

이슈보고서 24-30

ISSUE
REPORT

코로나19 이후 국내 IPO 시장 투자자의 정보 가치 변화분석

이석훈

코로나19 이후 국내 IPO 시장 투자자의 정보 가치 변화분석

저자 이석훈*

코로나19 이후 IPO 시장에서는 기관투자자와 개인투자자 모두 그 이전보다 약 2배 증가한 모습을 보인다. 이러한 투자자의 증가는 IPO의 흥행과 성공에 긍정적인 요인이지만, 상장 초 IPO 공모주 주가의 변동성을 확대하고 공모가 적정성에 관한 논란을 키우는 등 문제점을 수반하고 있다. 이에 본 연구는 기관투자자와 개인투자자의 증가 양상과 이들의 정보 가치를 파악함으로써 최근 투자자 증가와 관련한 IPO 시장의 이슈와 그 원인을 분석하였다.

본 연구는 투자자 행태에 관한 통계적 분석을 통해 몇 가지 결과를 얻었다. 첫째, 코로나19 이후 개인투자자의 증가로 IPO 흥행 가능성이 높아졌으나, 개인뿐 아니라 기관투자자들도 장기적인 투자 가치보다 상장 초 공모주의 단기 수익률에 초점을 두고 IPO 시장에 들어오는 경향이 커졌다. 둘째, 코로나19 이후 기관투자자의 수요예측 희망가격 대부분이 공모예정가 밴드 밖에 있는 비중이 확대되었는데, 이는 수요예측을 통해 공모가를 충분히 반영하지 못하는 원인이 될 수 있다. 셋째, 코로나19 이후 IPO 공모주 주가가 상장 초 급등한 후 하락하는 현상이 심해졌는데, 그 원인이 개인투자자의 증가와 높은 유통제한주식수의 비중임을 제시하였다. 넷째, 코로나19 이후 주관사들이 수요예측 정보를 공모가에 덜 반영하고 있으며, 이들의 수요예측 정보가 상장 초 주가 예측에 더 유용하다는 결과도 나오지 않았다. 반면, 코로나19 이후 개인투자자 청약률은 상장 5영업일뿐 아니라 3개월이 지난 시점의 공모주 주가에도 유의미한 정보로 확인되었다. 그 이유는 개인투자자가 시장 여건에 민감한 투자심리를 보이고 단기투자자라는 한계가 있으나, 상장 초 IPO 공모주의 매수를 주도하는 주체 또한 개인투자자이기 때문이라고 판단된다.

최근 IPO 시장에 가치평가가 어려운 기술 성장주 IPO 기업들이 증가하고 많은 투자자가 들어오면서 수요예측 제도의 문제점이 드러나고 있다. 이를 해결하기 위해서는 장기 투자를 고려한 투자자의 수요예측 참여를 유도하고 공모가 가격 발견 기능을 한층 강화하는 제도적 방안과 함께 이를 위한 업계의 노력이 필요해 보인다.

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

금융산업실 선임연구위원 이석훈 (shlee@kcmi.re.kr)

** 발행: 2024년 12월 16일

1. 서론

코로나19 이후 IPO 시장은 기관투자자와 개인투자자 모두 그 이전보다 약2배 증가한 모습을 보인다. 이러한 투자자의 증가는 IPO의 흥행과 성공에 긍정적으로 작용했지만, 상장 초 IPO 공모주 주가의 변동성을 확대하고 공모가 적정성에 관한 논란을 키우는 등의 문제점을 초래하고 있다. 이에 본 연구는 기관투자자와 개인투자자의 증가 양상과 이들의 정보 가치 변화를 파악함으로써 투자자 증가와 관련한 IPO 시장의 이슈와 그 원인을 분석한다.

우리나라에서는 개인투자자들이 IPO 공모주에 많이 청약할 뿐 아니라 상장 후 거래를 주도하고 있어 IPO의 흥행과 성공에 중요하다(이석훈, 2021). 이러한 개인투자자가 코로나19 이후 대폭 증가한 것이다. IPO 공모주 청약이 대중화되고 개인투자자들이 높은 단기 수익률을 경험한 이후 청약에 높은 관심을 가지게 되었을 뿐만 아니라, 정보매체가 발전하며 IPO 기업 정보의 접근성이 향상된 것이 이들의 참여를 증가시켰을 것이다. 개인투자자가 시장 여건에 민감한 투자심리를 보이고 단기투자자이기 때문에, 이들의 투자 행태에 따라 시장의 변동성을 크게 키울 수 있다. 그러나 다른 한편, 개인투자자가 얼마만큼의 정보를 가지고 청약하는지에 따라 이들의 청약률은 IPO 공모가의 중요한 시장 정보일 수 있다. 이에 본 연구는 개인투자자 청약률의 특징과 정보 가치 등을 분석함으로써 이들의 증가에 따른 IPO 시장의 영향을 평가한다.

다음으로 기관투자자가 코로나19 이후 대폭 증가할 수 있었던 배경에는 제도적인 변화와 개인투자자의 증가가 있다. 2010년대 중반 수요예측 참여 자격이 완화되면서 더 많은 기관투자자가 참여할 수 있게 되었다. 코로나19 이후 개인투자자의 증가로 높아진 IPO의 흥행 가능성 또한 단기차익을 추구하는 기관투자자의 IPO 참여 유인을 높였을 수 있다. IPO 시장에서 기관투자자는 IPO 기업의 가격 발견과 인증 효과를 제공하고 있어, 이들의 증가 또한 IPO 성공과 흥행에 중요하다. 다만, 이들의 투자 목적이 장기인지 단기인지에 따라 공모주 가격 발견에 있어 이들의 정보 가치가 높아질 수도 있고 낮아질 수도 있다. 이에 본 연구는 기관투자자의 참여와 수요 정보 제공 행태를 통해 정보 가치를 분석하고 이들의 증가에 따른 IPO 시장의 영향을 평가한다.

코로나19 이후 상장 초 주가가 급상승한 후 하락하는 현상이 더 두드러지게 나타나고 있다. 본 연구는 이러한 현상의 원인을 파악하기 위해 IPO 기업의 유통제한주식수⁰¹ 비중을 살펴본다. 이는

01 유통제한주식수는 최대주주 및 특수관계인, 상장 전 2년 이내에 투자된 VC 지분, 우리사주, 기관투자자 공모주 배정 물량 중 보호예수 확약 물량, 자발적 보호예수물량 등을 합한 주식의 총합이다.

개인투자자의 거래가 많은 IPO 시장에서 상장 초 IPO 기업의 거래 가능한 주식수가 부족할 경우 주관사가 적정 공모가를 책정하더라도 주가가 급등할 수 있기 때문이다. 이러한 관점에서, 유통 제한주식수가 상장 초 주가에 어떠한 영향을 주고 있는지 분석한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 최근 IPO 공모주 투자자의 증가 현황, 이들의 IPO 참여 특징과 상장 초 IPO 수익률 간 관계, 상장 초 IPO 공모주의 주가 추이 등을 살펴본다. 제3장에서는 IPO 공모주에 관한 개인투자자와 기관투자자의 정보 가치를 분석한다. 마지막으로, 본 연구의 분석 결과를 요약하고 정책적 시사점을 논의한다.

II. 최근 IPO 시장의 현황과 투자자 참여의 특징

1. 최근 IPO 시장의 동향과 특징

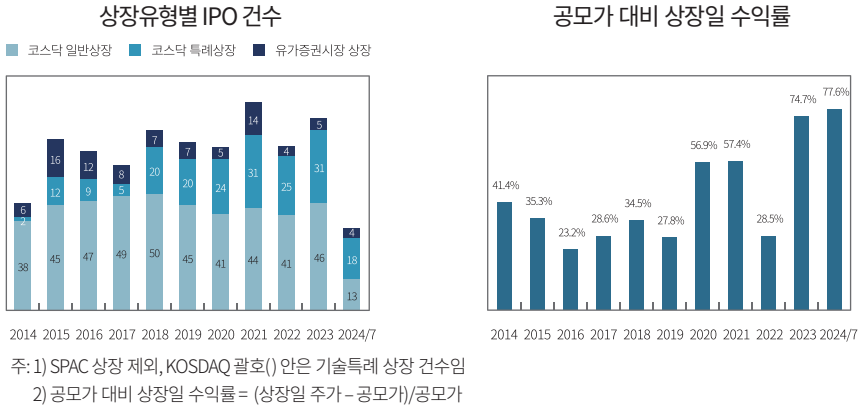
가. 최근 IPO 기업의 현황과 특징

최근 IPO 시장에서는 기술 성장형 기업들이 빠르게 증가하고 있다. 코스닥 기술특례 IPO 기업의 수는 2010년대 초중반에 연간 2~10개에 불과하였으나, 현재는 25~30개로 집계되고 있다(<그림 II-1> 참조). 이는 혁신기업 중심으로 산업 구조가 변화하고 R&D 투자와 무형자산 비중이 높은 성장형 IPO 기업들을 투자자들이 우호적으로 평가하기 때문이다. 유가증권 IPO 시장은 2021년에 14건으로 활황을 보인 이후 2022~2023년에 4건과 5건에 그치는 모습을 보였다. 2021년 유가증권시장 IPO 건수가 많았던 것은 주식시장 활황에 신기술 사업의 대기업 자회사들과 신성장산업의 대형주 상장에 따른 영향이 컸다. 기술 성장주에 대한 투자자들의 우호적인 평가와 높은 기대가 지속될 것이므로, 유가증권시장도 코스닥과 마찬가지로 기술 성장형 기업들의 상장이 증가할 것으로 생각된다.

이에 따라 IPO 기업의 가치평가는 과거의 재무 성과보다 무형자산이나 성장 잠재력에 대한 시장의 평가와 기대에 더 많은 영향을 받을 것으로 보인다. 이를테면, 기술특례로 상장한 IPO 기업의 자산은 평균 350억원으로 700억원인 일반상장 기업의 1/2에 불과하지만, 이들의 시가총액은 평균 2,500억원으로 1,600억원의 일반상장 기업보다 1.5배 크다(이석훈, 2022). 이처럼 기술력이나

성장성에 기반을 둔 기업들의 상장이 증가함에 따라, 주관사는 적정 공모가를 결정하기 위해 투자자들의 수요와 평가를 더 잘 발견해야 할 필요성이 커지고 있다.

<그림 II-1> IPO 건수와 공모가 대비 상장일 수익률의 연도별 현황



<그림 II-1>의 우측은 IPO 공모가 대비 상장일 수익률을 연도별로 보여주고 있다. 공모가 대비 상장일 수익률은 코로나19 이전에는 30% 전후로 안정적이었으나, 코로나19 이후에는 2022년을 제외하고 모두 50%를 초과하고 있다. 이는 기술 성장주 IPO 기업들이 많아진 가운데, 이들에 대한 투자자들의 높아진 관심과 기대심리, 시장의 수요를 충분히 반영하지 못하는 수요예측제도의 운영과 관행 등에 따른 결과로 보인다. 또 다른 요인으로는 후술하고 있듯이 IPO 시장에서 유통제한주식수 비중이 높은 IPO 기업의 증가로 인한 상장 초 공모주 주가의 일시적인 과열 현상도 그 원인으로 들 수 있다.

본 연구의 분석은 기관투자자의 수요예측 정보를 이용하고 있는데, 이 정보는 2017년 IPO 증권신고서 양식의 개정 이후 공모예정가 밴드 구간별 희망가격과 물량으로 통일하여 보고되고 있다. 따라서 보고서는 수요예측 결과가 통일된 양식으로 공시되기 시작한 2017년부터 2023년 12월까지 493건의 IPO를 이용한다.⁰²

나. 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률의 특징

<표 II-1>은 기관투자자의 수요예측경쟁률과 참여기관 수, 개인투자자 청약률을 보여주고 있다.

02 2017년에는 총 62건 중 36건의 IPO만이 개정된 증권신고서 양식으로 작성되었다.

수요예측경쟁률은 기관 배정 공모주 수 대비 수요예측에 들어온 기관투자자의 희망물량이고 청약률은 개인 배정 공모주 수 대비 개인투자자가 청약한 주식 수를 의미한다. 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률 모두 코로나19 이후 줄곧 연평균 1,000대1 전후로 높게 유지되고 있다. 이 점에서 볼 때, IPO 시장의 투자자 증가는 주식시장 활황에 따른 일시적인 현상보다는 구조적인 변화에 기인한 것으로 보인다. 코로나19 이후 몇몇 대형 IPO 공모주의 흥행을 기점으로 공모주 청약이 대중화되고, 높은 단기 수익률을 경험한 개인투자자들이 이후 청약에도 참여하고 있다. 더욱이 유튜브 등의 정보매체를 통해 IPO 기업 정보를 손쉽게 취득할 수 있게 되면서 개인투자자의 IPO 청약이 증가하였다. 기관투자자의 경우, 2015년 6월 수요예측에 참여할 수 있는 자격에 일임업자, 부동산신탁회사 등이 포함됨에 따라 이들의 참여가 가능해지게 되었다. 이러한 수요예측 참여기관 자격요건의 완화로 인해 개인투자자 청약률이 정체되어 있던 2017년과 2019년 사이에 기관투자자 수요예측경쟁률과 참여기관 수가 가파르게 증가한 것으로 보인다. 여기에 개인투자자의 증가로 IPO 시장의 흥행 가능성이 높아진 코로나19 이후 IPO 공모주를 배정받은 기관투자자가 단기로 차익을 낼 수 있는 기회가 많아진 것도 이들의 증가 요인으로 보인다.

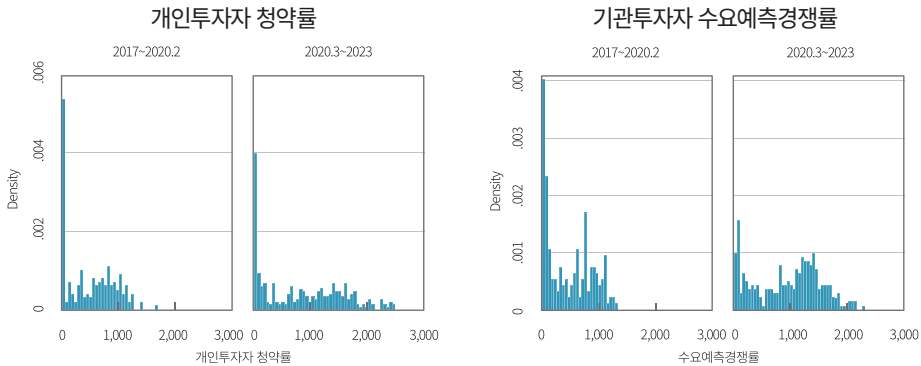
<표 II-1> 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률 추이

연도	기관투자자		개인투자자 청약률	표본수
	수요예측경쟁률	수요예측 참여기관 수		
2017년	280.3대1	564.8	609.9대1	36
2018년	441.3대1	692.0	609.1대1	77
2019년	561.6대1	832.2	509.8대1	72
2020년	872.0대1	1,074.0	956.0대1	70
2021년	1,196.7대1	1,270.8	1,251.1대1	89
2022년	1,095.0대1	1,045.2	848.8대1	70
2023년	1,195.6대1	1,429.4	1,001.2대1	79

본 보고서의 분석은 투자자들이 증가하기 시작한 코로나19 팬데믹 시점을 기준으로 시기를 구분한다. 즉 2017년부터 2020년 2월까지(이하 2017~2020.2)와 2020년 3월부터 2023년까지(이하 2020.3~2023)로 IPO 공모주 자료를 구분하여 분석한다. <그림 II-2>는 코로나19 전후로 구분한 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률의 분포를 보여주고 있다. 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률 모두 2017~2020.2 기간에는 1,000대1 이하에서 대부분 분포

하고 있으나, 2020.3~2023 기간에는 1,000~2,000대1에서 50% 이상 분포하고 있다. 코로나19 이후 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률 모두 IPO 공모주에 따른 편차가 그 이전 보다 커졌다. 특히 개인투자자 청약률은 1,000대1 이상인 IPO 비중이 증가했지만 100대1 이하인 IPO의 비중이 여전히 작지 않다. IPO 공모주에 따른 기관과 개인투자자 참여율의 높은 편차는 기관뿐 아니라 개인투자자도 일정 수준 정보를 가지고 IPO 공모주에 투자하고 있음을 의미한다. 그러나 다른 한편으로, 현재와 같은 IPO 공모주 간 투자자 참여율의 차이는 단기차익을 추구하는 투자자의 쏠림으로 인한 결과로 보이며, 그러한 쏠림이 상장 초 주가 변동성의 주요한 원인 중의 하나일 수 있다. 이러한 결과로 볼 때, 코로나19 이후 IPO 시장의 투자자 증가는 장기보다는 단기투자자의 증가에서 비롯된 것으로 보인다.

<그림 II-2> 코로나19 전후 기관 및 개인투자자의 IPO 참여 현황



2. IPO 투자자의 참여 특징과 공모주 초기 수익률

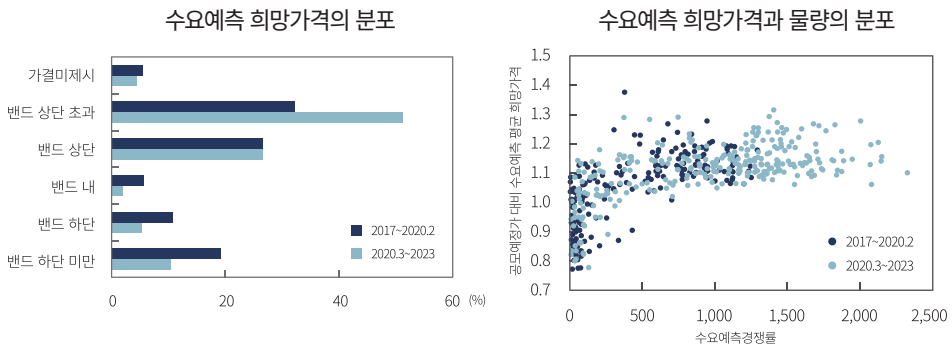
가. 기관투자자의 수요예측 참여 특징

본 절에서는 기관투자자의 수요예측 희망가격과 희망물량의 특징을 살펴본다. <그림 II-3>의 좌측 그림에서 볼 수 있듯이, 코로나19 이후 기관투자자 수요예측 희망가격의 80% 이상이 공모 예정가 밴드 내보다는 밴드 상단이나 상단 초과에 있다. 그뿐 아니라, 공모예정가 밴드 하단이나 하단 미만에도 적지 않다. 이러한 공모예정가와 시장 수요의 괴리 현상은 코로나19 이전에도 있었지만, 코로나19 이후 확대된 모습이다. 그 이유는 IPO 기업 가치에 미래의 성장 전망이 더 중요해지고 있는 한편, 현재의 수요예측제도 하에서는 해외와 같이 주관사가 공모예정가를 결정

할 때 이에 대한 시장 평가를 사전에 확인해 볼 수 없기 때문으로 보인다. 이러한 점 외에도, 기관 투자자의 수요예측 희망가격이 공모예정가 밴드 상단이나 상단 초과에 많다는 점은 주관사가 IPO 공모주 수요에 대한 확신 부족이나 흥행 실패의 우려로 공모예정가를 보수적으로 낮게 책정하고 있음을 의미한다.

<그림 II-3>의 우측 산포도 그림은 기관투자자의 수요예측 희망가격과 희망물량 간의 관계를 보여준다. 우측 그림의 종축은 공모예정가 대비 수요예측 평균 희망가격(=(수요예측 평균 희망가격/공모예정가))을, 횡축은 수요예측경쟁률을 나타내고 있다. 수요예측 평균 희망가격이 공모예정가보다 높으면 수요예측경쟁률이 상당수의 IPO에서 1,000대1 이상으로 몰리고, 공모예정가보다 낮으면 200대1 이하로 대폭 빠지는 경향을 보인다. 만약 기관투자자가 IPO 공모주의 장기적인 가치를 보고 수요예측에 참여한다면 수요예측 희망가격이 공모예정가보다 높고 낮음에 따라 희망물량이 극단적으로 달라지는 현상이 적을 것이다. 반대로 기관투자자들이 IPO 공모주를 공모예정가보다 높게 평가할 때 단기적으로 투자 이익의 가능성이 높고 그 반대의 경우 투자 손실의 위험이 크다면 이들의 희망물량이 공모예정가와 수요예측 희망가격 간의 관계에 따라 민감하게 달라질 수 있다. 따라서 이와 같은 기관투자자의 수요예측 참여는 IPO 공모주의 장기적인 가치보다는 상장 초 배정받은 공모주의 단기 수익률을 고려한 투자 행태에 더 가까운 모습으로 판단된다.

<그림 II-3> 기관투자자 수요예측 참여 현황



나. 기관투자자와 개인투자자의 IPO 참여와 초기 수익률의 비교

본 절에서는 기관과 개인투자자의 IPO 참여와 공모주의 초기 수익률 간 관계를 분석한다. 이를

위해 공모예정가 대비 수요예측 평균 희망가격과 수요예측경쟁률, 개인투자자 청약률을 상위 25% 이상(1분위), 25~75%(2~3분위), 75% 미만(4분위)으로 구분하였다. <표 II-2>는 기관투자자와 개인투자자의 IPO 공모주 참여율이 높은 양(+)의 상관관계가 있으나, 서로 다른 경우도 적지 않음을 보여주고 있다. 예를 들어, 수요예측 평균 희망가격이 공모예정가의 105~115%(2~3분위)에 있는 경우 개인투자자 청약률이 1분위(1,251대1 이상)로 매우 높거나 4분위(87대1 미만)로 매우 낮은 IPO 건수가 106건으로 나타났다. 수요예측 평균 희망가격이 공모예정가보다 15% 이상 높은 IPO 공모주(1분위)에서 개인투자자 청약률이 87대1 미만으로 매우 낮았던 IPO 건수가 11건으로 나타났다. 마찬가지로, 수요예측경쟁률이 195~1,255대1(2~3분위)에 있는 IPO에서 개인투자자 청약률이 87대1 미만(1분위)이나 1,251대1 이상(4분위)에 있는 IPO 건수가 81건으로 적지 않았다. 이러한 결과는 개인투자자의 청약률이 기관투자자의 수요예측 정보와 다르다는 것이며, 개인투자자가 기관의 수요예측 결과를 확인하고 이를 무조건 추종하여 IPO 공모주에 청약하지는 않고 있음을 의미한다.

<표 II-2> IPO 공모주에 대한 기관투자자와 개인투자자의 참여 현황

개인투자자		개인투자자 청약률			
		기관투자자	~ 87대1	87~1,251대1	1,251대1 ~
수요예측 평균 희망가격	~ 105%		77	45	1
	105~115%		35	140	71
	115% ~		11	61	52
수요예측경쟁률	~ 195대1		79	44	1
	195~1,255대1		34	164	47
	1,255대1 ~		10	38	76

주: 수요예측 평균 희망가격은 수요예측 평균 희망가격/공모예정가로 수요예측 평균 희망가격과 공모예정가가 같으면 100%가 됨

<표 II-3>은 기관투자자 수요예측 정보와 개인투자자 청약률에 따른 상장 5영업일과 3개월 기준 공모가 대비 보유초과수익률(이하 초기 수익률)을 보여준다. 기관투자자의 수요예측 평균 희망가격이 1분위, 2~3분위, 4분위에 있을 때 모두 상장 후 초기 수익률이 개인투자자 청약률에 따라 달라지고 있다. 예를 들어, 수요예측 평균 희망가격이 115% 이상인 경우, 5영업일과 3개월 기준 초기 수익률은 개인투자자 청약률이 1,251대1 이상 시 각각 99.1%와 70.5%로 높으나 87대1 미만 시에는 33.2%와 23.2%로 낮다. 개인투자자 청약률의 동 분위 IPO 그룹의 초기 수익률 또한 기관투자자 수요예측 평균 희망가격에 따라 달라진다. 예를 들어, 개인투자자 청약률이

87~1,251대1인 경우, 5영업일과 3개월 기준 초기 수익률은 수요예측 평균 희망가격이 115% 이상 시 51.0%와 34.4%이고 105% 미만이면 19.9%와 17.4%로 낮게 나타난다. 이러한 특징은 기관투자자 수요예측경쟁률과 개인투자자 청약률의 분위별 그룹으로 구분한 IPO 초기 수익률 분석에서도 다르지 않게 나타난다. 요컨대, 기관투자자 수요예측 정보가 초기 수익률 예측에 유의미하다는 점은 주관사가 이러한 정보를 공모가에 충분히 반영하지 않았음을 의미하며, 개인 투자자 청약률이 IPO 공모주의 초기 수익률 예측에 유의미하다는 점은 이러한 정보가 공모가 발견에 있어 수요예측 정보를 보완할 수 있음을 의미한다.

<표 II-3> 기관투자자와 개인투자자의 참여 정보와 초기 수익률

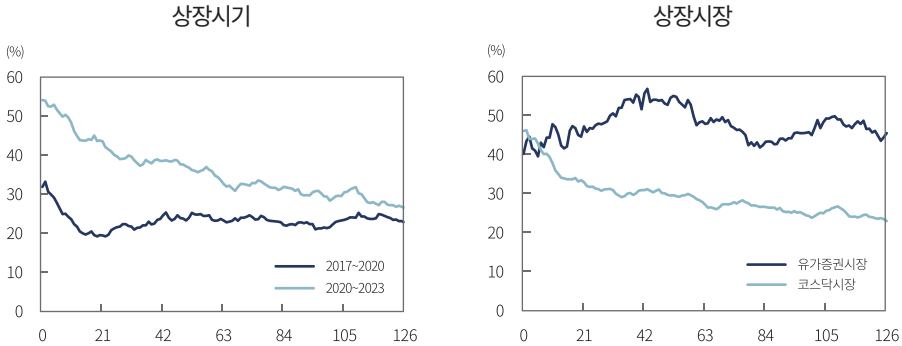
개인투자자 기관투자자		개인투자자 청약률					
		~87대1		87~1,251대1		1,251대1 ~	
		5일	60일	5일	60일	5일	60일
수요예측 평균 희망가격	~ 105%	2.5%	0.7%	19.9%	17.4%	38.1%	-23.1%
	105~115%	17.3%	12.6%	37.3%	29.2%	84.1%	46.7%
	115%~	33.2%	23.2%	51.0%	34.4%	99.1%	70.5%
수요예측 경쟁률	~ 195대1	3.3%	5.8%	14.4%	35.8%	38.1%	-23.1%
	195~1,255대1	7.4%	4.2%	40.8%	26.2%	77.3%	43.4%
	1,255대1 ~	65.4%	14.9%	49.9%	28.8%	98.5%	65.0%

주: 수요예측 평균 희망가격은 수요예측 평균 희망가격/공모예정가로 수요예측 평균 희망가격과 공모예정가가 같으면 100%가 됨

3. IPO 공모주의 상장 초 주가 급등 후 하락 현상

본 절에서는 상장일에 급등한 공모주의 주가가 이후 하락하는 현상을 살펴보고 그 요인을 논의한다. <그림 II-4> 좌측 그림에서 알 수 있듯이, IPO 공모주의 초기 수익률 하락은 코로나19 이후 더 두드러지지만 코로나19 이전에도 있었던 현상이다. 상장 첫 3개월 IPO 공모주의 초기 수익률은 코로나19 이전 9%p 하락하였으나, 코로나19 이후 21%p 하락하였다. 상장 3~6개월 수익률은 코로나19 이전에는 하락하지 않았으나 코로나19 이후에는 6%p 떨어졌다. <그림 II-4>의 우측 그림은 상장 후 주가 하락 현상이 유가증권시장의 IPO 기업보다 코스닥시장의 IPO 기업에서 주로 나타나고 있음을 보여준다.

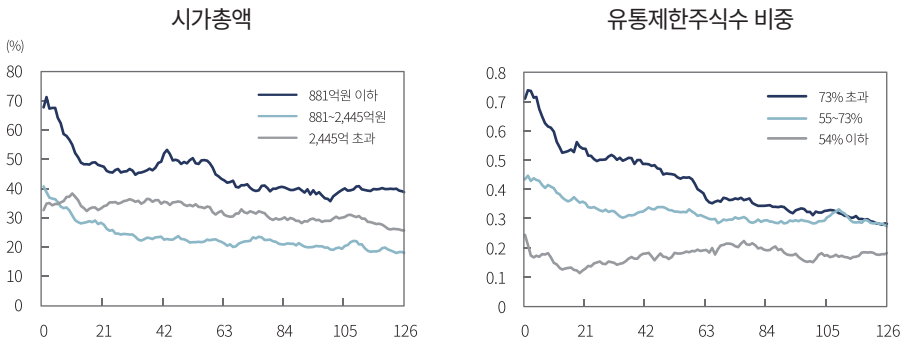
<그림 II-4> 상장시기 및 상장시장으로 구분한 IPO의 초기 수익률



주: 상장 T 영업일 IPO 공모주의 초기 수익률(Buy-Hold Abnormal Return: BHAR)은 $100\% * ((\text{상장 T 영업일 주가} - \text{공모가}) / \text{공모가} - (\text{상장 T 영업일 시장지수} - \text{상장 전일 시장지수}) / \text{상장 전일 시장지수})$

<그림 II-5> 좌측 그림은 시가총액 기준 1분위, 2~3분위, 4분위 IPO 공모주 그룹의 초기 수익률 추이를 보여주고 있다. 시가총액이 881억원 미만인 4분위 IPO 공모주의 초기 수익률은 상장 첫 1개월 큰 폭으로 하락하고 시가총액이 881~2,445억원인 2~3분위 IPO 공모주는 상장 3개월 동안 지속해서 하락한다. 반면, 시가총액이 2,335억원 이상인 1분위 IPO 공모주의 초기 수익률은 동기간 하락하지 않았다. 상장 6개월 사이 2~3분위와 4분위 IPO 공모주의 초기 수익률은 상장일 대비 23%p와 29%p 하락하여, 7%p 하락한 1분위 IPO 공모주와 대조를 이룬다.

<그림 II-5> 시가총액 및 유통제한주식수로 구분한 IPO의 초기 수익률



주: 1) 상장 T 영업일 IPO 공모주의 초기 수익률은 $100\% * ((\text{상장 T 영업일 주가} - \text{공모가}) / \text{공모가} - (\text{상장 T 영업일 시장지수} - \text{상장 전일 시장지수}) / \text{상장 전일 시장지수})$

초기 수익률을 유통제한주식수 비중에 따라 분석한 결과, 그 비중이 73.1% 이상인 IPO 공모주의 상장일 수익률은 71.0%로 매우 높았다. 반면, 유통제한주식수 비중이 73.1~54.8%와 54.8%

IPO 공모주의 거래가 상장 수개월에 걸쳐 이루어지면, 공모주를 높게 평가한 투자자는 이미 해당 공모주를 매수하여 보유하고 있고 주가에 대한 투자자의 기대치 동조화로 투자자 간 공모주의 평가가 비슷해진다. 앞서 그림에서 상장 후 시간이 지날수록 공모주의 주가 변화가 크지 않은 이유도 여기에 있다. 일부 대형 IPO 기업의 경우 상장 초에도 투자자 간 주가에 대한 이견이 많지 않을 수 있다. 이때 수요함수는 <그림 II-6>의 우측과 같이 평평한 모습을 가지게 된다. 이 경우 유통가능주식수가 적더라도 투자자들이 평가하는 시장가가 다르지 않으므로 상장일에 주가의 상승이 크지 않고 기존 주주나 일부 기관이 배정받은 공모주를 매도할 시에도 주가가 크게 하락하지 않는다(우측 그림 참조).

요컨대, 소형 IPO 또는 유통제한주식수의 비중이 높은 IPO는 거래할 수 있는 공모주의 부족으로 인해 상장 초 주가가 급상승할 수 있다. 문제는 상장일에 상승한 주가를 유통가능주식수 부족에 따른 결과가 아닌 우량한 주식의 신호로 잘못 받아들이고 이를 추종 매수하는 투자자들이 많아지면 주가 상승의 왜곡이 커질 수 있다. 다른 한편, 매도가 우세해지면 이러한 공모주는 이를 받쳐줄 투자자들이 크게 없으므로 주가가 빠르게 하락할 수 있다. 즉 우하향하는 수요함수를 가진 소형 IPO 공모주는 공모주의 본질적인 가치나 공모가의 적정성 문제와 별개로 공급 물량의 부족이나 투자자의 매도에 따른 주가 변동성이 심하게 나타날 수 있다.

<표 II-4>는 코로나19 이후 IPO 공모주의 유통제한주식수 비중이 증가하고 있음을 보여주고 있다. 평균으로 보면, 코로나19 이후 IPO 공모주의 유통제한주식수 비중이 그 이전보다 5%p 증가하였다. 분위별 구성에서도 유통제한주식수 비중이 73%를 초과하는 1분위의 IPO 공모주는 38건(20%)에서 84건(28%)으로 증가한 반면, 55% 미만인 4분위의 IPO 공모주는 69건(36%)에서 55건(18%)으로 감소하였다. 이러한 결과로 볼 때, 코로나19 이후 IPO 공모주의 변동성을 심화한 요인 중의 하나로 이 시기 유통제한주식수 비중의 증가를 들 수 있다.

<표 II-4> 코로나19 전후 IPO 공모주의 유통제한주식수 비중 현황

기간	평균	73% 초과	55~73%	55% 미만	합계
2017-2020.2	59.7%	38(20%)	84(44%)	69(36%)	191(100%)
2020.3-2023	64.7%	84(28%)	163(52%)	55(18%)	302(100%)

III. IPO 공모주 투자자의 정보 가치에 관한 분석

본 장에서는 코로나19 이후 IPO 공모주 투자자의 정보 가치 변화를 분석한다. 이를 위해, 기관투자자의 수요예측 정보가 공모가에 어떻게 반영되고 있는지, 또 이것이 개인투자자 청약률과 함께 상장 후 공모주의 주가 예측에 어떠한 정보 가치가 있는지를 살펴본다. 이 외에도 유통제한주 식수 비중이 IPO 공모주의 상장 초 주가 변동성에 어떠한 영향을 주었는지도 평가한다. 본 연구는 이와 같은 분석을 위해 Cornelli & Goldreich(2003)의 연구방법론을 이용한다. 이들은 56건의 유럽 IPO 공모주 자료를 이용하여 주관사의 수요예측 정보 활용의 정도와 그러한 수요예측 정보와 상장 초 공모주 주가 간의 관계를 분석하고, 이를 통해 주관사들이 기관투자자의 수요예측 희망가격뿐 아니라 수요예측경쟁률을 고려하여 공모가를 결정하고 있음을 밝혔다. 또한 주관사가 공모가를 결정할 때 기관투자자의 수요예측 정보를 적극 활용하고 있으나 이들의 정보를 공모가에 모두 반영하지 않음으로써 IPO 기업의 가격 발견에 대해 보상하고 있다고 주장하였다.

1. 주관사의 기관투자자 수요예측 정보 활용에 관한 분석

본 절에서는 주관사가 공모가 결정에 수요예측 정보를 어떻게 이용하는지를 분석한다. 이를 위해 공모가를 종속변수로 하고 수요예측 정보를 설명변수로 설정한 Cornelli & Goldreich(2003)의 회귀분석 모형을 따른다. 여기서, 기관투자자 수요예측 정보로는 수요예측 희망가격의 평균과 표준편차, 수요예측경쟁률을 고려한다.⁰³ Cornelli & Goldreich(2003)는 기업의 특성변수를 통제변수로 포함하지 않았으나, 본 연구는 정보비대칭을 대리하는 기업 규모나 업력, 투자자의 구성이나 기업 선호의 특성을 보여주는 상장시장, 일반기업과 다른 기술특례 및 바이오와 IT 부문의 특성을 고려하기 위해 IPO 문헌⁰⁴에서 통제 변수로 자주 사용하는 기업의 특성 변수를 포함하였다. 수요예측 평균 희망가격과 공모가는 두 값이 공모예정가 대비 얼마나 더 높은 비율로 증가하였는지로 표준화한 값을 사용한다. 즉 IPO 공모주의 표준화된 수요예측 평균 희망가격은 (수요예측 평균 희망가격 - 공모예정가)/공모예정가로, 표준화된 공모가는 (공모가 - 공모예정가)/

03 Cornelli & Goldreich(2003)는 수요예측 개별 가격(bids) 자료로부터 직접 구한 탄력도를 이용하였으나, 이들과 달리 우리나라 수요예측 결과 공시는 수요예측 가격분포만을 보여주고 있어 수요예측 가격의 표준편차로 이용하였다.

04 Liu & Ritter(2011), Lowry & Schwert(2004)

공모예정가로 정의한다. 수요예측 희망가격의 표준편차는 기관투자자 간 공모주의 평가가 서로 다른 정도이므로 이들 간의 견해차를 나타낸다. 한편, 본 연구는 수요예측 정보와 코로나19 이후 기간에 대한 더미를 교차한 변수를 통해 주관사의 수요예측 정보 활용이 기관투자자가 증가한 코로나19 이후 어떻게 달라졌는지를 살펴보았다.

분석 결과, 주관사는 수요예측 평균 희망가격이 높거나 그 표준편차가 낮을수록, 그리고 수요예측 희망물량이 많을수록 공모가를 높게 결정하는 것으로 나왔다. 이러한 변수들의 추정 계수가 대부분 1%의 통계적 유의수준인 것으로 볼 때 주관사들이 공모가에 기관투자자의 수요예측 정보를 높게 반영하고 있다고 판단된다. 다만, 공모가에 대한 수요예측 정보의 설명력을 보여주는 $Adj. R^2$ 가 61.5%로 그렇게 높지 않아, 주관사들이 수요예측 정보를 상당히 활용하고 있으나 다른 요인들도 고려하여 공모가를 결정하고 있는 것으로 판단된다.⁰⁵ 주관사는 기업의 업력이나 IT 및 바이오 섹터 여부에 따라 공모가를 다르게 결정하지 않으나, 자산이 큰 경우나 특례상장 및 유가증권 IPO에 대해 공모가를 더 보수적으로 결정하는 모습을 보인다. 통계적 유의성이나 추정 계수의 절대값을 고려하면, 주관사는 기업의 특성보다는 수요예측 정보를 매우 중요하게 보고 공모가를 결정하는 것으로 판단된다.

본 연구는 2017~2020.2 기간과 2020.2~2023 기간으로 구분한 수요예측 정보 변수를 통해 코로나19 이후 기관투자자 증가에 주관사의 수요예측 정보 활용이 어떻게 달라졌는지를 살펴보았다. 분석 결과, 수요예측 정보 변수의 추정 계수가 코로나19 이후 모두 낮아지는 것으로 나왔다. 즉 주관사들은 코로나19 이전에 비해 공모가 결정에 있어 수요예측 평균 희망가격과 희망물량 정보를 덜 반영하고, 그 표준편차 정보를 더 반영하는 등 공모가를 보수적으로 결정하고 있다. 이는 주관사들이 코로나19 이후 IPO 공모가 결정에 수요예측 정보를 덜 고려하고 다른 시장 요인들을 더 고려하고 있음을 의미한다.

05 Cornelli & Goldreich(2003)는 동일한 모형에서 87.4%의 높은 $Adj. R^2$ 를 제시하고 있다.

<표 III-1> 기관투자자 수요예측 정보와 주관사의 공모가 결정

설명변수	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)
표준화된 수요예측 평균가격	0.986*** (16.39)	0.960*** (15.75)	0.964*** (15.96)
수요예측가격 표준편차	-3.814*** (-5.006)	-2.759*** (-3.395)	-3.939*** (-5.112)
수요예측경쟁률	0.0160*** (2.690)	0.0131** (2.258)	0.0184*** (2.998)
코로나19 이후 기간 더미 변수 × 표준화된 수요예측 평균가격	-0.0394*** (-4.653)		
코로나19 이후 기간 더미 변수 × 수요예측가격 표준편차		-2.257*** (-3.463)	
코로나19 이후 기간 더미 변수 × 수요예측경쟁률			-0.00663*** (-4.697)
유통제한주식수 비중	8.364** (2.165)	9.441** (2.369)	8.557** (2.218)
로그(업력)	0.00340 (0.425)	0.00304 (0.380)	0.00395 (0.493)
로그(자산)	-0.00546 (-1.121)	-0.00587 (-1.178)	-0.00542 (-1.102)
특례상장 더미	-0.0285** (-2.110)	-0.0307** (-2.224)	-0.0291** (-2.143)
유가증권 상장 더미	-0.0329* (-1.773)	-0.0349* (-1.845)	-0.0334* (-1.799)
IT 및 바이오 섹터 더미	-0.00726 (-0.771)	-0.00658 (-0.691)	-0.00710 (-0.753)
상수항	0.00496 (0.0591)	0.0328 (0.391)	0.0146 (0.173)
Observations	493	493	493
Adjusted R-squared	0.659	0.655	0.658

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을, 괄호값은 Robust t-statistics를 의미함

2. 투자자 정보와 공모주 수익률 간의 관계 분석

본 절에서는 기관 수요예측 및 개인 청약률과 IPO 공모주의 초기 수익률 간의 관계를 살펴본다.

구체적으로, 기관 수요예측과 개인 청약률 정보가 상장 5일과 3개월이 지난 시점의 공모주 주가와 어떠한 관계가 있는지와 코로나19 이후 투자자 증가에 따라 그러한 관계가 어떻게 변화하였는지를 분석한다. 이 외에 유통제한주식수 비중이 IPO 공모주의 상장 초 주가 상승과 하락에 어떠한 영향을 주고 있는지도 살펴본다. 이를 위해, 상장 5영업일 기준 IPO 공모주의 초기 수익률 뿐 아니라 투자자 간 거래가 상당히 이루어진 상장 3개월 기준 공모주의 초기 수익률을 종속변수로 이용한다. 설명변수로는 표준화된 공모가, 수요예측경쟁률, 개인투자자 청약률, 유통제한주식수 비중, 이러한 변수와 코로나19 이후 기간 더미 변수의 교차항, IPO 기업의 특성 변수를 이용한다. 그리고 유통제한주식수 비중 변수에 시가총액 더미 변수와의 교차항과 특례상장 더미 변수와의 교차항을 추가함으로써 유통제한주식수 비중이 소형 IPO나 정보비대칭이 큰 특례상장 IPO의 상장 초 주가 상승과 하락에 더 큰 영향을 주고 있는지 분석하였다.

<표 III-2>의 상장 5영업일 기준 IPO 공모주의 초기 수익률을 종속변수로 한 첫 번째 모형은 설명변수에 개인투자자 청약률을 포함하지 않았다. 이러한 첫 번째 모형은 Hanley(1993) 등 많은 IPO 연구에서 공모가에 대한 수요예측 정보의 부분 반영 가설(partial adjustment hypothesis)을 검정하는 분석으로 잘 알려져 있다.⁰⁶ 분석 결과, 표준화된 공모가와 로그(수요예측경쟁률)의 추정 계수 모두 1%의 통계적 유의수준에서 양(+)의 값을 보인다. 이러한 결과는 주관사가 공모예정보보다 공모가를 높게 책정하거나 수요예측경쟁률이 높을 때 상장 5영업일 공모주의 초기 수익률이 높다는 의미이다. 주관사가 높은 수요예측 희망가격이나 희망물량을 받았을 때 공모가를 더 높게 책정했다면 초기 수익률이 그렇게 높게 나올 수 없었으므로, 이는 주관사가 긍정적인 수요예측 정보를 받았을 경우 이를 모두 반영하지 않음을 보여주는 결과이다. 모형 (1)의 종속변수를 상장 3개월 기준 공모주의 초기 수익률로 분석한 결과, 공모가 조정의 추정 계수는 모형(1)보다 통계적 유의성이 하락하고 수요예측경쟁률은 통계적 유의성이 사라진다. 즉 상장 3개월이 지난 시점의 공모주 주가로 보면, 주관사는 공모가 결정 시에 수요예측 가격 정보를 상당히 반영하고 있다. 수요예측 정보와 코로나19 이후 기간 더미 변수를 교차한 변수들은 모두 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 주관사들이 공모가에 수요예측 정보를 미반영하는 정도가 코로나19 전후 크게 다르지 않았음을 의미한다.

우리나라에서는 주관사가 공모가를 결정하고 개인투자자의 청약률 받기 때문에 개인청약률 정보를 공모가에 반영하지 못한다. 따라서 개인투자자 청약률이 상장 초 초기 수익률을 예측한다면

06 미국의 IPO 증권신고서에는 수요예측경쟁률의 정보가 공시되지 않기 때문에 많은 연구에서 표준화된 공모가만을 이용하고 있으나, 대형IB들로부터 받은 수요예측 자료를 이용한 Comelli & Goldreich(2003)는 부분 반영 가설을 검정하기 위해 본 연구와 같이 수요예측경쟁률 변수를 포함하고 있다.

그만큼 IPO 공모주의 시장가치 정보를 활용하지 못하는 것을 의미한다. 모형(1)에 개인투자자 청약률을 추가한 모형(2)의 분석 결과, 개인투자자 청약률의 추정 계수는 1%의 통계적 유의수준에서 양(+)의 값을 보인다. 즉 개인투자자 청약률은 상장 5영업일 IPO 공모주의 주가 예측에 유의미한 정보 가치가 있는 것이다. 다시 말하면, 모형(2)의 분석 결과는 상장 5영업일 공모주 주가를 시장가치로 볼 때 주관사가 개인투자자의 청약률 정보를 반영하지 않고 공모가를 결정하는 것이 다소 비효율적일 수 있음을 시사한다. 상장 3개월 IPO 공모주 주가를 기준으로 한 모형(4)에서는 개인투자자 청약률의 추정 계수와 통계적 유의성이 다소 하락한다. 그러나 모형(4)에서 개인투자자 청약률 정보와 코로나19 이후 기간 더미 변수를 교차한 변수는 통계적 유의성이 5% 수준으로 높게 나왔다. 코로나19 이후 기간만을 보면 개인투자자 청약률은 상장 5영업일과 상장 3개월 공모주 주가를 예측하는 데 매우 유의미한 것으로 주관사가 공모가 결정에 활용할 가치가 있는 정보임을 의미한다. 생각건대, 많은 개인투자자가 유튜브 등의 SNS 매체나 여러 정보매체를 통해 기업 가치 정보를 얻거나 확인하고 IPO 공모주에 청약할 것으로 보인다. 또한 장기의 기업 가치에 관한 정보를 가지고 청약한 개인투자자라면 상장 후 IPO 공모주를 매수하여 보유하려는 경향이 더 클 수 있다. 이러한 점을 고려하면, 분석 결과는 개인투자자들이 IPO 기업에 대한 정보를 가지고 청약하고 있음을 시사한다.

마지막으로, IPO 공모주의 유통제한주식수 비중이 상장 5영업일 기준 초기 수익률에 영향을 크게 주는 것으로 분석 결과 확인되었다. 추정 계수를 기반으로 계산한 결과, 유통제한주식수의 비중 기준 1분위와 4분위에 있는 공모주의 초기 수익률 차이는 평균 26.8%p(모형(1))로 나타난다.⁰⁷ 이는 앞서 2장에서 유통제한주식수의 비중이 높았던 IPO 공모주에서 상장 초 높은 수익률을 보인 통계 분석과 크게 다르지 않음을 의미한다. 한편, 유통제한주식수의 비중은 상장 3개월 기준 초기 수익률에도 영향을 주지만, 그 수준이 상장 5영업일에 비해 38% 낮고(추정 계수가 1에서 0.62로 하락) 통계적 유의성도 사라진다. 예를 들어, 상장 5영업일 공모주의 주가가 유통제한주식수의 비중이 높았던 이유로 26.8%p 상승했다면 상장 3개월 사이 그러한 주가는 9.1%p 하락한다. 이러한 분석 결과는 유통제한주식수 비중이 높은 IPO에서 상장 3개월 사이 주가가 크게 하락하는 통계적 결과와 일치한다. 회귀분석 결과는 또한 상장 초 공모주에 대한 투자자의 견해차가 더 예상되는 IT 및 바이오 섹터이거나 시가총액이 낮은 소형 IPO 공모주에서 코로나19 이후 상장 5영업일 주가의 상승이 더 유의미하게 크고 상장 3개월 사이 주가가 더 하락하는 것으로 나타났다.

07 1분위와 4분위 IPO 공모주의 평균 유통제한주식수 비중이 각각 75%와 45%로 32%p의 차이를 보였는데, 이를 모형(1)에 대입하여 구한 둘 간의 초기 수익률 차이는 26.8%p가 된다.

<표 III-2> 기관 수요예측 및 개인 청약률 정보와 초기 수익률

설명변수	상장 5영업일		상장 3개월	
	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2
표준화된 공모가	0.86*** (3.69)	0.71*** (3.10)	0.60* (1.65)	0.45 (1.31)
표준화된 공모가 × 코로나19 이후 기간 더미 변수	-0.30 (-1.00)	-0.57* (-1.84)	0.001 (0.001)	-0.32 (-0.65)
로그(수요예측경쟁률)	0.047* (1.77)	0.013 (0.48)	0.01 (0.23)	-0.01 (-0.19)
로그(수요예측참여율) × 코로나19 이후 기간 더미 변수	0.025 (0.55)	0.021 (0.46)	-0.02 (-0.21)	-0.041 (-0.47)
로그(개인투자자 청약률)		0.056*** (4.06)		0.04* (1.90)
로그(개인투자자 청약률) × 코로나19 이후 기간 더미 변수		0.042 (1.42)		0.07** (2.20)
유통제한주식수 비중	1.06*** (2.67)	1.00** (2.53)	0.70 (1.49)	0.62 (1.34)
유통제한주식수 비중 × 코로나19 이후 기간 더미 변수	0.47 (1.44)	0.55* (1.68)	0.28 (0.67)	0.39 (0.90)
유통제한주식수 비중 × 시가총액 더미 변수	-0.35*** (-4.24)	-0.31*** (-3.75)	-0.22** (-2.09)	-0.18* (-1.75)
유통제한주식수 비중 × IT 및 바이오 섹터 더미	0.64 (1.46)	0.62 (1.45)	-0.13 (-0.25)	-0.15 (-0.29)
로그(업력)	-0.038 (-0.80)	-0.052 (-1.08)	-0.06 (-1.00)	-0.07 (-1.21)
로그(자산)	-0.017 (-0.49)	-0.01 (-0.24)	0.02 (0.38)	0.03 (0.60)
특례상장 더미	0.061 (0.84)	0.075 (1.02)	0.12 (1.41)	0.13 (1.56)
유가증권 상장 더미	0.25** (2.01)	0.26** (2.20)	0.35* (1.79)	0.37* (1.90)
IT 및 바이오 섹터 더미	-0.40 (-1.42)	-0.40 (-1.46)	0.09 (0.29)	0.10 (0.30)
Constant	-1.11*** (-3.0)	-1.06*** (-2.95)	-0.78* (-1.74)	-0.71 (-1.61)
Observations	493	493	493	493
Adjusted R-squared	0.218	0.252	0.027	0.053

Robust t-statistics in parentheses, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

IV. 요약 및 시사점

본 연구는 코로나19 이후 IPO 시장의 투자자 증가 양상과 이들의 정보 가치 변화를 분석함으로써 IPO 공모주 초기 수익률의 결정요인을 이해하고자 하였다. 분석 결과는 몇 가지로 정리해 볼 수 있다. 첫째, IPO 시장에서 기관투자자와 개인투자자 모두 코로나19 이후 약 2배 증가하였다. 개인투자자가 증가한 이유는 주식시장의 투자자들이 증가하였을 뿐만 아니라, IPO 기업의 정보 수집에서 IPO 시장의 문턱이 낮아지고 IPO 공모주가 기술 성장주라서 투자 대상으로서 매력적이기 때문으로 판단된다. 다만, 코로나19 이후 개인투자자의 참여가 IPO 공모주에 따라 큰 차이를 보여 이들의 증가가 IPO 시장의 변동성을 키우는 요인이 되고 있다. 개인과 마찬가지로, 기관투자자의 희망가격이 공모예정가 대비 높고 낮음에 따라 수요예측 물량이 몰리거나 빠지는 경향이 커졌다. 이러한 결과로 볼 때, 장기적인 투자 가치보다는 상장 초 공모주의 단기 수익률에 초점을 두고 수요예측에 참여하는 기관투자자가 더 많아진 것으로 판단된다.

둘째, 수요예측 희망가격이 공모예정가 밴드 밖에 나타나는 현상이 코로나19 이후 더 두드러졌다. 문제는 이 경우 주관사가 공모예정가 밴드에서 공모가를 결정하려는 경향 때문에 수요예측 정보를 충분히 반영하지 못하고 이에 따라 초기 수익률이 너무 높거나 낮아질 가능성이 커진다는 점이다. 분석 결과에서도 수요예측 평균 희망가격이 공모예정가와 차이가 클수록 IPO 공모주의 초기 수익률이 크게 높거나 낮아지는 것으로 나왔다.

셋째, IPO 공모주의 주가가 상장 초 급등한 후 하락하는 현상이 코로나19 이후 확대된 점이다. 그 이유는 기술 성장형 IPO 기업과 개인투자자의 증가로 상장 초 IPO 공모주에 대한 열기가 더 컸으며, 여기에 IPO 기업의 유통제한주식수 비중이 커졌기 때문으로 판단된다. 본 연구는 통계분석을 통해 유통제한주식수가 많으면 상장 초 공모주의 주가 상승이 크게 나타나고 있음을 확인하였다. 문제는 개인투자자들이 유통제한주식수에 따른 상장 초 공모주 주가 급등을 우량한 종목의 신호로 잘못 보고 추종 매수할 수 있으며 이에 따라 공모주의 상장 초 주가 변동성이 더 커질 수 있다는 점이다.

넷째, 코로나19 이후 기관투자자의 수요예측 참여가 증가하였지만, 이들의 수요예측 정보 가치가 향상되지 않은 것으로 나타났다. 코로나19 이후 주관사들이 수요예측 정보를 공모가에 덜 반영하고 있을 뿐만 아니라, 이들의 수요예측 정보가 IPO 공모주 주가 예측에 더 유용하다는 결과도

나타나지 않았다. 이러한 점으로 볼 때, 기관투자자의 양적인 증가보다는 질적인 개선이 수요예측제도의 IPO 공모가 발견 기능에 있어 더 중요해 보인다.

다섯째, IPO 시장에서 개인투자자 청약률은 상장 5영업일뿐 아니라 3개월이 지난 시점의 공모주 주가에 대해 유의미한 정보를 내포하고 있으며, 코로나19 이후 이러한 특징이 더 두드러지게 나타났다. 이는 개인투자자 청약률이 상장 후 이들의 공모주 투자 수요를 잘 보여주는 정보임을 의미한다. 개인투자자가 시장 여건에 민감한 투자심리를 보이고 단기투자자라는 한계가 있으나 상장 초 IPO 공모주의 매수를 주도하는 주체가 개인투자자이므로, 이들의 청약률이 IPO 공모주의 전체적인 수요를 판단하는 데 있어 참고할 만한 중요한 정보라고 판단된다.

코로나19 이후 IPO 시장은 기술 성장주 특성의 기업이 많아지고 개인과 기관투자자의 참여가 증가하는 구조적인 변화를 보였다. 이러한 변화에, IPO 시장의 흥행이 높아진 점은 있으나 투자자의 쏠림 현상으로 상장 초 주가 변동성이 커지고 공모가 적정성에 대한 논란이 커지는 문제점이 나타나고 있다. 따라서 양질의 IPO 시장을 위한 제도적인 개선과 업계의 노력이 필요해 보인다. 먼저, IPO 시장에 단기차익을 추구하는 투자자의 참여 유인을 낮추는 제도적 방안을 모색해 볼 수 있다. 둘째, 주관사는 로드쇼 과정에서 장기로 보유하거나 공모가 발견에 도움을 주는 기관투자자를 잘 식별해야 하고 이들에게 공모주를 과감히 배정할 수 있어야 한다. 특히 주관사는 양질의 기관투자자를 중심으로 유치하고 이들에게 배정할 수 있는 각기 차별화된 배정 관련 시스템을 마련할 필요가 있어 보인다. 셋째, 수요예측제도의 가격 발견 기능을 한층 높이기 위해서는 해외와 같이 주관사가 공모예정가를 결정하기 전 기관투자자로부터 수요 정보를 수집할 수 있거나 기관의 수요예측 정보뿐 아니라 개인 청약률을 확인하고 공모가를 결정하는 방안도 검토해 볼 수 있다. 이를 통한 적정 공모가의 형성은 과도한 단기차익을 제거하므로 이를 추구하는 기관뿐 아니라 개인투자자의 참여 유인을 줄이는 방안이 될 것이다. 마지막으로, 유통제한주 식수 비중이 높은 IPO 공모주는 상장 초 주가가 일시적으로 상승할 수 있음을 개인투자자들이 잘 인지하고 거래할 수 있도록 공시 방안을 마련하여 상장 초 불필요한 주가 변동성을 낮출 필요가 있어 보인다.

참고문헌

- 김명현 · 신승우, 2024, IPO 수요예측시 기관투자자의 의사결정 요인에 관한 실증연구, *Korean Journal of Financial Studies* 53(3), 363-391.
- 신인석 · 김갑래 · 김준석 · 이석훈, 2016, 『한국 신규공모시장의 구조분석』, 자본시장연구원 연구총서 16-02.
- 신인석 · 이관영, 2013, 한국 코스닥 신규공모시장에서 수요예측제도의 정보생산기능 평가, *경영학연구* 42(3), 645-672.
- 이석훈, 2014, 『IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈 & 정책 14-01.
- 이석훈, 2022, 『최근 IPO 시장의 개인투자자 증가와 수요예측제도의 평가』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-14.
- Cornelli, F., Goldreich, D., 2003, Bookbuilding: How informative is the order book? *The Journal of finance* 58(4), 1415-1443.
- Hanley, K.W., 1993, Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.
- Liu, X., Ritter, J., 2011, Local underwriter oligopolies and IPO underpricing. *Journal of Financial Economics* 102(3), 579-601.
- Lowry, M., Schwert, G., 2004, Is the IPO pricing process efficient? *Journal of Financial Economics* 71(1), 3-26.