion to underwriters;

4. Regulatory authorities secure more effective sanction tools to ensure underwriters' legal liabilities and accountability in relation to due diligence;

5. The current regulation mandating bookbuilding be liberalized so that issuers can freely choose from bookbuilding, an auction, or a fixed-price method.

1. 서론

1. 연구의 배경
2. 연구의 목적
3. 보고서의 구성

I. 서론

1. 연구의 배경

가. 신규공모시장의 경제적 의의

기업은 일반대중을 대상으로 한 주식의 신규공모(Initial Public Offering: IPO)를 통해 '공개회사(public company)'가 된다. 일반적으로 공개회사는 공모와 동시에 거래소에 발행주식을 상장하여 '상장회사'가 되므로, 신규공모는 기업이 상장회사가 되는 과정¹⁾이기도 하다. 상장회사로 변신한 기업은 주요 경영정보의 공시를 통해 다수 외부투자자가 직면하는 기업가치에 대한 정보비대칭성을 축소시키도록 요구받는다. 정보비대칭성의 축소를 전제로 해서 해당 회사 주식에 대한 일반투자자의 투자 참여가 허용되는 것이기도 하다. 기업은 몇몇 소수 주주의 창업으로 시작되기 마련이므로 신규공모를 거치며 기업의 주주기반은 소수 창업자에서 다수 일반투자자로 변화하게 된다. 따라서 신규공모시장은 한편으로는 공모기업에 대한 정보가 최초로 널리 일반에게 확산되는 시장이며, 다른 한편으로는 기업의 소유지배구조 전환이 이루어지는 시장이다.

- 1) '기업공개'는 기업이 금융감독당국에게 증권신고서를 제출하여 증권을 공모함으로써 해당 기업의 주요 사항이 일반대중(public)에게 공시되고 이후 발행주식이 일반투자자 사이에 유통되게 하는 행위를 의미한다. 기업공개는 공모 및 공시서류(증권신고서, 사업설명서)에 관한 내용이 주요 규제사항이라 금융감독당국의 직접적인 관할대상이다. '상장'이란 거래소가 정한 상장요건을 충족한 기업이 발행한 주식이 장내 거래되는 것을 의미하며, 거래소의 관할대상이다. 우리나라의 경우 주식의 장외시장이 발달하지 않은 관계로 기업공개와 상장은 항상 동시에 이루어지는 경향이 있고, 이 때문에 구분되는 개념이지만 혼용되고 있다. 이를 반영하여 본 보고서에서도 필요한 경우가 아니면 기업공개와 상장을 혼용하도록 한다.

4 한국 신규공모시장의 구조분석

왜 신규공모시장에 주목하는가? 적어도 세 가지 이유가 있다. 먼저 신규공모시장이 차지하는 자본시장에서의 위상이다. 신규공모시장은 기업이 최초로 일반 대중으로부터 자금을 조달하는 시장이다. 자본시장의 본원적 기능은 '일반' 투자자와 기업 간의 자금중개이다. 신규공모는 이 본원적 기능이 최초로 실현되는 사건이다. 신규공모에 성공하여 상장회사가 된 기업은 이후 유상증자 등 자본시장을 통한 자본조달의 경로를 획득하게 된다. 그러므로 신규공모시장은 자본시장의 본원적 기능 발휘에서 출입문 역할을 담당하는 자본시장의 '근간'이다.

다음으로는 '혁신금융'에서의 중요성이다. 20세기말 이후 정보기술(Information Technology: IT), 바이오기술(Bio Technology: BT) 등 혁신기술이 경제성장의 동력으로 등장하였다. 이에 혁신기술을 기반으로 한 벤처기업에 대한 원활한 금융지원이 금융시스템이 부응해야 하는 국민경제적 요구사항이 되었다. 혁신벤처기업에 대한 자금공급을 위해서는 '모험자본 순환(venture capital cycle)' 체제의 형성이 필요하다. 모험자본 순환체제는 벤처캐피탈에 의한 투자자금의 모집, 벤처기업에 대한 투자와 가치 제고, 투자자금의 회수, 투자자금의 재모집 등 네 가지 단계로 구성된다 (Gompers and Lerner 2004). 벤처캐피탈의 투자자금 모집과 투자활동은 신규공모시장에서 투자자금의 회수가 원활할 때 활발하다 (Black and Gilson 1998; Jeng and Wells 2000; Gompers and Lerner 2004). 이에 활발한 신규공모시장은 활발한 혁신금융의 필요조건으로 간주되고 있다.

마지막으로 금융투자산업 관점에서의 중요성이다. 금융투자회사는 자본시장의 원활한 작동을 위하여 다양한 역할을 수행한다. 신규공모시장에서의 역할은 '인수인(underwriter)' 기능이다. 인수인 기능은 '투자은행(Investment Bank: IB)'이라는 자본시장의 제도를 낳은 역사적 기원으로 간주된다 (Morrison and Wilhelm 2007). 우리나라 금융투자회사는 국가

주도의 자본시장 발전의 영향으로 인수인 기능의 발전이 생략된 채 유가증권 '중개업'을 주된 사업모델로 하여 성장하여 왔다. 경제환경의 변화를 배경으로 중개업에 한정된 사업모델을 탈피하고 투자은행 기능을 육성하자는 구호는 지난 20여 년간 한국 금융투자산업의 당위로서 반복되어온 미완의 과제이다. 영미의 역사적 경험과 현재 학계의 이론을 준거로 할 때 한국에서도 투자은행 기능 발전은 신규공모시장의 인수인 역할 발전을 통해 이루어질 것으로 기대하는 것이 자연스러울 것이다.

나. 신규공모시장의 구조에 대한 이론

자본시장의 효율적인 작동은 적절한 시장구조를 필요로 한다. 효율적인 신규공모시장을 담보하기 위한 적정구조는 무엇인가? 신규공모시장은 정보비대칭으로 인한 시장붕괴, 즉 '레몬시장(lemon market) 문제'(Akerlof 1970)가 잠재되어 있는 대표적인 시장이다. 이 레몬시장 문제를 효과적으로 해소할 수 있는 시장환경의 요건이 효율적인 신규공모시장의 구조에 해당한다.

이와 관련한 학계의 주류 견해는 신규공모시장에서 정보비대칭성 문제를 해결하는 기제로서 등장한 것이 '인수인'이며, 인수인의 정보비대칭성 해소와 중개역할이 있기에 신규공모시장의 효율성이 유지된다는 것이다. 이 견해는 1980년대 부활한 미국 신규공모시장에서 인수인, 발행기업, 투자자의 행태를 구체적 연구대상으로 하여 이후 활발하였던 4반세기 동안의 영미 학계의 연구성과를 바탕으로 형성되었다. Benveniste and Spindt (1989)의 이론 논문이 연구의 분수령이 되었고, Morrison and Wilhelm (2007)은 관련 연구들을 집대성하여 이 견해를 체계화한 최근 저작이라 할 수 있다. 이 견해를 본 보고서에서는 논의의 편의상 '문지기(gatekeeper) 시장' 이론으로 지칭하도록 하겠다. 아래에서 보듯이 인수

인이 명성을 바탕으로 시장의 '문지기' 역할을 담당하며 시장의 효율성을 지킨다는 것이 이 견해의 핵심 주장이기 때문이다.²⁾ '문지기시장' 이론이 상정하는 효율적인 신규공모시장의 구조는 두 가지 핵심요소를 지니고 있다. 첫째 요소는 정보생산 메커니즘의 역할을 담당하는 '수요예측(book-building)' 제도이다. 두 번째 요소는 인수인의 시장점유율 경쟁은 가격이 아니라 명성 또는 서비스 경쟁에 의해 우열이 결정된다는 점이다.

1) 수요예측제도: 신규공모시장의 정보생산 메커니즘

미국의 신규공모시장은 '수요예측'으로 지칭되는 역사적으로 형성된 시장관행에 의하여 운영되어 왔다. 신규공모시장에서 핵심적으로 결정되어야 하는 사항은 신규공모 주식의 가격과 각 수요자들에 대한 배분물량이다. 미국의 '수요예측'에서는 인수인이 중심에 서서 가격과 물량의 결정을 주도한다. 인수인은 먼저 신규공모주식의 수요예측에 참여할 투자자 범위를 재량적으로 결정한다. 현대 미국 신규공모시장의 경우 통상 인수인과 오랜 거래관계가 있는 기관투자자들이 수요예측에 참여하는 것으로 알려져 있다. 이들 투자자들에게 인수인은 자신이 생각하는 신규공모주식의 대략적인 가치를 내놓는다. 그러면 수요예측에 초청된 각 기관투자자는 인수인에게 비공개적으로 해당 주식에 대한 자신의 수요가격과 물량을 제시한다. 인수인은 기관투자자들이 제시한 수요가격과 물량을 종합하여 일종의 수요곡선을 도출한다. 수요예측을 통해 얻어진 시장의 수요정보를 기반으로 인수인은 최종공모가격과 각 투자자들에 대한 배정물량을 '재량'적으로 결정한다.

2) '문지기(gatekeeper)'라는 용어는 금융경제학계에서는 자주 사용되지 않지만 미국 법학계서는 '명성 중개기관(reputational intermediaries)'이라는 의미로 자리를 잡은 전문 용어이다. 예를 들어 Kraakman (1986), Coffee (1999) 등을 참조하라.

수요예측제도에서 인수인이 행사하는 절대적 역할은 '경매(auction)' 방식과 비교할 때 쉽게 알 수 있다. 만일 신규공모가 경매에 의해 이루어진다면 참여투자자의 범위에는 제한이 없을 것이고 공모가격과 배정 물량은 경매참여자가 제시하는 경매가격과 물량에 의해 자동 결정될 것이다. 인수인의 역할은 미미하다. 반면 수요예측에 의해 운영되는 신규 공모시장의 경우 가격과 물량배정 결정은 전적으로 인수인의 몫이다. 인수인이 말 그대로 시장운명을 책임지고 있는 셈이다.

미국에서 신규공모주식의 발행은 경매 방식에 의한 경우도 없지 않으나 대다수 수요예측제도를 통해 이루어져 왔다. 이 현상에 대한 학계의 지배적인 설명은 수요예측제도가 효율적인 신규공모시장의 조건을 충족시키기 때문이라는 것이다 (Benveniste and Spindt 1989; Chemmanur 1993; Sherman 2000, 2005; Sherman and Titman 2002). '동태적 정보취득가설(dynamic information acquisition hypothesis)'로 불리는 이 이론에 따르면 수요예측제도는 신규공모시장의 정보비대칭성 문제를 해소하기 위한 시장의 자연발생적 진화의 결과이다. 신규공모시장의 효율적 작동에는 정확한 공모가격의 산정이 요구된다. 이를 위해서는 신규공모주식의 가치평가 능력이 있는 투자자들이 분석을 통해 정보를 생산하고, 생산된 정보를 인수인에게 제시하는 것이 필요하다. 이 같은 정보의 생산과 제공을 유인하기 위하여 인수인이 운영하는 정보네트워크가 수요예측제도라는 것이 이 이론의 골자이다. 인수인은 장기관계가 있는 기관투자자들만을 수요예측에 참여하도록 제한함으로써 정보생산시장에서 흔히 발생하는 무임승차자(free rider) 문제, 즉 도덕적 해이를 방지한다. 가치없는 정보를 인수인에게 제시한 투자자는 향후 거래에서 배제되어 장기관계가 단절되는 징벌을 감수해야 한다. 동시에 가치있는 정보를 생산하여 제공한 투자자에게는 보다 많은 신규공모주식의 물량을 배정하여 보상을 제공한다.

특히 '동태적 정보취득가설'은 신규공모시장에서 일반적으로 관찰되

는 '신규공모주 저평가(IPO underpricing)' 현상을 인수인의 정보생산 투자자에 대한 보상메커니즘으로 해석한다. 신규공모주 저평가는 신규공모주가 상장되어 유통시장에서 거래가 시작되면 일정 기간 동안 최종공모가격 대비 가격이 상승하며 시장수익률 넘어서는 양(+)³⁾의 초과수익률을 시현하는 현상을 말한다. 이것은 최종공모가격에 해당 기업가치의 정보가 완전히 반영되지 않았음을 시사하는데 '효율적 시장가설(efficient market hypothesis)'과는 배치된다는 의미에서 이른바 시장이례현상(market anomaly)으로 지칭되어 온 현상이다³⁾. '동태적 정보취득가설'은 신규공모주 저평가 현상을 인수인이 정보생산과 제공을 유도하기 위한 기획의 결과로 설명한다. 공모대상 기업과 현재시장여건 분석을 통해 공모기업 주식의 적정가치에 대한 정보를 생산한 투자자들이 자신만의 '사적 정보'를 인수인에게 제공하면, 인수인은 제공받은 사적 정보가 긍정적 정보일 경우 정보제공 투자자를 보상하기 위하여 이를 공모가격에 전부 반영하지 않는다는 것이다⁴⁾. 그 결과 신규공모주 저평가 현상이 발생하게 된다. 때문에 동태적 정보취득가설은 '부분조정가설(partial adjustment hypothesis)'로 지칭되기도 한다. 시장참가자의 합리성을 전제하고, 인수 증권사의 후생 증진 역할을 강조한다는 측면에서 이 이론은 금융경제학의 전통적 분석틀인 합리성, 시장효율성과 궤를 같이하는 것이기도 하다.

3) 신규공모주 저평가에 대한 포괄적인 서베이 자료로는 Jenkinson and Ljungqvist (2001)를 참조하라.

4) 예를 들어 인수인이 최초에 수요예측참여 투자자들에게 제시한 가격의 범위가 100~120원이었다고 하자. 투자자들의 정보를 종합할 때 해당 주식을 모두 매각할 수 있는 공모가격이 140원이라고 하자. 인수인은 140원으로 공모가격으로 '조정'하는 대신 정보를 솔직히 제공한 투자자들에게 보상을 제공하기 위하여 최종공모가격을 130원 정도에서 결정한다. 이 주식이 상장되어 거래되면 적정가격인 140원으로 상승할 것이므로 결과적으로 신규공모주 저평가 현상이 발생한다는 설명이다. 물론 투자자들이 제시한 정보를 종합한 적정가격이 인수인 제시가격 범위를 하회할 경우, 즉 예를 들어 90원인 경우에는 인수인은 얻어진 정보를 '모두' 반영하여 최종공모가격을 결정한다. '부분조정'은 투자자들이 제공한 정보가 긍정적 정보인 경우에 한정된다.

수요예측제도로 운영되는 신규공모시장의 효율성은 인수인의 '질'에 의존한다. 인수인의 질을 담보하는 기제는 무엇인가? 정보네트워크를 효율적으로 운영함으로써 지속적으로 이익을 얻으려는 인수인의 유인이 기제인 것으로 설명된다. 신뢰할 만한 '명성'을 쌓은 인수인에게 신규공모 인수업무의 수요가 몰릴 것이므로 인수인은 명성을 축적하기 위해 노력할 것이고, 일단 명성을 얻은 인수인은 이를 지키기 위해 충실한 문지기 역할을 이어가리라는 설명이다.

2) 신규공모시장의 경쟁원리

'문지기시장' 이론에 의할 때 시장을 지배하는 소수 명성인수인들은 각각 별도의 정보네트워크를 관리 한다 (Morrison and Wilhelm 2007; pp.92-95). 예를 들어 '골드만 삭스(Goldman Sachs)'와 '모간 스탠리(Morgan Stanley)'는 각자 장기적인 관계를 맺고 있는 기관투자자 집단을 보유하고 있다. 인수인은 수요예측과정을 활용하여 이들 투자자집단과 신뢰관계를 바탕으로 한 긴밀한 협의를 통해 신규공모기업의 가치를 평가하고 공모가격을 결정한다. 각 인수인이 관리하는 정보네트워크의 질, 신인도에 대한 명성이 각 인수인의 시장경쟁력을 좌우한다. 즉 문지기시장 이론에 의할 때 신규공모시장에서 기업의 인수인 선택은 가격(인수수료)보다는 인수인의 명성을 기준으로 이루어진다. 명성인수인은 가격경쟁에 임하기 보다는 질 높은 서비스의 대가로서 오히려 보다 높은 가격을 요구한다 (Chemmanur and Fulghieri 1994; Fang 2005). 미국 신규공모시장은 가격경쟁이 극히 제한적인 시장으로 유명하다. 인수수료율이 세계적으로 가장 높은 수준인 7%에서 장기간 변하지 않고 있어 '7% 규칙(7% rule)'이 미국 시장의 가격결정 메커니즘으로 회자되고 있다 (Chen and Ritter 2000).

문지기시장에서 인수인의 경쟁력이 가격보다는 명성에 의해 결정된다

고 할 때, 인수인의 명성에 영향을 미치고, 그 결과 시장점유율을 결정하는 요인들은 무엇인가? 인수인이 관리하는 정보네트워크의 질은 궁극적으로는 발행기업과 투자자에게 각각 적정공모가격에 의한 주식의 발행과 투자를 보장하기 위함이다. 이에 연구자들이 가장 많이 주목하여 온 것은 인수인의 시장점유율과 공모가격 책정 오류의 관계이다. 일찍이는 Beatty and Ritter (1986), Carter and Manaster (1990), Megginson and Weiss (1991) 등이 인수인의 시장점유율과 신규공모주 저평가의 관계를 분석하였고, 시장점유율이 높은 인수인일수록 저평가의 정도가 낮다는 분석결과를 보고하였다. 보다 최근에는 Nanda and Yun (1997), Dunbar (2000) 등이 각각 인수인의 시장가치와 시장점유율이 공모가격 책정 오류와 음(-)의 관계를 보인다는 증거를 보고하였다.

다음으로는 인수인이 보유한 정보분석가의 명성과 역할이 인수인 경쟁력에 미치는 역할을 분석한 연구들이 있다. 정보분석가의 질은 인수인의 정보네트워크의 질, 인수인 자신의 자체 정보수집 및 분석역량과 연관된 요소일 가능성이 높기 때문이다. Dunbar (2000), Krigman, Shaw and Womack (2001)은 명성 정보분석가를 보유한 인수인이 발행기업에 의해 선택될 확률이 높다는 분석결과를 보고하여, 정보분석가의 존재가 인수인 경쟁력에 영향을 주는 요인임을 시사하였다.⁵⁾ 또 인수인 신디케이트(syndicate)의 형성요인을 분석한 Corwin and Schultz (2005)도 명성 정보분석가의 보유가 해당 인수인의 신디케이트 포함여부에 유의한 영향을 미친다는 실증분석 결과를 보고하였다. Ellis, Michaely and O'Hara (2005)는 정보분석가의 발행기업에 대한 유리한 보고서 발표가 발행기업의 인수인 선택확률을 높인다고 하였다.

5) 단, 인수인 경쟁력 결정요인으로서 정보분석가의 역할에 대해서는 논란이 없지 않다는 점을 지적해 둘 필요가 있다. Ljungqvist, Marston and Wilhelm (2006)는 정보분석가가 인수인 선택에 미치는 영향이 미미하다는 결과를 보고하였다.

마지막으로는 상장 후 시장조성활동과 발행기업의 인수인 선택 관계를 주목한 연구흐름이 있다. 미국 신규공모시장에서 인수인은 흔히 상장 후 시장가격이 공모가격 이하로 하락할 경우 주식매집을 통해 가격을 안정시키는 활동을 수행한다.⁶⁾ 문지기시장 이론에 의할 때 적극적인 시장조성 활동은 수요예측과정에서 정보를 제공하는 기관투자자에게 제공하는 ‘풋 옵션(put option)’으로 해석할 수 있다. 정보를 제공받은 인수인이 적절하게 공모가격을 결정하겠다는 자기구속장치로서 시장조성활동을 시행하고, 그 결과 투자자에 대한 인수인의 신인도를 높이는 기제로서 역할을 한다는 주장이다 (Benveniste, Busba and Wilhelm 1996). 실증연구로서는 Ellis, Michaely and O'Hara (2000)가 주간사 인수인이 가장 적극적인 시장조성자라는 점을 보고하였다. Lewellen (2006)은 시장점유율이 높은 인수인이 보다 적극적으로 시장조성활동에 임한다는 결과를 보고하면서 시장조성활동이 인수인의 명성 경쟁 수단일 가능성을 주장하였다.

이상의 논의를 종합할 때 ‘명성인수인’인 문jeg기가 지배하는 신규공모시장의 특성은 <표 I-1>과 같이 정리할 수 있다. 신규공모주 시장은 문jeg기인 명성인수인의 재량에 의해 운영된다. 인수인이 자신과 장기관계가 있는 기관투자자로 구성된 정보네트워크를 활용하여 적정공모가격을 결정한다. 최종공모가격의 결정과 공모물량의 배정에 있어서는 유용한 정보를 제공한 기관투자자들에게 대한 보상이 감안된다. 명성인수인이 지배하는 시장은 과점구조이며 비가격경쟁 시장이다. 인수인간 경쟁은 정보네트워크의 질에 대한 명성 경쟁이고, 궁극적으로는 발행기업과 투자자에게 공모가격책정 오류위험에 대한 우려 없이 신규공모시장에 참여할 수 있는 신인도를 어느 인수인이 제공할 수 있는지의 경쟁이다. 인수인의 명성과 신인도는 어느 인수인이 역량있는 기관투자자로 구성된 정보네트워크를 보유하고 있는지, 보다 우수한 정보분석가를 보유하고

6) 일반적으로 ‘과다배정옵션(overallotment option)’이 활용된다. 미국 시장에서 시장안정화 관행에 대한 개괄적인 논의는 Aggarwal (2000)을 참조하라.

<표 1-1> ‘문지기시장’ 이론 관점의 미국 신규공모시장 구조

분류	특성
시장운영방식	<ul style="list-style-type: none"> - ‘수요예측제도’ - 인수인 재량에 의한 가격결정과 공모주 배정 - 인수인이 장기관계 기관투자자로 구성된 정보네트워크를 활용하여 공모가격결정
경쟁구조	<ul style="list-style-type: none"> - 과점구조 - 비가격 경쟁: 높은 수수료율 (7% 규칙)
경쟁수단	<ul style="list-style-type: none"> - 역량 있는 기관투자자와의 장기신뢰관계 - 정보분석가 서비스 - 상장 후 시장조성활동
시장효율성	<ul style="list-style-type: none"> - 상대적으로 작은 신규공모주 저평가 - 정보비대칭성이 높은 기업의 용이한 상장

있는지, 상장 후 시장조성활동 등에 의해 영향받는다.

‘문지기시장’ 이론의 옹호자들은 이 같은 구조의 신규공모시장은 경제적으로 효율적인 시장이라고 주장한다. 최소한 두 가지 이유가 흔히 제시된다. 첫째, 신규공모주 저평가 현상이 존재하지만 인수인간 명성 경쟁은 저평가의 크기를 정보비대칭성 문제를 해결하기 위한 필요최소한의 범위내로 축소시킬 것이다. 둘째, 보다 중요하게는 혁신기업이 자본시장에서 자본을 조달하는 것을 가능하게 한다는 것이다. 기술기반 혁신기업은 기업가치가 기술 등 무형자산에 의존하고, R&D 등 지속적인 투자비용의 지출이 요구되어 상당기간 음(-)의 현금흐름을 보이는 경우가 적지 않다. 즉 기업의 가치평가가 어렵다. 해당 분야에 전문성이 있는 투자자들로 구성된 네트워크를 관리하는 명성인수인이 존재할 경우 이 같은 혁신기업의 신규상장은 상대적으로 용이하다는 것이다. 20세기

말 이후 미국이 정보기술, 생명공학기술 등 새로운 지식기반기술에 기반을 둔 혁신기업 창업을 주도할 수 있었던 금융시스템 상의 배경이 나스닥시장(National Association of Securities Dealers Automated Quotations :NASDAQ)의 성장이고, 나스닥 시장의 성장에는 명성인수인인 '문지기'의 존재가 필요조건으로 작용하였다는 주장이다.

2. 연구의 목적

미국 학계를 중심으로 수요예측제도의 경제적 존재이유가 이론화되어 왔지만, 수요예측제도는 미국 특유의 관행이었다. 1990년대 중반까지만 해도 유럽과 아시아 국가에서 신규공모시장의 운영은 고정가격 방법과 경매에 의해 이루어지고 있었다⁷⁾. 그러던 것이 1990년대 후반 자본시장의 전 세계적인 통합이 급속히 진전되면서 미국식 수요예측제도는 각국으로 전파된다. 유럽의 경우 1994년에는 신규공모시장의 30%에 불과하였던 수요예측방식이 1999년에는 90%로 점유율이 상승하였고 (Wilhelm 2005), 2000년대 들어서는 예외적인 사례를 제외하면 유럽의 신규공모시장에서도 수요예측제도가 지배적인 운영방식으로 자리잡는다 (Abrahamson, Jenkinson and Jones 2011). 규제에 의해 경매방식이 사용되었던 일본 신규공모시장에서도 1997년 수요예측방식이 선택가능한 공모방식의 하나로 도입된다. 그러자 곧 경매방식을 제치고 수요예측방식이 지배적인 운영제도로 등장하였다 (Kutsuna and Smith 2004).

7) '고정가격' 방식은 인수인이 사전에 공모기업과 협의하여 공모가격을 결정하고 정해진 가격에서 투자자의 참여를 받아 공모주를 배정하는 방법이다. 1990년대 중반 각국의 신규공모시장 운영방식에 대한 설명은 Jenkinson and Ljungqvist(2001, p.15-21), Jagannathan and Sherman (2006)에서 찾을 수 있다.

국제적인 흐름에 영향을 받으면서 우리나라 규제당국은 1997년 유가증권 시장(당시 코스피 시장)의 신규공모제도로써 수요예측제도를 도입하였고, 1999년 5월에는 코스닥 시장으로 적용이 확대되어 수요예측제도가 신규공모시장의 운영제도로써 자리를 잡게 된다. 이후 현재까지 15년간 한국 시장의 모든 신규공모는 규정에 의해 정해진 '수요예측제도'에 의해 이루어지고 있다. 그러나 한국에 도입된 수요예측제도는 미국의 그것과는 두 가지 측면에서 상당한 차이가 있다. 먼저 제도 성격의 차이이다. 미국의 수요예측제도는 시장의 자율적 진화로 형성된 시장관행이다. 반면 한국의 수요예측제도는 규제당국에 의해 시장에 주입된 '공적 규제' 성격의 제도이다. 공적 규제로 수요예측제도가 유일한 신규공모방식으로 강제된 것은 한국적 특징이다. 미국에서 수요예측제도는 시장관행에 불과하므로, 비록 지배적으로 사용되고 있지만, 유일한 공모방식이 아니며 선택가능한 공모방식의 하나일 뿐이다.

다음으로는 수요예측제도 운영내용 자체의 차이이다. 미국의 수요예측제도는 인수인을 맡는 증권사가 신규공모시장 참여 투자자의 범위, 공모가격, 공모주 배정 등 모든 사안에서 재량권을 행사하는 인수인 중심의 운영제도이다. 한국의 수요예측제도에서 인수인의 재량권은 제한되어 있다.⁸⁾ 1999년 제도도입 당시 인수인은 수요예측에 참여하는 투자자의 범위를 제한할 권한이 없었으며 공모가격 결정과 공모물량의 배정도 정해진 공식에 따르도록 규정되었다. 이후 점차 인수인의 역할이 확대되는 방향으로 규제가 변경되어 왔고 2007년 이후 공모가격 결정과 공모물량 배정은 인수인의 자율권한 사항이다. 그러나 여전히 수요예측참여는 모든 투자자에게 열려져 있으며 인수인은 수요예측에 참여하는 투자자의 범위를 제한할 수 없다. 신규공모물량의 일정 비율은 의무적으로 개인투자자 및 우리스주조합에 배정하여야 한다. 또한 규제감독당국이 공모가

8) 국내 수요예측제도의 변천에 대한 자세한 설명은 본문의 II장 1절과 III장을 참조하기 바란다.

격 결정에 있어 전혀 개입하지 않는지의 여부는 여전히 논란의 대상이다.

이러한 한국과 미국 수요예측제도 차이의 기저에는 한국 자본시장이 걸어 온 길이 미국과는 상이하였다는 점이 근본적인 원인으로 자리잡고 있다. 미국은 19세기 이래 자율 진화로 자본시장과 금융투자업의 발전이 진행되어 온 경제이다. 한국은 경제발전 자체가 1960년대 이후 성립된 ‘개발국가(developmental state)’ 체제아래 국가주도에 의해 이루어진 국민경제이다. 자본시장의 발전 역시 국가의 선도에 의해 진행되어 왔다. 1968년 「자본시장육성법」이 제정되어 정부에 의해 주식시장, 채권시장의 기본 제도가 마련되었다. 동법에 따라 유가증권 발행, 유통과 관련된 제도 및 거래소 등 인프라기관의 운영체도가 정비되었다. 1972년에는 「기업공개촉진법」이 제정되어 국가가 실질적인 인수인 역할을 담당하였다. 정부가 공개대상 법인을 심사, 선정하여 해당 기업의 공개를 명령하고, 공개불이행 기업에 대해서는 불이익을 부과하였다. 1974년 도입된 「자본시장 수용태세 확립방안」에 의해서는 신규 공모주식의 소화를 위해 정부가 주요 기관투자가로 ‘증권인수단’을 구성하도록 하였다. 대상기업의 선정에서부터 공모가격 결정 및 공모주식의 배정 등 시장의 운영을 정부가 직접 담당하였다. 기업공개명령제도는 1988년 ‘기업공개권고제도’로 강도가 완화되었고 1997년에는 기업공개권고제도도 폐지되었다. 그러나 정부의 기업공개요건 설정 및 인수심사 담당기능은 그대로 존속된다. 그러다가 상장절차는 거래소가 담당하고 공모시장 운영은 인수인이 수요예측제도에 의해 운영하도록 1999년 5월 제도가 개편된다. 앞서 언급한 수요예측제도의 도입시점이 이 때이다.⁹⁾

이처럼 한국의 자본시장, 특히 신규공모시장은 ‘개발국가’ 체제 아래 공공부문에 의한 시장관리를 패러다임으로 하여 20세기말까지 전개되어 왔다. 1999년 수요예측제도의 도입은 과거 개발국가 패러다임이 시장자

9) 우리나라 신규공모시장 제도의 역사적 변천에 대한 자세한 논의는 본문 II 장을 참조하라.

을 패러다임으로 이행하는 신호탄의 의미가 있다고도 하겠다. 그러나 패러다임 전환이 단기간에 이루어지는 것은 불가능하기 마련이다. 여전히 공공부문에 의한 시장관리의 전통이 한국 자본시장의 특성으로 남아 있음은 시장을 관찰해온 사람이라면 누구든지 쉽게 인지할 수 있는 사실이다. 우리나라 수요예측제도가 공적 규제의 성격을 지니고 있는 점, 명칭으로는 미국과 동일한 수요예측제도로 불리고 있으며 내용에 있어서는 상당한 차이가 있는 점 등은 모두 이 같은 시장의 역사적 진화궤도와 연관된 것으로 보아야 할 것이다.

1999년 미국의 수요예측제도가 신규공모시장의 모범 운영제도로 간주하여 규제당국에 의해 도입되었으나, 한국의 신규공모시장이 미국과는 달리 공공부문 관리의 전통아래 전개되어 왔으며, 한국 수요예측제도의 내용은 미국과는 차이가 있는 것이었다고 할 때 자연스럽게 제기되는 질문이 있다:

“수요예측제도 도입 이후 과연 한국의 신규공모시장은 문지기시장으로 진화하여 가고 있는가?”

이것이 이 보고서를 관통하는 연구 질문이다. 1999년 수요예측제도의 도입은 한국 신규공모시장의 패러다임을 미국형 시장으로 전환하기 위한 정책목적이 있었던 것으로 상정할 수 있다. 1970년대의 기업공개명령기와 1980년대의 기업공개권고기를 넘어서 인수인이 정보네트워크의 중심이 되어 시장효율성을 달성하는 것으로 해석되는 미국형 시장모형의 도입이 기대되었던 것으로 볼 수 있다. 이에 우리는 1999년에서 최근까지 한국 신규공모시장의 활동기간을 ‘개발국가형 시장’ 패러다임에서 ‘인수인 중심의 문지기 시장’ 패러다임으로의 이행기로 규정하고자 한다. 이 이행기에 과연 한국 신규공모시장의 운영특성은 어떻게 변모하여 왔는지를 실증분석하고 이를 바탕으로 향후 정책방향에 대한 시사점을 도출하는 것이 이 보고서의 연구목적이다.

자본시장의 세계화와 함께 각국의 신규공모시장의 운영방식이 미국식 수요예측제도로 수렴해간 현상은 역사적인 사건이었다. 그럼에도 이 현상에 대한 체계적인 연구는 우리나라는 물론이고 세계적으로 찾기 어렵다. Ljungqvist, Jenkinson and Wilhelm (2003)이 1992년에서 99년까지 수요예측제도로 실행된 66개국의 신규공모사례를 분석대상으로 한 연구가 있고 Kutsuna and Smith (2004)가 일본의 사례를 분석한 것이 있을 뿐이다. 이들 연구도 수요예측제도가 신규공모주 저평가에 미친 영향에 초점을 두고 있을 뿐이다. 전자의 연구에서는 신규공모주 저평가를 기준으로 할 때 미국 증권사가 인수인 역할을 하고 미국 투자자를 대상으로 실행된 공모건에 한해 저평가 정도가 작아졌다는 결과가 보고되었다. Kutsuna and Smith (2004)도 수요예측제도에 의한 공모가 경매방식에 의한 공모에 비해 낮은 저평가를 가져왔다고 보고하였다. 본 보고서는 정책연구로서의 의의뿐 아니라 한국 사례를 사용하여 수요예측제도 도입 이후 신규공모시장의 특성변화를 종합적으로 분석한 연구로서 작지 않은 학문적 의의도 지니고 있다고 생각한다.

3. 보고서의 구성

연구목적의 달성을 위하여 본 보고서는 크게 네 부분으로 구성되어 있다. 서론에 이은 II장에서는 본격적인 실증분석에 앞서 우리나라 신규공모시장을 개관한다. 신규공모시장을 둘러싼 제도환경의 추이를 먼저 살펴보고 이어서 신규공모시장의 활동을 살펴본다. 제도환경 추이의 논의를 통해서는 우리나라 신규공모시장이 정부가 시장을 직접 관리하는 개발국가형 패러다임으로 1997년 무렵까지 운영되어 왔음을 보인다. 1997년 수요예측제도의 도입이 이 같은 패러다임의 전환을 의미하는 의

의가 있었음을 설명한다. 실제 신규공모시장 활동의 개관은 우리나라 시장의 시계열적인 추이와 더불어 주요 외국과의 국제비교를 병행하였다.

Ⅲ장과 Ⅳ장에서는 실증분석이 전개된다. <표 I-1>은 '문지기시장' 이론이 상정하는 신규공모시장의 핵심적 특성이 수요예측제도의 정보효율성과 인수인 시장의 경쟁원리에 있음을 보여준다. 이에 본 보고서의 분석초점은 우리나라 신규공모시장에서 이 두 가지 특성이 어떠한지에 두어진다. Ⅲ장에서는 우리나라의 수요예측제도가 과연 '문지기시장' 이론이 상정하듯이 인수인의 관리 아래 정보가 생산되고 집중되어 적정공모가격이 책정되는 과정으로서 기능하고 있는지를 분석한다. Ⅳ장에서는 신규공모시장에서 인수인 간 경쟁이 과연 명성 경쟁을 위주로 전개되고 있는지의 여부를 분석한다.

마지막으로 Ⅴ장에서는 분석결과의 종합과 정책과제가 논의된다. 전체 보고서의 분석결과를 종합하여 현재 우리나라 신규공모시장의 구조를 어떻게 해석할 것인지에 대한 결론적 논의를 전개한다. 미국 학계에서 형성되어 온 '문지기시장' 이론의 관점에서 우리나라 신규공모시장을 어떻게 평가하여야 하는지, 현재 우리나라 신규공모시장의 주요특성은 어디에 기인한 것인지 등을 종합적으로 논의한다. 이를 바탕으로 향후 우리나라 신규공모시장이 지향해야 할 방향을 논의하고, 관련 정책과제를 논의한다.

II. 한국 신규공모시장의 개관

1. 한국 신규공모시장 규제제도 연혁 및 특징
2. 한국 신규공모시장의 추이 및 국제비교
3. 소결

II. 한국 신규공모시장의 개관

1. 한국 신규공모시장 규제제도 연혁 및 특징

가. 개관

한국 신규공모시장 규제의 제도적 연혁은 1943년 7월 1일에 제정된 「조선증권취인소령」으로 거슬러 올라간다. 그러나 해당 법령하의 신규공모시장 규제체제는 일제가 전쟁 비용을 마련하기 위해 공채 발권기능을 강화하기 위한 목적으로 추진된 것이기 때문에,¹⁰⁾ 전시통제경제의 성격이 강하였다. 공시주의를 근간으로 국제적 정합성을 어느 정도 갖춘 신규공모시장 규제체제는 1962년 1월 15일 증권거래법의 제정과 함께 구축되었다. 증권거래법상의 신규공모시장 규제체제는 공모의 개념인 모집과 매출을 정의하고, 유가증권신고서의 효력이 발생하여야만 모집·매출을 할 수 있도록 하는 공시주의와 투자자보호를 위한 불공정거래(시세조종 등) 규제를 기본 원리로 하였다.¹¹⁾ 제정 증권거래법은 투자자 보호와 더불어 국민경제의 발전을 입법 목적으로 하였다. 국민경제 발전이라는 입법 목적 달성을 위해, 한국 정부는 기업공개여부, 공모주 가격, 물량배정, 시장조성 등에 관해 강한 수준의 규제를 가하며, 신규공모시장 활성화를 위한 적극적 정책을 실시하였다. 이로 인해 발행시장에 대

10) 1956년 설립된 대한증권거래소는 「조선증권취인소령」을 법적 근거로 하였다. 대한증권업협회 (1967) pp. 45-48, 73 참조.

11) 증권거래법 이전의 조선증권취인소령은 공시를 통한 투자자에 대한 정보제공, 시세조정 규제 등을 통한 투자자 보호에 관한 규정이 없었다. 그러나 1958년 국제파동 등 증권시장 스캔들이 계속 발생하고, 개인투자자가 증가함에 따라 투자자보호의 필요성은 커졌다. 대한증권업협회 (1967) pp. 147-148 참조.

한 정부의 강한 개입은 해외 금융 선진국과 비교되는 한국 신규공모시장 규제체계의 특징으로 자리 잡게 된다.

1962년 증권거래법 도입 이후 한국 신규공모시장은 발행시장의 기반 조성 및 활성화를 위해 정부 정책중심으로 육성되었지만 점차 시장기능 중심으로 자율화되어 간다. 이러한 신규공모시장 시장자율화 경향은 증권 발행시장 태동기에 취약하였던 거래소, 협회 등의 자율규제 기능과 증권사의 투자은행 기능이 양적으로 확대되고 질적으로 고도화되는 과정에 수반되어 진행되어 왔다. 연혁적으로 한국 신규공모시장 규제체계의 패러다임은 1972년 이후 기업공개명령 시기, 1987년 이후 기업공개권고 시기, 1999년 이후 시장자율화이행 시기로 나눌 수 있다.

1972년 이후 기업공개명령 시기는 공적자금, 간접금융에 지나치게 편중된 국내 금융시장에 직접금융 기능을 높이기 위해 정부가 직접 신규공모시장을 육성하고 관리하던 시기이다. 정부는 기업공개요건을 법정화하고 대상 기업에 대한 강제 상장을 하였기 때문에, 기업의 상장여부에 관한 자율성은 존재하지 않았고 인수인의 역할도 법적 규제에 의해 매우 제한적일 수밖에 없었다. 1987년 이후 기업공개권고 시기는 발행시장 자율화를 위해 정부가 상장적격기업에 대해 기존의 기업공개를 위한 명령 대신 권고를 하고 시장참여자의 자율성을 조금씩 늘려나간 일종의 과도기이다. 이 시기 기업공개결정권은 기업에 있었지만 여신 제한 등을 통한 정부의 사실상 상장 강제력이 계속 존재하였고, 유상증자조정위원회를 통해 신주공급물량을 통제하는 등 정부가 여전히 발행시장의 수요와 공급을 조절하였다. 1999년 이후 시장자율화이행 시기는 주식인수심사제도가 폐지됨으로써 정부의 직접적인 기업공개 수급통제가 사라지고, 발행시장의 진입과 퇴출이 기업 및 거래소를 중심으로 이루어지게 되는 시기이다. 또한 수요예측제도가 본격적으로 시행됨으로써 인수인인 증권회사의 문지기 기능이 강조되고, 기업실사, 공모가 책정, 물량배정, 시장조성 등에 관한 기능이 신규공모시장의 활성화 및 신뢰성 유지에

<표 II-1> 한국 신규공모시장 규제 자율화 경향

시 기 시장자율성	명령기	권고기	자율화 이행기
기업공개 결정	정부의 명령	정부의 권고	기업의 자율결정
상장 심사	법정 기업공개 요건 및 정부 심사가 실질적 상장 규제로 기능	증권관리위원회의 기업공개 심사가 상장예심 기능	상장심사기능이 완전히 자율규제기구인 거래소로 이전
인수인 선정	주간사, 인수단의 협회 지정 (1983년, 1984년 각각 폐지)	기업의 자율선정	기업의 자율선정
인수수료 책정	인수수료율 법정화	인수수료율 자율화 (1988년)	인수수료율 자율화
공모가격 결정	자산가치 기준 공모가 상한 규정, 공모가액 평가방법 규정화	시장상황 및 공모규모 등을 고려한 협의결정 (1996년), 공모가액 평가방법 규정화	수요예측제도에 기반한 가격결정, 공시감독·상장심사 과정에서의 공모가 규제
공모주식 배정	세분화된 법정배정비율, 일반 기관투자자 배정 없음	세분화된 법정배정비율, 일반 기관투자자 배정 신설	수요예측제도에 기반한 물량배정, 완화된 법정배정비율 존재

중요한 영향을 미치게 되었다. <표 II-1>은 상술한 명령기—권고기—자율화이행기로 발전하는 한국 신규공모시장의 시장자율화 추세를 나타내고 있다.

한국 신규공모시장의 자율성 확대에 관해 각 시기별로 주요 내용을 상술하면 다음과 같다.

나. 시장자유화 이행기 이전

1) 기업공개명령 시기 (1972-1987)

정부 주도의 신규공모시장 활성화 정책은 1972년 경제의 안정과 성장에 관한 긴급명령(8.3조치)과 「기업공개촉진법」의 제정을 통해 본격적으로 시작되었다. 1962년 증권거래법 제정 이후 정부는 세제혜택을 부여하며 기업공개를 활성화하려 하였지만 상장기업수가 크게 증가하지 못하였다.¹²⁾ 이에 1972년 정부는 8.3 조치의 일환으로 기업공개요건을 정하여 사채 등 간접금융 의존도가 높은 한국 기업들의 직접금융 기회를 늘리기 위한 제도적 기반을 마련하였다. 또한 동년 12월 30일 「기업공개촉진법」을 제정하여 법령이 정하는 기준을 충족하는 법인 중 기업공개가 적당하다고 인정되는 적격법인에 대해 기업공개심의회 의결을 통해 상장을 명령하는 기업공개명령제도를 도입하였다. 기업공개명령제도에 따라 법정 요건을 충족하는 적격기업을 강제 상장하게 함으로써, 정부 주도의 신규공모시장 활성화 정책이 본격적으로 추진될 수 있었다. 더불어 기업공개와 상장이 동일시되는 입법경향 및 시장의 인식도 자리 잡게 되었다. 1976년 12월 22일 증권거래법 개정을 통해 유가증권발행인 등록제도가 시행됨에 따라 발행시장 공시 및 규제의 대상이 해당 유가증권이라기보다는 발행회사라는 시장의 인식이 고착화되었다.

1970년대에 정부는 기업공개촉진 정책과 병행하여 총액인수체제, 간사단 구성, 인수수수료율, 공모가 결정방식, 물량배정 등에 관한 규정을

12) 1960년대 및 1970년대 고금리의 경제 상황에서 채권투자가 상대적으로 매력적이었던 점, 증권파동 등으로 주식시장 신뢰성이 크게 훼손된 점, 상장요건을 충족할 수 있는 기업이 적었으며 여기에 더하여 기업 오너가 경영권 침탈 등을 우려하여 기업공개를 꺼린 점 등이 당시 신규공모시장 침체의 원인으로 지적될 수 있다. 윤재수 (2015), 한국증권업협회 (2007, p.48) 참조.

정비해가면서 시장 질서를 확립하여 갔다. 1969년 초에 구성된 증권인수 협의회가 소기의 성과를 거두지 못하고 1971년에 조기 종식된 이후, 증권의 인수형태는 초보적인 주선행태로 일관하였다. 정책당국은 초보적인 주선행태로는 기업공개촉진법을 통한 대규모의 주식발행을 추진하기가 어렵다고 보고, 주식인수기구에 관한 규정을 명문화한 것은 물론 총액인수체제의 도입과 함께 증권인수금융을 강화하는 등 증권인수체제를 확립하는 조치들을 취하였다. 그러나 실질적으로는 총액인수의 형태를 구축하지 못하고 분매 잔여분만을 인수하는 잔여인수체제로 운영되었다.

또한 이 시기에는 발행업무의 운영이 체계적이지 못하고 인수단의 조직화가 미비하여 공모주선의 질서가 확립되지 못한 상황이었다. 이에 정부는 1978년 1월 주간사를 비롯한 공동간사 및 인수단의 지정과 구성¹³⁾ 등을 「유가증권인수업무에 관한 협정」에 따라 운영되도록 하는 주간사 'pool' 제도를 도입하였다. 인수단의 구성 외에도 「유가증권인수업무에 관한 협정」에서는 인수수수료율이 아래 <표 II-1>에서와 같이 공모규모에 따라 2.4%~3%로 규정화되어 제시되었다.

13) 「유가증권인수업무에 관한 협정」 제4조(간사단): 협회는 기업공개를 위한 등록법인 중 증권관리위원회에서 선정된 우량법인의 주간사가 될 회사를 미리 지정하며 우량법인 이외의 법인으로서 자진공개를 하는 법인에 대하여는 협회가 주간사지정신청을 받아 주간사를 지정하고 이를 증권감독원 및 각 협정기관과 당해법인에 통보한다(1978.1.11.). 「유가증권인수업무에 관한 협정시행세칙」 제1조(주간사회사의 지정기준): 협정 제4조제4항에 의한 주간사회사의 지정은 주간사회사별로 지정당시의 발행회사 자본금 규모가 다음 기준(주식의 주간사 실적액-33%, 사채의 주간사 실적액-40%, 기본-27%)에 의하여 균등하도록 한다(1978.1.11.). 제4조(주식의 인수단 구성 및 책임인수량 배분등): 간사단(인수단)은 공모금액이 5억원 미만이면 3사(3사), 5~10억원 미만이면 3사(6사), 10억원 이상이면 3사(9사)로 구성된다.

<표 II-2> 시장자유화 이행기 이전의 규제 인수수수료율

규제기간: 1978.1.11 ~ 1984.7.1		규제기간: 1984.7.1 ~ 1988.7.1	
공모금액	수수료율	공모금액	수수료율
10억원까지	30/1000	10억원까지	35/1000
10억~30억원까지	28/1000	10억~30억원까지	33/1000
30억~50억원까지	26/1000	30억~50억원까지	31/1000
50억원 초과	24/1000	50억원 초과	29/1000

자료: 대한증권업협회 (1978, 1988)

1980년대에 들어서자 정부는 인수체제의 정비와 공모시장의 질서를 확립하는 방향으로 정책을 수립하였던 1970년대와 달리, 공모시장의 자율 경쟁체제를 구축하는 방향으로 규제를 완화하기 시작하였다. 정부는 1983년과 1984년에 주간사 및 공동간사, 인수단에 대한 협회의 지정제도를 폐지함으로써 주간사와 인수단의 구성이 자율적으로 결정되도록 하였다.

공모주식 가격결정에 있어, 1970년대 중반까지 정부는 공모주식에 대해 액면가 발행 또는 액면가에 50% 또는 100%를 할증한 프리미엄부¹⁴⁾ 발행만을 허용하였으며, 1970년대 후반 인수인이 유가증권분석결과치(사정기준 또는 배수)를 상한으로 발행회사와 공모가를 협의할 수 있도록 하였다. 정부는 1987년 4월 21일 공모주의 산출가액을 결정하는 엄격한 사정기준¹⁵⁾을 폐지하였으나, 여전히 기업의 본질가치를 중심으로 공모가

14) 1977년 발행가격의 할증계단은 30%, 50%, 70%, 100% 등으로 확대되었다.

15) 「유가증권인수업무에 관한 규정」 제12조(보통주식의 사정기준 및 인수가액): 보통주식의 인수가액은 다음 기준에 의하여 사정한다. (1) 수익가치가 자산가치 이하인 경우에는 수익가치, (2) 수익가치가 자산가치를 초과하는 경우에는 수익가치와 자산가치의 가중치를 3:1로 하여 평균한 가액, (3) 상대가치가 수익가치를 초과하는 경우에는 상대가치와 수익가치의 단순평균

<표 II-3> 기업공개명령 시기의 우선배정제도

규제 시행일	75.10	76.3	77.4	77.6	77.9	78.1	80.9	82.2
우선배정	~76.3	~77.4	~77.6	~77.9	~78.1	~80.9	~82.2	~87.2
우리사주	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
투자신탁	10%	10%	10%	10%	7%	12%	10%	10%
증권저축	35%				3%	8%	20%	20%
재형저축투신			10%	10%	10%	5%	5%	5%
청약&재형저축				30%	30%	10%	10%	
청약예금				10%	10%	55%	35%	10%
공제회/조합	10%							
등록고객	35%							
일반청약	0%	80%	70%	30%	30%	0%	10%	45%

주 : 투자신탁은 「증권투자신탁업법」에 의한 신탁회사가 운용하는 증권투자신탁 재산이며, 증권저축은 증권회사에서 취급하는 증권저축(근로자증권저축 포함)에 가입한 자로서 청약일 전을 기준으로 과거 3개월 이상 계속하여 증권저축 실적이 있는 자에 해당되며, 재형저축투신은 근로자 재산형성저축투자신탁재산이며, 재형저축은 근로자 재산형성저축에 가입한 자이며, 청약예금은 청약예금 예입일로부터 3개월 이상 거치된 청약예금으로 청약하는 저축자를 말한다.
 자료: 대한증권업협회 (1978~1988)

를 결정하도록 하였다. 이처럼 기업공개명령기에는 공모가격 결정방식이 규정에 의해 세부적으로 정해져 있었기 때문에, 인수인들은 세부규정에 의거한 공모가액만을 제시할 수밖에 없었다. 인수인은 유가증권분석의 주체였음에도 불구하고 공모가 결정에 있어 큰 역할을 하지 못했던 것이다.

공모주식 물량배정에 있어, 정부는 증권인구 저변확대라는 정책적 목표를 염두에 두고 물량배정을 제도적으로 관리하고 제한하였다(<표 II-2>와 <표 II-3> 참조). 1960년대 말부터 1970년대 초의 배정제도는 공모주에 관심있는 투자자층이 협소하여 청약을 무제한으로 접수받고 이에 대해 안분비례하는 방식으로 운영되었다. 대규모의 기업공개와 더불어

가액, (4) 상대가치가 수익가치 이하인 경우에는 상대가치(1986.6.26.)

어 공모주가 저평가되는 현상이 지속되면서 투자자들의 열기도 확대되었다. 이에 정책당국자들은 영세투자자들을 참여시켜 증권인구 저변확대를 기하며 장기적인 투자를 장려하는 정책적 취지로 투자신탁, 증권저축, 재형저축, 청약예금자 등에 우선적으로 배정하는 우선배정제도를 운영하게 되었다.

2) 기업공개권고 시기 (1988-1998)

1987년 11월 28일 「기업공개촉진법」이 폐지되면서 기업공개명령제도가 폐지되고, 이와 함께 「자본시장 육성에 관한 법률」이 개정되어 기업공개권고제도가 시행되었다. 기업공개권고제도는 기업 직접금융을 위한 발행시장 육성을 정부 주도에서 시장 주도로 전환하기 위한 과도기적 대책으로서의 의의를 가진다. 기업공개권고는 기업이 기업공개 및 상장여부에 대한 자기결정권을 갖게 됨으로써 주주들의 재산권 행사와 계약자유 원칙에 대한 규제가 대폭 완화된 시기이다. 또한 인수업무가 점차 자율화되어가는 시기로서, 1988년 인수수수료를 자율화 조치를 대표적인 예로 들 수 있다. 1997년 1월 「자본시장 육성에 관한 법률」이 폐지됨에 따라 기업공개권고제도는 소멸되었다. 또한 동년 수요예측제도가 부분적으로 실시됨으로써 1999년 신규공모시장 자율화 이행기로 이전하는 제도적 초석이 마련되었다.

기업공개권고제도 시행 후 주식시장이 과열되자, 정부는 1989년 11월 24일 발행시장 수급조절대책을 발표하며 주식 발행물량에 대한 정책적 통제를 가하였다. 즉, 기업이 증자를 위해 자금조달계획서를 제출하도록 하였으며, 상장회사협의회 유상증자조정위원회에서 발행주식물량규모를 자율적으로 조율하고, 필요한 경우 증권관리위원회에서 물량 조정을 권고할 수 있도록 하였다. 그러나 적격기업에 대한 신규상장에 있어서는 기업공개명령제도가 권고제도로 바뀐 이후 공모 규제체제도 점차 자율

화되는 방향으로 정비되어 갔다. 상술한 주식발행물량 조정제도는 1996년 「유가증권 인수업무에 관한 규정」(이하 “인수업무규정”) 개정을 통해 폐지되었다.

1991년 12월 31일 증권거래법 개정을 통해 공모 요건으로 “증권관리위원회가 정하는 바”를 추가하고, 증권관리위원회의 「유가증권발행신고 등에 관한 규정」에서 50인 이상에 대한 청약의 권유를 공모라고 규정하였다. 1991년 개정 이전까지 유가증권의 모집·매출은 “불특정다수인에 대하여 균일한 조건으로” 증권을 발행하는 것으로 다소 추상적으로 규정되어 있었다. 당시에는 기업공개와 상장이 구분되어 있지 않았고, 유가증권의 발행과 유통은 거래소 장내거래라는 인식이 지배적이었기 때문에 사모와 구분되는 공모 즉 모집·매출의 개념을 세밀하게 정의할 필요성이 적었기 때문이다. 1991년 개정을 통해 현행 자본시장법 공시체계와 유사한 발행시장 공시규제 형태가 갖추어졌다. 또한 동 개정을 통해 일괄신고제도를 도입함으로써 잘 알려진 기업(Well-Known Seasoned Issuer: WKS)의 발행공시 부담을 완화하였다.

기업공개권고 시기에는 공모주식 가격결정에 관한 자율화가 확대되었다. 1996년 인수업무규정 개정을 통해, 인수가액 결정에 있어 주식시장의 상황이나 공모규모 등을 반영할 수 있도록 함으로써 공모가 결정의 자율성을 확대하였다. 1997년 인수업무규정 개정에 따라 수요예측제도가 도입되었다. 수요예측제도의 도입은 공모주식의 가격결정 및 주식배분에 있어 정부가 규제를 최소화하고, 인수인인 증권사가 마케팅 과정에서 투자자의 수요를 파악하여 공모가격을 발견하게 하고 발행주식을 자율적으로 배분하게 함으로써 기업공개 절차에서 투자은행으로서 주도적 역할을 담당하게 하는 정책적 시도로 볼 수 있다. 또한 인수가액 결정방법 및 절차에 관한 규제를 표면적으로 자율화하여, 수요예측 방식에 따르는 경우 발행회사와 인수단이 협의하여 자율적으로 공모가격을 정할 수 있도록 하였다. 1998년 11월 개정 인수업무규정상의 “기업공개 주식의 인수

가액” 조항에 따르면, 신규공모 인수가액 협의시 “당해기업의 본질가치, 사업성, 주식시장의 상황과 공모규모 등”을 반드시 고려해야 하는 의무는 폐지되었다.(해당 규정 제19조) 그러나 “수요예측” 정의 조항이 인수회사가 공모희망가액을 제시함에 있어 “당해 기업의 본질가치, 상대가치 및 사업성 등을 감안”하도록 정함으로써, 본질가치 등에 대한 고려 의무가 배제된 완전 자율화된 공모가격 결정체도가 도입된 것은 아니었다.(해당 규정 제2조) 기업공개권고기의 수요예측제도는 인수가액 결정에 대해 미치는 영향력이 적고,¹⁶⁾ 협회등록공모(코스닥 신규공모시장)에는 적용되지 않는 등 매우 한정적으로 적용되었다. 또한 여전히 기업공개 법정요건 및 주식인수심사제도(금융감독위원회)가 거래소의 상장요건 및 상장심사와 중첩되고 정부가 기업상장 과정에서 주도적 역할을 함에 따라, 시장중심의 발행시장 규제체계가 자리잡지 못하였다.

초창기 수요예측제도는 공모주식 배정방식의 지나친 법정화로 인해 시장수요가 잘 반영되지 못하는 문제점이 있었다. 특히 1998년 8월 인수업무규정 개정 직전에는 증권저축자 및 증금예치금가입자에게 전체 인수주식의 40%를 의무배정하게 함으로써, 수요예측대상 투자자에 대한 배정비율이 낮아지고 이에 따라 공모가 결정을 위한 시장수요 결과 반영도도 떨어질 수밖에 없었다. 수요예측에 참여하는 기관투자자들에 대한 신규공모 주식 배정비율을 높이기 위해, 1998년 8월 21일 인수업무규정을 개정하여 수요예측의 대상이 되는 기관투자자 등에 대한 배정비율을 기존 공모주식의 40%에서 60%로 확대하였다.(해당 규정 제38조) 해당 조치는 궁극적으로 수요예측제도의 실효성을 높여 공모가격 책정의 합리성을 제고하기 위한 취지에서 단행되었다. 동년 11월 13일 인수업무

16) 수요예측 결과를 인수가액 결정에 반영하도록 명문화한 것은 1998년 4월 1일 동년 설치된 금융감독위원회가 새롭게 제정한 인수업무에 관한 규정을 통해서이다. 수요예측제도 도입 초기에는, 수요예측의 결과 이외에 ‘당해기업의 본질가치, 사업성, 주식시장의 상황과 공모규모 등’을 동시에 고려하여 인수단과 발행회사가 협의하여 인수가액을 정하도록 하였다. 해당 규정 제19조.

규정 개정을 통해, 공모주식의 60%를 수요예측대상 기관투자자 등에 배정하도록 하는 방식을 주관사가 자율적으로 60%를 배정하는 방식으로 변경하였다. 단 인수회사가 자기책임으로 인수주식의 60%를 자율배정하는 경우에도 발행회사 또는 인수회사의 직원 및 특수관계인, 기타 법정된 이해관계자에게는 배정을 금지하였는데 이는 배정의 자율성을 훼손하는 규제라 보기 보다는, 발행회사 또는 인수회사의 이해관계에서 자유롭게 공모가격을 형성시키고 인수주식 배정의 공정성을 유지하기 위한 조치로 이해할 수 있다. 당시 인수주식 배정방식의 특징은 기업공개(거래소 상장)와 협회등록공모(코스닥 상장)에 있어 공모주 배정 방식이 이원화되어 있었다는 점이다. 즉 수요예측제도가 적용되는 기업공개에 있어서는 우리사주조합원 및 증권저축가입자들에게 40%를 배정하고 나머지 60%는 주관사가 자율적으로 배정하는 방식이 적용되는 반면, 협회등록공모에 있어서는 증권저축가입자들에게 40%, 기관투자자에게 30%, 일반청약자에게 20%를 배정하는 방식이 적용되었다.(해당 규정 제38조 제1항과 제3항 비교) 이러한 의무배정방식 이원화는 발행시장 자율화를 저해하는 측면이 있었으나, 개인투자자 위주의 코스닥시장의 특성을 반영하여 거래소시장과 차별을 둔 점에서는 시사점을 가진다.

기업공개권고기에도 명령기와 같이 공모주식 배정은 규정화된 우선배정비율에 따라 이루어졌다. 이로 인해 인수인의 물량배정 자율성은 크게 제약되어 있었다. 그러나 1996년부터 기관투자자에 대한 자율배정이 가능해짐에 따라 물량배정 자율성이 점차 확대되기 시작하였다. 기업공개권고기의 공모주식 우선배정제도를 시기별로 요약하면 아래 표와 같다.

<표 II-4> 기업공개권고 시기의 우선배정제도

규제 시행일 우선배정	87.2 ~87.5	87.5 ~87.12	87.12 ~91.5	91.5 ~93.9	93.9 ~95.2	95.2 ~96.8	96.8 ~97.8	97.8
우리사주	10%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
투자신탁	5%	5%						
증권저축	30%	45%	30%	40%	20%	20%	15%	10%
채형저축투신	5%	5%	5%	5%				
청약예금	15%	20%	45%	30%	10%	5%	3%	2%
증금 청약예금		10%		5%	50%	55%	42%	28%
기관투자자							20%	40%
일반청약	35%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

주 : 기관투자자는 주간사가 기관투자자를 대상으로 자율적으로 배정·처분할 수 있는 주식의 물량을 의미한다.

자료: 대한증권업협회 (1987~1998)

다. 시장자율화 이행기

1) 금감위 인수업무규정 시기 (1999-2000)

가) 개요

1999년은 수요예측제도가 전면적으로 실시되고 주식인수심사제가 폐지됨에 따라 본격적인 시장자율화 이행기가 시작된 원년으로 평가할 수 있다. 동년 5월 21일 금융감독위원회는 인수업무규정을 개정하여, 한정적으로 적용되던 수요예측제도를 전면적으로 확대 적용하였다.¹⁷⁾ 즉, 거래소 공모상장(기업공개) 외에 코스닥 등록(협회등록공모)에 있어서도 수요예측을 통한 공모가격 결정 및 주식배정이 제도화된 것이다. 비록 수요예측제도가 상장절차에 최초로 도입된 것은 1997년이지만 물량배정상의 한계(20%)가 있었고, 당시 대다수의 신규공모가 코스닥시장(협회중개

17) 금융감독원 보도자료 (1999. 5. 21) 참조.

시장)에서 이루어졌다는 점¹⁸⁾에서, 해당 인수업무규정 개정은 수요예측 제도의 본격적 시행으로 평가할 수 있다. 개정 인수업무규정은 거래소 공모상장 및 코스닥 공모상장에 있어 공히 공모가격을 “수요예측의 결과를 감안하여 인수회사와 발행회사가 협의하여 정한 가액으로” 한다고 규정하였다.(해당 규정 제19조) 이로 인해 수요예측 방식을 강제하는 것이외에는 공모가격 산정에 있어 시장 자율성이 부여된 것과 같은 제도 외형이 형성되었다.

또한 동년 8월 6일 금융감독위원회는 인수업무규정을 다시 개정하여, 상장을 위한 주식 인수요건 및 주식인수심사제를 폐지하였다.¹⁹⁾ 이로 인해 주식공모와 상장이 제도적으로 분리되고, 정부 주도의 상장절차가 거래소 중심으로 바뀌었다. 즉, “거래소 예비상장심사 - 금융감독원 증권신고서심사 - 거래소 상장심사” 등으로 구성된 오늘날 상장절차의 틀이 갖추어진 것이다. 기업공개권고제도 폐지 이후 기업공개 여부가 기업자율에 맡기어지고, 주식인수심사제 폐지 이후 거래소 시장 중심의 상장절차가 구축되고, 수요예측제도가 본격적으로 시행됨에 따라, 기업공개시 기업의 가치산정(공모가 결정) 및 투자자에 대한 주식 배정 등이 주요 이슈로 부각되었다. 또한 인수인에게 어떠한 형태로 시장조성에 관한 책임을 부여할 것인가가 신규공모시장 투자자 보호의 주요 이슈가 되었다.

이 시기 금융감독위원회의 기업공개 자율화 조치는 다음과 같은 한계를 가지고 있었다. 첫째, 의견상 가격결정 및 물량배정이 인수업계 자율에 맡겨진 것으로 보이지만 공모희망가격과 배정비율의 법정화, 공시

18) 해당 인수업무규정 개정 전 1998년 6월 24일과 1999년 5월 4일 정부는 “코스닥시장 활성화 방안”을 발표하였다. 이로 인해 코스닥시장은 과열되어 2000년 3월 역사적 고점을 형성하였다. 그러나 이후 코스닥버블은 붕괴되었고 코스닥 종합지수는 지속적으로 하락하여, 2002년 10월 코스닥위원회는 “코스닥시장 안정화 방안”을 발표하였다.

19) 금융감독원 보도자료 (1999. 8. 6) 참조.

규제 및 표준권고 등의 형식을 통한 공모가격·물량배정에 관한 실질적 규제가 인수업계 자율성을 훼손하였다. 즉, 인수업무규정 시행세칙을 통해 공모희망가격 산정에 사용되는 유가증권 분석기준을 금융감독원장이 정하고, 공시규제 권한을 통해 해당 분석기준의 준수 여부, 배정기준의 내용 등에 관해 감독하였다. 또한 인수인이 제시한 추정 기업실적이 실제 기업실적에 미달하는 경우 부실분석으로 간주하여 제재함으로써, 업계의 기업평가 결과에 대해서까지 공적 규제가 가해졌다. 이처럼 공시규제 및 자율규제 권한을 실질규제화시키는 규제 행태는 인수업무 규제의 비체계성과 시장참여자의 예측가능성을 저해하는 문제점을 드러냈다. 이로 인해 국내 인수인인 증권사는 전문성을 바탕으로 신규공모 증권의 가치평가 기준을 독자적으로 개발하여 투자은행으로서의 역량을 쌓을 유인과 기회를 상실하였다. 또한 공모가격 산정방식을 법정화, 표준화함으로써 전문성 및 경험이 부족한 증권사도 인수업 시장에 쉽게 진입할 수 있게 함으로써 향후 저가 과당경쟁의 원인으로 작용하였다. 둘째, 공시규제와 상장규제가 분리되었지만, 거래소(협회중개시장 포함)는 주가버블 차단, 상장 후 주가안정 등을 이유로 공모가격에 대해 규제하였다. 공식적인 기업공개절차가 시작되는 예비상장심사 단계부터 거래소는 공모가격의 적정성에 관한 문지기 역할을 하였다. 비록 거래소는 공모가격 산정 내역에 관한 공시규제 권한은 없었지만, 상장예비심사 및 본심사를 위한 청구서식에 공모가격 산정방법을 구체적으로 기술하게 함으로써 적정 공모가격을 사실상 상장요건화 하였다고 볼 수 있다. 셋째, 인수업무의 자율화에 수반되는 인수인의 책임성 확보를 위한 정책적 노력이 부족하였다. 특히 인수인의 투자정보 인증기능을 강화시키고 효율적 공모가격 발견을 담보하는 기업실사의 중요성을 간과하였다. 예를 들어 수요예측제도를 전면 도입한 1999년 5월 인수업무규정 개정안은 증권신고서제출 6개월전 주간사계약체결 제도를 폐지하였다. 이에 대해 정책당국은 주간사와 발행회사간의 대등한 계약관계를 보장하기 위한 조치라고

설명하였다. 그러나 주간사계약 체결시한 제도는 주간사의 철저한 기업 실사를 보장하기 위한 제도이다. 주간사계약 체결기간 요건이 폐지됨으로써 결과적으로 발행회사의 상장 신속성 및 편의성은 높아졌지만, 인수인의 투자정보 인증효과와 수요예측을 통한 가격발견 기능을 훼손되었다고 볼 수 있다.

나) 가격결정 방식

1999년 5월 21일 수요예측제도를 전면 도입한 개정 인수업무규정은 수요예측의 기초가 되는 공모희망가액의 산정에 있어 “당해 기업의 본질가치, 상대가치 및 사업성 등을 감안” 할 것을 의무화하고(해당 규정 제2조), 동 규정 시행세칙은 본질가치, 상대가치 등의 산정방식을 규정화하였다.(해당 시행세칙 제4조-제7조) 이러한 인수업무규정상의 공모가격 산정방식 법정화는 「유가증권의발행및공시등에관한규정」(이하 “구(舊)증발공규정”)상의 “유가증권분석 내역” 공시제도와 맞물려 감독기관의 공모가격 규제의 법적 근거가 되었다. 금융감독기관이 산식을 정하고 공시서류 심사를 통해 이를 감독하는 체제에서, 공모희망가격은 일종의 공정가격이라는 시장의 인식을 불러일으켰다. 이로 인해 확정공모가격이 기업의 성장성이나 시장의 수급상황을 반영하여 높게 책정되는 경우 고평가 의혹을 야기하였다. 특히 당시 코스닥 버블기에 공모가 부풀리기가 빈번하였기 때문에, 규제당국은 투자자 보호의 명목으로 법정 공모희망가액을 기준으로 하는 공모가격 규제를 정당화시키기 수월하였다. 당시의 수요예측제도는 개인투자자 기반의 코스닥시장의 특성이 제도적으로 반영되면서, 전문성 있는 기관투자자가 해당 주식의 가치평가에 대한 정보를 제공하고 이에 대한 대가로 물량을 배정받는 기본적 메커니즘이 훼손되었다. 예를 들어, 1999년 5월 개정을 통해 일반청약자도 증권회사를 통해 수요예측을 참여할 수 있도록 허용하였으며, 일반투자자 수요예

측 참여를 활성화하기 위해 주간사가 일반투자자의 수요예측 참여 증권사에 대해 일반청약자 배정분 50% 이상을 배정하도록 하였다. 이러한 조치가 나온 배경에는 당시 수요예측 참여 기관투자자 기반이 취약하고 소수 기관투자자(3대 투신사 등)에게 수요예측 영향력이 집중된 점이 작용했을 것으로 추정된다.²⁰⁾ 그러나 이러한 일반투자자 수요예측 참여제도는 효율적 공모가격 발견보다는 공모물량 확보를 위한 참여자의 행태를 심화시켰다. 또한 일반청약자의 증권사를 통한 수요예측참가 및 물량 배정은 일반 시장참여자들이 일반청약과 수요예측에 관한 본질적 차이를 이해하지 못하게 하는 요인이 되었다. 실제로 동년 7월 금융감독원은 “공모주식에 대한 수요예측제도 운영방안”이란 제하의 보도자료를 통해 수요예측과 이후 청약 및 배정에 관한 일반투자자의 혼란이 있음을 지적하였다.²¹⁾ 또한 수요예측제도의 운영과정에서 참여 기관투자자들의 참여가격 과다제시, 배정후 불이행 등의 제도 운영상의 문제점이 드러나자, 동년 12월 22일 금융감독원은 “공모주에 대한 수요예측제도 개선방안”을 마련하였다. 해당 개선방안은 신규공모시장의 자율성을 훼손하지 않기 위하여 증권업협회를 중심으로 표준 수요예측모델을 수립하여 시행할 것을 제안한 점에 특징이 있었다.²²⁾

상술한 금융감독원의 제안에 따라, 2000년 2월 증권업협회는 “수요예측에 관한 표준 권고안”(이하 “표준권고안”)을 발표하며 표준수요예측 모델을 제시하였다. 표준수요예측 모델은 i) 분석능력, 자본구성 등에 따른 수요예측참여자의 신용등급산정, ii) 법정 투자한도잔액내에서 신청수량 제한, iii) 총 신청주식이 공모주식의 2배 초과시 상하위 10% 제시가격 가중평균 산정 제외(최적가격제), iv) 시장상황, 기업 본질가치, 가중

20) 그러나 이후에도 투신사의 수요예측과정에서의 과대 영향력은 이슈화되었다. 주용석 (2000. 7. 19) 참조.

21) 금융감독원 보도자료 (1999. 7. 15) 참조.

22) 금융감독원 보도자료 (1999. 12. 22) 참조.

평균(투자자 신용등급, 의무보유기간, 공모가액과의 괴리도)을 고려한 공모가격 결정 등을 주요 골자로 하였다.(해당 권고안 III. 1) 또한 해당 표준권고안을 통해 수요예측참여자들의 제시가격 및 수량에 관한 책임 및 이행을 담보하고 공모가격 왜곡을 방지하기 위해, 수요예측관련 종합정보관리체제를 구축하여 불성실 수요예측참여자에 대한 정보를 통합·관리하는 방안이 제안되었다. 이러한 표준권고안은 일응 글로벌 투자은행의 수요예측 관행을 일부 반영한 점에서 긍정적으로 볼 수도 있지만, 해당 권고안에 따른 공모가격 결정을 “최소한의 기준” 및 “원칙”으로 선언하고 권고의 본질과는 다르게 사실상의 강제력을 높인 점에서 인수인의 자율성을 제한한 측면이 있다.

2000년 6월 증권업협회는 수요예측에 따른 공모가격 결정방식을 개선하기 위해 표준권고안 개정안을 발표하였다.²³⁾ 동년 2월 이후 불과 4개월만에 다시 표준권고안을 개정하게 된 원인으로 2000년 3월 코스닥 버블이 붕괴되는 시장상황과 수요예측참여 기관투자자들이 물량확보를 위해 공모가를 높게 써내어 공모가 거품을 발생시키는 실무관행이 크게 작용하였다. 따라서 동 개정안은 공모가격 과다산정(overpricing) 규제에 초점을 맞추어 수요예측제도 개선안을 제안하였다.²⁴⁾ 동 개정안은 수요예측을 위한 공모희망가액을 기존의 단일가격(공모제시가액) 방식이 아닌 가격대(band) 방식으로 제시하게 하였다. 해당 조치는 일응 글로벌 투자은행의 수요예측 실무를 한국에 도입한 인수업무 자율화의 일환으로 볼 수도 있지만, 실질적으로 수요예측 참가자들이 공모제시가격을 최저가격으로 인식하여 지나치게 고가경쟁(race to the top)을 하는 행태를 방지하려는 목적에서 취해진 것이었다. 해당 조치에 따라 공모희망가액 범위는 우선 법정 산식에 의한 기준가격이 제시되고, i) 해당 기준가격

23) 증권업협회 보도자료 (2000. 6. 14) 참조.

24) 해당 개정안을 많은 시장참가자들은 공모가격 규제로 인식하였고, 코스닥 등록 예정기업들이 연내 상장을 포기하기도 하였다. 주용석 (2000. 10. 11) 참조.

의 $\pm 25\%$ 를 넘지 않고, ii) 밴드 최고가격이 밴드 최저가격의 150%를 넘지 않는 선에서 결정되게 되었다. 공모희망가격밴드의 기준가격은 본질가치, 상대가치, 사업성가치를 산술평균하여 정해졌다.²⁵⁾ 확정공모금액은 수요예측 결과 산정된 가중평균가격의 $\pm 10\%$ 이내에서 주관사와 발행회사가 협의하여 결정되도록 하였다. 이러한 조치는 당시 코스닥시장의 큰 이슈였던 공모가 부풀리기에 대한 감독당국의 대응으로서, 확정공모가격이 수요예측 결과에 따라 감독기구의 예상 범위를 넘어 결정되는 상황을 방지하려는 정책적 고려에서 취하여진 것이었다. 또한 하이일드펀드 우선배정제도로 인해 다수의 고수익펀드를 운용하는 투신사의 수요예측 영향력이 커지자, 펀드의 특성을 고려하여 수요예측 참가자격을 펀드유형별로 자율적으로 제시하게 함으로써 투신사의 영향력을 분산시키려 하였다. 그러나 투신사의 수요예측 영향력은 이후에도 장기간 지속되었다.

2000년 3월 이후 코스닥 버블 붕괴로 인해, 감독당국은 공모가 부풀리기와 그 이후의 주가 하락에 대해 더욱 우려하였다. 이에 따라 2000년 7월 20일 협회중개시장 운영규정 시행세칙을 개정하여, 코스닥시장 신규등록 주식의 시초가 결정방식을 기존의 공모가 기준 방식에서 단일가격에 의한 개별경쟁매매방식으로 바뀌었다. 따라서 코스닥 신규공모주식의 시초가는 공모가격의 90~200% 범위에서 동시호가를 통해 결정되었다. 이러한 조치는 신규등록주식의 적정가격을 발견하는데 소요되는 시간을 단축하고, 상한가행진 등을 방지하고, 궁극적으로 공모 후 주가를 안정시키기 위한 목적에서 단행되었다.

상술한 금감위 인수업무규정 시기에 있어 공모주 가격결정 방식에 관한 주요 제도 변화를 개관하면 아래 표와 같다.

25) 기준가격 산정에 있어 본질가치는 반드시 고려해야 하였으나, 상대가치와 사업성가치는 산출이 불가능한 경우 고려하지 않았다. 상대가치의 경우 인수업무규칙 제6조제3항이 정하는 상장 또는 등록된 유사회사가 없을 때, 사업성가치의 경우 해당 회사가 속한 업종의 객관적 성장률 자료가 존재하지 않을 때 공시서류상 해당 항목란에 기재하지 아니하였다.

<표 II-5> 금감위 인수업무규정기 공모가 결정방식 관련 주요 제도 변화

	1999년5월 규정개정	2000년2월 표준권고	2000년6월 권고개정
가격결정 규제	수요예측결과를 감안한 협의가격, 본질가치등 규정화된 분석기준에 따른 단일 공모희망가액	수요예측참여자 신용등급, 최적가격제(상하위 10% 가중평균 산정제외)	공모희망가밴드 (기준가격 ±25% 및 최고최저 150% 범위), 확정공모가 결정범위(가중평균가격 ±10% 범위)

다) 물량배정 방식

1999년 5월 21일 인수업무규정 개정을 통해 수요예측제도가 유가증권시장(Korea Stock Exchange: KSE)과 코스닥시장(Korea Securities Dealers Automated Quotation: KOSDAQ)에 공히 적용됨에 따라 기존의 이원화된 인수주식 배정비율도 동질화되었다. 즉 우리사주조합원에게 20%, 기관투자자에게 30%, 일반청약자에게 50%(협회등록공모의 경우 인수주식의 70%, 단 20%까지 우리사주조합원에게 배정 가능) 비율로 인수주식을 배정하는 방식이 도입되었다.(해당 규정 제38조) 당시 상위법규인 증권거래법에 의해 우리사주조합원에 대한 20% 우선배정이 주권상장법인(신규상장 예정법인 포함)에만 적용됨으로써 나타나는 차이를 감안하면, 규정상으로 인수주식 배정방식은 수요예측제도를 반영하여 동질화된 것으로 평가할 수 있다. 증권저축가입자 등에 대한 의무배정분(기업공개 20%, 협회등록 50%)을 없애고 일반투자자 배정비율을 높인 점도 개정 규정의 특징 중 하나였다. 이러한 일반투자자 배정비율 확대는 수요예측 과정에 참여하지 않는 증권저축가입자 등을 배정에서 제외하고, 소수 기관투자자에 대한 편중배정을 방지하고, 일반청약자 참여 수요예측제도의 실효성을 높이기 위한 조치로 볼 수 있다. 특히 일반청약자 배

정분의 50% 이상을 일반청약자를 대신하여 수요예측에 참가한 증권회사(인수인)에 배정하고 해당 증권회사가 일반청약자에 대한 배정기준을 만들어 인수가액으로 일반청약자에게 배정하게 함으로써, 수요예측참여 일반청약자에 대한 배정을 제도적으로 보장하려 하였다. 이러한 조치는 당시 코스닥시장을 중심으로 한국 공모주 시장의 투자자 기반을 형성하는 일반투자자들의 공모주 실수요를 수요예측 과정에 반영하려는 취지로 해석된다. 그러나 이로 인해 공모시장의 제도적 초점이 기업가치평가의 전문성보다는 일반투자자들에 대한 공모주 배정의 형평성에 맞추어지게 되었다. 이로 인해 인수단 중심으로 물량배정을 하는 주간사의 자율성도 침해되었다. 또한 상대적으로 기관화된 유가증권시장과 개인투자자 위주의 코스닥시장에 대해 동일한 의무배정비율을 적용함에 따라, 결과적으로 한국은 인수인이 시장 특성에 맞는 수요예측제도와 배정 방식을 발전시킬 기회를 상실하게 되었다.

수요예측제도 도입의 후속조치로서 1999년 6월 1일 인수업무규정 시행세칙을 개정하여, 일반투자자와 기관투자자의 1인당 청약한도를 폐지하고 배정기준을 업계 자율화하였다.(해당 시행세칙 제12조)²⁶⁾ 다만 주간사는 배정기준 및 집행사항을 발행회사와 미리 약정하도록 하고, 주간사 및 수요예측참여 증권회사는 공정한 배정기준을 마련하여 이를 공시하도록 하였다. 해당 조치는 인위적 규제를 지양하고 인수업무 배정의 공정성 확보를 인수인에게 맡겼다는 점에서 고무적이다. 그러나 해당 시행세칙(제11조의2)에서 “공정한” 배정기준을 마련하고 이를 공시하라고 규정함으로써, 감독기관이 배정기준에 관해 공시규제 하는 것 이외에 공정성을 실질심사 할 수 있는 권한을 확보하였다. 비록 해당 조치는 배정기준의 자율화 측면에서 한계를 보였지만 수요예측제도의 실효성 확보 방안이라는 점에서 의의가 있다고 평가할 수 있다. 즉, 해당 조치는 주간사의 배정방식을 수요예측제도와 연계하려는 정책적 의도와 함께, 수

26) 금융감독원 보도자료 (1999. 6. 1) 참조.

요예측참여 일반청약자를 대신하여 일반청약자 배정분의 50% 이상을 배정받은 증권회사가 수요예측참여 일반청약자에게 공정하게 배정을 하도록 하는 정책적 취지를 담고 있었다.

1999년 11월 3일 금융감독위원회는 인수업무규정 개정을 통해, 증권·중소기업의 자금조달 원활화 및 우량등급이외 채권시장 활성화를 위한 하이일드펀드에 대한 공모주식 우선배정 제도를 도입하였다. 이로 인해 일반투자자 배정비율이 50%에서 40%로 줄고, 고수익증권투자신탁등(high yield fund)에 10%를 우선배정 하도록 인수주식 배정방식이 바뀌었다. 이러한 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정 제도는 이후에도 계속 확대되었다. 동년 12월 24일에는 후순위채펀드를 고수익증권투자신탁등에 포함시키고, 해당 신탁등에 대한 인수주식 우선배정비율을 기존의 10%에서 기업공개외의 경우 20%, 협회등록의 경우 30%로 확대 적용하였다. 이로 인해 기관투자자 및 일반청약자에 대한 의무배정비율은 기업공개외의 경우 각각 5%씩 차감되고, 협회등록의 경우 각각 10%씩 차감되었다. 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정제도는 신규공모시장 효율화를 위한 것이 아니라 당시 보도자료에서 언급된 바와 같이 정부의 중소기업 자금조달 원활화의 일환으로 도입되었다.

2000년 2월 발표된 증권업협회의 표준수요예측 모델은 주간사가 수요예측참여자의 신용등급, 가격 괴리도, 의무보유 확약 등에 따라 가중치를 두고 배정수량 결정기준을 자율적으로 정하여 이를 공시하도록 하였다. 당시 배정은 신청가격을 공모가액 이상으로 제시한 자에게 가중치를 사용하여 실수요량을 산정한 후 안분배정하는 방식이었다. 다만 전체 공모주식의 2배를 초과하여 수요예측 신청수량이 접수된 경우, 신청가격이 i) 확정공모가격의 150% 이상이거나, ii) 확정공모가격의 120%를 초과하고 수량기준으로 상위 10%이내인 경우 해당 가격신청자는 배정에서 제외하도록 하였다. 해당 조치는 코스닥 버블 시기의 신규공모시장 과열을 막기 위한 조치로 볼 수 있다.

2000년 5월 29일 인수업무규정 개정을 통해, 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정비율은 기업공개외의 경우 40%, 협회등록외의 경우 50%로 확대되었다. 결과적으로 인수주식 의무배정비율은 기업공개외의 경우 우리사주조합원 20%, 일반청약자 20%, 기관투자자 60%(이중 고수익증권투자신탁등에 40%), 협회등록공모외의 경우 일반청약자 35%(이중 우리사주조합원에게 20%까지 배정 가능), 기관투자자 65%(이중 고수익증권투자신탁등에 50%)로 정해졌다.(해당 규정 제38조) 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정 제도는 해당 신규공모와 직접적 관련이 없는 정책적 목적을 위해 일종의 정책적 혜택의 일환으로 인수주식을 배정하도록 강제하였다는 점에서 신규공모시장의 자율성과 투자자의 자기책임 원칙을 일정 부분 희석시키는 조치로 볼 수 있다. 또한 공모주식 우선배정을 정책적 특혜로 이용함으로써, 정부가 해당 공모주식의 주가하락을 묵시적으로 허용하지 않으려 했고, 이는 신규공모주 저평가의 제도적 유인으로 작용한 것으로 추정된다. 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정분이 증가함에 따라 이러한 펀드를 운용하는 투신사의 영향력은 커져만 갔다. 수요예측 관련 물량 배정에 있어, 당시 증권신고서에 나타난 인수업체 실무관행은 확정공모가액 미만으로 신청가격을 써낸 기관투자자에게는 물량을 배정하지 않는 것이었다. 이러한 실무관행은 수요예측 참여 기관이 배정물량 확보를 위해 신청가격을 본인들의 희망가격보다 높게 제시함으로써 최종 공모가격이 부풀려진다는 논란을 불러 일으켰다. 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정비율이 증가함에 따라, 해당 하이일드펀드를 운용하는 투신사의 수요예측 지배력은 과도하게 확대되었다.²⁷⁾ 당시 담합의혹이 있었던 투신사의 수요예측참여에 대해 감독당국은 저가 담합의혹에 대해서는 정책적으로 대응하지 않았다.²⁸⁾ 그러나 공모가 부풀리기 후 주가가 하락하는 사태를 막기 위해, 2000년 6월 표준권고안 개정

27) 당시 신규공모에 관련된 투신사의 영향력은 상장 이후 유통시장에서도 지속되었다. 투신사의 “비협조로 등록후 시장에서 수급문제가 발생할 수도” 있다는 것이 당시 주식시장의 인식이었다. 추승호 (2000. 7. 21) 참조.

28) 유승호 (2000. 7. 21) 참조.

<표 II-6> 금감위 인수업무규정기 공모주 배정비율 변화

	1999년 5월	1999년 11월	1999년 12월	2000년 5월
우리사주 조합원	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)
일반청약자	50% ¹⁾ (코스닥 70% ²⁾)	40% (코스닥 60%)	35% (코스닥 50%)	20% (코스닥 35%)
기관투자자	30%	30%	25% (코스닥 20%)	20% (코스닥 15%)
고수익증권 투자신탁등	N/A	10%	20% (코스닥 30%)	40% (코스닥 50%)

주: 1) 배정분 50% 이상을 수요예측참가 증권회사에 배정
 2) 코스닥공모 일반청약자 배정분에서 인수주식 20%까지 우리사주조합원 배정 가능

안을 통해 확정공모가격 미만으로 참여가격을 제시한 기관투자자에게도 해당 기관이 원하는 경우 신청수량, 공모가액 근접도 등을 고려하여 배정하도록 하였다.²⁹⁾ 다만 확정공모가액 표준편차 범위를 이탈하고 참여 물량의 상하 15%에 해당하는 가격을 제시한 기관투자자는 배정에서 제외하도록 하였다. 상술한 금감위 인수업무규정 시기에 있어 공모주 배정 비율에 관한 주요 변화를 개관하면 <표 II-6>과 같다.

라) 시장조성 방식

1999년 5월 21일 인수업무규정 개정을 통해, 인수인에 대한 1개월 시장조성의무는 폐지되었다. 주의할 사항은 시장조성 법정의무의 폐지가 시장조성제도의 폐지는 아니라는 점이다. 시장조성제도는 증권거래법령

29) 해당 표준권고안 개정안이 시행되기 이전에는, 확정공모가격 이상을 제시한 기관투자자에게만 물량을 배정하는 원칙을 이용하여 수요예측 저가신청 담합 의혹이 있는 기관투자자(투신사)를 배제하기 위해 일부러 확정공모가격을 수요예측 가중평균가격보다 높이는 상황이 발생하였다. 임상균(2000. 7. 24) 참조.

에 따라 시세조종 등 불공정거래의 예외로서 인수인에게 인정되는 제도로써, 인수업무규정으로서 없앨 수 있는 성질의 것이 아니었다. 따라서 시장조성 법정 의무의 폐지는 인수인이 시장조성을 하지 말라는 의미가 아닌 시장조성을 자율화하라는 의미로 해석할 수 있다. 이러한 자율화를 실질적으로 보장하기 위하여 상장 후 월평균시세가 인수금액의 90% 미만인 경우에 있어서의 주간사에 대한 제재(6월 이상 1년 이하 인수업무 제한)를 폐지하였다. 해당 제재는 인수인이 통제할 수 없는 주식시장 상황에 대해서도 책임을 지우는 불합리한 제도였기 때문에, “부실분석등에 관한 제재” 조항 중 가장 먼저 삭제된 것이다. 수요예측제도에 기반하여 공모가격이 합리적으로 형성되었다면 공모주식 추가하락에 대한 책임은 인수인이 아닌 투자자가 부담해야 한다는 투자자 자기책임의 원칙에 비추어 보아도 추가하락에 대한 인수인 제재제도의 폐지는 바람직한 것이었다. 결국 금융정책당국은 주간사의 자율적 책임과 투자자의 자기책임 간에 적절한 균형을 유지시키려는 취지에서 인수금액 하회에 대한 제재 및 시장조성 의무를 폐지한 것이다.

2000년 2월 증권업협회는 표준권고안에서 시장조성 표준모델을 제시하였다. 해당 표준모델은 주간사가 i) 기업공개 또는 협회등록공모 후 1개월 이상, ii) 개별조건(공모가격이 80% 또는 90% 이하)과 업종조건(동업종산업별지수나 코스닥시장의 경우 벤처지수 내지는 종합주가지수가 80% 또는 90% 이상)이 모두 충족되는 경우, iii) 공모주식 수량의 50% 이상(일일 10% 이상)에 대해, iv) 시장에서 다음날 전장동시호가에 전일 증가로 매수(단, 전일 증가로 매수가 불가능한 경우 시장가로 매수)하는 것을 주요 내용으로 하였다.(해당 권고안 III. 1) 주간사의 시장조성 의무는 상술한 1999년 5월 인수업무규정 개정을 통해 폐지되었지만, 표준권고안의 사실상의 구속력은 컸다. 증권업협회가 해당 표준권고안을 발표하면서 “총액인수계약서 권고안”도 개정하여 주간사가 “시장조성기능을 수행한(하지 않는)다”를 명확히 밝히게 함으로써, 사실상 인수인의 시장

조성의무가 계약상으로 부활하게 되었기 때문이다.

2000년 6월 증권업협회는 표준권고안을 개정하여 주간사의 계약상 시장조성의무를 강화하였다. 또한 해당 개정안은 시장조성기간을 기존의 1개월 이상에서 2개월 이상으로 연장하였다. 이러한 시장조성 기간연장은 표준권고안의 형식이지만 총액인수계약서상 시장조성이 사실상 강제되는 점에서 구속력이 있었다. 해당 개정안은 시장조성기간 연장과 더불어, 공모주식 매입수량을 50% 이상에서 100%로 늘리고, 공모가액의 80% 이상으로 가격을 유지할 계약상 의무를 권고하는 등 주간사의 시장조성의무도 강화하였다. 이러한 시장조성의무 강화는 주간사가 공모주 가격유지 기능까지 담당하게 함으로써 합리적 공모가액 책정을 위해 보다 적극적으로 역할을 하도록 하기 위한 조치로 사료된다. 그러나 표준권고안의 형식으로 강행규정과 같은 정책적 효과를 거두려 한 점에서 법체계상의 문제점과 시장참여자의 법적 예측가능성을 저해하는 한계를 드러냈다.

상술한 금감위 인수업무규정 시기에 있어 공모후 시장조성에 관한 주요 제도 변화를 개관하면 <표 II-7>과 같다.

<표 II-7> 금감위 인수업무규정기 시장조성 관련 주요 제도 변화

	1999년 5월 규정개정	2000년 2월 표준권고	2000년 6월 권고개정
시장조성 제도	시장조성의무폐지, 인수가액 90%미만 제재 폐지	시장조성표준모델 - 조성기간 1개월, 공모가의 80% 이하 및 업종조건 80% 이상 등	시장조성표준모델 - 조성기간 2개월, 공모가의 80% 이상 유지

2) 증권업협회 인수업무규칙 시기 (2001-2008)

가) 개요

금융감독위원회의 인수업무규정 제정 권한이 한국증권업협회로 이관됨에 따라, 2000년 12월 29일 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」(이하 “인수업무규칙”)이 제정되었다. 이에 따라 증권인수업무 규제는 공적규제에서 자율규제로 바뀌게 되었다. 이러한 인수업무 자율규제체계는 시장참여자(협회 회원사)들의 합의에 의한 시장친화적인 것으로서 인수업무 자율화를 위한 제도적 인프라로서 의의가 크다. 또한 규제의 내용이 공모시장 참가자들의 인수시장에 대한 높은 이해를 바탕으로 하기 때문에, 시장참여자간의 자율규제에 바탕을 둔 선진국형 규제체계의 도입으로 평가될 수 있다. 현실적으로 표준권고안이 권고의 형식을 빌어 인수인에게 사실상의 구속력을 행사하는 문제점을 극복하기 위해, 인수업무 자율규제체계를 구축하고 인수인 스스로 자기구속 하는 방식으로 표준권고안 시대의 구조적 문제를 해결한 점에서 의의를 가진다.

2001년부터 2008년까지의 증권업협회 인수업무규칙 시기는 전반적으로 한국 인수인의 제도적 자율성이 증대된 시기로 평가할 수 있다. 먼저 가격결정 방식에 있어, 금감위 인수업무 규정시기에 비해 법정 공모희망가액 산정 방식과 확정공모가격 결정 범위에 대한 규제가 폐지되어 인수인의 가격결정 자율성이 제고되었다. 또한 가격결정 산정방법에 관한 공시의무가 상당부분 해소됨에 따라 공시규제 권한에 근거한 감독당국의 공모가격 규제 역시 감소하게 되었다. 물량배정 방식에 있어, 인수업무규칙상의 “수요예측시 배정기준”, 증권신고서상의 “수량배정방법” 공시, 신청수량 한도에 관한 규제가 폐지되어 인수인이 수요예측참가자의 질적 요소, 정보제공 기여도 등을 고려하여 자율적으로 물량배정을 할 수 있는 제도적 기반이 마련되었다. 또한 하이일드펀드에 대한 우선배정 제도가 투신사의 담합의혹, 공모가 저가책정 등의 문제로 인해 단계적으

로 폐지된 점도 인수인의 가격결정 및 물량배정에 관한 권한을 강화시키는 계기가 되었다. 이 시기 인수인의 불성실 수요예측참여자에 대한 관리 및 제재 권한을 확대시킨 점도 인수인의 가격결정, 물량배정 권한을 증대시켰다고 할 수 있다. 시장조성 방식에 있어, 의무 시장조성제도 및 이에 대한 대안으로 도입된 풋백옵션(put-back option) 제도가 모두 폐지되고 초과배정옵션(over-allotment option) 제도가 도입된 점에서 인수인의 시장조성 기능도 제도적으로는 자율화되었다. 그러나 선진 발행시장에 비해 초과배정옵션 제도의 활용도는 매우 떨어져 자율화에 걸맞는 인수인의 시장조성 기능이 나타나지는 못하였다.

협회 인수업무규칙 시기에는 기업공개 자율화에 수반되어야 할 인수인의 책임성 강화를 위한 정책적 노력도 있었다. 2002년 3월 인수업무규칙개정을 통해, 1999년 5월 인수업무 자율화 조치 때 폐지한 6개월 전 주간사계약 체결시한 제도를 부활하였다. 이는 주간사의 기업실사를 강화하기 위한 조치였다.³⁰⁾ 2003년 10월 증권업협회는 대표주관회사가 기업실사 등을 충실히 하여 결과를 발행공시에 반영함으로써 투자자가 올바르게 충실한 투자정보를 받을 수 있도록 일종의 가이드라인으로서 “대표주관업무모범기준”을 제정하였다. 해당 기준³¹⁾은 대표주관계약의 성실한 이행을 위해 협회가 모범규준을 권고할 수 있다고 규정한 인수업무규칙에 근거하여 마련된 것으로서(해당 규칙 제3조), 인수인이 증대되는 인수업무 자율성에 대해 자율적으로 기업실사 책임을 강화하라는 취지에서 마련된 것이었다.

30) 그러나 2005년 7월 26일 인수업무규칙이 개정되어 대표주관계약 체결시한이 6개월에서 3개월로 줄어들었다. 2008년 3월 25일 개정된 인수업무규칙은 대표주관계약 체결시한 제도를 폐지하였다.

31) 증권업협회는 대표주관회사의 법적 책임 부담을 줄이고 대표주관업무의 다양성을 보장하기 위해 모범규준이 아닌 모범기준이라 명시하고 해당 기준이 의무사항이 아님을 동 기준의 내용으로 명시하였다.

이 시기에는 인수인에 대한 발행시장 내에서의 사적 규제(private ordering) 기능을 활성화시키기 위한 평판시장 조성정책도 사용되었다. 특히 2007년 인수업무규칙 개정을 통해, 인수인의 인수업무조서 작성을 의무화함과 동시에 인수인 평판시장 형성을 위해 증권업협회의 대표주관회사 실적공시를 재량사항에서 의무사항으로 강화하였다.(해당 규칙 제17조) 2004년 1월 20일 「증권관련집단소송법」이 제정되어 다음 해인 2005년 1월 1월부터 시행되고 분식회계관련 집단소송은 2년간의 유예를 거쳐 2007년부터 시행되었는데, 결과적으로 인수인의 자율성 확대에 따른 법적 책임도 강화되었다고 볼 수 있다.

나) 가격결정 방식

2000년 12월 29일 새롭게 제정된 인수업무규칙은 수요예측 결과 산정된 가중평균가격의 $\pm 30\%$ 이내에서 주간사와 발행회사가 협의하여 인수가를 결정하게 하였다.(해당 규칙 제20조) 이로 인해 기존의 $\pm 10\%$ 에 비해, 인수인과 발행인의 공모가액 협의 결정의 자율성이 증대되었다. 반면 인수업무규정 시행세칙상의 유가증권 분석기준이 인수업무규칙에 규정됨에 따라, 공모가격 결정의 기초가 되는 공모희망가액 산정방식에 있어 인수인의 자율성은 여전히 제한되어 있었다. 또한 금감위 인수업무규정 시기의 주간사 “부실분석에 대한 제재”를 그대로 인수업무규칙에 규정화하여 인수인이 보수적으로 기업실적 추정치를 산정하게하는 등 자율규제로서의 특성이 제대로 반영되지 못하였다.(해당 규칙 제37조) 수요예측 공모희망가액의 제시에 있어, 가격밴드 최저가격의 150% 범위 이내에서 최고가격이 정해지는 표준권고안 시기의 관행이 인수업무규칙으로 반영되었다.(해당 규칙 제16조) 공모가액 결정방법에 있어, 해당 개정 규칙은 최종 공모가격 산정을 위한 결정 범위를 확대시킨 점 이외에는 금감위 인수업무규정 시기와 비교하여 큰 변화가 없었다. 다만, 2000

년 초 버블 붕괴 이후 연이은 지수 하락으로 인하여 수요예측참여자(특히 3대 투신사)의 신청가격이 낮아지자, 코스닥 최종 공모가액이 수요예측 가중평균가격을 할증하여 결정되는 경우가 많아졌다.

2002년 7월 16일 인수업무규칙이 자율규제의 특성을 반영하여 전면 개정 됨에 따라, 인수인의 가격결정 자율성이 증대되었다. 개정 규칙은 주간사의 공모주식 가치평가에 관한 자율성을 실질적으로 보장하기 위하여 부실분석 제재에 관한 조항을 완전히 삭제하였다. 확정공모가격 산정에 있어, 기존의 $\pm 30\%$ 협의가격 결정 범위가 폐지되고 공모가 결정 범위가 자율화되었다.(해당 규칙 제5조) 공모희망가격산정에 있어서도 인수인의 자율성은 확대되었다. 먼저 수요예측의 개념정의에서 공모희망가격을 “인수회사가 당해 기업의 본질가치, 상대가치 및 사업성 등을 감안하여 결정”하라는 문구가 삭제되었다.(해당 규칙 제2조) 더불어 유가증권분석기준이 폐지됨에 따라, 공모희망가액 책정에 있어 본질가치(자산가치 및 수익가치를 1과 1.5로 가중평균)를 반드시 고려하지 않아도 되었다. 이에 따라 공모희망가격밴드 설정을 위한 공모기준가 산정에 있어 본질가치 위주의 절대가치 평가법은 잘 활용되지 않고,³²⁾ 주가수익배수(Price-to-Earning Ratio: PER), 주가순자산배수(Price-to-Book Ratio: PBR), 시장가치/세전영업이익(Enterprise Value/Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization: EV/EBITDA) 등의 투자지표를 기준으로 산정한 유사기업과의 비교가치를 이용하는 상대가치 평가법이 일반화되었다.³³⁾ 즉, PER 비교가치, EV/EBITDA 비교가치 등을 산출하고 이러한

32) 비교가치 산출을 위한 복수의 유사기업이 없는 경우 본질가치가 공모희망가액 산정의 기초인 주당 평가가액이 되었다. 예를 들어, 2002년 11월 5일 신규 상장한 파라다이스의 경우 유사기업이 강원랜드 1개사로 한정되어 있어 본질가치를 주당 평가가액으로 하였다. 그러나 투자설명서(당시 사업설명서)에 본질가치의 경우 시장주가지표가 반영되지 않는다는 이유로 “산출된 비교수치의 경우 동사의 평가가액인 본질가치보다 비교우위”에 있다고 공시하였다. 파라다이스 사업설명서 정정신고 (2002. 10. 22, p.28) 참조.

비교가치를 산술평균하는 등의 방법으로 주당 평가가액을 구하는 방법이 실무관행으로 정착되었다. 이에 맞추어 감독기구도 비교기업 선정에 대한 규제에 이전보다 더욱 초점을 맞추게 되었다. 공모희망가격밴드는 주당 평가가액을 기준으로 하여 시장상황, 공모규모 등을 고려하여 평가가액에 할인율을 적용하여 산정되었다.³⁴⁾ 공모가밴드의 설정에 있어 최고가격이 최저가격의 150% 범위 이내이어야 한다는 조항이 삭제됨에 따라 주당 평가가액의 할인율 적용에 관한 제도적 제한은 사라졌다. 수요 예측에 따른 가중평균 가격결정에 있어, 총 신청수량이 공모주식의 2배를 초과하는 경우 수량기준으로 상하위 10% 이내의 제시가격을 가중평균 가격산정에서 제외하는 최적가격제 방식이 그대로 사용되었다. 2002년 인수업무규칙 체제는 증권신고서에 “주당 평가가액-공모희망가격밴드-가중평균가격-확정공모가액”의 산정방식을 구체적으로 공시하게 함으로써 공시 부담으로 인해 공모가가 저가책정되는 관행을 낳았다. 2007년 5월 발표된 금융감독원의 신규공모시장 인수실태분석에 따르면 2003년 1월부터 2006년 12월까지 264건의 신규공모에 있어, 일반적으로 확정공모가격은 가중평균가격을 5%정도 할증하여 결정되지만 전체 신규공모건수의 60%인 159건에서 상장일 종가가 공모가의 30% 이상으로 결정되는 신규공모주 저평가 현상이 발생하였다.³⁵⁾ 공모기준가 산정방식이 보다 자율화됨에 따라, 공모가액 산정을 위해 쓰이는 비교가치는 주당 실질가

33) 2007년 5월 금융감독원이 2003년 1월부터 2006년 12월까지 신규공모를 한 264개 기업에 대해 실시한 인수실태 분석결과에 따르면, 대상 기업공개 회사 중 85%(221개)가 비교가치를 사용하고, 비교가치 사용 회사 중 89%가 주가수익배수(PER)와 EV/EBITDA의 산술평균을 사용하였다. 금융감독원 정례브리핑자료 (2007. 5. 15) 참조.

34) 증권신고서의 공모희망가격밴드는 상술한 바와 같이 비교가치 산술평균을 주당 평가가액으로 산정하고 여기에 할인율을 적용하여 설정하는 방법 이외에, 비교가치에 할인율을 적용하여 기준가격을 산정한 후 기준가를 중심으로 최고, 최저가격을 산정하는 방식으로도 산정되었다.

35) 금융감독원 정례브리핑자료 (2007. 5. 15) 참조.

치가 아니며 공모희망가액이 향후 추가수준을 의미하는 것이 아니라는 취지의 주의표시(bespeaks caution) 문구가 이전에 비해 더 많이 활용되었다.

인수업무규정 전면개정 관련하여 2002년 8월 1일 구(舊)증발공규정이 개정되어 증권신고서 기재사항에서 “유가증권분석 내역”이 삭제되었다. (해당 규정 제17조) 이로 인해 당시 증권거래법 시행령상의 “투자자보호를 위하여 필요한 사항”에서 공모가격 산정방식은 빠지게 되었지만(해당 시행령 제5조의4), 공모가격 산정방식에 관한 금융감독원의 공시규제 권한이 사라진 것은 아니었다. 전면개정 인수업무규칙은 주식가치에 관한 주관회사의 평가의견을 증권신고서에 의무적으로 기재하게 함으로써 금융감독원의 공모가격 규제에 관한 법적 권한을 계속 존치시켰다.(해당 규칙 제4조) 금융감독원은 발행시장 일반투자자에 대한 공모가격 투자정보 제공을 위해, 주관회사가 발행회사와 상장된 유사회사의 주요 경영재무지표를 각각 제시하고 이를 비교하여 증권신고서에 공시하도록 하였다. 결과적으로 유사회사의 선정사유, 관련 재무정보 분석이 인수인 의견란의 공시사항이 되었고, 해당 공시사항은 금융감독원이 공모희망가격 등에 관해 규제할 근거가 되었다. 이러한 제도 및 실무상의 변화는 비교가치가 본질가치를 대체하며 공모가 산정의 기초로서 자리 잡는 계기가 되었다. 해당 전면개정은 수요예측만을 고집하던 기존의 공모가 결정방식에 벗어나, 공모예정금액이 50억원 미만인 경우 수요예측 의무를 면제하고 협의에 의한 단일가격방식, 경매방식 등을 인정하였다. 그러나 여전히 공모희망가 제시범위 산출내역 등 공모가격 산정방식은 증권신고서상의 공시사항이었기 때문에 감독당국은 공시권한을 통해 공모가 산정방식 및 수준을 계속 규제하였다.

자본시장법(2007년 8월 3일 제정, 2009년 2월 4일 시행) 추진에 발맞추어 신규공모시장 선진화를 이루기 위해, 금융정책당국은 전문가 의견을 수렴하여 2007년 5월 15일 “기업공개 등 주식인수업무 선진화 방안

추진"을 발표하였다. 여기에서 발표된 "신규공모시장 인수실태분석"은 공모가격 저가책정과 형식적 수요예측제도 운영을 문제점으로 지적하였다. 이에 대응하여, 2007년 6월 18일 정책당국은 상술한 공모가 저가책정 등의 문제를 해결하기 위하여 주관회사의 공모가격 자율결정권을 강화시키는 방안을 발표하고 인수업무규칙을 개정하였다. 먼저 공모가격 결정방법에 관한 상세한 공시가 공모주 저가발행의 원인이 된다고 판단하여, 발행공시에 있어 공모가격 산정에 관해 대표주관회사가 단순 기재만 하도록 관련 공시를 간소화하였다. 이로 인해 인수회사는 공모가액 결정에 있어 공모기준가(평가가액), 할인율, 가중평균가격 산정방법 등을 상세히 공시할 필요가 없어졌으며, 인수인이 선호하는 방식을 각자의 "공정인수업무처리기준"에 반영하여 공시부담 없이 자율적으로 결정할 수 있게 되었다. 결과적으로 2002년 전면개정체제에서의 공모가격 산정에 관한 "주당 평가가액-공모희망가격밴드-가중평균가격-확정공모가액" 결정에 관한 상세한 공시가 2007년 선진화체제에서는 "공모희망가격밴드-확정공모가액" 결정에 관한 공시로 간소화되었다. 특히 가중평균가격 결정방법에 관한 공시 내용인 상하위 10%이내 가격제시분 제외, 펀드별 수요예측 신청한도(10만주) 등이 공시사항에서 빠짐에 따라 공모가격 산정의 자율성은 증대되었다. 수요예측에 있어 참여기관의 역량 및 특성을 감안해 주문한도를 조정할 수 있게 되었고, 확정공모가격 결정시 최상위 가격 신청분도 고려할 수 있게 되었기 때문이다. 감독당국은 수요예측 접수기간에 로드쇼가 이루어지도록 권고함으로써 공모가격에 관한 정보 제공자와 인수인간의 커뮤니케이션이 보다 활발해지도록 정책적으로 유도하였다. 또한 개정 인수업무규칙은 일반청약자의 수요예측 참여분을 취합하여 수요예측에 참여하려는 인수인에 대해서도 수요예측 참여를 허락하였다.(해당 규칙 제5조) 따라서 우량개인투자자들이 물량제시방식으로 인수인을 통해 수요예측에 참여하는 길이 열리게 되었다. 일반투자자들의 투자판단을 돕기 위해 기업공개회사와 유사회사와의 비교 정보

<표 II-8> 협회 인수업무규치기 공모가 결정방식 관련 주요 제도 변화

	2000년 12월 규칙제정	2002년 7월 규칙개정	2007년 5월 선진화방안
가격결정 규제	기존 공모희망가 밴드범위 유지, 확정공모가 결정범위 확대 (가중평균가격 ±30% 범위)	공모가밴드 및 확정공모가 결정에 관한 범위 폐지, 유가증권 분석기준 폐지(PER 등 비교가치 사용), 산정방식 공시규제	공모가결정 공시완화, 최적가격제 및 펀드별 신청한도 모두 폐지

를 제공해야 한다는 감독당국의 정책은 계속 유지되어 “기 상장기업과의 비교참고 정보”를 증권신고서에 반드시 기재하도록 하였다. 수요예측에 있어 실수요 반영도를 높이기 위해 불성실 수요예측참여자의 범위를 확대하고 관련 제재도 강화하였다.(해당 규칙 제17조) 또한 수요예측에 참여하는 기관투자자의 범위에 국민연금관리공단을 추가함으로써(해당 규칙 제2조), 향후 증권 발행시장에 대해 국민연금이 큰 영향력을 미칠 제도적 기반을 마련하였다. 상술한 증권업협회 인수업무규칙 시기에 있어 공모주 가격결정 방식에 관한 주요 제도 변화를 개관하면 <표 II-8>과 같다.

다) 물량배정 방식

2000년 12월 제정 인수업무규칙은 인수주식 법정비율에 관하여 기존의 인수업무규정 때의 기준을 그대로 사용함으로써 고수익증권투자신탁등에 대한 과도한 우선배정비율(기업공개외의 경우 40%, 협회등록공모외의 경우 50%)을 그대로 유지되었다.(해당 규칙 제24조) 이에 따라 기업공개외의 경우, 우리사주조합원에게 20%, 기관투자자에게 60%(이중 고수익증권투자신탁등에 40%), 일반청약자에게 20%를 의무배정하게 하였다. 협

회등록공모의 경우, 기관투자자에게 65%(이중 고수익증권투자신탁등에 50%), 일반청약자에게 35%(이중 우리사주조합원에게 20% 배정 가능)를 의무배정하게 하였다. 수요예측에 따른 배정에 있어, 2000년 6월 표준권 고안 개정안의 내용을 반영하여 수요예측참가 전체수량의 상하 15%에 해당하면서 확정공모가격의 일정범위(\pm 표준편차)를 벗어난 가격을 제시한 수요예측참여자를 제외하게 하고, 공모가격 미만 제시 참여자에게도 해당 기관의 의사에 따라 물량을 배정하도록 하였다.(해당 규칙 제21조) 이후 2001년 8월 인수업무규칙이 개정되어 고수익증권투자신탁등에 의무배정 비율은 기업공개외의 경우 45%, 협회등록공모의 경우 55%로 증가하였다.

2002년 7월 전면개정된 인수업무규칙은 2001년 개정의 의무배정비율을 그대로 유지하였다. 그러나 수요예측제도 도입시부터 있었던 청약대행 증권회사에 대한 일반청약자 법정물량 50% 강제배정제도를 폐지하고, 일반투자자의 청약한도도 폐지하였다. 이로 인해 주간사의 고객 또는 인수단을 구성하는 증권회사의 고객에 대해서만 일반청약 배정이 이루어졌고, 물량배정을 받은 인수인은 우수고객에 대해 우선배정을 함으로써 고객을 관리하는 사업모델이 만들어졌다. 수요예측에 따른 배정에 있어서는 제정 인수업무규칙상의 “수요예측시 배정기준” 조문이 삭제되었으나, 해당 기준이 계속 사용되었다. 따라서 수요예측시 공모가격 미만 신청자에 대해서도 당사자가 원하는 경우 공모주식을 배정하는 방식이 계속 사용되었다.

2003년 8월 26일 인수업무규칙이 개정되어 공모주식 배정이 우리사주조합원에게 20%(협회등록공모의 경우 20%까지 배정 가능), 고수익증권투자신탁등에게 30%, 일반청약자에게 20% 이상, 나머지 잔여주식을 기관투자자에게 배정하는 방식으로 바뀌었다.(해당 규칙 제9조) 고수익증권투자신탁등에 대한 배정비율의 적용에 대해서는 경과 규정을 두었다. 이에 따르면, 2004년 3월 1일 이전에는 개정 전 의무배정비율 즉, 기

업공개의 경우 45%, 협회등록공모의 경우 55%를 적용하도록 하였다. 2004년 9월 1일 이전에는 기업공개의 경우 40%, 협회등록공모의 경우 45%를 적용하며, 2004년 9월 1일 이후에야 기업공개, 협회등록공모 공히 30%를 배정비율을 적용하게 하였다.(해당 규칙 부칙 제3조) 이러한 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정비율 축소는 투신사의 하이일드펀드 채권매니저 등이 수요예측 과정에서 지나치게 공모가를 하향조정하기 때문에 유망기업이 공모가격에 실망하여 코스닥 등록을 포기하는 사태 등이 정책적 배경으로 작용하였다.³⁶⁾ 결과적으로 해당 규칙 개정 이후, 고수익증권투자신탁등에 대한 설정잔고가 추세적으로 감소하였다.³⁷⁾

2004년 9월 21일 인수업무규칙 개정을 통해, 우선배정 대상 기관투자자로서 고수익증권투자신탁등의 개념이 고수익간접투자기구로 대체됨에 따라(해당 규칙 2조), 고수익증권투자신탁등에 대한 30% 우선배정이 고수익간접투자기구에 대한 30% 우선배정으로 바뀌었다.(해당 규칙 제9조) 2005년 3월 31일 인수업무규칙이 개정되어 상술한 고수익간접투자기구에 대한 공모주식 30% 우선배정 제도는 폐지되고, 고수익간접투자기구는 기관투자자와 같이 잔여 주식을 배정받는 방식으로 바뀌었다.(해당 규칙 제9조) 이에 따라 주간사가 고수익간접투자기구에 대한 배정비율을 자유롭게 정할 수 있게 되었다.

2007년 6월 인수업무규칙 개정에 따라, 공모주식 배정조항에서 고수익간접투자기구에 대한 배정 문구가 삭제되었다. 또한 감독당국은 배정 방식에 관한 상세한 공시가 공모주 저가발행의 원인이 된다는 판단 하에 배정방식 공시를 간소화하였다. 2002년 전면개정체제에서는 제정 인수업무규칙상의 “수요예측시 배정기준” 내용이 증권신고서 “수량배정방법” 항목에 그대로 반영되어 공시하게 함으로써 인수인의 물량배정권을 제한하였다. 그러나 2007년 개정체제에서 수요예측시 배정기준을 상세히

36) 이성경 (2004. 4. 9) 참조.

37) 금융감독원 정례브리핑자료 (2004. 11. 16) 참조.

공시하지 않게 하고, 감독당국도 공시된 배정방식에 대한 심사규제를 자재하였다. 결과적으로 배정방식에 있어 다음과 같은 두 가지 큰 변화가 발생하였다. 첫째, 확정공모가격 미만 신청자에게는 물량을 배정하지 않고 확정공모가격 이상을 신청한 수요예측참여자들에게만 물량을 배정하였다. 둘째, 수요예측참여자에 대해 신청한도를 두고 가중치를 적용한 실수요량을 산정하여 안분배정하던 방식에서, 신청한도에 제한 없이 신청가격, 신청시점, 신청인의 질적 요소(공모실적, 운용규모, 투자성향)를 고려하여 자율배정하는 방식으로 바뀌었다. 이러한 배정방식의 변화로 인해 인수인이 수요예측 참가자의 정보제공에 대한 보상으로서 물량배정을 할 수 있는 자율성이 증대되었다. 상술한 증권업협회 인수업무규칙 시기에 있어 공모주 배정비율에 관한 주요 변화를 개관하면 <표 II-9>와 같다.

<표 II-9> 협회인수업무규칙기 공모주 배정비율 변화

	2000년 12월	2001년 8월	2003년 8월	2005년 3월	2007년 6월
우리사주 조합원	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)
일반청약자	20% (코스닥 35%)	20% (코스닥 35%)	20% 이상	20% 이상	20% 이상
기관투자자	20% (코스닥 15%)	15% (코스닥 10%)	잔여주식	잔여주식	잔여주식
고수익증권 투자신탁등 ²⁾	40% (코스닥 50%)	45% (코스닥 55%)	30% ¹⁾		배정 문구 삭제

주: 1) 경과규정을 두어 2004년 9월 이후 적용

2) 2004년 9월 규칙 개정을 통해, 고수익증권투자신탁등의 개념이 고수익간접투자기구로 대체됨

라) 시장조성 방식

2000년 12월 제정 인수업무규칙은 시장조성기간을 기존의 2개월 이상에서 1개월 이상으로 줄였다.(해당 규칙 제35조) 결과적으로 인수업무규제가 자율규제로 바뀐 취지에 맞게 주간사의 시장조성에 관한 자율성이 제도적으로는 증대되었다고 평가할 수 있다.

2002년 7월 전면개정을 통해 공모가격 결정 및 인수주식 배정에 있어 주간사의 자율성을 높임과 동시에 책임성 강화를 위해 주간사의 시장조성의무를 강화하고 초과배정옵션(over-allotment option, greenshoe option) 제도를 도입하였다. 주간사의 책임성을 높이기 위해 시장조성에 있어 가격 유지요건을 기존의 공모가액 80% 이상에서 90% 이상으로 확대하였다.(해당 규칙 제11조) 이때 시장조성자인 주간사가 시장위험에 크게 노출되는 것을 방지하기 위하여, 주가지수 내지는 업종지수가 급락하는 경우 의무 시장조성가액을 초과된 하락율 만큼 하향조정할 수 있도록 하였다. 또한 주간사가 시장조성을 보다 시장친화적으로 할 수 있게 하려는 취지에서 초과배정옵션제도가 도입되었다.(해당 규칙 제10조) 해당 초과배정옵션제도는 해외 투자은행의 초과배정옵션계약을 벤치마킹한 것으로, 초과수요가 있는 경우 주간사가 약정 공모주식 수량을 초과(공모수량 15% 이내)하여 공모가격에 청약자에게 초과배정을 하고 발행회사로부터 초과수량만큼 약정 가격에 매수할 수 있는 권리를 부여받는 제도이다. 동 제도의 도입으로 주간사는 추가비용 부담없이 시장을 조성하고 동시에 추가적 인수수수료 확보의 기회를 얻을 수 있게 되었고, 발행회사는 초과수요 및 주가상승에 따른 추가 자금조달 기회를 확보할 수 있게 되었다.

2003년 5월 감독당국은 2002년 7월 인수업무 자율화 조치 이후 실태 파악을 통해, 강화된 시장조성제도가 공모가격 저평가를 유도하고 인수회사의 부담을 가중시킨다는 점을 인지하였다.³⁸⁾ 이에 동년 8월 26일 인

수업무규칙을 개정하여 주관회사의 시장조성의무를 폐지하고, 풋백옵션(put-back option) 제도를 도입하였다.³⁹⁾ 풋백옵션은 일반청약자가 공모주 매개개시일로부터 1개월까지 장외시장에서 배정받은 주식을 공모가격의 90% 이상의 가격으로 인수회사에게 되팔 수 있는 권리이다.(해당 규칙 제11조) 풋백옵션제도는 시장조성제도와는 달리 일반청약자만을 위한 손실보전이라는 점에서 정부의 일반투자자를 위한 후견적 정책으로 평가된다. 반면, 성숙한 공모시장 조성을 위한 투자자의 자기책임원칙에는 일정부분 반하는 제도로 평가할 수 있다. 2003년 8월 개정 규칙은 초과배정옵션 제도를 활성화시키기 위해, 초과배정으로 인한 순매도포지션 해소를 위한 장내 최저매입가격을 기존 공모가격의 100%에서 95% 이상으로 낮추었다.(해당 규칙 제10조) 같은 취지에서 2005년 7월 26일 인수업무규칙 개정을 통해 장내 최저매입가격을 다시 공모가격의 90% 이상으로 낮추었다.

2007년 6월 인수업무규칙 개정에 따라, 풋백옵션제도가 폐지되었다. 풋백옵션제도는 시장상황 악화에 따른 공모주식 추가하락에 대해서도 인수인에게 부담을 지우는 점에서 인수인의 자율성-책임성 비례의 원칙에 반하는 제도였다. 현실적으로 인수인의 풋백옵션 물량의 매입부담이 인수가격 저가책정의 원인이 된다는 정책적 판단도 풋백옵션제도 폐지의 원인으로 작용하였다.

상술한 증권업협회 인수업무규칙 시기에 있어 공모후 시장조성에 관한 주요 제도 변화를 개관하면 아래의 <표Ⅱ-10>과 같다.

38) 금융감독원 보도자료 (2003. 5. 22) 참조.

39) 금융감독원 보도자료 (2003. 8. 19) 참조.

<표 II-10> 협회인수업무규칙기 시장조성 관련 주요 제도 변화

	2000년 12월 규칙제정	2002년 7월 규칙개정	2003년 8월 규칙개정	2007년 6월 규칙개정
시장조성 제도	시장조성 최저기간 1개월로 단축, 공모가 80% 이상 유지	시장조성가격 공모주 90%이상, 초과배정옵션 제도도입	시장조성의무 폐지, 풋백옵션제도 도입	풋백옵션제도 폐지

3) 금융투자협회 인수업무규정 시기 (2009-현재)

가) 개요

2009년 2월 4일 자본시장법 시행에 발맞추어 증권업협회, 선물협회, 자산운용협회가 통합되어 한국금융투자협회가 출범하였다. 이러한 자본 시장 통합법령, 통합 금융투자협회 시대에 대비하여 2008년 12월 30일 기존의 인수업무규칙은 증권 인수업무에 관한 규정(이하 “인수업무규정”)으로 대체되었다. 상술한 인수업무규칙 시기에는 특히 2007년 개정을 정점으로 인수업무 자율화를 위한 제도적 기반이 갖추어졌다. 이후 수요예측에 기반한 공모가격 책정, 초과배정옵션을 활용한 시장안정화 등에 관한 큰 폭의 제도상 변화는 없었다. 따라서 협회 인수업무규정 시기는 규정변경을 통한 제도개선 보다는 기업실사, 수요예측 등에 있어서의 건전하고 효율적인 인수업무 관행개선 등에 정책적 초점을 둔 시기로 볼 수 있다. 그러나 2010년 이후, 공모가격 결정에 관한 공시규제는 인수인의 가격결정 자율성을 제약하고, 하이일드펀드에 대한 의무배정 확대는 2007년 자율화 조치의 취지를 부분적으로 훼손하였다.

협회 인수업무규정 시기의 인수인 기업실사 책임강화 정책은 2008년 12월 16일 자본시장법 시행을 앞두고 금융감독원이 발표한 “건전한 증권 인수업무 관행 확립” 방안에서 시작되었다.⁴⁰⁾ 해당 조치는 인수회사

가 법령상 부담하는 적절한 주의(due diligence) 의무의 구체적 내용을 이루는 업무지침 및 규제기준 마련하기 위한 취지에서 이루어졌다. 감독당국이 이러한 조치를 하게 된 배경에는 기업공개 시장에서의 증권사간 경쟁이 격해지자 인수회사가 부실기업에 대해서도 무차별적으로 공모주선 행위를 하고 기업실사 및 공시내용 검증을 형식적으로만 하는 경우가 빈번해지고, 증권신고서 부실기재 및 이에 따른 정정명령이 늘어나는 인수업무 실태가 크게 작용하였다. 법령 해석상으로 인수회사는 형식적 주의의무 이행으로 인해 증권신고서 거짓기재 등으로 인한 손해배상책임을 지고 증권관련 집단소송의 대상이 될 수 있는데, 인수인 주의의무에 관한 구체적 기준이 없어 인수인의 규제위험 및 소송위험이 높아질 수 있었다. 감독당국은 인수업무의 다양성에 비추어 적절한 주의에 관한 확일적 기준 제시가 바람직하지 않다는 점을 인지하고, 원칙 중심으로 적절한 주의기준을 제시하고 인수업무 내부통제시스템 구축⁴¹⁾ 및 수행 여부 점검 등 절차적 규제를 강화하려 하였다. 기업실사시 적절한 주의의무에 관한 규제강화는 발행시장 공시정보의 진실성을 담보하는 조치임과 동시에 기업공개시 기업가치 발굴을 위한 중요 투자정보가 만들어지는 과정을 제도적으로 보장하는 조치로서 의의를 가진다. 또한 인수회사가 적절한 주의의무에 따라 발행공시의 진실성을 인정한 경우 공모주식 추가하락의 책임은 투자자가 부담해야 한다는 투자자 자기책임 원칙의 확립을 위한 전제 조치로서도 의의가 있다.

인수업무에 관한 기업실사 강화 및 내부통제시스템 구축이 새로운 인수업무 규제의 패러다임이 됨에 따라 자율규제인 대표주관업무모범기준, 표준내부통제기준 등의 제·개정이 금융정책당국의 관심사로 자리 잡

40) 금융감독원 보도자료 (2008. 12. 16) 참조.

41) 2012년 1월 3일 금융투자업규정을 개정하여 대표주관회사 업무에 관한 “담당직원의 적격기준, 기업실사 수행의 최소기간 및 법률·회계전문가 등 참여의무자, 일반적인 조사·검증절차 등”에 관한 내부통제기준 마련을 의무화하였다. (금융투자업규정 제2-22조제1항제10호)

게 되었다. 그러나 인수인의 기업실사 강화정책이 일관된 원칙하에 발전적으로 추진된 것으로 보이지는 않는다. 예를 들어, 인수인의 기업실사 강화를 위해 2011년 11월 30일 인수업무규정이 개정되어 대표주관계약 체결시한 제도가 부활하였으나, 2014년 10월 16일 동 규정이 다시 개정되어 체결시한이 2011년 개정 당시의 3개월에서 2개월로 줄어들었다.(해당 규정 제3조)⁴²⁾ 인수인의 대표주관계약 체결시한이 줄게 되면 상장사의 신속성에는 도움이 될 수 있지만, 인수인이 기업실사 등 기업공개 준비에 필요한 충분한 시간을 법적으로 확보하기 어렵고 발행회사가 발행조건이 불리한 경우 인수인에게 교체 압력을 넣을 수 있는 단점이 있다. 이러한 점은 금융정책당국이 인수업무의 신속성과 책임성을 시장상황에 따라 규제 철학 없이 조율하여 온 단면을 보여 준다. 이러한 정책적 일관성의 결여로 인해, 고섬 판결(2011가합18490)에서 나타난 바와 같이 대표주관회사의 업무 관련 법적 책임에 대해서는 여전히 불확실성이 존재하고 기업실사 강화 등의 정책적 취지를 달성하였는지에 대해서는 여전히 의문을 남긴다.

협회 인수업무규정 시기의 인수업무 관련 정책에는 자율적 측면과 규제적 측면(인수업무와 관계없는 정책적 측면)이 원칙없이 공존하고 있다. 예를 들어, 협회 자율규제위원회의 불성실 수요예측참여자 지정제도 등 수요예측 과정에서의 실수요 파악 및 가격발견 기능 향상을 위한 정책적 노력이 계속되고 있다. 반면, 해당 기업공개와 관련성이 없는 하이

42) 대표주관계약 체결시한 제도가 빈번하게 바뀌는 원인 중 하나로 유가증권시장과 코스닥시장의 특성을 반영하지 않는 일률적 제도 적용을 들 수 있다. 발행회사의 헤게모니가 인수회사에 비해 큰 유가증권시장의 경우 대표주관계약 체결시한은 정책적으로 충분히 보장되어야 하는 반면, 신생기업들의 경제적이고 신속한 상장이 요구되는 코스닥시장의 경우 대표주관계약 체결시한은 탄력적으로 운영되어야 한다. 결국 유가증권시장과 코스닥시장의 특성을 반영하지 않고 일률적으로 단기정책 목표에 따라 체결시한을 빈번하게 조정하기 때문에 증권인수서비스의 꾸준한 질적 개선 효과가 발생하기 어려운 문제점이 나타났다.

일드펀드 활성화 등의 정책적 목적을 위해 수요예측에 참여하는 고수익 펀드에 대한 배정비율을 높여 발행시장의 가격 발견 기능을 왜곡시키는 상황도 발생하고 있다.

나) 가격결정 방식

2007년 인수업무 자율화 조치 이후 가격결정 방식에 관한 큰 제도상의 변화는 없었다. 2010년 신규공모시장이 활황일 당시 최대 규모로 상장된 국내 대기업의 주가가 공모가 대비 크게 하락하여 공모가 부풀리기 논란 등이 발생하자 공모가격 규제(특히 공모희망가액 산출 방법)가 강화되었다. 이러한 규제강화는 법령개정이 아닌 감독실무를 통해 이루어졌다. 금융감독원은 내부지침인 기업공시서식 작성기준을 개정하여 “공모가격 결정” 조항(제2-1-3조)의 작성지침 중 공모가격 “산정개요”만을 기재할 수 있도록 한 문구를 삭제하였다.⁴³⁾ 결국 2007년 이전과 같이 공모희망가격밴드 산정의 근거가 되는 주당 평가가액의 산출방법과 할인율 등을 공시하도록 한 것이다. 이로 인해 공모가격결정에 관한 공시는 기존의 “공모희망가격밴드-확정공모가액” 공시방식에서 “주당 평가가액-공모희망가격밴드-확정공모가액” 공시방식으로 확대되었다. 가격결정에 관한 공시 확대에 따라 공시심사 권한을 가진 감독당국의 가격결정 규제권한도 커지게 되었다.

거래소도 상장심사 권한을 활용하여 비교대상기업 선정, 상장예정 공모가범위에 대한 심사를 강화하였다.⁴⁴⁾ 금융위원회는 2011년 11월 23일

43) 금융감독원의 2009년 기업공시서식 작성기준 제2-1-3조의 작성지침에는 “증권시장에 주식을 신규로 상장하기 위하여 공모하는 경우에는 해당가격 산정개요를 기재함으로써 위 사항의 기재를 갈음할 수 있다”는 문구가 있었으나, 2011년 기업공시서식 작성기준에는 해당 문구가 삭제되어있다.

44) 이러한 공모가격 산정에 관한 규제 강화는 2010년 말 대형 신규 공모를 위한 코스닥시장 상장예비심사과정에서 확연히 나타났다. 해당 기업은 상장

“시장건전화 및 투자자보호를 위한 IPO제도 개선방안”을 발표하여 공모 가격결정 절차의 공시 강화를 공식적으로 표명하였다. 이에 따라 공모주식 가치분석 결과에 상대가치법 이외에 본질가치법에 따른 평가결과도 비교 공시하도록 하였다. 이를 반영하여 금융감독원은 기업공시서식 작성기준을 개정하여, “비교가치법으로 공모주식을 평가한 경우에는 ... 본질가치법에 의한 자산가치의 평가결과도 함께 기재”하게 하였다.(동 기준 제2-1-3조) 또한 금융위원회는 2012년 1월 3일 금융투자업규정을 개정하여, 시장관행에 비추어 현저하게 불공정한 공모가격 결정 및 절차를 불건전 인수행위로 규정하여 제재할 법적 근거를 마련하였다.

2012년 2월 13일 금융투자협회는 공모가 부풀리기 방지를 목적으로 “기업공개 수요예측 모범규준”(이하 “모범규준”)을 발표하고 동년 3월 31일부터 시행하였다. 해당 모범규준은 공모희망가격밴드의 제시에 있어 추정 적정가격의 일정 범위($\pm 15\%$)를 넘지 않도록 사실상 규제하였다. 수요예측 참가자의 제시금액이 과도하게 높거나 낮은 경우, 공모가격 결정에 이를 반영하지 않거나 낮은 가중치를 두어 반영하도록 하였다. 또한 신청가격을 제시하지 않고 참여물량만을 주문(market order)하는 경우 공모가밴드의 최상위가격으로 간주하는 관행을 근절시키기 위해,⁴⁵⁾ 가격을 미제시한 신청을 공모가격 결정에 있어 전혀 고려하지 않도록 하였다. 해당 모범규준은 협회 비록 모범규준의 형식을 빌리긴 하였으나 사실상 법규적 효력을 발휘하였다. 해당 모범규준이 가격통제 방식만을 신

된 유사업종이 없어 상대가치에 기반한 주당 평가금액을 산정하기 어려웠는데 거래소는 심사과정에서 상장요건을 충족함에도 불구하고 예정공모가범위가 높다는 이유로 비교대상기업(표면적으로 업종 지정 문제)을 바꾸어 공모희망가격을 낮출 것을 요구하며 6개월 만에 상장예비심사를 승인하였다. 또한 증권신고서 제출 이후에도 비교대상기업과의 실적 정정 등을 이유로 금융감독원은 이해적으로 신고서 정정명령을 내렸다. 결국 해당 기업은 공모희망가격밴드와 확정공모금액이 낮게 조정되어 공모 후 상장되었다.

45) 금융위원회 보도자료 (2011. 11. 23) 참조.

설한 것은 아니었다. 모범규준 공모주식 신청방식을 다양화함에 따라, 지정가 신청(limit bids)이외에 복수가격 신청(step bids) 방식 등이 사용되었다.⁴⁶⁾ 상술한 모범규준은 동년 12월 17일 금융투자협회에서 제정한 “대표주관업무모범기준”의 제3부 기업공개를 위한 수요예측 부분에 포함된다.

협회 인수업무규정 시기인 현재, 수요예측 참여자격이 있는 기관투자자의 범위는 확대되고 있다.(해당 규정 제2조) 2012년 1월 17일 협회 인수업무규정 개정을 통해, 우정사업본부, 한국정책금융공사, 신용협동조합중앙회 등이 수요예측참여 기관투자자에 포함되었다. 2014년 3월 20일 개정에서 투자일임업자와 신탁업자(고위험고수익신탁인 경우로 한정)도 기관투자자에 포함되었다. 이 경우 집합투자업자의 경우에서와 같이,⁴⁷⁾ 투자일임업자 또는 신탁업자는 자신의 고유재산과 투자일임재산 또는 신탁재산을 구분하여 수요예측에 참여하도록 하였다.(해당 규정 제5조) 2015년 6월 18일과 7월 16일 두 차례 개정을 통해, 고위험고수익신탁이 아닌 경우에도 부동산신탁회사와 투자일임회사가 일정한 조건 하에 수요예측에 참여할 수 있도록 하였다. 투자일임회사는 위임자가 일정기간 일정규모로 계약을 유지(3개월, 5억원)한 기관투자자로서 결격요건(이해관계자, 불성실 수요예측참여자)이 없는 경우에만 해당 투자자 계정을 통해 수요예측에 참여할 수 있다. 또한 부동산투자신탁은 고유계정으로만 수요예측에 참여하게 하였다.(규정 제5조의2) 이러한 일련의 조치는

46) 사조씨푸드 투자설명서 정정신고 (2012. 6. 15) 참조. 모범규준의 시행 시기는 2012년 3월 31일이었으나, 복수가격 신청방식의 시행은 전산시스템 구축 등을 이유로 동년 5월 1일부터 시행하는 것으로 하였다. 금융투자협회, 기업공개 수요예측 모범규준 (2012. 2. 13) 부칙 참조.

47) 2011년 11월 30일 인수업무규정이 개정되어, 수요예측에 있어 집합투자회사가 회사의 고유재산과 집합투자기구의 펀드재산을 분리하여 참여하도록 하였다.(해당 규정 제5조) 이러한 조치는 집합투자회사의 고유재산 참여가 확대됨에 따라 운용하는 펀드에 대한 배정물량이 감소되는 사태를 방지하기 위해 취해졌다.

외견상 수요예측 참여 기반의 확대를 통해 다양한 시장수요를 파악하기 위한 것으로 보인다. 그러나 기업공개의 자율성 및 시장기능 강화와는 전혀 관계가 없는 정책적 고려로 인해 발행시장의 가격발견 기능이 훼손될 위험성이 있다. 예를 들어, 가격발견 정보제공을 위한 대가로 공모주를 배정하는 것이 아니라 투자일임시장 육성을 이유로 투자일임회사를 기관투자자의 범위에 포함시켜 배정을 하기 때문에,⁴⁸⁾ 해당 일임업자가 발행기업에 대한 적절한 기업평가능력을 갖추었는지, 장기투자자로서 해당 수요예측에 참여하는 것인지에 대해 인수인이 관리·통제하기 어렵게 된다. 이러한 현상은 근본적으로 수요예측 대상 기관투자자에 관한 법정 열거주의의 부작용으로 볼 수 있다.

협회 인수업무규정시기인 현재, 불성실 수요예측참여자에 대한 제재 및 관리는 계속 강화되고 체계화되고 있다. 2010년 8월 20일 인수업무규정 개정을 통해, 금융투자협회 자율규제위원회가 불성실 수요예측참여자를 지정하고 제재하는 체제가 구축되었다.(해당 규정 제17조의2) 또한 불성실 수요예측참여의 사유가 되는 의무보유 확약의 이행여부 확인 절차의 실효성을 높이기 위해, 일별 잔고를 기준으로 의무보유 여부를 확인하도록 하는 규정이 추가되었다. 이로 인해 과거 의무보유기간 종료일에 맞추어 주식 잔고를 채움으로써 공모주 보유의무를 편법적으로 회피하는 사례를 방지할 수 있게 되었다. 2011년 11월 30일 개정된 인수업무규정은 불성실 수요예측참여자에 대해 위반의 경중 및 가중·감경사유에 따라 제재를 차등화하였다.(해당 규정 별표1) 또한 2014년 11월 20일 인수업무규정 개정에 따라, 공모주 대리청약이 불성실 수요예측참여 사유에 추가되어 최장 3년까지 수요예측 참여를 금지할 수 있도록 하였다. 해당 조치는 2014년 대형 신규공모에 연기금이 복수의 일임계좌를 통해 수요예측에 참여하여 이슈가 되자 단행된 것이다. 제도적으로 해당 조치는 수요예측 교란행위를 방지하여 궁극적으로 적정 공모가격 형성을 보

48) 금융투자협회 보도자료 (2015. 6. 22) 참조.

<표 II-11> 협회 인수업무규정기 공모가 결정방식 관련 주요 제도 변화

	2011년11월 IPO 제도개선 방안	2012년1월 금융투자업 규정 개정	2012년 2월 협회 수요예측모범규준 ^{주)} 제정
가격결정 규제	공모가격 결정절차 공시강화, 본질가치 산정결과 병기	공모가격 결정 및 절차에 관한 불건전 인수행위 처벌	공모희망가격밴드 제한(추정가격 $\pm 15\%$), 공모가격 결정시 배제기준 사실상 규정화

주: 수요예측모범규준은 2012년 12월 대표주관업무모범기준에 포함됨

장하기 위한 취지를 갖는다. 또한 동 개정은 12개월 이내 참여제한에 해당하는 불성실 수요예측참여자의 최저 위반요건을 10억원 초과(관련 조항 제정 당시 100억원 초과, 개정 20억원 초과)로 낮추어 불성실 수요예측참여자에 대한 제재를 강화하였다.

상술한 금융투자협회 인수업무규정 시기에 있어 공모주 가격결정 방식에 관한 주요 제도 변화를 개관하면 <표 II-11>과 같다.

다) 물량배정 방식

2012년 2월 제정된 모범규준은 수요예측에 있어 가격을 제시하지 않거나⁴⁹⁾ 높은 가격으로 신청한 수요예측참여자에 대하여 우대배정하는 것을 금지하였다. 높은 가격을 제시한 참여자에 대한 우대배정 금지는 공모가격 부풀리기에 대한 규제적 성격이 강하며, 발행회사와의 협의에 의해 정하여진 확정 공모가격보다 높게 제시된 가격은 정보가치가 무조

49) 정리하자면 2012년 모범규준 체제에 따르면, 수요예측시 참여물량만을 제시하고 신청가격을 미제시한 경우에는 가격결정에 있어 해당 신청이 배제된다. 그러나 물량배정에 있어서는 확정공모가격으로 참가한 것으로 간주되어 공모주식이 배정된다. 단, 우대배정은 금지된다.

건 적다는 다소 무리한 가설에 기반하고 있다. 이로 인해 인수인의 공모 가결정 및 물량배정 권한이 제한될 수 있다. 또한 해당 모범규준은 의무 보유확약을 한 수요예측참여자에 대한 우선배정을 명시하였는데, 이는 수요예측과정에 있어 장기투자자의 참여를 높이기 위한 조치로서 이후 의무보유확약 기간범위가 기존에 통상 1개월이었던 것이 통상 3개월로 증가하게 되었다.

2013년 11월 29일 개정 인수업무규정은 당시 자본시장법 개정 내용을 반영하여, 신주배정에 있어 실권주가 발생한 경우 원칙적으로 발행을 철회해야 하지만 인수인이 실권주 전부를 취득하는 경우 예외를 인정하였다.(해당 규정 제9조) 2014년 10월 16일 개정을 통해, 2005년 폐지된 고수익증권투자신탁등에 대한 우선배정 제도가 고위험고수익투자신탁에 대한 우선배정 제도로 부활하여 고위험고수익투자신탁에 공모주식의 10%이상을 배정하도록 하였다. 이로 인해 공모주식 배정은 우리사주조합원에 대해 전체 공모주식의 20%(유가증권시장 상장외의 경우에만 의무 배정), 일반청약자에 대해 20% 이상, 고위험고수익투자신탁에 대해 10% 이상, 기관투자자에게 잔여주식을 배정하는 방식으로 바뀌었다. 이는 신규공모시장에 대한 정부의 정책적 관여도가 증가한 것으로 해석할 수 있다. 2015년 9월 17일 개정 규정은 “코넥스 고위험고수익투자신탁”(코넥스 상장주식 평균보유비율 1% 이상)의 정의 규정을 신설하고, 해당 펀드가 코스닥 상장 공모주에 청약하는 경우 고위험고수익투자신탁 배정분(10%)에서 전체 공모주식의 3% 이상을 우선배정 하도록 하였다.(해당 규정 제9조) 상술한 금융투자협회 인수업무규정 시기에 있어 공모주 배정비율에 관한 주요 변화를 개관하면 아래의 <표 II-12>와 같다.

<표 II-12> 협회인수업무규정기 공모주 배정비율 변화

	2008년 12월	2014년 10월	2015년 9월
우리사주 조합원	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)	20% (코스닥 20% 가능)
일반청약자	20% 이상	20% 이상	20% 이상
기관투자자	잔여주식	잔여주식	잔여주식
고위험고수 투자신탁	N/A	10% 이상	10% 이상 (코스닥 - 코넥스 고위험고수투자신탁 에 3% 이상)

라. 한국 신규공모시장의 제도적 특징

한국 신규공모시장의 가장 큰 제도적 특징은 관련 제도가 업계 관행 및 그에 대한 정부의 대응을 통해 상향식으로 발전한 것이 아니라, 정부가 정책 목표를 이루기 위해 선진국 발행시장의 제도를 벤치마크 하며 하향식으로 발전시킨 점이다. 이러한 정부 주도의 신규공모시장 육성은 한국 발행시장 태동기의 발전을 이끌어내는 데에는 효과적이었다. 1996년 출범한 코스닥시장이 정부의 육성 정책에 힘입어 오늘날 세계적 규모의 하이테크 주식시장으로 발전한 것이 그 좋은 예이다. 그러나 발행시장이 성숙기에 접어들면서, 발행시장 참여자의 자율성과 역량의 부족은 한국 신규공모시장의 선진화에 발목을 잡고 있다. 특히 신규공모시장의 문지기 역할을 하는 인수인의 자율성과 책임성은 금융 선진국에 비해 부족한 실정이다.

한국 신규공모시장은 외형상 선진국의 제도적 기반은 갖추고 있으나 기능적 측면에서 정부와 공적규제기관의 영향력이 크고 시장참가자의 자

<표 II-13> 한국과 미국의 인수업무 관련 제도 비교

	한국 신규공모시장	미국 신규공모시장
가격결정	공모가 산정방식 상세 공시	공모가 산정방식에 대한 규제 없음
수요예측 참여	참여자 자격 규정화	인수인이 참여자 관리
물량배정	규정화된 배정비율	인수인 자율 (대가성 배정에 대한 불공정거래 규제)
시장조성 및 보호예수	초과배정옵션 활용도 적음, 보호예수 규정 중심	초과배정옵션 활용도 큼, 보호예수 계약 중심
인수인의 법적 책임	형식적 대표주관사에 책임 집중, 인수인의견 기재 범위에 국한하여 과징금 책임	원칙적 모든 인수인 책임 (인수인 신디케이트 책임 배분), 신고서 부실기재에 대해 원칙적 과징금 책임

율성이 부족한 특징을 가진다. 미국 발행시장에서 공모주 가치평가 및 수요과약을 위해 투자은행을 중심으로 업계에서 자생적으로 발전한 수요예측제도가 한국에서 정부주도로 도입되어 관리되어 오면서, 인수인의 가격결정 및 물량배정의 자율성이 제한되고 기업실사에 대한 법적 책임이 국제적으로 낮은 현실이 상술한 국내 시장 특성을 잘 예시하고 있다. 한국과 미국의 인수업무 관련 제도를 비교하면 다음과 같다.

<표 II-13>에서 나타내듯이, 한국 신규공모시장에서 인수인의 자율성과 책임성은 제도적으로 제약되어 있다. 현재 인수업무의 방법과 절차는 상당부분 자율화되었으나 감독기구와 자율규제기구가 공시규제권한, 자율규제권한을 토대로 실질적 규제를 하고 있는 실정이다. 예를 들어 거래소는 공모가격 적정성에 관한 직접성 규제 권한은 없지만, 발행시장의 문지기인 인수인 신뢰성에 반비례하여 규제수위를 조절하며 투자자 보호를 명분으로 사실상의 공모가 규제를 하고 있다.⁵⁰⁾ 또한 불성실 수요

예측참여자에 대한 관리시스템도 인수인이 아닌 감독기구와 자율규제기구를 중심으로 구축되어 있다.

한국 신규공모시장에서 정부의 규제완화 정책과 규제관행의 불일치는 발행시장의 문지기인 인수인의 자율성을 훼손하며 기업평가, 가격발견, 시장조성 등의 투자은행 기능을 위축시켜 오고 있다. 발행시장의 1차적 문지기인 인수인의 자율성이 낮은 것에 비례하여 책임성도 국제적으로 낮다. 특히 증권신고서 등 투자정보 제공에 관한 부실기재 책임이 제도적·실무적으로 낮기 때문에 인수인의 투자정보 인증기능도 미흡하다. 국제적으로 낮은 인수수수료, 과당경쟁구조 등은 이러한 인수인의 투자정보 인증기능이 약화된 결과로 볼 수 있다. 이러한 문제점에 대한 대응방안으로 강구되어야 할 인수인의 평판시장 형성, 문지기 기능 강화를 위한 정책 및 제도가 취약하다는 점도 한국 신규공모시장의 제도적 특징 중 하나로 볼 수 있다.

2. 한국 신규공모시장의 추이 및 국제비교

본 절에서는 주식을 신규로 공모하여 코스닥 및 유가증권시장에 상장한 국내외 기업을 신규공모기업으로 정의하고 2001년부터 2014년까지 신규공모시장의 현황을 개관한다. 신규공모기업에 대한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer system: DART)에 공시된 투자설명서와 주식발행신고서, 기업재무 및 주가관련 정보를 제공하는 DataGuide에서 구하였다.

50) 이길용 (2014. 7. 25) (주관사 인수 의무제의 시행으로 인해 주관사들이 결정하는 공모가격에 대한 신뢰가 커졌다고 판단하자, 거래소가 공모가 결정 개입을 자제) 참조.

신규공모건수, 신규공모기업의 재무적 특성, 신규공모주 저평가, 인수 수수료 및 시장구조 등을 중심으로 한국 신규공모시장의 시계열적인 추이를 보고 이를 해외시장과 비교한다. 국제비교 대상국으로는 미국, 캐나다, 일본, 중국, 홍콩, 영국, 독일, 호주, 프랑스, 싱가포르 등 선진화된 시장으로 정하였고, Dealogic과 Bloomberg에서 제공한 자료를 사용하였다.

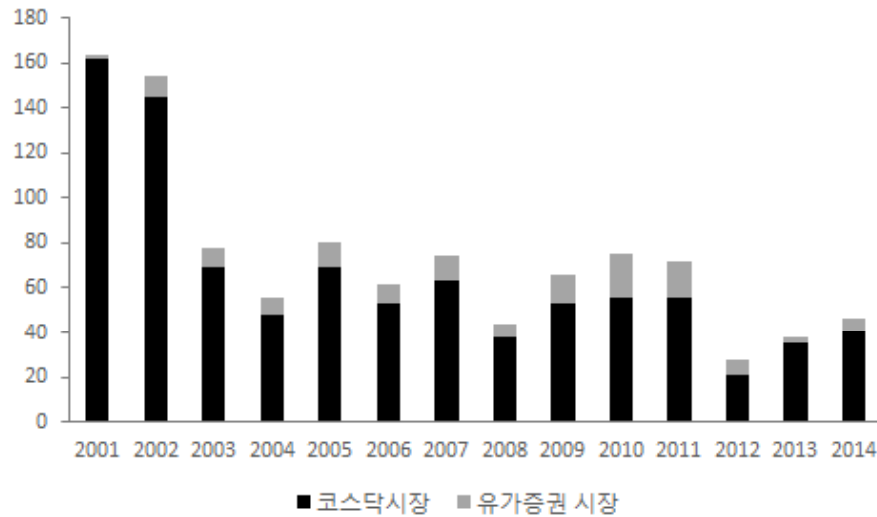
가. 신규공모건수의 추세

연간 신규공모건수는 해당연도 신규공모시장에 참여한 기업의 수로서 주식을 신규로 공모하여 상장하고자 하는 기업들의 수요를 보여준다. 또한 Lowry (2003)를 비롯한 연구문헌들은 이러한 신규공모건수에 영향을 주는 요인이 무엇인지를 논의하는 등 신규공모건수는 신규공모시장의 현황을 나타내는 대표적인 지표로 평가되고 있다.

상당수의 연구문헌들⁵¹⁾은 신규공모건수에 영향을 주는 중요한 요인으로 기업의 자금조달 수요와 투자자심리를 공통적으로 제시하고 있다. 성장 기회를 가지게 된 비상장기업은 거대한 투자자금을 조달하고자 주식시장의 자금조달 창구인 신규공모시장에 참여할 유인이 커진다는 것이다. 투자자심리(market sentiment)도 신규공모의 성공 가능성을 높이고 공모가 결정에도 긍정적으로 영향을 주게 되어 비상장기업의 상장을 통한 자금조달 비용을 낮춘다. 즉 실물경제의 변화와 주식시장의 활황여부 모두 신규공모건수를 결정하는 중요한 외생적인 요인인 것으로 평가되고 있다.

51) Gao, Ritter and Zhu (2013)는 1980년부터 2009년까지의 자료를 이용하여 미국 신규공모건수의 감소추세에 대한 원인을 범위의 경제가 중요해지고 있는 생산시장의 구조적 변화로 보았다. 그들은 이러한 생산시장의 구조적 변화로 인해 과거에는 신규공모를 하였던 기업이 M&A를 통한 성장 또는 투자회수를 하고 있다고 주장하였다. 그들은 신규공모건수의 결정요인을 자금조달 수요와 투자자심리 외 시장구조의 변화로 확장하여 본 것이다.

<그림 II-1> 한국 신규공모시장의 연도별 건수 추이



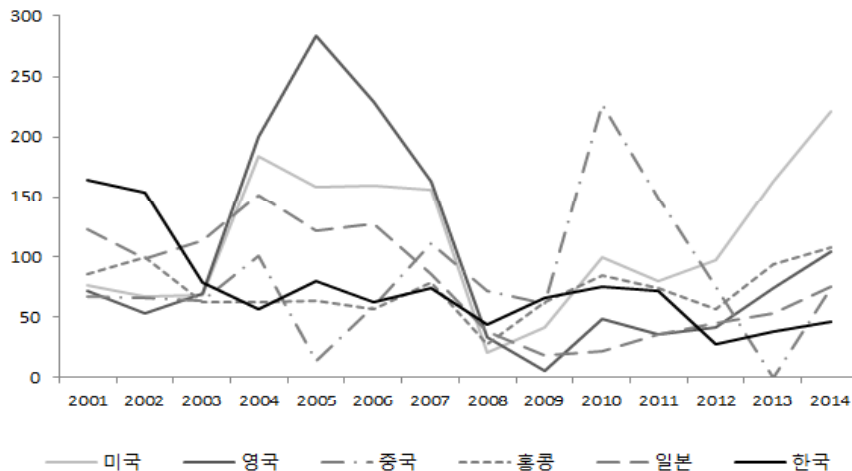
<그림 II-1>은 코스닥 및 유가증권시장의 신규공모건수를 연도별로 보여주고 있다. 유가증권시장 신규공모건수는 연평균 9.2건이었고 코스닥시장은 연평균 64.9건이었으며, 신규공모시장에서 코스닥시장 신규공모가 차지하는 비중은 75.0~98.7% 사이로 매우 높았다. 코스닥시장 신규공모건수는 절대적인 수치와 비중 모두 유가증권시장보다 압도적으로 높았다.

2001년부터 2014년 사이, 한국의 신규공모건수는 코스닥시장을 중심으로 감소 추세를 꾸준히 보이고 있다⁵²⁾. IT버블 당시인 2001년과 2002년 연간 150건 전후였던 코스닥시장 신규공모건수는 2003년 이후

52) 2015년 코스닥시장과 유가증권시장의 신규공모건수는 각각 59건과 16건으로 장기적인 하락추세에서 반등하는 모습을 보였다. 이는 시장환경의 변화 뿐 아니라 중소·벤처기업의 상장여건 개선, 상장규제 합리화 등을 골자로 한 2014년 금융당국과 한국거래소의 상장활성화 정책에 따른 것으로 보인다.

연간 70건 미만의 수준으로 하락하였다. IT버블 시기의 코스닥시장 신규 공모건수는 예외적으로 높았던 것으로 보인다. 더욱이 2003년 이후부터 2008년 금융위기 이전까지 연평균 60건이었던 코스닥시장의 신규공모건수는 금융위기 이후 연평균 43.5건 수준으로 하락한 것으로 나타났다. 2012년부터 2014년 기간의 코스닥시장 신규공모건수는 연평균 32건으로, 코스닥 신규공모시장은 2000년대 이후 가장 큰 침체기를 겪었다⁵³⁾.

<그림 II-2> 해외 신규공모시장의 연도별 건수 추이



주: 미국은 뉴욕증권거래소(New York stock exchange: NYSE)와 NASDAQ, 영국은 런던증권거래소(London Stock Exchange: LSE)의 주시장(Main Market: MM)과 AIM(Alternative Investment Market), 중국은 선전증권거래소(Shenzhen Stock Exchange: SZSE)와 상해증권거래소(Shanghai Stock Exchange: SSE), 홍콩은 홍콩증권거래소(Hong Kong Exchange: HKEx)와 GEM(Growth Enterprise Market), 일본은 일본거래소그룹(Japan Exchange Group: JPX) 내 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange: TSE)와 Mothers(Market of the high-growth and emerging stocks), 한국은 KSE와 KOSDAQ에 상장한 연간 신규공모기업의 수를 말함

53) 이석훈 (2015)은 2012년부터 2014년까지의 코스닥시장 신규공모시장 침체가 중소기업의 성장기회 감소와 주식시장 침체로 인한 투자자심리의 위축이 주요한 요인으로 작용하였다고 주장하였다.

<그림 II-2>는 한국과 비교대상 국가들의 신규공모시장이 글로벌 경제 사이클이나 주식시장의 동조화로 인하여 유사한 활황기와 침체기를 겪고 있음을 보여주고 있다. 구체적으로, 비교대상 국가 대부분의 신규공모시장은 한국과 마찬가지로 2000년대 중반과 2010~2011년 사이 활황기를 겪었던 반면 2002~2003년과 2008~2009년, 2012년에 침체기를 겪었다⁵⁴⁾.

<그림 II-2>의 비교대상 국가의 연평균 신규공모건수를 보면, 미국과 영국이 각각 113.8건과 100.8건으로 가장 많았고 그 다음으로 중국(81.3건), 일본(78.9건), 한국(74.1건), 홍콩(72.3건)의 순으로 많이 나타났다. 그림에서는 제시하지 않았지만, 그 외 호주가 54건, 캐나다, 인도, 싱가포르가 30~40건, 프랑스와 독일이 9~10건이었다. 사실 우리나라는 IT산업이 발달한 관계로 IT기업이 주로 상장하는 시장인 코스닥 신규공모시장이 활성화될 수 있었으며, 이러한 이유로 한국 신규공모건수가 해외에 비해 적지 않았던 것으로 보인다.

나. 신규공모기업의 재무특성

여기서는 신규공모기업⁵⁵⁾의 상장 직전년도 매출액, 부채비율(=부채/자산), 자산수익률(Return On Asset: ROA), 공모금액에 대해 시계열적인 추이를 검토하고 국제비교를 수행한다. 매출액과 공모금액의 경우, 신규공모기업에 따라 편차가 크고 일부 특이표본(outlier)에 의해 평균이 지나치게 높게 나오는 문제가 있어 중위값을 제시하였다⁵⁶⁾. 비록 신규공모

54) 2000~2002년에 IT버블에 따른 신규공모가 많았던 한국과는 달리, 비교대상 국가의 신규공모는 1999~2000년에 많은 것으로 나타났다(1999~2000년 비교대상 국가 자료는 Ritter 홈페이지 신규공모시장 자료를 참조할 것).

55) 여기서의 분석은 중국기업과 금융기관의 신규공모 자료를 제외하였다.

56) 평균값 분석결과, 보고서에서 적시한 중위값 분석결과와 질적으로 유사하였다.

<그림 II-3> 한국 신규공모기업 실질 매출액과 공모금액 추이
(단위: 억원)



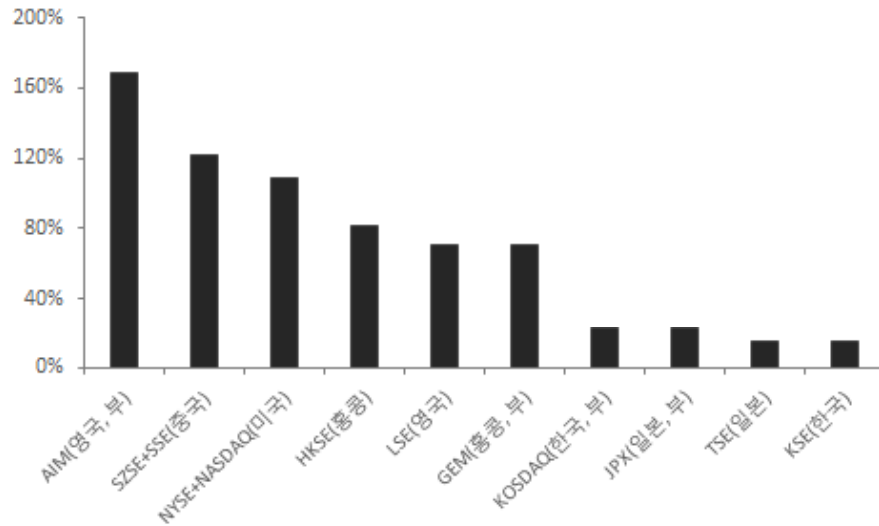
주: 매출액과 공모금액 모두 2010년 기준 실질금액임

기업의 재무특성이 유가증권시장인지 또는 코스닥시장인지에 따라 다르지만 추이 분석에서는 이를 구분하지 않았고, 해외시장과의 비교에서만 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 분석결과를 제시하였다⁵⁷⁾.

신규공모기업의 실질 매출액 규모는 분석기간 동안 증가 추세를 보이고 있다. 이를테면, 신규공모기업의 실질 매출액은 2000년대 초반 연도별 중위값이 300억원 전후에 불과하였으나 2009년 이후 500억원 전후를 보이고 있다. <그림 II-3>에서 볼 수 있듯이, 신규공모기업의 실질 공모금액도 이들의 실질 매출액과 유사하게 분석기간 사이 증가 추세를 보였다. 2001년 81억원이었던 실질 공모금액의 연도별 중위값은 2014년 현재 143억원으로, 지난 14년 사이 약 76% 상승하였다.

57) 시장으로 구분한 추이 분석결과, 유가증권시장 상장기업 표본이 적어 추세는 나타나지 않는 반면 연도별 편차만 크게 나타났다. 이에 따라 시장으로 구분한 추이 분석을 별도로 제시하지 않았다.

<그림 II-4> 신규공모기업 매출액 대비 공모금액의 국제비교



<그림 II-4>에서 볼 수 있듯이, 한국 신규공모기업의 매출액 대비 공모금액은 해외에 비해 크게 낮은 것으로 나타났다. 국가별로 비교해보면, 영국 AIM 시장에 신규로 공모한 기업들의 매출액 대비 공모금액이 169%로 가장 높았고, 그 다음으로는 중국, 미국 순이었으며 이들 모두 매출액보다 높은 공모금액을 유치하였던 것으로 나타났다. 반면 한국의 유가증권시장과 코스닥시장 신규공모기업들의 매출액 대비 공모금액은 각각 15%와 23%로, 영미 시장에 비해 4~5배 낮은 모습을 보였다. 적자인 상황에서 높은 부채비율을 보였던 영미시장의 신규공모기업들은 대규모 자금조달의 목적으로 상장하였던 것으로 추론된다. 그러나 한국의 신규공모기업들은 높은 ROA와 낮은 부채비율로 안정적인 재무구조를 가지고 있었기 때문에, 신규공모시장에서의 자금조달 규모가 작았던 것으로 보인다.

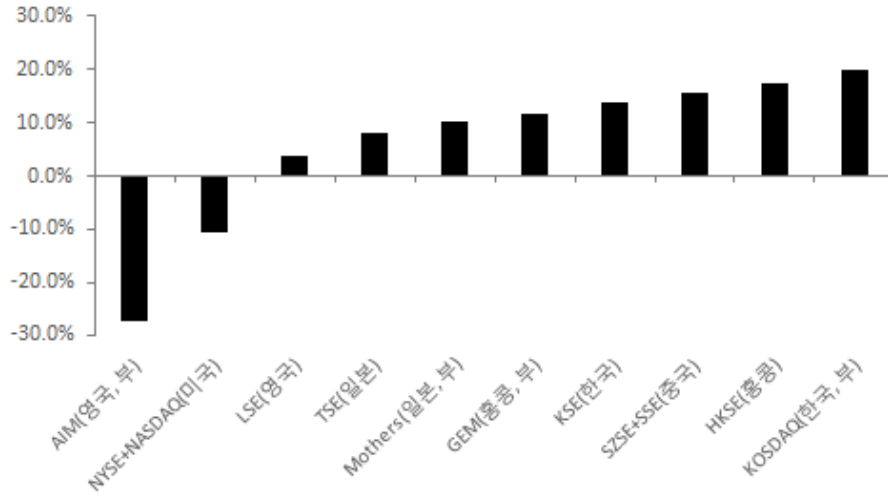
<그림 II-5> 한국 신규공모기업 부채비율과 ROA 추이



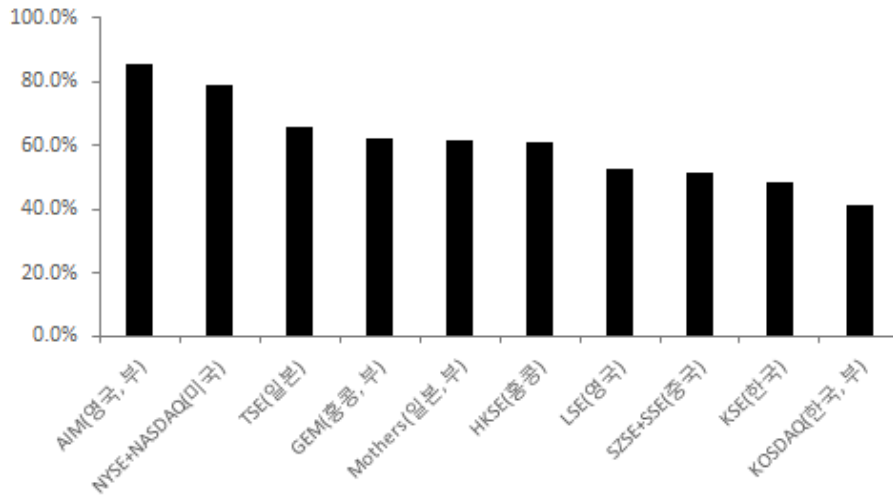
<그림 II-5>에서 볼 수 있듯이, 한국 신규공모기업은 주로 부채비율이 낮고 ROA가 높은 안정적인 기업들이어서, 충분한 기업성과를 보였을 뿐 아니라 투자의 위험성이 상대적으로 낮은 것을 알 수 있다. 분석기간 전체적으로 보아도, 신규공모기업의 상장직전년도 부채비율은 40%~50% 사이, ROA는 15% 전후에서 안정적인 모습을 보이고 있다.

낮은 부채비율과 높은 ROA의 재무 특성은 유가증권시장과 코스닥시장의 신규공모기업 모두에서 나타났으며 유가증권시장보다 코스닥시장에서 더 두드러졌다. 코스닥시장 신규공모기업의 평균 부채비율은 41.3%로, 평균 48.5%를 보인 유가증권시장 신규공모기업의 부채비율보다 낮았다. 코스닥시장 신규공모기업의 평균 ROA도 15.2%로 나타나, 평균 10.3%를 보인 유가증권시장 신규공모기업의 ROA보다 높았다.

<그림 II-6> 신규공모기업 ROA의 국가 간 비교



<그림 II-7> 신규공모기업 부채비율의 국가 간 비교



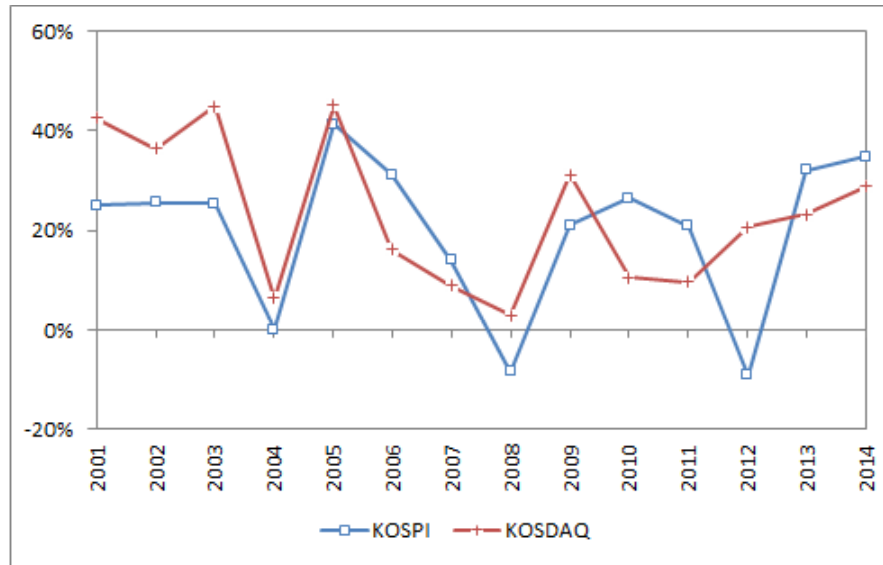
아시아권 국가나 한국의 신규공모기업과는 달리, 영·미의 신규공모기업은 투자의 규모가 커 부채비율이 높고 수익성이 낮은 '적자상장' 기업들이 주를 이루고 있다. 한국 신규공모기업의 평균 부채비율이 40%대인 반면 미국(NYSE+NASDAQ)과 영국의 AIM에 신규공모기업 부채비율은 평균 78.9%와 85.7%로, 우리나라와 영·미의 자본시장 간 차이가 컸다. 미국과 영국 AIM의 신규상장기업 평균 ROA는 각각 -10.6%와 -27.4%로 상장 직전년도에 적자인 기업들이 상당 수 차지하고 있음을 알 수 있다. 영국 LSE의 신규상장기업 평균 ROA는 3.8%로 미국(NYSE+NASDAQ)과 영국의 AIM 다음으로 높았다. 이와 달리, 한국을 비롯한 중국, 홍콩 등의 아시아 국가들의 신규공모기업 평균 ROA는 10~20%로 높은 모습을 보였다.

다. 신규공모주 저평가

신규공모주 상장 후 시장가격이 공모가보다 높게 형성되는 소위 신규공모주 저평가 현상은 국내외에서 잘 알려진 현상이다. 신규공모주의 저평가는 신규상장기업의 자금조달 비용을 높이고 투자자간 부의 이전을 일으키기 때문에 이례적인 현상으로 받아들여진다. 이를 설명하기 위한 다양한 가설이 제시되어 왔는데, 신규공모주 시장에서의 정보비대칭의 존재가 가장 중요한 원인으로 지목되고 있다. 신규공모주 시장에서 인수인의 역할이 정보비대칭성을 해소하는 것이라고 한다면 신규공모주 저평가 정도는 결국 인수인 역량을 측정하는 척도라고 할 수 있다.

<그림 II-8>은 유가증권시장과 코스닥시장 신규상장기업의 연평균 저평가 추이를 보여준다. 저평가 정도는 공모가 대비 상장 5일 후까지의 누적초과수익률로 측정하며 벤치마크는 소속시장 지수를 이용한다.

<그림 II-8> 신규공모주 저평가 추이



주: 신규공모주 저평가는 공모가 대비 상장 후 5일간 누적초과수익률로 계산

2001년부터 2014년까지 유가증권시장과 코스닥시장 신규상장기업의 저평가는 각각 21%, 28%로 나타난다. 유가증권시장과 코스닥시장 모두 연도별 등락이 크게 나타나는 것을 볼 수 있다. 코스닥시장의 경우 자율화 이전 기간에는 2001년과 2002년, 자율화 이후 기간에는 2010년과 2011년에 신규공모가 집중되었다는 것을 고려하면 저평가 정도가 전반적으로 하락하는 추세에 있는 것으로 평가할 수 있다. 그러나 유가증권시장의 경우 연도별 변화는 코스닥시장과 유사하지만 연간 신규상장기업 수가 많지 않아 추세적 변화를 평가하기 어렵다.

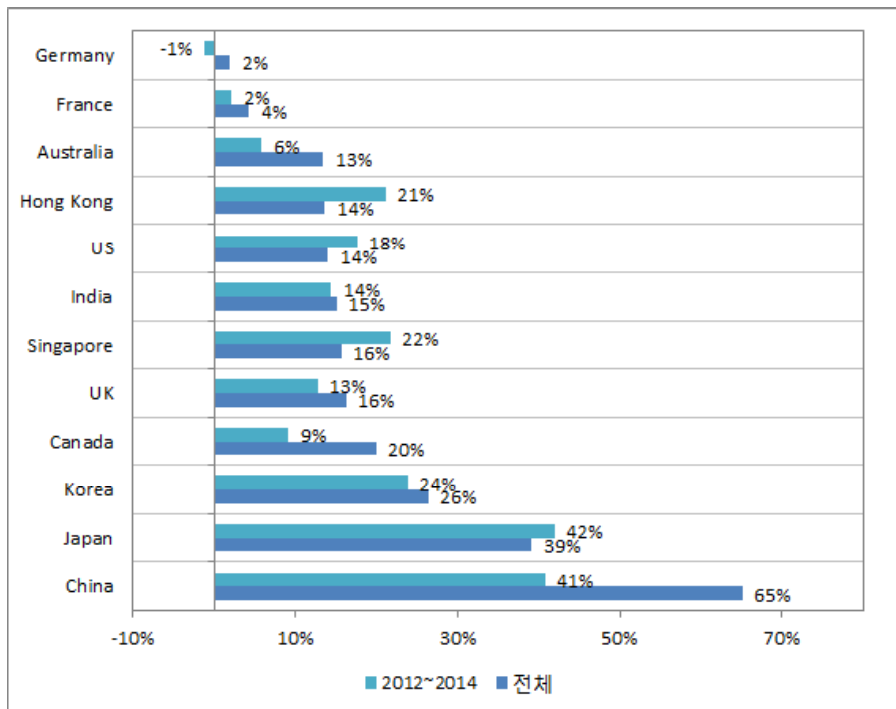
<그림 II-9>에서는 12개 주요국의 저평가 정도를 전체기간과 최근기간으로 나누어 비교하고 있다.⁵⁸⁾ 2001년~2014년 전체 기간에서 평균 저

58) 비교의 편의상 신규공모기업이 상장된 시장을 주시장과 부시장으로 구분하지 않으며, 각국의 대표지수를 벤치마크로 이용하여 저평가를 측정하였다.

평가 정도는 중국이 65%로 가장 크게 나타나며, 일본 39%, 한국 26%, 캐나다 20%의 순이다. 독일, 프랑스의 경우 각각 2%, 4%에 불과하다. 최근 2012년~2014년에는 일본이 42%로 가장 높고, 중국 41%, 한국 24%, 싱가포르 22%, 홍콩 21%의 순이다. 독일은 -1%로 신규공모주가 저평가되는 것이 아니라 오히려 고평가되고 있는 것으로 나타난다.

주요국 중 한국시장은 저평가 수준이 높은 시장임을 알 수 있다. 최근 다소 감소하였으나 주요국과 비교할 때 여전히 높은 수준을 보여준다. 한편, 전반적으로 아시아시장의 저평가 수준이 북미, 유럽에 비해 높

<그림 II-9> 신규공모주 저평가 비교



주: 신규공모주 저평가는 공모가 대비 상장 후 5일간 누적초과수익률로 계산

고, 아시아시장에서도 중국, 일본, 한국이 홍콩, 싱가포르에 비해 저평가가 두드러진다. 이러한 사실은 신규공모주의 저평가 정도가 주식시장의 발전수준과 밀접한 관련이 있음을 시사한다.

라. 시장구조

여기서는 상위3/5사 시장점유율(Three-Firm/Five-Firm Concentration Ratio: $Cr3/Cr5$)과 시장집중도지수(Herfindahl-Hirschman Index: HHI), 경쟁 인수인 수의 추이와 국제비교를 통해서 한국 신규공모시장의 시장구조를 검토한다. 여기서, $Cr3/Cr5$ 는 상위 3/5사의 시장점유율⁵⁹⁾을 모두 합한 점유율을 뜻하며 HHI 는 각 인수인의 시장점유율을 제곱한 후 이를 모두 더하여 구한 값을 말한다. $Cr3/Cr5$ 와 HHI 는 시장의 과점도를 보여주는 대표적인 지표들로서 과점도가 높아질수록 상승한다.

$Cr3/Cr5$ 와 HHI 모두 분석기간 동안 상승 추세를 보였을 뿐 아니라 유사한 변화 추이를 보여주고 있다. 신규공모시장의 과점도는 신규공모건수가 크게 감소했던 시기인 2000년대 초중반과 2011년 이후의 기간에 상승 폭이 컸다. $Cr3/Cr5$ 와 HHI 가 유사한 추이를 보여주고 있을 뿐 아니라 $Cr3$ 와 HHI , $Cr5$ 와 HHI 간 상관관계는 각각 96.7%와 95.6%로 높게 나타났다. 이는 상위권 인수인의 시장점유율 변화가 신규공모시장의 시장집중도 변화에 결정적으로 영향을 주고 있음을 보여주는 것이다.

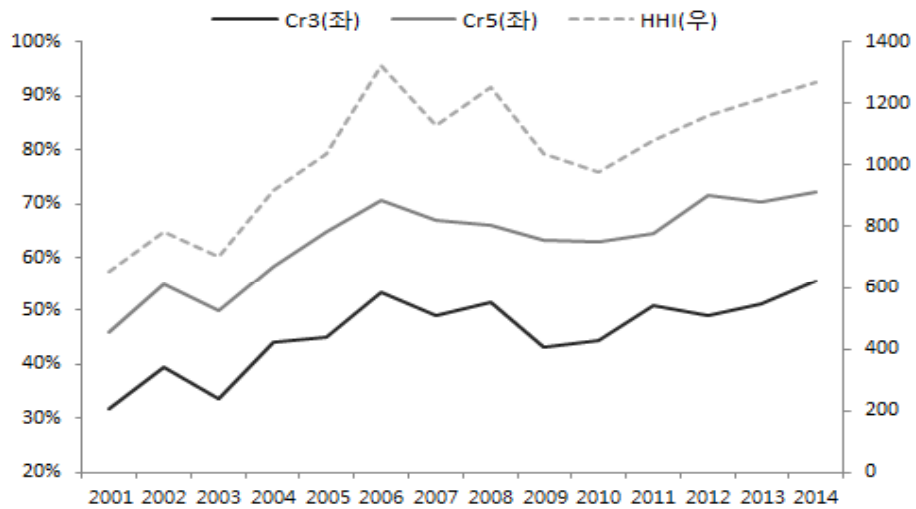
<그림 II-11>은 연도별 신규공모건수와 당해연도 기준 3건 이상의 인수업무를 수행한 인수인의 수를 보여주고 있다. <그림 II-11>을 보면, 경쟁 인수인의 수는 신규공모건수 변화에 민감하게 반응하고 있음을 알

59) 본고는 Dunbar (2000)의 방식과 동일하게 연간 수수료수익을 기초로 구한 시장점유율을 이용하였다. 외국인 투자자를 대상으로 인수자로 참여하고 있는 외국계 증권사의 시장점유율은 본고의 분석에서 제외하였다.

수 있다. 신규공모건수가 감소함에 따라 경쟁 인수인의 수도 크게 감소하였다. 이를테면, 신규공모건수가 150건을 넘었던 2001년과 2002년에는 무려 19개사가 경쟁에 참여했던 반면, 신규공모건수가 50건 이하였던 시기인 2012년 이후 경쟁 인수인의 수는 5개사 이하로 하락하였다.

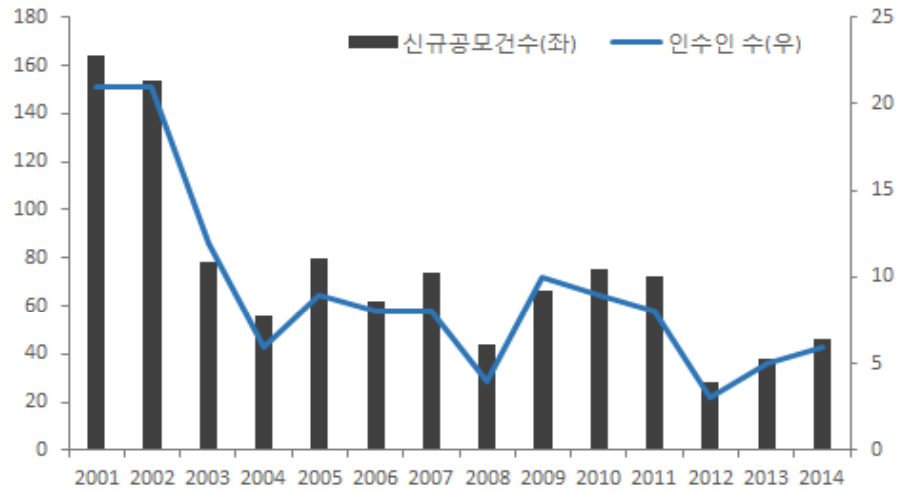
경쟁 인수인 수는 연도별 편차가 컸다. 3건 이상의 인수업무에 참여한 인수인의 수를 보면 2008년 오직 4개사였던 것이 2009년에는 10개사로 증가하였고 2012년에는 3개사로 감소하였다. 이는 증권사들이 신규공모시장에 자유롭게 진입·퇴출하고 있음을 의미하는 것이다. 다만, 2004년 이후 3건 이상 인수업무에 참여한 인수인의 수는 10개사 미만이라는 점에서 40여개의 증권사 중 제한된 수의 증권사만이 신규공모시장에 진입·퇴출하고 있음을 알 수 있다.

<그림 II-10> 시장집중도지수(Cr3/Cr5, HHI) 추이



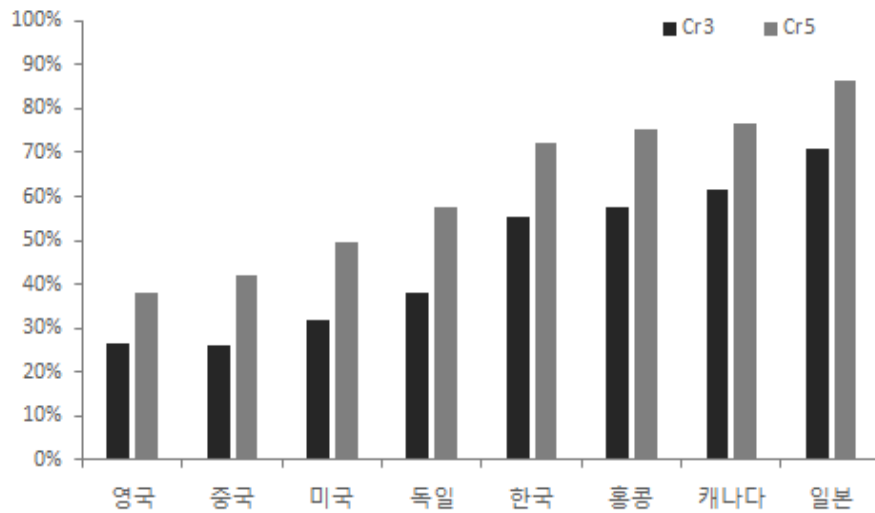
주: 시장점유율은 당해연도 수수료수익 기준에 의거하여 구함

<그림 II-11> 신규공모건수와 인수인 수 추이



주: 당해연도 기준 3건 이상 인수업무를 수행한 인수인의 수

<그림 II-12> Cr3 및 Cr5의 국가 간 비교



주: 2014년도 기준으로 비교분석함

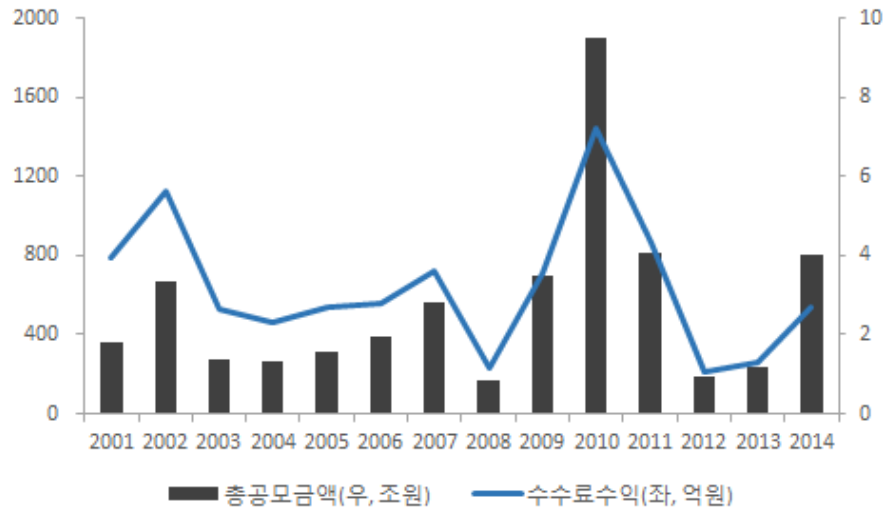
<그림 II-12>는 한국 신규공모시장의 과점도는 비교국가들 중에서 상대적으로 높은 축에 속하고 있다. 한국을 비롯하여 캐나다, 홍콩, 일본의 Cr5가 모두 70% 이상인 반면 미국, 영국, 중국의 Cr5는 50% 이하로 나타났다. 신규공모건수가 많은 국가의 시장집중도가 상대적으로 낮게 나타나, 시장집중도가 신규공모건수와 관련이 있음을 알 수 있다. 그러나 신규공모시장의 시장집중도는 비교분석 국가 모두 대체로 높아, 시장 진입의 장벽이 있는 것으로 보인다.

마. 인수수수료

인수수수료는 주관업무, 공모과정에서의 인수위험, 인수인의 법적 책임, 인수인 평판으로부터 누리는 혜택 그리고 기타 부수적인 서비스의 대가로서 신규공모기업과 인수인의 합의로 결정된다. 이 외에는 경쟁관계로 인한 인수인 협상력(bargaining power)이 인수수수료를 결정하는 중요한 요소이다. 따라서 인수수수료의 추세와 특징은 인수인의 서비스와 경쟁관계가 반영되어 나타난 것으로 볼 수 있다.

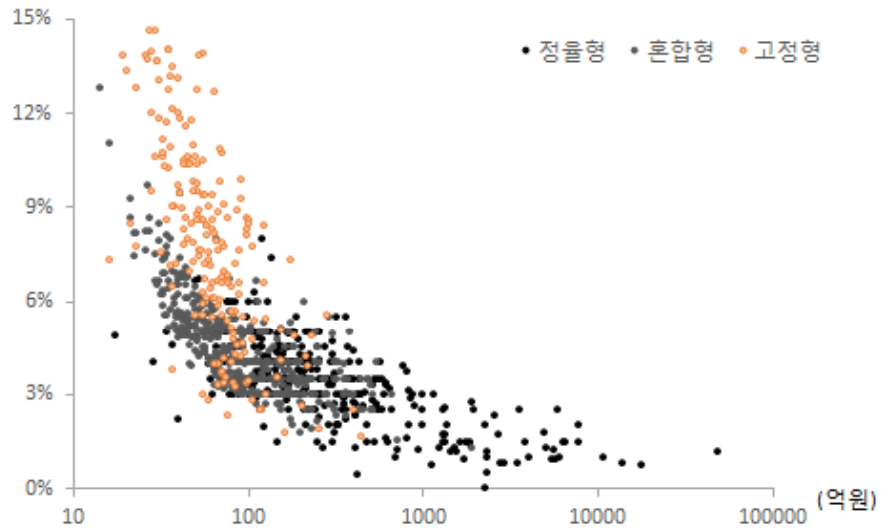
<그림 II-13>은 신규공모시장 전체 인수수수료 수익은 연간 500억원 전후임을 보여주고 있다. 이는 수조원 규모의 위탁매매수익과 비교해보면 매우 낮은 편이다. 신규공모시장 전체 인수수수료 수익은 연도별 편차도 컸다. 총 공모금액이 가장 많았던 2010년 전체 인수수수료 수익 규모가 1,500억원이었던 반면, 2008년과 2012~2013년에는 200~300억원이었다. 2010년의 경우 초대형 공모주들로 인해 총 공모금액이 10조원에 근접했음에도 불구하고 총 인수수수료 수익은 이에 비례하여 증가하지 않았는데, 이는 초대형 공모주들의 수수료율이 일반 공모주에 비해 크게 낮았기 때문이다.

<그림 II-13> 전체 신규공모규모와 인수수수료 수익 추이

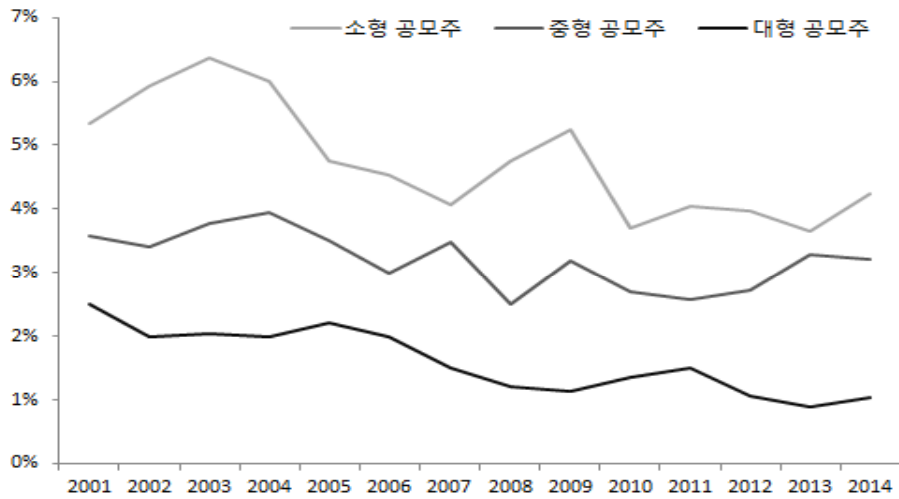


주: 공모금액은 2010년 실질금액 기준임.

<그림 II-14> 신규공모 규모와 인수수수료 간 관계



<그림 II-15> 공모규모별 인수수수료 추이



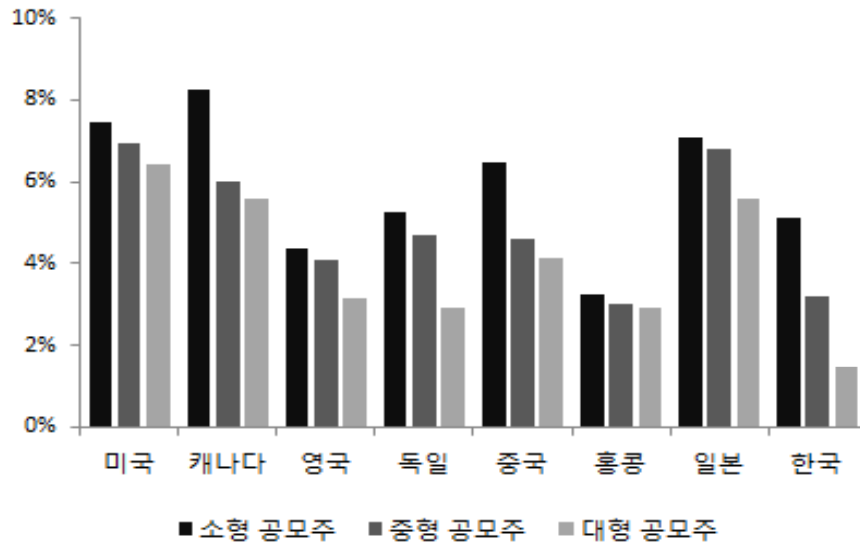
주: 2010년 실질금액 기준으로, 소형 공모주는 공모금액이 200억원 이하, 중형 공모주는 공모금액이 200~1,000억원 사이, 대형 공모주는 공모금액이 1,000억원 초과인 경우이며, 중국기업의 공모주는 분석에서 제외함

<그림 II-14>는 공모금액이 클수록 인수수수료율이 하락하는 모습을 보여주고 있다. 구체적으로 예를 들면, 공모금액이 100억원 미만인 경우 인수수수료율이 3~15%이고 1,000억원 이상이면 대체로 1~2%로, 인수수수료율은 공모규모에 따라 큰 차이를 보여주고 있다⁶⁰⁾.

인수수수료는 모든 공모규모에 대해 하락 추세를 보이고 있다. 이를 보면, 2001년도에 2.50%, 3.57%, 5.35%였던 대형, 중형, 소형 공모주의 평균 인수수수료는 2014년도에 1.03%, 3.21%, 4.23%로 2001년 대비 각각 1.47%p,

60) 인수수수료는 정률형, 정액형, 혼합형 등 다양한 형태로 결정된다. 정률형은 공모금액에 대한 비율로, 정액형은 공모금액과 상관없이 고정된 수수료가 부과되는 형태이다. 혼합형은 정률형과 정액형 수수료 중 공모가에 따라 선택적으로 수수료가 부과되는 방식이다. 정액형에 대한 인수수수료율은 정액수수료를 희망공모금액으로 나누어 구하였다. 혼합형의 경우 고정형과 정률형 두 방식의 수수료율을 평균하여 인수수수료율을 구하였다.

<그림 II-16> 공모규모별 인수수수료의 국가 간 비교



0.36%p, 1.11%p 하락하였다. 인수수수료의 하락률은 대형 공모주가 58.7%로 가장 컸고 그 다음으로는 소형(20.8%), 중형(10.1%)의 순이었다.

인수수수료는 북미 지역과 일본이 가장 높았고 그 다음으로는 중국, 홍콩, 유럽, 한국 순이었다. 구체적으로 보면, 미국, 캐나다, 일본의 인수수수료는 대체로 6~7%를, 중국은 4~6.5%를, 영국과 독일은 3~5%인 것으로 나타났다. 홍콩은 3%의 인수수수료율을 보여주고 있으나, 신규공모기업의 스폰서에게 별도로 지불하는 고정수수료와 인센티브가 제외된 것으로 이를 포함할 경우 4% 이상일 것으로 판단된다. <그림 II-16>에서 알 수 있듯이, 한국의 대형 공모주 인수수수료는 2%미만으로 3~7%를 보이고 있는 비교국가들에 비해서 크게 낮았다. 대형 공모주보다는 그 차이가 적지만 한국의 중형 공모주 평균 인수수수료도 비교국가들 중 가장 낮은 모습을 보여주고 있다.

3. 소결

우리나라는 1970년대 초반 주식시장이 미성숙했던 상황에서 「기업공개촉진법」을 통해 정부 주도의 대규모 기업공개시장을 육성하였으며, 이러한 과정에서 시장의 질서 확립을 위한 인수업무 규정을 엄격하게 관리할 수밖에 없었다. 기업공개권고기를 거치면서 인수단의 구성이나 수수료 등과 관련한 인수업무 규정은 자율화 되었으나, 1990년대 후반까지도 공모가격 결정이나 물량배정 등에서 인수인의 자율성은 상당히 제한되어 있었다.

인수인이 신규공모시장의 정보 관리자 기능을 수행할 수 있는 수요예측제도가 1999년에 도입된 후 수차례의 제도 개정이 있었다. 공모가격 결정방식에 있어, 2002년 공모가 결정범위가 삭제되고, 2007년 공모가격 결정에 관한 공시규제가 대폭 폐지되었다. 수요예측 배정방식에 있어, 2007년 수요예측참여자의 신청한도 제한이 폐지되고, 신청인의 질적 요소를 고려하여 인수인이 자율배정하는 방식으로 바뀌었다. 시장조성방식에 있어, 2002년 초과배정옵션 제도가 도입되고, 2003년 인수인의 시장조성의무 요건이 삭제되고, 2007년 풋백옵션제도가 폐지되었다. 그러나 이러한 인수업무 자율화 경향은 2010년 공모가 부풀리기 논란과 더불어 후퇴하였다. 결과적으로 현행 수요예측제도에서 국내 인수인은 공모가격 결정에 관해 금융감독원의 공시규제 및 거래소의 상장규제를 강하게 받고 있으며, 물량배정에 있어 규정화된 배정비율로 인해 배정자율권이 위축되어 있고, 시장조성에 있어서도 초과배정옵션 활용 등을 통한 자율적 주가 안정화 기능을 수행하지 못하고 있다. 1999년 수요예측제도 도입 초기에 비해서는 많이 개선되었지만 해외 선진 금융시장의 인수인에 비해 국내 인수인의 가격결정 및 물량배정에 관한 자율성은 여전히 제한되어 있다. 이러한 인수인 자율성의 제한은 수요예측제도가 효율적으로

가능하는데 제약 요인으로 작용하고 있다.

신규공모기업의 특성을 비롯하여 신규공모주 저평가, 시장구조 등을 중심으로 수요예측제도 도입 이후 한국 신규공모시장의 시계열적인 추이를 보고 이를 해외시장과 비교하였다. 분석결과, 한국 신규공모시장은 다음과 같은 특징을 보이고 있다. 첫째, 신규공모건수 기준으로 평가할 때 시장규모가 꾸준히 감소하여 왔다. 둘째, 한국의 신규공모기업은 낮은 부채비율에 수익성이 높은 안정적인 기업들이 주를 이루고 있는 반면, 영·미의 자본시장은 부채비율이 높고 수익성이 낮은 '적자상장' 기업들이 주를 이루고 있다. 즉 선진 자본시장과 비교할 때 한국의 신규공모기업은 성장잠재력이 우수한 기업보다는 재무구조가 안정적인 기업들로 구성되어 있다. 셋째, 한국 신규공모시장의 저평가 정도는 선진 자본시장에 비하여 높지만 하락 추세를 보이고 있다. 단, 최근 다시 재상승하는 조짐이 있다. 넷째, 인수인의 시장집중도지수는 상승 추세를 꾸준히 보여 왔고 국제적으로 높은 편이다. 다섯째, 인수수수료는 항상 국제적으로 가장 낮은 수준이었으며 특히 최근 하락 추세를 보여 왔다. 이상의 특징은 저평가의 하락세를 제외하면 모두 부정적인 현상들이다. 공모건수의 감소는 거시적인 저성장 기조의 영향이 크겠으나, 나머지 현상들은 과연 시장구조가 개선되고 있는지에 대해 의문을 제기한다.

Ⅲ. 한국 신규공모시장의 정보효율성

1. 머리말
2. 연구 방법론
3. 수요예측 정보효율성 분석 (1): 기술적 통계량 분석
4. 수요예측제도 정보효율성 분석 (2): 회귀분석
5. 소결

III. 한국 신규공모시장의 정보효율성

1. 머리말

이 장에서는 수요예측제도가 도입된 이후 지난 15년간 한국 신규공모시장의 변화를 정보효율성 측면에서 분석한다. II장에서 살펴보았듯이 수요예측제도는 1999년 도입 이후 공모가격 결정과 공모물량 배정에 대한 인수인의 재량권이 확대되는 방향으로 변천해왔다. 한국 신규공모시장이 수요예측제도의 도입과 이후의 제도 개선을 통해 인수인이 시장의 효율적 운영을 책임지는 문지기 시장으로 이행해 왔는지, 정보효율성 개선의 관점에서 살펴보는 것이 본 장의 목적이다. 만일 인수인이 정보네트워크를 구축하고 이를 활용하여 신규공모시장의 정보비대칭성을 해소하는 방향으로 시장행태가 변화해 왔다면, 한국 신규공모시장은 수요예측제도의 정착과 함께 정보효율성이 높아지는 모습을 보였을 것이다.

실증분석을 위해서는 수요예측제도로 운영되는 신규공모시장의 정보효율성을 측정하는 기준이 필요하다. 개념적으로 두 가지 기준을 생각해볼 수 있다. 첫 번째 기준은 수요예측에 참여한 투자자들이 인수인에게 전달한 정보의 가치이다. '문지기 시장' 이론에 따르면 수요예측제도의 효율성은 수요예측에 참여하는 투자자들이 신규공모기업에 대한 정보를 적극적으로 생산하고 인수인에게 전달한다는 가정을 전제로 한다. 따라서 수요예측에 참여한 투자자들이 제시한 가격이 포함하고 있는 정보의 가치를 분석함으로써 신규공모시장의 정보효율성을 일차적으로 평가할 수 있다.

두 번째 기준은 신규공모주의 초기수익률, 즉 저평가 정도이다. 상장 직후 신규공모주의 가격이 최종공모가에 비해 높게 형성되는 이른바 저

평가 현상은 전 세계적으로 광범위하게 관찰된다. 이러한 저평가의 원인에 대해 다양한 이론적 설명이 존재하는데, 정보비대칭성과 같은 신규공모시장에 존재하는 '마찰(friction)'을 가장 중요한 원인으로 지적하고 있다. 이를 감안하면 신규공모시장의 정보효율성이 높을수록 신규공모주 저평가 정도가 낮을 것이라는 가설이 가능하다.

두 가지 정보효율성의 평가기준 중에서 이 장의 실증분석은 전자의 방법을 활용하고자 한다. 그 이유는 무엇보다도 첫 번째 기준을 활용한 분석이 본 보고서의 목적에 가장 부합하기 때문이다. 수요예측제도의 도입을 통해 한국 신규공모시장이 문지기 시장으로 이행하였는지, 그리고 그에 따라 정보효율성이 제고되었는지 검증하고자 한다면 수요예측에 참여한 투자자가 제시한 가격의 정보가치를 분석하는 것이 가장 직접적인 방법이 될 것이다. 뿐만 아니라 저평가의 크기를 기준으로 신규공모시장의 정보효율성을 측정하는 방법은 잘 알려진 난점을 갖고 있다. 신규공모주의 저평가 정도가 시기적으로 크게 변동한다는 사실은 기존연구들에 의해 잘 기록되어 있다(Chambers and Dimson 2009; Loughran and Ritter 2004; Lowry, Officer, and Schwert 2010). 이는 신규공모주 저평가가 제도적 환경뿐만 아니라 투자자심리 등 다른 요인에 의해서도 상당한 영향을 받고 있음을 시사하나, 그 원인에 대한 학계의 이해는 여전히 충분하지 못한 실정이다(Lowry 2003; Loughran and Ritter 2004; Ljungqvist, Nanda and Singh 2006; Chambers and Dimson 2009). 따라서 저평가 정도의 시기적 변화중에서 수요예측제도의 변화에 기인한 부분을 판별해내는 작업은 쉽지 않은 계량적 판별 문제에 직면할 수밖에 없다.⁶¹⁾

61) 수요예측제도가 1999년 도입 이후 수 차례 변경됨에 따라 신규공모주 저평가와 제도환경의 관계는 국내 신규공모시장에 대한 초기 연구의 주제가 되곤 하였다(김성민·이상혁 2006; 이종룡·조성욱 2007; Shin 2010). 이들 연구는 모두 본문에서 지적한 한계에 노출되어 있다.

사실 수요예측 참여투자자들이 인수인에게 전달한 정보, 즉 '수요예측 참여정보'가 경제적 가치를 지니고 있는지 검증하는 것은 I장에서 설명한 '동태적 정보취득가설'(Benveniste and Spindt 1989; Chemmanur 1993; Sherman 2000, 2005; Sherman and Titman 2002)을 검증하는 것이기도 하다. 그럼에도 불구하고 수요예측 참여정보를 분석한 연구를 영미 학계에서 찾는 것은 쉽지 않다. 수요예측제도가 법제에 의해서가 아니라 시장관행으로 운영되는 영미시장에서는 수요예측관련 자료가 인수인의 내부자료로 존재하여 연구자가 접근하기 어렵기 때문이다. Cornelli and Goldreich (2003), Jenkins and Jones (2004) 등의 예외적인 연구가 있으나, 특정 증권사가 인수인으로 참여한 제한된 사례를 분석한 것에 불과하다. 반면 수요예측제도가 규정화된 우리나라에서는, 유가증권발행신고서에 수요예측에 참여한 투자자의 수요가격, 수요수량 등 상세정보가 담겨 있어 수요예측 참여정보를 이용한 체계적이고 직접적인 실증분석이 가능하다. 이 장의 분석은 이러한 우리나라의 제도적 특성을 심분 활용한 연구라 할 수 있다.⁶²⁾

본 장에서는 2001년에서 2014년간 한국 신규공모시장의 수요예측 참여정보를 모두 수집하여 수요예측과정에서 순차적으로 산출되는 기준가격, 수요예측참여가격, 최종공모가격, 상장 후 시장가격 등 4개 가격지표에 대한 데이터베이스를 구축하였다. 이를 자료로 하여 기술적인 통계분석 및 회귀분석방법을 활용하여 수요예측과정의 정보생산기능을 평가하였다.

이 장은 다음과 같이 구성된다. 2절에서는 인수인과 수요예측참여 투자자의 행태와 관련된 제도 변화를 살펴보고, 수요예측 과정에서 투자자가 제공한 정보의 가치를 평가하는 회귀분석의 방법론을 제시한다. 3절

62) 유가증권발행신고서에 보고되어 있는 수요예측 정보를 활용한 국내연구로는 신인석·이관영 (2013)이 유일하다. 그러나 이들의 연구는 분석방법, 분석범위, 분석기간 등의 측면에서 본 보고서와 차이가 있다.

에서는 기술적인 통계분석 결과를 보고한다. 4절에서는 회귀분석 결과를 보고하고 논의한다. 5절에서는 분석결과를 종합하여 본 장의 결론을 도출한다.

2. 연구 방법론

가. 수요예측 제도환경의 시기 구분

수요예측제도는 도입 이후 끊임없이 제도변경을 겪었음은 이미 II장에 서 자세히 설명한 바와 같다. 이러한 제도의 변화는 잠재적으로 인수인, 투자자, 공모기업 등 모든 신규공모시장 참여자의 행태를 제약하는 환경 요인이다. 수요예측제도로 운영되는 신규공모시장의 정보효율성 분석은 먼저 제도환경의 시기 구분을 어떻게 정할 것인지를 분명히 할 필요가 있다. II장의 제도연혁 분석에 의하면 수요예측제도는 거의 매해 크고 작은 변화가 있었다. 실증분석을 위해서는 작은 제도변화는 불가피하게 무시하고 전체 분석대상인 2001년부터 2014년까지를 몇 개의 기간으로 구분하는 것이 필요하다. 즉 시장환경의 구조변화 시점에 대한 판별이 필요하다. 여기에서는 수요예측제도의 구조변화 시점을 인수인의 공모가격 결정권한, 공모물량 배정권한을 기준으로 하여 판별하고자 한다. 이를 위해 이하에서는 여러 제도변화 중 기준가 산정, 희망공모가 책정, 수요예측 시행 및 수요예측가 형성, 최종공모가 확정, 청약 및 배정 절차에 초점을 두고 수요예측관련 규제의 추이를 재구성하도록 하겠다.

먼저 기준가 산정과 관련된 규제변화는 2002년 7월 인수업무규칙 개정이 주목된다.⁶³⁾ 규칙 개정 이전까지는 인수인은 기준가 산정에 있어서 정

해진 가치평가 방법을 따라야 하였다. 반드시 본질가치 평가법에 의한 가격이 제시되어야 하였고, 상대가치와 사업성가치를 추가적으로 고려할 수 있었다. 더욱이 본질가치 평가의 방법이 세세하게 규정화되어 있었다. 규칙에 의하면 본질가치란 자산가치와 수익가치를 2대 3으로 가중평균한 값으로 정의되었다. 또한 자산가치는 순자산을 발행주식수로 나눈 값을, 수익가치는 향후 2개년의 추정 주당이익을 3대 2로 가중평균하여 자본환원율⁶⁴⁾로 나눈 값으로 정의되었다. 한편 사업성가치와 상대가치의 평가방법도 구체적으로 규정화되어 있었다.⁶⁵⁾ 이처럼 2002년 7월 이전에 적용된 기준가 산정방식에 대한 규정은 매우 세밀하여서, 기준가 산정에 대한 인수인의 재량권은 극히 제한적이었던 것으로 평가할 수 있다.

2002년 7월 기준가 산정방법이 자율화된 이후 실제 시장의 운영행태를 보면 기존의 본질가치 평가방법을 이용한 사례는 거의 없으며, 대부분 상대가치 평가법이 활용되는 것을 확인할 수 있다. 상대가치 평가법에서는 일반적으로 PER, PBR, EV/EBITDA 등의 평가지표가 이용되었는데, 시장의 행태를 보면 기존 상장기업 중 업종, 재무적 특성 등이 신규 상장기업과 유사한 기업을 복수로 선정하고, 이들 기업의 평가지표를 신규상장기업에 동일하게 적용하여 신규공모주의 기준가를 산출하는 방식이 일반적이었다.⁶⁶⁾ 이처럼 실제 시장행태의 변화가 뚜렷히 야기된 제도

63) 자세한 내용은 II장의 pp.49-50를 참조하라.

64) 추정이익을 자본환원률로 나누는 것은 영구연금(perpetuity)의 가치평가 방법으로, 추정이익이 변함없이 영구히 지속된다는 것을 가정한 것이었다. 자본환원율은 5개 시중은행의 1년 만기 정기예금 최저이율의 1.5배를 적용하도록 되어 있었다.

65) 해당 업종의 예상 성장률, 유사상장기업의 희망공모가 및 최종공모가의 본질가치 대비 할증률, 기타 합리적·객관적으로 산출한 할증률 중 두 가지의 평균값을 이용하여 본질가치를 할증하여 계산하도록 되어 있었다. 상대가치는 규정된 방식에 따라 유사기업을 이용하여 산출한 상대가치를 30% 할인하여 계산하도록 규정되어 있었다.

66) 예를 들어, 신규상장기업의 주당 순이익이 1,000원이고 선정된 유사 상장

변화였으므로 2002년 7월의 기준가 산정방법 자율화는 수요예측 제도환정의 구조변화로 평가하는 것이 적절해 보인다.

희망공모가 책정과 관련된 규제 역시 2002년 7월에 변화가 있었다.⁶⁷⁾ 2002년 7월 이전의 규정에 따르면 희망공모가의 범위는 기준가의 $\pm 25\%$ 이내이어야 하며, 희망공모가 범위의 상한가격은 하한가격의 150%를 넘지 않아야 하였다. 2002년 7월 이 규정이 폐지되면서, 인수인은 원칙적으로는 기준가와 상관없이 희망공모가 범위를 설정할 수 있게 되었다. 2002년 7월 이전의 규제는 기준가 산정방법을 세밀하게 규정한 상태에서 희망공모가 책정을 기준가에 연계시킴으로써, 희망공모가 책정에 대한 인수인의 재량 영역을 거의 남겨두지 않았다. 예를 들어 인수인은 본질가치 평가법에 의한 기업가치 산정결과가 적정하지 않다는 판단이 있다하여도 자신의 전문가적 판단을 가격에 반영할 경로를 갖지 못하였다.

다음으로 인수인의 최종공모가격 결정과 관련된 규제의 변화를 살펴보면, 2002년 7월과 2007년 6월의 규제변화⁶⁸⁾가 주목된다. 2002년 7월 이전에는 사실상 최종공모가격은 규정에 의해 산정방식이 정해져 있어 인수인의 재량권은 미미하였다. 규정에 의한 최종공모가격 산정방식은 상당히 복잡하였다. 먼저 규정은 정해진 방식에 의해 투자자가 제출한 수요예측참여자가격의 가중평균가격을 산출하도록 하였다. 수요예측 가중평균가격은 수요예측참여자의 신청가격을 신용등급과 신청수량으로 가중평균하는 방식으로 계산되는데, 신용등급이 낮은 투자자 또는 지나치게 높거나 낮은 가격을 제시한 투자자가 제시한 수량과 가격은 가중평균가격 산정에서 제외하도록 하였다.⁶⁹⁾⁷⁰⁾ 최종공모가격은 이렇게 산출된

기업의 평균 PER가 10이라면, 신규상장기업의 주가를 10,000원($=10 \times 1,000$ 원)으로 평가하는 식이다.

67) II장의 p.50을 참조하라.

68) II장의 pp.52-53을 참조하라.

69) 수요예측 가중평균가격, P_D 의 계산은 다음 식을 따른다.

수요예측 가중평균가격의 ±30% 이내에서 결정하도록 하였다.

2002년 7월의 제도변화로 수요예측의 방법과 절차에 대한 규정이 폐지되었고, 대신 인수인은 수요예측의 방법과 절차를 유가증권신고서에 기재하여 공시하도록 요구되었다.⁷¹⁾ 아울러 수요예측 가중평균가격의 산정과 최종공모가 결정 방법도 자율화되었다. 다만 수요예측에 제시된 상하위 10% 가격대의 참여수량은 수요예측 가중평균가격 산정에서 제외하도록 하였다.

2002년 7월의 규제개편으로 외형상 수요예측과 최종공모가 결정에 대한 인수인의 자율권이 크게 강화된 것으로 보이지만, 실제 시장행태가 크게 바뀌었는지는 의문이다. 가격결정 과정에 대한 공시의무가 그대로 유지되면서 인수인은 규제개편 이전과 유사한 가격결정 방식을 유지한 것으로 나타나기 때문이다. 이런 가운데 2007년 6월 인수업무의 자율성 확대를 위한 추가적인 조치가 이루어졌다. 우선 가격결정 과정에 대한 공시를 간소화하고 인수인 각자의 공정인수업무처리기준에 따르도록 하였다.⁷²⁾ 아울러 수요예측 참여 투자자의 범위를 (자본시장법상)전문투자

$$P_D = \frac{\sum_{i=1}^N (P_i Q_i C_i)}{\sum_{i=1}^N (Q_i C_i)}$$

여기서 Q_i , P_i , C_i 는 참여자 i 의 참여수량, 참여가격, 신용등급 가중치를 각각 의미한다. 가중평균가격의 계산에서 제외하는 경우는 다음과 같다. 1) 총 수요예측 신청수량이 공모주식수의 2배를 초과하고, 수요예측 참여 투자자의 신청가격이 누적물량기준으로 상위 10% 또는 하위 10%에 해당하는 경우, 2) 수요예측 참여 투자자의 신용등급이 일정 수준 미만인 경우, 단, 신용등급이 일정 수준 이상인 투자자의 가중평균 수량이 전체 수량의 30%미만일 경우에는 차상위 등급을 포함하여 가중평균가격을 산정한다.

70) 각 수요예측 참여 투자자의 신용등급은 기업분석능력(증권분석사 및 분석조직 보유 현황), 자본금 또는 자산운용규모, 의무보유확약 여부 등을 감안하여 산정한다.

71) 50억원 미만 소액공모에 대해서는 수요예측의무를 면제하였다.

72) 그러나 II장에서 언급했듯이 가격결정 과정에 대한 공시의무는 2010년 8월

자, 국민연금, 우정사업본부 등 국내 기관투자자에서 우량 개인투자자, 외국 기관투자자까지 확대하고, 개별 펀드를 하나의 기관투자자로 인정하는 대신 동일한 운용사 산하의 펀드는 모두 하나의 기관으로 간주하도록 하였다. 수요가격을 제시하지 않고도 수요예측에 참여하는 것을 허용하였으며⁷³⁾, 수요예측가격의 계산과 최종공모가 결정방법을 완전히 자율화 하였다. 또한 관행에 따라 일률적으로 정해왔던 개별 수요예측참여자에 대한 수요예측 참여물량 한도를 인수인이 자율적으로 정할 수 있도록 하였다.⁷⁴⁾

마지막으로, 공모주식의 물량 배정에 관련된 규제는 II장에서 보았듯이 수차례에 걸친 변화가 있었다.⁷⁵⁾ 그 중에서 제도환경의 구조변화로 주목되는 것은 2007년 6월의 투자자 배정기준 변경이다. 2007년 6월 이전에는 수요예측 참여 투자자에 대한 배정기준과 관련된 규정이 존재했다. 전체 수요예측 참가수량의 상위 15% 또는 하위 15%에 해당하고 최종공모가로부터 일정 수준⁷⁶⁾을 벗어난 가격을 제시한 투자자는 배정에서 제외하도록 되어 있었다. 또한 최종공모가격과 수요예측 제시가격의

다시 이전 수준으로 강화된다.

73) 이 경우는 최종공모가를 수용하는 것으로 간주한다.

74) 정보효율성 관점에서, 수요예측 참여 투자자 범위의 확대, 수요예측 참여 물량 한도의 자율화, 최종공모가 결정과정의 관행화를 막기 위한 공시의 무 완화는 긍정적 변화로 평가할 수 있겠으나, 가격미제시 수요예측 참여를 허용한 것은 수요정보의 정확성을 떨어뜨릴 수 있다는 점에서 부정적인 측면이 있다.

75) II장의 pp.53-56을 참조하라.

76) 다음의 식으로 계산된 '표준편차'를 벗어난 가격을 제시한 투자자는 배정에서 제외되었다.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N Q_i C_i (P_i - P_D)^2}{\sum_{i=1}^N Q_i C_i}}$$

여기서 P_D 는 수요예측 가중평균가격을, Q_i , P_i , C_i 는 참여자 i 의 참여수량, 참여가격, 신용등급 가중치를 각각 의미한다.

근접도에 따라 물량배정이 유리하게 되어 있어, 2007년 6월 이전의 배정 방식에 따르면, 수요예측에서 높은 가격을 제시하기보다 최종공모가에 가까운 가격을 제시할수록 배정확률이 높아졌다.⁷⁷⁾ 2007년 6월 수요예측 참여 투자자에 대한 배정을 인수인이 자율적으로 결정할 수 있도록 규정이 변경되면서, 인수인은 이론적으로는 수요예측 참여 투자자의 실적, 평판, 인수인과의 관계, 의무보유확약기간 등 다양한 요인을 재량적으로 고려할 수 있게 되었다.

마지막으로는 2007년 6월에 함께 이루어진 기관투자자 청약증거금 폐지와 풋백옵션 폐지도 주목할만한 변화라 할 수 있다. 기관투자자의 청약증거금 폐지로 수요예측참여자의 참여 부담이 줄어든 반면 인수인의 인수부담은 증가하였으며, 풋백옵션이 폐지되면서 인수인의 시장조성

<그림 III-1> 수요예측 과정 흐름도



77) 수요예측 참여 투자자에 대한 배정은 신청수량, 신용등급별 가중치, 신청 가격과 최종공모가의 근접도에 따른 가중치, 의무보유확약기간에 따른 가중치를 곱한 값을 기준으로 한다. 즉 신청수량이 많고, 신용등급이 높고, 신청가격이 최종공모가에 근접하고, 의무보유확약기간이 길수록 배정물량이 늘어난다.

부담이 경감되었다. 이러한 변화는 기관투자자의 수요예측 참여행태와 인수인의 최종공모가 결정행태에 영향을 미쳤을 것으로 보인다.

<표 III-1>은 이상의 수요예측 절차와 관련된 규제의 변화를 요약, 정리한 것이다. 위에서 검토한 바와 같이, 2002년 7월과 2007년 6월 두 차례에 걸쳐 큰 폭의 변화가 있었다. 2002년 7월에는 기준가 산정 및 희망공모가 책정방식의 자율화, 수요예측방법 자율화, 최종공모가 결정방식의 자율화 등의 조치가 이루어졌고, 2007년 6월에는 수요예측방법과 최종공모가 결정방식의 자율성이 확대되고, 가격결정에 대한 공시의무가 완화되었으며, 배정방법이 자율화되었다. 2002년 8월 이전을 수요예측 전 과정이 명시적 규정에 따라 이루어지는, 인수인의 자율성이 제한된 시기라고 한다면 2007년 6월 이후는 수요예측 과정에 대해 인수인의 자율성이 보다 강화된 시기라 할 수 있다. 이러한 평가에 근거하여 실증분석에서는 2002년 8월 이전을 기간(1), 2002년 8월부터 2007년 6월까지를 기간(2), 2007년 6월 이후를 기간(3)으로 정의하고 비교 분석하도록 한다.

전체 표본기간을 이와 같이 세 시기로 구분하여 진행하는 이하의 분석에서 한 가지 유의할 점을 미리 언급해 둘 필요가 있다. 2010년 이후의 규제태도의 변화에 대한 고려가 생략되어 있다는 점이다. II장에서 상술⁷⁸⁾하였듯이 2010년을 전후하여 이른바 공모가 부풀리기가 사회적 관심대상이 되면서 인수인의 공모가격 결정에 대한 규제도입 여부가 논란이 된다. 결국 가격결정 방식에 대한 직접적인 규제가 도입되지는 않았지만, 공모가격 결정에 대한 공시규제가 실질적으로 재도입되었고 공모가 부실책정에 대한 규제근거도 도입되었다. 동시에 거래소의 심사도 강화되었고 2012년에는 희망공모가격의 범위가 인수인이 추정한 적정 추정가격의 15%를 넘지 않아야 한다는 모범규준 도입도 있었다. 이 시기 인수인의 공모가격결정권을 제약하는 방향으로 '규제태도'의 변화가

78) II장의 pp.62-63을 참조하라.

<표 III-1> 수요예측제도의 시기구분

구분	<p>기준가 산정</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 규정에 따라 ■ 본질가치 평가방법 적용(단, 사업성가치, 상대가치 추가적으로 고려 가능) ■ 부실분석 제재 	<p>희망공모가 책정</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 기준가의 $\pm 25\%$ 이내에서 범위의 상한이 하한의 150%를 넘지 않도록 ■ 희망공모가 범위 설정 	<p>수요예측</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 규정한 방법과 절차에 따라 수요예측 시행 ■ 모든 기관 참여 참여수량 한도 ■ 참여 정해진 산식에 따라 산정 	<p>최종공모가 확정 및 배정</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 수요예측가격 $\pm 30\%$ 이내에서 최종공모가 결정 ■ 최종공모가와 참여가격의 근접도, 신용등급, 의무보유기간에 따라 차등 배정 (단, 참여수량과 가격이 일정수준 이상 또는 이하인 경우 배정 제외) ■ 참여가격이 공모가 미만인 경우에도 배정 가능 	<p>청약 및 시장조성</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 상장 후 1개월 이상, 공모가의 80% 이상 유지 ■ 기관 청약증거금 100%, 개인 청약증거금 50%
기간(1) (~2002.8.)					
기간(2) (2002.8.~2007.6.)	<p>평가방법</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 자율화(단, 정보유사기업 제외) ■ 부실분석 제재 폐지 	<p>희망공모가 책정</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 책정방식 자율화 	<p>수요예측방법</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 자율화(단, 방법과 절차 공시) ■ 소액공모 수요예측 면제 	<p>최종공모가 결정</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 방법 자율화 ■ 배정 자율화 	<p>상장 후 1개월 이상, 공모가의 90% 이상 유지</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 풋백 옵션제도 도입(2003.9.)
기간(3) (2007.6.~)			<p>수요예측 참여 투자자 범위 확대</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 가격 미지정 참여 허용 ■ 참여수량 한도 설정 ■ 자율화 		<p>풋백 옵션제도 폐지</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 기관 청약증거금 폐지

있었음은 명백하였다.

그러므로 기간(3)의 경우 2010년 이후의 실제 규제환경은 인수인의 자율성 측면에서 그 이전과는 차이가 있었을 가능성이 있다. 보다 중요하게는 인수인의 재량권이 확대된 규제환경이 지속된 기간은 2007년말에서 2010년까지의 불과 3년 남짓에 불과하였다고 볼 수도 있다. 이 같은 단기간의 환경변화가 과연 시장참가자와 규제집행자의 행태변화를 이끌어낸만한 실질적인 환경변화였는지에 대해 의문이 없을 수 없다. 즉 '규제개정'의 '연혁'은 시기구분이 필요할 정도의 규제환경 변화가 2002년 중반, 2007년 중반에 있었던 점을 알려준다. 그러나 2010년의 규제태도 변화를 염두에 두면 실제 시장운영체제와 시장행태에 근본적인 변화가 있었을 것인지는 면밀한 실증적 검증의 대상이다.

나. 회귀분석 모형의 도출

수요예측 참여정보의 가치분석을 위해서는 검증가설을 도출하기 위한 개념적 틀이 필요하다. 이에 수요예측의 절차를 감안하여 수요예측과정에서 인수인, 수요예측참여자, 상장 후 시장참가자 간의 정보흐름을 간단한 모형으로 제시하고자 한다. 이 모형을 활용하면 회귀분석에서 사용할 회귀식의 도출이 가능해진다. 이를 위해 '문지기 시장'이론, 즉 '동태적 정보취득 가설'(Benveniste and Spindt 1989; Chemmanur 1993; Sherman 2000, 2005; Sherman and Titman 2002)이 상정하는 시장환경을 가정해 보자. 즉 인수인이 일단 자신의 정보와 공적 정보에 기초하여 기업가치를 추정하고, 수요예측을 통하여 참여자들이 보유한 사적정보를 수집 종합하여 최종공모가격을 결정한다고 가정해 보자. 이 같은 시장환경에서 최종공모가격이 결정되기까지의 흐름은 아래와 같이 수식화할 수 있을 것이다.

최종공모가격의 전체 결정과정은 인수인의 기준가 산정과 희망공모가 제시에서 시작하여 최종공모가 결정으로 완료된다. 이후 상장되어 거래가 이루어지면서 시장가격이 형성된다. 기준가 산정과 희망공모가 설정이 이루어지는 시점을 t_0 , 수요예측과 최종공모가 결정이 이루어지는 시점을 t_1 , 상장과 함께 시장가격이 형성되는 시점을 t_2 로 정의하자.

수요예측의 첫 번째 절차는 인수인의 기준가 산정과 희망공모가 설정이다. 인수인의 희망공모가(P_B) 설정은 상대평가방식 등을 통해 평가한 신규공모주의 기준가(P_V)에 인수인이 가진 사적정보(private information) (i_{IB})를 반영하여 결정하는 것으로 가정할 수 있다.

$$P_B = P_V + i_{IB} \tag{1}$$

인수인의 희망공모가격이 제시되면 이를 준거로 하여 수요예측이 실시된다. 수요예측에 참여한 투자자들은 자신들이 평가하는, 즉 지불용의가 있는 가격과 구입의사가 있는 물량을 제시한다. 수요예측이 목표한 기능을 수행한다면, 수요예측가(P_D)에는 인수인이 애초에 갖고 있던 정보(P_B)에, 수요예측에 참여한 투자자가 보유하고 있던 사적 정보(i_{PV})와 희망공모가 책정시점(t_0)부터 수요예측시점(t_1)까지의 공적 정보(public information) ($I_{PB}(0,1)$)가 포함될 것으로 예상할 수 있다. 이는 다음의 식으로 표현된다.⁷⁹⁾

$$P_D = P_B + i_{PV} + I_{PB}(0,1) \tag{2}$$

79) 여기서 P_D 는 수요예측 참여가격과 참여물량이 모두 고려된 수요예측 가중평균가격을 의미한다.

수요예측의 마지막 절차는 인수인의 수요예측가를 토대로 한 최종공모가(P_O) 결정이다. 인수인은 본래 자신이 제시한 희망공모가에 수요예측참여자들이 제시한 정보를 재량적으로 반영하여 최종공모가를 결정할 것으로 예상된다. 이를 표현한 것이 식(3)이다.

$$\begin{aligned} P_O &= P_B + ki_{PV} + I_{PB}(0,1) \\ &= P_B + k(P_D - P_B) + (1-k)I_{PB}(0,1) \end{aligned} \quad (3)$$

식(3)에서 주목할 점은 k 의 존재로, 최종공모가가 수요예측가와 항상 동일하게 결정되는 것이 아니라는 점이다. '동태적 정보취득가설'에 따르면, 인수인이 수요예측참여자로부터 긍정적 사적정보($i_{PV} > 0$)를 얻었을 경우에는 이 정보를 최종공모가에 부분적으로 반영한다. 즉 최종공모가를 수요예측가보다 낮게 책정함으로써 수요예측참여자에게 정보 제공의 대가를 제공한다($0 < k < 1$). 반면 인수인이 수요예측참여자로부터 부정적 사적정보($i_{PV} \leq 0$)를 얻었을 경우에는 이 정보를 최종공모가에 모두 반영한다($k = 1$).

수요예측의 전 과정이 마무리되고 상장이 완료되면 시장가격(P_M)이 형성된다. 시장가격에는 수요예측 과정에서 반영되지 못한 사적정보를 포함한 모든 사적정보(I_{PV})와 최종공모가 결정시점(t_1)부터 상장시점(t_2)까지의 공적정보($I_{PB}(1,2)$)가 반영된다. 수요예측에 참여한 투자자가 제공한 사적정보와 전체 사적정보의 관계를 $i_{PV} = zI_{PV}$ 로 정의하면, 시장가격은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$P_M = P_B + I_{PV} + I_{PB}(0,2) = P_B + \frac{1}{z}i_{PV} + I_{PB}(0,2) \quad (4)$$

식 (2)와 (3)을 이용하면 식 (4)는 다음과 같이 전환된다.

$$P_M = P_O + \left(\frac{1}{z} - k\right)(P_D - P_B) - \left(\frac{1}{z} - k\right)I_{PB}(0,1) + I_{PB}(1,2) \quad (5)$$

이상에서 논의한 희망공모가, 수요예측가, 최종공모가, 시장가의 관계를 바탕으로, 수요예측 과정의 정보효율성을 실증적으로 분석하기 위한 회귀모형이 다음과 같이 도출된다.

$$\frac{P_D - P_B}{P_B} = \alpha_o + \alpha_1 R_M(0,1) + \sum_i \delta_i Control_i + \epsilon \quad (a)$$

$$\frac{P_O - P_B}{P_B} = \beta_o + \beta_1 \frac{P_D - P_B}{P_B} + \beta_2 R_M(0,1) + \sum_i \zeta_i Control_i + \epsilon \quad (b)$$

$$\begin{aligned} \frac{P_M - P_O}{P_B} &= \gamma_o + \gamma_1 \frac{P_D - P_B}{P_B} + \gamma_2 R_M(0,1) + \gamma_3 R_M(1,2) \\ &+ \sum_i \eta_i Control_i + \epsilon \end{aligned} \quad (c)$$

세 회귀모형에서 주요 계수의 값은 한국 신규공모시장의 수요예측 관련 규제의 변화에 따라 달라져 왔을 것으로 예상된다. 앞서 살펴본 바와 같이, 2002년 8월 이전, 기간(1)에는 기준가의 산정, 희망공모가의 책정, 수요예측가의 계산, 최종공모가의 결정, 수요예측 참여 투자자에 대한 배정이 모두 사전에 정해진 방식에 따라 이루어지도록 되어 있었다. 가격책정과 배정에 대한 인수인의 재량권이 제한되어 있었으므로, '동태적 정보취득가설'이 전제하는 수요예측참여자의 사적정보 제공에 대한

인수인의 재량적 보상이 이루어지기 어려운 환경이었다. 특히 유의해야 할 점은 개별 투자자가 제시한 수요예측 참여 가격이 최종공모가보다 높았을 경우 이에 대한 벌칙이 있었다는 점이다. 최종공모가를 상회하는 수요예측 참여가격을 제시한 투자자는 최종공모가와 격차에 비례하여 배정 가능성이 낮아지도록 되어 있었다. 이 규정이 수요예측참여자의 행태에 어떤 영향을 미쳤는지는 실증적으로 조사해야 할 사항이지만, 수요예측 참여 투자자는 자신이 보유한 정보를 제공하기 보다는 배정물량을 확보하기 위한 전략적 행태를 보였을 가능성이 높다. 당시 수요예측제도가 '동태적 정보취득가설'이 예측하는 방식으로 운영되지 않았을 가능성을 높이는 요인이다.

가격결정과 배정에 대한 인수인 재량권이 강화된 2007년 6월 이후, 즉 기간(3)에는 '동태적 정보취득가설'과 부합되는 시장행태가 나타났을 가능성이 기간 (1)과 (2)에 비해서는 상대적으로 높다. 다만 시장행태의 실제 변화 여부는 면밀한 검증을 필요로 한다. '동태적 정보취득가설'과 '문지기 시장' 이론에서 상정하는 효율적인 수요예측제도는 공모가격 결정과 공모물량 배정에서 완전한 재량권을 행사하는 인수인의 존재와 그러한 인수인이 중심이 되어 운영되는 정보네트워크의 존재를 전제로 한다. 기간(3)의 공모시장 환경을 감안할 때 이 기간에도 인수인이 공모가격 결정과 공모물량 배정에서 완전한 재량권을 행사했다고 보이지는 않는다. 특히 2010년 이후에는 상장 후 시장가격이 최종공모가를 하회할 경우 이에 대한 여론의 비판과 감독기관의 실태조사 등 인수인의 공모가격 결정에 대한 간접적인 개입이 있었고⁸⁰⁾, 증권업계 관계자들은 상장 심사과정에서 거래소의 적정공모가격에 대한 개입이 잦았다고 주장한다.⁸¹⁾ 그러므로 이 기간 수요예측제도의 운영에 관계된 인수인, 투자자

80) 금융감독원 보도자료, 「IPO 공모주식 가치평가 및 기관투자자 매매 실태 분석」, 2011.02.10.

81) 보고서 작성과정에서 수 차례 업계 관계자들을 인터뷰한 과정에서 파악된

등의 행태가 과연 '동태적 정보취득가설'의 예측에 부합할 것인지에 대해서는 예단하기 어렵다.

이하 각 회귀모형의 변수와 계수의 의미에 대해 좀더 살펴보자. 회귀모형 (a)에서 $R_M(0,1)$ 은 시장수익률로, 공적정보 $I_{PB}(0,1)$ 를 대리하는 변수이다. 수요예측가격이 희망공모가에 반영되지 않은 공적정보를 반영한다면 α_1 은 유의한 양(+)의 값을 갖게 될 것이다. '동태적 정보취득가설'은 수요예측에 참여하는 투자자들이 자신들이 이미 보유하고 있거나 새롭게 생산한 사적정보를 인수인에게 전달하는지 여부에 초점이 맞춰져 있다. 수요예측제도가 효율적으로 운영된다면 공적 정보는 당연히 인수인에게 전달되어야 한다. 그러나 앞에서 언급하였듯이 기간(1)의 경우에는 공적 정보의 전달도 이루어지지 않았을 가능성을 배제할 수 없다. 최종공모가와 참여가격의 격차에 따라 배정물량이 결정되는 구조를 알고 있는 상황에서 수요예측참여자의 전략적 행동이 어떠한 식으로 이루어졌을지 알기 어렵기 때문이다.

회귀모형 (b)에서 β_1 은 식 (3)의 k 에 해당한다. '동태적 정보취득가설'이 예측하듯이 수요예측에서 제공된 긍정적 사적정보는 최종공모가에 부분적으로 반영되고 부정적 사적정보는 모두 반영된다면, β_1 은 $i_{PV} > 0$ 일 때 0과 1사이의 값을, $i_{PV} \leq 0$ 일 때 1의 값을 갖게 될 것이다. 공적 정보 $I_{PB}(0,1)$ 의 대리변수 $R_M(0,1)$ 의 계수, β_2 의 경우, $1-k$ 에 비례하므로, $i_{PV} > 0$ 일 때 양(+)의 값을, $i_{PV} \leq 0$ 일 때 0의 값을 갖게 된다.

회귀모형 (c)에서 γ_1 은 식 (3)의 $\frac{1}{z} - k$ 에 해당한다. 수요예측에서 정보제공이 효율적으로 이루어지지 않는다면 z 는 0에 가까운 값을, 정보제공이 효율적으로 이루어진다면 z 는 1에 가까운 값을 갖게 될 것이다. 이러한 z 에 대한 예상과 회귀모형 (b)에서의 k 에 대한 예상을 종합할

주장이다.

때 γ_1 은, 기간(1)에는 매우 큰 값을 나타낼 것으로 예상된다. 기간(3)의 경우에 어떤 값을 취할 것인지는 과연 인수인의 재량권이 실제 확대되고 시장행태가 변화되었는지에 의존할 것이다.⁸²⁾ 한편, $R_M(0,1)$ 의 계수 γ_2 는 $-\frac{1}{z}+k$ 에 비례하므로 γ_1 와 반대의 부호가 예상되며, $R_M(1,2)$ 의 계수 γ_3 는 모든 경우에 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

이상에서 정리한 각 회귀모형에 대한 ‘동태적 정보취득가설’ 또는 ‘문지기 시장’이론의 귀무가설을 <표 III-2>에 정리하였다. 만일 ‘동태적 정보취득가설’에 입각한 시장행태가 한국 신규공모시장에서 관찰된다면 그 경우 각 추정식의 계수 추정치는 <표 III-2>에서 예상하는 부호 및 크기

<표 III-2> ‘문지기 시장’ 이론의 귀무가설

회귀 모형	회귀 계수	$i_{PV} > 0$	$i_{PV} \leq 0$
		$0 < k < 1, z \rightarrow 1$	$k = 1, z \rightarrow 1$
(a)	α_1	$\alpha_1 > 0$	$\alpha_1 > 0$
(b)	$\beta_1 (= k)$	$0 < \beta_1 < 1$	$\beta_1 = 1$
	β_2	$\beta_2 > 0$	$\beta_2 = 0$
(c)	$\gamma_1 \left(= \frac{1}{z} - k \right)$	$0 < \gamma_1 < 1$	$\gamma_1 \rightarrow +0$
	γ_2	$\gamma_2 < 0$	$\gamma_2 \rightarrow -0$
	γ_3	$\gamma_3 > 0$	$\gamma_3 > 0$

82) 한편, 수요예측참여자들은 최종공모가를 낮추기 위해 사적정보를 보다 부정적으로 제공할 유인을 갖는다. 이로 인해 $i_{PV} > 0$ 이고 z 가 1보다 작아진다면 γ_1 는 증가하며, $i_{PV} \leq 0$ 이고 z 가 1보다 커진다면 γ_1 는 $-1 < \gamma_1 < 0$ 의 범위에서 작아진다. 만약 긍정적 사적정보 대신 부정적 사적정보를 제시하여 $z < 0$ 라면 $\gamma_1 < -1$ 이 된다.

를 보여야 할 것이다. 이와 다른 추정치가 얻어질 경우 귀무가설은 기각되고 한국 신규공모시장의 행태는 ‘문지기 시장’이론과는 배치되는 것으로 보아야 할 것이다.

회귀모형 (a), (b), (c)의 *Control*은 각 회귀식의 종속변수에 영향을 미칠 것으로 평가되는 기타 통제변수를 의미한다. *Control* 변수의 내역과 정의에 대해서는 이후 실증분석에서 설명하도록 한다.

마지막으로 수요예측과정에 대한 이상의 모형은 신규공모주 저평가에 대해서도 중요한 시사점을 제공한다. 공적정보가 없다는 가정아래 ($I_{PB} = 0$), 식 (3)과 식(4)를 이용하면, 신규공모주 저평가 정도는 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\frac{P_M - P_O}{P_O} = \frac{\left(\frac{1}{z} - k\right) i_{PV}}{P_B + k i_{PV}} = \frac{(1 - zk) I_{PV}}{P_B + zk I_{PV}} \quad (6)$$

$z = 1$ 이고 $k = 1$ 일 때, 즉 수요예측에서 제공된 사적정보가 모든 사적정보이고, 이 사적정보가 최종공모가에 모두 반영될 때, 신규공모주의 저평가 또는 고평가가 사라짐을 쉽게 확인할 수 있다. 수요예측에서 제공된 사적정보가 부분 반영되거나 ($0 < k < 1$), 수요예측에서 사적정보가 제공되지 않거나 ($z = 0$), 또는 사적정보의 상대적 크기 ($|I_{PV}|/P_B$)가 클수록 저평가 또는 고평가는 증가하게 된다.

다. 자료의 구성

실증분석은 2001년부터 2014년 사이에 신규공모를 위한 유가증권신

고서를 제출하고 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장을 완료한 1,008개 기업을 대상으로 한다.⁸³⁾

실증분석을 위한 자료는 금융감독원 DART와 DataGuide를 이용하여 확보하였다. 구체적으로, 공모일정, 공모주식수, 배정비율(일반투자자, 기관투자자, 우리스주), 소유구조, 기준가 및 기준가 산정방식, 희망공모가 범위, 수요예측 방법, 수요예측 결과 등은 증권신고서에서, 상장일정, 최종공모가, 공모금액, 청약 및 배정 결과, 공모 전후의 소유구조 등은 증권발행실적보고서에서 추출하였으며, 주가, 수익률, 거래량 등 상장 이후 주식거래 관련정보와 상장 전후 재무제표 자료는 DataGuide에서 확보하였다.

3. 수요예측제도 정보효율성 분석 (1): 기술적 통계량 분석

본 절에서는 2절의 방법론에서 도출한 세 개의 회귀모형을 추정분석하기에 앞서 수요예측과정에서 생산된 기준가, 희망공모가, 최종공모가 및 상장 후 시장가격 등 4개의 가격자료에 대한 기술적인 통계량 분석(descriptive statistics analysis)을 다양한 방식으로 수행한다. 본 절의 기술적 분석의 결과는 이어지는 회귀분석 결과의 해석에 있어 유의할 점을 알려주는 동시에 '동태적 정보취득가설'이 아니라 한국 시장 특유의 행태적 가설이 한국 신규공모시장에 대해 설정될 수 있다는 점을 시사한다.

가. 기준가 산정과 희망공모가 책정

수요예측의 첫 번째 절차는 발행기업 가치평가를 통한 기준가의 산

83) 상장외국기업도 모두 포함한다.

정이다. 한국 신규공모시장에서 인수인이 실제 어떤 방식으로 기준가를 산정하여 왔는지를 살펴보도록 하자.

표본기간 동안 공시자료를 토대로 파악한 기준가 평가방법은 본질가치 평가방법, 상대가치 평가방법, 그리고 두 가지 이상의 방법을 동시에 이용한 복합 평가방법 등 세 유형으로 분류할 수 있다.⁸⁴⁾ 앞서 확인한 바와 같이, 2002년 8월 이전, 기간(1)에는 규정에 따라 본질가치를 필수적으로 적용하고, 상대가치와 사업성가치는 산출이 가능한 경우 적용하도록 되어 있었다. 이를 반영하여 2002년 8월 이전에 증권신고서를 제출한 272개 신규상장기업 중 137개 기업이 본질가치 평가방법을, 135개 기업이 복합 평가방법을 이용한 것으로 나타난다.<표 Ⅲ-3> 참조)

공모주 가치평가 방법이 자율화된 기간(2)와 (3)의 경우에는, 증권신고서에 기준가 산정방법이 기재된 510개 기업 중 479개 기업이 상대가치 평가방법을 이용한 것으로 나타난다. 2007년 6월부터 2010년 8월까지의 기간에는 기준가와 기준가 산정방법에 대한 공시가 이루어지지 않아 226개 신규공모기업의 기준가 산정방법이 확인되지 않으나, 상대가치 평가방법이 주로 이용되었을 것으로 추측된다.

기준가 산정 후 주관사는 기준가를 토대로 희망공모가 범위를 제시한다. 기간(1)에는 기준가의 $\pm 25\%$ 이내에서 상한가격이 하한가격의 150%를 넘지 않도록 희망공모가 범위를 설정하도록 되어 있었으므로, 희망공모가 범위는 기준가와 큰 차이가 날 수 없는 구조이다. 반면 기간(2)와 (3)에는 희망공모가 범위의 설정이 자율화되어 희망공모가와 기준가에 격차가 나타날 가능성이 있다. 단, 기간 (3)의 경우 2012년 희망공모가격의 범위를 제한하는 규제가 제도입되었으므로 다시 행태변화가 있었을 수 있다.

84) 복합 평가방법은 본질가치 평가방법, 상대가치 평가방법, 사업성가치 평가방법 중 두 가지 이상을 동시에 사용한 경우를 말한다.

<표 III-3> 기준가 평가방법

연도	본질가치 평가방법	상대가치 평가방법	복합 평가방법	미공시
2001	49	0	86	0
2002	87	16	50	1
2003	2	69	0	7
2004	7	48	0	1
2005	10	68	1	1
2006	10	51	0	1
2007	1	22	0	51
2008	0	0	0	44
2009	0	0	0	66
2010	0	22	0	53
2011	0	71	0	1
2012	0	28	0	0
2013	0	38	0	0
2014	0	46	0	0
기간(1)	0	46	0	0
기간(2)	137	0	135	0
기간(3)	29	274	2	11
	0	205	0	215
합계	166	479	137	226

<표 III-4>는 기준가 대비 희망공모가의 분포 변화를 보여준다.⁸⁵⁾ 전체 표본에서 희망공모가는 기준가의 평균 0.84배로, 인수인은 기준가에서 16% 할인하여 희망공모가를 결정하였던 것으로 나타난다. 각 기간별로 희망공모가와 기준가의 관계를 보면 희망공모가 범위 설정에 대한 제한이 있었던 기간(1)에는 평균 1.00배로, 본질가치로 평가한 기준가와 동일하게 희망공모가를 설정한 것으로 나타난다. 당시 규제환경이 세밀하게 정해진 방식으로 기준가격을 정하고 다시 이에 따라 기계적으로 희망공모가격을 정하도록 되어 있었으므로 이를 반영한 결과로 생각된다.

85) 희망공모가 범위 상한가격과 하한가격의 중간값을 희망공모가로 간주하며, 기준가에 대한 정보가 확인되지 않는 2007년 6월부터 2010년 8월까지의 226개 표본은 통계에서 제외하였다.

<표 Ⅲ-4> 기준가 대비 희망공모가 비율
표준편차

연도	평균	표준편차	25%	50%	75%
2001	1.02	0.10	0.98	1.04	1.08
2002	0.96	0.14	0.91	0.99	1.05
2003	0.73	0.16	0.62	0.69	0.79
2004	0.73	0.12	0.65	0.72	0.81
2005	0.76	0.18	0.68	0.74	0.79
2006	0.79	0.11	0.72	0.79	0.86
2007	0.80	0.11	0.70	0.82	0.85
2010	0.79	0.10	0.76	0.81	0.84
2011	0.77	0.10	0.74	0.79	0.85
2012	0.73	0.11	0.66	0.75	0.80
2013	0.71	0.10	0.66	0.74	0.79
2014	0.73	0.12	0.67	0.73	0.83
기간(1)	1.00	0.11	0.95	1.01	1.07
기간(2)	0.76	0.15	0.67	0.75	0.82
기간(3)	0.75	0.11	0.69	0.77	0.82
전체	0.84	0.17	0.72	0.82	0.98

희망공모가 범위 설정이 자율화된 기간(2)와 기간(3)의 경우 희망공모 가격은 각각 기준가의 평균 0.76, 0.75배로서, 인수인은 상대가치로 평가한 기준가를 약 25% 할인하여 희망공모가를 정한 것으로 나타난다. 특히 할만한 것은 다양한 규제변화가 있었지만 인수인이 희망공모가격을 항상 기준가격 대비 약 25% 할인하여 제시한다는 것은 2003년 이후 현재까지 존속되어 온 불변의 시장행태로 보인다는 점이다. 기준가 대비 희망공모가 비율이 일시적으로 2006년~2010년 0.79~0.80로 다소 높은(즉 할인율이 낮았던) 기간이 있었지만, 큰 차이가 아니었고 단기간에 불과하였다.⁸⁶⁾

86) 이 기간의 할인율 하락 및 재상승이 2007년의 인수인의 공모가책정 자율권 확대 및 2010년 이후의 규제태도 변화와 연관된 것인지는 흥미로운 향후 연구과제이다.

<표 III-5> 희망공모가격 범위

연도	평균	표준편차	25%	50%	75%
2001	0.27	0.10	0.21	0.25	0.32
2002	0.27	0.07	0.22	0.27	0.31
2003	0.27	0.09	0.22	0.25	0.32
2004	0.22	0.06	0.18	0.22	0.26
2005	0.21	0.08	0.17	0.20	0.25
2006	0.20	0.07	0.15	0.20	0.25
2007	0.16	0.05	0.13	0.17	0.20
2008	0.17	0.06	0.13	0.16	0.21
2009	0.18	0.06	0.13	0.18	0.22
2010	0.18	0.06	0.13	0.17	0.22
2011	0.17	0.06	0.13	0.15	0.19
2012	0.17	0.07	0.13	0.15	0.19
2013	0.16	0.05	0.13	0.14	0.18
2014	0.17	0.06	0.13	0.15	0.20
기간(1)	0.27	0.08	0.22	0.26	0.31
기간(2)	0.23	0.08	0.17	0.22	0.28
기간(3)	0.17	0.06	0.13	0.16	0.20
전체	0.22	0.08	0.15	0.21	0.26

<표 III-5>에서는 희망공모가 범위의 크기에 대한 통계를 제시하고 있다. 희망공모가 범위의 크기는 희망공모가 범위의 상한가격에서 하한가격을 차감한 값을 상한가격과 하한가격의 중간값으로 나누어 측정하며, 희망공모가가 범위가 아닌 단일가격으로 제시된 4개의 표본은 분석에서 제외하였다.

전체표본에서 희망공모가 범위는 0.22로, 중간값 기준으로 $\pm 11\%$ 에서 상한가격과 하한가격을 결정한다. 희망공모가 범위는 추세적으로 감소하는 것으로 나타나는데, 기간(1) 0.27($\pm 13.5\%$)에서 기간(3) 0.17($\pm 8.6\%$)로 줄어든 것으로 확인된다.

희망공모가 범위의 상한가격이 하한가격의 150%를 넘지 않도록 하는

규제⁸⁷⁾가 폐지된 이후 희망공모가 범위가 꾸준히 감소했다는 점에서, 희망공모가 범위의 감소는 규제변화의 영향이기 보다는 가치평가의 정확성 향상, 상장기업의 특성변화 등 다른 요인에 영향을 받는 것으로 보인다.

나. 수요예측 및 수요예측가 산정

희망공모가 범위가 제시된 다음, 수요예측이 진행된다. 각 수요예측 참여 투자자는 수요물량과 수요가격을 제시하며, 인수인은 이를 바탕으로 수요예측가를 계산한다.

신규공모주식의 수요예측가 산정결과는 증권신고서에 기재되지 않는 경우가 많아 수요예측가에 대한 정보를 일관되게 파악하기 어렵다. 대신, 증권신고서에 가격대별 수요예측 신청수량 분포가 제공되고 있으므로, 각 가격대의 중간값을 신청가격으로 간주하고, 해당 가격대의 신청물량을 가중평균하여 수요예측가격을 계산하였다.⁸⁸⁾⁸⁹⁾

<표 Ⅲ-6>은 연도별, 기간별 희망공모가 대비 수요예측가를 보고하고 있다. 뚜렷한 시계열적 변화가 주목된다. 2008년까지 수요예측가격은 희망공모가격의 0.80~0.97에 머무른 것으로 나타난다. 즉 투자자들은 평균

87) 이는 희망공모가 범위 0.40 이내, 중간값 기준 $\pm 20\%$ 이내에서 상한가격과 하한가격을 결정하는 것과 동일한 의미이다.

88) 각 가격대의 하한값 또는 상한값 대신 중간값을 신청가격으로 간주하는 것은 증권신고서상 가격범위가 넓게 정의되어 있을 경우 나타날 수 있는 오류를 최소화하기 위함이다. 각 가격범위의 하한값을 제출가격으로 간주하여 수요예측가를 계산하더라도 이후의 분석결과에 질적인 차이가 나타나지는 않는다.

89) 각 가격대의 하한값 또는 상한값이 특정되지 않은 경우에는 전체표본의 평균 가격대 크기인 8.12%를 적용하여 하한값 또는 상한값을 설정한다. 예를 들어 '10,000원 이상', '10,000원 미만'로 기재된 경우, '10,000원 이상, 10,812원 미만', '9,249원 이상, 10,000원 미만'로 간주한다.

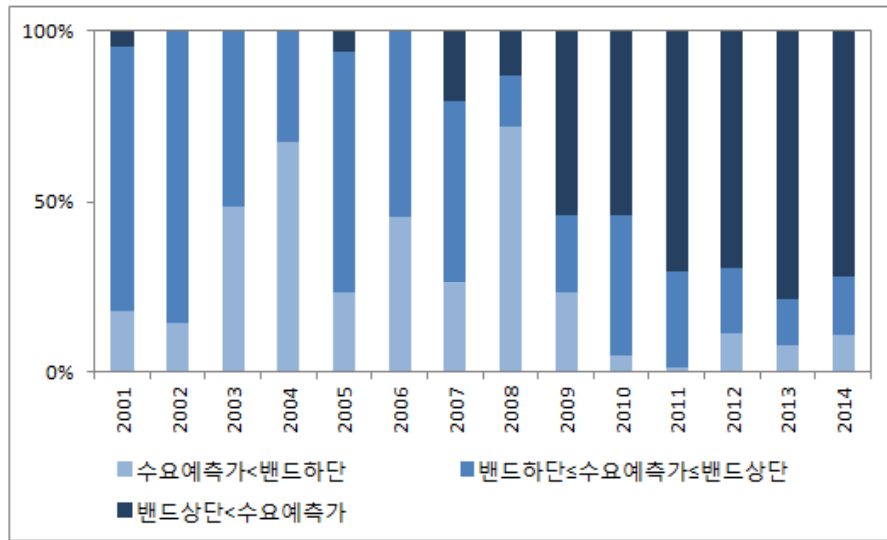
<표 III-6> 희망공모가격 대비 수요예측가격

연도	평균	표준편차	25%	50%	75%
2001	0.97	0.11	0.90	0.98	1.04
2002	0.96	0.11	0.91	0.98	1.03
2003	0.89	0.13	0.82	0.86	0.99
2004	0.83	0.12	0.76	0.85	0.91
2005	0.97	0.10	0.91	0.99	1.04
2006	0.91	0.10	0.84	0.91	0.99
2007	0.97	0.16	0.89	1.00	1.06
2008	0.80	0.21	0.62	0.77	0.99
2009	1.04	0.18	0.94	1.09	1.15
2010	1.07	0.10	1.02	1.09	1.14
2011	1.14	0.13	1.06	1.11	1.18
2012	1.13	0.16	1.02	1.13	1.25
2013	1.16	0.14	1.09	1.16	1.25
2014	1.16	0.16	1.09	1.17	1.27
기간(1)	0.97	0.10	0.92	0.98	1.04
기간(2)	0.91	0.12	0.83	0.92	1.00
기간(3)	1.06	0.19	0.99	1.09	1.17
전체	1.00	0.17	0.90	1.01	1.10

적으로 인수인이 제시한 희망공모가격에 미치지 못하는 수요예측가격을 제시하였다. 그러나 2009년 이후에는 상황이 반전된다. 수요예측가격은 평균적으로 희망공모가격을 다소(4~14%) 상회하는 수준에서 형성된 것으로 나타난다.

<그림 III-2>는 희망공모가 범위(밴드)의 상한과 하한을 기준으로 수요예측가의 분포를 도식화한 것인데, 수요예측가가 희망공모가 범위의 상한을 넘어서는 빈도가 기간(3)에 들어서면서부터 증가하기 시작하여 2009년 이후에는 전체의 2/3 가까이 차지하고 있음을 확인할 수 있다. 그림에는 나타나지 않지만 수요예측참여자의 대다수는 상한가를 참여가격으로 제시하는 것으로 보이며 상한가를 다소 초과하는 참여가격을 제시하는 예가 그 다음으로 많은 것으로 보인다. <표 III-6>과 <그림 III-2>

<그림 Ⅲ-2> 수요예측가 분포



의 결과는 기간(3)에 수요예측 참여 투자자의 행태변화가 나타나고 있음을 명확히 보여주고 있다.

<표 Ⅲ-7>은 수요예측 참여기관 수, 참여경쟁률, 가격미제시 물량비율, 최종공모가 이상 물량비율에 대한 통계를 제시하고 있다. 여기서 참여경쟁률은 수요예측 참여물량을 기관투자자 및 일반투자자 배정물량으로 나눈 값이며⁹⁰⁾, 가격미제시 물량비율은 전체 수요예측 참여물량에서 가격미제시 물량의 비중이다. 최종공모가 이상 물량비율은 전체 지정가 참여물량 중 지정가가 최종공모가 이상인 물량의 비율을 의미한다.

90) 증권신고서상 수요예측 참여물량과 수요예측 참여 투자자에 대한 배정물량이 함께 기재되지 않는 경우가 많고, 표본기간 중 기관투자자 배정물량뿐만 아니라 일반투자자 배정물량 중 일부도 수요예측대상에 포함되었던 시기가 존재한다. 따라서 수요예측 참여수량과 수요예측 참여 투자자에 대한 배정수량을 정확하게 파악하기 어렵다. 이를 감안하여 기관투자자와 일반투자자 배정물량을 합산하여 참여경쟁률을 계산하도록 한다.

참여경쟁률 추이를 보면 전체 표본기간을 통해 높은 경쟁률이 유지되었음을 알 수 있다. 물론 기간별로는 IT버블의 영향이 있었던 2001년과 2002년이 수요예측 참여기관의 수는 500개 이상, 수요예측 참여경쟁률은 300:1~400:1에 달하여 가장 높은 경쟁률을 기록하였다. 이후 참여기관 수와 참여경쟁률이 하락하였지만, 세계금융위기 발발 시점이었던 2008년을 제외하면 모든 시기의 경쟁률이 100:1을 넘어서 절대적으로 매우 높은 수준을 유지하였다. 가장 최근인 2014년의 참여기관 수는 평균 404개, 참여경쟁률은 248:1 수준이다.

참고로 가격미제시 물량 비중을 살펴보면, 2007년 6월 가격미제시 수요예측 참여가 허용된 이후 평균 24%가 가격미제시 물량으로 나타난다.

<표 III-7> 수요예측 참여경쟁률

연도	수요예측 참여기관 수	수요예측 참여경쟁률	가격미제시 물량비율	공모가 이상 물량비율
2001	615	374	0%	21%
2002	520	369	0%	30%
2003	365	280	0%	25%
2004	323	103	0%	29%
2005	426	62	0%	36%
2006	458	60	0%	33%
2007	239	50	36%	37%
2008	59	12	13%	57%
2009	104	33	24%	66%
2010	128	52	40%	71%
2011	171	84	23%	78%
2012	281	159	14%	79%
2013	341	213	4%	86%
2014	404	248	4%	82%
기간(1)	566	371	0%	26%
기간(2)	413	110	0%	31%
기간(3)	184	95	24%	70%
전체	338	164	12%	49%

2010년 이후 이 비중은 감소하여 최근에는 4% 정도에 불과하다. 수요가격을 명시한 참여물량 중 최종공모가 이상의 가격으로 제출된 물량의 비중은 전체 표본 평균 49%로 나타나는데, 기간(1)과 기간(2)에 각각 26%, 31% 수준에서 기간(3)에는 70% 수준으로 크게 상승한 것을 확인할 수 있다. 기간(3) 동안 가격미제시 물량비중은 감소하는 반면 최종공모가 이상 가격제시 물량은 증가하는 모습이 나타나는데, 2012년 2월 제정된 수요예측모범규준에서 가격미제시 수요예측 참여물량에 대한 우대배정을 금지함에 따라 가격미제시 참여물량이 최종공모가 이상 가격제시 물량으로 전환된 것으로 추정된다.

다음으로 <표 III-8>에서는 수요예측 참여물량의 가격탄력성을 제시하고 있다. 가격탄력성은 누적참여수량 변화율을 가격 변화율로 나눈 값으로, 모든 가격대에서 측정한 탄력성의 평균값과 최종공모가에서 측정한 탄력성을 각각 계산하였다.⁹¹⁾

측정결과, 가격탄력성이 기간(3)에 급격히 감소한 것을 확인할 수 있다. 전체가격대의 평균 가격탄력성은 기간(1) -27.39, 기간(2) -40.58에서 기간(3) -12.44로 1/3수준으로 줄어들어, 기간(1)과 기간(2)의 수요예측 참여물량 분포가 기간(3)에 비해 상대적으로 특정 가격대에 집중되어 있었음을 보여준다. 또한, 기간(1)과 기간(2)의 경우 최종공모가에서의 가격탄력성이 전체 가격대의 평균 가격탄력성에 비해 높아, 수요예측 참여물량이 최종공모가 부근에 집중되어 있었다는 사실을 추론할 수 있다. 반면, 기간(3)의 경우 최종공모가에서의 가격탄력성이 전체 가격대의 평균 가격탄력성과 큰 차이가 없었다. 가격탄력도에 대한 분석 역시, 2007년 6월의 규제변화가 수요예측 참여행태에 변화를 가져왔음을 보여주고 있다.

91) 가격탄력성은 $\left[\frac{\log(\Delta Q_n)}{\log Q_n} \right] / \left[\frac{\Delta P_n}{P_n} \right]$ 로 정의한다. 최종공모가격에서의 가격탄력성은 가장 가까운 두 가격에서의 가격탄력성을 내삽(interpolation)하여 계산한다.

<표 III-8> 수요예측 가격 탄력도

연도/기간	가격탄력도	
	전체가격대	최종공모가
2001	-23.37	-29.55
2002	-30.23	-38.71
2003	-27.93	-30.74
2004	-35.83	-46.45
2005	-42.46	-55.87
2006	-46.60	-54.83
2007	-26.44	-32.10
2008	-12.09	-9.71
2009	-10.87	-10.53
2010	-10.78	-10.44
2011	-14.59	-15.17
2012	-13.32	-11.42
2013	-14.05	-11.65
2014	-11.47	-11.81
기간(1)	-27.39	-35.09
기간(2)	-40.58	-50.14
기간(3)	-12.44	-12.08
전체	-23.98	-28.46

다. 최종공모가 결정

수요예측이 완료되면 주간사는 수요예측결과를 토대로 발행회사와 협의하여 최종공모가를 결정한다.

<표 III-9>에서는 수요예측가 대비 최종공모가의 추이와 분포를 제시하고 있다. 전체표본의 평균은 1.01로 수요예측가와 거의 같은 가격으로 최종공모가가 결정되는 것으로 나타나는데, 시계열적으로는 기간 (3)과 앞의 두 기간 사이에 차이가 있었음이 관찰된다. 기간(1)과 기간(2)의 경

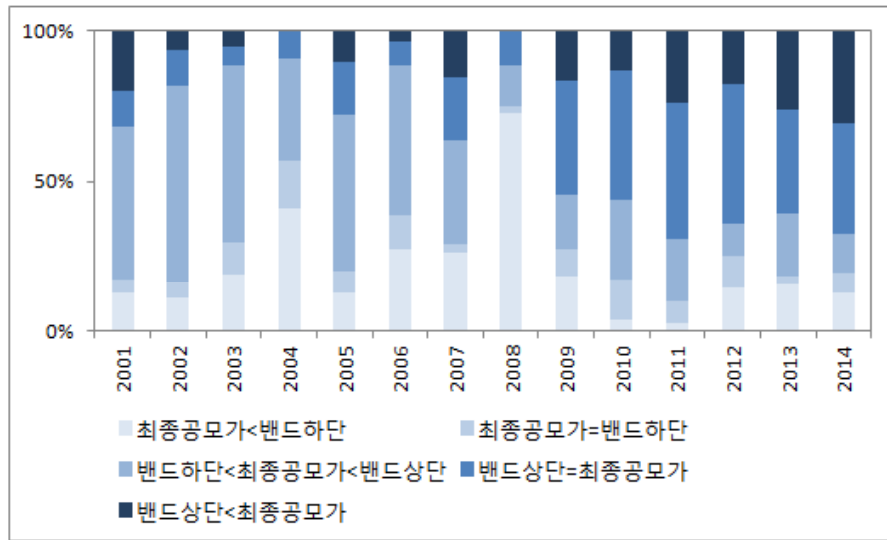
<표 Ⅲ-9> 수요예측가 대비 최종공모가

연도	평균	표준편차	25%	50%	75%
2001	1.09	0.08	1.03	1.09	1.14
2002	1.06	0.06	1.01	1.04	1.09
2003	1.08	0.06	1.03	1.07	1.12
2004	1.07	0.06	1.03	1.06	1.08
2005	1.04	0.03	1.02	1.05	1.06
2006	1.04	0.04	1.02	1.04	1.06
2007	1.02	0.06	1.00	1.02	1.04
2008	0.99	0.06	0.96	0.98	1.02
2009	0.98	0.06	0.96	0.97	1.00
2010	0.97	0.05	0.96	0.98	1.00
2011	0.95	0.07	0.92	0.96	0.98
2012	0.92	0.08	0.87	0.91	0.96
2013	0.90	0.06	0.88	0.90	0.93
2014	0.90	0.09	0.87	0.92	0.96
기간(1)	1.07	0.07	1.02	1.06	1.11
기간(2)	1.05	0.06	1.03	1.05	1.07
기간(3)	0.96	0.07	0.92	0.97	1.00
전체	1.01	0.09	0.97	1.01	1.06

우 각각 1.07과 1.05로 수요예측가에 비해 다소 높은 가격에서 최종공모가가 결정되는데 반해 기간(3)의 경우 0.96으로 수요예측가에 비해 낮은 수준에서 최종공모가가 결정되고 있다. 특히 주목되는 것은 기간(3) 내에서도 2010년 이후 이 비율이 꾸준히 낮아져 최근에는 0.90, 즉 수요예측가의 90% 선에서 최종공모가가 결정되는 것으로 나타난다는 점이다.

<그림 Ⅲ-3>은 희망공모가 범위를 기준으로 한 최종공모가의 분포를 보여준다. 2001년부터 2006년까지 최종공모가는 희망공모가 범위의 상한가격과 하한가격 사이에 54%, 상한가격에 11%, 하한가격에 8% 분포되어 있다. 희망공모가 범위 밖에서 결정된 경우는 27%인데, 하한가 미만에서 결정된 경우가 18%로 상한가 초과에서 결정된 경우 9%에 비해 많다.

<그림 III-3> 최종공모가 분포



반면, 2009년부터 2014년에는 희망공모가 범위의 상한가격에 결정된 경우가 41%에 이른다. 상한가격과 하한가격 사이에 결정된 비중이 20%, 하한가격에 결정된 비중이 9%로 나타난다. 희망공모가격 범위 밖에서 결정된 경우에는 상한가격을 초과한 경우가 21%, 하한가격을 하회하는 경우가 10%이다.

앞서 수요예측가가 희망공모가 범위의 상한 또는 상한을 약간 넘어서는 경우가 기간(3)에 급격히 증가한 것을 확인한 바 있는데, 이를 반영하여 최종공모가가 희망공모가 범위의 상단 이상에 집중적으로 분포하는 것은 자연스러운 현상이라 할 수 있다. 다만, 희망공모가 범위의 상한가격을 초과하는 가격에서 최종공모가가 결정되기보다 희망공모가 상한가격에서 결정되는 경우가 많은 것은 특이한 현상이다. 인수인의 최종공모가 결정에 있어 희망공모가 범위를 벗어나지 않으려는 행태가 존재함을 시사한다.

라. 시장가 형성

최종공모가 책정, 청약과 배정이 모두 마무리되면 신규공모주가 상장되어 시장가격이 형성된다. 수요예측을 통한 최종공모가의 결정이 결국 신규공모주의 적정 시장가치를 발견하기 위한 과정이라는 점에서, 시장가격과 최종공모가와 의 괴리도는 신규공모시장의 정보효율성을 평가하는 중요한 기준이 된다.

<표 Ⅲ-10>에서는 최종공모가 대비 시장가의 추이와 분포를 제시하고 있다. 여기서 시장가는 상장 당일 종가를 기준으로 한다. 전체표본의 평균은 1.44로, 최종공모가에 비해 44% 높은 수준에서 시장가가 형성되

<표 Ⅲ-10> 최종공모가 대비 시장가

연도	평균	표준편차	25%	50%	75%
2001	1.60	0.40	1.22	1.66	2.00
2002	1.54	0.42	1.14	1.46	2.00
2003	1.64	0.48	1.23	1.54	2.24
2004	1.18	0.33	0.94	1.12	1.33
2005	1.68	0.41	1.34	1.60	2.02
2006	1.40	0.45	1.08	1.34	1.67
2007	1.34	0.48	0.94	1.22	1.68
2008	1.13	0.31	0.93	1.08	1.22
2009	1.52	0.53	1.12	1.36	2.10
2010	1.22	0.37	0.97	1.09	1.39
2011	1.30	0.42	0.99	1.19	1.58
2012	1.23	0.41	0.96	1.11	1.40
2013	1.38	0.44	1.01	1.27	1.67
2014	1.41	0.45	1.01	1.40	1.73
기간(1)	1.57	0.41	1.17	1.57	2.00
기간(2)	1.52	0.46	1.16	1.42	1.89
기간(3)	1.30	0.44	0.97	1.17	1.53
전체	1.44	0.46	1.07	1.34	1.86

는 것으로 나타난다. 잘 알려진 바와 같이, 최종공모가가 시장가 대비 저평가되는 현상이 뚜렷하게 존재함을 확인할 수 있으며, 분위값의 특성으로 볼 때 저평가의 분포는 양의 왜도를 갖고 있음을 알 수 있다. 기간별로 비교해 보면, 1.57, 1.52, 1.30으로 기간(1)과 기간(2)에 비해 기간(3)이 20% 이상 낮게 형성되고 있다. 그러나, 기간 (3) 동안에도 최근으로 오면 저평가 정도가 상승하고 있어 향후 추이가 주목된다. 한편, 희망공모가, 수요예측가, 최종공모가에 비해 시계열적, 횡단면적 편차가 크게 나타난다는 점이 특징적이다.

기존 선행연구의 신규공모주 저평가 측정방식을 이용하여 표본기간 동안 저평가 수준의 변화를 보다 엄밀하게 평가해보자. 신규공모주 저평가 정도는 시장조정모형에 따른 누적초과수익률로 측정하며, 다음 식을 이용한다.

$$CAR(0,t) = \log\left(\frac{P_t}{P_0}\right) - \log\left(\frac{M_t}{M_0}\right) \quad (7)$$

여기서 P_t 는 상장 t 일 후의 종가, P_0 는 최종공모가, M_t 는 상장 t 일 후의 신규상장기업 소속시장의 종가지수를 각각 의미하며, 상장일 당일을 $t=1$ 로 정의한다. 상장 초기, 가격제한폭에 도달하여 가격발견이 지연되는 경우가 빈번하다는 점을 고려하여 t 는 5일과 20일을 이용하여 분석한다.⁹²⁾

2001년~2014년 신규상장기업의 저평가 측정결과가 <표 III-11>에 제시되어 있다. 패널A에 따르면, 전체표본의 $CAR(0,5)$ 는 평균 27%로 최종

92) 상장일 당일에는, 공모가의 90~200% 한도에서 단일가매매를 통해 시초가가 결정되며, 일간 가격제한폭이 적용된다.

<표 Ⅲ-11> 신규공모주 저평가

기간	평균	표준 편차	25%	중간값	75%	고평가 비율
패널A. CAR(0,5)						
전체	27%	41%	-3%	21%	51%	28%
기간(1)	39%	39%	9%	36%	67%	19%
기간(2)	31%	41%	2%	25%	54%	22%
기간(3)	15%	39%	-13%	7%	38%	39%
기간(1)-기간(2)	[2.60]***			[2.84]***		
기간(2)-기간(3)	[5.21]***			[5.33]***		
기간(1)-기간(3)	[7.91]***			[7.81]***		
패널B. CAR(0,20)						
전체	20%	42%	-10%	15%	44%	36%
기간(1)	31%	38%	2%	28%	55%	21%
기간(2)	23%	42%	-8%	17%	44%	32%
기간(3)	10%	41%	-17%	3%	35%	48%
기간(1)-기간(2)	[2.56]**			[2.92]***		
기간(2)-기간(3)	[4.17]***			[4.18]***		
기간(1)-기간(3)	[6.87]***			[7.03]***		

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

공모가의 저평가 현상이 확인된다. 상장 당일의 증가를 기준으로 하고 시장수익률을 조정하지 않았던 <표 Ⅲ-10>의 결과에 비해 17% 낮게 측정되고 있다.

기간별 평균치를 살펴보면 기간(1) 39%, 기간(2) 31%, 기간(3) 15%로 점차 감소하는 양상을 보인다. T-test와 Wilcoxon Rank Sum Test에 따르면 기간(1)과 기간(2)의 차이와 기간(2)과 기간(3)의 차이는 모두 통계적으로 유의하다. CAR(0,5)가 음(-)의 값을 갖는, 즉 최종공모가가 고평가된 비율은 점차 높아지는데, 기간(3)의 경우 신규공모기업의 39%에서 최종공모가의 고평가가 나타난다.

패널B에서는 CAR(0,20)를 이용한 결과를 제시하고 있다. 전체표본 평균은 20%로, CAR(0,5)에 비해 7% 낮게, <표 Ⅲ-10>에 비해 24% 낮게 나

타나, 상장 직후 단기적으로 초과수요가 존재하고 있음을 보여준다. 저평가 측정치가 전반적으로 낮아진 것을 제외하면, 기간별 추이와 분포의 특성은 CAR(0,5)의 경우와 큰 차이가 없다.

이상의 결과는 국내 신규공모시장에서 신규공모주의 시장가가 최종공모가에 비해 높게 형성되는 저평가 현상이 존재하며, 시간에 따라 감소하고 있음을 보여주고 있다. 다만, 앞에서 언급하였듯이 최근 저평가가 다소 상승하고 있어 구조변화로 결론짓기에는 신중할 필요가 있겠다.

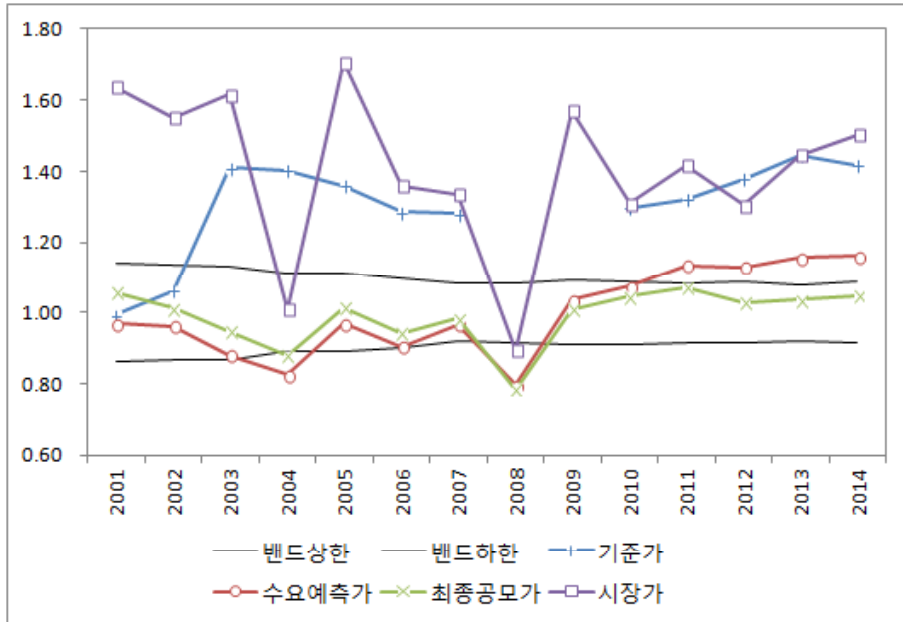
마. 논의

이상의 수요예측과정에 대한 기술적인 분석을 종합하는 방편으로서 <그림 III-4>는 기준가, 희망공모가, 수요예측가, 최종공모가, 시장가의 추이를 함께 비교하고 있다. 편의를 위해 기준가, 수요예측가, 최종공모가, 시장가를 모두 희망공모가로 나눈 값을 이용하여 비교하였고, 시장가는 상장 당일 종가를 기준으로 하였다.

<그림 III-4>를 참조하면서 앞의 기술적 분석결과를 종합하면 한국 신규공모시장에서 인수인, 수요예측참여 투자자의 행태는 규제환경의 변화에 따라 몇 가지 특징적인 변화를 보여왔다. 먼저 '희망공모가의 저평가' 현상이다. 인수인의 기준가와 희망공모가격 책정행태를 보면, 기준가 책정방법이 자율화된 2003년 이후 인수인은 대체로 상대평가 방법으로 기준가를 산정한 뒤 기준가를 약 25% 할인하여 희망공모가격을 책정하는 행태를 보였다. 즉 저평가된 희망공모가격을 제시한다.

인수인이 할인된 희망공모가를 중간값으로 하여 일정한 범위의 희망공모가격 범위를 내놓으면, 수요예측참여 투자자들은 2008년 무렵까지는 희망공모가격 범위의 중간값과 범위의 하단에 집중된 수요예측참여가격

<그림 III-4> 가격 유형별 추이 비교



을 인수인에게 제시하였다. 2008년 이후의 기간, 즉 기간(3)의 경우에는 반대로 수요예측참여 투자자들은 희망공모가격 범위의 상단에 가까운 참여가격을 인수인에게 제시하는 행태를 보였다. <그림 III-4>에서 확연히 확인되는 이러한 수요예측참여 투자자들의 행태 변화는 최종공모가격 결정방법 및 공모물량 배정방식 규제의 변화와 연관된 것으로 생각된다. 기간(1)의 경우 수요예측가격이 최종공모가격을 상회할수록 공모물량 배정이 불리한 규제가 있었는데, 이 규제가 투자자들은 수요예측가격을 희망공모가격 범위의 중간값 이하로 제시하도록 유도하는 효과가 있었던 것으로 보인다. 기간(2)의 경우 시장관행이 달라지지 않은 것을 보면, 이 규제는 폐지되었지만 수요예측의 절차와 방법에 대한 세밀한 공시규제가 과거의 행태를 그대로 유지되도록 하는 효과를 발휘한

것으로 생각된다.

다음으로 인수인의 최종공모가격 결정행태를 보면 전 기간을 통해 최종공모가격은 수요예측가격과 같이 움직이는 모습을 보여 인수인이 수요예측가격에 영향을 받으며 최종공모가격을 결정하였음을 시사한다. 그러나 동시에 강조해야 할 현상은 최종공모가격은 세계금융위기의 영향이 있었던 2008년을 제외하면 항상 희망공모가격 '범위'에 제약되어 결정되었다는 점이다. 최종공모가격은 평균적으로 기간(1)과 (2)에는 수요예측가보다 높은 수준에서, 기간(3)에는 수요예측가보다 낮은 수준에서 결정되는 양상을 보여주는데, 결국은 인수인이 최종공모가를 사전에 제시한 희망공모가 범위 이내에서 결정하려는 의도가 있었기 때문으로 추측된다. 인수인의 최종공모가격 결정이 사전에 투자자에게 제시한 희망공모가격 범위에 의해 제약되는 이 현상을 여기서는 '희망공모가격 범위의 구속효과'로 정의하고자 한다.

이상의 인수인과 투자자의 행태는 어떻게 해석되어야 하는 것일까? 우리의 가설적인 설명은 다음과 같다. 인수인은 '어떤 이유'⁹³⁾로 기준가에서 25% 가량 할인된 가격을 중간값으로 하여 희망공모가격 범위를 정하여 투자자에게 제시한다. 또한 이러한 인수인의 희망공모가격의 일률적인 저평가 행태는 수요예측참여자들에게 이미 알려져 있다. 인수인의 이 행태는 규제로 희망공모가격 책정이 자율화된 2003년 이후에는 항상 나타난다. '희망공모가격 저평가'로 희망공모가격이 이미 적정가에서 25% 저평가된 상태라는 것을 아는 투자자는 희망공모가격 범위의 상단 내지는 그 이상에서 참여가격을 정하여 인수인에게 원하는 물량과 가격을 제출한다. 투자자의 이러한 행태는 최종공모가격과 수요예측가격의 근접도에 따른 공모물량 배정규제가 폐지된 2007년 이후 등장하였다. 마지막으로 수요예측가격이 전달되면, 인수인은 어떤 이유로 수요예측가

93) '어떤 이유'가 무엇인지에 대해서는 V장의 결론에서 상술하도록 한다.

격을 참조하여 최종공모가격을 정하되 가급적 희망공모가격 범위를 벗어나지 않도록 유의한다. 이 행태를 ‘희망공모가격범위의 구속효과’ 현상으로 정의하도록 하자. 이 구속효과의 영향으로 인수인이 정하는 최종공모가격은 희망공모가격의 상단부근에서 정해지는 경우가 많게 되고, 실제 공모가 저평가 현상이 나타나게 된다.

만일 한국 신규공모시장의 수요예측과정이 위의 설명과 같이 어떤 이유로 ‘희망공모가 저평가’와 ‘희망공모가격범위의 구속효과’에 지배되어 진행되고 있는 것이라면 한국의 수요예측과정은 ‘동태적 정보취득가설’의 주장과는 달리 정보생산기능이 미미할 가능성이 높다. 투자자들은 정보생산과 정보전달에 대한 보상을 기대하고 수요예측에 참여하기보다는, 이미 예정된 저평가를 기대하며 기계적으로 수요예측에 참여할 유인이 높을 것이기 때문이다. 또한 인수인은 수요예측과정에서 새로운 정보전달이 있다 하더라도 기존의 희망공모가격 범위에 제약되어 최종공모가격을 정하는 행태를 보일 것이기 때문이다.

다음절의 회귀분석은 ‘동태적 정보취득가설’의 검증과 더불어 위 설명의 타당성을 염두에 두고 진행하도록 하겠다.

4. 수요예측제도 정보효율성 분석 (2): 회귀분석

본 절에서는 앞서 수요예측 참여정보 분석방법론에서 제시한 세 개의 회귀모형을 바탕으로 한국 신규공모시장의 정보효율성을 분석한다.

가. 수요예측가격 분석: 회귀모형(a)의 추정

첫 번째 회귀분석은 회귀모형(a)를 이용한다. 이 회귀모형은 수요예측가와 희망공모가의 차이를 종속변수로, 희망공모가 결정시점부터 수요예측가 형성시점까지의 공적정보를 나타내는 시장수익률($R_M(0,1)$)과 기타 통제변수를 독립변수로 사용한다.

$$\frac{P_D - P_B}{P_B} = \alpha_0 + \alpha_1 R_M(0,1) + \sum_i \delta_i \text{Control}_i + \epsilon \quad (\text{a})$$

수요예측가에 인수인이 희망공모가를 산정할 때 반영하지 못한 공적정보를 포함되어 있다면 β_1 은 0보다 큰 값을 갖게 될 것이다. 인수인의 희망공모가 산정 시점과 수요예측 시점 사이에는 일정한 차이가 있을 수밖에 없다. 따라서 시간의 경과에 따른 공적정보의 발생이 있게 되고, 수요예측참여 투자자들이 자신이 보유한 정보를 인수인에게 전달하고 있다면 β_1 은 당연히 1에 가까운 값을 취하여야 할 것이다.

‘동태적 정보취득가설’에 의하면 수요예측가격은 수요예측 참여 투자자가 보유한 공적정보는 물론, 투자자의 사적정보(식(2)의 i_{PV})를 포함하고 있어야 한다. 그러나 수요예측 참여 투자자의 사적정보를 직접적으로 측정하는 변수는 정의하기 어렵기 때문에 회귀모형(a)의 정의에서는 특정하여 포함시키지 못하였다. 대신 회귀분석에는 사적정보를 간접적으로 측정하는 변수와 시장상황을 측정하는 변수를 추가로 고려하도록 한다.

사적정보를 간접적으로 측정하는 변수는 신규공모기업의 수익성 변화(ΔROA)이다. 수요예측참여자들은 인수인이 갖지 못한 신규공모기업 미래수익성 변화에 대한 정보를 가지고 있을 수 있다. 수요예측과정에서 이 정보가 제공되고 수요예측가에 반영된다면 상장 후 수익성이 개선될수록 수요예측가는 상승할 것으로 예상할 수 있다. 수익성 변화(ΔROA)

는 상장 직후 회계연말 ROA에서 상장 직전 회계연말 ROA를 차감한 값을 사용한다.

시장상황의 측정변수는 수요예측 참여경쟁률이다. 참여경쟁률은 공적정보와 사적정보의 중간적인 속성을 지닌 변수이다. 한편으로는 참여경쟁률이 높다는 것은 긍정적 사적정보를 지니고 있어 유보가격(reservation price)이 높은 투자자가 수요예측에 많이 참여한다는 의미로 해석할 수 있다. 긍정적 사적정보를 지닌 투자자의 수요예측 참여는 인수인에게 사적정보의 전달 가능성을 높이는 것이므로 참여경쟁률은 사적정보의 간접적인 측정변수로 생각할 수도 있을 것이다. 그러나 다른 한편으로는 참여경쟁률이 높은 것이 긍정적 사적정보를 지닌 투자자가 많기 때문인 것인지, 아니면 행태적인 이유로 시장심리(market sentiment)가 고조되어 있기 때문인 것인지는 알 수 없다는 문제가 있다. 또한 긍정적 사적정보를 지닌 투자자가 많이 참여한다고 해서 반드시 이들이 제시하는 참여가격이 긍정적 사적정보를 반영하였을 것인지는 또 다른 문제이다. 이렇게 보면 인수인의 관점에서 참여경쟁률은 수요예측을 실시하기 이전에는 알 수 없다는 의미에서 공적정보는 아니지만, 특별히 어느 투자자가 보유하고 있는 정보도 아니라는 의미에서 공적정보와 사적정보의 중간적 성격에 해당되는 변수이다.⁹⁴⁾

기타 통제변수로는 규모(AMOUNT), 수익률 변동성(VOLATILITY), 벤처캐피탈 지분율(VC)을 포함하였다. 신규공모기업의 규모가 크거나 주가 수익률 변동성이 클수록 인수인은 공모실패에 따른 명성위험과 시장조성에 따른 재무적 위험을 지게 되므로, 희망공모가를 상대적으로 낮게 책정할 가능성이 존재한다. 공모규모가 클수록 기관투자자의 투자수요가 높아 수요예측가가 높게 형성될 수도 있다. 따라서 규모, 변동성은 수요

94) 여기에서 수요예측 참여가격이 최종공모가보다 높은 물량과 가격미제시 물량을 합산한 물량을 기준으로 계산한 참여경쟁률을 사적정보의 대리변수로 이용한다.

예측가와 희망공모가의 차이와 양(+)¹의 관계가 있을 것으로 추정된다. 규모는 공모금액의 로그값을 사용하며, 수익률 변동성은 상장 이후 60일 간의 주가 수익률 변동성을 이용한다.

벤처캐피탈이 수요예측가와 희망공모가의 차이에 영향을 미치는 경로는 여러 가지를 생각해 볼 수 있다. 조속한 자금회수를 위해 희망공모가를 상대적으로 낮추도록 영향을 미칠 수 있고, 벤처캐피탈의 자금회수에 따른 매도압력을 감안하여 수요예측참여자들이 수요예측가를 낮출 가능성도 존재한다. 또한, 벤처캐피탈의 보증효과가 투자수요를 유발하여 수요예측가를 높이는 방향으로 영향을 미칠 가능성도 있다. 벤처캐피탈 지분율의 계수는 양(+)¹과 음(-)¹의 값이 모두 가능할 것으로 보인다.

각 기간별 회귀분석 결과가 <표 III-12>에 제시되어 있다. 가장 유의하여야 할 결과는 공적정보의 대용치인 시장수익률의 계수 추정치이다. 먼저 각 기간의 모형(1)을 비교해보면, 시장수익률의 계수는 일단 모든 기간에서 유의한 양(+)¹의 값을 보이고 있다. 그러나 계수의 크기는 기간에 따라 상당한 차이가 있다. 기간(1)에 0.226, 기간(2)에 0.619, 기간(3)에 1.028의 추정치가 얻어졌다. 기간(3)이 가장 크고 1과 유사한 수치를 보였다. 즉 희망공모가 책정시점과 수요예측가 형성시점 사이의 시장수익률은 기간(1)의 경우 부분적으로 수요예측가에 반영되는 반면, 기간(3)에는 수요예측가에 고스란히 반영되고 있음을 시사한다.

기타통제변수를 포함한 모형(2)의 결과를 보면, 기간(2)와 기간(3)의 시장수익률 계수가 다소 감소하고, 대신 참여경쟁률과 공모금액 변수의 유의성이 발견된다. 특히 기간(3)의 경우 시장수익률의 계수추정치가 기간(2)와 유사한 크기로 하락하였지만 참여경쟁률이 유의한 설명력을 보이는 가운데, 수정 결정계수(Adjusted R²)로 측정한 모형의 전체 설명력은 크게 상승하였다. 즉 기간(3)에서 수요예측가격은 이전 기간에 비하여 공적정보인 시장수익률과 참여경쟁률로 대변되는 시장상황을 가장 잘 반영하는 것으로 판단된다.

<표 III-12> (수요예측가-희망공모가) 결정요인 분석

	$(P_D - P_B) / P_B$					
	기간(1) (N=272)		기간(2) (N=316)		기간(3) (N=420)	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Intercept	-0.030*** (-4.03)	-0.195 (-0.76)	-0.106*** (-14.04)	-1.465*** (-6.04)	0.054*** (5.88)	-0.955*** (-7.67)
$R_M(0,1)$	0.226*** (-3.52)	0.221*** (3.42)	0.619*** (6.75)	0.542*** (6.24)	1.028*** (7.30)	0.505*** (5.97)
ΔROA		-0.043 (-0.53)		0.094 (1.27)		0.049 (0.85)
COMPETE		-0.005 (-1.31)		0.016** (2.46)		0.089*** (26.37)
VC		-0.132* (-1.74)		0.002 (0.04)		-0.021 (-0.54)
AMOUNT		0.008 (0.74)		0.057*** (5.90)		0.029*** (5.91)
VOLATILITY		0.142 (0.37)		0.496 (0.70)		0.606 (1.21)
Adjusted R ²	6.28%	7.03%	16.76%	28.32%	12.36%	70.66%

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

앞서 검토한 바와 같이, 기간(1)에는 규제에 따라 수요예측 참여가격과 최종공모가와 의 근접도에 따라 공모물량이 차등 배정되고, 수요예측 가격에 제약되어 최종공모가가 결정되었다. 기간(2)는 이러한 규정이 자율화되었음에도 불구하고 기존의 관행이 유지되었던 것으로 관찰되었다. 특히 앞 절의 기술적인 분석에서 이 시기 수요예측참여자들은 참여가격과 참여물량을 희망공모가의 중간값 이하에 집중시켰던 것을 확인한 바 있다. 이러한 특성으로 인해, 기간(1)과 기간(2)에는 수요예측가가 공적정보와 시장상황조차도 충분히 반영하지 못하는 결과가 나타난 것으로 추정된다. 즉 투자자들은 공적정보와 자신이 체감하는 시장상황을 반영한 정보가 아니라, 인수인이 제시한 희망공모가격 범위의 중간값에 제약된

수요예측가격을 인수인에게 제출하였고 이 것이 추정결과에 반영된 것으로 추론된다. 기간(3)에 가격결정과 배정에 대한 규제가 완화되면서, 수요예측가격은 비로소 공적정보와 시장상황을 상대적으로 충실하게 반영하게 된 것으로 보인다.

한편 사적정보의 대응치로 이용한 수익성변화는 모든 기간에서 유의하지 않다. 이는 수요예측참여자들이 신규공모기업 수익성에 대해 인수인보다 우월한 정보를 보유하고 있지 않다는 의미가 될 수 있는데, 수익성이 회계적 정보라는 점을 고려하면 오히려 실사업무를 진행하는 인수인이 정보우위에 있기 때문으로도 해석할 수 있다.

나. 최종공모가격 분석: 회귀모형(b)의 추정

다음은 회귀모형(b)를 이용한 인수인의 최종공모가격 책정행태에 대한 분석이다.

$$\frac{P_O - P_B}{P_B} = \beta_0 + \beta_1 \frac{P_D - P_B}{P_B} + \beta_2 R_M(0,1) + \sum_i \zeta_i Control_i + \epsilon \quad (b)$$

추정결과는 <표 III-13>에 제시되어 있다. 먼저 각 기간의 모형(1)을 비교해 보면, 수요예측가와 희망공모가의 차이의 계수, β_1 은 기간(1) 및 기간(2)와 기간(3)의 차이가 확인된다. 기간(1), (2)의 경우 $P_D > P_B$ 일 때 1에 가까운 값(기간(1) 1.135, 기간(2) 1.023)을, $P_D \leq P_B$ 일 때 1보다 작은 값(기간(1) 0.782, 기간(2) 0.903)을 갖는 반면, 기간(3)의 경우 $P_D > P_B$ 일 때 1보다 작은 값(0.549)을, 갖고 $P_D \leq P_B$ 일 때 1에 가까운 값(0.972)을

갖는 것으로 나타난다. 모든 경우에서 계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의하다.

이와 같은 β_1 의 추정결과는 일단 기간(3)의 시장행태가 '동태적 정보취득가설'과 부합되는 모습이었음을 시사하는 것으로 볼 수 있다. '동태적 정보취득가설'에서는 수요예측참여자가 긍정적 사적정보를 제공할 때 이를 부분반영하며, 부정적 사적정보를 제공할 때 이를 모두 반영할 것으로 예상된다. 기간(3)의 β_1 은 긍정적 사적정보가 관찰되었을 때, 즉 $P_D > P_B(i_{PV} > 0)$ 일 때 0과 1사이의 값을 취하고 있고, 부정적 사적정보가 관찰되었을 때, 즉 $P_D \leq P_B(i_{PV} \leq 0)$ 일 때 1의 값을 취하고 있어 이 예측과 일치한다. 같은 맥락에서 기간(1)과 기간(2)의 경우 β_1 이 1과 유사한 값을 취한 것은 이 기간의 경우 인수인의 행태가 '동태적 정보취득가설'과는 어긋나는 모습이었음을 의미하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

기간 (1), (2)와는 달리 기간(3)의 신규공모시장에서 인수인의 최종공모가격 책정 행태가 '동태적 정보취득가설'과 부합되는 행태를 보였고 이런 의미에서 '문지기 시장'으로 이행하였다는 해석은 규제환경의 변화와도 부합된다. 이미 여러 차례 언급하였듯이 기간(1)에는 최종공모가격 책정과 물량 배정에 규제에 의한 제약이 있었고 기간(2)의 경우에도 이전의 관행이 계속되어 왔기 때문이다.

그러나 앞 절의 기술적 분석의 결과는 기간(3)의 추정결과에 대해 다른 해석도 가능함을 시사한다. '희망공모가격범위의 구속효과'에 따른 결과일 가능성이 있다. <그림 Ⅲ-4>에서 기간(3) 수요예측참여가격이 희망공모가격의 상단을 평균적으로 다소 상회하기 시작하였고, 이때 인수인은 최종공모가격을 희망공모가격범위의 상단에 근접한 수준에서 책정하는 행태를 보였음을 확인하였다. <표 Ⅲ-13>의 추정결과는 인수인이 '동태적 정보취득가설'에 따른 행태를 보여서가 아니라 이 구속효과에 기인하였을 가능성도 충분하다. 인수인의 최종공모가격 책정이 구속효과에 지배

<표 III-13> (최종공모가-희망공모가) 결정요인 분석

	$(P_D - P_B) / P_B$					
	기간(1) (N=272)		기간(2) (N=316)		기간(3) (N=420)	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Intercept	0.042*** (6.39)	0.611*** (5.73)	0.035*** (7.19)	0.461*** (4.77)	-0.006 (-1.01)	-0.162* (-1.77)
$(P_D - P_B) / P_B P_D > P_B$	1.135*** (9.26)	1.012*** (10.43)	1.023*** (9.25)	1.066*** (9.92)	0.549*** (15.53)	0.550*** (12.44)
$(P_D - P_B) / P_B P_D < P_B$	0.782*** (12.78)	0.797*** (16.69)	0.903*** (30.81)	0.951*** (31.98)	0.972*** (24.03)	0.951*** (18.62)
$R_M(0,1) P_D > P_B$	-0.005 (-0.07)	0.058 (1.15)	0.070 (0.80)	0.017 (0.20)	0.246*** (3.51)	0.258*** (3.69)
$R_M(0,1) P_D < P_B$	0.109** (2.30)	0.082** (2.23)	0.022 (0.55)	0.020 (0.53)	0.184* (1.76)	0.247** (2.33)
COMPETE		-0.017*** (-10.21)		-0.012*** (-5.20)		0.002 (0.53)
VC		-0.015 (-0.43)		-0.022 (-1.15)		0.015 (0.59)
AMOUNT		-0.023*** (-5.04)		-0.017*** (-4.48)		0.004 (1.27)
VOLATILITY		0.206 (1.20)		0.157 (0.59)		1.103*** (3.34)
Adjusted R ²	72.56%	83.39%	88.44%	89.79%	82.58%	82.94%

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

될 경우, 수요예측가격이 희망공모가격의 중간값을 상회하는 폭이 클수록 (즉 희망공모가격의 상단을 초과하는 크기가 클수록), 인수인은 이를 최종공모가격에 반영하는 정도는 작아질 것이기 때문이다.

다. 상장 후 시장가격 분석: 회귀모형(c)의 추정

마지막으로 회귀모형 (c)를 이용한 추정결과를 제시한다.

$$\frac{P_M - P_O}{P_B} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{P_D - P_B}{P_B} + \gamma_2 R_M(0,1) + \gamma_3 R_M(1,2) + \sum_i \eta_i \text{Control}_i + \epsilon \quad (c)$$

통제변수에는 회귀모형(b)에서 이용된 통제변수와 함께, 신규공모주 상장 초기 시장가 형성에 초과수요의 영향이 존재한다는 점을 감안하여 상장 후 1주일간의 거래회전율(TURNOVER)을 포함하였다.

‘동태적 정보취득가설’에 따르면 수요예측가와 희망공모가의 차이의 계수, γ_1 은 긍정적 사적정보가 제공되었을 때 0과 1사이의 값을, 부정적 사적정보가 제공되었을 때 0의 값을 보일 것으로 예상된다.

추정결과는 <표 III-14>에 제시되어 있다. <표 III-14>의 모형(1)을 기준으로, 수요예측가와 희망공모가의 차이의 계수, γ_1 은 긍정적 사적정보가 제공되었을 때 기간(1)이 3.846, 기간(3)이 2.066의 값을 취하는 것으로 추정되었다. 또 부정적 사적정보가 제공되었을 때에는 기간(1)이 1.170인 반면 기간(3)의 추정치는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 기간(2)는 기간(1)과 기간(3)의 중간에 해당하는 결과가 얻어졌다. 이 결과는 앞의 최종공모가격 분

석결과와 마찬가지로 기간(3)의 경우 상대적으로 '동태적 정보취득가설'에 부합되는 시장행태가 있었을 가능성을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

만일 기간(3)에 동태적 정보취득가설이 성립한다면, 이론적으로 기간(3)에 수요예측과정을 통해 인수인에게 전달되는 사적정보의 양이 그 이전 기간에 비해 증가하였음을 수치로 계산하는 것도 가능하다. 회귀모형(b)에서 수요예측가와 희망공모가 차이의 계수는 이론 모형의 k 에 해당하고, 회귀모형(c)에서 수요예측가와 희망공모가 차이의 계수는 이론 모형의 $\frac{1}{z} - k$ 에 해당한다. <표 III-13>과 <표 III-14>의 모형(1)의 추정계수로부터 각 기간(1), (2), (3)의 z 를 계산해보면 긍정적 사적정보가 제공된 경우 z 는 각각 0.201, 0.327, 0.382로, 부정적 사적정보가 제공된 경우 z 는 각각 0.512, 0.540, 1.029로 나타난다. 전체 사적정보에서 수요예측을 통해 제공된 사적정보의 비중은, 그것이 긍정적 사적정보이든 부정적 사적정보이든 기간(3)에 가장 높다는 결과를 얻을 수 있다.⁹⁵⁾

그러나 상장 후 시장가격의 분석, 즉 신규공모수익률의 분석결과에 대해서도 앞 절의 최종공모가격 분석에서와 마찬가지로 '희망공모가격범위의 구속효과'에 근거한 설명이 적용될 가능성을 배제할 수 없다. 구속효과 존재로 최종공모가격이 수요예측과정에서 얻어진 정보, 특히 긍정적 정보를 충분히 반영되지 못하였다면 이 정보가 신규공모수익률에 대해 유의한 설명력을 지니는 것은 당연할 것이기 때문이다.

95) 회귀분석에서 통계적으로 유의하지 않은 계수는 0으로 간주하여 계산하였다.

<표 III-14> (시장가-최종공모가) 결정요인 분석

	$(P_M - P_0) / P_B$					
	기간(1) (N=272)		기간(2) (N=316)		기간(3) (N=420)	
	(2)	(3)	(2)	(3)	(2)	(3)
Intercept	0.561*** (12.06)	5.367*** (5.67)	0.518*** (11.95)	1.936** (2.20)	0.105*** (2.87)	-0.213 (-0.37)
$(P_D - P_B) / P_B \mid P_D > P_B$	3.846*** (4.28)	3.912*** (4.66)	2.039** (2.05)	1.561 (1.62)	2.066*** (9.65)	2.059*** (8.00)
$(P_D - P_B) / P_B \mid P_D < P_B$	1.170*** (2.72)	1.131** (2.83)	0.948*** (3.61)	1.371*** (5.13)	-0.150 (-0.59)	-0.200 (-0.66)
$R_M(0,1) \mid P_D > P_B$	1.399*** (3.13)	1.429*** (3.38)	3.159*** (3.96)	2.758*** (3.63)	0.374 (0.88)	0.491 (1.21)
$R_M(0,1) \mid P_D < P_B$	0.083 (0.25)	-0.190 (-0.61)	1.099*** (3.11)	1.149*** (3.44)	0.458 (0.72)	0.973 (1.58)
$R_M(1,2) \mid P_D > P_B$	1.507*** (3.47)	1.438*** (3.54)	2.367*** (2.97)	2.233*** (2.95)	3.619*** (6.87)	3.622*** (7.18)
$R_M(1,2) \mid P_D < P_B$	1.193*** (3.17)	1.058*** (3.01)	2.699*** (5.07)	2.679*** (5.29)	1.920** (2.46)	1.292* (1.72)
COMPETE		-0.016 (-1.16)		-0.015 (-0.68)		0.018 (0.81)
VC		0.025 (0.09)		-0.396** (-2.31)		-0.131 (-0.86)
AMOUNT		-0.207*** (-5.22)		-0.073** (-2.11)		-0.008 (-0.35)
VOLATILITY		0.859 (0.60)		9.903*** (4.15)		9.554*** (4.92)
TURNOVER		-1.223*** (-2.97)		-0.138 (-0.43)		0.289** (2.22)
Adjusted R ²	24.99%	36.81%	36.88%	44.70%	30.84%	37.38%

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

라. 논의

이상 세 가지 회귀모형을 이용한 회귀분석 결과가 한국 신규공모시장의 '문지기 시장'으로의 이행여부에 대해 시사하는 바는 부정적인 것은 아니지만 반드시 긍정적인 것도 아니다. 일단 인수인의 최종공모가격 책정과 물량 배정에 대한 재량권이 상대적으로 넓어진 2007년 이후의 기간(3)에 대한 추정결과는 <표 III-2>에 정리되어 있는 '동태적 정보취득가설' 관점의 귀무가설과 부합되는 측면이 많았다. 그러나 추정결과는 다른 해석의 가능성에도 열려 있었다. 기술적 분석이 시사하는 '희망공모가격 저평가' 현상과 '희망공모가격범위의 구속효과' 현상을 전제하면 기간(3)의 추정결과는 역시 용이하게 설명될 수 있기 때문이다.

과연 한국 신규공모시장에서 수요예측과정은 투자자의 정보생산을 촉진하고 인수인에게 이 정보가 전달되도록 유인하는 기체로서 작동하고 있는 것일까. 아니면, 정보생산기능은 미미한 가운데 공모물량이 배정되는 과정에 불과한 것일까. 이에 대한 추가 시사점의 도출을 위해 기준가, 희망공모가, 수요예측가, 최종공모가의 정보내용을 상호 비교해 보고자 한다. 비교방법은 기준가, 희망공모가, 수요예측가, 최종공모가를 각각 최종공모가로 간주하여 저평가의 크기를 측정하는 것이다. 저평가 정도의 측정은 $CAR(0,5)$ 와 $CAR(0,20)$ 를 기준으로 한다. 만약 수요예측 과정을 거치면서 새로운 정보가 반영된다면, 기준가보다는 희망공모가, 희망공모가보다는 수요예측가, 수요예측가 보다는 최종공모가를 이용한 저평가(또는 고평가) 정도가 더욱 작을 것으로 예상된다. 또한 수요예측제도의 변화와 함께 각 가격의 정보효율성이 높아졌다면, 시계열적으로 각 가격을 이용한 저평가(또는 고평가) 정도가 작아졌을 것으로 예상된다. 다만, 수요예측 참여정보를 최종공모가에 부분적으로 반영한 결과로 수요예측가보다 최종공모가를 이용한 저평가가 높게 나타날 수도 있을 것이다.

<표 Ⅲ-15>는 네 가지 가격을 기준으로 계산한 저평가를 기간별로 정리하고 가격간, 기간간 차이를 통계적으로 검증한 결과를 정리한 것이다. CAR(0,5)를 이용한 패널A의 결과와 CAR(0,20)을 이용한 패널B의 결과는 질적으로 동일하므로 패널A를 기준으로 설명하도록 한다.

먼저 기간간 저평가의 변화를 보자. 기간(1)과 기간(2)를 비교하면, 모든 가격 기준으로 저평가 정도가 감소한 것으로 나타난다. 단, 기준가 기준 저평가는 기간(1)의 양(+)의 값에서 기간(2)에 음(-)의 값으로, 즉 저평가에서 고평가로 바뀌는 것으로 나타난다. 기준가 산정방식이 본질가치 평가방법에서 상대가치 평가방법으로 변경되면서 기준가가 전반적으로 상승한 것이 원인으로 파악된다. 기간(2)와 기간(3)을 비교하면, 기준가와 희망공모가 기준 저평가는 유의한 변화가 없는 반면 수요예측가와 최종공모가 기준 저평가는 감소한 것으로 나타난다. 기간(3)에 기준가 산정과 희망공모가 책정과 관련한 규제변화는 없었던 반면, 최종공모가 책정과 배정에 대한 규제 완화, 그리고 이에 따른 수요예측 참여행태의 변화가 나타났던 것이 결과에 영향을 미친 것으로 보인다.

다음으로 기준 가격간 저평가를 비교해보자. 기간(1)에는 수요예측가 기준 저평가가 가장 크고 나머지 세 가격 기준 저평가는 서로 유사하다. 기간(2)에는 수요예측가, 최종공모가, 희망공모가, 기준가 순으로 저평가 정도가 크며, 기준가의 경우엔 고평가로 나타난다. 기간(3)의 경우, 희망공모가, 최종공모가, 수요예측가, 기준가의 순으로 저평가가 크며, 역시 기준가의 경우 고평가로 나타난다. 기간(1)과 기간(2)에 가장 저평가 정도가 컸던 수요예측가의 경우, 기간(3)에 저평가가 크게 줄어든 것이 주목할 만하다. 저평가를 기준으로 평가할 때 기간(3)에 수요예측가의 가격효율성이 크게 제고되었다는 것으로, 기간(3)의 규제 완화와 이에 따른 수요예측참여자의 행태변화의 결과임을 시사한다.⁹⁶⁾

96) 한편, 기간(3)의 최종공모가의 경우, 수요예측가에 비해 저평가 정도가 높

<표 III-15> 기준 가격별 저평가 비교

	기간(1)	기간(2)	기간(3)	기간(1) -기간(2)	기간(2) -기간(3)
패널A. CAR(0,5)					
기준가(a)	37.89%	-5.29%	-6.69%	[9.18]***	[0.31]
희망공모가(b)	39.24%	22.91%	23.46%	[3.70]***	[-0.13]
수요예측가(c)	43.00%	33.86%	11.47%	[2.32]**	[6.04]***
최종공모가(d)	36.50%	28.75%	19.51%	[1.99]**	[2.46]**
(a)-(b)	[-1.20]	[-24.76]***	[-26.47]***		
(a)-(c)	[-3.77]***	[-26.32]***	[-14.92]***		
(a)-(d)	[0.99]	[-23.04]***	[-19.87]***		
(b)-(c)	[-4.74]***	[-11.30]***	[13.22]***		
(b)-(d)	[3.36]***	[-6.37]***	[4.02]***		
(c)-(d)	[13.57]***	[14.20]***	[-12.47]***		
패널B. CAR(0,20)					
기준가	31.11%	-13.75%	-10.18%	[9.59]***	[-0.79]
희망공모가	32.46%	14.46%	19.97%	[4.08]***	[-1.25]
수요예측가	36.22%	25.40%	7.97%	[2.75]***	[4.57]***
최종공모가	29.71%	20.30%	16.02%	[2.40]***	[1.11]
(a)-(b)	[-1.20]	[-24.76]***	[-26.47]***		
(a)-(c)	[-3.77]***	[-26.32]***	[-14.92]***		
(a)-(d)	[0.99]	[-23.04]***	[-19.87]***		
(b)-(c)	[-4.74]***	[-11.30]***	[13.22]***		
(b)-(d)	[3.36]***	[-6.37]***	[4.02]***		
(c)-(d)	[13.57]***	[14.20]***	[-12.47]***		

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

이상의 결과가 시사하는 바는 두 가지로 요약된다. 먼저 규제변화는 분명히 시장행태에 영향을 미쳤고 정보효율성이 높아지는 긍정적인 효과를 가져온 것으로 보인다. 수요예측가격, 최종공모가격 등 수요예측을

다. 이는 동태적 정보취득가설이 전제하는 바와 같이, 긍정적 사적정보가 제공될 경우 이를 부분적으로만 반영하여 최종공모가를 수요예측가에 비해 낮게 책정하는 인수인의 전략적 선택에 따른 결과로 볼 수 있다. 물론 다른 한편으로는 수요예측가가 희망공모가 범위의 상단을 넘어서더라도 최종공모가를 희망공모가 범위 상단에서 결정하려는 인수인 행태 때문에 나타난 현상으로도 해석할 수 있다.

통하여 산출되는 가격정보의 효율성은 기간(3)이 이전보다 높다. 그러나 그 효과가 과연 신규공모시장의 구조를 ‘문지기 시장’으로 이행하는 정도의 것인지는 의문이다. 신규공모시장에서 일반적으로 최종공모가의 저평가가 관찰되기 때문에 저평가 정도를 신규공모시장 비효율성의 척도로 간주하고 있으나, 최종공모가가 시장가를 발견해내지 못한다는 점에서 본다면 고평가 역시 저평가와 동일한 의미를 갖는다고 할 수 있다. 저평가 또는 고평가의 절대적인 크기로 네 가지 기준 가격을 평가한다면 수요예측가가 가장 우월한 가격이라고 보기는 어렵다. <표 Ⅲ-15>의 패널A에 따르면 기간(2)와 기간(3)에서 저평가 또는 고평가가 가장 작은 가격은 수요예측가가 아니라 기준가이기 때문이다. 기준가격은 수요예측 이전에 이미 인수인이 보유하고 있는 정보에 의해 산출된 가격이다. 기준가격의 정보가치가 수요예측으로 산출된 가격에 비해 우월하다고 한다면, 수요예측과정의 정보생산기능은 미미하다고 볼 수밖에 없다.

이 같은 시사점의 타당성을 좀더 확인하기 위하여 <표 Ⅲ-15>와 저평가의 측정방법을 달리하여 네 가지 가격의 정보가치를 한번 더 비교하여 보았다. <표 Ⅲ-16>는 네 가지 가격을 기준으로 계산한 저평가의 절대값, 즉 ‘평가오류’ 기준으로 네 가지 가격의 가격간, 기간간 차이를 통계적으로 검증한 것이다. 평가오류는 저평가와 고평가를 동일한 기준으로 평가하기 위해 정의하였으며, 가격의 효율성이 높을수록 작은 값을 가질 것으로 예상할 수 있다.

$|CAR(0,5)|$ 를 이용한 패널A에서 기간간 평가오류의 변화를 보자. 기간(1)과 기간(2), 기간(2)와 기간(3)을 비교할 때, 수요예측가의 평가오류만이 두 차례 모두 유의하게 감소한 것으로 나타난다. 다음으로 기준 가격간 평가오류를 비교해보자. 기간(1)과 기간(2)에 평가오류가 가장 작은 가격은 최종공모가이며, 기간(3)에 평가오류가 가장 작은 가격은 수요예측가이다. $|CAR(0,20)|$ 을 이용한 패널B의 결과에서도, 기간(1)과 기간(2)에 평가오류가 가장 작은 가격은 최종공모가이며, 기간(3)에 평가오류가

<표 III-16> 기준 가격별 평가오류 비교

	기간(1)	기간(2)	기간(3)	기간(1) -기간(2)	기간(2) -기간(3)
패널A. CAR(0,5)					
기준가(a)	49.36%	37.61%	36.13%	[3.57]***	[0.55]
희망공모가(b)	46.38%	40.03%	36.50%	[1.90]*	[1.12]
수요예측가(c)	46.75%	40.39%	28.82%	[1.88]*	[4.10]***
최종공모가(d)	41.72%	37.27%	30.99%	[1.38]	[2.14]**
(a)-(b)	[2.94]***	[-1.28]	[-0.18]		
(a)-(c)	[2.08]**	[-1.17]	[4.67]***		
(a)-(d)	[6.28]***	[0.15]	[2.69]***		
(b)-(c)	[-0.45]	[-0.37]	[7.67]***		
(b)-(d)	[6.25]***	[3.19]***	[7.18]***		
(c)-(d)	[9.38]***	[7.91]***	[-3.09]***		
패널B. CAR(0,20)					
기준가(a)	45.26%	39.72%	36.99%	[1.75]*	[0.99]
희망공모가(b)	42.03%	36.44%	36.66%	[1.73]*	[-0.07]
수요예측가(c)	41.51%	34.88%	30.55%	[2.03]**	[1.57]
최종공모가(d)	37.27%	32.72%	32.03%	[1.46]	[0.24]
(a)-(b)	[3.15]***	[1.72]*	[0.16]		
(a)-(c)	[3.04]***	[2.03]**	[4.13]***		
(a)-(d)	[6.60]***	[3.21]***	[2.58]***		
(b)-(c)	[0.68]	[1.49]	[5.59]***		
(b)-(d)	[6.685]***	[4.38]***	[5.57]***		
(c)-(d)	[7.56]***	[4.93]***	[-1.91]*		

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

가장 작은 가격은 수요예측가로 나타난다. <표 III-15>의 패널A에서 기준가의 저평가 또는 고평가 규모가 수요예측가에 비해 작게 나타났던 것은 표본간 저평가 및 고평가가 상쇄된 효과이며, 각 표본의 절대적인 고평가 또는 저평가의 크기는 수요예측가 또는 최종공모가에 비해 크다는 사실을 알 수 있다.

‘평가오류’를 이용한 이상의 분석결과는 한편으로는 규제변화에 따라 기간(3)의 신규공모시장 정보효율성이 이전보다 높다는 점을 다시 한번

확인시켜 준다. 보다 중요하게는 <표 III-15>의 결과를 근거로 수요예측 과정의 정보생산기능이 미미하다고 결론짓는 것은 성급할 수 있음을 알려준다. 저평가 및 고평가 기준으로는 기준가격의 정보효율성이 높지만 ‘평가오류’ 기준으로는 수요예측가격의 정보효율성이 높다는 결론은, 기준가격의 분포가 수요예측가격에 비해 시장가격을 기준으로 좀더 대칭적이되, 수요예측가격의 분포가 좀더 시장가격을 기준으로 조밀함을 시사한다. 즉 기준가격의 경우 사후적으로 실현되는 시장가격 대비 이례치가 좀 더 많다.

기준가 분포와 수요예측가격 분포의 이 같은 차이점이 수요예측과정이 기여하는 정보생산기능의 정체에 대해 의미하는 바가 무엇인지는 불확실하다. 인수인의 기준가 산정은 객관적 정보에 기초한 것으로 볼 수 있다. 여러 투자자에 의해 제공되는 수요예측가격은 시장심리 등 시장상황에 대한 기타 정보를 포함하고 있을 수 있다. 수요예측가격의 ‘평가오류’ 기준 상대적인 정보효율성은 이러한 시장상황 정보가 포함됨에 기인한 것일 수 있다. 그러나 시장의 총체적인 정보의 전달이 목적이려면 수요예측보다는 경매가 보다 효율적인 방법이다 (Lowry, Officer and Schwert 2010). 또는 수요예측제도의 경매제도에 대한 이론적 우월성으로 주장되는 것은 시장의 총체적인 정보의 전달이 아니라 투자자의 사적정보의 생산과 전달에 있다. <표 III-15>, <표 III-16>의 결과가 시사하는 수요예측제도의 정보생산기능의 정체가 무엇인지는 추가 연구가 필요하다. 분명한 것은, 그리고 본 총서의 목적과 관련해서는 한국의 수요예측제도가 과연 ‘동태적 정보취득가설’에 입각하여 기능하고 있는지는 여전히 의문이라는 점이다.

5. 소결

이 장에서는 한국 수요예측제도의 정보효율성을 제도변화를 염두에 두고 실증적으로 분석하는데 초점이 있었다. 이를 위해 제도변화를 기준으로 2001년에서 2014년까지의 기간을 세 구간으로 구분하는데서 분석을 시작하였다. 수요예측참여자과 인수인의 행태에 제약의 정도를 기준으로 할 때 기간(1)과 기간(2)는 2007년 이후인 기간(3)에 비하여 자율성이 적은 기간이었다. 회귀분석을 위하여 수요예측과정에서 생산되는 희망공모가격, 수요예측가격, 최종공모가격, 상장 후 시장가격간의 관계를 '동태적 정보취득가설'의 관점에서 모형화하여 세 개의 추정식을 도출하였고 회귀분석은 이들 모형을 기반으로 수행하였다.

회귀분석의 결과 기간(1)과 기간(2)의 경우 수요예측과정이 정보생산 기능을 수행한다는 '동태적 정보취득가설'은 지지되기 어려운 것으로 나타났다. 규제의 제약으로 인해 수요예측참여 투자자들은 공적정보조차도 수요예측가격에 충분히 반영하지 않은 것으로 나타났다. 이에 비해 기간(3)의 경우 공적정보가 수요예측가격에 온전히 반영되었고 나아가 사적정보의 지표변수들도 수요예측가격에 반영되었다는 추정결과가 얻어졌다. 특히 긍정적 사적정보는 부분 반영되어 최종공모가격이 그 만큼 저평가되는 현상이 발견되었다. 더불어 저평가의 크기도 기간(3)이 평균적으로 이전 기간에 비하여 작은 것으로 나타났다.

이러한 회귀분석 결과들은 '동태적 정보취득가설'과 부합되는 것으로서 인수인의 재량권이 확대되고 시장자율성이 제고되면서 한국 신규공모시장이 '문지기 시장'으로 개선되고 있음을 시사하는 것으로 볼 수도 있다. 그러나 이 같은 결론을 내리기에는 반대되는 다른 증거들도 적지 않게 발견되었다.

기술적 분석을 통해 나타난 시장참가자의 행태는 '희망공모가격의 저

평가 현상이 전체 표본기간동안 만연해 있음을 알려주었다. 인수인은 기준가격에서 통상 25% 할인하여 희망공모가격의 중간값을 정하고 일정한 크기의 범위로 희망공모가격범위를 제시하는 행태를 보였다. 이와 같은 '희망공모가격 저평가' 현상이 알려진 상태에서 희망공모가격범위가 주어지면 투자자들은 기간(3)의 경우 희망공모가격의 상단부근에 집중하여 참여가격을 제출하였다. 기간(3)과 이전 기간 사이에 나타난 행태변화는 공모물량 배정이 최종공모가격 대비 수요예측가격의 근접도에 따라 차등화되어 있었던 규제와 관행의 존재여부에 영향받은 것으로 보인다. 기술적 분석은 또한 인수인이 '희망공모가격범위의 구속효과'에 제약되어 최종공모가격을 책정하는 행태를 보였음을 알려주었다. 인수인은 수요예측가격이 희망공모가격의 범위를 상회하는 경우에도 가급적 희망공모가격의 상단을 벗어나지 않도록 최종공모가격을 책정하는 행태를 보였다.

기간(3)에 대한 회귀분석 결과가 수요예측과정이 '동태적 정보취득가설'에 입각하여 운영된 결과인지, 아니면 이와 같은 행태적 특성에 기인한 것인지는 주어진 분석결과만으로는 알기 어렵다. 기준가격, 수요예측가격, 최종공모가격을 상장 후 시장가격에 대비하여 각각의 정보가치를 분석하였을 때에도 수요예측가격의 정보가치가 가장 우수하다는 결론을 분명히 도출하는 것은 어려웠다. 결국 수요예측제도로 운영되는 신규공모시장의 정보효율성은 규제변화를 거치며 개선된 것이 분명해보이지만, 과연 그 같은 개선이 '문지기 시장'으로의 이행을 의미하는 것인지에 대해서는 의구심을 제기할 여지가 많다.

IV. 한국 신규공모시장의 경쟁구조

1. 머리말
2. 신규공모시장 경쟁구조의 이론적 분석
3. 신규공모시장 경쟁구조의 실증적 분석
4. 소결

IV. 한국 신규공모시장의 경쟁구조

1. 머리말

문지기시장 이론은 수요예측제도의 정보생산 메카니즘을 효율적으로 구현하는 핵심요소로 인수인 간 서비스경쟁을 제시하고 있다. 대표적인 예로 미국의 신규공모시장은 양질의 서비스를 제공하며 '과점시장'을 형성하고 '높은 수수료'를 받고 있는 명성인수인이 수요예측제도의 정보효율성을 구현하고 있다. 본 장은 한국 신규공모시장의 경쟁구조가 미국과 같이 문지기시장 이론에 부합하는지를 보고자 한다.

우리나라는 1999년 수요예측제도를 도입하면서 정부주도의 '개발국가형 시장' 패러다임에서 '인수인 중심의 문지기시장' 패러다임으로의 이행기로 넘어오게 되었다. 한국 신규공모시장은 지난 15년 간 미국과 유사한 수요예측제도를 경험하게 되었다. 이에 한국 신규공모시장이 문지기시장 이론에 부합하는지를 보는 근거로 인수인의 경쟁구조 변화인데, 시장집중도지수는 상승하고 인수수수료는 하락하는 추세를 앞서 II장에서 확인하였다. 한국 신규공모시장은 시장집중도지수가 상승하면서 명성 문지기시장을 형성한 미국과 유사한 과점시장을 보였던 반면, 인수수수료는 하락하면서 미국과 달리 낮은 수수료를 보였던 것이다.

사실 이러한 추세적인 변화만을 검토하여 한국 신규공모시장이 미국과 같이 문지기시장 이론에 부합하는 시장으로 변모하고 있는지를 평가하기는 어렵다. 이는 시장구조나 인수수수료의 결정이 신규공모시장이 문지기시장으로 변모하였는지에 따라 달라지기도 하지만 시장규모나 공모주 특성 등의 시장환경적 변화에 의해서도 영향을 받기 때문이다. 분석기간 한국 신규공모시장은 신규공모건수가 감소하는 추세를 보였고

인수수료율이 상대적으로 낮은 중대형 공모주 시장이 확대되었으며 인수인 간 합병도 나타나 시장환경의 변화가 컸다. 본 장에서는 문지기 시장 이론 뿐 아니라 시장환경 변화가 신규공모시장의 경쟁구조에 영향을 미친다는 이론적인 모형을 제시하고, 시장환경을 대리하는 변수를 통제된 회귀분석을 통해서 문지기시장 이론이 한국 신규공모시장에 적용되고 있는지를 검증한다.

한편 본 연구의 III장은 2007년 제도개선을 전후로 신규공모시장의 정보효율성이 개선되었다고 제시하였다. 상장초기 시장가를 기준으로 수요예측가가 희망공모가와 차이가 나타나지 않았던 2007년 이전의 시기와 달리, 2007년 이후 수요예측가는 희망공모가에 비해 상장초기 시장가에 근접하게 나타나 이전보다 높은 정보효율성을 갖게 되었다. 이와 같은 정보효율성 개선의 원인은 2007년부터 기관투자자 풀(pool)이 확대되었고 공모가 미만의 가격을 제시한 기관투자자 배정이 제한된 반면 배정방식을 자율화한 제도개선이 기관투자자의 정보제공 유인을 높였기 때문일 수 있다. 그러나 신규공모시장이 문지기시장으로 변모하는 경우 인수인의 역할이 증가하여 수요예측제도의 정보효율성이 개선될 수 있기 때문에, 수요예측제도의 정보효율성이 개선되었다는 결과는 한국의 신규공모시장이 문지기시장으로 변모한 것에 기인한 것일 수 있다. 따라서 신규공모시장이 문지기시장으로 변모하여 인수인의 역할이 증가하였는지를 경쟁관계에서 평가하는 본 장의 분석은 수요예측제도의 정보효율성이 개선된 이유가 전자에서 비롯된 것인지 또는 후자에서 비롯된 것인지에 대한 함의를 제시한다.

본 장의 2절에서는 이론적인 분석을 통해서 문지기시장의 이론과 시장규모, 고정비용 등의 변화가 경쟁구조에 미치는 영향을 논의한다. 3절에서는 이론적 분석으로부터 가설을 설정하고 실증분석을 통해 이를 검증한다. 4절에서는 본 장의 분석결과를 종합하도록 한다.

2. 신규공모시장 경쟁구조의 이론적 분석

본 절에서는 신규공모시장의 경쟁구조를 논의하기 위한 이론적인 틀로서 가격경쟁과 시장진입 모형을 각각 제시한다. 가격경쟁 모형에서는 문지기시장 이론이 가정하는 것과 같이 인수인의 역할이 중요하여 서비스 질이 시장경쟁을 결정하는 경우를 고려한다. 그러나 모형은 문지기시장 이론의 대안으로 인수인이 동질의 서비스를 제공하여 비용효율성⁹⁷⁾이 시장경쟁에서 중요한 경우도 고려한다. 가격경쟁 모형은 두 대안적인 가정으로부터 유도된 시장점유율과 인수수수료 간 균형관계가 대조적인 특징을 가지고 있음을 제시한다.

시장진입 모형은 시장규모, 고정비용 등이 시장집중도지수와 인수수수료에 어떠한 영향을 미치는 지를 보여준다. 이러한 분석은 문지기시장 이론 외에도 시장환경이 시장구조와 인수수수료에 상당한 영향을 미치는 요인임을 보여준다. 가격경쟁과 시장진입 모형은 균형 변화를 예측하는 정태분석(comparative statics)을 이용하여, 외생적 요인이 시장균형에 미치는 효과를 제시하고 함의를 논의한다.

가. 가격경쟁 모형

여기서는 Hotelling 모형을 이용하여 서비스 질 또는 비용효율성의 차이가 시장점유율과 인수수수료 결정에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 이론적으로 분석한다. 가격경쟁 모형은 다음과 같다. 거리가 1이 되

97) 비용효율성은 효율적인 업무시스템을 갖춘 대형사가 비용을 절감하는 규모의 경제에서 비롯될 수 있다. 또한 종합증권업을 영위하는 인수인은 신규 공모 달이 IB부문의 마케팅 효과나 법인 위탁매매와의 시너지를 만들기 때문에 범위의 경제도 누릴 수 있을 것이다.

는 선형도시(linear city)에 인수인 i 와 j 가 있고 이들은 신규공모기업을 유치하기 위해 경쟁한다. 인수인 i 와 인수인 j 는 각각 0과 1에, 신규로 공모하려는 기업은 무작위로 $x \in [0, 1]$ 에 위치한다고 가정한다. 인수인 $i(j)$ 는 x 에 위치한 기업에게 서비스 $V_i(V_j)$ 와 인수수수료 $p_i(p_j)$ 를 제안한다. 신규공모기업 x 는 서비스 질 $V_i(V_j)$ 과 인수수수료 $p_i(p_j)$, 여행비용⁹⁸⁾ t 를 고려하여 인수인을 선택한다. 인수인들 또한 신규공모기업의 선호를 고려하여 최적화된 인수수수료를 제안하게 되는데, 이러한 과정에서 시장의 균형 인수수수료와 시장점유율이 결정된다. 균형결과를 유도한 후, 정태분석을 통해서 외생변수로 설정한 서비스 질 $V_i(V_j)$ 의 변화가 인수수수료와 시장점유율에 어떠한 영향을 미치는지를 논의한다.

신규로 공모하려는 기업 x 는 인수인 i 를 선택함으로써 V_i 의 혜택을 받는 대신 tx 와 p_i 를 지불하게 되어 $V_i - tx - p_i$ 만큼의 기대이윤을 가지게 된다. 반면, 신규로 공모하려는 기업 x 는 인수인 j 를 선택함으로써 $V_j - t(1-x) - p_j$ 의 이윤을 기대하게 된다.

$$V_i - tx - p_i = V_j - t(1-x) - p_j \quad (8)$$

위의 식 (8)은 기업 x 가 인수인 i 와 j 중 어느 인수인으로부터 서비스를 받아도 기대이윤이 동일한 경우를 의미한다. x 또는 x 보다 0에 가

98) 질적으로 동일한 서비스에 대해 여행비용을 추가로 지불해야 한다면 신규 공모기업은 여행비용이 보다 낮은 즉 자신의 위치와 가까운 인수인을 선호할 것이다. 거리단위당 여행비용이 높아질수록 신규공모기업은 자신과 가까운 인수인을 더욱 선호할 것이다. 한편, 인수업무가 동질적일수록 신규공모기업이 특정 인수인에 대한 선호도는 낮아질 것이고 반대로 차별화가 커진다면 이러한 선호도는 커질 것이다. 즉 Hotelling 모형에서 거리단위당 여행비용은 인수업무의 차별화를 대리하는 것으로 볼 수 있다.

까운 신규공모기업은 인수인 i 를 선택하는 것이, x 보다 1에 가까운 신규공모기업은 인수인 j 를 선택하는 것이 최적이 된다. 인수인 i 와 j 의 시장점유율 x 와 $1-x$ 는 식 (8)로부터 다음과 같이 구하게 된다.

$$\begin{aligned} Q_i(p_i, p_j) &= 1/2 + (v_i - v_j)/t - (p_i - p_j)/t, \\ Q_j(p_i, p_j) &= 1/2 + (v_j - v_i)/t - (p_j - p_i)/t \end{aligned} \quad (9)$$

인수업무를 제공하기 위해서는 고정비용 K_i 와 한계비용 c_i 를 치러야 할 경우, 인수인 i 의 이윤함수는 $(p_i - c_i)Q_i(p_i, p_j) - K_i$ 가 된다. 다만, 현재의 가격경쟁 모형에서는 고정비용 $K_i(K_j)$ 를 0으로 가정한다. 다음의 식 (10)은 경쟁 인수인의 p_j 가 주어져 있을 때 인수인 i 가 이윤을 극대화하는 가격 p_i 를 결정하는 조건식을 보여준다.

$$\begin{aligned} Q_i(p_i, p_j) + (p_i - c_i)Q'_i(p_i, p_j) &= 0 \\ \Leftrightarrow \frac{1}{2} + \frac{(V_i - V_j)}{t} - \frac{(p^*_i - p_j)}{t} - \frac{p^*_i - c_i}{t} &= 0 \end{aligned} \quad (10)$$

식 (10)을 정리하여 구한 $p^*_i(p_j) = t/4 + c_i/2 + (V_i - V_j)/2 + p_j/2$ 는 p_j 에 대한 인수인 i 의 최적가격 함수가 된다. 유사한 방식으로, p_i 에 대한 인수인 j 의 최적가격은 $p^*_j(p_i) = t/4 + c_j/2 + (V_j - V_i)/2 + p_i/2$ 이 된다. 시장의 균형 가격($p^*_i(p^*_j), p^*_j(p^*_i)$)은 인수인 모두가 경쟁 인수인의 가격에 대해 최적으로 반응한 가격으로 구성된다. 시장 균형은 식(11)에서 제시되고 있는 가격과 시장점유율로 구성된다.

$$(p^*_i, p^*_j) = \left(\frac{t}{2} + \frac{V_i - V_j}{3} + \frac{2c_i + c_j}{3}, \frac{t}{2} + \frac{V_j - V_i}{3} + \frac{2c_j + c_i}{3} \right) \quad (11)$$

$$(Q^*_i, Q^*_j) = \left(\frac{1}{2} + \frac{V_i - V_j}{3t} - \frac{c_i - c_j}{3t}, \frac{1}{2} + \frac{V_j - V_i}{3t} - \frac{c_j - c_i}{3t} \right)$$

식 (11)은 시장의 균형 가격과 균형 시장점유율이 서비스 질 $V_i(V_j)$ 뿐 아니라 한계비용 $c_i(c_j)$, 횡적 차별화를 나타내는 여행비용 t 의 함수임을 보여준다. 정태분석을 통해 유도한 정리들은 다음과 같다.

정리 (1) 동일한 한계비용 하에서 인수인 i 의 서비스 질이 인수인 j 보다 높다고($V_i > V_j, c_i = c_j$) 가정하자. 그러한 경우, 인수인 i 의 균형 가격과 균형 시장점유율은 인수인 j 의 균형 가격과 균형 시장점유율보다 높을 것이다.

$$p^*_i - p^*_j = \frac{2(V_i - V_j)}{3} > 0, \quad Q^*_i - Q^*_j = \frac{2(V_i - V_j)}{3t} > 0 \quad (12)$$

정리 (1)에 따르면, 양질의 서비스를 제공하는 명성인수인은 높은 시장점유율과 높은 인수수수료를, 그렇지 않은 인수인은 낮은 시장점유율과 낮은 인수수수료를 가지게 된다. 정리 (1)은 인수인 간 서비스 질이 다른 상황에서는 인수인들이 가지게 되는 균형 시장점유율과 균형 인수수수료 간 상관관계가 양(+)이 될 것임을 예측한다.

정리 (2) 동일한 한계비용 하에서 인수인 i 의 서비스 질이 높아진다고 ($\Delta V_i > 0$) 가정하자. 그러한 경우, 인수인 i 의 균형 가격과 균형 시장점유율은 상승하지만 인수인 j 의 균형 가격과 균형 시장점유율은 하락할 것이다.

$$\begin{aligned} \frac{\partial p_i^*(t, V, c)}{\partial V_i} &= \frac{1}{3} > 0, & \frac{\partial Q_i^*(t, V, c)}{\partial V_i} &= \frac{1}{3t} > 0 \\ \frac{\partial p_j^*(t, V, c)}{\partial V_i} &= -\frac{1}{3} < 0, & \frac{\partial Q_j^*(t, V, c)}{\partial V_i} &= -\frac{1}{3t} < 0 \end{aligned} \quad (13)$$

정리 (2)는 서비스 질이 향상된 인수인의 시장점유율과 인수수수료는 상승하며, 그렇지 못한 인수인의 시장점유율과 인수수수료는 하락한다고 예측한다. 따라서 시계열적으로 시장점유율과 인수수수료가 모두 증가한 인수인이 존재한다면 이들은 경쟁 인수인보다 서비스 질이 향상된 인수인임을 의미한다.

정리 (3) 서비스 질이 동일한 상황에서 인수인 i 의 비용효율성이 인수인 j 보다 높다고 ($V_i = V_j, c_i < c_j$) 가정하자. 그러한 경우, 인수인 i 의 균형 가격은 인수인 j 보다 낮고 인수인 i 의 균형 시장점유율은 인수인 j 보다 높을 것이다.

$$p_i^* - p_j^* = \frac{c_i - c_j}{3} < 0, \quad Q_i^* - Q_j^* = \frac{2(c_j - c_i)}{3t} > 0 \quad (14)$$

정리 (3)에 따르면, 비용효율성이 높은 인수인은 저렴한 비용으로 인해 상대적으로 낮은 인수수수료 전략을 통해서 시장점유율을 높일 것이고, 그렇지 않은 인수인은 비용부담으로 인해 낮은 시장점유율을 감수하더라도 상대적으로 높은 인수수수료를 책정하게 된다. 정리 (3)은 인수인 간 비용효율성이 다르다면 인수인들이 가지게 되는 균형 시장점유율과 균형 인수수수료 간 상관관계가 음(-)이 될 것임을 예측한다. 이는 서비스 질의 차이를 가정한 정리 (1)과 반대의 상관관계를 의미한다.

정리 (4) 서비스 질이 동일한 상황에서 인수인 i 의 비용효율성이 인수인 j 보다 높아진다고($\Delta c_i < 0$) 가정하자. 그러한 경우, 인수인 i 의 균형 가격은 하락하고 균형 시장점유율은 증가하는 반면, 인수인 j 의 균형 가격과 균형 시장점유율은 모두 하락할 것이다.

$$-\frac{\partial p_i^*(t, V, c)}{\partial c_i} = -\frac{2}{3} < 0, \quad -\frac{\partial Q_i^*(t, V, c)}{\partial c_i} = \frac{1}{3t} > 0 \quad (15)$$

$$-\frac{\partial p_j^*(t, V, c)}{\partial c_i} = -\frac{1}{3} < 0, \quad -\frac{\partial Q_j^*(t, V, c)}{\partial c_i} = -\frac{1}{3t} < 0$$

정리 (4)는 비용효율성이 향상된 인수인의 경우 시장점유율은 증가하고 인수수수료는 하락할 것임을 예측한다. 즉 특정 인수인의 시장점유율이 이전보다 증가하고 인수수수료는 하락한다면, 이들의 비용효율성이 경쟁 인수인보다 개선된 것으로 볼 수 있다.

정리 (2)와 (4)는 서비스 질 또는 비용효율성을 높인 인수인의 시장점유율은 이전보다 증가하게 될 것이라고 제시한다. 만약 상위권 인수인의 서비스 질/비용효율성이 중하위권보다 높아지면 상위권 인수인의 시장

점유율이 상승하여 시장집중도지수는 증가하게 된다. 아래의 정리 (5)는 이를 잘 보여준다.

정리 (5) 인수인 i 의 서비스 질 또는 비용효율성이 높아진다고 가정 하자. 인수인 i 의 시장점유율이 경쟁인수인 j 보다 높은 경우 HHI 는 증가한다.

$$\frac{\partial HHI}{\partial V_i} = 2 \frac{\partial Q_i^*}{\partial V_i} \times Q_i^* + 2 \frac{\partial Q_j^*}{\partial V_i} \times Q_j^* = \frac{2}{3t} (Q_i^* - Q_j^*) \quad (16)$$

$$- \frac{\partial HHI}{\partial c_i} = 2 \frac{\partial Q_i^*}{\partial c_i} \times Q_i^* + 2 \frac{\partial Q_j^*}{\partial c_i} \times Q_j^* = \frac{2}{3t} (Q_i^* - Q_j^*)$$

나. 시장진입 모형

여기서는 신규공모시장의 시장구조를 결정하는 요인을 논의하고자 대표적인 시장진입 모형인 Salop (1979)의 원형도시(circular city) 모형을 고려한다. 원형도시 모형은 원형이 가지는 동질성으로 인하여 간소화된 균형 결과를 유도할 수 있는 장점을 가지고 있다. Salop의 원형도시 모형은 시장에 진입한 N 인수인 모두가 동일 거리의 간격으로 위치하게 되어 최대한의 제품 차별화(maximal differentiation)를 가정한다. 또한 시장진입 모형은 시장규모를 M 이라고 하고 원형의 둘레는 1로 가정한다⁹⁹⁾. 여기서 시장규모 M 은 각 단위의 거리에 M 밀도의 잠재적인 신규공모기업이 존재하는 것을 의미한다. 모형의 간소화를 위해서 서비스 질(V), 한계비용(c),

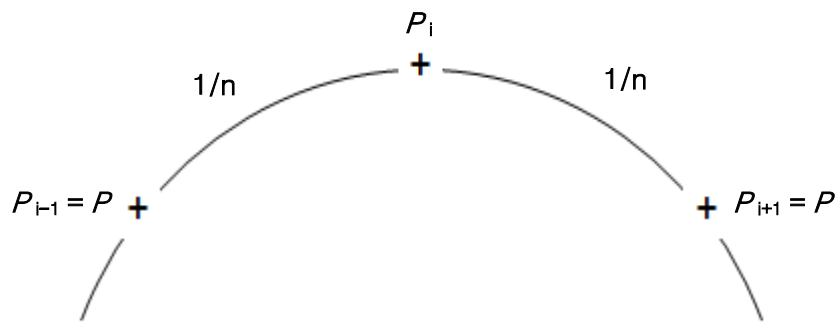
99) 여기서의 원형도시 모형은 시장규모(M)를 추가로 포함한 것을 제외하고는 Tirole (1988)의 pp.282~283에서 제시된 모형을 상당부분 따른다.

고정비용(K)은 인수인에 관계없이 동일하다고 가정한다¹⁰⁰).

Salop의 모형은 2-단계 게임(2-stage game)으로 구성된다. 첫 번째 단계에서는 잠재적인 인수인이 시장에 진입할지를 결정하고, 두 번째 단계에서는 시장에 진입한 인수인들이 가격경쟁을 한다. 먼저, 모형의 균형분석은 두 번째 단계 가격경쟁 부분게임(subgame)에서의 균형을 구하고, 이러한 균형을 기준으로 첫 번째 단계 시장진입 게임에서의 균형을 구하는 방식을 취한다.

두 번째 단계 가격경쟁 부분게임의 균형을 구하고자 시장에서 경쟁하는 인수인의 수를 n 이라고 가정하자. 그러면 인수인 i 는 경쟁 인수인과의 $1/n$ 거리에 위치하게 된다(<그림 IV-1> 참조). 모든 경쟁 인수인이 균형에서 동일한 가격 p 를 제시하는 동질적 균형(symmetric equilibrium)을 가정한다. 이 경우, 기업 x 는 인수인 i 로부터 인수업무 서비스를 받게 되면 기대이윤이 $V - tx - p_i$ 가 되고 경쟁 인수인으로부터 인수업무 서비스를 받게 되면

<그림 IV-1> 원형 시장 내 인수인 i 와 경쟁 인수인의 위치



주: Tirole (1988)의 p.283의 그림을 발췌하여 제시함

100) 앞서 가격경쟁 모형에서는 정리 (5)를 통해 서비스 질과 한계비용의 차이가 시장구조에 어떠한 영향을 주는 지를 제시하였다.

$V - t(1/n - x) - p_i$ 가 된다. 선형도시 모형과 동일한 방식으로 기업 x 의 선택 문제를 유도하여 정리하면, 인수인 i 가 가지게 되는 수요함수는 $Q_i(p_i, p) = M \times 2x = M(1/n - (p_i - p)/t)$ 가 된다. 이와 같이 유도한 수요함수와 고정비용에서, 인수인 i 의 이윤극대화 문제는 다음과 같다.

$$\max \left[(p_i - c)M \left(\frac{1}{n} - \frac{(p_i - p)}{t} \right) - K \right] \quad (17)$$

주어진 p 에 대한 인수인 i 의 최적가격 함수 $p_i(p) = (c + t/n + p)/2$ 는 식(17)의 극대화 문제를 p_i 에 대해 1계 미분한 방정식으로부터 유도된다. 인수인 i 를 포함하여 모든 인수인에 대한 동질적 균형 가격 가정 하에서 유도한 균형 가격(p^*)과 균형 시장점유율(Q^*), 그리고 균형 이윤(π_i^*)은 아래의 식 (18)와 같다.

$$p_i^*(M, t, c, n, K) = c + \frac{t}{n}, \quad Q_i^*(M, t, c, n, K) = \frac{M}{n}, \quad (18)$$

$$\pi_i^*(M, t, c, n, K) = \frac{Mt}{n^2} - K$$

첫 번째 단계 시장진입 게임을 검토해보면, 잠재적인 인수인은 시장 진입 시 얻게 되는 균형이윤이 0 이상인 경우 시장에 진입하려 할 것이다. 균형 인수인의 수는 균형이윤이 0이 되는 조건($Mt/n^2 - K = 0$)을 정리하여 구하게 되며, $n^* = \sqrt{Mt/K}$ 가 된다. 시장진입의 균형조건에서 동질적인 개별 인수인의 시장점유율은 $1/n^* = \sqrt{K/Mt}$ 이 되고 시장집중도 지수 HHI^* 는 아래와 식 (19)과 같이 된다.

$$HHI^* = \sum_1^{n^*} ((1/n^*))^2 = \frac{1}{n^*} = \sqrt{\frac{K}{Mt}} \quad (19)$$

정리 (6) 시장규모가 커질수록 시장에 참여하는 균형 인수인의 수는 증가하고 HHI는 감소한다.

$$\frac{\partial n^*(t, M, K)}{\partial M} = \sqrt{\frac{t}{4MK}} > 0, \quad (20)$$

$$\frac{\partial HHI^*(t, M, K)}{\partial M} = \frac{\partial(1/n^*(t, M, K))}{\partial M} = -\sqrt{\frac{K}{4M^3t}} < 0$$

정리 (6)은 시장규모가 클수록 시장에 참여하는 균형 인수인의 수는 증가하고 시장집중도지수는 감소한다고 제시한다. 이는 시장규모가 클수록 인수인이 시장에 참여하여 기대하는 이윤이 증가하기 때문이다. 정리 (6)은 신규공모건수의 감소가 인수인의 수를 낮추었을 것임을 예측한다.

정리 (7) 고정비용이 높을수록 시장에 참여하는 균형 인수인의 수는 감소하고 HHI는 증가한다.

$$\frac{\partial n^*(t, M, K)}{\partial K} = -\sqrt{\frac{Mt}{4K^3}} < 0, \quad (21)$$

$$\frac{\partial HHI^*(t, M, K)}{\partial K} = \frac{\partial(1/n^*(t, M, K))}{\partial K} = \sqrt{\frac{1}{4MtK}} > 0$$

고정비용¹⁰¹⁾이 높은 경우, 잠재적인 인수인은 기대이윤도 높아야 시장에 진입하게 된다. 따라서 다른 조건이 모두 동일한 상황에서 고정비용이 높으면 시장의 균형 인수인 수는 적고 *HHI*는 증가할 수밖에 없다.

3. 신규공모시장 경쟁구조의 실증적 분석

가. 가설 설정

가격경쟁 모형에 따르면, 덜 경쟁에서 서비스 질이 중요한 시장에서는 양질의 서비스를 제공하는 인수인이 높은 인수수수료와 높은 시장점유율을 가지게 된다. 이는 양질의 서비스를 제공하는 명성인수인이 과점시장을 형성하고 높은 균형 가격을 형성하는 미국 신규공모시장의 구조와 부합하는 것이다. 문지기시장은 서비스 질이 경쟁에서 중요하고 서비스경쟁이 활발한 시장을 의미한다. 한국 신규공모시장이 미국과 같은 문지기시장으로 변모하고 있는지를 보는 잣대로 인수인 간 서비스경쟁이 형성되고 있는지를 검토한다. 아래에서는 한국 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있는지에 따라 예측되는 경쟁구조를 가설로 제시하고 있다.

가설 1. 한국의 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있다면, $Cr3/Cr5$, *HHI*는 상승할 것이다. 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있을 경우, 상위권 인수인만이 상당한 투자비용이 요구되는 서비스경쟁에 참여할 가능성이 높다. 이 경우 서비스경쟁에 참여한 인수

101) 이를테면, 대형 공모주 시장은 고정비용이 높다. 이는 대형 공모주 인수 업무를 위해서는 인수인이 높은 인수위험을 감수해야 하므로 충분히 큰 자본력을 보유해야하기 때문이다.

인의 서비스 질이 향상되고, 정리(2)와 (5)에 의해 상위권 인수인의 시장 점유율이 높아질 뿐 아니라 시장집중도도 상승할 것이다.

시장집중도와 인수수수료에 대한 이론적 모형의 예측

1. 인수인 간 서비스 질의 차이가 있는 시장

$$\begin{aligned}
 V_{(L-NL)t} &= (V_{Lt} - V_{NLt}) \uparrow \\
 &\Rightarrow Cr3_t, Cr5_t, HHI_t \uparrow \\
 &\Rightarrow P_{(L-NL)t} \uparrow \ \& \ P_t = (P_{Lt}, P_{NLt}) \uparrow \\
 &\Rightarrow \text{Corr}\{P_{(L-NL)t}, Mktshr_{(L-NL)t}\} > 0
 \end{aligned}$$

2. 인수인 간 비용효율성의 차이가 있는 시장

$$\begin{aligned}
 c_{(L-NL)t} &= (c_{Lt} - c_{NLt}) \downarrow \Leftrightarrow c_{Lt} \ll c_{NLt} \\
 &\Rightarrow Cr3_t, Cr5_t, HHI_t \uparrow \\
 &\Rightarrow P_{(L-NL)t} \downarrow \ \& \ P_t = (P_{Lt}, P_{NLt}) \downarrow \\
 &\Rightarrow \text{Corr}\{P_{(L-NL)t}, Mktshr_{(L-NL)t}\} < 0
 \end{aligned}$$

3. 기타요인:

(1) 시장규모 ↓

$$\begin{aligned}
 &\Rightarrow Cr3_t, Cr5_t, HHI_t \uparrow \\
 &\Rightarrow P_t = (P_{Lt}, P_{NLt}) \uparrow
 \end{aligned}$$

(2) 고정비용 ↑

$$\Rightarrow Cr3_t, Cr5_t, HHI_t \uparrow$$

주: V =서비스의 질, $V_{(L-NL)t}$ =상위권과 그 외 인수인 간 서비스의 질적 차이

L =상위권 인수인, NL =상위권을 제외한 인수인, $Mktshr$ =시장점유율

가설 2. (1) 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 인수인 간 서비스 질이 다르다면, 정리 (1)에 의해 인수인들이 가지게 되는 시장점유율과 인수수수료 간에는 양(+)의 상관관계가 나타날 것이다¹⁰². (2) 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하는 경우, 서비스 질 향상에 투자하는 인수인이 나타나고 이들의 시장점유율과 인수수수료 모두가 상승할 것이다.

가설 3. 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있다면 시장의 균형 인수수수료는 상승할 것이다¹⁰³. 이는 인수인 간 경쟁이 서비스 질 중심으로 나타나 인수인 간 가격경쟁이 완화되기 때문이다.

앞서 시장진입 모형은 문지기시장 이론의 함의 외에도 시장규모, 고정비용 등의 외생적 요인이 시장집중도지수와 가격 결정에 어떠한 영향을 미치는지를 제시하였다. 이를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 시장진입 모형은 시장규모가 감소하게 되면 시장에 진입하는 인수인의 수가 감소하여 시장집중도지수는 높아질 것으로 예측한다. 또한 경쟁 인수인의 수가 감소한 것으로 인해 인수인 간 가격경쟁이 완화된다. 둘째, 시장진입 모형에 따르면 고정비용이 상승하면 시장에 진입하는 인수인의 수가 감소하게 된다. 즉 시장집중도지수가 상승하고 과점시장이 형성된다. 실증 분석에서는 이러한 외생적 요인이 신규공모시장의 경쟁구조에 미친 영향을 논의하고, 이들을 회귀모형의 설명변수로 포함하여 이러한 외생적 요인이 신규공모시장 경쟁구조에 미친 효과를 제어한다.

나. 시장집중도 분석

102) 대안으로, 가격만이 될 경쟁에서 중요한 가격경쟁 가설은 비용효율적인 인수인이 동질의 서비스에 대해 저가정책으로 시장점유율을 높이기 때문에 인수수수료와 시장점유율 간 음(-)의 상관관계를 예측한다.

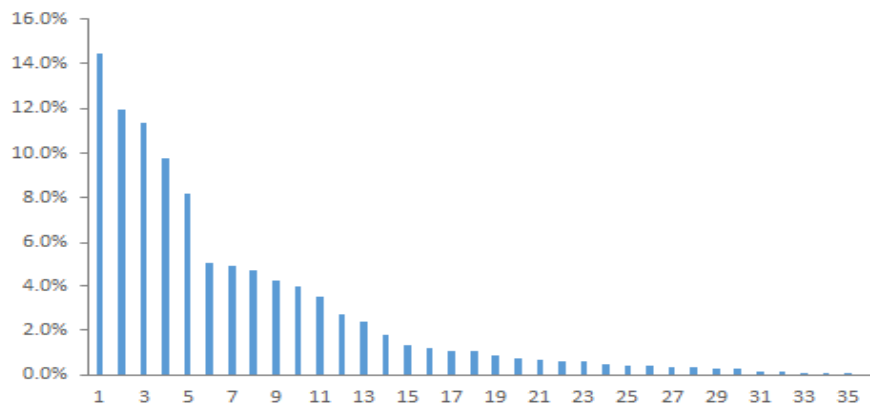
103) 가격경쟁 가설은 비용효율적인 인수인이 저가정책을 추진하기 때문에 가격경쟁이 심화되고 균형 인수수수료가 하락할 것으로 예측한다.

1) 인수인 시장점유율의 추이 분석

여기서는 개별 인수인의 시장점유율에 대한 시계열적 변화를 통해서 한국 신규공모시장이 명성인수인 시장으로 전개되고 있는지를 검토한다. 명성인수인이 시장에서 경쟁하고 있다면 이들의 시장점유율은 안정적으로 높게 유지되거나 또는 시계열적으로 상승할 것이다. 이러한 측면에서 인수인의 시장점유율을 파악하고 명성인수인의 존재 가능성을 논의한다.

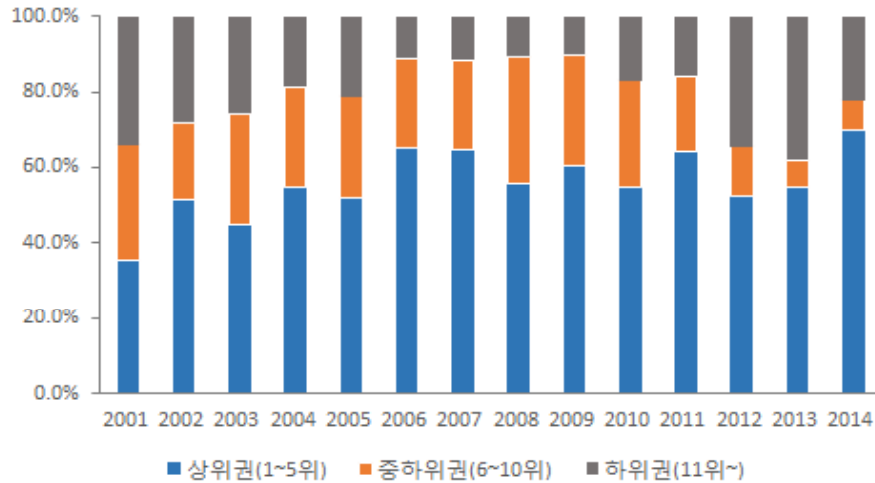
<그림 IV-2>에서 제시되고 있는 분석기간 전체에 대한 연평균 시장점유율을 보면, 상위권 인수인의 시장점유율이 여타 인수인들보다 상당히 높음을 알 수 있다. 구체적으로, 상위 5개사의 연평균 시장점유율이 14.5~8.2%이었던 반면 6~10위의 시장점유율은 5.0~4.0%로 상위권과 중위권의 시장점유율 차이가 상당히 컸다. 전체 분석기간에 걸쳐 신규공모시장 딜(deal) 경쟁에 참여했던 총 37개의 증권사 중 20개사의 경우 시장점유율이 1%에도 미치지 못하여, 실질적으로는 10~15개 증권사들만이 신규공모시장의 딜 경쟁에 참여하고 있음을 알 수 있다.

<그림 IV-2> 2001~2014년 인수인 별 연평균 시장점유율 현황



주: 횡축은 개별 인수인들의 연평균 시장점유율을 기준으로 한 순위를 나타냄

<그림 IV-3> 인수인 그룹별 시장점유율 추이

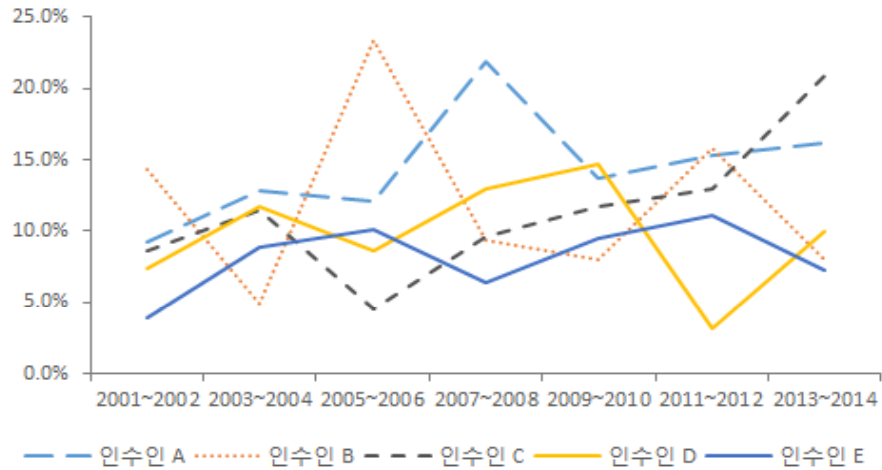


주: 전체기간에 대한 연평균 시장점유율 기준으로 1~5위를 상위권 그룹, 6~10위를 중위권 그룹, 11위 이하를 중하위권 그룹으로 정함

<그림 IV-3>에서 볼 수 있듯이, 상위권 그룹은 분석기간 후반기에 높은 시장점유율을 보이며 과점시장을 형성해가고 있다. 구체적으로 보면, 상위권 그룹의 시장점유율은 2000년대 초반 36~55%였으나 2006년 이후 줄곧 55~70% 사이를 나타내고 있다. 다른 한편, 2010년까지 30% 전후의 시장점유율을 유지하였던 중위권 그룹은 2011년 20%로 하락한 이후 최근까지 감소 추세를 보이고 있다.

상위 5개 인수인이 과점시장을 공고히 형성하고는 있지만 이들 중 어떠한 인수인도 모든 기간에 걸쳐 압도적으로 우위의 시장점유율을 보이지 않았다. 그리고 상위 5개 인수인의 시장점유율은 연도별로 등락의 폭이 크게 나타났다. 그 이유로는 상위 5개사 간의 경쟁력 차이가 작았고 초대형 딜 성사여부가 이들의 시장점유율에 상당한 영향을 주었기 때문인 것으로 판단된다. (<그림 IV-4> 참조)

<그림 IV-4> 상위권 인수인의 시장점유율 추이

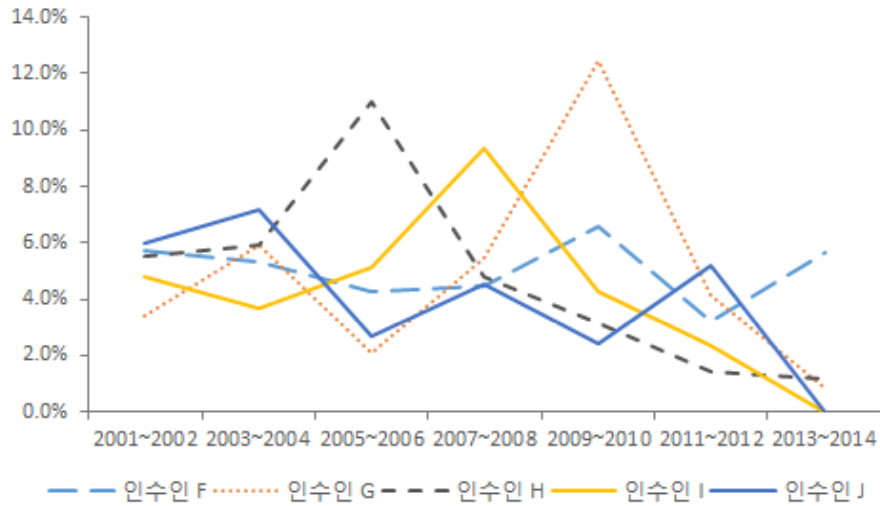


주: 전체 분석기간에 대한 연평균 시장점유율 기준으로 1~5위의 상위권 인수인의 연도별 시장점유율을 제시함

<그림 IV-5>는 전체 분석기간 시장점유율 기준으로 6~10위 중위권 인수인의 시장점유율 추이를 보여주고 있다. 전체 분석기간 6~10위 인수인 중 시장점유율을 확대하여 상위권으로 도약한 인수인이 없는 것으로 나타나, 상위권과 중위권 간 경쟁력의 차이가 있는 것으로 보인다. 또한 6~10위 중위권 5개사 중 4개사의 시장점유율이 2013~2014년 사이 0~2% 수준으로 하락하였다. 동 시기 신규공모시장이 크게 위축되었던 점을 고려해 볼 때, 중위권 인수인의 시장점유율은 시장규모 변화에 민감하게 반응하고 있다고 사료된다.

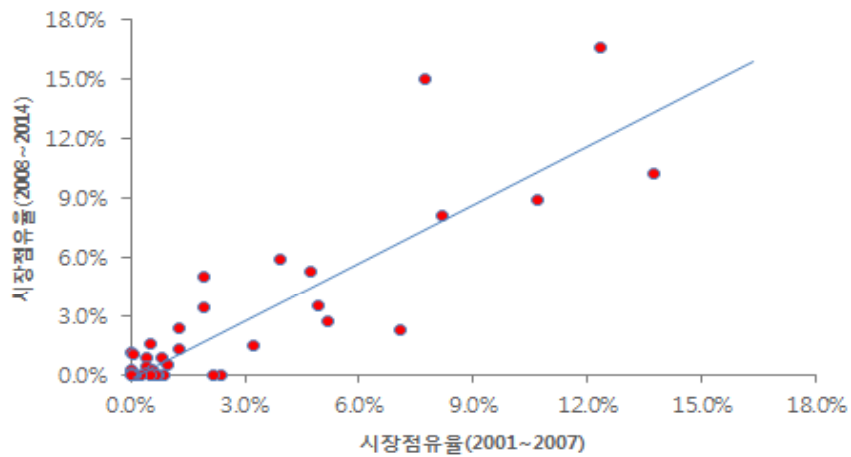
<그림 IV-6>은 분석기간을 2001~2007년의 전반기와 2008~2014년의 후반기의 연평균 시장점유율을 산포도(scatter diagram)을 통해서 보여준다. 분석기간 후반기에 일부 상위권 인수인의 시장점유율이 하락하였지만, 전반기의 상위 5개사 모두가 후반기에도 상위권을 유지하는 것으로

<그림 IV-5> 중위권 인수인의 시장점유율 추이



주: 전체 분석기간에 대한 연평균 시장점유율 기준으로 6~10위의 중위권 인수인의 연도별 시장점유율을 제시함

<그림 IV-6> 2007년 전후 개별 인수인의 시장점유율 변화



나타났다. 일부 상위권 인수인의 시장점유율은 전반기 대비 후반기에 연평균 4~7%p 상승하는 모습을 보였다.

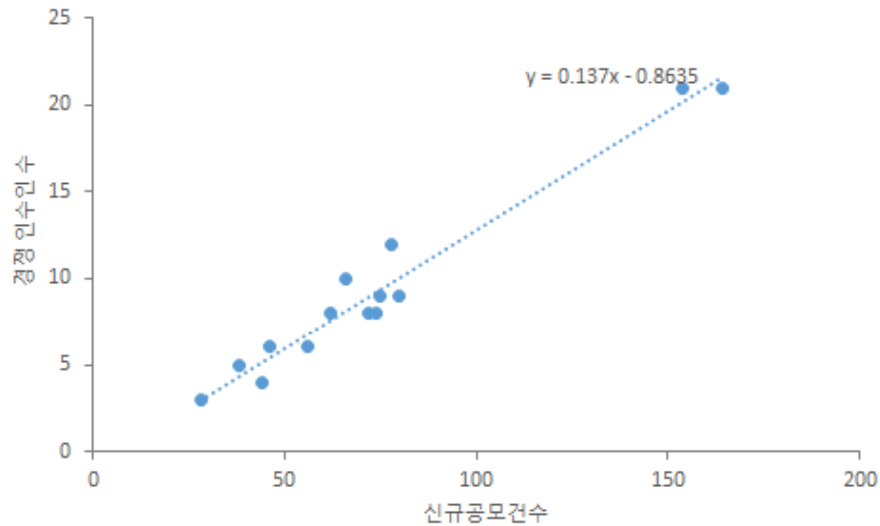
정리하면, 분석은 상위권과 중위권 인수인의 시장점유율 격차가 있었으며, 상위 5개사는 과점시장을 공고히 형성해가고 있음을 밝혔다. 즉 상위권 인수인의 시장점유율은 안정적으로 높게 유지되었으며 시계열적으로도 상승하였던 것이다. 이는 또한 상위권 인수인이 명성인수인으로서의 가능성이 있음을 보여준다. 다만, 상위권 인수인에 의한 과점도 증가는 이들이 명성인수인으로 발돋움하게 된 것에 기인하기보다 시장규모 감소나 공모규모의 중·대형화에 기인한 것일 수 있다.

2) 시장집중도 결정요인 분석

앞서 시장점유율 분석을 통해 확인한 신규공모시장의 과점화는 상위권 인수인의 서비스 질이 향상된 것에 기인한 것일 수 있지만 시장규모 감소나 공모규모의 중·대형화 등 외생적 요인에 기인한 것일 수 있다고 주장하였다. 여기서는 시장규모의 감소, 공모규모의 중·대형화 등의 외생적 요인과 시장구조 간의 상관관계를 검토하고, 회귀분석을 통해서 신규공모시장의 과점도 상승에 대한 원인이 상위권 인수인의 서비스 질 향상에 따른 것인지 외생적 요인에 따른 것인지를 분석하고자 한다.

<그림 IV-7>에서 알 수 있듯이, 산포도 분석결과 연간 신규공모건수가 10건 증가할 때 경쟁 인수인의 수는 1.37개사 증가하고 있었으며 둘 간의 상관관계도 95.6%로 매우 높았다. 신규공모건수와 시장집중도지수(HHI, Cr5) 간의 상관관계가 각각 -76.5%와 -65.4%로 높게 나타나, 신규공모건수의 변화가 경쟁 인수인의 수와 신규공모시장의 과점도 변화에 상당한 영향을 주는 요인으로 사료된다.

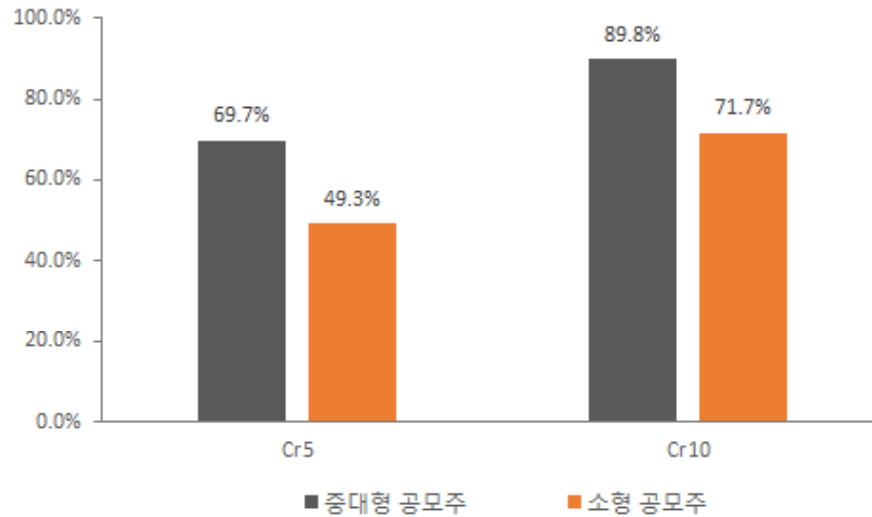
<그림 IV-7> 신규공모건수와 경쟁 인수인 수의 상관관계



주: 시장경쟁 인수인의 수는 연 3건 이상 인수업무를 수행한 인수인의 수를 말함

신규공모건수 외에, 공모규모의 중대화도 시장집중도에 영향을 주는 중요한 시장환경적 요인으로 볼 수 있다. 자본력이나 인수경험 등이 부족한 중소기업은 중대형 공모주 시장에 참여하기가 어려워, 공모규모가 중대화될수록 중소기업이 참여할 수 있는 공모주 시장이 감소하게 된다. 중대형과 소형 공모주의 시장집중도를 비교한 결과, 중대형 공모주 시장이 소형보다 적은 수의 인수인들만이 경쟁하고 있는 시장임을 확인하였다. 이를 보면, 중대형 공모주 시장의 $Cr5$ 와 $Cr10$ 이 각각 69.7%와 89.8%이었던 반면 소형 공모주 시장의 $Cr5$ 와 $Cr10$ 은 각각 49.3%와 71.7%로 나타났다. 또한 연간 기준 2건 이상 인수업무를 수행한 인수인의 수를 보면, 전체 기간에 대해 소형 공모주 시장에 참여한 인수인의 수는 연평균 9.5개사였던 반면 중대형 공모주 시장은 4.1개사로 나타났다.

<그림 IV-8> 공모규모별 연평균 Cr5 및 Cr10 비교



주: 소형 및 중대형 공모주는 공모규모가 200억원 미만 또는 이상인 경우를 말함

이 외에도 증권사 간 합병은 합병한 인수인의 경쟁력을 높이고 잠재적인 경쟁 인수인의 수를 줄이기 때문에 신규공모시장의 과점화에 영향을 줄 수 있다. 2005년에는 증권사 간 합병¹⁰⁴⁾이 매우 활발하였다. 2005년 이전 신규공모시장에서 인수업무를 활발하게 수행하고 있었던 한국투자증권, 대한투자증권, 우리증권이 중대형 증권사에 의해 인수·합병되었고, 이러한 이유로 2005년 증권사 간 합병은 시장집중도 상승에 영향을 주었을 개연성이 높다. 실제로, 2004년에 58.3%와 84.3%였던 전체 공모주시장의 Cr5와 Cr10은 2006년에 70.5%와 89.4%로 크게 증가하였다.

아래의 회귀분석에서는 지금까지 논의한 시장환경적 외생요인들을 통

104) 동원증권은 한국투자증권(한국투자신탁)을 인수하였고 하나증권과 대한투자증권, 동양종합금융증권과 오리온투자증권이 합병하는 등 증권사의 투자신탁회사 인수가 활발하였다. 이 외에도 우리증권과 LG투자증권의 합병이 2005년에 이루어졌다.

제변수로 설정한 후, 시장집중도지수(HHI , $Cr5$)가 증가하였는지 또는 그렇지 않았는지를 평가한다. 회귀분석의 종속변수로는 HHI 와 $Cr5$ 으로 설정하여 각각 분석한다. 회귀분석은 연간 자료 또는 반기 자료를 기초로 한 표본으로 수행하였다. 그리고 설명변수로는 신규공모건수(NB_IPOs), '인수인합병' 더미변수($UDWR_M\&A$), 중대형 공모주의 비중(R_LIPOs)을 포함하였다. 2005년 중대형 증권사 간 합병은 잠재적인 인수인의 수를 줄였을 것이기 때문에 2005년 이후인 경우 1이고 2005년 이전인 경우에는 0인 '인수인합병' 더미변수를 모형에 포함시켰다. 중대형 공모주의 비중은 신규공모건수를 기준으로 공모규모가 200억원 이상인 중대형 공모주의 비중을 의미한다.

2008년 이후인 경우 1이고 2008년 이전인 경우 0인 '후반기' 더미변수($PERIOD_2$)를 설명변수로 회귀분석 모형에 포함하였다. 특히 '후반기' 더미변수는 수요예측제도의 도입 이후 한국 신규공모시장이 문지기시장으로 변모하고 있는지를 보기 위해 14년 전체기간에 대해 전반기와 후반기로 구분하는 시기이다. 따라서 이러한 변수는 상위권 인수인의 서비스 질이 향상되어 후반기에 과점시장이 심화될 것이라는 가설을 검증하기 위해 설정하였다.

모든 모형(1~4)에 대해서 '신규공모건수'의 추정치는 음(-)의 계수치를 보이고 있으며 5% 수준에서 유의성을 보였다. 이는 분석기간 신규공모건수의 감소 추세가 신규공모시장의 과점도를 높이는 데 상당히 작용하였을 것임을 보여주는 것이다. <표 IV-1>에서 볼 수 있듯이, '인수인합병' 더미변수에 대한 추정치도 시장집중도를 높이는 데 유의적으로 영향을 주는 것으로 나타났다. '중대형 공모주 비중' 변수는 비록 유의적이지는 않았지만 기대한 것과 같이 양(+)의 계수치를 보여주었다. 이러한 분석결과는 시장규모의 감소, 인수인 간 합병, 공모주의 중대형화가 상위권 인수인들의 시장점유율과 시장집중도지수를 높였던 중요한 요인임을 보여주는 것이다.

<표 IV-1> 시장집중도(HHI) 결정요인 분석

	HHI		Cr5	
	(1)	(2)	(3)	(4)
NB_IPOs	-2.398** (-2.30)	-8.758** (-2.47)	-0.095** (-2.40)	-0.261*** (-3.09)
UDWR_M&A	297.6** (2.54)	630.9** (2.38)	7.825 (1.77)	14.58** (2.32)
R_LIPOs	121.6 (0.29)	454.3 (0.63)	18.56 (1.16)	24.24 (1.42)
PERIOD_2	-126 (-1.29)	-449* (-1.73)	-4.246 (-1.15)	-10.62* (-1.73)
Intercept	1,048*** (7.06)	1,313 (5.09)	61.39*** (10.94)	67.00*** (10.95)
Observations	14	28	14	28
Adj. R-Sq	0.704	0.426	0.711	0.553

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

한편, 시계열적 분석에서 ‘후반기’ 상위권 인수인의 시장점유율과 과점도가 높았던 것에 반해, 신규공모건수, ‘인수인 합병’ 더미 변수 등을 설명변수로 통제한 경우 ‘후반기’ 더미변수에 대한 계수는 모든 모형에 대해 양(+)의 값을 보이지 않았다. 이는 시장규모 감소나 인수인 간 합병 등의 외생적 요인 효과를 통제하면 상위권 인수인의 시장점유율은 후반기에 증가하지 못했다는 것이다. 이러한 결과는 상위권 인수인의 서비스 질이 향상되고 이들의 시장점유율이 후반기에 높아질 것이라는 가설을 기각하는 것이기도 하다. 즉 시장구조 분석은 신규공모시장이 문지기시장으로 변모하고 있다는 가설을 기각한다. 이러한 분석 외에도 시장의 균형인수수료, 이들과 시장점유율 간 상관관계 등을 통해서 한국 신규공모시장이 명성 문지기시장으로 변모하고 있는지를 분석해 볼 수 있다. 아래에서는 인수수수료를 중심으로 하여 분석을 수행한다.

다. 인수수수료 분석

1) 시장점유율과 인수수수료 간 상관관계 분석

본 절에서는 시장점유율과 인수수수료 간의 상관관계를 검토함으로써 한국 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 전개되고 있는지를 분석한다. 즉, 앞서 제시한 두 번째 가설을 검증하고자 한다. 신규공모시장이 문지기시장 이론에 부합한다면 시장점유율과 인수수수료 간 양(+)의 상관관계가 형성될 것이라는 가설과, 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있다면 서비스 질을 향상하여 시장점유율과 인수수수료를 모두 높이는 인수인이 출현할 것이라는 가설을 검증한다.

이러한 검정을 수행하기 위해서는 인수수수료가 오직 경쟁구조나 서비스 질에 의해 결정되어야 한다. 그러나 인수수수료는 이 외에도 공모 규모나 신규공모기업의 특성 등에 따라 다르게 결정된다. 예를 들면, 분석기간 전체에 대해서 공모규모가 1,000억원 이상인 대형 공모주의 평균 인수수수료는 1.47%였던 반면 200억원 미만의 소형 공모주의 평균 인수수수료는 평균 5.10%를 보이고 있다. 이러한 이유로 특정 인수인이 상대적으로 높은 인수수수료를 받고 있는지 낮은 인수수수료를 받고 있는지를 평가하기 위해서는 특정한 공모주에 대한 개별 인수수수료에서 해당 공모주에 대해 시장이 기대하는 인수수수료를 배제할 필요가 있다.

여기서는 개별 인수수수료에서 해당 공모주 고유한 특성에 의해 결정되는 인수수수료의 부분을 제거한 '초과 인수수수료'를 정의한다. 즉 특정 인수인이 받은 '초과 인수수수료'는 특정 인수인이 시장의 기대 인수수수료에 초과하여 받는 부분으로서 경쟁구조나 서비스 질에 의해 결정된다. 본 절에서는 이러한 초과 인수수수료를 구하여 가설 2를 검증한다.

공모주 고유한 특성에 의해 결정되는 시장의 기대 인수수수료를 구하

는 방법으로 인수수수료를 종속변수로 하고 공모주 고유한 특성을 설명변수로 한 회귀분석을 수행한다. '시장의 기대 인수수수료'는 공모주 고유한 특성을 설명변수로 한 회귀분석 결과로부터 예측되는 인수수수료이고, 초과 인수수수료는 회귀분석의 잔차항(=인수수수료 - 시장의 기대 인수수수료)이 된다. 이 경우, 표본으로 포함된 모든 공모주에 대해 초과 인수수수료를 평균하면 잔차항의 정의상 영(0)이 된다. 양(+의 초과 인수수수료는 유사한 공모주 특성에 대한 시장의 평균 인수수수료보다 높다는 것을 의미하고, 특정 인수인의 초과 인수수수료 평균이 영(0)보다 클 경우 해당 인수인은 전체시장 평균 인수수수료보다 높은 인수수수료를 받고 있는 것이 된다.

회귀분석의 설명변수로는 해당 공모주의 공모규모(AMOUNT), 고정수수료(FIXED), 혼합형 수수료(MIX) 등의 비정형 인수계약, 고정형 수수료 계약과 로그화된 공모규모의 교차항(FIXED \times log(AMOUNT)), 벤처캐피탈 투자 여부(VC_DUM), 해당 공모주의 상장직전 시장전체 6개월 신규공모건수(6M_IPOs)를 이용하였다. 분석결과, 인수수수료가 공모규모, 공모계약의 형태, 벤처캐피탈 투자 여부, 신규공모시장의 활황여부에 따라 유의적으로 결정되고 이들의 설명력이 60%대로 매우 높았다.

<표 IV-2>에서는 모형 (1)은 전체 표본, 모형 (2)와 (3)은 각각 공모규모가 100억원 미만과 이상인 표본에 대한 회귀분석을 보여준다. 모형 (1)로 추정된 경우 소형과 대형 공모주의 초과 인수수수료가 다소 편의를 보였다¹⁰⁵⁾. 이에 따라 소형과 중대형 공모주를 구분한 모형 (2)와 모형 (3)으로부터 초과 인수수수료를 구하여 회귀분석으로 인한 편의를 최소화하였다. 이 외에도 공모특성에 따른 편의가 높았던 공모규모가 25억원 미만인 20건의 소액 공모주와 22건의 외국기업 공모주를 회귀분석에서 제외하였다.

105) 소형 공모주의 초과인수수수료 평균은 영(0)보다 높았던 반면 대형 공모주는 영(0)보다 낮았다. 이 경우, 소형 또는 대형 공모주를 주관한 인수인의 초과 인수수수료는 편의를 가지게 된다.

<표 IV-2> 인수수수료 결정요인에 대한 기초 분석

	인수수수료		
	(1)	(2)	(3)
log(AMOUNT)	-0.925*** (-21.96)	-2.703*** (-13.95)	-0.696*** (-16.02)
FIXED	10.802*** (15.39)	8.606*** (6.38)	3.562* (1.70)
FIXED×log(AMOUNT)	-2.243*** (-13.78)	-1.829*** (-5.61)	-0.657 (-1.60)
MIX	-0.054 (-0.60)	-0.163 (-0.93)	-0.144* (-1.68)
VC_DUM	0.300*** (4.18)	0.484*** (4.48)	0.308*** (3.91)
log(6M_IPOs)	0.326*** (5.21)	0.469*** (5.11)	0.298*** (4.28)
Intercept	7.263*** (20.14)	14.126*** (15.57)	6.042*** (15.48)
Observations	995	472	523
Adj. R-Sq	0.657	0.634	0.430

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

분석결과, 신규공모주의 공모규모나 인수수수료의 계약 형태가 인수수수료 결정에 미치는 효과가 큰 것으로 나타났다. 공모규모가 클수록 인수수수료는 하락하였고, 고정형 인수수수료가 혼합형이나 정률형보다 상당히 높은 것으로 나타났다. 신규공모주의 벤처캐피탈 투자여부도 인수수수료 결정에 유의적으로 영향을 주는 것으로 나타났다. 구체적인 수치로 보면, 벤처캐피탈 투자인 신규공모주의 인수수수료는 그렇지 않은 것보다 약 0.4%p 높았다. 마지막으로 신규공모시장의 활황 정도를 나타내는 해당 공모주의 상장직전 시장전체 6개월 신규공모건수도 인수수수료 결정에 유의적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 요약해보면, 인수수수료는 신규공모주의 특성 변수와 함께 시장 환경적 요인에 상당히 영향을 받고 있는 것이다.

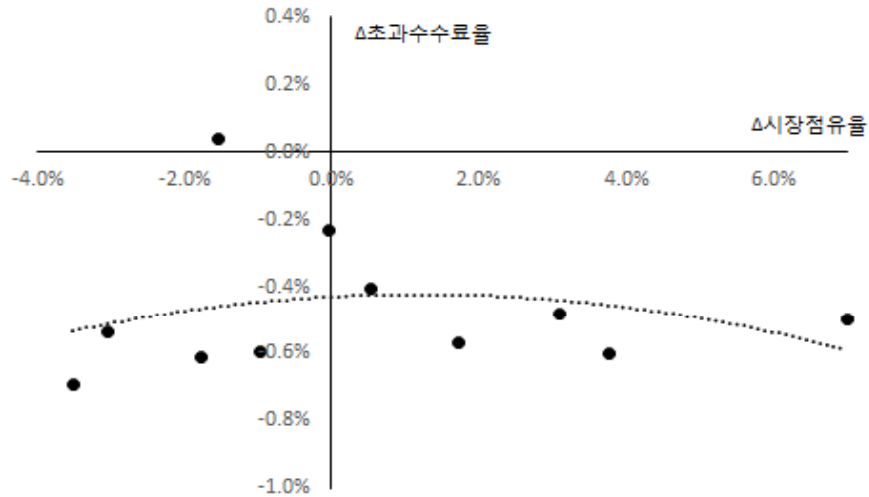
<그림 IV-9> 시장점유율과 초과 인수수수료의 상관관계



주: 전체 분석기간 중 시장점유율이 10위 이내인 인수인만을 분석에 포함

<그림 IV-9>의 종축은 인수인별로 평균한 초과 인수수수료를, 횡축은 해당 인수인의 연평균 시장점유율(2001~2007년, 2008~2014년)을 나타내고 있다. <그림 IV-9>는 2001~2007년과 2008~2014년 기간 모두 인수인의 시장점유율과 평균 초과 인수수수료 간 양(+)의 관계를 가지고 있음을 보여준다. 이는 상위권 인수인이 상대적으로 우월한 명성을 통해 프리미엄 인수수수료를 요구하면서도 높은 시장점유율을 유지하고 있음을 의미한다. 이러한 인수수수료와 시장점유율 간의 양(+)의 상관관계는 한국 신규공모시장이 문지기시장 이론에 부합한다는 가설 2(1)을 기각하지 않는다. 이는 또한 인수인 간 경쟁이 가격경쟁에만 의존하는 것은 아니라는 의미를 내포한다. 그러나 수치적으로 보면, 1~2위를 다투는 상위권 인수인이 중위권과 대비하면 약 0.2%~0.3%p 높은 초과 인수수수료를 받고 있어 상위권과 중위권 간 인수수수료 차이가 크다고 보기는 어렵다.

<그림 IV-10> 시장점유율 변화와 초과 인수수수료 변화 간 관계

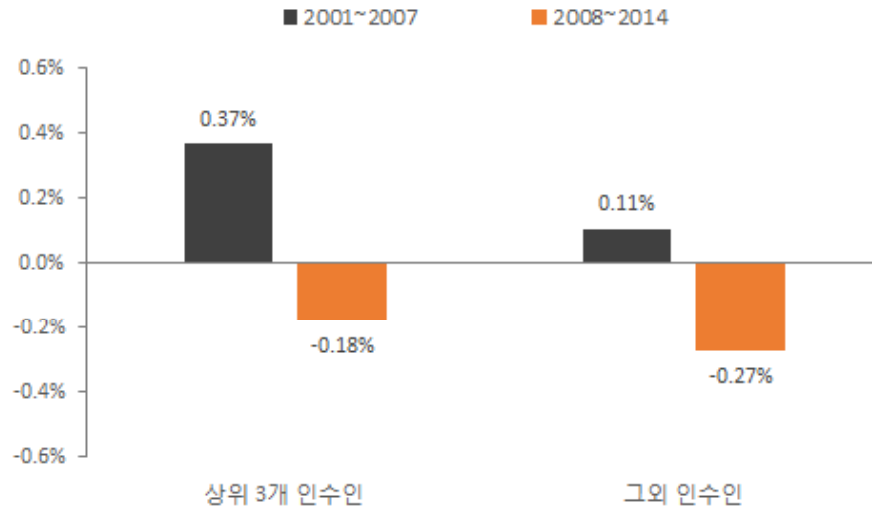


주: 전체 분석기간 중 시장점유율이 10위 이내인 인수인만을 분석에 포함

<그림 IV-10>은 2001~2007년 대비 2008~2014년 인수인의 시장점유율 변화분과 그들의 평균 초과 인수수수료 변화분을 산포도 그림으로 보여 준 것이다. 분석결과, 2001~2007년 대비 2008~2014년 시장점유율과 평균 초과 인수수수료 모두가 상승했던 인수인은 없었다(<그림 IV-10> 상으로는 1사분면에 위치한 인수인이 없었다). 이는 서비스의 질을 크게 향상하여 이를 시장 경쟁력으로 활용한 인수인이 없었다는 것으로, 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있다는 가설 2(2)를 기각한다.

시장집중도 분석에서는 신규공모시장의 과점화의 주요한 원인이 시장 규모의 축소와 인수인 간 합병에 따른 것이라고 지적하였다. 즉 과점시장이 형성된 것을 두고 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모한 것에 따른 것이라고 평가할 수 없었고, 이에 따라 가설 1을 기각하였다. 상위권 인수인이 서비스 질을 향상한다는 가설 1은 이들의 인수수수료가 여타의 경쟁 인수인보다 높아질 가능성이 크다는 의미를 내포한다. 이러한 함의

<그림 IV-11> 상위3개사와 그외 인수인의 초과 인수수수료 변화



에 기초하여 상위권과 그 외 인수인의 초과 인수수수료 변화를 비교함으로써 시장집중도 분석을 통해 얻은 가설 1의 검증결과를 재검토해 보았다.

분석결과, 상위 3사 인수인의 평균 초과 인수수수료는 전반기 대비 후반기에 0.55%p 하락한 반면 여타의 경쟁 인수인은 0.38%p 하락하였다 (<그림 IV-11> 참조). 이렇듯 상위권 인수인의 인수수수료가 여타의 경쟁 인수인보다 하락의 폭이 컸는데, 이는 상위권 인수인이 서비스 질을 향상하는 서비스경쟁을 수행하지 않았음을 보여주는 것이고 가설 1에 대한 시장집중도 분석 검증결과와도 부합한다.

2) 균형 인수수수료 추이 분석

앞서 제시한 가설 3은 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하게 된다면 인수인 간 가격경쟁이 완화되어 인수수수료가 분석기간 전반

기보다 후반기에 상승한다고 예측한다. 여기서는 분석기간 후반기에 인수수수료가 상승할 것이라고 예측하는 가설 3을 검정한다. 이를 위해 인수수수료에 영향을 미치는 외생변수를 통제하고 인수수수료의 시계열적 변화를 추정하는 회귀분석을 수행한다.

인수수수료 결정에 영향을 미치는 요인으로 해당 공모주의 고유특성, 인수인 특성, 시장집중도지수를 검토하였다. 회귀분석 설명변수로 해당 공모주의 고유특성(log(AMOUNT), FIXED, FIXED×log(AMOUNT), MIX, VC_DUM, 6M_IPOs) 외에 인수인 시장점유율(MKTSHR)과 공모직전6개월 시장집중도(HHI)¹⁰⁶를 추가로 통제하여 <표 IV-2>의 인수수수료 결정 요인 기초분석을 확장한다. 그리고 신규공모시장이 서비스경쟁 시장인지를 검정하기 위해 2008년 이후인 경우 1이고 2008년 이전인 경우 0인 '후반기' 더미변수(PERIOD_2) 또는 신규공모가 있었던 연도로 만들어진 추세변수(TREND)를 설명변수로 포함하였다. PERIOD_2와 TREND 계수 값이 양(+)의 부호를 보인다면 인수수수료가 분석기간 후반기 또는 시계열적으로 상승하는 것으로 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모하고 있다는 가설 3을 기각할 수 없다. 반대로 해당 계수 값들이 음(-)이라면 인수수수료가 하락한 것으로 가설 3을 기각하게 된다.

분석결과, PERIOD_2와 TREND에 대한 추정계수 값 모두가 음(-)으로 나타났고 통계적으로도 유의적이었다. 이는 공모주 고유특성, 인수인 특성, 시장집중도지수 등 외생적 요인을 고려한 후 시장의 균형 인수수수료가 분석기간 하락하고 있음을 의미한다. 그리고 이러한 결과는 신규공모시장이 서비스경쟁 시장이 되어 인수수수료가 상승할 것이라고 예측하는 가설 3을 기각한다.

106) 신규공모가 있는 시기에 경쟁 인수인 수가 적을 경우, 시장집중도는 상승하고 가격경쟁은 완화될 수 있다.

<표 IV-3> 인수수수료 결정요인에 대한 확장 분석

	인수수수료		
	(1)	(2)	(3)
log(AMOUNT)	-0.880*** (-20.65)	-0.874*** (-20.34)	-0.872*** (-20.36)
FIXED	-2.289*** (-14.53)	-2.269*** (-14.36)	-2.283*** (-14.50)
FIXED×log(AMOUNT)	11.051*** (16.25)	10.992*** (16.12)	11.038*** (16.25)
MIX	0.074 (0.83)	0.100 (1.11)	0.093 (1.04)
VC_DUM	0.199*** (2.81)	0.197*** (2.77)	0.191*** (2.70)
log(6M_IPOs)	0.146** (2.07)	0.037 (0.47)	0.084 (1.06)
HHI	-0.713 (-1.09)	-0.120 (-0.18)	-0.449 (-0.67)
MKTSHR	0.027*** (4.21)	0.027*** (4.20)	0.027*** (4.28)
PERIOD_2	-0.638*** (-7.64)		-0.432*** (-2.88)
TREND		-0.086*** (-7.25)	-0.035* (-1.65)
Intercept	7.838*** (20.34)	8.372*** (20.45)	8.107*** (19.39)
Observations	995	995	995
Adj. R-Sq	0.679	0.677	0.680

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

인수인들의 인수업무 서비스와 관련한 사례들을 보아도 한국의 신규 공모시장이 서비스경쟁이 이루지지 못했던 것으로 보인다.

PERIOD_2는 2008년 이후를 분석기간의 후반기로 하고 있어, 2007년 풋백옵션제도 폐지로 인수위험 부담이 감소된 시기를 나타내는 것이기도 하다. 풋백옵션제도 폐지 이후의 시기와 분석기간 후반기는 정확하게

접친다. 따라서 추정계수 절대치와 유의성이 모두 컸던 PERIOD_2 변수에 대한 분석결과 즉 균형 인수수수료의 하락은 풋백옵션제도 폐지로 인수인의 인수부담 감소에 따른 것으로 볼 수도 있다.

2007년 풋백옵션제도가 폐지된 이후, 인수인들은 자발적인 시장조성 활동을 통해서 이를 대체하지 않았던 것으로 보인다. 초과배정옵션 계약은 미국 인수인들이 주로 활용하고 있는 자발적인 시장조성활동의 한 형태로 2002년부터 국내에서도 활용할 수 있게 되었다. 초과배정옵션은 제도가 도입된 2002년부터 2007년까지 계약건수가 연평균 약 4.5건이었던 것이 2008년부터 2014년까지 1.3건으로 감소하였으며 2010년 이후에는 초과배정옵션 계약이 한 건도 없었다(이석훈 2014). 이는 2007년 풋백옵션제도가 폐지된 이후 상장후 주가하락의 위험을 완화하기 위해 국내 인수인들이 상장후 시장조성활동 관련 서비스를 확대하지 않았던 것으로, 인수인 간 서비스경쟁이 부재하였다는 앞서의 결론을 뒷받침한다. 또한 인수인의 자발적인 시장조성활동 부재는 풋백옵션제도 폐지로 인하여 인수수수료가 하락하는 데 일조했을 것으로 보인다.

인수인의 딜 경쟁에 정보분석가의 명성이 중요한 미국 신규공모시장과는 달리, 국내의 경우 정보분석가 서비스가 인수인 간 경쟁에서 중요한 요소로 작용하지 못하고 있다. 미국 인수인들이 신규공모 인수업무를 일시적 계약관계보다는 장기적인 관계로 보고 정보분석가 서비스를 제공하고 있으며, 미국의 신규공모기업도 상장 후 주가를 부양하는 정보분석가 서비스를 인수인과의 장기적인 관계로부터 제공받을 것으로 기대한다. 이것이 인수인이 자신의 정보분석가 역량을 이용하여 인수업무 서비스를 차별화할 수 있는 점이다. 정량적인 분석으로 제시하지는 못하였으나, 국내 인수인은 신규공모기업과 장기적인 관계를 기반으로 한 인수업무 서비스의 차별화를 꾀하거나 정보분석가 서비스를 딜 경쟁에 적극 활용하고 있는 사례를 찾아보기 힘들다.

최근 Hoberg (2007)는 30년 기간 동안의 미국자료를 통해서 기관투자자 정보네트워크를 효율적으로 관리하고 있는 인수인이 신규공모기업의 발굴이나 가격발견에 있어서 우위를 보이고 있다고 주장하였다. 미국의 명성 인수인은 역량있는 기관투자자와의 장기적인 관계를 형성하고 이를 통해 차별화된 서비스를 제공하고 있는 것이다. 반면 국내의 경우, 인수인이 기관투자자 정보네트워크를 관리하거나 이를 적극적으로 활용하고 있는 사례를 보기 어렵다.

이상에서 보았듯이, 한국과는 달리 미국의 인수인은 다양한 차원에서 서비스경쟁 모습을 보여주고 있다. 미국의 인수인은 여러 서비스를 패키지로 하여 덜 경쟁에 참여하고 있고 고유한 서비스 또는 특화된 역량을 이용하여 차별화하고 있는 반면, 한국의 인수인은 그러한 방식으로 서비스 차별화를 시도하지 못하고 있다. 그 원인으로서는 인수업무에 대한 지침이 세부적으로 제시되고 투명성을 강조해 온 제도와 시장참여자 모두가 인수업무를 획일적인 서비스로 인식하여 온 문화나 관행을 들 수 있다. 다른 한편, 이러한 사실은 앞서 한국 신규공모시장이 미국의 명성 문지기이론에 부합하지 못하다는 여러 정량적 분석결과를 뒷받침한다.

4. 소결

본 장에서는 한국 신규공모시장의 경쟁구조가 미국과 같이 문지기시장 이론에 부합하는지를 논의하였다. 문지기시장의 이론이 예측하는 과점시장과 높은 인수수수료가 한국 신규공모시장에서 형성되어가고 있는지를 중점적으로 검토하였다. 이를 위해, 문지기시장 이론의 함의를 보여주는 모형을 제시하고, 이를 기반으로 설정한 가설을 검증하는 실증적 분석을 수행하였다.

이론적 분석에서는 인수인에 따라 서비스 질이 다른 시장에서 가격경쟁 균형을 도출하고 이를 통해 명성 문지기시장에 대한 함의를 제시하였다. 가격경쟁 모형에서는 인수인 간 서비스의 질적인 차이가 큰 시장에서는 과점시장과 높은 인수수수료로 구성된 균형이 나타날 것임을 확인하였다. 따라서 서비스경쟁이 활발한 명성 문지기시장은 인수인 간 서비스의 질적인 차이가 존재하는 시장일 가능성이 크다. 시장진입의 모형을 통해서도 시장규모와 고정비용이 시장구조와 가격에 영향을 줄 수 있는 요인임을 밝혔다.

본 장은 이론적 모형의 함의로부터 다음과 같은 가설을 설정하였다. 한국 신규공모시장이 명성 문지기시장으로 변모되어가고 있다면, 상위권 인수인의 서비스 질 향상에 따른 시장점유율 상승과 양(+)의 초과 인수수수료, 시장점유율과 인수수수료 모두가 상승하는 인수인들의 출현, 그리고 시장의 균형 인수수수료 상승이 나타날 것이라고 예측하였다.

시장구조를 분석한 결과, 상위 5개사들이 시장지배력을 공고히 형성해가고는 있으나 시장규모와 그 외 외생변수를 통제한 회귀분석에서는 이들의 시장점유율이 상승하고 있다는 결과를 구하지 못하였다. 즉 시장집중도지수가 상승하는 추세를 가졌던 이유는 상위권 인수인의 서비스 질이 향상된 것보다는 시장규모가 감소하고 공모규모가 중대형화되면서

공모 딜이 이들에게 몰려 시장집중도가 상승했기 때문이다.

인수수료 분석결과에서도 한국 신규공모시장이 서비스경쟁 시장으로 변모되어가고 있다는 가설이 채택되지 못하였다. 상위권 인수인이 다소 높은 인수수료를 받고 있어, 신규공모시장이 가격경쟁으로만 이루어진 시장이 아님을 확인하였다. 그러나 상위권 인수인의 인수수료 프리미엄은 후반기에 오히려 경쟁 인수인보다 더욱 낮아졌고, 서비스의 폭과 질을 높여 시장점유율과 인수수료를 동시에 높인 인수인들이 출현하지 않았으며, 회귀분석을 통해 검토한 시장의 균형 인수수료도 하락 추세를 보였다. 이러한 결과들은 모두 한국 신규공모시장이 문지기 시장으로 변모되어가고 있다는 가설과는 부합하지 않는다.

경쟁구조 분석은 다음과 같은 함의를 가지고 있다. 한국 신규공모시장에서 상위권 인수인은 양질의 서비스로 딜 경쟁에서 우위를 보이지만, 저가경쟁 전략에 대항할만한 차별화된 서비스를 제공하지 못하고 있다. 상위권 인수인이 미국과 같은 서비스경쟁을 시도하지 않은 것이 시장전체 가격경쟁을 심화시킨 원인으로 보인다. 마지막으로 III장에서 보여준 한국 수요예측제도의 정보효율성 개선은 서비스 질 향상으로 인수인의 역할이 증가한 것보다는 제도개선으로 기관투자자 풀이 확대되고 인수업무 자율성이 확대된 것에서 비롯된 결과로 보인다.

V. 결론

1. 한국 신규공모시장의 현행 구조
2. 정책제언

V. 결론

1. 한국 신규공모시장의 현행 구조

가. 분석결과의 종합

“한국 신규공모시장은 문지기시장으로 이행되고 있는가?” 이 질문이 이 보고서의 문제의식이었다. 우리는 이 질문에 답하기 위하여 수요예측 제도의 정보효율성 추이와 인수인 시장의 경쟁구조 추이를 실증분석하였다.

분석결과 수요예측과정의 정보효율성은 2007년 제도변화를 전후로 하여 큰 변화가 있었음이 관찰되었다. 2007년 이전의 경우 수요예측을 통해 인수인이 새로이 전달받는 정보는 없다고 하여도 과언이 아닌 것으로 나타났다. 참여자들이 제출한 수요예측가격에는 기본적으로 포함되어 있을 것으로 기대되는 시장수익률 추이와 같은 ‘공적 정보(public information)’도 반영되어 있지 않았다. 미국 학계의 문지기 시장이론이 상정하는 수요예측과정의 역할과는 크게 거리가 있는 모습임은 물론이다.

당시 수요예측과정의 정보생산기능 부재는 규제환경에 기인한 것으로 추론된다. 2007년 제도개선 이전, 최종공모가보다 높은 수요가격을 제시한 투자자는 물량배정 상 불이익이 있었다. 더불어 최종공모가격은 평균 수요예측가격의 일정 범위 이내에서 결정되어야 한다는 규제가 2002년 8월까지 존재하였고, 이후 폐지되었지만 2007년 무렵까지는 여전히 시장관행으로 남아있었다. 이와 같은 환경아래 수요예측 참여투자자들의 최적 전략은 자신이 생각하는 적정가격을 제출하는 것이 아니다. 평균 신규공모수익률이 양(+)인 상태에서, 투자자들의 최적 전략은 최대

한의 물량을 배정받는 것이고, 이를 위해서는 예상되는 최종공모가에 가까운 가격을 수요가격으로 제출하는 것이었다. 최종공모가가 평균 수요가격과 높은 상관관계를 갖고 결정되고 있었으므로, 참여자들의 최적 전략은 '예상되는 다른 참여자들의 평균 수요가격'을 자신의 수요가격으로 제출하는 것이었다. 전형적인 Keynes의 '미인대회(beauty contest)'¹⁰⁷⁾ 상황이었던 셈이다. 실제로 관찰된 수요예측참여자들의 행태를 보면 투자자들은 인수인이 제시한 희망공모가격 범위의 중간값 내지는 그 이하의 가격을 제시하였다. 인수인이 제시한 희망공모가격 범위의 중간값을 수요예측에 참여하는 투자자들이 기준치로 활용하여 수요가격을 제출하였음을 시사한다. 수요예측참여자들의 수요가격이 참여자들의 정보를 반영한 것이 아니라 인수인이 제시한 가격에 따라 결정되었으므로 정보가치 가 제한적이었음은 당연한 결과였다 하겠다.

2007년 공모물량 배정 방법이 인수인 재량으로 자율화되면서 수요예측 참여투자자들의 행태는 확연히 변화한다. 희망공모가격 범위의 중간값 이하에 수요물량이 집중되던 현상이 사라진다. 회귀분석에 의하면 수요예측가격은 이제 시장수익률 추이와 같은 공적 정보를 반영하여 결정된 것으로 나타났다. 더불어 수요예측참여자들만이 보유하고 있는 사적 정보가 수요예측가격에 포함되어 있음을 시사하는 결과도 얻어졌다. 이처럼 수요예측과정에 참여하는 투자자들의 행태가 변화한 가운데, 가격 오류 및 신규공모수익률의 정도는 2007년 이후가 그 이전보다 작은 것으로 나타났다. 또한 인수인의 최종공모가 결정이 수요예측과정에서 제공된 긍정적 정보를 '부분 반영'하는 현상도 나타났다.

107) "It is not a case of choosing those [faces] that, to the best of one's judgment, are really the prettiest, nor even those that average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practice the fourth, fifth and higher degrees." Keynes (1936).

그러므로 수요예측과정에 대한 실증분석은 2007년 제도개선으로 인수인의 공모물량 배정 재량권이 강화되면서 수요예측과정을 통해 참여자들이 전달하는 정보량이 증가하고 그 결과 최종공모가격의 정보효율성이 제고되었음을 보여준다.

그러면 2007년의 제도개선으로 수요예측과정의 정보효율성이 개선되었다는 실증분석 결과는 과연 한국의 신규공모시장이 문지기시장으로 이행하고 있음을 뜻하는 것인가? 그렇게 보기는 어렵다는 것이 우리의 결론이다. 인수인 시장 경쟁구조에 대한 실증분석이 보여주는 인수인 시장의 경쟁행태가 문지기 시장이론이 상정하는 것과 어긋나기 때문이다. 문지기 시장이론에 의하면 인수인이 정보네트워크 관리자 기능을 수행하는 문지기 시장에서 인수인간 경쟁은 가격경쟁이 아니라 서비스의 '질' 경쟁이어야 한다. 명성 경쟁의 핵심은 질 높은 정보네트워크의 운영에 있다. 이 네트워크를 활용한 적정 공모가격의 결정과 상장기업에 적합한 소유구조의 형성이 인수인의 경쟁대상이다. 더불어 정보분석가 서비스의 제공, 상장 후 시장안정화 서비스의 제공 등이 명성인수인이 경쟁할 수 있는 서비스 영역이다.

만일 2007년 이후 한국 신규공모시장에서 질 높은 인수인 서비스를 제공하는 명성인수인이 등장하기 시작하였다면 다음과 같은 현상이 발생하였어야 한다. 명성인수인, 즉 문지기의 시장점유율이 상승하였어야 하고, 그 결과 시장집중도도 상승하였어야 한다. 인수수수료 측면에서는 명성인수인들을 중심으로 한 수수료율 상승이 있었어야 한다. 과연 이 기간 인수인 시장점유율 상위 5개사의 시장점유율은 2007년 이전에 비하여 뚜렷하게 확대되었다. 시장집중도의 상승도 관찰되었다. 그러나 인수수수료는 크게 하락하였다. 특히 시장점유율 확대가 컸던 상위 인수인일수록 수수료의 하락폭이 큰 것으로 나타났다. 물론 인수수수료는 신규공모시장 전체의 업황과 신규공모기업의 평균 규모 등 다른 요인에 의

해서도 영향받을 수 있다. 이러한 여타 수수료율 요인의 변동을 감안한 실증분석에서도 2007년 이후 수수료율의 하락은 통계적으로 유의하였다.

결국 2007년 제도개선 이후 수요예측과정의 정보효율성이 개선된 바로 그 기간에 한국의 인수인 시장에서 전개된 경쟁행태는 문지기 시장의 경쟁행태와는 거리가 있었다. 지난 15년간 인수인 시장의 과점도는 상승하였지만, 과점도의 상승은 명성인수인의 시장점유율이 높아진 결과로서가 아니라 신규공모시장 전체 규모가 축소되는 가운데 치열한 가격경쟁이 있었고 그 과정에서 중소형 증권사가 인수인 시장에서 점차 퇴출된 결과로 보인다. 치열한 가격경쟁이 지배하며 국제적으로 이미 가장 낮았던 수준인 인수수수료가 이 기간 더욱 하락하였다. 반면 명성인수인의 경쟁수단으로 거론되는 정보분석가 서비스 경쟁, 상장 후 시장안정화 서비스 경쟁, 기관투자자와의 장기관계 구축 등이 진전되는 모습은 나타나지 않았다.

나. 신규공모시장의 현행 구조

사실 인수인과 기관투자자의 관계를 살펴보면 한국 수요예측과정이 미국의 문지기시장 이론의 예측과는 달리 운영되어 온 것은 놀랍지 않다. 문지기시장 이론은 각 명성인수인이 장기신뢰관계를 형성하고 있는 기관투자자 그룹을 보유하고 있는 시장구조를 상정한다. 각 명성인수인을 중심으로 차별화된 기관투자자 그룹으로 구성된 정보네트워크들이 시장의 생태계를 형성하는 그림이다. 우리나라의 경우 어느 증권사도 아직까지는 기관투자자들과 특별한 장기관계를 갖고 있는 것으로 보이지는 않는다. 미국 시장과는 달리 특정 산업에 대한 전문성에서 어느 특정 증권사가 우수하다는 평판도 들리지 않는다. 현재 한국의 신규공모시장은 인수인이 정보네트워크를 관리하며 정보비대칭성을 완화시켜 효율성

을 유지하는 기능이 미약하다는 점에서 문지기시장으로서의 특성을 찾기 어렵다. 그렇다면 한국 신규공모시장의 현행 구조는 어떻게 설명되어야 하는 것일까? 이 질문에 대한 답을 찾기 위해서는 II장에서 살펴보았던 한국 시장의 제도환경을 되돌아 볼 필요가 있다. 특히 다음의 세 가지 특성에 주목하고자 한다.

첫째, 세밀한 공적 규제의 존재이다. 시장운영의 제반 사항이 법, 거래소 규정 및 협회규정에 의해 세밀하게 정해져 있다. 이에 반비례하여 인수인의 재량과 자율영역은 제한적이다. 미국에서 시장관행일 뿐인 수요예측제도가 한국의 경우 규제에 의해 유일한 공모시장 운영방식으로 강제되어 있다는 것 자체가 이 같은 시장의 특성을 상징한다. 수요예측제도가 규제화되어 있으므로 수요예측운영의 제반 측면이 원칙적으로 규제의 대상이 될 수 있는 구조이다. 핵심적인 규제사항으로는 수요예측참여투자자의 범위에 대한 규제가 있다¹⁰⁸⁾. 미국의 수요예측제도에서 수요예측참여 투자자의 범위는 인수인이 발행회사와 협의하여 결정하는 재량사항이다. 반면 우리나라의 경우 수요예측참여투자자는 인수업무규정에 열거된 기관투자자로 한정된다. 인수인은 이들 기관투자자 이외의 다른 투자자를 수요예측에 참여시킬 수도 없고, 반대로 규정에 열거되어 있는 기관투자자라면 누구든 수요예측에 참여하는 것을 배제할 수도 없다.

둘째, 세밀한 규제와 긴밀히 연관된 특징으로서, 시장인프라 기구인 거래소와 금융감독원은 상대적으로 큰 역할을 수행하고 있다. '거래소'는 공적 시장의 운영기구로서 당연히 독자적인 상장심사를 실시한다. 또 금융감독원은 공적규제의 집행기구로서 유가증권발행과 관련된 제반 신고내용이 법규에 적합한지의 여부를 심사한다. 모두 각 기구의 고유업무이지만, 한국 시장의 특성은 이들 기구의 업무범위가, 미국 시장 등과 비교할 때, 시장 자율성의 영역에까지 확장되어 있다는 점에 있다. 창조경

108) 인수업무규정 제2조제8호

제를 국정방향으로 표방한 박근혜 정부의 출범과 함께 거래소는 혁신기업의 상장활성화를 주요 경영방침으로 추진하고 있다. 그러나 그 이전까지만 하여도 거래소와 감독원의 심사는 공모가격 산정방식의 적정성, 공모가격의 적정성, 물량배정의 공정성, 상장후 시장조성 등을 모두 대상으로 하여 진행된 것으로 알려져 있다. 거래소와 금융감독원의 이 같은 업무범위는 사실상 미국 시장 인수인의 핵심 기능을 모두 포함한다. 즉 인수인 역할의 상당부분을 인프라기구가 수행하여온 셈이다.

셋째, 정책설계와 집행에 있어서의 신규공모시장에 대한 규제철학이 영미에 비교할 때 차이가 있다는 점이다. 주어진 정책목표가 있을 때, 목표를 달성하기 위한 영미의 정책개입방식은 시장환경의 개선이다. 이에 비해 우리나라의 정책개입은 시장환경 개선에 그치는 것이 아니라 시장행위의 결과 자체를 '직접' 변경시키는 것을 목표로 하는 경향이 있다. 신규공모시장은 공모물량(공모기업의 수 및 공모금액)과 저평가의 크기(상장 후 가격변동)가 크게 부침하는 시장이다. 이 같은 시장의 부침현상은 '신규공모 순환(IPO Cycle)'으로 지칭된다¹⁰⁹⁾. 여느 국민경제와 마찬가지로 우리나라 신규공모시장에도 신규공모 순환현상이 존재한다. 영미와 우리나라의 차이는 순환현상에 대한 사회와 규제당국의 태도에 있다. 영미의 경우 신규공모 순환은 시장행위의 결과로서 그 자체가 규제당국의 개입대상은 아니다. 반면 우리나라는 공모시장이 과도하게 활발해 보일 경우에는 시장과열에 대한 정책대응이 요구되고, 시장이 침체된 경우에는 시장활성화를 위한 정책대응이 요구되는 경향이 있다. 그리고 이 같은 요구에 부응하여 마련되는 정책방안은 공모가격과 공모물량을 직접적으로 변경시키는 것을 목표로 하는 경향이 있다.

이상 세 가지 시장의 특성은 상호 인과관계로 엮여져 있다. 인과관계의 가장 근본에는 마지막 특성인 '시장에 대한 직접 개입방식의 규제태

109) 미국 신규공모시장에서의 순환 현상은 Loughran and Ritter (2004), Lowry and Schwert (2002)에 잘 설명되어 있다.

도'가 놓여 있다. 다른 두 가지 특성인 수요예측제도의 법정화 등 세밀한 규제, 폭넓은 시장인프라 기구의 역할은 이 규제태도를 실현시키는 수단으로 활용된다. 이상의 특성을 지닌 한국 신규공모시장의 구조는 명성인수인이 자율적으로 관리하는 '문지기시장'과는 구별되는 것으로서 '시장인프라기구 관리 시장'으로 정의하는 것이 적절해 보인다.

현재 시장구조의 연원을 짐작하는 것은 어려운 일이 아니다. 1999년 이전 '기업공개명령제도'와 '기업공개권유제도'를 거치며 정부에 의해 직접시장운영이 관리된 한국 특유의 역사가 현재 시장구조를 낳은 모태이다. II장의 1절에서 보았듯이 1997~1999년 수요예측제도가 도입되기 이전까지 한국의 신규공모시장은 정부에 의해 직접 관리된 시장이었다. 인수인이 아닌 정부가 상장적격기업을 발굴하여 세제혜택 등의 유인책을 제공하며 신규공모와 상장을 유도하였던 기간이었다. 기관투자자가 존재하지 않는 상황에서 신규공모주식은 일반 개인투자자에 의해 소화될 수밖에 없었고, 이에 정부는 개인투자자의 투자를 유도하기 위하여 청약예금 등의 제도를 마련하였다. 일반 국민들의 신규공모주식 투자를 정책적으로 유도하였으므로 정부는 신규공모주의 저평가가 반드시 발생하는 것을 정책과제의 하나로 추구하였다. 더불어 사회적으로는 신규공모주는 일정한 수준의 수익이 보장되는 안전한 투자기회라는 인식이 형성되었다. 이에 신규공모주의 저평가를 유도하기 위한 규제장치로서 공모가결정 방식에 대한 세세한 규제가 마련되었다. 상장기업의 발굴, 공모물량의 배정, 공모가격의 결정 등 신규공모시장의 핵심기능 모두가 인수인의 역할이 아니었으므로 인수인의 수수료율도 1980년대 후반까지 규제에 의해 정해져 있었다.

1999년을 전후한 수요예측제도 도입으로 공모물량의 배정과 공모가격의 결정 등 신규공모시장 운영기능이 원칙적으로 인수인에게 이양되는 패러다임 변화가 시작되었다. 그러나 '신규공모주 저평가'에 대한 암묵적 기대는 여전히 시장에 만연하고, 상장 후 신규공모주의 가격이 상

장가격대비 하락할 경우 사회적 논란의 대상이 되곤 한다. 이를 배경으로 수요예측제도가 도입되었지만 운영방식은 세세히 규정화되어 금융감독원의 감독대상이 되었다. 거래소는 여전히 규제당국의 지배를 받으며 거래소 상장심사기능은 정책수단으로 활용되었다. 수요예측제도의 운영 실태는 다음과 같이 요약될 수 있다. 우선 인수인은 업계내에 통용되고 있는 관행적인 방법을 사용하여 희망공모가격을 산정한다. 구체적으로 통상 추가수익배수(PER)를 활용하여 적정가격을 산출한다. 이 가격에 일률적으로 20~30%의 할인율을 적용하여 희망공모가격 범위를 제시한다. 바로 III장에서 언급한 '희망공모가격 저평가' 현상이다. '이 같은 내용은 발행신고서에 기재되어 시장에 모두 공시된다. 시장에는 인수인이 제시한 희망공모가격 범위의 상한이 향후 결정될 최종공모가격의 상한이라는 '암묵적' 기대가 존재한다. III장에서 언급한 '희망공모가격 범위의 구속효과' 현상이다. 이 기대가 전제된 가운데 수요예측에 참여하는 모든 투자자들은 최종공모가격이 어떻게 결정되든 항상 일정한 이익을 얻을 수 있다는 예상을 하기 마련이다. 이에 수요예측과정에서 공모주식에 대한 수요량은 항상 공모물량의 최소한 수십배를 넘어선다. 국제적으로 유례를 찾기 어려운 높은 경쟁률인데, 신규공모주식이 저평가될 것을 시장 전체가 예측하고 있음을 시사하는 방증이다.¹¹⁰⁾

2007년 수요예측제도가 '미인 경연'으로 운영되는 결과를 가져온 규제가 철폐되며 수요가격 제출에 존재하였던 왜곡이 교정되었고 그 만큼 정보효율성의 개선효과가 나타났다. 그러나 세밀한 규제, 시장인프라기구의 역할, 공모가격과 공모물량의 수준을 직접 겨냥한 정책개입 등의 과거 패러다임이 여전히 존속되고 있다. 시장참가자와 규제당국을 지배

110) 또한 최근의 고수익채권시장과 같이 정책적으로 육성이 필요한 부문에 투자하는 기관투자자에게 신규공모주를 의무배정하도록 하는 규제가 존재한다는 점도 여전히 신규공모주 저평가가 정책당국에 의해 암묵적으로 전제되어 있음을 시사한다.

하는 사회문화는 2007년의 규제변화에도 불구하고 변화되지 않았고. 이를 배경으로 신규공모시장의 침체기에 공모가 부풀리기에 대한 사회적 논란이 야기된다. 결국은 2010년을 넘어서면서 II장에서 설명한 과거 시장운영체제로의 복귀를 시사하는 듯한 규제태도의 변화가 나타난다. 최근 신규상장활성화가 새로운 시장운영 방향으로 복원되고 있지만 과연 우리의 시장문화가 근본적인 패러다임 변화를 달성한 것인지를 판단하려면 좀더 시간의 경과가 필요하다. 이와 같은 한국 신규공모시장의 현황은 미래 경제제도의 발전궤도는 과거 제도의 궤적에 의해 제약된다는 ‘경로종속성’이론이 현실에서 발현된 한 사례로 보여진다.¹¹¹⁾

다. 한국 신규공모시장의 미래 지향점

‘인프라지구 관리시장’의 성격을 띠고 있는 현재 한국 신규공모시장의 구조는 변화되어야 하는 것일까? 두 가지 이유에서 변화의 필요성이 있다.

첫째, 국민경제적 필요성이다. 현재 국민경제적으로 신규공모시장에 기대되는 역할은 성장잠재력이 우수한 기술기반의 혁신기업의 발굴과 자금공급이다. 그러나 II장 2절에서 보았듯이 현재 한국의 신규공모시장은 이 기능의 수행이 미흡하다. 영미의 평균적인 신규상장기업이 ‘적자상장’ 기업인 반면 한국의 코스닥 시장 신규상장기업은 유사 시장 대비

111) ‘경로의존성(path dependence)’은 David (1985) 이후 회자되기 시작한 개념이다. 이 이론에서는 금융시스템 등 경제시스템의 역사적 진화과정에서 한 유형에서 다른 유형으로의 이행이 쉽게 이루어지지 않는 점에 주목하고, 이 같은 시스템 이행의 경직성이 발생하는 이유를 몇 가지로 제시한다 (Arthur 1988, North 1990). 시스템 설립비용의 존재, 시스템의 효율적 작동에 있어 구성원의 학습효과 존재, 시스템을 구성하는 제반 제도요인간의 상호보완성 등이 그 것이다. 신규공모시장을 포함한 한국의 금융시스템 진화과정을 설명하는데 있어서 유용한 개념이라 생각된다.

가장 수익성이 높은 기업들이다 (<그림 II-6> 참조). 또 영미의 신규상장기업들이 매출액 대비 신규공모에 의한 자금조달액이 높은 반면 코스닥 시장의 신규상장기업은 자금조달액이 상대적으로 낮은 편이다 (<그림 II-4> 참조). 한국의 신규상장기업이 성장잠재력이 아니라 현재의 재무건전성에 의해 발굴되고, 영미에 비해 상대적으로 성장을 위한 자금조달수요도 높지 않은 기업들임을 시사하는 증거들이다. 성장잠재력에 의한 상장기업 발굴이 활성화되기 위해서는 문지기 시장으로의 이행이 불가피하다. 공공부문이 기업의 상장적격성, 공모가격의 적정성 판단에 어떤 식으로든 관여할 경우 투자자의 투자손실에 대한 평판 책임을 부담할 수밖에 없다. 이 같은 시장구조에서는 '적자상장'이 과연 가능할 수 있을 것인지 의문이다. 양(+의 이익현금흐름이 없는 기업의 가치평가는 객관적인 자료에 근거하여 이루어질 수가 없다. 주관적인 판단이 불가피하며, 따라서 발행기업, 인수인, 전문 투자자 등 시장의 당사자가 직접 재무적 책임과 법적 책임을 부담하는 시장운영구조로의 이행이 바람직하다.

둘째, 시장구조의 내적정합성이 사라지고 있다. '거래소'는 이미 법적으로는 상업적 원리에 의해 경영되는 주식회사이다. 신규공모기업 유치를 놓고 세계 주요거래소와 향후 격해질 경쟁에 임하여야 하는 민간 기업이다. 거래소간 경쟁 환경에서 세계 주요거래소는 유망기업 유치, 매매 플랫폼 및 관련 서비스 강화에 전략적 초점을 두고 있으며, 상대적으로 상장심사 등 거래소의 공적규제 기능은 중요도가 떨어지고 있다. 또한 감소하는 거래소의 공적규제 기능을 보완하기 위해 전 세계적으로 인수인의 문지기 기능을 강화하는 정책적 경향이 나타나고 있다. 실제로 최근 들어 이미 한국 거래소의 상장심사도 과거와는 달리 상장요건의 확인 기능으로 축소되고 있는 것으로 보인다. 반면 이러한 과정에서 고섬사건 등 인수인이 담당하여야 할 문지기기능의 취약성에 따른 문제점이 나타나고 있다. 더불어 비슷한 이유로 감독기구의 기능도 급격히 변화하고 있는 것으로 보인다. 공공 인프라 기구의 시장관리 역할이 축소되고 있으며

로 현재의 시장구조는 변화가 불가피하다.

그렇다면 한국 신규공모시장이 지향해야 할 미래의 구조는 무엇인가? 여기서 유의할 점은 신규공모시장의 제도환경 설계의 관점에서 보면 신규공모시장 구조의 미래 지향점을 굳이 ‘문지기시장’으로 설정할 필요는 없다. 미국의 ‘문지기시장’은 시장자율의 진화가 가져온, 시장이 만들어낸 제도이다. 즉 ‘문지기시장’은 인수인 등 시장참가자의 재량권이 최대한 보장되는 ‘자율질서시장’이 효율적으로 작동할 때 나타나는 결과물이다. 이 점이 정책설계에 대해 시사하는 바는 대단히 중요하다. 정책설계의 관점에서 신규공모시장 구조의 미래 지향점을 ‘문지기시장’으로 설정하는 것은 원인과 결과를 혼동하는 오류를 범하는 것이다. 이에 우리는 정책설계의 관점에서는 한국 신규공모시장의 미래 지향점을 ‘자율질서시장’으로 설정할 것을 제안한다. 아래의 정책제언은 이러한 지향점 설정에 근거한 것이다.

2. 정책제언

가. 제언 1: 인수인의 수요예측과정 운영자율성 확대

1) 제언의 개요

수요예측제도가 제도의 원형인 미국식 수요예측제도와 본질에 있어서 동질적이 되도록 수요예측과정의 운영자율성을 확대할 것을 제안한다. 구체적으로는 다음의 두 가지 정책방안을 제안한다;

- ① 수요예측참여 투자자범위를 인수인이 재량 결정하도록 자율화할 것을 제안한다. 이를 위해 인수업무규정 제2조제8호 기관투자자 정의조항을 폐지하거나 단순 예시조항으로 변경하여야 할 것이다.
- ② 공모주식물량의 투자자 배정을 인수인이 재량 결정하도록 최대한 자율화할 것을 제안한다. 이를 위해 현행 인수업무규정 제9조의 범정의 무배정비율 조항을 삭제하여야 할 것이다. 일반청약자 범정배정분을 반드시 존치시켜야 할 필요가 있다고 금융정책당국이 판단하는 경우, 홍콩의 경우와 같이 최소 10% 정도에서 일반청약자 의무배정비율을 정하고 인수인이 시장수요에 따라 탄력적으로 기관투자자 배정분을 환수(clawback)하여 일반청약자 배정분을 늘리도록(reallocation) 하는 방안을 고려할 수 있을 것이다.

2) 배경

현재 우리나라의 수요예측제도는 제도의 원산지인 미국의 수요예측제도와는 본질에 있어서 차이가 있다. 미국식 수요예측제도의 본질적 특성은 인수인이 공모시장의 핵심사항들에 대해 발행기업과의 협의를 통해 재량권을 행사한다는 데 있다. 여기서 핵심사항은 수요예측참여자 선정, 투자자별 물량배정, 공모가격의 결정 등을 말한다. 미국식 수요예측제도의 경매방식 대비 효율성을 주장하는 이론에 의하면 수요예측제도의 효율성은 이들 핵심 사항에 대한 인수인의 재량권에 기인한다. 예를 들어 Jagannathan and Sherman (2005), Sherman (2005)은 경매제도는 과소참여 문제와 무임승차 문제로 인하여 투자자의 정보생산 유인메커니즘으로 작동할 수 없다고 주장하였다. 기업가치 평가에 도움이 되는 정보를 생산한 투자자들과 그렇지 않은 투자자들이 경매에 참여한다고

할 때, 경매제도의 속성 상 두 그룹의 투자자를 차별할 수 있는 방법은 없다. 만일 우리나라의 경우처럼 신규공모주는 어느 정도 저평가될 것으로 예상하고 있는 상황이라면 투자자는 굳이 비용을 들여 정보생산에 임하기보다는 물량을 배정받을 수 있는 최고가격으로 경매에 참여하는 것이 최선의 전략이다. 즉 정보생산 없이 '무임승차'하는 전략이다. 무임승차 문제로 인해 경매제도에서는 정보의 과소생산이 야기된다. 반면 인수인이 참가자를 제한할 수 있고, 물량배정에서 재량권을 행사할 수 있는 수요예측제도에서는 인수인이 무임승차 문제를 해결할 수 있어 효율성을 달성할 수 있다는 논리이다.

우리나라의 수요예측제도는 핵심사항에 있어 미국의 원형제도와 차이가 있다. 인수인에게 수요예측 참여투자자를 제한할 권한이 없다. 수요예측참여 투자자의 범위는 규제에 의해 정해진다. 규제에서 정해진 모든 투자자는 자동적으로 수요예측에 참여할 권리가 있다. 사실상 경매제도와 유사한 속성이다. III장의 실증분석은 Sherman (2005)의 예측과 같이 무임승차 행태가 실제 우리 시장에 만연해 있음을 보여준다. 수요예측제도의 본질과 맞도록 인수인에게 수요예측 참여투자자를 정할 수 있는 재량권을 부여하는 방향으로 제도를 개선하여야 한다.

한편 수요예측참여 투자자의 선별권한과 함께 인수인이 공모주식물량 배정에 대해 재량권을 행사할 수 있는지의 여부는 수요예측제도의 효율성 달성에서 핵심적인 조건으로 이론화되어 있다. 그러나 우리나라의 현행 수요예측제도에서는 인수인의 물량배정권이 규제에 의해 상당부분 제한되어 있다. 수요예측제도의 본질이 발휘되려면 인수인이 자율적으로 물량을 배정할 수 있도록 제도를 개선하여야 한다.

나. 제언 2: 인수인과 발행기업의 공모가격 결정권 보장

1) 제언의 개요

신규공모주식 공모가격의 결정에 간접적으로 감독기구, 거래소 등이 관여하는 사례가 없지 않았다. 또한 시장의 결정사안인 공모가격을 놓고 언론 등에서 적정성 논란이 제기되는 경우도 없지 않았다. 인수인과 발행기업의 공모가격 결정권이 보장되지 않았음에 문제의 근원이 있다. 이에 두 가지 구체적인 정책방안을 제안한다;

- ① 공모가격의 산정근거, 인수인의 공모가격에 대한 의견 등을 증권신고서에 공시하게 하는 감독실무를 지양하고, 인수인의 공모가격 결정 자율성을 높이는 방향으로 개선할 것을 제안한다. 공모가격 결정에 관한 공시규제는 금융감독당국이 '기업공시서식작성기준' 등을 통해 관련 사항을 지도하고 있기 때문에 발생한다. 이에 해당 작성기준에서 공모가격 결정에 관한 사항을 삭제하고 관련 행정지도 관행을 폐지하여야 할 것이다. 더불어 협회가 정한 증권의 공모가격 결정 및 절차를 불건전한 인수업무를 결정하는 기준으로 규정한 금융투자업 규정 제4-19조제4호는 폐지하거나 발행시장 자율성에 맞게 개정한다.
- ② 과거 거래소 또는 금융감독원의 공모가격 수준에 대한 개입 관행이 재발하지 않도록 유의할 것을 제안한다. 금융감독원은 시장참가자들에게 적정 공모가격 발견을 위한 양질의 투자정보를 제공하는 공시규제와 공모가격 왜곡을 금지하는 불공정거래규제에 감독 역량을 집중하여야 할 것이다. 또한 거래소는 상장후 단기적인 공모가격 대비 추가상승률보다는 장기적 성장 또는 주가 안정성을 보일 수 있는 상장기업 유치 및 관리에 보다 힘써야 한다.

2) 배경

공시는 우리나라 자본시장 규제의 전범인 미국의 1933년 「증권법(Securities Act)」, 1934년 「증권거래법(Securities Exchange Act)」이 채택한 투자자보호를 위한 규제철학이다. 일반투자자를 대상으로 한 유가증권 발행을 위해서는 발행기업이 사전에 감독기구에 투자판단에 필요한 중요정보(material information)를 모두 포함한 '증권신고서'를 제출하고, 감독기구가 신고서의 적정성을 승인하여야만 공모 증권을 판매할 수 있도록 하는 현행 유가증권 발행절차는 이 철학에 근거한 것이다.

그런데 우리나라의 경우 금융감독원이 제정한 기업공시서식작성기준 등을 통해 희망공모가격 및 최종공모가격의 결정방법, 수요예측의 방법·절차 및 결과까지 공시 사항으로 하고 있다. 또한 해당 작성기준에 따라 인수인은 증권신고서의 '인수인의 의견'란에 공모가격의 평가방법, 주요한 가정, 적정성에 대한 의견을 구체적으로 기재하여야 한다. 실무적으로 인수인은 인수인의 의견란에 PER, EV/EBITDA 상대가치 등을 이용하여 희망공모가밴드의 산출기준이 되는 주당평가가액을 제시한다. 이러한 국내 공모가격 수준 및 결정방법에 관한 상세한 공시는 공모가격이 발행인과 인수인간의 협의에 의해 결정된다는 취지 정도만 공시하는 미국 발행공시 실무에 비해 상당히 이례적이다.

우리나라의 규제는 네 가지 측면에서 문제점이 있다. 첫 번째로는 인수인의 희망공모가 범위의 산출기준이 되는 주당평가가액 및 가액산정방식이 공시대상 정보로서 적절한지 의문이라는 점이다. 일반투자자에게 투자판단에 필요한 모든 정보를 동등하게 전달하도록 유도한다는 것이 공시규제의 취지이다. 간단한 개념이지만 실제 집행에 있어서는 해석이 필요한 요소들이 적지 않다. 특히 미국의 자본시장 규제에서 쟁점이 되어 온 것의 하나가 공시대상 '정보'의 범위이다. 이 문제에 대해 SEC(Securities Exchange Commission) 등 미국 정책당국이 전통적으로 유지해 온 규제

철학은 공시규제가 적용되는 정보는 '객관적으로 확인가능한 역사적 사실(objectively verifiable historical facts)'¹¹²⁾에 국한한다는 것이었다. 그 이외 미래 이익의 예측, 자산의 평가가치 등은 '주관적 견해'에 해당하며 투자자의 판단오류를 야기할 수 있으므로 공시대상인 객관적 정보가 아니라는 입장을 견지하였다. 이 같은 보수적인 태도는 1980년 무렵 완화되어 유가증권의 투자가치 판단에서 필수적일 수밖에 없는 미래 전망치를 '증권신고서'에 포함하는 것은 허용된다.¹¹³⁾ 그러나 유가증권의 적정가격 추정치 자체는 공시대상이 될 수 없다. 공시를 통해 각종 투자관련 중요 정보를 제공하는 이유는 투자자가 이들 정보를 활용하여 해당 유가증권의 적정가격에 대해서 독자적인 판단을 내리고 책임있는 투자를 하게 하기 위함이다. 인수인 등 특정인이 추정한 유가증권 가치 자체를 '증권신고서'에 공시한다는 것은 이 철학에 위배되며 오히려 투자자의 판단오류를 조장할 위험이 있기 때문이다.¹¹⁴⁾

둘째, 감독기구의 공모가격 결정 관여를 유발할 위험이 있다. '증권신고서'에 포함된 모든 내용은 감독기구의 심사를 받는다. 감독기구는 내용의 적정성에 대해 의견을 제시하고 수정을 요구할 법적 권한과 의무가 있다. 그러므로 적정가격의 추정치와 추정방법이 '증권신고서'에 포함될 경우, 감독기구가 간접적으로 공모가격의 결정에 관여하게 될 경로가 항상 존재하는 것이며 실제 관여하게 될 개연성을 배제할 수 없다. 경우에 따라서는 감독기구가 공모가격의 적정성을 관리하여야 한다는 시장개입의 여론에 노출될 위험이 크다.¹¹⁵⁾ 이러한 공모주식 주가에 관한 여

112) House Committee on Interstate and Foreign Commerce Report (1977) 참조.

113) 미국 SEC와 법원의 미래 전망치 공시에 대한 태도의 변화추이는 Hiler (1987)를 참조하라.

114) 우리가 인터뷰한 미국 유수의 투자은행 중사자는 신규공모주식의 추정치를 '증권신고서'에 공시할 경우, 신규상장 후 실제 거래가격이 추정치와 다르게 형성되면 인수인은 소송위험에 직면할 것으로 예측하였다.

115) 업계에는 이러한 환경에서, 인수인과 발행인은 공모가격을 청약일 몇 주

론 및 감독당국의 개입은 거래소가 상장심사 과정에서 공모가격의 적정성에 관여하는 바람직하지 못한 관행을 낳은 것으로 보인다. 그러나 감독당국 및 자율규제기구의 공모가격 결정 관여는 금융 선진국의 발행시장 규제 원칙과 맞지 않는다. 예를 들어, 미국 SEC는 가격결정에 대해 직접적으로 규제하지 않는다고 공식적으로 밝히고 있다.¹¹⁶⁾ 투자자들도 발행인과 인수인이 합의한 가격 자체에 대해 감독기구를 비판하는 여론을 형성하거나 소송을 제기하지 않으며, 미국 법원도 증권신고서상의 공모가격은 해당 증권의 시장가치평가가 아니라고 판시하고 있다.¹¹⁷⁾

셋째, II장의 실증분석에서 나타난 '구속효과'를 유발하는 한 원인으로 보인다는 점이다. 우리나라의 경우 과거 개발국가 시기 금융감독기관이 정해진 산식에 따라 신규공모주식의 가치를 정해온 역사가 있다. 이에 '증권신고서'에 나타난 발행인의 희망공모가격 범위를 제3자인 인수인이 추정하는 적정가치로 오해하는 경향이 있다. 이로 인해 최종공모가격이 희망공모가 범위를 크게 이탈한 경우 감독당국은 이에 대한 소명을 요구할 개연성이 높아지고, 이러한 감독당국의 규제리스크를 피하기 위해 인수인은 최종공모가격 결정에 있어 희망공모가격밴드에 구속되는 경향이 커진다.

넷째, '적자상장' 등 표준적이지 않은 기업의 신규공모 가능성을 낮춘다는 점이다. 투자자에게 공모가격 결정방식을 구체적으로 공시하고 공모가격 결정 수준에 대해 감독기구의 모니터링을 받아야 하는 규제문화에서는 상장예정기업의 미래 성장성보다는 현재의 수익성 및 재무상태

전에 미리 정하고 이에 대해 금융감독원과 거래소의 사전 모니터링을 받아야 한다. 이로 인해 공모가격 결정일과 청약일 사이의 정보격차가 발생하고 시장정보 및 시장수요의 공모가격 반영도가 감소하게 된다.

116) Schapiro (2012. August 23) 참조.

117) In Re Initial Public Offering Securities Lit., 383 F. Supp. 2d 566, 582-83 (S.D.N.Y. 2005) 미국 실무상 법적 리스크를 줄이기 위해 증권신고서에 희망 공모가격 제시 등과 관련하여 주의표시(bespeaks caution)를 한다.

가 상장여부를 결정하는 주요 기준이 될 수밖에 없다. 이로 인해 표준적 기업가치 평가방식으로 공모가격 산출이 어려운 신성장기업의 신규공모가 활성화되지 못할 우려가 커진다.

다. 제언 3: 불건전 인수행위 규제 및 감독 강화

1) 제언의 개요

인수인의 가격결정, 물량배정을 완전 자율화하는 대신 인수인의 불건전 인수행위 규제 및 감독을 강화하여 발행시장의 신뢰성을 높이고 투자자 보호를 제고하여야 할 것이다. 이를 위해 다음과 같은 구체적인 정책방안을 제안한다:

- ① 인수인의 불건전 인수행위에 관련된 금융투자업규정을 개정하여 이해상충 배정, 대가성(quid pro quo) 배정, 기타 불건전한 인수행위의 내용을 보다 구체화하고 감독당국의 감독수준을 높인다.
- ② 금융투자협회는 인수업무규정상의 '불건전한 인수행위의 금지' 조항에서 이해상충 배정 및 대가성 배정 등에 관한 금지 조항을 신설하고 관련 자율규제를 강화한다.
- ③ 불건전 인수업무 관련 조항 개정에 앞서 현행 불건전 인수업무 처벌규정의 집행력을 높인다. 또한 무엇보다 신규공모 불공정거래 규제환경을 개선하기 위해, 행위규제 중심에서 불공정거래규제 중심으로 신규공모시장 규제의 패러다임을 근본적으로 바꾼다.

2) 배경

국내 인수업무 규제체계는 공모가격결정이나 물량배정 등에 관련하여 구체적 규제가 많은 반면, 관련 불건전 인수행위에 대해서는 규제의 구체성 및 집행력이 부족하다. 현재 불건전 인수행위 규제는 자본시장법 제71조(불건전 영업행위의 금지), 자본시장법 시행령 제68조(불건전 영업행위의 금지), 금융투자업규정 제4-19조(불건전한 인수행위의 금지) 등에 규정되어 있으나 인수업무의 예측가능성을 높이기 위해 보다 구체적인 규제조항이 필요하다. 예를 들어, 잠재적 발행인의 경영자에게 인수인이 향후 기업고객이 될 것을 조건으로 공모물량배정을 하는 부정 배정행위(spinning)에 대한 규제에 관련하여 이해관계 기간 요건 등 구체적 규정이 없다.

국내 불건전 인수업무 규제는 다음과 같은 세 가지 측면에서 보다 상세히 규정될 필요가 있다. 첫째, 선진 신규공모시장에 비해 국내 시장은 불건전 인수업무 규제의 선례가 부족하기 때문에 국내 인수인의 법적 예측가능성을 높여야 한다는 점이다. 둘째, 대륙법계의 죄형법정주의적 전통에서 침익적 규제행위인 불건전 인수업무 규제조항의 명확성이 더 크게 요구된다는 점이다. 셋째, 인수업무 자율화에 따르는 규제 공백을 해소하기 위해 관련 불건전 영업행위 규제를 강화해야 한다는 점이다. 불건전 인수업무 규제 강화는 공모시장 운영방식을 다양화하고 인수업무의 자율성을 강화하기 위한 전제 조건이다. 불건전 인수업무는 물량배정의 공정성을 훼손함과 동시에, 발행주식이 대가 제공 수단으로 활용됨으로써 공모가격결정 왜곡의 원인으로 작용한다. 특히 독립형 투자은행이 적고 대기업 계열사인 증권사가 많은 국내 현실에서 이해상충행위와 관련된 불건전 인수업무 규제의 필요성은 커진다.

주요국 신규공모시장에서 이해상충이 있는 불건전 인수업무는 상장 규정이나 기타 불공정거래 감독을 통해 규제된다. 특히 미국 신규공모시

장은 공모가격결정이나 물량배정에 대한 시장자율성이 높은 반면 관련 불공정거래 규제는 매우 엄격하다. SEC는 Regulation M을 제정하여 거래규모, 거래유형에 따라 정하여진 일정기간 동안 공모 참가자(발행인, 인수인 포함)가 발행주식에 관한 거래를 하여 다른 투자자의 거래를 유도하는 행위를 금지하고 있다. 이러한 규제의 실효성을 높이기 위해 제한기간 중의 발행주식 매매에 관하여 공모 참가자는 Regulation M 관련 신고서(trading notification 등)를 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에 제출하여야 한다. 또한 FINRA는 자율규제 규정을 통해 각종 대가성 불건전 인수업무를 규제하고 있다.(FINRA Rule 5131) 특이한 사항은 해당 FINRA 규정은 수요예측과정의 투명성 확보를 위해, 수요예측 주관사가 공모신청과 배정에 관한 구체적 정보를 감독기관이 아닌 발행회사에 제공하도록 한다는 점이다. 상술한 Regulation M, FINRA Rule 5131, 그리고 인수인의 이해상충을 규제하는 FINRA Rule 5121은 미국 인수업무의 자율성 확보를 위한 최소한의 그러나 강력한 네거티브 규제로서 기능하고 있다.

라. 제언 4: 인수인의 법적 책임강화

1) 제언의 개요

국제적으로 미약한 인수인의 문지기 기능을 강화하여 공적 감독기구의 시장개입을 최소화하고 발행시장의 신뢰성 및 효율성을 높이기 위해서는, 인수인의 투자정보 인증책임이 강화되고 책임의 실효성을 높이는 제재 수단도 확보되어야 한다. 이를 위해 두 가지 구체적인 정책방안을 제안한다;

- ① 인수인의 투자정보 인증기능을 강화하기 위해, 자본시장법 시행령 제 135조제2항을 개정하여 실질적으로 증권신고서를 인증하는 인수인에게 원칙적으로 제125조 부실공시 책임을 부과하고 예외적으로 상당한 주의의무를 다한 경우(due diligence defense)에만 면책한다.
- ② 인수인의 과징금 부과근거를 명확히 하기 위해, 자본시장법 제429조제1항을 개정하여 중요사항에 관하여 거짓 기재 또는 표시를 하거나 중요사항을 기재 또는 표시하지 아니한 신고서·설명서, 그 밖의 제출서류를 “실질적으로 승인”한 인수인을 과징금 부과 대상자로 규정한다.

2) 배경

인수인의 증권신고서 부실기재 책임과 관련하여, 현행 자본시장법령은 형식적으로 대표주관사 역할을 하는 인수인에 대해서만 발행공시의 인증자로서 부실기재에 대한 손해배상 책임을 부과하는 문제점을 가지고 있다. 자본시장법 시행령 제135조제2항제1호는 “발행인 또는 매출인으로부터 직접 증권의 인수를 의뢰받아 인수조건 등을 정하는 인수인”만을 증권신고서 부실기재 손해배상의무자(자본시장법 제125조)로 정하고 있다. 이로 인해 형식적 대표주관사에만 책임이 집중되게 되어 규제의 형평성상 문제가 발생한다. 즉, 자본시장법 제125조제1항제6호에 따르면 투자설명서 교부자도 손해배상책임을 부담하는 것에 비해, 인수업무 역할이 더욱 큰 주관사가 형식적으로 인수의뢰를 받지 않았다는 이유로 책임을 부담하지 않게 되는 불합리한 규제 상황이 발생할 수 있다. 특히 형식적으로 증권인수를 의뢰받지 않았으나 사실상 인수조건 등을 정하는 작업에 참여한 발행인과 이해관계에 있는 인수인에 대해서는 규제 공백이 야기된다. 또한 대표주관사 수수료를 받지 않는 경우가 빈번한 국내 현실에서, 형식적 대표주관사에게만 인수단 전체의 공시책임을 부과하게 되면 권한-보상-책임간의 비례분담원칙이 깨지고 인수인 신디

케이션의 효율적 기능도 보장되기 어렵다. 이러한 인수인의 문지기 책임 약화는 인수단 전체의 투자정보 인증 효과를 반감시킴으로서 국내 신규 공모시장의 신뢰성을 낮추고 인수업체의 저수수료, 과당경쟁 구조를 고착화시킬 수 있다.

인수인 책임에 대한 과징금 부과와 관련하여, 현행 자본시장법은 발행공시서류(신고서, 설명서 등)의 '작성자'에게 과징금을 부과한다고 규정함에 따라, 문리해석상 공시서류에 나타난 특정 투자정보를 작성하지는 않았지만 이를 인증한 주관사에 대한 과징금 부과가 어렵다는 문제점을 야기한다.(자본시장법 제429조제1항제1호) 2015년 2월 고섬 행정법원 1심 판결에서, 행정법원은 증권신고서 중 '인수인 의견' 란에 중요사항을 부실기재한 인수인에 대해서만 과징금 부과가 가능하다고 판시하였다.(2013구합29513)¹¹⁸⁾ 인수인은 발행인이 제공한 투자정보를 인증하는 문지기로서 투자자들이 공시서류 작성자인 발행회사에 비해 높은 신뢰를 주는 경우가 많기 때문에, 감독당국이 부실기재된 증권신고서를 승인한 인수인에 대한 과징금 제재를 못하게 되면 궁극적으로 신규공모시장 및 인수업체에 대한 신뢰도가 낮아지게 된다.

현재 전 세계 수위를 다투는 신규공모시장인 미국과 홍콩의 증권규제체계에서 인수인의 투자정보 인증자로서의 문지기 책임은 매우 엄격하다. 인수인은 원칙적으로 발행공시서류 부실기재 책임을 지며, 주의의 충족항변(due diligence defense)을 통해 예외적으로 면책된다.(미국 1933 Act §11, 홍콩 CAP 32 §40) 미국 SEC는 1972년 고시를 통해 인수인의 증권신고서 부실에 관한 인증책임에 관하여 주관사와 기타 인수인간에 구별을 두고 있지 않다고 명확히 밝혔다.(SEC Release No. 5275) 다만 실무적으로 주의의무(due diligence) 면책에 있어 대표주관사는 전면적으로 문지기 책임을 지고, 기타 인수인은 부분적 참여자 및 확인자(double

118) 해당 판결에 따라 과징금 부과가 취소되자 관할청인 금융위원회는 항소하였지만 2015년 12월 기각되었다.

checker)로서의 책임만 지는 차이가 있다.

인수인의 문지기 책임에 관한 제재에 있어, 미국 SEC는 증권법령을 위반(증권신고서 부실기재책임 등)한 인수인에 대해 민사상 과징금을 부과할 수 있다 (1933Act §20). 홍콩의 경우 투자설명서 발행을 승인한 인수인은 원칙적으로 부실기재에 대한 형사상 책임을 부담하고, 고의 및 과실 없음을 입증해야만 면책된다 (CAP 32 §40A). 2012년 이후 홍콩의 금융정책당국인 SFC(Securities & Futures Commission of Hong Kong)는 “신규공모 스폰서 규제에 관한 자문 결과”(Consultation Conclusions on the Regulation of IPO Sponsors) 보고서 등을 발간하며 인수인의 문지기 책임을 강화하고 명확히 하기 위한 정책적 노력을 보인 결과, 2012년 발행시장의 위기를 극복하고 2015년 기준 자금조달규모에서 세계1위 신규 공모시장으로서의 위상을 확보하였다.

마. 제언 5: 공모시장 운영방식의 자유화

1) 제언의 개요

현재 수요예측이 규제에 의해 유일한 시장운영방안으로 강제되어 있는 상태이다. 수요예측방식, 경매방식, 협의단일가격 방식 등 시장운영방안을 발행회사가 자유롭게 선택할 수 있도록 자유화할 것을 제안한다. 즉 공모주식의 가격결정 및 물량배정 방식을 규제대상으로 하고 있는 현재의 규제체계를 개혁할 것을 제안한다.

구체적으로 인수업무규정 제5조의 “주식의 공모가격 결정 등”을 개정하여, 반드시 “수요예측을 실시하고 그 결과를 감안”하도록 규정한 문구를 삭제하고 다양한 방식으로 인수회사와 발행회사가 협의하여 공모가격을 정하도록 허용할 것을 제안한다.

2) 배경

서론에서 언급하였듯이 수요예측제도는 미국의 신규공모시장에서 자연발생적으로 형성된 시장관행이고, 1990년대 세계자본시장이 통합됨과 동시에 신규상장이 전 세계적으로 활발해지면서 각국에 이식된 제도이다. 당시 학계의 논의가 활발해지면서 미국식 수요예측제도가 신규공모시장의 효율적인 운영방식이라는 주장이 학계의 주류 견해를 형성하였지만, 이에 대한 반론이 없는 것은 아니다. 적절히 설계된 경매제도는 수요예측제도와 특성에 있어 다르지 않다는 이론 연구가 있고, 프랑스와 미국의 경매로 실행된 신규공모 사례를 근거로 하여 경매에 의한 신규공모가 수요예측제도에 의한 신규공모에 비해 효율성이 뒤지지 않는다는 실증분석 연구도 없지 않다 (Biais, Bossaert and Rochet 2002; Biais and Faugeron-Crouzet 2002; Derrien and Womack 2003; DeGeorge, Derrien and Womack 2010).¹¹⁹⁾ 보다 최근에는 글로벌 금융위기를 계기로 수요예측제도가 미국 신규공모시장의 운영관행으로서 절대적인 지위를 미래에도 유지할 수 있을 것인지에 대해 의문을 제기하는 견해도 있다 (Morrison, Schenone, Thegeya, and Wilhelm 2014).

물론 아직 이 같은 학계의 논의는 소수견해에 속한다. 여전히 수요예측제도는 가장 바람직한 신규공모시장의 운영제도로 간주되고 있다고 보여진다. 또한 공모시장 운영방식이 자유화된다고 하여도 미국, 일본 등의 사례를 감안할 때 수요예측제도가 지배적인 운영방식으로 사용될 것으로 예상된다. 그러나 굳이 공모시장의 운영방식을 규제에 의해 수요예측제도로 단일화할 필요는 없다고 판단된다. 이 같은 공모시장 운영방식의 일률적인 법정화는 다른 금융 주요국가에서는 유례를 찾을 수 없는 것이기도 하기 때문이다. 이론적으로 공모가 결정 복수제도의 공존은

119) 이와 관련하여 미국 신규공모시장의 인수인 수수료가 과도하다는 주장도 있다 (Chen and Ritter 2000; Abrahamson, Jenkinson and Jones 2011).

발행기업에게 선택의 기회를 보장하는 한편, 제도간의 상대적인 장점과 단점을 실제 운영과정에서 계속 노출되도록 함으로써 신규공모시장의 전반적인 건전성 제고와 제도의 발전적인 진화를 촉진하는 방편이 될 것으로 기대된다.

수요예측제도가 범정화되어 있지 않은 미국 시장을 참조할 때, 공모 시장 운영방식이 자유화될 경우 기업의 특성에 따른 공모방식의 다양화 현상이 어느 정도는 나타날 수 있을 것으로 전망된다. 일반인에게도 잘 알려져 있는 예외적인 기업들의 경우 경매방식을 선택하여 신규공모를 추진하는 예도 있을 것으로 보인다. 경매방식에 의해 신규상장을 추진한 Google 사례가 대표적이다. 반면 정보비대칭성이 높은 창업기업의 상장은 인수인의 적극적인 정보수집역할이 중요하므로 수요예측제도를 이용할 가능성이 높을 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 금융감독원, 건전한 증권 인수업무 관행 확립, 보도자료, 2008. 12. 16.
- 금융감독원, 공모주식에 대한 수요예측제도 운영방안, 보도자료, 1999. 7. 15.
- 금융감독원, 공모주에 대한 수요예측제도 개선방안, 보도자료, 1999. 12. 22.
- 금융감독원, 기업공개(IPO) 공모주식 가치평가 및 기관투자자 매매 실태 분석, 2011. 2. 10.
- 금융감독원, 기업공개(IPO) 관련 인수시장 실태점검 결과, 정례브리핑자료, 2004. 11. 16.
- 금융감독원, 기업공개(IPO) 등 주식인수업무 선진화 방안 추진, 정례브리핑자료, 2007. 5. 15.
- 금융감독원, 상장공모주식의 수요예측방법 개선 및 인수회사의 시장조성 의무 자율화 등, 보도자료, 1999. 5. 21.
- 금융감독원, 수요예측제도의 효율성제고를 위한 청약한도 폐지 및 공모주식의 배정기준 자율화, 보도자료, 1999. 6. 1.
- 금융감독원, 시장건전화 및 투자자보호를 위한 IPO제도 개선방안, 보도자료, 2011. 11. 23.
- 금융감독원, 유가증권인수업무에관한규정등 개정내용, 보도자료, 1999. 8. 6.
- 금융감독원, 인수공모제도 개선방안 마련, 보도자료, 2003. 8. 19.
- 금융감독원, 인수공모제도의 점검·보완, 보도자료, 2003. 5. 22.
- 금융투자협회, 투자일임회사 및 부동산신탁회사 신규공모시장 수요예측 참여허용, 보도자료, 2015. 6. 22.

금융투자협회 기업공개 수요예측 모범규준, 2012. 2. 13.

김성민·이상혁, 2006, IPO 주식의 시장조성제도 부활이후 주관사회사의 공모가 추정행태, 증권학회지 제35권, 141-174.

대한증권업협회, 1967, 『한국증권시장발달사』.

대한증권업협회, 1978~1998, 『증권』.

사조씨푸드 투자설명서 정정신고, 전자공시시스템, 2012. 6. 15.

신인석·이관영, 2013, 한국 코스닥 신규공모시장에서 수요예측제도의 정보생산기능 평가, 경영학연구, 42, 645-672.

유승호, 금감원 “투신 공모담합 무혐의”, 머니투데이, 2000. 7. 21.

윤재수, 2015, 『대한민국 주식투자 100년사』, 길벗.

이길용, 밴드 상단 뚫는 공모가...개입자제하는 거래소, 더벨, 2014. 7.25.

이석훈, 2014, IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점, 자본시장연구원 이슈 & 정책 14-01.

이석훈, 2015, 2012~2014년 코스닥시장 IPO침체의 원인분석과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장리뷰』 2015년 여름호.

이성경, 공모가, 투신사 뜻대로, 한국경제TV, 2004. 4. 9.

이종룡·조성욱, 2007, 풋백옵션 규제이후 신규공모주의 초기 저평가와 시장조성 가설에 관한 연구, 증권학회지, 36, 657-694.

임상균, 공모가 급락 유도한 투신사들 연이어 공모주식 배정서 제외, 매일경제, 2000. 7. 24.

주용석, 3대 투신사, 코스닥등록예정기업 공모가 ‘좌지우지’, 한국경제, 2000. 7. 19.

- 주용석, 공모연기기업 '재심위기'..7월이전 통과社 연내등록 않을때 불가피, 한국경제, 2000. 10. 11.
- 증권업협회, 공모가액 결정관련 제도개선을 통한 발행시장의 선진화 도모, 보도자료, 2000. 6. 14.
- 추승호, 주간증권사 "3대투신 공모주배정 제외 검토", 연합뉴스, 2000. 7. 21.
- 파라다이스 사업설명서 정정신고, 전자공시시스템, 2002. 10. 22.
- 한국증권업협회, 2007, 증권시장의 이해.
- Abrahamson, M., Jenkinson, J., Jones, H., 2011, Why Don't U.S. Issuers Demand European Fees for IPOs?, *Journal of Finance* 66, 2055-2082.
- Aggarwal, R., 2000, Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 55, 1075-1103.
- Akerlof, G.A., 1970, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.
- Arthur, W.B., 1988, Self-Reinforcing Mechanisms in Economics, In *The Economy as an Evolving Complex System*, Addison-Wesley.
- Beatty, R., Ritter, J., 1986, Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213 - 232.
- Benveniste, L.M., Busaba, W.Y., Wilhelm, W.J., 1996, Price Stabilization as a Bonding Mechanism in New Equity Issues, *Journal of Financial Economics* 42, 223-255.

- Benveniste, L.M., Spindt, P.A., 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
- Biais, B., Bossaerts, P., Rochet, J.C., 2002, An Optimal IPO Mechanism, *Review of Economic Studies*, 69, 117-146.
- Biais, B., Faugeron-Crouzet, A.M., 2002, "IPO Auctions: English, Dutch, ...French and Internet," *Journal of Financial Intermediation*, 11, 9-36.
- Black, B., Gilson, R.J., 1998, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics* 47, 243-277.
- Carter, R., Manaster, S., 1990, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance* 45, 1045 - 1067.
- Chambers, D., Dimson, E., 2009, IPO Underpricing over the Very Long Run, *Journal of Finance* 64, 1407 - 1443.
- Chemmanur, T.J., 1993, The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production, *The Journal of Finance* 48, 285 - 304.
- Chemmanur, T.J., Fulghieri, P., 1994, Why Include Warrants in New Equity Issues? A Theory of Unit IPOs, Papers 95-05, Columbia Graduate School of Business.
- Chen, H., Ritter, J., 2000, The Seven Percent Solution, *Journal of Finance* 55, 1105 - 1131.
- Coffee, J.C., 1999, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law School.

- Cornelli, F., Goldreich, D., 2003, Bookbuilding: How Informative is the Order Book?, *Journal of Finance*, 58, 1415-44.
- Corwin, S.A., Schultz, P., 2005, The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition, *Journal of Finance* 60, 443-486.
- David, P.A., 1985, Clio and the Economics of QWERTY, *The American Economic Review* 75, 332-337.
- Degeorges, Derrien, F., Womack, K., 2010, Auctioned IPOs: The US evidence, *Journal of Financial Economics* 98, 177-194,
- Derrien, F., Womack, K.L., 2003, Auctions vs. Book-building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets, *Review of Financial Studies* 16, 31-61.
- Dunbar, C.G., 2000, Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share, *Journal of Financial Economic* 55, 3 - 41.
- Ellis, K., Michaely, R., O'Hara, M., 2000, The Accuracy of Trade Classification Rules: Evidence from Nasdaq, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 529-551.
- Fang, L.H., 2005, Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services, *Journal of Finance* 60, 2729-2761.
- Gao, X., Ritter, J.R., Zhu, Z., 2013, Where Have All the IPOs Gone?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48, 663-692.
- Gompers, P.A., Lerner, J., 2004, *The Venture Capital Cycle*, MIT press.
- Hiler, B.A., 1987, The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information:

- Old Problems, Changing Views, *Maryland Law Review* 46, 1114-1196.
- Hoberg, G., 2007, The underwriter persistence phenomenon, *Journal of Finance* 62, 1169-1206.
- Hotelling, H., 1929, Stability in Competition, *Economic Journal* 39, 41-57.
- House Committee on Interstate and Foreign Commerce, 1977, Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, 95th Congress, 1st Session, Committee Print 95-29.
- Jagannathan, R., Sherman A.E., 2006, Why do IPO Auctions Fail?, NBER Paper No. w12151.
- Jeng, L.A., Wells, P.C., 2000, The Determinants of Venture Capital Fundraising: Evidence across Countries, *Journal of Corporate Finance* 6, 241-289.
- Jenkinson, T., Jones, H., 2004, Bids and allocations in European IPO book building, *Journal of Finance* 59, 2309-2338.
- Jenkinson, T., Ljungqvist, A., 2001, *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford University Press.
- Keynes, J.M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- Kraakman, R.H., 1986, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy, *Journal of Law, Economics, and Organization* 2, 53-104.
- Krigman, L., Shaw, W.H., Womack, K.L., 2001, Why Do Firms Switch Underwriters?, *Journal of Financial Economics* 60, 245 - 284.

- Kutsuna, K., Smith, R.L., 2004, Why Does Book Building Drive Out Auction Methods of IPO Issuance? Evidence from Japan, *Review of Financial Studies* 17, 1129-1166.
- Lewellen, K., 2006, Risk, Reputation, and IPO Price Support, *The Journal of Finance* 61, 613-653.
- Ljungqvist, A.P., Jenkinson, T., Wilhelm, W.J., 2003, Global Integration in Primary Equity Markets: The Role of US Banks and US Investors, *Review of Financial Studies* 16, 63-99.
- Ljungqvist, A.P., Marston, F., Wilhelm, W.J., 2006, Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations, *Journal of Finance* 61, 301 - 340.
- Ljungqvist, A.P., Nanda, V., Singh, R., 2006, Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing, *Journal of Business* 79, 1667-1702.
- Ljungqvist, A.P., Wilhelm, W.J., 2005, Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?, *Journal of Finance* 60, 1759-90.
- Loughran, T., Ritter, J., 2004, Why has IPO Underpricing Changed Over Time?, *Financial Management* 33, 5-37.
- Lowry, M., 2003, Why does IPO Volume Fluctuate so Much?, *Journal of Financial Economics* 67, 3-40.
- Lowry, M., Officer, M., Schwert, W., 2010, The Variability of IPO Initial Returns, *Journal of Finance* 65, 425-465.
- Lowry, M., Schwert, W., 2002, IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?, *Journal of Finance* 57, 1171-1200.
- Megginson, W.L., Weiss, K.A., 1991, Venture Capitalist Certification in

Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, 879 - 903.

Morrison, A.D., Shenone, C., Thegeya, A., Wilhelm, Jr., 2014, Investment banking relationships: 1933-2007, *Saïd Business School WP* 2014-1.

Morrison, A.D., Wilhelm, Jr., 2007, *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*, Oxford University Press.

Nanda, V., Yun, Y. 1997, Reputation and Financial Intermediation, pp. An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value, *Journal of Financial Intermediation* 6, 39-63.

North, D., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.

Salop, S., 1979, Monopolistic Competition and Outside Goods, *Bell Journal of Economics* 10, 141-156.

Schapiro, M., Letter From SEC Chairman Mary L. Shapiro to The Honorable Darrell E. Issa, 2012 (8. 23)

Sherman, A.E., 2000, IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building, *Review of Financial Studies* 13, 697-714.

Sherman, A.E., 2005, Global Trends in IPO Methods: Book Building versus Auctions With Endogenous Entry, *Journal of Financial Economics* 78, 615-649.

Sherman, A.E., Titman, S., 2002, Building the IPO Order Book: Underpricing And Participation Limits With Costly Information,

Journal of Financial Economics 65, 3-29.

Shin, I., 2010, Regulatory environment, changing incentives, and IPO underpricing in the Korean Stock Market, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 39, 109-138.

Tirole, J., 1988, *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press.

Wilhelm, W., 2005, Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process, *Journal of Applied Corporate Finance* 17, 55-66.