

국내 IPO 시장의 경쟁도 분석

2010. 12.

연구위원 이석훈
연구위원 박신애

序 言

2000년대 금융투자업의 중요한 화두가 자본시장의 확대와 투자은행 부문의 육성이었다. 이를 위한 제도적인 기틀로서 자본시장법이 2009년도에 시행되었다. 또한 금융투자업계는 대형화와 특화를 지향하는 한편 투자은행 중심의 수익구조로 전환하기 위해 많은 노력을 경주해왔다. 그러나 국내 투자은행 시장이 협소한 관계로 대형 금융투자회사마저도 위탁매매 중심의 수익구조에 머무르고 있는 것이 현재 금융투자업계의 실정이다.

결국 자본시장의 제도적인 기틀 마련과 금융투자업의 외향적인 성장만으로는 높은 수익성을 갖춘 투자은행 부문을 확대하기 어렵다. 오히려 이를 위해서는 금융투자회사가 경쟁력 있는 투자은행 서비스를 중심으로 하여 기업고객을 자본시장에 유치하는 전략이 더불어 필요할 것이다.

투자은행의 대표적인 업무이자 경쟁력의 중요한 잣대로 IPO 부문을 들 수 있다. 이는 IPO가 투자은행 부문 수익에 있어서 차지하는 비중이 클 뿐 아니라, IPO 주관업무가 투자자 유치, 위험인수, 기업평가 및 정보생산, 평판구축 등 IB 업무에서 필요한 경쟁력을 고루 갖추어야 하기 때문이다. 보고서는 이러한 점을 고려하여 국내 IPO 시장의 제도와 현황을 파악하고 IPO 시장에서 국내 금융투자회사 간 경쟁도와 경쟁력을 심층적으로 분석함으로써, 국내 투자은행의 현주소에 대하여 논의하였다. 이러한 논의가 국내 투자은행 부문의 발전방향에 대해서 금융투자업계와 정책당국자에게 중요한 시사점을 제공할 것으로 기대해 본다.

본 보고서를 집필하는데 많은 노고를 한 본 연구원의 이석훈 연구위원과 박신애 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 신보성 연구위원과 보고서 편집에 도움을

준 이윤재 선임연구원, 자료수집과 편집과정에서 수고를 아끼지 않은 이수련, 김지희 연구조원에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 견해이며, 자본시장연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2010년 12월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	x
I. 머리말	3
II. 국내 IPO 시장의 제도적 변화 및 현황	9
1. 국내 IPO 시장의 제도적 변화	9
2. 국내 IPO 시장의 추이와 현황	18
III. 국내 IPO 시장의 시장집중도 및 수수료율 분석	37
1. 시장집중도 분석	38
2. IPO 수수료율 분석	53
3. 소결	67
IV. 국내 IPO 시장의 금융투자회사 경쟁력 분석	73
1. 공모가 조정	75
2. 공모가 저평가	85
3. 국내 및 해외 IPO 시장의 비교	96
4. 소결	101
V. 결론 및 시사점	105

참고문헌 111

표 목 차

<표 II-1> 발행시장별 신규상장 예비심사청구 및 승인 현황	11
<표 II-2> 유가증권시장의 발행규모별 IPO 건수의 추이	22
<표 II-3> 코스닥시장의 발행규모별 IPO 건수의 추이	23
<표 II-4> 발행규모별 IPO 공동주관 현황	24
<표 II-5> 발행규모별 부과방식에 따른 수수료 현황	27
<표 II-6> 유가증권시장의 산업별 IPO 규모, 수수료 및 건수	32
<표 II-7> 코스닥시장의 산업별 IPO 규모, 수수료 및 건수	33
<표 III-1> 시장집중도 결정요인 분석결과	46
<표 III-2> 전체기간에 대한 발행규모별 시장집중도 분석	48
<표 III-3> 발행규모별 유가증권시장의 시장집중도 분석	49
<표 III-4> 발행규모별 코스닥시장의 시장집중도 분석	50
<표 III-5> 산업구분에 따른 IPO 건수, HHI 및 Cr3	52
<표 III-6> IPO 특성변수에 따른 수수료율 비교	56
<표 III-7> 발행규모별 대·중·소형사 그룹의 수수료율 분석	59
<표 III-8> IPO 수수료율 결정요인 분석 결과	62
<표 IV-1> IPO 공모가 조정 결정요인 분석 결과	81
<표 IV-2> 공모가 저평가 결정요인 분석 결과	91

그 립 목 차

<그림 II-1> 기업공개 단계별 절차와 내용	10
<그림 II-2> 유가증권시장의 반기별 IPO 규모와 종합주가지수 추이	19
<그림 II-3> 코스닥시장의 반기별 IPO 규모와 코스닥지수 추이	20
<그림 II-4> 개별 IPO 규모의 연도별 중위값 현황	21
<그림 II-5> 발행시장 및 연도별 IPO 수수료수익의 추이	25
<그림 II-6> IPO 수수료 부과방식 비중의 연도별 추이	26
<그림 II-7> 유가증권시장의 개별 IPO 규모와 수수료율 현황	29
<그림 II-8> 코스닥시장의 개별 IPO 규모와 수수료율 현황	30
<그림 III-1> 전체시장에서 IPO 총 규모와 HHI의 연도별 추이	40
<그림 III-2> 발행시장으로 구분한 Cr3의 연도별 추이	41
<그림 III-3> 2000년대 전·후반기 전체 IPO 시장의 시장점유율	42
<그림 III-4> 2000년대 전·후반기 유가증권 IPO 시장의 시장점유율	43
<그림 III-5> 2000년대 전·후반기 코스닥 IPO 시장의 시장점유율	44
<그림 III-6> 개별 IPO 규모와 IPO 수수료율 간의 관계	55
<그림 III-7> 발행규모 구분에 따른 IPO 수수료율의 연도별 추이	58
<그림 IV-1> 개별 IPO의 공모가 조정율과 공모기간 중의 시장수익율 현황	77
<그림 IV-2> 금융투자회사 평판지수에 따른 공모가 조정 ¹⁾ 분포	78
<그림 IV-3> IPO 제도 변화에 따른 공모가 조정 분포	79
<그림 IV-4> 공모가 저평가율의 시계열 분포	87
<그림 IV-5> 금융투자회사 평판지수에 따른 공모가 저평가 분포	88
<그림 IV-6> IPO 제도 변화에 따른 공모가 저평가 분포	89
<그림 IV-7> 2007년 국가별 IPO 규모 비교	97
<그림 IV-8> 2007년 국가별 평균 IPO 건별규모와 수수료율	98
<그림 IV-9> 국가별 IPO 수수료율과 공모가 저평가 비교	100

《 Executive Summary 》

2009년 자본시장법 시행이 국내 금융투자회사가 선진화된 투자은행으로 발전하는데 기여할 것이라는 데는 금융투자업계 내 이견이 없다. 그러나 대형 금융투자회사마저도 위탁매매 중심의 수익구조에 머무르고 있어, 국내시장에서 선진화된 투자은행이 형성되기까지는 다소 요원해 보인다. 이는 이러한 법률적인 기반 외에도 국내 금융투자업이 IB 중심으로 전환되기 위해서는 IB 시장규모가 절대적으로 중요한데 반해 현재의 국내 기업금융시장은 미국이나 유럽과 비교해 보면 아직 시작단계에 있기 때문이다. 따라서 향후 금융투자업계가 기업고객을 유치하고 IB 시장을 확대하는 것이 중요한 과제인 만큼, IB 부문에서 경쟁력을 구축할 필요가 있다. 이러한 관점에서 보고서는 투자은행 핵심부문이자 경쟁력의 중요한 잣대인 IPO 시장을 중심으로 국내 투자은행 부문의 현주소와 경쟁력을 논의하고, 경쟁력 구축방안에 대한 시사점을 찾고자 하였다.

보고서는 국내 IPO 시장의 제도적인 변화를 검토하고, 2001년부터 2009년까지의 자료를 기초로 하여 시장규모, 수수료, 산업별 현황 등 국내 IPO 시장의 전반적인 현황을 파악하였다. 2000년대 IPO 관련 제도는 수요예측 표준권고안 제정 및 개정 등 신규 공모주의 가격결정 및 배정과 관련하여 발전되어 왔다. 더불어 상장일 이후 일정기간 동안 공모주식의 시장가격 안정화를 도모하고자 시행되었던 의무적 시장조성제도는 주관회사의 과도한 인수부담과 이로 인한 공모가 저평가 문제로 단계적인 완화가 이루어졌다.

연간 IPO 시장규모는 IT 버블붕괴 이후 2000년대 초반 상대적으로 저조하였으나, 2000년대 중반 이후 증가하는 추세를 보였으며, IPO 건별규모 또한 크게 증가하였다. 중소형 IPO의 경우 수수료율이 3~6%사이에서 많이 나타났으며 발행규모와 수수료율 간 우하향

관계가 두드러졌다. 반면, 대형 IPO의 경우 수수료율이 1~2% 내외로 발행규모와 수수료율 간 우하향 관계가 보이지 않았다. 유가증권시장은 금융업을 비롯하여 성숙한 산업과 IT 등에서 IPO가 많았던 데 비해, 코스닥시장은 IT, 의료 및 신성장 산업에서 IPO가 많았다.

보고서는 먼저 시장규모와 IPO 건별규모가 시장집중도에 미치는 효과가 높다는 점을 밝혔다. 즉 IPO 시장에서의 시장집중도는 전체 시장규모가 감소하거나 건별규모가 증가할수록 상승하였다. 실제로 개별 IPO 규모가 증가하였던 2000년대 후반기 중대형 금융투자회사 중심의 경쟁이 본격화되었고 몇몇 소형 금융투자회사가 퇴출하였다. 그러나 IPO 수수료율은 시장집중도가 상승하였던 2000년대 후반기에 오히려 하락하였다. 대·중·소형사의 그룹별 평균 수수료율을 비교·분석한 결과, 2000년대 후반기 중형 금융투자회사의 수수료율 하락폭이 가장 컸고 대형 금융투자회사가 그 다음이었던 것으로 나타나, 중대형 금융투자회사 간 경쟁이 높았음을 제시하였다.

보고서는 또한 금융투자회사 간 경쟁력과 경쟁관계에 관한 가설을 통해서 IPO 시장의 경쟁도 분석을 해석하였다. 즉 가설은 대형 금융투자회사가 IPO와 관련해서 중형 금융투자회사에 비해 높은 경쟁력을 갖추고 있다면 대형 IPO가 증가하였던 2000년대 후반기에 대형 금융투자회사의 독점력이 높아지게 된다는 것이다. 반면, 중대형 금융투자회사 간 경쟁력의 차이가 있지 않다면 대형 IPO가 증가하였던 2000년대 후반기에 중형 금융투자회사가 대형 금융투자회사 중심의 대형 IPO 시장에 참여함으로써 경쟁을 심화시킬 수 있다. 보고서는 2000년대 후반기에 대형 IPO 시장에 참여한 중형 금융투자회사의 수가 증가하였을 뿐 아니라, 중대형 금융투자회사 모두의 IPO 수수료율이 평균적으로 크게 하락하였다는 분석결과로부터 대형 금융투자회사가 중형

금융투자회사에 비해 높은 경쟁력을 갖추었다고 해석하기 어려웠다.

보고서는 IPO 부문의 주요 경쟁력 지표인 공모가 조정 및 공모가 저평가가 시장점유율을 중심으로 구축한 금융투자회사의 평판지수에 따라 크게 다르지 않았음을 밝혔다. 이는 IPO 시장에서 대형과 중형 금융투자회사 간 경쟁력 차이가 크지 않다는 가설을 재확인하고 있다. 마지막으로 글로벌 투자은행이 많은 미국이나 유럽의 IPO 시장은 낮은 공모가 저평가와 높은 IPO 수수료율이 두드러지게 나타나고 있음을 확인하였다. 이는 향후 국내 금융투자회사가 IPO 수수료를 높이기 위해서 글로벌 투자은행과 같이 높은 평판을 구축해야 함을 보여준다.

본 연구 분석으로부터 IPO 시장에서 금융투자회사가 경쟁력을 강화하고 IB 시장을 확대하기 위한 제언은 다음과 같다. 첫째로 향후 금융투자회사는 단순 실적 쌓기 또는 시장점유율 경쟁에 급급하기보다는 건실한 기업의 공모주를 선택적으로 발굴해야 한다. 둘째로 금융투자회사는 자신이 주관하는 공모주에 대해서 성실한 기업실사, 적극적인 공모주 마케팅과 IR, 기관투자자와의 의사소통 등으로부터 가격발견 기능을 강화해야 할 것이다. 금융투자회사는 시장정보를 통한 적정 공모가를 산정하는 만큼 공모주에 대한 가격보증 역할 또한 적극적으로 수행할 수 있을 것이다. 건전한 공모주 발굴, 적정 공모가 산정, 공모주 가격보증 등에 있어서 금융투자회사 평판구축은 시장의 공모주 신뢰와 투자열기를 유도할 뿐 아니라 장기적으로는 건전한 공모기업의 자금조달비용을 최소화한다. 결국 이는 IPO 시장을 활성화하고 기업고객의 자본시장 유치를 확대할 것이다. 마지막으로 금융투자회사는 애널리스트 커버리지나 IR, 재무자문 등의 여러 기업금융을 연계하여 경쟁전략을 수립한다면 보다 많은 기업고객을 유치할 수 있을 뿐 아니라 심화된 IPO 시장의 수수료경쟁을 완화시킬 것이다.

《 Abstract 》

The Analysis of Competition in the Korean IPO market

There has been no discrepancy in the opinions that Financial Investment Services and Capital Market Act (FISCMA), becoming effective on February 4, 2009, should contribute to facilitating advanced investment banking services from the Korean domestic financial investment companies (hereafter, KDFICs). But, since their revenues are taken mostly from brokerage business, the KDFICs' goal developing as IB oriented institutions in the domestic market seems to be far off. It is because IB market size as well as the regulatory support is absolutely an important factor in order to turn to KDFICs with sizable IB revenue, while current Korean IB market is still in an early stage relative to American or European IB markets. As a result, it is an important task to attract corporate clients and thus expand IB market by improving on the KDFICs' competitiveness on the IB service. From this point of view, this report will consider KDFICs' competition and competitiveness with focusing on IPO business, the core and touchstone of the investment banking, and then will suggest its several directions and improvements.

The report documents changes in the regulation and features in the domestic IPO market, such as volumes, individual issue size, IPO spreads and industries issuers belong to, based on the

data from 2001 to 2009. The yearly IPO volume was relatively small early-2000s following IT bubble periods but had increasing trends after mid-2000s. The individual IPO size jumped up in the late 2000s, with the stricter capital requirement of KOSDAQ IPOs in the mid-2000s. Many of small-medium size IPO spreads ranged from 3 to 6% and had a negative relationship with their issue amounts. In contrast, most large size IPOs had 1 to 2% spreads, showing no relationship with their sizes. Over the sample periods, IPO firms in the KOSPI market belonged mostly to the IT, financial and mature industries while many KOSDAQ IPO firms appeared in the IT, medical and new growth industries.

Domestic IPO regulation in the 2000s was much developed in the bookbuilding methods, associated with the IPO offering price and allocation process. More importantly, obligatory market stabilization and putback option regulation that aimed to support IPO stocks' aftermarket prices were relaxed step by step, with blaming for too much underpriced offering prices derived under those regulations.

The report showed that individual IPO sizes as well as total IPO volumes had a strong effect on the market concentration index. In other words, the market concentration increased as total IPO market size decreased, but it varied with individual IPO size. In fact, It is in the late 2000s when individual IPO size jumped up that some of small size KDFICs exited with the market concentration increasing. In the mean time, the IPO spreads decreased despite of the higher market concentration. IPO spreads decreased the most for the group of medium size KDFICs and the next was the large size KDFICs

group. It showed that large and medium size KDFICs competed more severely in late 2000s.

We also discussed the competition in the domestic IPO market based on a hypothesis suggesting the relationship between KDFICs' competitiveness and their competition. The hypothesis is as follows; large size KDFICs offered much more competitive IPO services than medium size KDFICs, then large size KDFICs had higher market power in the late 2000s when the portion of large IPOs increased. Otherwise, medium size KDFICs might trigger competition with lower IPO spreads in order to win large IPOs. We found that the number of medium size KDFICs winning a large IPO increased and both large and medium size KDFICs' IPO spreads, on average, dropped much more compared to small size KDFICs' in the late 2000s. We concluded that it was consistent with the hypothesis that large and medium size KDFICs were not much different in the IPO service competitiveness.

The report showed that KDFIC's reputation index that builds on their market shares was not related to two IPO competitiveness indications, offering price revision and underpricing. This result also reconfirmed the hypothesis that large size KDFICs were not more competitive in the IPO services. We also found lower underpricing and higher IPO spreads in the American and European markets, in which many global investment banks competed. This implies that KDFICs should build on a good reputation on the IPO service in order to increase IPO spreads.

We provide several comments on the prerequisites to improve on the KDFICs' IPO services as follows; Firstly, KDFICs should concentrate on a competition strategy picking up and underwriting the high quality issuers rather than increasing their market shares simply. Secondly, KDFICs should strengthen their role of finding an appropriate offering price through more strict due-diligence, active IPO marketing or IR, communication with institutional investors. To the extent they find a more appropriate offering price, KDFICs can provide a certification role through IPO price stabilization activities. Based on the activities of underwriting high quality issuers, finding appropriate offering prices, and certifying IPO stocks, KDFICs' reputation establishment should make investors to have credit on the IPO investment, lower a premium on IPO uncertainty and thus a cost of raising capital. As a result, it would vitalize IPO markets and lead more firm clients to the capital market. Finally, KDFICs should relax price competition in the IPO market by bundling more active corporate financing services after IPO, for instance, analyst coverage, IR, corporate financing consulting.

1. 머리말

I. 머리말

금융업계를 비롯하여 정책당국자 및 학계 모두 2009년부터 시행된 자본시장법이 국내 금융투자회사가 선진화된 IB 업무 중심으로 발전하는데 기여할 것이라는 데는 이견이 없다. 법률적인 기반 외에도 국내 금융투자업이 IB 중심으로 전환되기 위해서는 자본시장에 참여하는 기업고객, 즉 IB 시장의 수요가 매우 중요하다. 한편 은행을 통한 대출이 주를 이루었던 우리나라 금융시장에서 자본시장을 통한 자금조달이 최근에서야 활발해지고 있어 국내 투자은행시장은 다소 협소한 편이다.

규모가 아직 크지 못한 국내 기업금융시장의 현실 속에서, 금융투자회사가 IB 부문의 경쟁력을 향상하지 않는다면 자칫 은행 중심의 기업금융이 고착화되거나 향후 잠재적인 기업들의 IB 수요가 크게 확대되지 않을 수 있다. 결국 금융투자업의 미래는 기업금융의 수요를 확대하고 견인할 수 있는 IB 부문의 경쟁력에 달려있다고 해도 무리가 아닐 것이다.

본 연구는 투자은행 핵심부문이자 경쟁력의 중요한 잣대라 할 수 있는 IPO를 중심으로 국내 투자은행의 경쟁도와 경쟁력을 논의한다. IPO 부문은 투자은행 부문에서 차지하는 수익비중이 높을 뿐 아니라, 공모주의 가격발견 및 정보수집, 위험인수, 평판을 통한 자금조달 비용의 축소 등 투자은행에서 중요한 여러 금융서비스 능력을 필요로 한다. 따라서 국내 IPO 시장에 대한 심층적인 분석과 검토는 IPO 부문을 넘어서 국내 투자은행 부문의 경쟁력을 이해하는데도 충분히 도움이 될 것이다.

국내 IPO 시장은 IT 버블이후 침체되었고, 이를 활성화하는데 금융당국자를 비롯하여 업계 및 거래소의 끊임없는 노력이 있었으며 이에 따라 제도적인 변화가 많이 이루어졌다. 한편 이러한 시장 환경의 변화는 개별 금융투자회사가 직면하게 되는 시장구조 및 수수료 경쟁에 지대하게 영향을 줄 수 있다. 본 연구는 이러한 점을 고려하여 국내 IPO

4 국내 IPO 시장의 경쟁도 분석

시장에 대한 제도 및 현황을 비롯하여 시장구조 및 수수료, 그리고 경쟁력 지표 등을 금융투자회사 중심에서 포괄적으로 검토하고자 하였다. 그리고 이를 통해서, 국내 IPO 시장에서 금융투자회사의 경쟁과 함께 현 주소를 이해할 뿐 아니라, 향후 금융투자회사와 정책당국자가 고려해야 할 과제에 대한 단서를 제시하는데 목적을 두었다.

본 연구는 먼저 국내 IPO 시장의 제도적인 변화를 논의하고, 2001년부터 2009년까지의 DART 자료를 기초로 연간 IPO 총 규모, 건별규모 분포, 수수료수익, 산업별 현황 등 전반적인 현황과 추이를 검토함으로써 국내 IPO 시장의 특징을 확인하고자 하였다. 국내 IPO 시장규모 및 개별 IPO 규모가 중대형 금융투자회사 중심의 시장구조에 미친 효과에 대해 분석함으로써, 시장구조 결정요인에 대해 분석하고자 하였다. 다른 한편, 국내 IPO 수수료에 대해서도 분석을 확장함으로써 시장구조와 수수료율 간 관계를 규명하고자 하였다. 특히, 대형 IPO가 크게 증가하였던 2000년대 후반기에 시장점유율 측면에서 높은 비중을 차지하였던 대형 금융투자회사가 수수료 측면에 있어서도 독점화를 확대할 수 있었는지를 평가하고자 하였다. 더불어 국내 IPO 시장의 환경 변화, 시장구조 및 수수료 변화 등으로부터 IPO 부문에 있어서 중대형 금융투자회사의 경쟁력에 대한 가설을 검정하고 국내 IPO시장의 경쟁에 대해 논의한다.

본 연구는 IPO 시장에서 주관회사의 중요한 역할인 공모주의 가격발견 기능과 가격보증 기능을 경쟁력의 지표로 이용한다. 이는 금융투자회사가 자신의 투자자 네트워크와 평판, 정보생산 등으로부터 공모주의 가격발견(공모가 조정율)과 가격보증(공모가 저평가율) 역할을 얼마만큼 수행하였는지에 따라 발행회사의 자본조달 비용이 최소화될 수 있기 때문이다. 특히 공모가 조정율과 공모가 저평가율을 중심으로 IPO 시장의 금융투자회사 간 비교를 통해서, 앞서의 시장구조 및 수수료율 분석에서 논의한 경쟁력 분석을 보완한다. 이 외에도 IPO 시장의 제도적 관점에서 공모가 조정과 공모가 저평가에 대하여 심도 높게 논의한다. 마지막

으로 IPO 수수료와 공모가 저평가를 국가 간 비교하고 투자은행의 평판이나 경쟁력, 수수료 간의 관계를 논의한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 우선 이어지는 II장에서는 국내 IPO 시장의 제도적인 변화와 시장의 추이 및 현황을 검토해본다. III장에서는 먼저 Cr3와 HHI를 중심으로 시장집중도를 분석함으로써 IPO 시장의 시장구조를 파악해보고, IPO 수수료율을 통계적 분석과 회귀분석을 통해서 금융투자회사 간 경쟁도를 평가한다. IV장에서는 공모가 조정과 공모가 저평가를 통해서 IPO 시장에서 국내 금융투자회사의 경쟁력을 평가해보고, 국가 간 IPO 수수료율과 공모가 저평가율을 비교해 본다. 끝으로 V장에서는 결론 및 시사점을 제시한다.

II. 국내 IPO 시장의 제도적 변화 및 현황

1. 국내 IPO 시장의 제도적 변화
2. 국내 IPO 시장의 추이와 현황

II. 국내 IPO 시장의 제도적 변화 및 현황

1. 국내 IPO 시장의 제도적 변화

현재 금융투자협회¹⁾ 「증권 인수업무에 관한 규정」에서 명시되고 있는 IPO 관련 제도는 「증권거래법」과 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」을 근간으로 여러 차례 제·개정되어 왔다. 특히, 2000년대에는 상장일 이후 일정기간 동안 공모주식의 시장가격 안정화를 도모하고자 시행되었던 의무적 시장조성제도가 주관회사의 과도한 인수부담과 이로 인한 공모가 저평가 문제로 풋백옵션제도를 거쳐 선진화 방안으로 완화되었다. 이 외에도 국내 IPO 제도는 수요예측 표준권고안 제정 및 개정 등을 통해서 신규 공모주의 가격결정 및 배정과 관련하여 발전되어 왔다. 이러한 IPO 시장의 제도적 변화는 금융투자회사가 IPO 부문에서의 시장구조와 경쟁력과도 높은 관련이 있을 뿐 아니라, 국내 시장의 특징을 이해하는 데 있어서도 중요하다.

여기서는 먼저 IPO 시 금융투자회사와 발행회사가 밟아야 하는 기업공개 절차를 소개한 후, 2000년대 IPO 시장의 제도적 변화를 의무적 시장조성제도, 풋백옵션제도, 선진화 방안 등으로 구분하여 살펴본다.

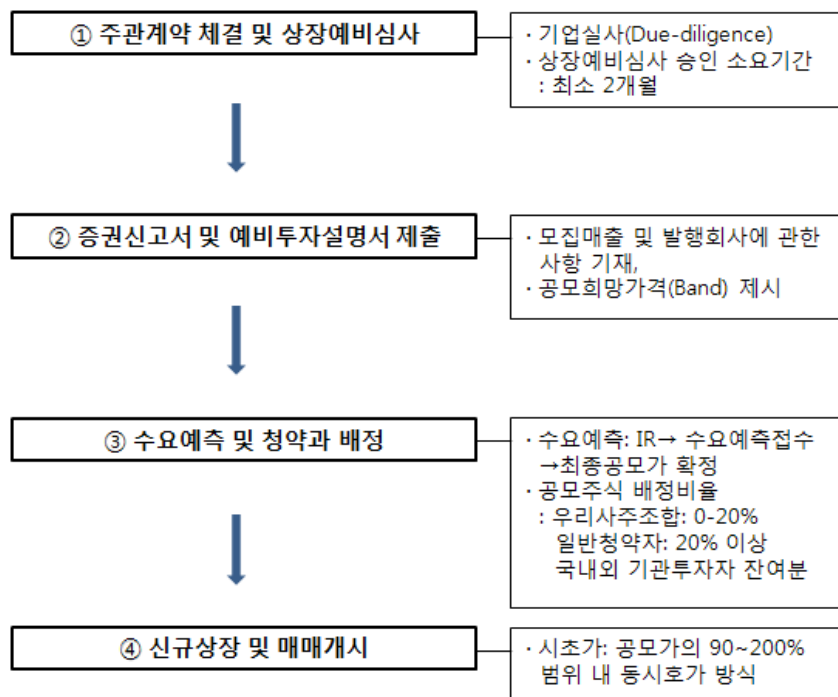
가. 기업공개(IPO)의 절차

금융투자회사는 다음의 <그림 II-1>과 같이 주관회사(주간사) 계약이

1) 금융감독위원회(현재 금융위원회 전신)의 규정인 유가증권 인수업무에 관한 규정 및 시행세칙은 2000년 12월 28일부로 자율규제기관인 증권업협회(현재 금융투자협회의 전신)로 이관되었다.

체결된 후, 발행기업과 함께 상장에 필요한 사전준비 과정과 거래소의 상장심사를 거쳐 공모절차에 따라 IPO를 진행한다.

<그림 II-1> 기업공개 단계별 절차와 내용



① 주관계약 체결 및 상장예비심사

발행회사와 주관계약을 체결한 금융투자회사는 거래소에 상장예비심사를 청구하기 전에 기업실사(due-diligence)과정을 통해 상장을 위한 발행회사의 형식적 및 질적 요건을 검토해야 한다. 기업실사는 발행회사의 재무자료를 비롯한 주주현황, 법적문제, 발행조건 등을 확인하여 신규상장의 타당성을 검증하고 진위를 확인하는 과정이다. 발행회사는 기업실

사 후 거래소에 상장예비심사를 청구하게 된다. 상장예비심사는 거래소에 최초로 주식을 공모하고 상장하고자 하는 법인의 상장 적절성을 심사하는 과정으로, 상장예비심사청구서 접수 후 서류검토와 인터뷰, 현지심사 등이 진행되고 2개월 이내에 승인여부가 결정된다. 그러나 상장심사에 있어서 추가적인 자료가 필요하거나 제출서류의 구비가 미흡한 경우 심사기간이 연장될 수 있으며, 심사기준을 충족시키지 못한 기업은 미승인 기업으로 남게 된다.

<표 II-1> 발행시장별 신규상장 예비심사청구 및 승인 현황

(단위: 개사, %)

		'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09
유가 증권 시장	청구법인	9	27	19	17	18	12	18	27	23
	승인법인	8	20	12	10	13	10	15	22	18
	승인율	89	74	63	59	72	83	83	81	78
코스닥 시장	청구법인	343	271	102	85	93	72	95	70	58
	승인법인	210	138	47	48	69	55	68	49	46
	승인율	82	55	54	59	81	81	73	73	79

자료: 한국거래소, SV 파트너스

<표 II-1>은 발행시장별 신규상장 예비심사청구 및 승인법인에 대한 현황을 보여주고 있다. 코스닥시장의 상장과 관련하여 2000년대 초기와 비교하여 2004년 이후 심사청구 기업이 크게 감소하였으나 승인율은 높아졌다. 이는 과거에 비해 주관회사의 기업실사가 강화됨에 따라 사전적으로 검증이 된 우량기업의 청구 비중이 증가하여 승인율이 상승한 것

으로 보인다. 또한, 심사기준이 투명화 및 객관화됨에 따라 심사청구 기업의 예측가능성이 높아졌기 때문이다.²⁾

② 증권신고서 및 예비투자설명서 제출

거래소로부터 상장예비심사 승인³⁾을 받은 발행회사는 금융위원회에 증권신고서를 제출해야 한다. 모집·매출하는 증권에 대한 사항 및 발행회사에 관한 사항 등을 기재하고 있는 증권신고서는 투자자에게 신규상장하는 발행회사에 대한 투자판단의 기초정보를 제공하게 된다. 한편, 증권신고서에는 주관회사가 기업의 가치를 적절히 평가한 후 발행회사와 협의하여 결정된 공모희망가격 범위(band)가 기재된다. 증권신고서 제출과 함께 예비투자설명서(preliminary prospectus)를 제출해야 하는데, 이는 당해 증권의 청약을 권유하는 데에 사용된다. 증권신고서의 효력은 신고서 수리 후 15일이 경과하여야 발생하며 증권신고서상의 기재가 불충분하거나 형식상 하자가 발생한 경우 그 이상 소요되기도 한다.

③ 수요예측 및 청약과 배정

증권신고서가 효력을 발생하게 되면 주관회사는 투자자를 대상으로 한 기업설명회(investor relations: IR)와 수요예측을 진행하게 된다. 이 기간 기업설명회 외에도 주관회사는 발행회사를 기관투자자와의 면담이나 접촉을 통해서 시장에 알리는데 힘쓴다. 수요예측(book-building)이란

2) “코스닥, 상반기 상장예비심사 승인을 높아져”, 한국거래소 보도자료 (2005.07.06)

3) 상장규정에 따라 상장예비심사 승인기업은 승인통보일로부터 6개월 이내에 신규상장신청서를 제출해야 한다. 단, 천재지변, 전쟁 또는 테러발발, 시장의 급락(장기적인 경기침체 제외) 등 불가항력적인 사유에 대해서는 신규상장신청서 제출기한의 연장을 요청하고 거래소의 승인 시 6개월 이내에서 효력기간을 연장할 수 있다.

기업공개 시 공모주의 가격을 결정하기 위하여 주관회사가 기관투자자로부터 공모주의 희망가격 및 배정물량을 파악하는 과정을 말한다. 주관회사와 발행회사는 수요예측 결과 및 주식시장의 상황을 고려하여 확정 공모가격을 최종 협의하여 결정하게 된다. 공모가격이 확정되면 확정공모가격과 수요예측 결과 등을 추가로 기재하여 정정신고서를 제출하며, 이후 청약공고를 통하여 청약을 접수한다. 주관회사는 청약마감 후 자체 배정기준에 따라 공모주를 배정하며, 통상적으로 청약그룹별로는 우리사주조합 20%, 일반투자자 20%이상 그리고 잔여분을 기관투자자 또는 고수익펀드에 배정한다.

④ 신규상장 및 매매개시

공모주에 대한 시초가는 상장일 또는 매매개시일 오전 8~9시에 공모가격의 90~200% 사이에서 호가를 접수받아 동시호가 방식으로 결정된다.⁴⁾ 또한 공모주의 상장일 종가는 이 시초가를 기준으로 상하 15%의 가격제한폭이 적용된다.

나. 국내 IPO 시장의 제도적 변화

1) 의무적 시장조성제도

의무적 시장조성제도 하에서는 기업공개 또는 협회등록 공모의 주관회사가 상장 또는 등록된 공모주식의 시장가격이 공모가격의 80% 이하로 하락할 우려가 있는 경우 시장조성의 의무를 부담해야 했다(「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제35조).⁵⁾ 의무적 시장조성제도는 시장조성의

4) 2003년 3월 이전에는 매매개시일 오후 3시장 마감 직전까지 호가접수를 받고 한차례 동시호가로 공모주 첫날 가격이 결정되었다.

기간을 매매개시일로부터 1개월 이상이며 최대 6개월 이내로 하였으며, 2003년 8월 풋백옵션제도가 시행되기까지 유지되어 왔다. 이러한 제도는 금융투자회사의 제한적인 공모가 결정과정으로 인하여 발생하는 공모주 주식가치에 대한 정보불균형 문제를 해소하고 공모시장의 활성화 및 투자자 보호를 위해 필요했던 조치로 판단된다.

한편, 1999년 5월 수요예측에 의한 공모가 결정방식이 전면적으로 시행됨에 따라 IPO 수요예측 참가자격을 가진 기관투자자 및 고수익투자신탁증권 등으로부터 공모주식에 대한 시장수요가 공모가격 결정과정에 반영되었다. 2000년에는 수요예측 표준권고안이 제·개정되면서 수요예측 방식이 개선되었다. 특히 공모가격 결정범위의 경우, 과거 금융투자회사가 수요예측 가중평균가격의 $\pm 10\%$ 이내로 공모가격을 결정할 수 있었던 것이 2000년 12월부터 수요예측 가중평균가격의 $\pm 30\%$ 이내로 확대되었고 2002년 8월 이후 완전히 자율화되었다.

공모주 배정과 관련하여 사전적으로 투자자 유형별 배정물량이 결정되었으며, 특히 고수익투자신탁증권에 상당히 높게 배정토록 하였다. 공모주식의 청약그룹별 물량배정은 유가증권(코스닥)시장 상장 시 우리사주 조합 20%(0~20%), 일반투자자 20%(15~35%), 기관투자자 15%(10%), 고수익펀드 45%(55%)이었다. 당시 이러한 인위적인 기관투자자의 배정물량과 일반청약 한도 지정은 주관회사의 배정 재량권을 크게 제약하였다.

2002년 8월에는 공모주 가격안정을 도모하기 위한 간접적인 시장조성 수단인 초과배정옵션(over-allotment option or Green Shoe option) 제도가 도입되었다. 초과배정옵션이란 발행회사와 초과배정옵션을 체결한 주관회사가 배정 시 총 공모주식의 15% 이내에서 발행회사의 대주주로부터 주식을 대여하여 청약자에게 추가로 배정하는 제도이다.⁶⁾ 초과배

5) 2002년 7월 증권업협회는 「유가증권 인수업무에 관한 인수규칙」을 개정하여 시장조성 유지가격을 공모가의 90%로 상향조정하고 유지가격의 주가지수연동 제도를 도입하였다.

정읍선의 행사는 매개개시일로부터 30일 이후 40일 이내에서 주관회사와 발행회사가 정하며, 옵션 행사에 따른 신주의 발행가격은 공모가격으로 한다(「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제10조). 초과배정옵션제도는 공모주의 시장수요 상황에 따라 공급규모를 사후적으로 조절할 수 있도록 함으로써, 발행회사는 추가로 자금을 조달할 기회를 갖게 되는 한편 주관회사는 시장수요에 적합한 물량을 공급할 수 있다. 특히 주관회사는 상장 후 공모주가 하락할 경우 초과배정에 따른 매도포지션에 대해서 추가적인 비용부담 없이 공모주를 매입할 수 있어 적극적으로 주가안정을 도모하기가 쉽다.

2) 풋백옵션(put-back option)제도

의무적 시장조성제도 기간 중 지나치게 편중된 주관회사의 인수부담, 이로 인한 주관회사의 보수적인 공모가 결정, 특정 청약그룹(고수익펀드)에게 치우친 공모주식의 배정 등 여러 문제점들이 제기되었다. 이러한 이유들로 인하여 금융감독위원회, 금융감독원 및 증권업협회는 2003년 9월 인수영업의 자율성 제고와 원활한 기업자금조달을 위한 인수·공모제도의 개선방안을 마련하였다.

이 시기 주요한 개선방안은 전문투자자(기존주주, 기관투자자 및 유통시장 매입자)를 포함하여 투자자를 보호하였던 의무적 시장조성제도를 폐지하되, 일반청약자만을 보호하는 풋백옵션제도를 도입하는 것이었다. 따라서 풋백옵션제도는 주관회사가 상장 후 1개월까지 일반청약자 배정분에 한하여 풋백옵션행사 시 공모가격의 90% 이상의 가격으로 장외에

6) 초과배정옵션 계약 시 주관회사는 공모주식의 15% 이내로 주식을 추가 배정함으로써 일시적으로 매도포지션(short-position)을 취하게 된다. 주관회사는 매개개시 후 공모가격 대비 주가가 상승하면 초과배정옵션을 행사하여 발행회사의 신주를 취득한다. 반면 주가가 하락하는 경우 주관회사는 옵션을 행사하지 않고 시장에서 매수한 주식으로 매도포지션을 청산한다.

서 매수토록 하였다. 더불어 초과배정주식의 시장매입가격을 공모가의 100%에서 95%로 완화⁷⁾시켜 간접적 시장조성 기능이 있는 초과배정옵션 제도가 활성화될 수 있도록 하였다.

풋백옵션제도 시행과 동시에 공모주 배정 및 금융투자회사의 주관업무에 관한 여러 제도적 개선이 이루어졌다. 먼저 기존의 고수익펀드에 대한 공모주 배정비율을 점진적으로 축소하여 2004년 9월까지 30%로 줄이고 감소분에 대해서는 주관회사가 자율적으로 배정토록 하되 일반투자자에 대해서는 20% 이상을 배정토록 하였다.⁸⁾ 또한, 시장수요를 감안하여 공모규모의 탄력적인 조정이 허용됨에 따라 공모주식수의 $\pm 20\%$ 범위 내에서의 공모주식수 변경은 유가증권신고서의 정정 없이도 가능해졌다.

이 외에도 금융투자회사의 기업실사 및 공모과정에 대한 사후점검 강화, 간사회사의 자격 제한 완화, 해외적격시장에 동시상장하는 경우에 한하여 주간사계약의 체결기한 적용 면제, 금융투자회사의 인수업무 실적공시 강화 등이 함께 마련되었다.

3) 선진화 방안

국내 인수업무의 제도 개선은 의무적 시장조성제도의 폐지, 풋백옵션 제도의 시행 등 꾸준히 이루어져왔으나, IPO 공모가의 저가발행 현상, 형식적인 수요예측 운영 등은 여전히 문제점으로 논의되었다. 이에 금융당국은 2007년 8월 주관회사가 창의적이고 자율적인 권한을 갖고 인수업무를 수행하도록 보장하되 사후적 책임을 강화하는 IPO 선진화 방안을 시행하였다.

7) 2005년 7월 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 개정으로 초과배정주식의 시장매입가격을 공모가의 95%이상에서 90%이상으로 인하하였다.

8) 2005년 4월 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 개정으로 고수익펀드에 대한 공모주식의 30% 의무배정제도가 폐지되었다.

2007년 선진화 방안에서는 주관회사의 시장조성 부담을 감소시키고 적정한 공모가 산정을 유도하고자 풋백옵션제도를 폐지하였다. 또한 주관회사의 수요예측 방식 및 청약 관련 제도를 개선하였다. 기관의 수요예측 참여 한도물량을 폐지하였을 뿐 아니라, 가격을 정하지 않고 물량만 제시하는 주문방법을 인정하였다. 개인투자자의 경우 과거 수요예측 단계에서 참여가 배제되었으나 주관회사의 책임 하에 장기 우량투자자에 한하여 물량제시방식으로 수요예측에 관여할 수 있도록 하였다. 한편, 기관투자자에 대한 청약증거금을 폐지함으로써 주관회사가 인수책임을 부담하도록 하였다.

공모주 배정과 관련해서는 안분배정이 아닌 투자자의 질적 요소 등을 감안하여 주관회사가 자율 배정토록 하였다. 특히 이러한 제도 개선은 2002년 5월 주관회사 자율에 의한 공모가 산정 및 물량배정이 가능해졌음에도 불구하고 공모가 결정 시 주관회사의 보수적 성향에 의한 공모가의 저가책정 현상이 관행화되고 있다는 지적에 대한 개선책으로 마련되었다. 이 외에 선진화 방안 하에서는 주관회사의 발행회사 주식보유 제한이 1%에서 5%로 상향조정되었다. 유가증권시장에 상장할 경우 100% 구주매출의 상장이 가능해졌으며, 수요예측 후 상장·매매개시일까지의 소요시간도 단축되도록 하는 방안 등 상장 및 인수관련 제도가 개선되었다.

2. 국내 IPO 시장의 추이와 현황

본 연구는 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 유가증권신고서로부터 구한 2001년부터 2009년까지의 IPO 자료를 기초로 하였으며, 분석의 대상이 된 IPO⁹⁾ 건수는 유가증권시장과 코스닥시장이 각각 79건과 691건이었다. 국내 IPO의 추이와 현황을 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 분석하였으며, IPO 규모는 2005년을 기준으로 한 소비자물가지수로 조정하였다.

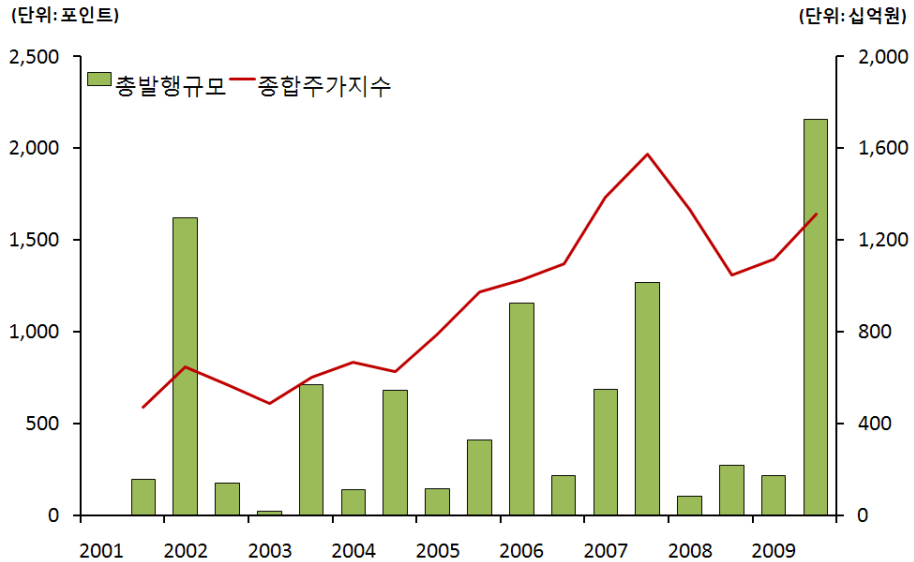
가. IPO 시장규모의 추이 및 현황

<그림 II-2>는 유가증권시장의 반기별 IPO 규모와 종합주가지수를 보여주고 있다. IPO 시장의 총 발행규모는 반기별 기복이 심하게 나타나고 있다. 실례로 2009년 상반기 IPO 규모가 1,740억 원이었던 반면 그해 하반기 발행규모는 1조 7,270억 원으로 무려 10배 가깝게 증가하였다. 또한, 유가증권시장의 반기별 IPO 규모는 종합주가지수의 변화와 맞물려 있을 뿐 아니라 주식시장의 미미한 변화에도 매우 큰 변동을 보이고 있다. 이러한 현상은 발행회사가 IPO 시점을 결정하는데 있어서 자본조달의 필요성뿐 아니라 투자자의 투자심리가 긍정적으로 형성되고 있는지를 중요하게 고려하고 있음을 보여주는 것이다.¹⁰⁾

9) 뮤추얼펀드, 부동산투자회사, REITs 등의 IPO는 분석대상에서 제외하였다.

10) Lowry(2003)는 IPO 규모의 변동성 요인으로 자본수요(firms' demands for capital)와 투자심리(investor sentiment)임을 보였다.

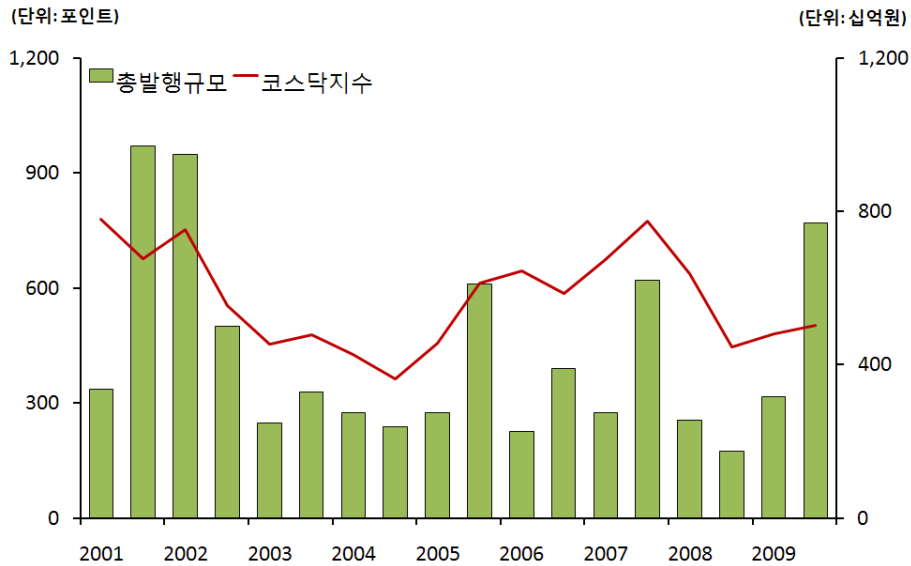
<그림 II-2> 유가증권시장의 반기별 IPO 규모와 종합주가지수 추이



2000년대 전반기 IPO 규모는 1조 4,406억 원이었던 2002년을 제외하고는 1,582억 원, 5,913억 원, 6,584억 원 등 전반적으로 낮은 수준을 보여주었다. 반면 2006년과 2007년에는 각각 1조 999억 원, 1조 5,657억 원으로 다시금 IPO 시장이 반등하는 모습을 보여주었다. 서브프라임 금융 위기로 인해 2008년의 발행규모는 3,020억 원 수준으로 크게 감소하였으나, 2009년에는 1조 9,014억 원으로 상승하였다.¹¹⁾ 정리하자면, 전체적으로는 2000년대 중반기 이후부터 유가증권시장의 연간 IPO 규모가 증가했음을 알 수 있다.

11) 유가증권시장 뿐 아니라 코스닥시장에서도 2008년 대비 2009년 IPO 시장 규모가 크게 증가하였는데, 그 이유는 주식시장의 악화로 2008년 상장하지 못한 발행회사들이 2009년 IPO 시장으로 대거 몰렸기 때문인 것으로 보인다.

<그림 II-3> 코스닥시장의 반기별 IPO 규모와 코스닥지수 추이

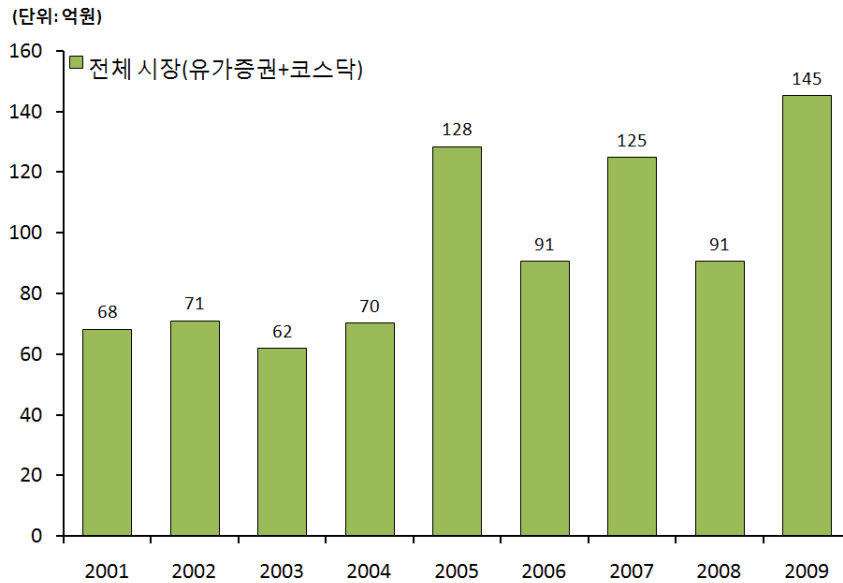


코스닥시장 역시 반기별 IPO 규모가 코스닥지수에 따라 크게 변동하고 있음을 보여주고 있다(<그림 II-3> 참조). 코스닥시장은 벤처기업의 등록이 활발하게 진행되었던 2001년과 2002년에 각각 1조 3,087억 원과 1조 4,489억 원으로 매우 큰 시장규모를 보여주었다. 2003년과 2004년 IPO 규모는 다소 감소하였으나, 2005년부터 2007년까지 상승하는 추세로 전환되었다. 유가증권 IPO 시장과 마찬가지로 2008년 3,310억 원이었던 IPO 규모는 2009년 1조 858억 원으로 크게 상승하였다. 정리하면, 2000년대 초반의 IT 버블에 따른 활황기 이후 크게 위축되었던 코스닥 IPO 시장은 2008년을 제외하고는 안정적인면서도 꾸준한 증가세를 보였다.

한편 코스닥시장과 비교하여 유가증권시장의 IPO 규모가 반기별로 기록이 심하고 주가지수에 보다 민감하게 반응하고 있다. 유가증권시장의 IPO 건별 규모가 코스닥시장의 건별 규모보다 대체로 크다. 그런데,

발행규모가 큰 IPO의 경우 투자자 유치가 중요한 만큼 IPO의 성공 여부가 주식시장 흐름에 의해 크게 영향을 받을 수 있어 주식시장 변화에 따라 IPO 시기를 결정할 가능성이 높다. 이러한 점 때문에 유가증권시장의 반기별 IPO 규모가 주가지수에 보다 민감하게 반응하고 있는 것으로 보인다.

<그림 II-4> 개별 IPO 규모의 연도별 중위값 현황



<그림 II-4>는 전체시장에 대한 개별 IPO 규모의 연도별 중위값 (median)을 보여주고 있다. 개별 IPO 규모의 중위값은 2001년부터 2004년까지 70억 원 전후로 나타났으나, 2005년 128억원으로 크게 증가한 이후 91억 원에서 145억 원으로 개별 IPO 규모의 중위값이 상승하였다. 본 연구는 이러한 개별 IPO 규모의 추세를 고려하여, 분석기간을 2001

년부터 2004년까지의 2000년대 전반기와 2005년부터 2009년까지의 2000년대 후반기로 구분하여 시기별 특징을 살펴본다.¹²⁾

<표 II-2> 유가증권시장의 발행규모별 IPO 건수의 추이

(단위: 건)

발행규모 연 도	50억 원 미만	50 ~ 100억 원	100 ~ 300억 원	300 ~ 1,000억 원	1,000억 원 이상	합계
2001년	0	0	0	1	1	2
2002년	1	1	2	3	2	9
2003년	1	3	2	1	2	9
2004년	0	1	3	2	2	8
2005년	0	3	4	2	2	11
2006년	0	0	4	3	2	9
2007년	0	0	3	6	3	12
2008년	0	0	3	2	1	6
2009년	0	1	3	4	5	13
합계	2	9	24	24	20	79
2001~2004년	2(7%)	5(18%)	7(25%)	7(25%)	7(25%)	28(100%)
2005~2009년	0(0%)	4(8%)	17(33%)	17(33%)	13(26%)	51(100%)

<표 II-2>는 유가증권시장의 발행규모별 IPO 건수를 연도별로 2000년대 전·후반기로 나누어 보여주고 있다. IPO 발행건수의 경우 2000년대 전반기 28건에 불과하던 것이 2000년대 후반기 동 기간 51건으로 크게 증가하였음을 알 수 있다. 또한 표에서 알 수 있듯이, 2000년대 후반기에 발행규모가 큰 IPO 건수의 비중이 증가하고 있다. 예를 들면, 2000년대 전반기에 100억 원 이상의 IPO가 75%를 차지하고 있었던 반면 2000년대 후반기에는 92%의 IPO가 100억 원 이상의 규모를 보여주었다.

12) 이후, IPO 시장의 투자은행 경쟁도 및 경쟁력에 관한 분석에서도 개별 IPO 규모를 기초로 한 2000년대 전·후반기 시기별 구분이 이용되었다.

<표 II-3> 코스닥시장의 발행규모별 IPO 건수의 추이

(단위: 건)

발행규모 연 도	50억 원 미만	50 ~ 100억 원	100 ~ 300억 원	300 ~ 1,000억 원	1,000억 원 이상	합계
2001년	46	60	39	3	0	148
2002년	48	54	38	7	0	147
2003년	25	31	11	3	0	70
2004년	18	14	14	3	0	49
2005년	10	2	36	3	0	69
2006년	11	23	15	5	0	54
2007년	7	21	30	5	0	63
2008년	13	10	12	3	0	38
2009년	15	13	16	7	2	53
합계	193	246	211	39	2	691
2001~2004년	137(33%)	159(38%)	102(25%)	16(4%)	0(0%)	414(100%)
2005~2009년	56(20%)	87(31%)	109(40%)	23(8%)	2(1%)	277(100%)

유가증권시장과 마찬가지로 코스닥시장 역시 2000년대 후반기에 IPO 건별 발행규모가 대체로 증가하였다. 코스닥시장에서 2000년대 전반기에 100억 원 이하의 IPO 비중은 71%를 차지하고 있었으나, 2000년대 후반기에는 그 비중이 51%로 크게 감소하였다. 이러한 건별 발행규모의 증가 추세에도 불구하고, 유가증권시장과 비교하면 코스닥시장은 상대적으로 소규모 발행기업 중심의 IPO 시장이었음을 알 수 있다. 실례로 유가증권시장의 경우 2000년대 전·후반기 모두 IPO 건수 중 300억 원 이상의 IPO 비중이 50%를 초과하고 있는 반면, 코스닥시장의 경우 2000년대 전·후반기 모두 그 비중이 10% 미만이었다. 코스닥시장의 연도별 IPO 건수는 IT산업이 활황이었던 2001년과 2002년에 각각 148건과 147건으로 매우 활발하게 IPO가 이루어졌으나, 그 이후로는 38건에 불과하였던 2008년을 제외하고는 대부분 60여건 전후로 발행건수의 큰 편차를 보이고 있지 않았다.

<표 II-4> 발행규모별 IPO 공동주관 현황

발행규모	2001~2004년			2005~2009년		
	0 ~ 300억 원	300 ~ 1,000억 원	1,000억 원 이상	0 ~ 300억 원	300 ~ 1,000억 원	1,000억 원 이상
유가증권	7.1%	42.9%	100%	11.8%	15.4%	50%
코스닥	2.3%	18.7%	-	2.8%	31.3%	-

금융투자회사 간 공동주관(syndicate)¹³⁾은 해당 IPO의 발행규모가 큰 경우에서 보다 자주 나타났다. <표 II-4>는 유가증권시장과 코스닥시장 모두 발행규모가 증가할수록 전체 IPO에서 공동주관이 차지하는 비율이 높아지고 있음을 보여주고 있다. 이는 무엇보다도 공동주관이 발행규모 확대에 따른 금융투자회사의 인수위험을 분산시키는 효과를 가지고 있기 때문인 것으로 보인다.

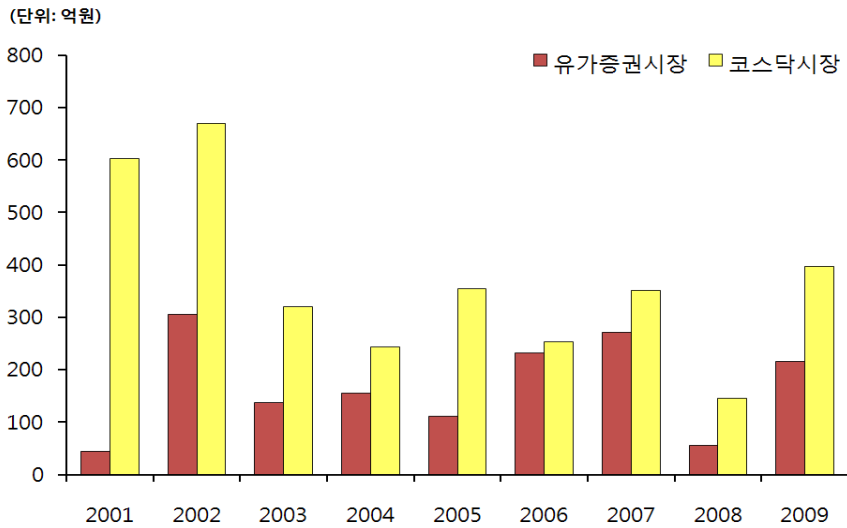
나. IPO 수수료 추이 및 현황

코스닥시장의 IPO를 통해 발생한 연간 총 수수료수익은 유가증권시장보다 대체로 더 큰 것으로 나타났다. 코스닥시장의 경우 2001년과 2002년에 600~700억 원 사이의 수수료수익이 발생해 가장 큰 규모를 보였으며, 200억 원에 미달한 2008년을 제외하고는 대체로 300~400억 원의 수수료수익이 발생하였다. 반면 유가증권시장의 경우 연도에 따라 차이가 나타나지만 대체로 300억 원 미만의 수수료수익을 나타내었다. 코스

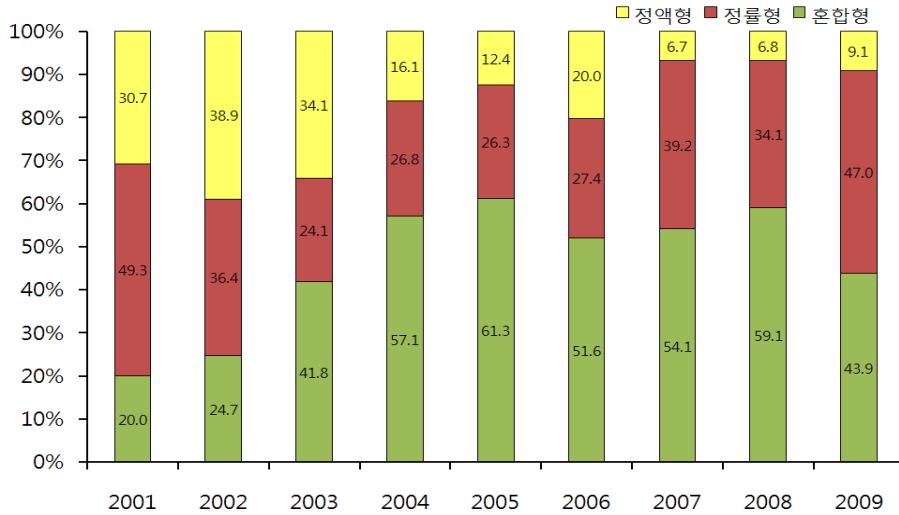
13) 여기서 공동주관은 인수계약서 상에 공동주관 계약자가 존재하는 경우를 말하는데, 공동주관 금융투자회사는 대체로 10% 이상의 인수를 하고 있는 것으로 나타났다.

닥시장의 IPO 총 수수료수익이 유가증권시장보다 컸던 이유로는 코스닥 시장이 연간 IPO 규모 면에서 유가증권시장보다 높은 수준을 나타내었 으며, 유가증권시장에서는 개별 IPO 규모가 대체로 커서 수수료율이 대 체로 낮았기 때문이다.(IPO 수수료율에 대해서는 <표 II-5> 참조)

<그림 II-5> 발행시장 및 연도별 IPO 수수료수익의 추이



<그림 II-6> IPO 수수료 부과방식 비중의 연도별 추이



국내 IPO 수수료 부과방식은 정액형, 정률형 그리고 정액형과 정률형을 동시에 적용하는 혼합형으로 분류할 수 있다.¹⁴⁾ 연도별로 IPO 수수료 부과방식을 살펴보면 2001년과 2002년에는 정률형과 정액형이 각각 30~40% 이상의 높은 비율을 보였다. 그 이후 정액형의 경우 점차 그 비중이 감소하여 2009년 9.1%를 차지하는데 그치고 있는 반면, 혼합형의 수수료를 부과방식은 꾸준히 증가하여 2000년대 중반이후에는 50% 이상의 비중을 차지하기 시작하였다. 한편 2000년대 후반으로 갈수록 중대형 규모의 IPO 건수가 증가함에 따라 정률형의 비율이 증가하여, 2009년에는 정률형이 47%로 가장 많은 비중을 차지하는 것으로 나타났다.<그림 II-6> 참조)

14) 정액형은 IPO 금액과 상관없이 고정된 수수료 형태를 의미하고 정률형은 해당 IPO 규모의 일정비율을 수수료로 받는 형태를 말한다. 한편, 혼합형 (=max[정액수수료, 정률수수료])은 정액수수료와 정률수수료를 정한 후 발행규모에 따라 보다 큰 수수료 형태로 수수료를 받는 방식이다.

<표 II-5> 발행규모별 부과방식에 따른 수수료 현황

(단위: 건, 억원/%)

수수료체계 발행규모		유가증권시장			코스닥시장		
		정액형	혼합형	정률형	정액형	혼합형	정률형
50억 미만	건 수	1	1	-	92	95	3
	비 중	(50%)	(50%)	-	(48%)	(50%)	(2%)
	수수료	3.0	2.5*/4.5*	-	2.8	2.9*/3.9*	5.1
50~ 100억	건 수	4	3	2	71	117	58
	비 중	(45%)	(33%)	(22%)	(29%)	(48%)	(23%)
	수수료	3.4	3.0/4.0	5.0	3.4	3.2/4.0	4.5
100~ 300억	건 수	3	8	13	10	72	129
	비 중	(13%)	(33%)	(54%)	(5%)	(34%)	(61%)
	수수료	3.7	3.2/3.4	3.4	6.1	3.5/3.8	3.9
300~ 1,000억	건 수	-	3	21	-	11	28
	비 중	-	(13%)	(87%)	-	(28%)	(72%)
	수수료	-	7.7/2.3	2.8	-	3.5/3.5	3.5
1,000억 이상	건 수	-	-	20	-	-	2
	비 중	-	-	(100%)	-	-	(100%)
	수수료	-	-	1.7	-	-	2.0
합 계	건 수	8	15	56	173	295	223
	비 중	(10%)	(19%)	(71%)	(25%)	(43%)	(32%)
	수수료	3.5	4.0/3.4	2.6	3.2	3.2/3.9	4.0

주: *의 단위는 억원이고, **의 단위는 %이다.

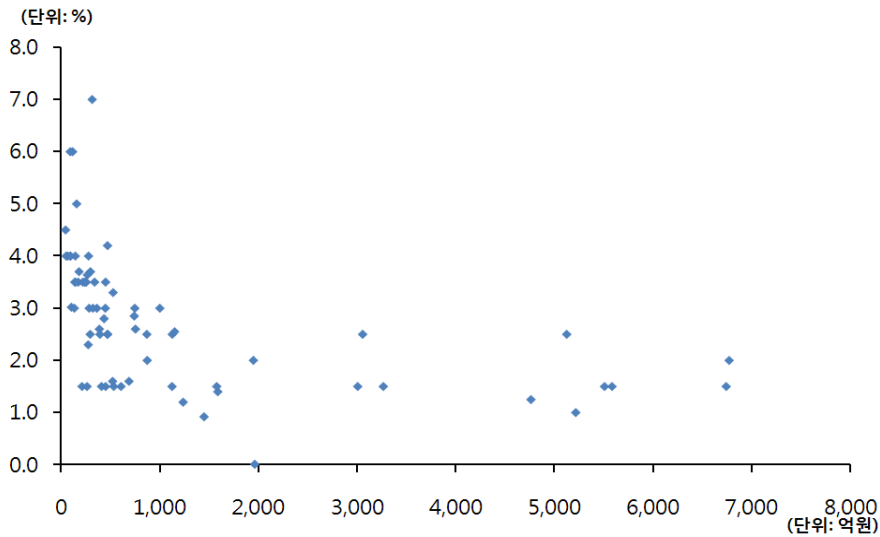
<표 II-5>는 발행규모별 IPO 수수료 부과방식에 따른 수수료 유형별 건수, 비중 및 수수료율을 보여주고 있다. 발행시장과 상관없이 중소형 규모의 IPO에 있어서는 정액형과 혼합형이 가장 높은 비중을, 중대형 규모의 IPO에서는 정률형이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 유가증권 시장과 코스닥시장 모두 100억 원 미만의 IPO에 대해서는 정액형과 혼합형의 비중이 높았던 반면, 100~1,000억 원 사이의 IPO 경우 정률형이 가장 높은 비중을 차지하고 있었다.

한편 동일 발행규모 수준에서 혼합형은 유가증권시장보다 코스닥시장에서 높은 비중을 차지하고 있는 것으로 나타났다. 50~100억 원 사이의 경우 혼합형이 유가증권시장에서는 33%를 나타낸 반면, 코스닥시장에서는 48%를 보여주었고, 300~1,000억 원 사이에서도 혼합형이 코스닥시장에서 28%의 비중을 차지하여 13%의 유가증권시장보다도 매우 높은 것으로 나타났다. 혼합형 수수료 부과방식에서는 공모가가 공모예정가에 비해 낮게 책정되어 수수료가 크게 낮아질 경우 고정수수료를 받는다는 점에서 금융투자회사는 낮은 공모가에 대한 수수료 위험을 지지 않는다. 이러한 점을 고려하면, 코스닥시장에서 혼합형 부과방식이 많았던 것은 IPO 공모주의 불확실성이 유가증권시장보다는 코스닥시장에서 대체로 높기 때문인 것으로 보인다.

수수료는 발행규모에 따라서 차이를 나타내고 있다. 예를 들면 정률형의 수수료는 유가증권시장(코스닥시장)에서 100~300억 원 사이의 발행규모인 경우 평균 3.4%(3.9%)였으며, 300~1,000억 원 사이의 발행규모에서는 평균 2.8%(3.5%)를 보여주었다. 한편 혼합형의 경우 고정수수료와 수수료율이 동시에 나타나는데, 동일 발행규모 구간에 대해서 정액형보다 낮은 고정수수료와 정률형보다 낮은 수수료율을 보여주고 있다. 예를 들면, 유가증권시장에서 50~100억 원 사이의 발행규모인 경우, 혼합형의 평균 고정수수료는 3억 원이었던 데 비해 정액형에서는 3.4억 원이었으며, 혼합형의 평균 수수료율은 4.0%였던 데 비해 정률형에서는 5.0%로 나타났다. 이는 혼합형의 경우 낮은 공모가가 결정되었을 때 금융투자회사에게 하한(고정수수료)을 보장함에 따라 그에 상응하는 디스카운트가 있는 것으로 보인다. 또한 공모가가 높게 결정되었을 때는 혼합형의 경우 금융투자회사가 수수료율 형태로 받게 되어 발행회사로부터 높은 수수료를 받을 수 있다. 따라서 공모가가 높을 때에도 고정수수료를 받는 정액형에 비해 낮은 고정수수료가 책정된 것으로 보인다. 다만, 금융투자회사가 정률형에 비해 혼합형의 수수료 부과방식을 선택하는 이유는

발행회사의 불확실성 또는 시장의 반응에 대한 확신이 부족하기 때문일 가능성이 있다. 즉 혼합형의 수수료 부과방식인 경우 불확실성이 높은 발행회사가 많다면 이에 따른 수수료 프리미엄이 있을 것이다. 따라서 혼합형의 수수료율은 정률형에 비해 디스카운트 요인과 프리미엄 요인이 혼재되어 있을 가능성이 있다.

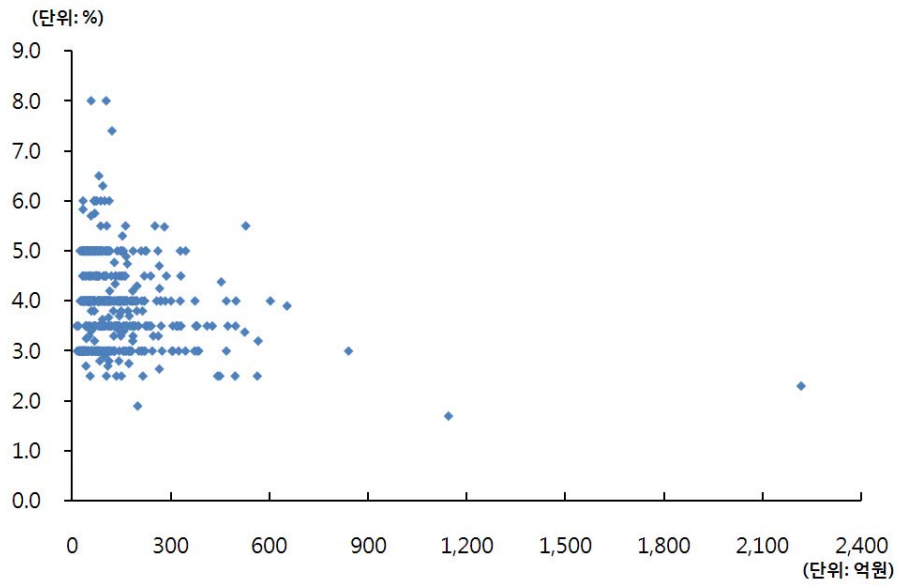
<그림 II-7> 유가증권시장의 개별 IPO 규모와 수수료율 현황



위에서 살펴본 바와 같이 수수료율은 수수료 부과방식 및 발행규모에 따라 차등화 되고 있으며, IPO 규모가 증가할수록 감소하는 것으로 나타났다. <그림 II-7>은 유가증권시장에서 개별 IPO 규모와 수수료율을 산포도 그림으로 보여주고 있다. 그림에서 볼 수 있듯이, IPO 규모 1,000억 원 미만 구간에서 발행규모와 수수료율 간의 우하향 관계가 두드러지게 나타나고 있다. 반면, 발행규모 1,000억 원 이상의 대형 IPO에

대해서는 규모와 상관없이 수수료율이 1~2% 내외로 나타나고 있다. 이는 일정 발행규모 이상의 대형 IPO에 대해서 주관회사가 갖는 인수위험이 IPO 수수료율에 어느정도 반영되고 있는 것으로 판단된다.

<그림 II-8> 코스닥시장의 개별 IPO 규모와 수수료율 현황



코스닥시장 역시 발행규모가 증가함에 따라 수수료율은 대체적으로 감소하는 것을 볼 수 있으나 발행규모가 500억 원 미만의 IPO에 대해서는 특정 수수료율(3.0%, 3.5%, 4.0%, 4.5%, 5.0%, 6.0% 등)로 적용되고 있는 경우가 많은 것으로 나타났다.

다. IPO 시장의 산업별 현황

여기서는 거래소의 분류기준에 따라 각 산업별¹⁵⁾ IPO 규모, 평균 건별규모, 평균 수수료율, 총 발행건수 등으로 살펴본다. 2001년부터 2009년 사이 유가증권시장에서는 금융업과 반도체 제조업이 각각 8개의 기업이 상장되어 가장 많은 발행건수를 기록하였으며, 총 발행규모 면에서도 각각 2조 5,723억 원과 8,277억 원으로 가장 큰 규모를 나타내었다. 평균 발행규모 기준으로는 소매업이 3,477억 원으로 가장 컸으며, 비금속 광물제조업이 55억 원으로 발행규모가 가장 작았다. 산업별 수수료는 섬유, 가죽, 의복제조업이 4.3%로 가장 높게 나타났다.

한편, 분석기간 중 코스닥시장에서는 반도체 제조업과 소프트웨어 개발 및 공급업이 각각 197개와 125개의 기업이 상장되어 가장 많은 발행건수를 기록하였으며, 이들의 총 발행규모는 각각 2조 2,218억 원과 1조 5,447억 원으로 나타났다. 평균 발행규모 기준으로는 전기, 가스 제조 및 배관공급업이 493억 원으로 가장 컸으며, 금속가공제품 제조업은 21억 원으로 발행규모가 가장 작았다. 코스닥시장에서 수수료율은 산업별로 크게 차이를 보이지 않으며 일반적으로 3~5%가 적용되는 것으로 나타났다.

유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업의 산업 특징을 살펴보면 유가증권시장의 경우 다소 성숙한 산업이나 금융업, IT 등이 상대적으로 많았던 반면 코스닥시장의 경우 IT나 의료 및 신성장 산업이 많았다.

15) 거래소는 상장기업을 농업, 임업 및 어업, 광업, 제조업을 비롯하여 금융 및 보험업, 교육서비스업 등 21개로 분류하고 있으며, 그 중 제조업의 경우 구체적인 산업에 따라 24개 업종으로 구분하고 있다.

<표 II-6> 유가증권시장의 산업별 IPO 규모, 수수료 및 건수

(단위: 억원, %, 개사)

산 업	총발행 규모	평균발행 규모	수수료	건수
예술 및 기타 오락관련 서비스업	1,960	1,960	0.01	1
의약	137	137	3.0	1
기타운송장비 제조업	749	749	3.0	1
전기장비제조업	453	453	1.5	1
전기,가스 제조 및 배관공급업	223	223	1.7	1
건설업	1,126	1,126	1.5	1
고무,플라스틱제조업	1,003	1,003	3.0	1
가구제조업	149	149	3.5	1
소매업	6,953	3,477	2.9	2
자동차 및 트레일러 제조업	614	307	3.1	2
비금속 광물제품 제조업	110	55	2.3	2
도매업	499	166	3.8	3
제지 및 출판업	740	247	3.8	3
운수업	7,279	2,426	2.0	3
음식료품	5,788	1,929	2.4	3
일반 목적용 기계 제조업	959	320	2.2	3
교육 및 문화서비스업	1,983	496	3.1	4
섬유,가죽,의복	1,150	288	4.3	4
1차금속제조업	844	211	3.3	4
사업시설관리 및 지원서비스업	1,401	350	3.3	4
소프트웨어 개발 및 공급업	7,653	1,531	2.4	5
전문,과학 및 기술서비스업	2,954	492	3.5	6
화학	1,244	178	3.2	7
반도체 제조업	8,277	1,035	2.5	8
금융업	25,743	3,218	1.8	8

<표 II-7> 코스닥시장의 산업별 IPO 규모, 수수료 및 건수

(단위: 억원, %, 개사)

산 업	총발행 규모	평균발행 규모	수수료	건수
가구제조업	145	145	4.0	1
운수업	80	80	5.0	1
숙박및음식점업	143	143	4.0	1
금속가공제품 제조업	42	21	3.0	2
예술 및 기타 오락관련 서비스업	874	437	3.0	2
금융업	226	113	3.7	2
기타제품 제조업	344	115	4.3	3
비금속 광물제품 제조업	198	66	3.8	3
하수,폐기물처리업	302	101	4.0	3
건설업	437	109	4.5	4
어업,임업,농업,광업,낙농업	472	118	3.8	4
전기,가스 제조 및 배관공급업	1,973	493	3.3	4
소매업	384	96	2.5	4
음식료품	739	148	4.5	5
기타운송장비 제조업	1,163	145	3.9	8
섬유,가죽,의복	561	62	3.8	9
제지 및 출판업	683	76	4.7	9
사업시설관리 및 지원서비스업	939	78	3.8	12
1차금속제조업	1,625	116	3.8	14
자동차 및 트레일러 제조업	771	51	4.1	15
화학	1,494	93	4.1	16
교육 및 문화서비스업	2,285	134	3.8	17
의료,정밀기기 제조업	1,709	95	3.7	18
전기장비제조업	1,697	85	4.1	20
고무,플라스틱제조업	2,029	92	4.2	22
전문,과학 및 기술서비스업	3,350	140	4.5	24
의약	2,819	101	4.3	28
도매업	2,793	85	4.1	33
일반 목적용 기계 제조업	8,701	104	3.7	84
소프트웨어 개발 및 공급업	15,447	124	4.0	125
반도체 제조업	22,218	113	3.9	197

III. 국내 IPO 시장의 시장집중도 및 수수료율 분석

1. 시장집중도 분석
2. IPO 수수료율 분석
3. 소결

III. 국내 IPO 시장의 시장집중도 및 수수료율 분석

본 장에서는 시장구조 및 경쟁정도를 분석하는데 널리 이용되고 있는 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)와 Cr3(Concentration ratio)를 시장 집중도 지수로 선택하였다. 두 지수 모두 산업 내 기업들의 시장점유율을 기초로 구한 지표로서, HHI는 시장에 경쟁하고 있는 모든 기업의 시장점유율을 제곱하여 합하여 구해지고 Cr3는 상위 3개 기업의 시장점유율을 합하여 구해진다. 따라서 HHI와 Cr3는 산업 내 경쟁기업의 수가 적거나 시장 내 주요 경쟁기업의 시장점유율이 높을수록 상승한다.¹⁶⁾

시장집중도는 시장을 어떻게 획정하느냐에 따라 달라질 수 있다. 시장집중도는 시장을 넓게 획정하면 많은 기업들이 시장 내에 포함되어 하락하고, 반대로 시장을 좁게 획정하면 상승하게 된다. 반면 시장 내에는 상품이나 서비스의 차별화가 어느 정도 크게 이루어지고 있는지 알 수가 없다. 이러한 이유로 시장의 획정은 사전적으로 결정하기보다는 오히려 검정해야 할 문제이다.¹⁷⁾ 그러나 시장을 사전적으로 획정하여 시장 집중도를 파악하는 것 자체만으로도 전체 IPO 시장에서 시장분할이 존재하고 있는지 또는 금융투자회사 간 경쟁구도를 이해하는데 효과적이기 때문에, 본 장에서는 이러한 방식의 분석을 시도한다.

16) 예를 들면, 무수히 많은 기업들이 시장점유율을 거의 가지지 못하는 완전 경쟁시장인 경우 HHI와 Cr3는 0(%)에 가까운 값을 가지는 반면, 하나의 기업만이 시장에 존재하는 독점시장인 경우 HHI와 Cr3는 각각 10,000(%)과 100(%)으로 최대값을 가지게 된다.

17) 시장의 획정은 상품 간 대체관계에 따라 결정되어야 한다. 두 상품 간 대체탄력도가 높으면 어느 한 상품의 가격이 하락할 때 나머지 다른 상품의 수요가 크게 감소하여, 두 상품은 동일시장 내 경쟁하고 있다고 할 수 있다. 대체탄력도가 낮으면 다른 상품의 가격변화에 자신의 시장수요가 영향을 받지 않아, 두 상품 간 경쟁관계가 없다고 할 수 있다. 따라서 시장의 획정은 상품 간 대체탄력도를 통해서 추론해야 할 실증문제이기도 하다.

동일상품을 제공하고 가격경쟁을 하고 있는 제조업과 달리, IPO 부문은 개별 IPO 주관업무 계약을 기초로 수수료와 주관업무 서비스가 결정된다. 이러한 점 때문에 주관업무에 대한 한계비용은 구하기가 어렵다. 따라서 통상 경쟁정도 또는 시장지배력은 가격과 한계비용의 차인 가격마진을 통해서 추론할 수 있는 데 반해, IPO 부문의 경우 한계비용이나 가격마진을 통해서 경쟁정도를 논의할 수가 없다. 실제로 IPO 경쟁관련 많은 문헌은 수수료 요인분석이나 수수료의 추세 등을 통해서 경쟁관계를 논의하는 데 그치고 있다. 여기서도 수수료의 결정요인 분석을 통해서 IPO 시장의 경쟁관계를 검토하고자 한다. 다만 시장집중도와 수수료를 함께 분석해 봄으로써, 국내 IPO 시장에 있어서 금융투자회사의 경쟁력에 관한 논의까지 확장하고자 한다.

1. 시장집중도 분석

시장집중도는 산업 내 시장규모 또는 시장의 수요와 매우 연관성이 높다. 이는 IPO의 시장규모가 매우 크다면 다수의 금융투자회사가 시장에 진입하려고 할 것인 반면, IPO의 시장규모가 매우 작다면 소수의 금융투자회사만이 시장에서 경쟁하게 될 것이기 때문이다. 결국 시장규모는 시장집중도를 이해하는데 있어서 중요한 변수 중의 하나다. 다른 한편, 개별 IPO 규모가 큰 경우 위험인수나 평판, 투자자 네트워크에서 약한 중소형 금융투자회사가 대형 금융투자회사와 경쟁하여 주관업무를 따내기가 어렵다. 따라서 IPO 시장에 있어서 개별 IPO 규모는 시장집중도에 영향을 미칠 수 있는 또 다른 요인 중의 하나다. 따라서 본 절에서는 먼저 연도별 시장집중도와 시장규모 추세를 통해서 둘 간의 상관관계를 보고, 2000년대 후반기에 개별 IPO 규모가 2000년대 전반기에 비해 크게 상승하였던 점을 고려하여 2000년대 전후반기 구분하여 시장집

중도를 파악한다. 더불어 IPO 시장규모나 개별 IPO 규모, 시간추세 변수가 시장집중도에 미치는 효과를 추정하고자, 시장집중도 지수를 종속 변수로 한 회귀분석을 수행한다.

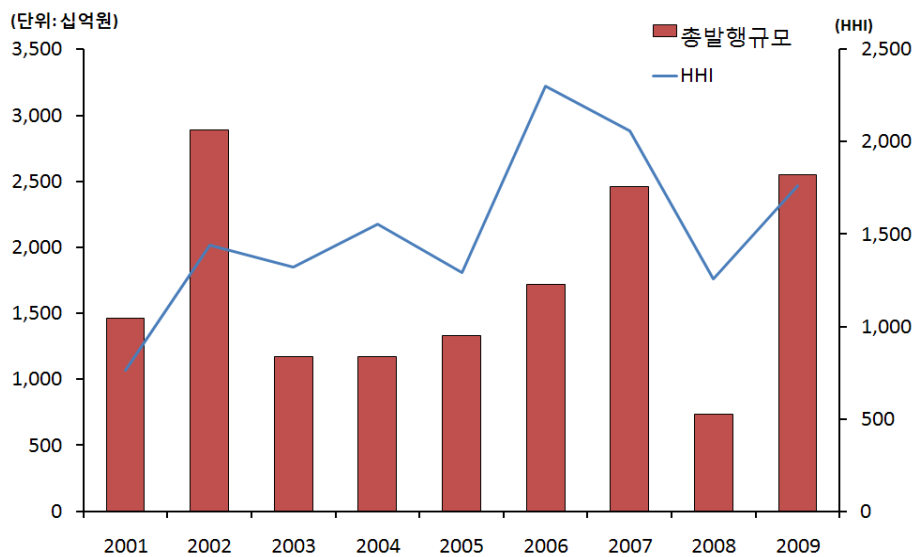
많은 산업의 경우 시장 내 동일한 상품이나 서비스보다는 차별화된 상품이나 서비스가 다양하게 나타나고 있듯이, IPO 주관업무도 금융투자회사의 자본력, 트랙레코드 및 전문 인력 등에 따라 차별화된 서비스로 볼 수 있다. 이에 따라 유가증권시장과 코스닥시장의 IPO 서비스, 발행규모에 따른 IPO 서비스, 산업별 IPO 서비스 등은 모두 사전적으로 분리된 시장으로도 볼 수 있다. 본 절에서는 발행시장, 발행규모 및 산업을 기준으로 IPO 시장을 사전적으로 구분하고 시장집중도를 검토하여 IPO 시장 내 금융투자회사 간 경쟁관계를 추론하고 논의하고자 한다.

가. 시장집중도 결정요인 분석

앞서 논의하였듯이, HHI와 Cr3 모두 시장구조가 독점에 가까워질수록 높아지는 한편, 시장점유율을 분할하는 경쟁기업이 많아질수록 낮아진다. 여기서 HHI와 Cr3, 연도별 IPO 총 규모, 그 외 시장점유율은 금융투자회사별 IPO 대표주관 발행규모를 이용하였다. <그림 III-1>은 유가증권시장과 코스닥시장을 합한 전체시장에서 IPO 규모와 HHI의 연도별 추이를 보여주고 있다. 총 8개년도 구간 중 5개년도 구간에서 총 발행규모 증감의 방향과 HHI의 증감 방향이 일치하고 있어, 시장규모가 클수록 시장 내 경쟁기업이 증가한다는 시장규모와 HHI 간의 통상적인 음(-)의 상관관계가 관찰되지 않을 수 있음을 보여주고 있는 것 같다. 그러나 시장집중도를 종속변수로 한 회귀분석(<표 III-1> 참조)에서는 시장규모와 시장집중도 간의 음(-)의 상관관계가 유의적인 것으로 나와, <그림 III-1>에서 시장규모와 시장집중도 간의 관계는 그림에서 나타나지 않는 개별

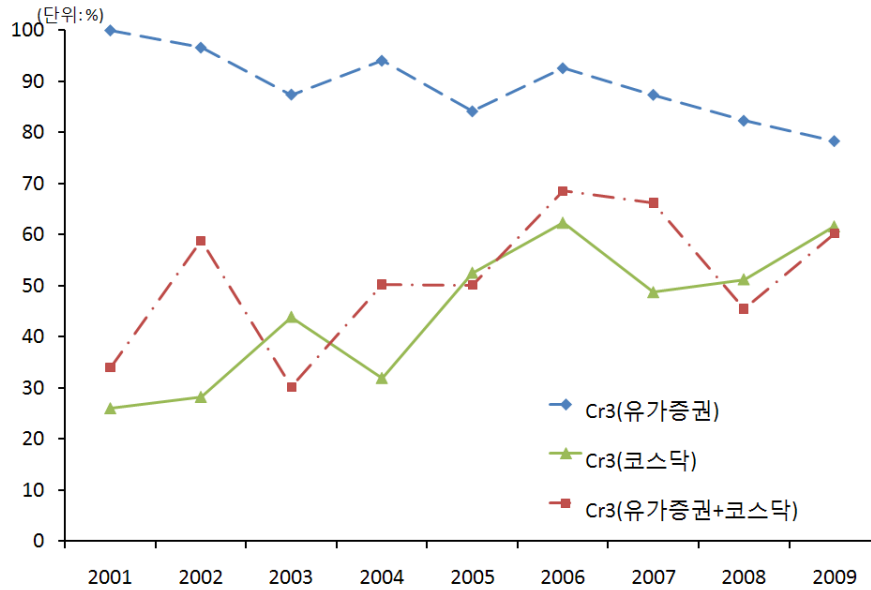
IPO 규모 또는 다른 요인이 시장집중도에 영향을 크게 줄 수도 있음을 보여준다.

<그림 III-1> 전체시장에서 IPO 총 규모와 HHI의 연도별 추이



<그림 III-2>는 유가증권시장과 코스닥시장을 구분·통합하여 구한 연도별 Cr3의 추세를 보여주고 있다. 유가증권시장과 코스닥시장을 합하여 구한 Cr3는 앞서 분석한 HHI와 매우 유사한 추세를 보이고 있으며, 30%대에서 60%대 후반까지 등락이 심하였다. 코스닥시장의 경우 Cr3가 2001년 26%에서 2009년 61%로 상승하였던 만큼, 코스닥시장이 전체시장 보다는 Cr3의 증가추세가 두드러졌다. 반면 유가증권시장의 경우 Cr3는 2000년대 전반적으로 하락하였다. 이는 소수의 대형 금융투자회사 중심이었던 유가증권 IPO 시장에서 중대형 금융투자회사 중심의 경쟁시장으로 경쟁기업이 확대되어 가고 있는 것으로 해석할 수 있다.

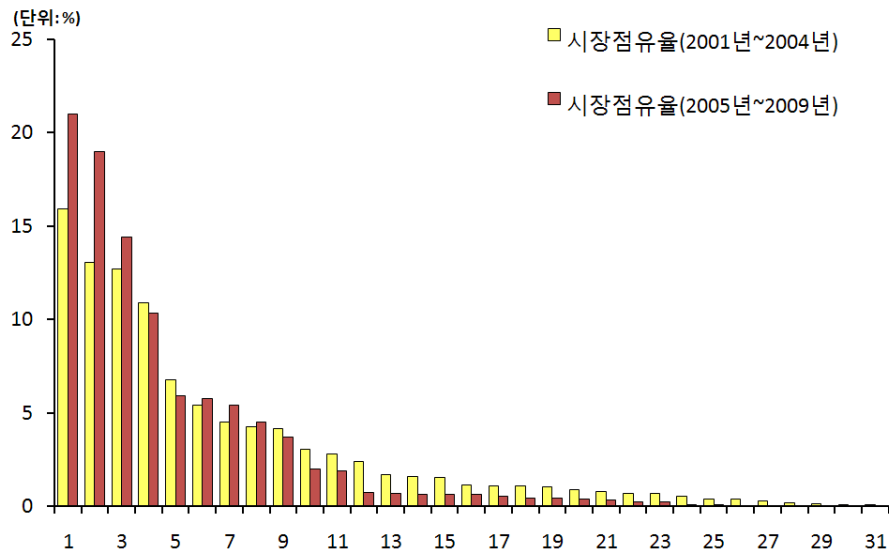
<그림 III-2> 발행시장으로 구분한 Cr3의 연도별 추이



<그림 III-2>를 보면 유가증권시장의 Cr3가 코스닥시장이나 전체시장의 Cr3에 비해 상당히 높았을 뿐 아니라, 코스닥시장과는 다른 Cr3의 추세가 나타났음을 알 수 있다. 두 시장의 시장집중도 지수가 큰 차이를 나타냈던 이유는 발행시장에 따라 상장기준이 달라 IPO 기업의 규모나 안정성, 인지도 등이 달랐기 때문으로 보인다. 즉 안전성 및 인지도가 높고 발행규모가 큰 유가증권시장의 IPO 기업은 대형 금융투자회사를 중심으로 주관업무를 위탁할 가능성이 높은 반면, 코스닥시장의 경우 IPO 기업이 상대적으로 규모가 작아 중소형 금융투자회사에게도 수수료나 다른 계약조건에 따라 주관업무를 충분히 위탁하고 있었던 것이 사실이다. 이러한 이유로 코스닥시장과 유가증권시장의 시장집중도 차이가 크게 나타났던 것으로 보인다. 한편 두 시장의 시장집중도 추세가 달리 나타났던 이유는 총 발행규모(시장규모)의 연도별 추세가 다소 상이하였

을 뿐 아니라 개별 IPO 규모의 분포가 두 시장에서 달리 나타났기 때문으로 보인다.(<그림 II-2, II-3>, <표 II-2, II-3> 참조) 특히 개별 IPO 규모가 코스닥시장의 경우 상대적으로 크게 증가하는 추세를 보였던 반면 유가증권시장의 경우 증가추세가 다소 미미하였다.

<그림 III-3> 2000년대 전·후반기 전체 IPO 시장의 시장점유율

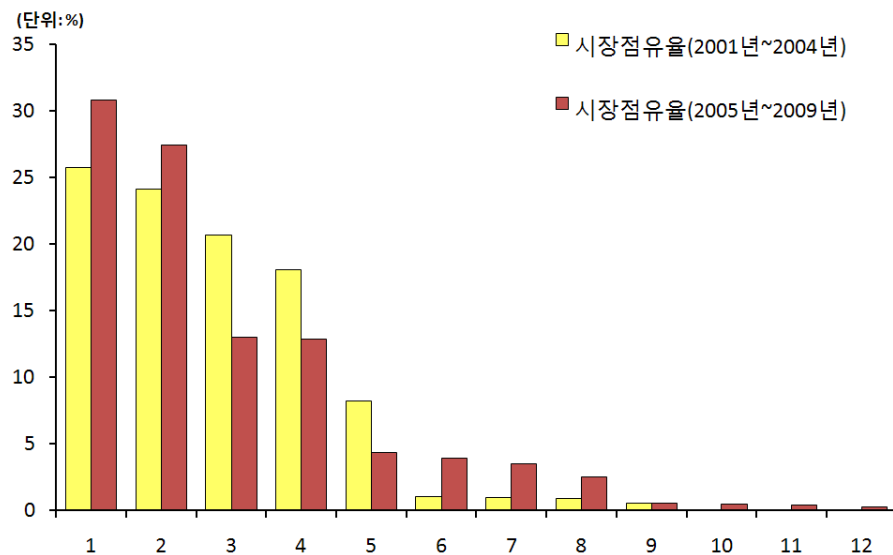


<그림 III-3>은 2000년대 전반기(2001년~2004년)와 2000년대 후반기(2005년~2009년)로 나눈 두 기간에 대해 유가증권시장과 코스닥시장을 모두 포함한 전체 IPO 시장에서의 시장점유율을 순위별로 나타내고 있다.¹⁸⁾ 상위 3개의 금융투자회사 시장점유율은 2000년대 전반기에 비해

18) 앞서 II장에서, 개별 IPO 규모의 연도별 중위값이 크게 높아진 점을 고려하여 개별 IPO 규모가 높아지기 시작하였던 2005년부터 2009년을 2000년대 후반기로 정하고, 2001년부터 2004년을 2000년대 전반기로 정하였다.

2000년대 후반기에 상승하였으나, 그 외 대부분의 금융투자회사 시장점유율은 하락하였다. <그림 III-3>은 2000년대 전반기 31개의 금융투자회사가 IPO 주관경험이 있었던 데 비해 2000년대 후반기에는 IPO 주관업무를 수행한 금융투자회사의 수가 25개로 감소하였다는 점도 보여주고 있다. 이러한 결과는 2000년대 후반기 전체 IPO 시장에서 시장집중화가 심화되었을 뿐 아니라 일부 소형 금융투자회사가 퇴출되었음을 의미한다.

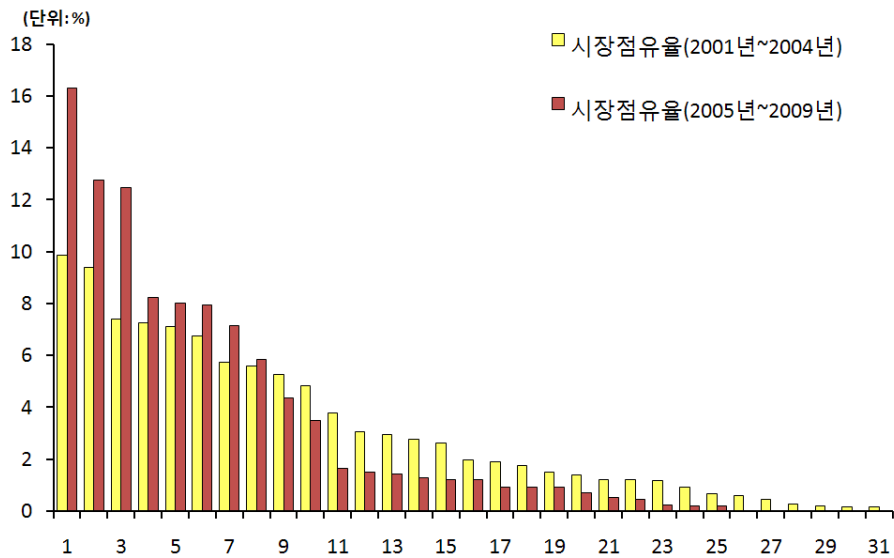
<그림 III-4> 2000년대 전·후반기 유가증권 IPO 시장의 시장점유율



<그림 III-4>는 2000년대 전·후반기 각각에 대해 유가증권 IPO 시장에서의 시장점유율을 순위별로 보여주고 있다. 2000년대 후반기에 들어와 상위 2개 금융투자회사의 시장점유율은 다소 상승하였으나, 6위부터 8위까지의 시장점유율 상승한 것과 함께 IPO 주관업무를 수행한 금융투

자회사 수가 9개사에서 13개사로 증가하였다. 앞서 Cr3 추세 분석에서 논의하였던 것과 마찬가지로, 이러한 결과는 2000년대 후반기에 중형 금융투자회사들이 유가증권시장에서 새로운 경쟁자로 진출하고 있음을 보여준다.

<그림 III-5> 2000년대 전·후반기 코스닥 IPO 시장의 시장점유율



한편 <그림 III-5>에서 2000년대 전·후반기 코스닥시장의 IPO 시장점유율 분포를 보면, 상위 8개사까지의 시장점유율 모두가 2000년대 후반기에 모두 상승하였던 반면 그 외의 모든 금융투자회사의 시장점유율은 하락하였다. 그 이유는 2000년대 후반기에는 개별 IPO 규모의 증가로 중대형 금융투자회사가 보다 경쟁적으로 코스닥 IPO 시장에 참여하였던 반면 소형 금융투자회사들은 시장에서 경쟁하기 어려워졌기 때문인 것

으로 보인다. 전체 IPO 시장을 대상으로 한 <그림 III-3>과 마찬가지로 2000년대 후반기에 코스닥시장 IPO 주관업무를 수행한 금융투자회사의 수는 31개사에서 25개사로 크게 감소하였다. 2000년대 전반기에 많은 금융투자회사가 참여할 수 있었던 이유는 2000년대 초반 IT버블과 벤처투자 활성화에 따른 코스닥 IPO 시장의 활황으로 시장규모가 크게 확대된 시장상황에서, 상당수의 소형 금융투자회사들이 IPO 주관업무에 참여할 인센티브가 높았기 때문이다.

지금까지 시장규모와 시장집중도 간의 관계를 보기 위하여 연도별 IPO 총 규모와 시장집중도 지수의 추세를 분석하였고, 개별 IPO 규모에 있어서 큰 차이를 보였던 2000년대 전·후반기를 구분하여 시장점유율 분포를 검토함으로써 개별 IPO 규모와 시장집중도 간의 관계를 분석하였다. 여기서는 유가증권시장과 코스닥시장을 통합한 전체시장, 유가증권시장, 코스닥시장으로 구분하여, 시장규모 및 개별 IPO 규모, 시간추세가 시장집중도 지수(HHI)에 미치는 효과를 최소자승추정법(ordinary least squares: OLS)을 사용하여 추정하였다. 시장집중도 결정요인 분석은 HHI를 종속변수로 하고 총 발행규모(시장규모), 건별규모(개별 IPO 규모), 시간추세를 독립변수로 사용하였다. 회귀분석은 반기마다 금융투자회사별 발행규모 기준으로 HHI를 구함으로써 총 9년간의 자료로부터 18개의 샘플을 이용하였다.¹⁹⁾

분석 결과, 총 발행규모에 대한 추정계수는 모든 시장에서 음(-)의 값을 가지고 있었고, 유가증권시장과 코스닥시장에 대해서는 유의성이 높은 것으로 나타났다.²⁰⁾ 이러한 결과는 총 발행규모 즉 시장규모가 커질

19) 유가증권시장의 경우 2001년 전반기에 IPO 건수가 존재하지 않아 총 17개의 관찰값을 이용하였다. 반기를 기준으로 한 분석 외에도 연도를 기준으로 한 분석(관찰 수 8개)과 분기를 기준으로 한 분석(관찰 수 37개)을 수행하였고, HHI의 경우 발행규모 기준 외에 수수료수익 및 IPO 건수를 기준으로 산출한 값을 분석에 이용해 보았다. 보고서에서는 포함되지 않았지만, 모든 분석의 결과는 <표 III-1>에서 보고된 결과와 대동소이하게 나왔다.

수록, 금융투자회사들이 IPO 시장에 참여할 인센티브가 커지고 이에 따라 보다 많은 금융투자회사들이 시장에서 경쟁할 것임을 의미한다.

<표 III-1> 시장집중도 결정요인 분석결과

	유가증권+코스닥	유가증권	코스닥
종속변수	HHI	HHI	HHI
독립변수			
총 발행규모 (10억원)	-0.84 (0.56)	-3.018*** (1.07)	-1.189*** (0.36)
건별규모 (10억원)	88.69*** (28.99)	12.25*** (1.73)	34.02 (31.71)
시간추세	-21.88 (29.03)	-130.7 (100.5)	24.85 (29.41)
상수항	929* (507.1)	6531*** (1290)	1255*** (245.2)
R-squared	0.574	0.446	0.593
관찰 수	18	17	18

주: 표에서 *는 10%에서, **는 5%에서, ***는 1%에서 유의적임을 의미하고, 괄호 안의 값은 추정치에 대한 표준편차이다.

IPO 건별규모에 대한 추정결과는 모든 시장에서 양(+)의 계수값을 보여주었다. 이는 건별 규모가 증가할 때 증대형 금융투자회사가 경쟁력 우위를 바탕으로 시장에 보다 적극적으로 참여하고, 이에 따라 시장집중도가 높아지기 때문이다. 시간추세에 대한 추정결과는 코스닥시장의 경

20) 총 발행규모에 대한 추정치는 유가증권 IPO 시장의 경우 -3.018로 나왔는데, 이는 총 발행규모가 10억 원 증가할 때 유가증권시장의 HHI 지수가 3.018(%) 감소하게 될 것임을 의미한다. 참고로, 반기 기준 유가증권시장의 평균 총 발행규모는 약 4,800억 원 정도인 것으로 나타났다.

우에서만 양(+)의 계수값을 가지고 있었고 그 외의 시장 분석에서는 모두 음(-)의 값을 보였다. 그러나 시간추세의 추정계수 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다. 본 절에서는 이상의 회귀분석 결과로부터 2000년대 국내 IPO 시장에서 시장집중도의 중요한 결정요인이 시장규모와 함께 건별규모임을 확인하였다.

나. 발행시장 및 규모별 시장집중도 분석

엄격한 상장요건을 요구하는 유가증권시장의 IPO 경우 대체로 시장에 잘 알려져 있고 성숙한 산업에 있는 기업들이 많은 반면, 코스닥시장의 IPO는 IT나 바이오 등 신성장 산업에 있는 기업들이 많다. 이에 따라 두 시장의 IPO는 금융투자회사 주관업무 역할에 있어서 우선순위가 다를 수 있다. 한편 발행규모가 큰 기업의 경우 적절한 공모가나 대규모의 투자자 유치가 중요한 반면, 발행규모가 작은 기업의 경우 마케팅이나 IPO의 성공여부가 중요하다. 결국 금융투자회사의 자본력, 과거 IPO 주관업무 경험, 평판, 수수료 등 금융투자회사 간 차별화된 주관업무 서비스로 인하여 발행시장과 IPO 규모에 따라 그들의 경쟁구도는 달라질 수 있다. 본 절에서는 시장구조(시장집중도 지수)를 발행시장과 IPO 규모에 따라 구분하고, 전체기간 뿐 아니라 2000년대 전반기 및 후반기에 대해서도 분석하였다.

<표 III-2> 전체기간에 대한 발행규모별 시장집중도 분석

2001 - 2009	유가증권시장			코스닥시장		
	0 ~ 300억	300 ~ 1,000억	1,000억 이상	0 ~ 300억	300 ~ 1,000억	1,000억 이상
총 발행규모	0.57조	1.26조	5.99조	5.78조	1.60조	0.28조
건별규모	159억	527억	3,150억	89억	422억	1,404억
HHI(발행규모) ¹⁾	978	1,780	2,099	592	1087	5,170
총 IPO 건수	36	23	19	648	38	2
HHI(건수) ²⁾	926	1,875	1,855	540	1,094	5,000
주관회사 수	15개사	8개사	8개사	32개사	12개사	2개사

주: 1) 발행규모를 기준으로 구한 HHI이다.

2) IPO 건수를 기준으로 구한 HHI이다.

<표 III-2>에서 볼 수 있듯이, 발행규모는 1,000억 원 이상의 유가증권 IPO 시장이 5.99조 원으로 가장 컸으며, 그 다음으로는 300억 원 미만의 코스닥 IPO 시장이 5.78조 원으로 컸다. 300억 원 미만 발행규모의 유가증권 IPO 시장은 1,000 미만의 HHI를 보였고 15개사의 금융투자회사가 주관업무에 참여하여, 매우 경쟁적인 시장구조 형태를 보였다. 반면 300억 원 이상의 규모에서는 HHI가 1,800 이상으로 나타났고 오직 8개사만이 주관업무에 참여하여, 다소 독점적인 시장구조 형태를 보였다. 표에서 알 수 있듯이, 유가증권시장은 총 발행규모 기준으로 300억 원 이상 규모의 IPO가 차지하는 비중이 약 92.7%(7.25조/7.82조)로서, 전체적으로는 다소 독점적인 시장구조임을 보여주고 있다. 이러한 결과는 건수 기준으로 구한 HHI에 대해서도 매우 유사하게 나타났다.

한편 1,000억 원 미만의 코스닥 IPO 시장에서 HHI는 1,000을 크게 넘지 못하여, 매우 경쟁적인 시장구조를 가진 것으로 나타났다. 코스닥

시장은 총 발행규모 기준으로 1,000억 원 미만 규모의 IPO가 차지하는 비중이 약 96.3%(7.38조/7.66조)로서, 전체적으로는 매우 경쟁적인 시장 구조임을 보여주고 있다. 이러한 결과는 건수 기준으로 구한 HHI에 대해서도 매우 유사하게 나타났다.

추가적으로, 시장집중도 분석 결과는 발행규모가 큰 시장일수록 HHI가 상승하였고 참여한 주관회사의 수가 감소하여 시장진입이 높아졌음을 보여주었다. 독점적인 시장구조는 유가증권시장의 경우 300억 원 이상 규모의 IPO 시장에서 나타났던 반면, 코스닥시장의 경우 1,000억 원 이상 규모의 IPO 시장에서 나타났다.

<표 III-3> 발행규모별 유가증권시장의 시장집중도 분석

유가증권시장	전반기 (2001 - 2004)			후반기 (2005 - 2009)		
	0 - 300억	300 - 1,000억	1,000억 이상	0 - 300억	300 - 1,000억	1,000억 이상
총 발행규모	0.20조	0.44조	2.20조	0.37조	0.82조	3.78조
건별규모	146억	627억	3,150억	168억	485억	3,151억
HHI(발행규모) ¹⁾	1,663	3,037	2,374	960	1,997	2,418
총 IPO 건수	14	7	7	22	16	12
HHI(건수) ²⁾	1,735	3,061	2,245	950	1,972	2,083
주관회사 수	8개사	4개사	5개사	13개사	7개사	7개사

주: 1) 발행규모를 기준으로 구한 HHI이다.
 2) IPO 건수를 기준으로 구한 HHI이다.

<표 III-3>에서 알 수 있듯이, 유가증권시장의 경우 HHI는 발행규모 구간에 상관없이 2000년대 전반기에 비해 2000년대 후반기에 감소한 것으로 나타났다. 이렇듯 모든 발행규모 구간에서 2000년대 후반기에 시장

집중도가 하락한 이유는 발행규모 구간별로 볼 때 건별규모는 대체로 비슷하였으나 IPO 건수가 크게 증가하였기 때문으로 보인다. 이러한 결과는 앞서 분석한 회귀분석에서 시장집중도가 시장규모와 음(-)의 관계를 가진다는 결과와 부합한다. 또한 2000년대 후반기에 주관업무에 참여했던 금융투자회사의 수는 8개사에서 13개사(300억 원 미만), 4개사에서 7개사(300억 원에서 1,000억 원 사이), 5개사에서 7개사(1,000억 원 이상)로 증가하였다. 이는 2000년대 후반기에 중형 금융투자회사들이 유가증권시장 주관업무 경쟁에 적극적으로 참여하였음을 보여주는 것이다.

<표 III-4> 발행규모별 코스닥시장의 시장집중도 분석

코스닥시장	전반기 (2001 - 2004)			후반기 (2005 - 2009)		
	0 - 300억	300 - 1,000억	1,000억 이상	0 - 300억	300 - 1,000억	1,000억 이상
총 발행규모	3.13조	0.72조	-	2.65조	0.89조	0.28조
건별규모	62억	448억	-	105억	402억	1,404억
HHI(발행규모) ¹⁾	518	1,742	-	855	1,532	5170
총 IPO 건수	397	16	-	251	22	2
HHI(건수) ²⁾	505	1,718	-	858	1,529	5,000
주관회사 수	31개사	8개사	-	25개사	9개사	2개사

주: 1) 발행규모를 기준으로 구한 HHI이다.

2) IPO 건수를 기준으로 구한 HHI이다.

<표 III-4>는 발행규모별 코스닥시장의 시장집중도를 2000년대 전·후반기로 구분하여 보여주고 있다. 300억 원 미만의 코스닥시장 IPO 경우, HHI는 2000년대 전반기에 500을 조금 상회하였던 것이 2000년대 후반기에 800을 상회하는 것으로 나타났고, 주관업무에 참여한 금융투자회사

수도 31개사에서 25개사로 감소하였다. 특히 300억 원 미만의 발행규모 구간에서 IPO 건수가 감소하였던 반면 건별규모가 62억 원에서 105억 원으로 크게 증가하였음을 확인할 수 있다. 반면 발행규모가 300억 원에서 1,000억 원 사이인 경우 2000년대 후반기에 HHI가 감소함과 동시에 금융투자회사 수도 8개사에서 9개사로 증가하였는데, 이 시기에 IPO 건수는 증가하였고 건별규모는 감소하였다. 이러한 결과는 발행규모 구간별 분석에서도 IPO 시장규모는 HHI와 음(-)의 관계를 가지고 있고 건별규모는 HHI와 양(+)의 관계를 가지고 있음을 보여주는 것이다.

코스닥 IPO 시장의 경우 전체적으로는 2000년대 후반기에 HHI가 증가하였다. 이는 무엇보다도 건별규모의 증가와 IPO 건수가 감소함에 따라 일부 소형 금융투자회사들이 퇴출하였고 중대형 금융투자회사들이 코스닥 IPO 시장에 적극적으로 참여하였음을 의미한다.

다. 산업별 시장집중도 분석

여기에서는 국내 IPO 시장의 개별 산업별 시장집중도를 검토함으로써 산업에 따라 시장집중도가 큰 차이를 보이고 있었는지를 평가한다. 아래의 <표 III-5>는 10건 이상의 IPO가 이루어진 산업에 대해 전체시장에서 이루어진 IPO 건수를 기초로 구한 HHI와 Cr3를 제시하고 있다.

IPO 건수가 10건에서 20건 미만인 산업의 경우, Cr3가 37.5%(사업시설관리 및 지원서비스업: 16건)에서 80%(금융업: 10건)까지로 시장집중도의 편차가 작지 않았다. 그러나 IPO 건수가 20건 이상인 산업의 경우 Cr3는 30~40%의 매우 안정적이면서도 높지 않은 수준을 보여주고 있다. 다시 말하면 금융업²¹⁾을 제외한 대부분의 산업에 있어서 특정 금융투자

21) 금융업의 경우, 두 개의 금융투자회사가 각각 3건의 IPO 주관업무를 수행하였으며 한 개의 금융투자회사가 2건의 IPO 주관업무를 수행하였다.

회사가 높은 시장점유율을 보이고 있지 않았다. 이는 대형 금융투자회사마저도 특정산업에 대해 높은 평판이나 시장지배력을 가지고 있지 못한 것으로 해석된다.

<표 III-5> 산업구분에 따른 IPO 건수, HHI 및 Cr3

산 업	IPO 건수	HHI	Cr3
금융업	10	2,400	80.0%
제지 및 출판업	12	1,528	58.3%
섬유, 가죽, 의복	13	1,834	61.5%
사업시설 관리 및 지원서비스업	16	859	37.5%
자동차 및 트레일러 제조업	17	1,142	47.1%
1차 금속 제조업	18	926	38.9%
의료, 정밀기기 제조업	18	1,111	44.4%
전기 장비 제조업	21	794	28.6%
교육 및 문화 서비스업	21	748	33.3%
화학	23	775	34.8%
고무, 플라스틱 제조업	23	775	34.8%
의약	29	1,082	48.3%
전문, 과학 및 기술서비스업	30	956	40.0%
도매업	36	710	33.3%
기계 제조업	87	688	33.3%
소프트웨어 개발 및 공급업	130	684	30.0%
반도체 제조업	205	682	31.7%

2. IPO 수수료율 분석

앞서 II장에서 논의하였듯이, 국내 IPO 수수료율은 개별 IPO 특성에 따라 매우 다르게 나타나고 있다. 대부분 7%인 미국과 달리 우리나라의 경우, 개별 IPO에 따라 다소 차별화된 주관업무 서비스, 주관업무 경쟁 여건이나 시장상황이 IPO 수수료율이 달리 결정되고, 이에 따라 이러한 요인이 가지는 효과를 추정할 수도 있음을 의미한다. 다만, IPO 주관업무의 한계비용은 추정이 불가능하여, IPO 주관업무에 따른 가격마진은 직접적으로 구해질 수 없다. 그럼에도 불구하고 후설하고 있는 바와 같이 IPO 수수료 관련문헌들은 수수료율 결정요인에 관한 논의로부터 투자은행 간 가격경쟁에 대한 함의를 유도해내고 있다. 본 연구에서도 기존 문헌의 연구와 같이 수수료율 결정요인에 대한 논의로부터 주관회사 간 경쟁정도를 검토한다.

IPO 시장의 경쟁과 관련해서 수수료율을 중심으로 진행된 많은 선행 연구들이 존재한다. 실제로, IPO 수수료율의 결정요인과 관련해서는 Chen and Ritter(2000), James(1992), How and Yeo(2000), Ljungqvist et al.(2003), Hansen(2001), Torstila(2001), Chen and Mohan(2002), Chen et al.(2006) 등 다양한 연구들이 최근에 활발하게 이루어졌다. Chen and Ritter(2000)는 미국에서 20~80백만 달러 규모의 IPO 중 90% 이상에서 수수료율이 7%인 것에 대해 투자은행의 독점이윤을 지지하는 주장을 하고 있는 반면, Hansen(2001)은 효율적인 계약형태로 초과이윤을 가지고 있지 않음을 주장하였다. Ljungqvist et al.(2003)은 국제적인 IPO 자료를 기초로 미국 투자은행의 IPO 수수료율이 지역 투자은행보다 높은 이유는 높은 질의 서비스에 대한 기대가 반영되었기 때문이라고 평가하였다. Torstila(2001)는 유럽 국가들을 중심으로 한 연구에서 상장하는 시장에 따라 수수료율이 달리 결정되고 있음을 보임으로써 수수료 경쟁이 시장

에 따라 다르게 이루어진다는 점을 제시하였다. 이와 유사하게, How and Yeo(2000)와 Chen et al.(2006)은 각각 호주와 대만의 IPO 수수료를 결정요인에 대해 분석하였다. Ahn et al.(2007)은 2000년부터 2006년까지의 자료로부터 국내 IPO 시장의 수수료가 해당 IPO의 발행규모, 발행회사의 수익성, 지배구조 등 발행회사의 특징과 IPO 시장의 활황여부, 풋백옵션 시기 등과 유의적인 상관관계를 가지고 있음을 보였다. 반면 시장점유율을 기초로 구한 금융투자회사의 평판지수가 수수료율에 미치는 효과가 유의적이지 않음을 밝혔다.

본 절에서는 먼저 시장집중도의 변화가 컸던 2000년대 전·후반기의 비교, 연도별 추세 등으로 국내 IPO 수수료율²²⁾의 특징을 이해해보고, 평균 IPO 수수료율이 발행시장 및 IPO 규모, 제도적 변화, IPO 시기, 공동주관 여부 등에 따라 어떠한 차이를 보이고 있는지 검토한다. 특히 금융투자회사 간 경쟁관계의 변화를 이해하고자 2000년대 전·후반기로 구분하여 대·중·소형 금융투자회사 그룹별 수수료율 변화를 검토한다. 또한, IPO 수수료에 영향을 줄 수 있는 독립변수들을 기초로 하여 수수료율 결정요인을 분석한다. 마지막으로 IPO 수수료율과 시장집중도, 경쟁력과 관련한 논의를 통해서, 금융투자회사 간 경쟁관계를 심층적으로 이해하고자 한다.

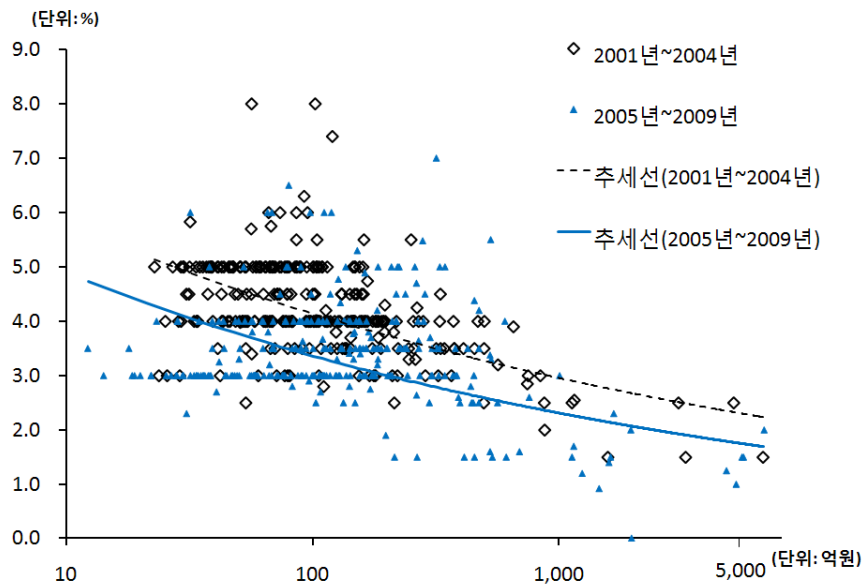
가. IPO 수수료율의 특징

아래의 <그림 III-6>은 IPO 규모와 수수료율 간의 산포도를 2000년대

22) 시장집중도 분석은 전체 샘플을 대상으로 하고 있는 반면, 수수료율 분석에서는 정액형 수수료 형태의 IPO를 제외하였다. 이는 정액형 수수료가 공모가가 낮아지면 반대로 수수료율이 높아지는 형태를 가지고 있어 가격 지표로서 부적절하기 때문이다. 한편, 정액형 수수료 형태는 대체로 매우 소규모인 IPO인 경우가 많고 최근 그 비중도 크게 감소하고 있다.

전·후반기로 구분하여 보여주고 있다. 시장집중도가 상승하였던 2000년대 후반기에 유사한 IPO 규모에 대한 수수료율은 전반기에 비해 전체적으로 상승하기보다는 하락한 것으로 나타났다. 이는 시장집중도의 상승이 시장이 보다 독점화되어 가격이 상승할 거라는 통상적인 견해와는 다른 결과처럼 보인다. 이 점에 대해서는 분석에서 논의하기로 한다. 또한, 2000년대 전반기의 수수료율이 3.5%, 4%, 4.5%, 5% 대에서 많았던 반면 2000년대 후반기의 수수료율은 3%, 3.5%, 4% 대에서 매우 높은 빈도를 보여주었다.

<그림 III-6> 개별 IPO 규모와 IPO 수수료율 간의 관계



<표 III-6> IPO 특성변수에 따른 수수료율 비교

(단위: %, 건)

구 분		유가증권시장		코스닥시장	
		수수료율	관찰 수	수수료율	관찰 수
발행규모	100억 원 미만	4.11	7	4.09	276
	100~300억 원	3.29	21	3.88	202
	300~1,000억 원	2.73	24	3.54	38
	1,000억 원 이상	1.75	19	2.00	2
제 도	시장조성제도	3.31	13	4.29	220
	풋백옵션제도	2.89	29	3.89	177
	선진화 방안	2.41	29	3.46	121
IPO 시기	hot IPO 시기	2.91	27	4.17	251
	cold IPO 시기	3.80	2	3.41	27
	그 외 IPO 시기	2.63	42	3.80	240
공동주관 여부	syndicate	2.23	27	3.47	18
	non-syndicate ^{주)}	2.91	37	3.84	224
전체 평균		2.77	71	3.96	518

주: 1) non-syndicate IPO는 syndicate IPO와 비교하기 위해 100억 이상의 IPO만을 대상으로 평균 수수료율을 구하였다.

2) 여기서의 분석 자료는 수수료율(%)을 직접적으로 비교하기 위해, 정률형과 혼합형만을 포함하였다.

<표 III-6>은 IPO 특성변수에 따른 평균 IPO 수수료율을 보여주고 있다. hot(cold) IPO 시기는 개별 IPO가 이루어진 당월에 상대적으로 많은(적은) IPO가 이루어진 시기를 의미한다. 구체적으로는 개별 IPO가 이루어진 당월 IPO 건수에 50% 가중치를 주고, 전월과 후월 IPO 건수에 25%씩 가중치를 두어 평균한 IPO의 건수가 상위 25%분위에 속하면 hot IPO 시기(9.25개 이상의 IPO가 이루어진 경우)라고 정하고 하위 25% 분

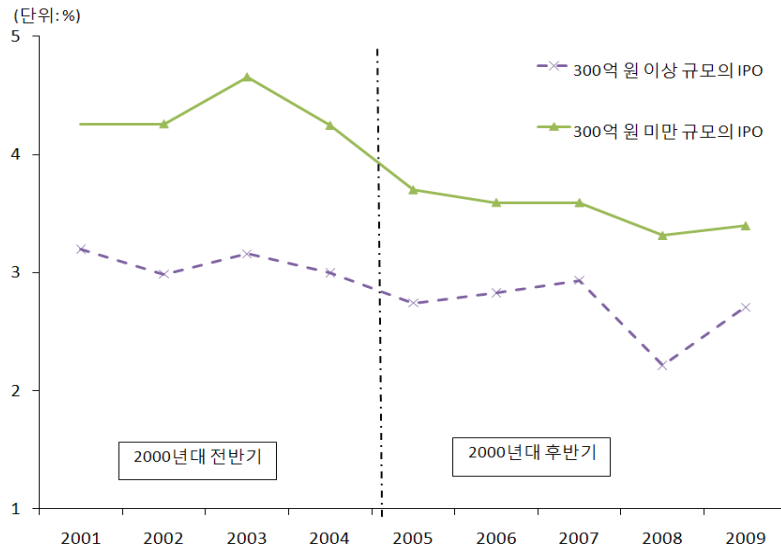
위에 속하면 cold IPO 시기(3.1개 미만의 IPO가 이루어진 경우)라고 정하였다. 앞 장에서 논의하였듯이, 공동주관(syndicate)이라 함은 인수계약서 상에 대표주관 외에 공동주관 계약자가 있으며, 이들이 10% 이상 인수를 한 경우를 말한다.

발행규모가 클수록 평균 IPO 수수료율은 감소하였으며, 100억 원 미만의 경우를 제외하고는 모든 규모에 대해서 코스닥시장의 IPO 수수료율이 유가증권시장보다 높았다. 예를 들면, 100억 원에서 300억 원 사이의 IPO인 경우 유가증권시장에서의 평균 수수료율이 3.29%인데 반해 코스닥시장에서는 3.88%로 나와, 수수료율의 차이가 미미하지 않았다. IPO 수수료율은 시장조성제도, 풋백옵션제도, 선진화 방안 순으로 높은 것으로 나타났다. 이는 2000년대 제도 변화와 맞물려 경쟁 심화나 건별규모의 감소 등으로 수수료율이 낮아진 점도 있지만, 시장조성과 관련된 제도적 변화로 공모주 가격하락 시 금융투자회사에게 부여된 의무적 시장조성책임이 완화되었던 것이 수수료율을 낮추었던 요인임을 의미한다.

코스닥시장의 경우 평균 수수료율은 hot IPO 시기에서 4.17%로서 3.41%와 3.80%였던 cold IPO 시기와 그 외 IPO 시기에서보다 높았으며, 유가증권시장의 경우도 hot IPO 시기에서 2.91%로, 2.63%의 그 외 IPO 시기보다 높게 나타났다.²³⁾ 유가증권시장과 코스닥시장의 syndicate IPO 평균 수수료율은 각각 2.23%와 3.47%로 non-syndicate IPO 수수료율보다 낮게 나타났다.

23) 유가증권시장의 경우, cold IPO 시기가 가장 높은 수수료율을 보였으나, 이는 cold IPO 시기가 오직 2건이었으며 평균 발행규모가 405억 원으로, hot IPO 시기와 그 외 IPO 시기에서의 평균 발행규모인 1,250억 원과 890억 원보다 낮은 규모였다. 따라서 cold IPO 시기의 수수료율이 높았던 이유는 평균 발행규모가 낮았기 때문인 것으로 볼 수 있다.

<그림 III-7> 발행규모 구분에 따른 IPO 수수료율의 연도별 추이



<그림 III-7>은 발행규모 300억 원을 기준으로 구분한 평균 IPO 수수료율의 연도별 추이를 보여주고 있다. IPO 수수료율의 하락 추세는 발행규모로 구분한 두 경우 모두에서 나타났다.²⁴⁾ 300억 원 미만 규모의 IPO 수수료율이 300억 원 이상보다 하락하고 있는 추세가 컸는데, 이는 300억 원 미만에서 건별규모가 대체로 증가하였기 때문으로 보인다. 연도별 평균 수수료율은 가장 높았던 2003년 이후, 팟백옵션시기(2003년~2007년)동안 꾸준히 하락하는 모습을 보였다. 한편 선진화 방안이 있는 직 후인 2008년에 다소 큰 폭의 감소를 보였으나, 그 다음해인 2009년도에는 다시 상승하는 모습을 보였다. 이러한 연도별 추세는 제도적 변화 외에도 금융투자회사 간 경쟁 심화나 개별 IPO 규모의 증가, IPO 시장 상황 등 여러 요인들이 수수료율에 영향을 주었음을 보여주고 있다.

24) 이러한 IPO 수수료율의 하락추세는 보다 세분화된 발행규모 구간으로 분석한 평균 IPO 수수료율의 연도별 추이에서도 동일하게 나타났다.

<표 III-7> 발행규모별 대·중·소형사 그룹의 수수료율 분석

발행규모	시기	대형사 (평판지수=3)	중형사 (평판지수=2)	소형사 (평판지수=1)
100억 미만	전반기	4.63%(59건)	4.36%(45건)	4.47%(60건)
	후반기	3.58%(60건)	3.31%(41건)	3.86%(17건)
	수수료 차이	1.15%p	1.05%p	0.61%p
100~300억	전반기	4.07%(48건)	4.19%(37건)	4.11%(20건)
	후반기	3.76%(68건)	3.04%(32건)	3.73%(18건)
	수수료 차이	0.31%p	1.15%p	0.38%p
300억 이상	전반기	3.03%(19건)	3.14%(10건)	3.2%(1건)
	후반기	2.80%(32건)	2.54%(18건)	3.69%(2건)
	수수료 차이	0.23%p	0.60%p	-0.49%p

주: 전반기는 2000년대 전반기를, 후반기는 2000년대 후반기를 의미하며, 수수료 차이는 전반기의 수수료에서 후반기의 수수료를 뺀 값을 의미한다.

<표 III-7>은 발행규모별 대·중·소형사 그룹의 수수료율 분석을 보여주고 있다. 여기서, 금융투자회사의 평판지수는 2001년부터 2009년까지의 전체 IPO 발행규모를 기초로 산출한 시장점유율로부터 구하였다. 즉 평판지수는 시장점유율 기준 상위 5위까지의 금융투자회사(이후 '대형사'라 칭함)에게는 3을, 동일 기준에서 6위부터 10위까지의 금융투자회사(이후 '중형사'라 칭함)에게는 2를, 그 외 금융투자회사(이후 '소형사'라 칭함)에게는 1을 부여하였다.²⁵⁾

발행규모로 구분한 금융투자회사별 수수료율의 변화를 살펴보면, 전

25) 한편 IPO 수수료 수익규모를 기준으로 하였을 때도 부분적으로 시장점유율의 순위에 있어서 변경은 있었으나, 부여된 평판지수는 동일한 것으로 나타났다. 더욱이 2000년대 전·후반기로 구분한 경우에도 2개의 금융투자회사만이 평판지수에서 서로 바뀌는 것을 제외하고는 동일하였다.

체적으로는 2000년대 후반기에 중형사 그룹의 수수료를 하락이 가장 컸던 반면 소형사 그룹은 수수료를 하락이 가장 미미하였다. 예를 들면 중형사 그룹의 수수료율 하락은 100억 원 미만, 100~300억 원 사이, 300억 원 이상의 구간에서 각각 1.05%p, 1.15%p, 0.60%p였으나, 대형사 그룹에서는 수수료율 하락 폭이 각각 1.15%p, 0.31%p, 0.23%p로 나타났다.²⁶⁾ 수수료율 수준에 있어서도 2000년대 후반기에 중형사 그룹의 수수료율이 가장 낮았고 그 다음으로는 대형사 그룹, 소형사 그룹 순으로 낮게 나타났다. 2000년대 하반기 중형사 그룹의 수수료율이 낮았을 뿐 아니라 2000년대 전반기 대비 하락 폭이 컸던 점이 대형사 그룹의 수수료율이 동반 하락하는 데에 기여한 것으로 보인다. 또한 현재의 분석 결과는 소형사 그룹의 수수료율 수준과 변화를 고려해 볼 때 IPO 수수료율 경쟁이 2000년 후반기에 대형사와 중형사 그룹을 중심으로 심화되었음을 의미한다.

나. IPO 수수료율의 결정요인 분석

여기서는 지금까지 논의하였던 요인들과 IPO 수수료율 간의 관계를 엄밀하게 검토하기 위해 IPO 수수료율이 결정되는 데 있어서 중요한 변수를 중심으로 회귀분석을 한다. 특히, 발행회사 및 개별 IPO의 특성, IPO시 시장상황이나 제도, 2000년대 전·후반기 및 금융투자회사 평판지수 등이 IPO 수수료율에 미치는 효과를 분석한다. 분석방법으로는 최소자승추정법과 이중차분법(Difference-in-Difference: DID)을 아래와 같이 이용하였다.

26) 100억 미만의 경우에서 수수료율 하락이 가장 높았는데, 이는 50억 미만의 IPO 건수가 2000년대 후반기에 사라졌던 점도 수수료율 하락에 큰 영향을 미친 것으로 판단된다.

$$IPO \text{ 수수료율} = X\gamma + \delta_L I(\text{후반기}) + \epsilon \quad (1)$$

$$IPO \text{ 수수료율} = X\gamma + \delta_R \text{평판지수} + \epsilon \quad (2)$$

$$IPO \text{ 수수료율} = X\gamma + \delta_L I(\text{후반기}) + \delta_R \text{평판지수} \\ + \delta_{LR} I(\text{후반기}) \times \text{평판지수} + \epsilon \quad (3)$$

여기서, $I(\text{후반기})$ 는 2000년대 후반기를 나타내는 더미변수이다. X 는 IPO의 수수료율에 미칠 수 있는 외생변수들의 벡터로서, 로그화된 발행 규모, 로그화된 발행회사 설립연수, 벤처캐피탈 투자 여부, 공동주관 여부, 코스닥시장 상장 여부, 혼합형 수수료율 여부, hot IPO 시기, cold IPO 시기, 시장조성제도 시기, 풋백옵션제도 시기 등의 더미변수를 포함하였다. 벤처캐피탈 투자 더미는 벤처캐피탈이 투자한 IPO 기업인 경우 1을, 그렇지 않은 경우 0을 부여한다. 앞서 정의하였듯이, 금융투자회사의 평판지수는 시장점유율 기준으로 상위 1~5위인 경우 3, 6~10위인 경우 2, 그 외의 경우 1이 된다. 분석기간은 2001년부터 2009년까지이며, IPO 자료 중에서 투자회사와 뮤추얼펀드 IPO, 고정형 수수료 형태를 가진 IPO 자료는 제외되었다.

<표 III-8> IPO 수수료율 결정요인 분석 결과

독립변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
로그(발행규모)	-0.276*** (0.050)	-0.312*** (0.052)	-0.280*** (0.051)	-0.458*** (0.075)
로그(발행회사설립연수)	8.87e-05 (0.049)	0.0054 (0.050)	0.0056 (0.049)	0.0434 (0.062)
벤처캐피탈 투자 더미변수	-0.0450 (0.069)	-0.0591 (0.071)	-0.0565 (0.068)	-0.0533 (0.091)
코스닥시장 상장 더미변수	0.663*** (0.128)	0.637*** (0.128)	0.675*** (0.129)	0.615*** (0.143)
공동주관 더미변수	-0.286** (0.119)	-0.214* (0.128)	-0.300** (0.118)	-0.193 (0.145)
혼합형 수수료율 더미변수	-0.159* (0.083)	-0.177** (0.084)	-0.156* (0.083)	-0.008 (0.100)
시장조성제도 시기 더미변수 (01.1~03.9)	0.181 (0.156)	0.839*** (0.106)	0.189 (0.155)	0.089 (0.183)
풋백옵션제도 시기 더미변수 (03.9~07.7)	0.354*** (0.097)	0.552*** (0.089)	0.367*** (0.096)	0.337*** (0.117)
hot IPO 시기 더미변수	0.0378 (0.088)	0.0022 (0.091)	0.0448 (0.088)	-0.0123 (0.105)
cold IPO 시기 더미변수	-0.324** (0.147)	-0.380** (0.148)	-0.322** (0.148)	-0.311* (0.168)
I (후반기)	-0.624*** (0.112)		-0.877*** (0.236)	-0.768** (0.336)
평판지수		0.069 (0.044)	0.0253 (0.0548)	0.107 (0.0885)
I (후반기) \times 평판지수			0.107 (0.091)	0.0645 (0.129)
R-squared	0.471	0.445	0.475	0.519
관찰 수	577	577	577	354

주: 표에서 *는 10%에서, **는 5%에서, ***는 1%에서 유의적임을 의미한다.

<모형 1>은 식 (1)을 이용하여 2000년대 후반기에 IPO 수수료율이 변화하였는지를, <모형 2>는 식 (2)를 이용하여 평판지수에 따른 IPO 수수료율의 차이가 존재하는지를 검정하기 위해서 추정되었다. 그러나 이러한 두 모형은 2000년대 전반기와 후반기에 금융투자회사 평판지수별 IPO 수수료율의 차이를 검정하지 못하므로, $I(\text{후반기}) \times \text{평판지수}$ 변수를 회귀분석에 추가하여 기간과 금융투자회사 그룹 간 변화에 대하여 식별(identification)이 가능한 식 (3)을 이용하여 <모형 3>을 추정하였다. 더불어 80억 원 이상의 IPO만을 대상으로 식 (3)을 이용한 <모형 4>를 추정함으로써 결과의 강건성을 보였다. 모든 모형에 대해 발행회사가 속한 산업에 대한 터미변수를 포함하였고 이분산성에 강건한 표준오차(heteroskedasticity-robust standard errors)를 적용하였다.

1) 발행회사 및 IPO 특성 변수

분석 결과, 모든 추정모형에 대해서 발행규모가 클수록 IPO 수수료율은 하락하였으며, 매우 유의적이었다. 이는 발행규모가 큰 IPO의 경우 발행회사는 대체로 기업규모가 크고 안정성이 높는데 이 점이 낮은 수수료율로 반영되었거나, 주관업무에 있어 규모의 경제가 있었기 때문이다.²⁷⁾ 모든 모형에 대해 발행회사 설립연수에 대한 추정치는 양(+)이었고 벤처캐피탈의 투자 여부는 음(-)의 추정치를 보여주었으나, 둘 다 유의적이지 않았다.

코스닥시장에 상장하는 경우 IPO 수수료율이 유가증권시장에 비해 0.5~0.6%p 높았고 유의성도 높게 나타났다. 코스닥시장보다도 시장집중도가 매우 높았던 유가증권시장에서 IPO 수수료율이 낮게 나타났다는

27) IPO 주관업무 수행에 따른 비용은 IPO 규모에 비례하여 크게 증가하지 않는 반면 IPO 수수료는 발행규모 대비 일정요율을 받기 때문에, IPO 규모가 클수록 IPO 수수료율은 상대적으로 하락할 가능성이 높다.

점은 매우 주목할 만하다. 발행규모나 발행회사의 설립연수가 안정성과 평판을 모두 반영하지 못하기 때문에, 상장요건이 보다 엄격한 유가증권 시장의 상장여부²⁸⁾는 IPO 기업의 안정성과 평판을 대리하는 추가적인 변수로 볼 수 있다. 즉 안정적이면서 평판이 좋은 유가증권시장 IPO 기업의 경우, 주관회사의 주관업무 비용이 저렴하여 IPO 수수료율이 상대적으로 낮은 것으로 보인다.²⁹⁾ 또한 유가증권 IPO 시장은 발행규모가 클 뿐 아니라 안정성과 평판이 좋은 IPO 기업들이 많아서, 높은 시장집중도에도 불구하고 금융투자회사 간 수수료 경쟁이 치열할 수 있다.³⁰⁾ 요약하면, 유가증권시장에서의 IPO 수수료율이 낮다는 추정결과는 비용과 경쟁 요인이 모두 반영된 것으로 판단된다.

공동주관한 IPO의 경우 수수료율이 여타의 IPO에 비해 0.2%p 낮은 것으로 나타났으며, 모형에 따라 5~10% 유의수준에서 유의하였다. 이는 공동주관한 IPO가 경쟁이 심하였던 IPO이었거나, 여러 금융투자회사가 인수책임을 나눔으로써 인수위험에 대한 프리미엄이 상대적으로 낮았기 때문인 것으로 보인다.

앞서 설명하였듯이 수수료율 분석은 정률형과 혼합형의 경우로 한정하였다. 그런데 정률수수료와 고정수수료 중에서 높은 수수료로 결정되는 혼합형의 경우에는 IPO 공모가가 낮게 이루어질 때 금융투자회사는 최소한의 고정수수료를 받을 수 있어 위험회피가 가능해진다. 따라서 혼합형에 적용되는 정률수수료는 정률형 일 때보다 낮아질 가능성(디스카운트)이 있다. 그러나 혼합형의 계약은 공모가 결정이 어렵고 비대칭

28) 유가증권시장 상장여부는 코스닥시장 더미변수가 0임을 의미한다.

29) 안정성과 평판이 높은 IPO 기업에 대한 주관업무를 수행 시, 금융투자회사는 투자자 유치가 수월하여 IPO 실패에 따른 평판위험이 작고, IPO 시청약미달에 따른 인수위험 등에서 비용을 절감할 수 있다.

30) 유가증권 IPO 시장은 소수의 중대형 금융투자회사만이 주관업무에 참여하고 있으나, 잠재적인 경쟁자들에 의한 시장진입 압력이 높아 수수료율이 독점화되지 못하고 있는 것으로 판단된다.

정부가 많은 경우에서 이루어지기 쉽다. 이러한 점에서 혼합형의 정률수수료는 정률형 일 때보다 수수료율이 높아질 가능성(프리미엄)도 있다. 분석 결과는 혼합형의 디스카운트가 0.15%p를 조금 넘었고 유의적인 값으로 나타났다. 다만, 80억 원 이상의 IPO를 대상으로 한 <모형 4>에서는 디스카운트가 0.08%p였으며 유의적이지 않았다. 대체로 혼합형 수수료는 전자의 디스카운트 요인이 큰 것으로 나타났으나, 발행규모가 다소 큰 경우에는 후자의 프리미엄 요인이 다소 높아진 것으로 판단된다.

2) IPO 시 시장 특성 변수

2000년대는 시장조성제도, 풋백옵션제도, 선진화 방안으로 제도별 시기가 구분되는데, 각 기간에 대해 수수료율은 다르게 나타났다. <모형 2>에 따르면 선진화 방안 시기에 비해 시장조성제도 시기의 수수료율이 약 0.83%p 높았던 반면, 풋백옵션제도 시기는 선진화 방안 시기에 비해 0.55%p 높게 나타났다.³¹⁾ 시장조성제도와 풋백옵션제도 시기에 금융투자회사는 공모가 산정 시 일정기간 내 시장에서 공모주가 하락할 때 공모가의 일정수준에서 전체 또는 일부 투자자의 요청 시 매수해야 하는 위험을 안고 있었는데, 이것이 수수료로 반영된 것으로 보인다.

앞 장에서 확인하였듯이, 주식시장의 활황여부나 기업들의 자금수요에 따라 IPO 수요는 크게 증가하거나 감소할 수 있다. IPO 수요변화가 수수료율에 미치는 효과를 검토하기 위해, IPO 수요가 많고 적음에 따라 구분된 각각의 시기(hot/cold IPO 시기) 더미변수를 회귀분석에 포함시켰다. 분석 결과, hot IPO 시기는 수수료율이 그 외의 시기와 차이가 없었으며, 유의적이지 않았다. 반면 cold IPO 시기에는 수수료율이 그

31) <모형 2> 외 다른 모형들에서는 시기별 비교를 위해서 2000년대 후반기 더미변수 계수를 함께 고려해야 하는데, <모형 2>에서와 유사하게 시장조성제도 시기의 수수료율은 선진화 방안 시기보다 0.85~1.24%p 높게 나타났다.

외 시기에 비해 0.31~0.38%p 만큼 유의적으로 하락하였다. 이러한 결과는 IPO 수요가 급감했을 때는 유틸 IPO 부서 인력이 많아져 금융투자회사 간의 IPO 주관업무 경쟁이 증가하는 반면 IPO 수요가 증가하였을 때는 중소형 금융투자회사들의 IPO 시장진입이 많아져 수수료율 상승을 제한했기 때문인 것으로 판단된다.

3) DID 분석

<모형 1>은 기간더미 변수만을 포함하여 추정한 분석으로서, 추정결과 IPO 수수료율은 2000년대 후반기에 약 0.6%p 하락하였으며, 매우 유의적으로 나타났다. 평판지수 뿐 아니라 하반기 더미와 평판지수 간의 교차항을 포함한 <모형 3>과 <모형 4>에서도 약 0.88%p와 0.77%p만큼 유의적으로 하락한 것으로 나타났다. 한편 <모형 2>에서는 평판지수에 따른 수수료율의 차이를 분석하였는데, 분석 결과는 평판지수가 높은 금융투자회사일수록 수수료율이 높은 것으로 나타났다. 그러나 추정치는 0.07로 평판지수가 1만큼 높아질 때 수수료율은 0.07%p 만큼 상승하여 그 정도가 미미하였다.³²⁾ <모형 3>과 <모형 4>에서 하반기 더미와 평판지수 간의 교차항에 대한 추정치가 양(+)으로, 평판지수가 높은 금융투자회사일수록 수수료율이 상승한 것으로 나타났다. 그러나 추정치가 0.0645와 0.107로 낮았으며, 유의적이지 않았다. 특히 중형 금융투자회사 그룹의 수수료율 하락 폭이 가장 컸으며 대형 금융투자회사 그룹과 소

32) 현재의 분석에서 평판지수에 대한 추정계수가 평판지수에 따른 수수료율 프리미엄으로 해석하는데 있어서 주의를 요한다. 그 이유는 높은 평판의 금융투자회사 또는 대형 금융투자회사는 시장에서 보다 매력적이라고 인정받고 있는 IPO를 주관할 가능성이 높은 반면, 이렇게 매력적인 IPO 건에 대해서는 극심한 수수료율 경쟁이 벌어질 가능성이 때문이다. 즉 평판지수에 대한 추정계수를 평판프리미엄으로 해석한다면, 추정치는 하향 편위의 가능성이 높다.

형 금융투자회사 그룹의 순으로 수수료율의 하락 폭이 컸던 것이, 평균 지수에 따른 수수료율 변화의 방향성을 보이지 않게 한 이유로 보인다. 요약하면, IPO 건별규모가 증가한 2000년대 후반기 IPO 수수료율은 더욱 낮아져, 금융투자회사 간 경쟁이 완화되지 않거나 심화되었으며, 평균에 따른 수수료 프리미엄은 증가한 것으로 볼 수 없었다.

3. 소결

본 장에서는 시장규모와 IPO 건별규모가 시장집중도에 미치는 효과가 높다는 점을 밝혔다. 분석결과, IPO 전체 시장규모가 감소하거나 시장 내 IPO의 건별규모가 증가할수록 시장집중도가 상승하였다. 특히 2000년대 후반기 시장집중도의 상승은 IPO의 건별규모가 증가하였기 때문으로 볼 수 있다. 실제로 2000년대 후반기는 중대형 금융투자회사 중심의 경쟁, 소형 금융투자회사의 퇴출이 두드러졌다. 시장집중도는 코스닥시장보다도 유가증권시장에서 높게 나타났으며 코스닥시장에 비해 유가증권시장의 IPO 주관업무에 참여한 금융투자회사의 수가 매우 적어, 시장진입 장벽의 차이가 있었다.

분석결과, 시장집중도가 증가하였던 2000년대 후반기에 IPO 수수료율이 하락한 것으로 나타났다. 2000년대 전·후반기로 구분하여 대·중·소형사의 그룹별 평균 수수료율 변화를 본 결과, 발행규모와 상관없이 중형사의 수수료율 하락폭이 가장 컸고 대형사가 그 다음으로 컸던 것으로 나타났다. 한편 회귀분석으로부터, 발행규모를 비롯하여 코스닥시장 여부, 공동주관 여부, 혼합형 수수료율 여부, cold IPO 시기 여부에 따라 수수료율이 차이가 나타나고 있음을 밝혔다. 시장조성제도 시기와 풋백

옵션제도 시기의 수수료율이 선진화 방안 시기보다 높아, 의무적 시장조성과 풋백옵션에 따른 시장조성관련 위험부담이 수수료율에 반영되었음을 확인하였다. 마지막으로 수수료율에 영향을 줄 수 있는 독립변수를 통제한 회귀분석 결과에서도 2000년대 후반기의 수수료율이 전반기에 비해 크게 하락하였음을 제시함으로써, 금융투자회사 간 경쟁이 시장집중도가 상승하였음에도 불구하고 완화되지 않거나 오히려 심화되었음을 보여주었다.

본 연구는 금융투자회사 간 경쟁관계를 다음과 같은 가설을 통해서 해석해 볼 수 있다. 첫 번째 가설은 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사 간 평판이나 경쟁력 차이가 크다는 것이다. 대형규모의 IPO 기업은 시장에서 적정 공모가를 받고 성공적인 IPO를 수행하는 데 있어 금융투자회사의 경쟁력이나 평판을 매우 중요하게 고려할 것이다. 따라서 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사 간 경쟁력의 차이가 큰 경우 대형규모의 IPO 기업은 대형 금융투자회사의 주관업무에 대한 선호가 매우 높을 뿐 아니라 높은 수수료율에 기꺼이 응할 것이다. 특히 대형 IPO 건수가 증가할 경우 대형 금융투자회사에 대한 수요가 크게 증가할 것이다. 반면 중형 금융투자회사는 경쟁력이나 평판이 상대적으로 낮기 때문에 대형 금융투자회사 중심의 발행규모가 큰 IPO 시장에 진입하는 것이 어려울 것이다. 결국 대형 금융투자회사의 수수료율은 상승하고 시장집중도가 높아질 것이다. 비록 대형규모의 IPO의 건수가 증가하더라도, 중형 금융투자회사가 대형규모의 IPO 시장에 진입하지 못할 것이다.

두 번째 가설은 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사 간 평판이나 경쟁력 차이가 크지 않다는 것이다. 이 경우 대형규모의 IPO 기업은 대형 금융투자회사에 대한 선호가 뚜렷하게 나타나지 않아, 건별 규모가 큰 IPO 시장에서 중형 금융투자회사의 시장진입이 가능하다. 더욱이 중형 금융투자회사는 대형 IPO 시장에서 대형 금융투자회사와 경쟁하기 위하여 저가 수수료율 정책에 의존할 가능성이 높아지고, 이는 대형 금

용투자회사의 IPO 수수료율을 낮추는 요인으로 작용할 수 있다. 결국 건별 규모가 큰 IPO 시장이 확대될 때, IPO 수수료율은 상승하기보다는 하락할 가능성이 높다.

본 장의 분석결과는 두 가설 중에서 두 번째 가설을 보다 지지하고 있다. 먼저, IPO 건별 발행규모가 증가하였던 2000년대 후반기에 중대형 규모의 IPO 시장에 진입한 중형 금융투자회사의 수가 증가한 반면, 대형규모의 코스닥시장이나 유가증권시장의 시장집중도가 감소하였다는 점이 후자의 가설을 뒷받침하고 있다. 수수료율 분석결과에서도, 중형 금융투자회사의 수수료율이 가장 큰 폭으로 하락한 점과 이와 함께 대형 금융투자회사의 수수료율 하락이 전반적으로 나타났다는 점이 두 번째 가설을 지지하고 있는 것으로 해석해 볼 수 있다.

IV. 국내 IPO 시장의 금융투자회사 경쟁력 분석

1. 공모가 조정
2. 공모가 저평가
3. 국내 및 해외 IPO 시장의 비교
4. 소결

IV. 국내 IPO 시장의 금융투자회사 경쟁력 분석

발행회사는 IPO 관련비용을 최소화하기 위해 금융투자회사에게 IPO 주관업무를 위임한다. IPO 자본조달에 따른 관련비용은 크게 거래비용(transactional cost of capital)과 정보비용(informational cost of capital)으로 구분될 수 있다. 먼저 거래비용에 있어서, 금융투자회사는 IPO 주관업무에서 우월한 비용효율성을 가지고 있다. 이는 금융투자회사가 자신이 구축한 투자자 네트워크를 통해서 다양한 투자자를 유치하기가 쉽고, 많은 IPO 주관업무로부터 쌓아 온 know-how와 경험, 그리고 IPO 전담 전문인력 및 시스템 등으로부터 거래관련 비용을 절감할 수 있기 때문이다. 또한 발행회사는 기관투자자로부터 자신의 주식에 대한 긍정적인 시장정보를 취합하기가 어려운 반면, 금융투자회사는 기관투자자와의 장기적인 관계를 이용하여 그들로부터 긍정적인 시장정보 수집을 위한 조치를 취할 수 있으며, 이에 따라 효과적인 가격발견 기능을 수행한다.³³⁾ 따라서 거래비용의 관점에서만 보아도 발행회사는 금융투자회사에게 IPO 주관업무를 위임할 인센티브를 충분히 가진다.

한편 발행회사가 주관업무를 금융투자회사에게 위임하고자 하는 인센티브는 정보비용의 관점에 있어서도 매우 높다. Booth and Smith(1986)는 IPO 시 내부정보소유자(발행회사)가 직접적으로 공모주의 공모가가 시장가보다 고평가되지 않았다고 보증(credibly certify)을 할 수만 있다면 IPO 공모가격은 충분히 시장가치에서 결정될 수 있고, 이에 따라 공모 시 나타나는 초기수익률 프리미엄(저평가에 따른 공모주 수익률)을 거의 지불할 필요가 없다고 보았다. 그러나 현실적으로는 발행회사가 금융투자회사에게 위임하지 않고 직접 공모주를 발행할 경우, 금융투자회사 또는 투자은행

33) Jenkinson and Ljungqvist(2001)로부터 발췌하면, "The wealth of recent evidence... suggests that price finding and information production are among the most important functions that underwriters perform."

과는 달리 공모주를 발행하는 업무를 지속적으로 하지 않기 때문에 자신의 주식을 고평가함으로써 일시적으로 높은 수익을 올리려는 도덕적 해이 문제가 나타나기 쉽다. 결국 이러한 점을 잘 알고 있는 투자자로서는 발행회사가 직접 주관하는 공모주에 대해서는 높은 초기수익률 프리미엄 없이 공모주를 매입하지 않을 것이다.

반면 발행회사를 대행하여 IPO 주관업무를 지속적으로 하는 금융투자회사는 현재뿐만 아니라 미래의 IPO 수수료 수익을 극대화하려고 한다. 이 경우 금융투자회사가 공모주를 지나치게 고평가하게 되면, 이에 따라 손실을 입었던 투자자는 그러한 금융투자회사가 제공하는 IPO 주식에는 투자를 하지 않게 된다. 즉 고평가된 공모주를 주관하였던 금융투자회사는 평판을 잃게 되어, 미래의 IPO 주관업무에서 투자자를 유치하기가 어렵게 되고 미래의 IPO 수수료 수익을 보장받을 수 없게 된다. 즉 금융투자회사는 현재의 IPO에서 공모주를 적절히 평가하였는지에 따라 미래의 주관업무 수익이 크게 영향을 받게 되므로, 발행회사와는 달리 고평가된 공모주를 제시할 인센티브가 낮다. 투자자는 평판이 높은 금융투자회사가 주관하는 공모주에 대해 발행회사가 직접 공모하는 경우보다 초기수익률 프리미엄을 요구하지 않게 되며, 이는 결국 발행회사 입장에서 공모주 저평가에 따른 비용절감을 의미한다. 이러한 금융투자회사의 보증역할은 금융투자회사의 평판정도에 따라 요구되는 초기수익률 프리미엄이 달라진다는 점에서 차이가 있을 수 있다.

이상의 논의로부터, 금융투자회사의 역할과 기능에 있어서 발행주식의 인수능력, 마케팅, 투자자 네트워크, 평판 등에 따라 공모주 가격발견과 가격보증 능력이 결정된다고 할 수 있는 만큼, 본 연구에서는 IPO 시장에서의 금융투자회사 경쟁력 지표로 공모가 조정(price revision)과 공모가 저평가(underpricing)를 이용하였다.³⁴⁾ IPO 시장의 경쟁도 분석

34) 공모가 조정(저평가)과 공모가 조정율(저평가율)은 동일한 의미이지만, 구체적인 변수로 사용할 때는 공모가 조정율(저평가율)이라고 사용하였다.

결과, IPO 건별규모가 증가하였던 2000년대 후반기에 중소형 금융투자회사 뿐 아니라 대형 금융투자회사의 IPO 수수료율까지도 하락하였다. 앞 장에서는 이를 대형 금융투자회사의 평판 내지 경쟁력이 중소형 금융투자회사에 비해 높지 않았다는 가설을 뒷받침하고 있는 결과로 해석하였다. 한편 이러한 가설이 강건한 사실인지를 평가하기 위해서는 대형 금융투자회사와 중소형 금융투자회사 간 경쟁력 지표를 비교할 필요가 있다. 따라서 본 장에서는 금융투자회사 평판지수³⁵⁾에 따라 경쟁력의 차이가 존재하고 있는지를 검정한다. 또한 2000년대에 있었던 제도적 변화가 금융투자회사의 역할과 기능에 있어서 어떠한 영향을 미쳤는지 평가한다. 마지막으로 국내 IPO 시장의 금융투자회사 경쟁력을 IPO 수수료율과 공모가 저평가를 중심으로 해외 금융투자회사와 비교해본다.

1. 공모가 조정

본 연구에서는 금융투자회사의 가격발견 역할을 평가하기 위한 변수로서 공모가 조정율을 선택하였다. 공모가 조정율은 수요예측 이후 결정되는 공모가와 공모예정가 밴드(band)의 중간값 간의 차이를 공모예정가 밴드의 중간값으로 나누어 구한다. 여기서 공모예정가 밴드는 유가증권신고서를 처음 제출하는 시점에서 발행회사와 금융투자회사가 합의한 적정 공모가의 최대값과 최소값의 구간을 말한다. 이러한 공모가 조정율은 유가증권신고서를 제출한 이후의 발행업무기간 동안 공적인 정보인 시장수익율에 영향을 받을 뿐 아니라, 투자자 네트워크를 통해서 다양한 투자자에게 IR과 마케팅하고 시장의 긍정적인 사적정보를 얼마만큼 수

35) 앞 장에서와 동일하게, 금융투자회사별 2001년부터 2009년까지의 전체 IPO 발행규모를 기초로 하여 구한 평판지수는 시장점유율 기준 상위 5위까지의 금융투자회사에게 3을, 동일 기준에서 6위부터 10위까지의 금융투자회사에게 2를, 그 외 금융투자회사에게는 1을 부여하였다.

집하였는지에 따라 결정된다. 수요예측 후 결정되는 공모가가 공모예정가보다 높을 때 공모가 조정율은 양(+)의 값을 가지는 반면, 공모가가 공모예정가보다 낮을 때 공모가 조정율은 음(-)의 값을 가진다. 따라서 시장의 긍정적인 사적정보를 많이 수집할수록 공모가가 공모예정가보다 크게 되어, 공모가 조정율은 높아질 수밖에 없다.

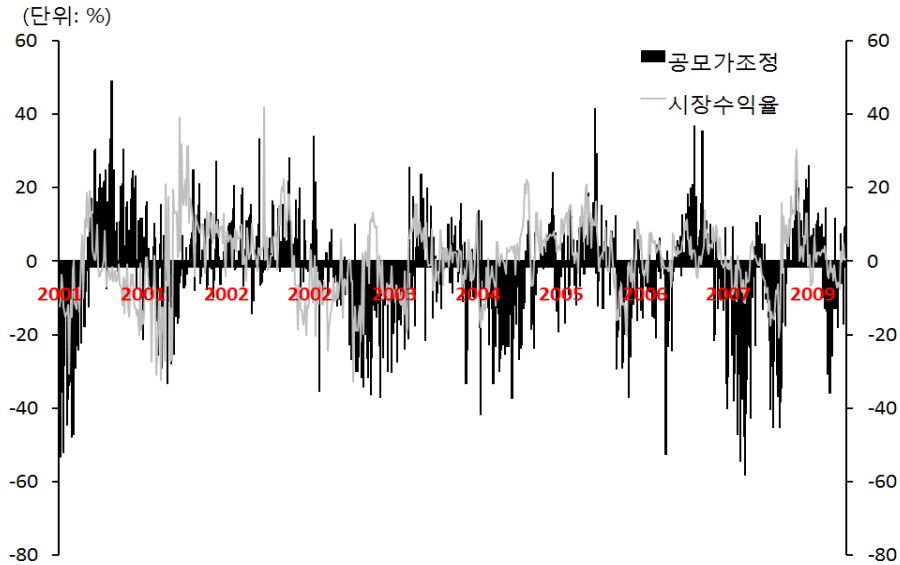
IPO 공모가 조정 분석과 관련한 문헌으로는 Hanley(1993), Corwin and Schultz(2005), Benveniste and Spindt(1989), Cook et al.(2006) 등이 있다. Hanley(1993)는 높은 평판의 투자은행은 긍정적인 정보를 모을 수 있는 능력이 높아 평판이 높지 못한 투자은행보다 높은 공모가 조정을 보여주고 있음을 제시하였다. 한편 Corwin and Schultz(2005), Clarke et al.(2003), Ljungqvist and Wilhelm(2003), Schenone(2004) 등은 공모가 조정을 공모가를 높이려는 투자은행의 노력과 정보수집 활동을 대리하는 변수로 설정하여 분석하였다. Cook et al.(2006)은 정서적 투자자들(sentiment investors)을 모으는데 있어서 공공성을 높이는 마케팅전략(generating publicity of IPO)이 효과를 거두고, 이에 따라 공모가 조정을 비롯하여 IPO 초기수익률, 상장 후 거래량 등에서 긍정적인 결과로 이어졌음을 제시하였다. 이렇듯 여러 문헌들은 공모가 조정을 투자은행의 활동이나 경쟁력을 나타내는 지표 중의 하나로 보고 있다.

가. 공모가 조정의 특징

<그림 IV-1>은 2001년부터 2009년까지의 IPO에 대해서 공모가 조정율과 공모기간 중의 시장수익율을 제시하고 있다. 공모기간 중의 시장수익율은 IPO 공모를 위해 유가증권신고서를 처음 제출한 날부터 IPO 공모가를 확정된 날까지의 시장수익율³⁶⁾을 의미한다.

36) 여기서 시장수익율은 유가증권시장의 경우 종합주가지수의 수익률을 의미하고, 코스닥시장은 코스닥지수의 수익률을 의미한다.

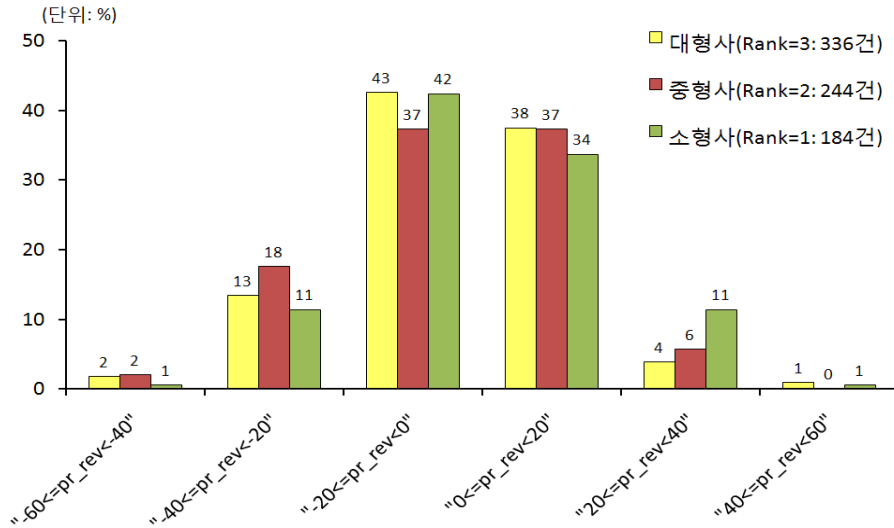
<그림 IV-1> 개별 IPO의 공모가 조정율과 공모기간 중의 시장수익율 현황



<그림 IV-1>에서 공모가 조정율은 대체로 시장수익율과 궤를 같이하고 있으나, 때때로 시장수익율이 공모가 조정율과 큰 차이를 보여주고 있다. 공모예정가 밴드는 발행회사와 금융투자회사가 유가증권신고서 제출일에 공모주의 적정가격이라 평가한 가격 구간이다. 따라서 시장의 사적인 정보³⁷⁾(private information)가 크게 나타나지 않아 공모가에 영향을 주지 않는다면 공적인 정보(public information)인 공모기간 중의 시장수익율만이 공모가 조정율에 반영될 것이다. 그러나 <그림 IV-1>은 공모가 조정율이 때때로 시장수익율과 크게 달라 시장의 사적인 정보에 의해서도 영향을 많이 받고 있음을 보여주고 있다.

37) 시장의 사적인 정보는 발행회사에 대하여 평가하고 있는 개인 또는 기관 투자자들의 개별적인 평가가 취합된 것이다. 따라서 이러한 사적인 정보는 공모기간 당시의 시장수익율 변화(공적인 정보)하고는 관련이 없다.

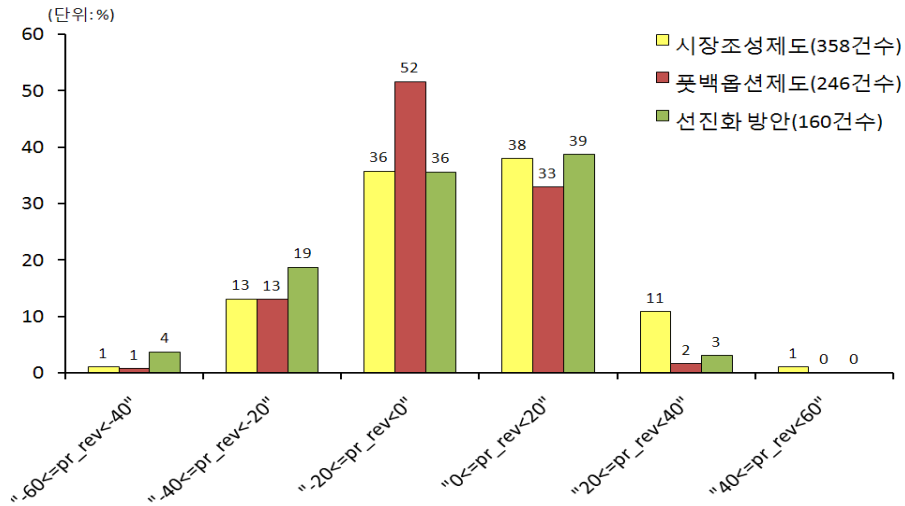
<그림 IV-2> 금융투자회사 평판지수에 따른 공모가 조정¹⁾ 분포



주: 1) 여기서 공모가 조정율은 공모기간 중의 시장수익율을 차감한 값이고, 그림에서 pr_rev는 공모가 조정율을 의미한다.

결국 공모가 조정율은 부분적으로는 금융투자회사가 마케팅을 통해 다양한 투자자들을 모집할 때 투자자의 발행회사에 대한 긍정적인 평가, 즉 사적인 정보를 얼마만큼 수렴하는지에 따라 결정된다. <그림 IV-2>는 평판지수로 구분한 금융투자회사 그룹별 공모가 조정율의 분포를 제시하고 있다. 여기서 공모가 조정율은 공모기간 중의 시장수익율을 뺀 값을 제시함으로써 공모주에 대한 사적인 정보를 취합한 효과만을 최대한 반영하고자 하였다. 그림에서 알 수 있듯이, 공모가 조정율은 대체로 공모예정가의 20% 전후로 나타났으며, 금융투자회사의 평판지수에 따라 큰 차이를 보여주지 않았다.

<그림 IV-3> IPO 제도 변화에 따른 공모가 조정¹⁾ 분포



주: 1) 여기서 공모가 조정율은 공모기간 중의 시장수익율을 차감한 값이고, 그림에서 pr_rev는 공모가 조정율을 의미한다.

시기별로는 시장조성제도 시기에 공모가 조정율이 가장 높았던 것으로 나타났다. 시장조성제도 시기에 20% 이상의 공모가 조정율을 보인 비중은 12%로 나타나, 풋백옵션제도나 선진화 방안 시기의 2%와 3%에 비해 상당히 높은 수준을 나타내었다. 선진화 방안 시기의 경우 마이너스 20% 미만의 공모가 조정율 비중이 무려 23%로 14%의 비중을 보인 시장조성제도와 풋백옵션제도의 시기와 큰 차이를 보였다. 이는 선진화 방안 시기에는 금융투자회사가 상장 이후 공모주 가격하락에 대한 시장 조성 활동이 의무화되지 않았던 관계로, 수요예측 시 기관투자자가 공모주에 대한 부정적인 견해를 가지고 있을 경우 그것을 보다 적극적으로 표출한 것으로 보인다.³⁸⁾

38) 2008년 초 공모예정가와 수요예측 결과 간 큰 차이에 대하여 업계 간 다른 견해가 있었으며, 이에 대해서는 조성훈(2007, <자본시장위클리>)을 참조하기 바란다.

나. 공모가 조정의 결정요인 분석

수수료율 분석과 같이 공모가 조정율에 대한 결정요인 분석에서도 아래와 같이 최소자승추정법과 이중차분법을 함께 이용하였다.

$$\text{공모가 조정율} = X\gamma + \delta_L I(\text{후반기}) + \epsilon \quad (4)$$

$$\text{공모가 조정율} = X\gamma + \delta_R \text{평판지수} + \epsilon \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{공모가 조정율} = X\gamma + \delta_L I(\text{후반기}) + \delta_R \text{평판지수} \\ + \delta_{LR} I(\text{후반기}) \times \text{평판지수} + \epsilon \end{aligned} \quad (6)$$

X 는 공모가 조정율에 영향을 미칠 수 있는 외생변수들의 벡터로서, 로그화된 발행규모, 로그화된 발행회사 설립연수, 벤처캐피탈의 투자 여부, 공동주관 여부, 코스닥시장 상장 여부, 혼합형 수수료율 여부, 시장 수익율과 시장수익율의 절대값, 시장조성제도 시기, 풋백옵션제도 시기 등의 더미변수를 포함한다. 여기서 시장수익율의 절대값은 시장수익율의 효과를 양(+)인 경우와 음(-)인 경우로 구분하기 위하여 사용하였다.

<표 IV-1> IPO 공모가 조정 결정요인 분석 결과

독립변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
로그(발행규모)	4.408*** (1.045)	4.573*** (1.040)	4.484*** (1.050)	2.525* (1.501)
로그(발행회사설립연수)	0.310 (1.059)	0.299 (1.057)	0.312 (1.060)	0.994 (1.242)
벤처캐피탈 투자 더미변수	0.574 (1.430)	0.766 (1.433)	0.736 (1.440)	2.753 (1.801)
코스닥시장 상장 더미변수	2.645 (2.310)	2.736 (2.311)	2.586 (2.304)	2.261 (2.718)
공동주관 더미변수	-2.580 (2.769)	-2.704 (2.655)	-2.416 (2.738)	-1.824 (3.455)
혼합형 수수료율 더미변수	-0.006 (1.717)	-0.166 (1.685)	-0.214 (1.703)	-2.108 (1.934)
시장수익율	0.881*** (0.138)	0.888*** (0.137)	0.893*** (0.139)	0.940*** (0.169)
시장수익율의 절대값	-0.591*** (0.212)	-0.578** (0.212)	-0.606*** (0.216)	-0.741** (0.257)
시장조성제도 시기 더미변수 (01.1~03.9)	10.75*** (2.864)	8.375*** (2.005)	10.36*** (2.884)	8.630** (3.347)
풋백옵션제도 시기 더미변수 (03.9~07.7)	1.771 (1.934)	1.167 (1.812)	1.864 (1.936)	0.930 (2.386)
I(후반기)	1.960 (2.068)		0.183 (4.673)	7.703 (6.111)
평판지수		-1.427 (0.862)	-1.784 (1.131)	0.008 (1.481)
I(후반기)×평판지수			0.782 (1.727)	-1.744 (2.229)
산업더미변수	포함	포함	포함	포함
R-squared	0.231	0.233	0.235	0.262
관찰 수	583	583	583	361

주: 표에서 *는 10%에서, **는 5%에서, ***는 1%에서 유의적임을 의미한다.

<모형 1>은 식 (4)를 이용하여 2000년대 전·후반기의 공모가 조정율이 각기 다른지를, <모형 2>는 식 (5)를 이용하여 평판지수에 따른 IPO 공모가 조정율의 차이가 존재하는지를 검정하기 위해 사용하였다. 여기에서도 $I(\text{후반기})$ 와 평판지수 이외에 $I(\text{후반기}) \times \text{평판지수}$ 변수를 회귀분석에 추가한 식 (6)을 이용하여 전체자료 분석인 <모형 3>과 80억 원 이상의 IPO 자료 분석인 <모형 4>를 추정하였다. 모든 추정모형에 대해 발행회사가 속한 산업에 대한 더미변수를 포함하였으며, 이분산성에 강한 표준오차를 적용하였다.

1) 발행회사 및 IPO 특성 변수

모든 추정모형에 대해서 IPO 규모는 양(+)의 계수를 가지고 있었으며, 유의성이 높은 것으로 나타났다. 이는 발행규모가 큰 IPO일수록 주관회사가 긍정적인 의견을 담은 사적 정보를 보다 많이 수렴하고 있음을 의미한다. 발행규모가 큰 IPO의 경우, 마케팅 실패 시 부담해야 될 주관회사의 위험이 크고 평판에 있어서도 손실이 클 수 있어 주관회사의 긍정적인 의견수렴 노력이 컸던 것으로 보인다. 다른 한편, 발행규모가 큰 IPO 기업은 보다 견실하고 전망이 좋은 기업일 경우가 높아, 시장의 긍정적인 반응이 보다 크게 나타나는 점도 원인으로 보인다.

발행회사의 설립연수, 벤처캐피탈의 투자여부, 코스닥시장 여부, 공동주관 여부, 혼합형 수수료율 여부는 공모가 조정율에 미치는 효과가 미약한 것으로 나타났다. 발행회사 설립연수, 벤처캐피탈 투자, 코스닥시장 상장 등은 공모가 조정율을 다소 높이는 데 영향을 주었으며, 공동주관한 IPO와 혼합형 수수료율 여부는 공모가 조정율에 부정적인 효과를 주고 있는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 변수들에 대한 추정치들은 유의성이 낮아, 경제적인 의미를 갖는다고 해석하기 어렵다. 요약하면, 추정분석 결과로부터 발행회사의 발행규모를 제외하고는 IPO 특성 변수에

따라 공모가 조정율이 크게 달라지지 않음을 확인하였다.

2) IPO 시 시장 특성 변수

시장수익율과 시장수익율의 절대값에 대한 추정치는 공모기간 중의 공적인 정보(public information)가 공모가 조정율에 미치는 효과를 분석하기 위해 사용되었다. 추정모형은 두 변수를 동시에 포함함으로써 양(+)의 시장수익율과 음(-)의 시장수익율이 공모가 조정율에 미치는 효과가 다를 수 있음을 가정하였다. 분석 결과에 따르면, 양(+)의 시장수익율이 1%p 상승하였을 때 공모가 조정율은 0.2~0.3%p만큼 상승하고 있는 것으로 나타나, 시장수익율 변화분의 약 20~30% 정도가 반영되고 있는 것으로 나타났다. 반면 음(-)의 시장수익율 변화분에 대해서는 시장수익율이 1%p 하락하였을 때 공모가 조정율이 0.88~0.94%p만큼 하락하고 있어, 시장수익율의 약 90%를 반영하였다. 즉 공모기간 중의 긍정적인 공적 정보(양(+)의 시장수익율)는 공모가 조정율에 크게 반영되지 못하고 있는 반면, 부정적인 공적 정보(음(-)의 시장수익율)는 공모가 조정율에 상당한 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 이는 공모기간 중의 시장수익율이 하락할 경우 시장하락에 따른 공모주 투자위험 대부분이 공모가 하락에 반영되고 있는 반면, 시장수익율 상승에 따른 긍정적인 시장분위기는 공모가 상승에 충분히 반영되지 못함을 보여주는 결과이다.

시장조성제도의 시기에서 공모가 조정율이 약 8.4~10.7%p만큼 높았으며, 유의적인 것으로 나타났다. 한편 풋백옵션제도의 시기에서도 가격조정률이 현재보다 1~2%p만큼 높게 나타났으나, 유의성이 낮았다. 이는 시장조성제도의 시기에서는 금융투자회사의 공모주 하락에 따른 시장조성의무로 인하여 투자에 대한 위험이 없어 기관투자자 입장에서는 수요예측 시 긍정적인 정보에 대해서는 충분히 제공함으로써 배정을 가급적 많이 받고자 하는 유인이 있었던 것으로 보인다. 반면, 풋백옵션제도의

시거나 선진화 방안 시기에서는 기관투자자는 공모주 투자에 따른 위험을 주관회사의 시장조성활동으로부터 보호받지 못하기 때문에, 배정을 많이 받기 위한 긍정적인 시장반응 외에도 상장 이후 투자손실을 고려한 부정적인 시장반응도 함께 고려하여 시장의 공모주 평가에 대한 정보가 제공되었던 것으로 보인다.³⁹⁾

3) DID 분석

2000년대 전·후반기에 있어 공모가 조정율의 차이를 추정한 결과, 공모가 조정율은 2000년대 전반기에 비해 후반기에 다소 높아졌으나 유의적이지 않았다. 한편 <표 IV-1>의 추정결과는 공모가 조정율이 평판지수에 따라 다르다는 가설을 기각하고 있는 것으로 나타났다. 2000년대 전·후반기에 따른 공모가 조정율의 변화는 평판지수에 따라 다르게 나타나지 않았다. 특히 평판지수와 관련된 이러한 결과는 미국의 문헌에서 참조한 결과와 대비된다. 예를 들면, Logue et al.(2002)은 높은 평판을 가지고 있는 상위그룹의 투자은행이 그들의 평판을 유지하기 위해서 그렇지 않은 투자은행들보다 높은 공모가 조정율을 보여준다고 밝혔다. 결국 본고에서 얻은 추정결과는 공모가 조정율 관점에서 대형 금융투자회사와 중소형 금융투자회사 간 경쟁력에는 큰 차이가 없고 공모가 조정율을 통한 금융투자회사의 평판유지 노력이 평판지수에 따라 다르지 않음을 의미한다. 그리고 2000년대 후반기의 대형 금융투자회사의 공모가 조정율 변화는 중소형 금융투자회사와 별반 다르지 않아, 금융투자회사 간 경쟁관계의 변화에 영향을 주지 못했던 것으로 판단된다.

39) 다른 한편으로는, 시장조성의무의 시기에 주관회사가 사후적 시장조성의무에 따른 인수위험을 낮추기 위하여 애초에 공모예정가를 다소 낮추었고, 이에 따라 기관투자자들의 수요예측 시 공모주의 평가가 공모예정가보다 높았을 가능성도 있다.

2. 공모가 저평가

본 연구에서는 금융투자회사의 발행기업에 대한 보증역할을 보여주는 변수로 많은 문헌에서 이용하고 있는 공모가 저평가(또는 초기수익률)를 이용하였다. 공모가 저평가는 상장일 당일의 공모주 종가와 공모가 간의 차이를 공모가로 나누어 구한다. 따라서 공모주 투자자로서는 공모가 대비 상장일 당일 종가의 수익률을 의미한다. 앞서 논의하였듯이, 금융투자회사가 높은 평판자본을 구축하지 못하거나 투자자가 금융투자회사의 공모주 가격결정에 대해 신뢰를 가지고 있지 못하다면 투자자는 그에 상응하는 초기수익율을 요구할 것이다. 결국 금융투자회사가 투자자에게 신뢰를 줄 수 있는냐에 따라 공모가 저평가 정도가 결정될 수 있는 만큼, 공모가 저평가는 공모주에 대한 금융투자회사의 보증능력(certification)을 나타내는 지표가 될 수 있다.

정보비대칭을 해소하기 위한 IPO 보증역할자로서 투자은행의 평판⁴⁰⁾과 공모가 저평가 간의 관계를 이해하려는 연구들이 다수 다루어졌다. 대표적으로는 Carter and Manaster(1990)가 높은 평판의 투자은행은 위험이 낮은 발행회사를 주관하고 있으며 평판과 공모가 저평가 간 음(-)의 관계가 있음을 보였다. Beauty and Ritter(1986)에 따르면 투자은행 입장에서는 공모가 저평가 정도가 자신의 평판에 맞는 적절한 수준에서 크게 벗어날 경우 시장점유율이 하락하는 등 시장으로부터의 평가와 제재가 가해질 수 있기 때문에 시장에서는 투자은행의 평판에 대응하는 균형 공모가 저평가 수준이 유지될 수 있음을 이론과 실증을 통해서 밝혔다.

국내 공모가 저평가와 관련한 문헌으로는 이종용·조성욱(2007), 신현

40) 투자은행 평판척도와 관련하여 Johnson and Miller(1988)는 4개(4-tier)로 구분된 평판척도("bulge bracket"=3, "major bracket"=2, "submajor bracket"=1, "all others"=0)를, Megginson-Weiss(1991)은 IPO 시장점유율을, Carter and Manaster(1990)는 10(10-tier)로 구분된 평판척도(0~9점)를 제시하였다.

한·장진호·정지웅(2004), 김성민·이상혁(2006), 박래수·신보성(2007), 신인석(2010) 외 다수의 연구가 있다. 이종용·조성욱(2007)은 풋백옵션제도 하에서 증권회사가 가격하락위험을 회피하기 위하여 공모가를 할인발행하고 있음을 제시하였다. 신현한·장진호·정지웅(2004)은 시장조성의무가 일시적으로 폐지되었던 기간과 이후 시장조성의무가 다시 도입되었던 시기를 비교함으로써 시장조성의무제도가 공모가 저평가현상에 미치는 효과를 검증하였다. 이 외에도 신인석(2010)은 시장조성의무와 풋백옵션제도 등 규제환경의 차이가 주관회사의 공모가 저평가 인센티브에 다르게 영향을 미칠 수 있다는 가설과 함께, 이를 지지하는 실증분석 결과를 제시하였다. 한편 박래수·신보성(2007)은 자산운용업을 모태로 하는 증권회사에서 IPO 저가발행이 심하다는 점을 밝힘으로써 인수업과 자산운용업간의 이해상충 가설을 검증하였다.

가. 공모가 저평가의 특징

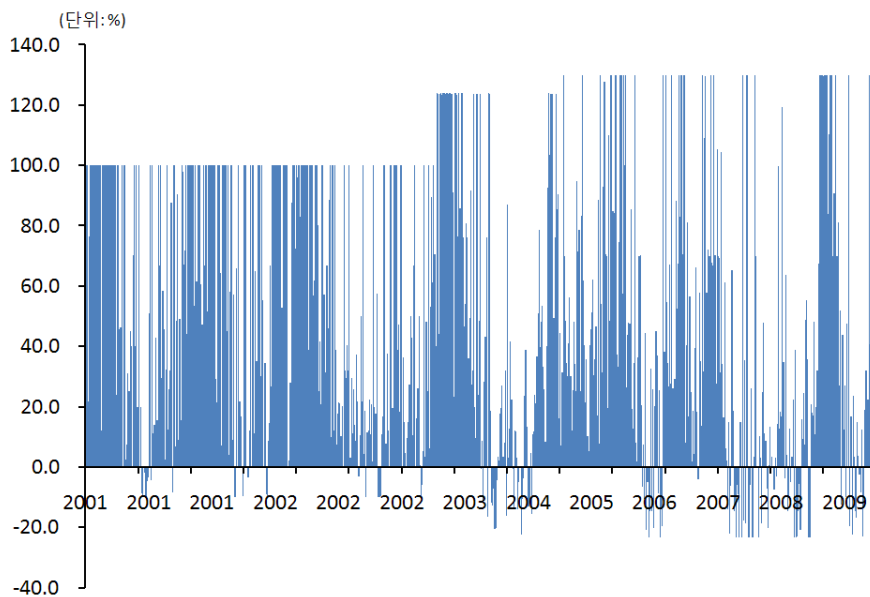
<그림 IV-4>는 공모가 저평가율에 대한 시계열 분포를 보여주고 있다. 상장일 첫날 저평가율 상한이 2001년 초반부터 2002년 후반까지 100%로, 그 이후부터 2005년 3월까지 123.5%로, 2005년 3월 이후부터는 130%로 나타나고 있다. 이는 시기에 따라 가격제한폭과 시초가의 결정시간⁴¹⁾이 달랐고, 시초가에 대해서는 공모가의 90%에서 200%까지의 상한 제도가 운영되었기 때문이다.

특히 <그림 IV-4>에서 알 수 있듯이, 공모가 저평가율은 시계열적으로 상관관계가 높은 것으로 보인다. 이는 시장의 상황이나 공모주에 대한 투

41) 2003년 3월 이전에는 접수된 호가를 매매개시일 오후 3시 장 마감 직전 한차례 동시호가로 체결하였으며, 12%였던 코스닥시장의 가격제한폭이 2005년 3월 15%로 확대되었다.

자사의 평가가 인접한 기간에서 매우 연관성이 높기 때문인 것으로 판단된다. 그러나 이러한 시장상황에 대한 해석이 공모가 저평가를 일정부분 설명하고 있으나, 주관회사인 금융투자회사의 공모가 결정능력과 유가증권 인수업무에 대한 제도적인 변화 등이 중요한 결정요인이기도 하다. 따라서 여기서는 공모가 조정 분석과 마찬가지로 금융투자회사 평판과 제도적인 변화를 중심으로 공모가 저평가의 원인을 분석하고자 한다.

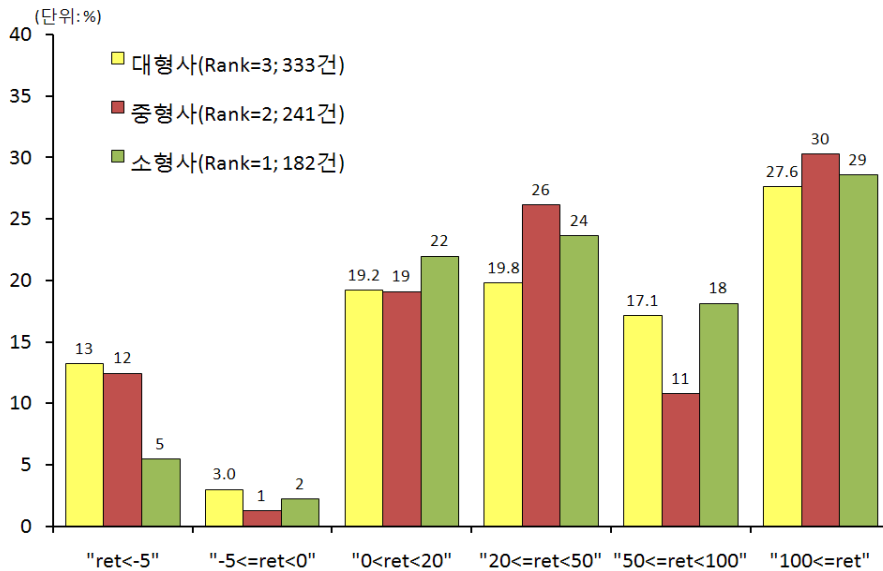
<그림 IV-4> 공모가 저평가율의 시계열 분포



공모가 저평가율은 공모주에 대한 초기수익율로서 공모주를 시장가에서 디스카운트하여 투자자에게 제공하는 것을 의미한다. 금융투자회사가 자신의 평판을 통해서 투자자의 신뢰를 얻었다면 투자자를 유치하기 위해 지나치게 큰 디스카운트로 공모주를 제공할 필요가 없다. 따라서

공모가 저평가의 정도는 금융투자회사의 경쟁력 또는 보증능력과 관련이 높다고 할 수 있다. 다른 한편, 공모가 저평가율의 변동성이 매우 높거나 분포가 널리 퍼져 있다는 것은 금융투자회사의 공모가 결정능력이 취약하여 공모가를 적정 시장가에 맞추지 못하고 있음을 의미한다.⁴²⁾

<그림 IV-5> 금융투자회사 평판지수에 따른 공모가 저평가 분포



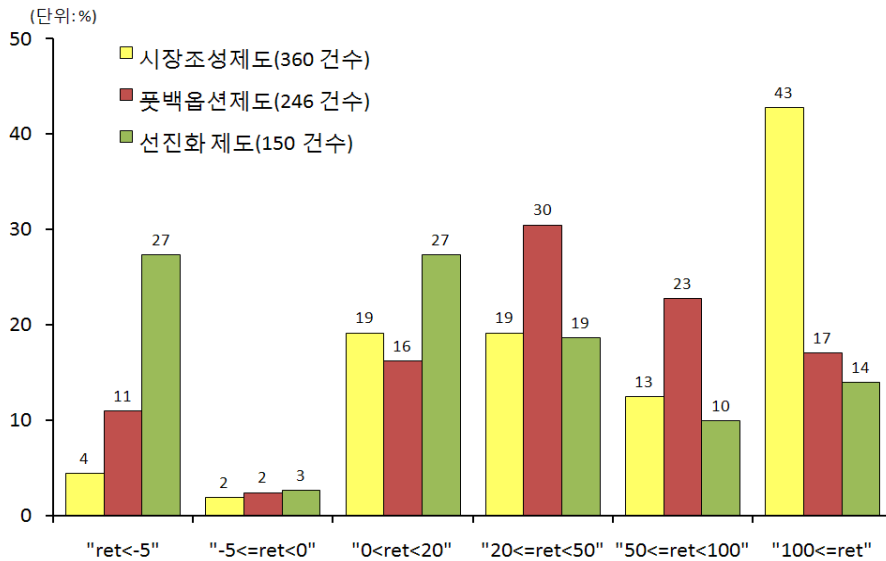
주: 그림에서 ret는 공모가 저평가를 의미한다.

<그림 IV-5>는 금융투자회사 평판지수에 따라 구분한 공모가 저평가율의 분포를 히스토그램으로 보여주고 있다. 첫날 종가가 공모가로부터 상승하여 얻게 되는 첫날 수익율 또는 저평가율이 100% 이상인 경우

42) 이에 대해서는 다소 이견이 있을 수 있는데, 이는 저평가의 변동성이 공모주에 대해 지나치게 높거나 낮게 평가한 투자자의 분위기(market sentiment)가 공모주의 첫날 가격을 다소 왜곡시켜 나타난 결과일 수 있기 때문이다.

가 대형사, 중형사, 소형사 그룹별로 비슷하게 나타났으며, 그 비중은 27.6~30%로 매우 높았다. 고평가율(마이너스 수익률)을 나타낸 경우의 비중도 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사가 각각 16%와 13%로 매우 높게 나타났으며, 이에 비해 소형 금융투자회사의 경우는 7%로 중 대형 금융투자회사보다 낮게 나타났다. 따라서 <그림 IV-5>에서의 공모가 저평가 분포는 대형 금융투자회사가 중소형 금융투자회사에 비해 공모가 결정능력이나 보증역할에 있어서 보다 우월하다고 평가하기 어렵다는 것을 보여준다.

<그림 IV-6> IPO 제도 변화에 따른 공모가 저평가 분포



주: 그림에서 ret는 공모가 저평가를 의미한다.

<그림 IV-6>은 제도적인 변화에 따른 공모가 저평가의 분포를 보여 주고 있는데, 시장조성제도의 시기에서는 100% 이상의 저평가율을 나타

낸 경우가 무려 42.8%로 매우 높은 비중을 차지하였다. 이는 이 시기에 공모주가 고평가가 될 경우 의무적 시장조성에 따른 비용부담의 위험을 안고 있는 금융투자회사가 공모가를 저평가하려는 인센티브가 높았기 때문인 것으로 보인다. 한편 이러한 위험부담으로부터 자유로워졌던 선진화 방안의 시기에서는 -5% 미만의 저평가율(또는 5%이상의 고평가율)의 비중이 무려 30%로 나타나 6%와 13%의 비중을 나타냈던 시장조성제도와 풋백옵션제도의 시기에 비해 매우 높았다. 그러나 이 시기에 100% 이상의 저평가율을 보인 경우의 비중 또한 14%로 매우 높게 나타났다. 결국 선진화 방안 이후에 마이너스 저평가율(고평가율)을 보인 경우가 증가했을 뿐 아니라 100% 이상의 저평가율의 비중이 여전히 높았다는 점은 금융투자회사가 마케팅이나 시장조성활동 등을 통해 적극적으로 공모주에 대한 보증역할을 수행하지 못하고 시장신뢰를 높이지 못하였음을 시사한다.

나. 공모가 저평가의 결정요인 분석

앞서의 분석들과 같이 공모가 저평가율에 대한 분석에서도 최소자승 추정법과 이중차분법을 함께 이용하였다.

$$\text{공모가 저평가율} = X\gamma + \delta_L I(\text{후반기}) + \epsilon \quad (7)$$

$$\text{공모가 저평가율} = X\gamma + \delta_R \text{평판지수} + \epsilon \quad (8)$$

$$\begin{aligned} \text{공모가 저평가율} = X\gamma + \delta_L I(\text{후반기}) + \delta_R \text{평판지수} \\ + \delta_{LR} I(\text{후반기}) \times \text{평판지수} + \epsilon \end{aligned} \quad (9)$$

<표 IV-2> 공모가 저평가 결정요인 분석 결과

독립변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
로그(발행규모)	-10.03*** (2.564)	-9.734*** (2.550)	-10.17*** (2.549)	-5.252 (3.672)
로그(발행회사설립연수)	-2.280 (2.625)	-2.281 (2.626)	-2.492 (2.647)	-4.533 (3.168)
벤처캐피탈 투자 더미변수	-7.943** (3.595)	-8.135** (3.642)	-7.765** (3.632)	-5.848 (4.449)
코스닥시장 상장 더미변수	1.619 (6.426)	2.352 (6.467)	2.222 (6.486)	-0.785 (7.123)
공동주관 더미변수	3.948 (7.135)	2.264 (7.255)	3.399 (7.299)	5.419 (8.483)
혼합형 수수료율 더미변수	0.421 (3.842)	1.029 (3.887)	0.421 (3.847)	-0.977 (4.976)
공모가 조정율	0.591*** (0.103)	0.606*** (0.103)	0.606*** (0.103)	0.606*** (0.138)
시장수익율	1.017*** (0.171)	1.051*** (0.170)	1.022*** (0.169)	1.002*** (0.236)
시장수익율2	2.125*** (0.184)	2.162*** (0.184)	2.158*** (0.184)	2.392*** (0.255)
시장조성제도 시기 더미변수 (01.1~03.9)	38.47*** (8.018)	27.88*** (4.872)	40.23*** (8.014)	35.49*** (10.39)
풋백옵션제도 시기 더미변수 (03.9~07.7)	21.39*** (4.998)	17.56*** (4.509)	21.21*** (4.984)	25.84*** (5.776)
I(후반기)	11.13** (6.173)		40.49*** (11.60)	23.06 (15.06)
평판지수		1.953 (2.234)	6.987** (2.804)	3.065 (3.889)
I(후반기)×평판지수			-12.28*** (4.214)	-7.747 (5.297)
산업더미변수	포함	포함	포함	포함
R-squared	0.402	0.399	0.412	0.461
관찰 수	576	576	576	353

주: 표에서 *는 10%에서, **는 5%에서, ***는 1%에서 유의적임을 의미한다.

X 는 공모가 저평가율이 미칠 수 있는 외생변수들의 벡터로서, 공모가 조정율을 비롯하여 시장수익율, 시장수익율², 로그화된 발행규모, 로그화된 발행회사 설립연수, 벤처캐피탈의 투자여부, 공동주관 여부, 코스닥시장 상장 여부, 혼합형 수수료율 여부, 시장조성제도 시기, 풋백옵션 제도 시기 등의 더미변수를 포함한다. 여기서 시장수익율²는 공모가확정일과 상장개시일 간의 주가지수 수익율을 의미한다.

<모형 1>은 식 (7)을 이용하여 2000년대 전반기와 후반기의 공모가 저평가율이 통계적으로 다른지를, <모형 2>는 식 (8)을 이용하여 평판지수에 따른 공모가 저평가율의 차이가 존재하는지를 검정하였다. $I(\text{후반기})$ 와 평판지수 이외에도 $I(\text{후반기}) \times \text{평판지수}$ 변수를 추가한 회귀방정식 (9)를 이용하여 전체자료 분석인 <모형 3>과 80억 원 이상의 IPO 자료 분석인 <모형 4>를 추정하였다. 모든 추정모형에 대해 발행회사가 속한 산업에 대한 더미변수를 포함하였으며, 이분산성에 강건한 표준오차를 적용하였다.

1) 발행회사 및 IPO 특성 변수

모든 추정모형에 대해서 공모가 저평가가 로그화된 IPO 규모에 대해서 음(-)의 계수를 보여 IPO 규모가 클수록 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 이러한 음의 계수치는 매우 유의적이었다. 여러 문헌들에서도 지적하고 있듯이, 이는 규모가 큰 IPO일수록 발행회사에 대한 정보의 비대칭 정도가 낮을 가능성이 높고, 이에 따라 비대칭정보로부터 요구되는 최소한의 초기수익율 또는 저평가율이 낮아지기 때문이다.⁴³⁾ 벤처캐피탈

43) 발행회사가 시장에서 널리 알려져 있지 않는 경우, 공모주 투자자는 그만큼 공모주 투자에 따른 위험부담이 높아지게 된다. 결국 공모주 투자자는 이에 대응하는 초기수익율이 충분히 높지 않다면 공모주에 투자를 하지 않을 가능성이 높다.

이 투자한 발행회사의 IPO일 경우 공모가 저평가가 낮게 나타나, 벤처캐피탈 투자가 일종의 보증효과를 제공하고 있는 것으로 보인다.⁴⁴⁾ 그러나 공모가 조정율과 같이, 발행회사의 설립연수, 공동주관 여부, 혼합형 수수료 여부, 코스닥시장 상장 여부 더미변수는 공모가 저평가의 결정요인으로서 유의적이지 못한 추정치를 보여주었다.

한편 공모가 조정 변수에 대한 계수추정치가 유의적으로 양(+)의 값을 가진다는 점은 공모가 결정 시 기관투자자의 사적인 정보 또는 시장의 공모주에 대한 평가가 수요예측과정에서 부분적으로만 반영되고 있음을 의미한다. 만약 시장의 공모주에 대한 평가가 공모가에 완전히 반영된다면, 공모가 조정 변수는 공모가 저평가에 영향을 전혀 주지 못할 것이다. 왜냐하면 이 경우 공모가 저평가 부분이 상장 이후의 공모주에 대한 시장변화에 의해서 절대적으로 결정될 수밖에 없는데, 이러한 상장 이후의 시장변화는 상장 이전의 공모주에 대한 시장평가와 상관관계가 없기 때문이다. 한편, 이론적으로 Benveniste and Spindt(1989)가 처음으로 사적인 정보의 부분적 반영이 기관투자자의 사적인 정보수집에 있어 최적의 유인합치 전략임을 밝혔고, Hanley(1993)의 연구에서는 이를 뒷받침하는 실증적인 결과를 제시하였다. 이러한 연구들은 주관회사가 공모주에 대한 시장의 사적 정보를 부분적으로 반영하는 것이 의도적인 것이며 공모주에 대한 시장의 사적 정보수집을 위한 최적의 전략임을 제시한다. 따라서 Hanley(1993)의 결과와 질적인 측면에서 합치되고 있는 본 연구의 분석 결과, 즉 사적 정보의 부분적 반영 결과는 일부분 주관회사가 시장 정보를 취합과정에서 필요한 전략적 행태로 해석할 수 있다.

44) Megginson and Weiss(1991)은 벤처캐피탈의 투자가 있었던 IPO가 그렇지 않은 IPO에 비해 공모가 저평가 정도와 IPO 수수료를 모두 낮다는 점을 처음으로 밝혔으며, 이를 기초로 벤처캐피탈이 IPO에서 보증역할을 수행한다고 주장하였다.

2) IPO 시 시장 특성 변수

공모기간 중의 시장수익율 변수를 공모가 저평가율에 대한 회귀분석에 추가함으로써 공적 정보가 공모가에 충분히 반영되었는지도 평가하였다. 만약 공모기간 중의 시장수익율 계수가 유의적이지 않은 결과를 가진다면, 공적인 정보가 공모가에 충분히 반영된 것으로 해석할 수 있다. 그러나 추정결과는 시장수익율 계수가 매우 유의적임을 보여주고 있어, 공적인 정보의 상당부분이 공모가에 반영되지 못하고 있음을 제시하였다. 구체적으로는 시장수익율 계수가 모형에 따라 1.00~1.05의 값을 보여주고 있는데, 이는 공모기간 중의 시장수익율이 1%p만큼 상승 시 공모가 저평가율이 1.00~1.05%p만큼 상승하고 있음을 나타낸다. 공모가 저평가 분석에서 시장수익율²⁴⁵⁾ 변수를 추가함으로써 공모가가 결정된 이후부터 상장일까지의 시장수익율이 공모가 저평가에 어떻게 반영되는지를 살펴보았다. 이 경우 시장수익율² 계수가 2.12~2.39로 나타나, 공모가 저평가에 미치는 효과가 매우 높은 것으로 나타났다. 이는 공모주의 시장가치는 공모가 결정 이후의 시장상황 변화에 의해 증폭되고 있고 공모주에 대한 가치평가가 상장 직전 시장상황에 매우 민감함을 의미한다.

이상의 결과로부터 시장수익율 변수가 공모가 저평가를 충분히 예측할 수 있다는 점에서, 주관회사의 공모주에 대한 가격발견 역할이 약하다는 점 외에도 시장상황 변화에 따라 공모주에 대한 국내시장 투자자의 민감성(investor's sentiment)이 매우 크다는 점을 확인할 수 있다.

공모가 저평가는 시장조성제도의 시기에서 가장 높았으며, 그 다음으로 풋백옵션제도의 시기에서 높았는데, 이는 두 시기에 주관회사가 시장조성과 관련된 제도로 인하여 상장 이후 공모주를 되사주어야 하는 인수위험이 컸으며 이에 따라 다소 자발적으로 공모가를 저가발행한 것이

45) 공모가의 확정일이 대체로 상장 매대개시일까지 약 14일 전후 앞서고 있어, 이 기간 중의 시장수익율을 시장수익율²로 정하였다.

주요한 요인 중의 하나다.⁴⁶⁾ 추정모형에 따라 차이가 있지만, 시장조성 제도 시기에서의 평균적인 공모가 저평가율은 현재의 선진화 방안 시기 보다 약 27.9%p에서 40.2%p 만큼 높았고, 풋백옵션제도의 시기에서도 현재보다 17.6~25.8%p만큼 높았던 것으로 나타났다.

한편 이러한 공모가 저평가율의 하락이 선진화 방안 도입 이후 금융투자회사의 보증역할이 높아졌기 때문이라고 해석하기에는 다소 무리가 있다고 판단된다. 그 이유는 <그림 IV-6>에서와 같이 선진화 방안 시기에 고평가율(마이너스 저평가)의 공모주 비중이 27%로, 그 이전의 시기(4%, 11%)에서 보다 매우 높았던 점이 회귀분석에서는 나타나지 못하였고, 동기간 100% 이상의 저평가 공모주의 비중이 14%로 풋백옵션제도 시기(17%)와 큰 차이를 보이지 않았기 때문이다.

3) DID 분석

<모형 1>에서의 추정결과, 공모가 저평가는 2000년대 전반기에 비해 후반기에 평균 11.1%p만큼 상승한 것으로 나타났다. <모형 3>과 <모형 4>에서도 공모가 저평가는 2000년대 후반기에 크게 상승하였다. 이는 2000년대 후반기에 들어와 금융투자회사의 공모가 결정시 보증역할이 개선되지 못하였음을 의미한다. <모형 2>에 따르면 공모가 저평가는 금융투자회사 평판지수와 상관없는 것으로 나타났다. 반면 <모형 3>의 추정결과는 2000년대 전반기의 경우 금융투자회사 평판지수가 높을수록 공모가 저평가가 높았으나, 2000년대 하반기 들어와 높은 평판지수의 금

46) 「기업공개(IPO) 관련 인수시장 실태점검 결과」(금융감독원, 2004.11.16)에 따르면, 2003년 1월부터 동년 8월까지의 기업공개(56건, 5,033억 원 규모)에 대해서 기관투자자와 일반투자자에 대한 시장조성의무 이행에 따른 부담은 516억 원으로 공모금액의 10.3%였던 데 비해 2003년 9월부터 2004년 9월까지의 기업공개(60건, 1조 3,389억 원 규모)에 대해서는 일반투자자에 국한된 풋백옵션행사에 따른 주식매입금액이 103억 원(0.77%)으로 금융투자회사의 부담이 크게 감소하였다.

용투자회사가 주관한 공모주의 공모가 저평가가 크게 감소하였음을 보여주고 있다. 그러나 이 경우에서도 공모가 저평가가 감소하였던 이유가 고평가된 공모주가 2000년대 후반기에 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사가 주관한 경우에서 많이 나타났기 때문인 것으로 보인다.⁴⁷⁾ 요약하면, 공모주의 보증역할 측면에서의 경쟁력은 대형사와 중소형사 간 차이가 크지 않았던 것으로 평가할 수 있다.

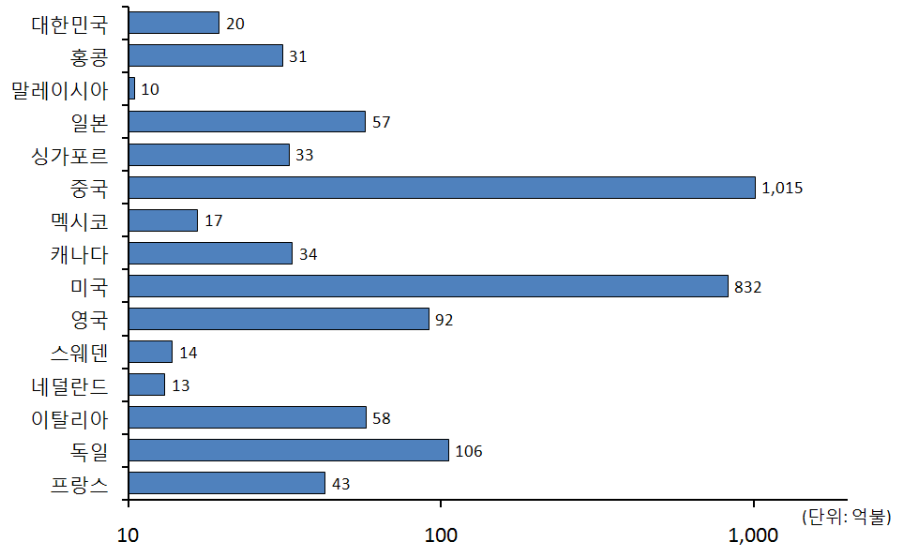
3. 국내 및 해외 IPO 시장의 비교

가. 국가별 IPO 시장규모 및 수수료율 비교

기업들이 성장하는 과정에서 필요한 자금수요는 IPO 수요에 중요하게 영향을 주는 요인인 반면, IPO 시장의 총 발행규모는 매우 변동성이 큰 주식시장으로 인해 연도에 따라 큰 편차를 가지고 있다. 또한 IPO 시장규모는 국가별로도 편차가 매우 크다. 그 이유는 자본시장이 얼마만큼 발전하였는지와 자본시장에서 자금을 조달하려는 성장 기업들이 얼마만큼 많은지에 따라서 IPO 시장규모가 결정되는데, 이러한 두 가지 조건이 국가에 따라 매우 다르기 때문이다.

47) 이는 대부분 대형사와 중형사를 중심으로 5%이상의 고평가 공모주가 나타났다(<그림 IV-5> 참조), 시기적으로는 대부분이 선진화 방안 시기(<그림 IV-6>참조) 즉 2000년대 후반기에 5%이상의 고평가 공모주가 나타났다는 점에서 유추할 수 있다.

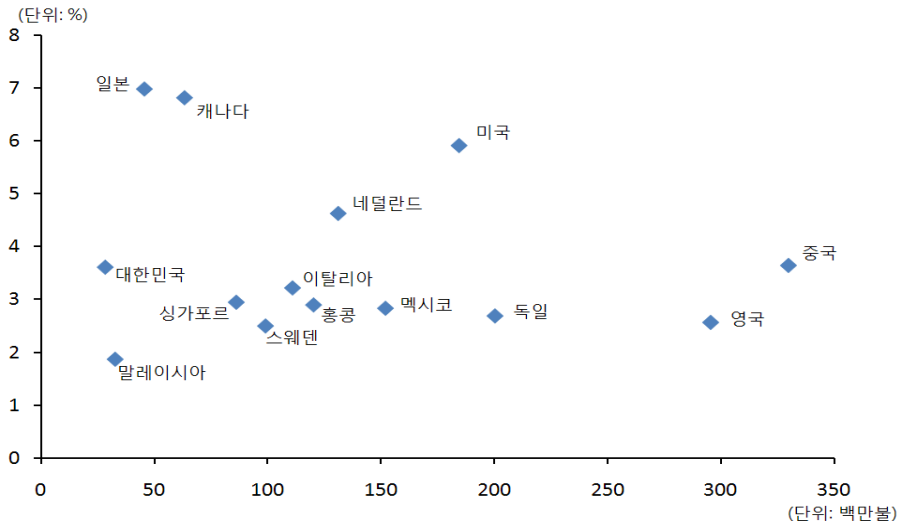
<그림 IV-7> 2007년 국가별 IPO 규모 비교



자료: Bloomberg

<그림 IV-7>은 국가별 IPO 시장의 규모를 보여주고 있는데, 신규기업의 자금수요가 많은 중국이나 자본시장이 매우 발달한 미국의 경우 다른 국가들에 비해 압도적으로 IPO 시장이 크다는 것을 알 수 있다. 또한 자본시장이 상당히 발달한 홍콩이나 영국의 경우도 IPO 시장이 매우 클 뿐 아니라 국가의 경제규모가 큰 일본이나 독일의 경우도 IPO 시장이 작지 않음을 알 수 있다. 우리나라의 IPO 시장규모는 20억 달러 수준으로 유사한 경제규모의 다른 국가 IPO 시장규모에 비해 작은 편이다. 이러한 점들을 고려해볼 때, 향후 국내 IPO 시장은 경제규모의 성장과 자본시장의 발전에 따라 보다 확대될 수 있을 것으로 전망된다.

<그림 IV-8> 2007년 국가별 평균 IPO 건별규모와 수수료율



자료: Bloomberg

<그림 IV-8>은 2007년 기준 국가별 평균 IPO 건별규모와 평균 IPO 수수료율을 산포도로 나타내고 있다. 평균 IPO 건별규모는 영국, 독일, 미국 등의 선진국 또는 중국과 같이 경제규모가 큰 신흥국에서 컸다. 반면 이들 국가들의 IPO 수수료율은 IPO 건별규모가 컸음에도 불구하고 3% 전후에서 크게는 6%로 다소 높게 나타났다. 이는 IPO 주관업무가 규모의 경제를 가지고 있지만, 규모가 매우 큰 IPO의 경우 인수와 마케팅, 공모가 결정에서의 평판위험 등이 수수료에 반영되기 때문이다. 앞서 분석한 결과에서 우리나라의 IPO 규모가 1,000억 원(약 1억 달러) 이상인 경우 수수료가 2%를 하회하고 있다는 점에서, 우리나라의 IPO 수수료율은 <그림 IV-8>에서 제시된 대부분의 국가들⁴⁸⁾에 비해 상대적으로

48) <그림 IV-8>에서 평균 IPO 건별규모가 1억 달러 전후의 국가로는 홍콩, 이탈리아, 멕시코, 네덜란드 등이 있는데, 이러한 국가들의 IPO 수수료율은 평균 3% 전후에서 4%대로 나타났다.

로 매우 낮다. 한편 건별규모가 우리보다 조금 컸던 일본이나 캐나다의 경우 평균 6~7%대로 우리나라에 비해 약 2배 정도 높은 것으로 나타났다. 국내 IPO 수수료율은 다른 분석 국가들에 비해 다소 낮은 것으로 판단된다.⁴⁹⁾

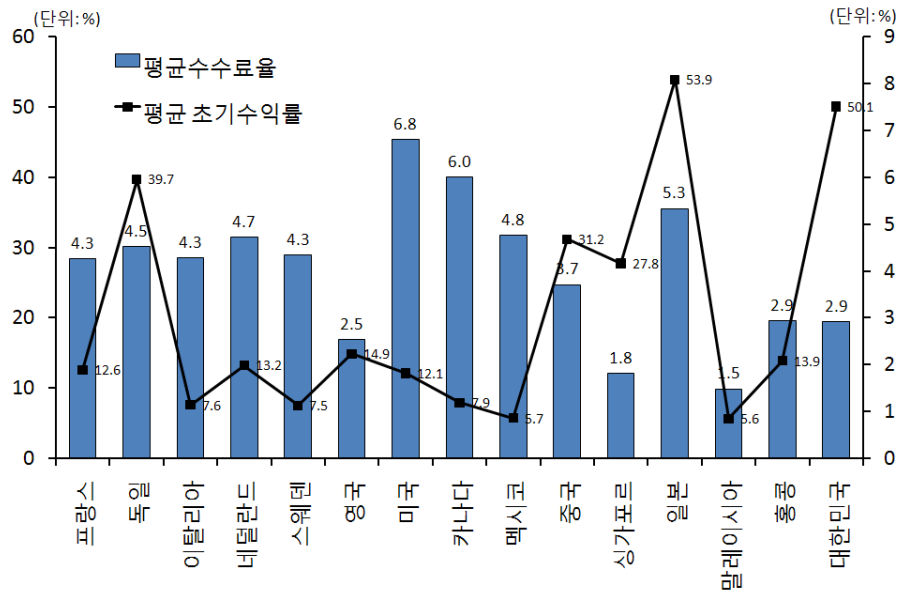
나. 국가별 IPO 수수료와 공모가 저평가 비교

<그림 IV-9>는 국가별 평균 IPO 수수료율과 공모가 저평가를 보여주고 있다. 우리나라의 경우 2001년부터 2009년까지의 평균을 기초로 구하였으나, 비교대상 국가들의 값은 Ljungqvist et al.(2003)의 연구 자료를⁵⁰⁾를 이용하였다. 앞서 제시한 <그림 IV-8>에서 국가별 IPO 수수료율은 2007년 기준의 Bloomberg 자료를 이용하였기에, <그림 IV-9>에서 제시된 IPO 수수료율과는 다소 차이가 있으나 그 차이는 크지 않다.

49) 이렇듯 국내 IPO 수수료율이 낮은 것은 금융투자회사 간 경쟁이 심한 것이 중요한 요인이지만, 현재 관행상 총액인수가 실질적으로는 잔액인수에 가까워 인수책임이 높지 않고 마케팅이나 기업실사 과정에서 주관회사의 역할이 많지 않은 점도 국내 IPO 수수료율이 낮은 이유이기도 하다.

50) <그림 IV-9>에서의 값들은 대체로 1992년부터 1999년까지의 자료를 이용하여 산출한 값이지만, 다른 출처들로부터 구한 분석국가들의 최근 값들과 크게 다르지 않았다.

<그림 IV-9> 국가별 IPO 수수료율과 공모가 저평가 비교



자료: Ljungqvist et al.(2003)

그림에서 알 수 있듯이, 유럽 국가들의 IPO 수수료율이 4%대에 있으며 평균 공모가 저평가율도 독일(39.7%)을 제외하고는 10%대에서 대체로 나타나고 있다. 미국이나 캐나다, 멕시코의 경우 IPO 수수료율이 4.8~6.8%로 유럽보다도 높았으며, 평균 공모가 저평가율은 대체로 10% 전후로 유럽과 비슷하게 나타나고 있다.⁵¹⁾ 그러나 아시아의 경우 말레이

51) Ritter(2008) 자료에 의하면, 미국의 경우 1983년부터 2007년까지 IPO 중에서 저평가율이 0% 미만(평균 -2.5%)이었던 경우의 공모주 비중이 28.6%, 0~10% 사이(평균 4.6%)가 29.5%, 10~60% 사이(평균 25.3%)가 35.2%, 60% 이상(평균 132.1%)이었던 경우는 6.7%로 나타나, 0%~60% 사이에서 저평가된 경우가 매우 높은 비중을 차지하고 있었다. 특히 저평가가 0% 미만인 경우 평균이 -2.5%로 낮게 나타난 이유로는 주관회사에 의한 자발적인 시장조성활동에 기인한 것으로 판단된다.

시아나 홍콩의 경우 공모가 저평가가 낮은 반면 중국, 싱가포르, 일본과 우리나라 모두 30%에서 50%대로 매우 높게 나타났다. 수수료율의 경우도 일본이 5.3%로 높은 편이었으나, 싱가포르나 말레이시아의 경우 각각 1.8%와 1.5%로 매우 낮게 나타났다. 그 외 중국, 홍콩, 우리나라는 3% 전후로 중간 정도 수준으로 나타났다. 아시아보다 유럽이나 미주가 대체로 높은 수수료율이 유지되고 있는 것은 이 지역에서 글로벌 투자은행들에 의한 주관이 많고, 글로벌 투자은행의 평판 프리미엄이 수수료에 반영된 것으로 보인다. 더불어 이들 지역의 공모가 저평가 정도는 매우 고르게 낮은 수준을 보여, 이들 지역의 투자은행들이 보증역할이나 평판 관리에 있어서도 우수한 것으로 판단된다.

4. 소결

본 장에서는 주관회사의 마케팅과 정보생산, 그들의 보증능력을 대리하는 변수들을 중심으로 IPO 시장에서의 금융투자회사 경쟁력을 분석하였다. 경쟁력 분석 결과, 시장점유율을 중심으로 구축한 금융투자회사의 평판지수는 IPO의 주요 경쟁력 지표인 공모가 조정 및 공모가 저평가와 높은 상관관계를 가지고 있지 못하다는 점을 확인하였다. 이는 앞서 정리한 경쟁도 분석의 결과에서 IPO 시장에서 수수료율 경쟁이 과열되고 있는 주요한 요인으로 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사 간 경쟁력 차이가 높지 않기 때문이라는 가설을 지지하는 결과로 해석된다.

제도적인 변화와 관련해서 공모가 조정율이 풋백옵션제도 시기나 선진화 방안 시기에 비해 시장조성제도 시기에서 높았던 것으로 나타났다. 한편 공모가 저평가 정도는 시장조성제도의 시기나 풋백옵션제도의 시

기보다도 선진화 방안의 시기에서 낮게 나타났다. 그러나 선진화 방안 시기에 마이너스 초기수익율(고평가)의 발생빈도가 크게 증가했다는 점은 또 다른 문제점으로 보인다. 한편 분석기간 동안 제도적인 변화가 수차례 이루어졌음에도 불구하고 적정 공모가 형성에 있어서 큰 개선이 이루어지지 않았다는 사실은 공모주에 대한 가격발견 기능을 비롯하여 가격결정과 보증 역할에 있어서 금융투자회사가 자발적으로 경쟁력을 높이려는 노력이 무엇보다도 중요하다는 점을 시사한다. 다만, 제도적인 변화가 부분적으로는 금융투자회사의 공모가 결정과 관련한 인센티브를 조정시키고 있다는 점에서, 정책당국자들은 인수관련 제도에 대해서 끊임없는 주시와 모니터링을 해야 할 것이다.

마지막으로 평판자본이 구축된 글로벌 투자은행들이 경쟁하는 미국이나 유럽의 IPO 시장의 경우, 아시아지역의 국가들보다도 공모가 저평가 정도가 낮게 나타난 반면 IPO 수수료율은 높게 나타났다. 이는 글로벌 투자은행의 주관업무 서비스가 차별화되어 있어 있을 뿐 아니라 보증능력에 대한 평판을 충분히 갖추고 있고, 시장에서도 이러한 평판에 대해 높은 수수료율을 지불하고 있음을 의미한다.

V. 결론 및 시사점

V. 결론 및 시사점

자본시장이 꾸준히 성장하고 있고 자본시장법이 시행됨에 따라, 향후 국내 금융투자회사들은 블루오션이 될 수 있는 투자은행 부문에 사업전략을 집중하고 심화할 가능성이 높다. 이러한 상황에서 국내 투자은행 부문의 경쟁관계에 대한 이해는 금융투자업계의 전략적인 방향 뿐 아니라 정책당국자의 정책목표를 설정하는데 있어서도 중요하다. 이러한 관점에서 본 연구는 국내 IPO 시장의 경쟁도를 평가하고자 하였다.

IPO 부문에 대한 시장집중도 분석 결과, IPO 시장규모 뿐 아니라 개별 IPO의 규모가 국내 IPO 부문의 시장집중도에 영향을 주는 중요한 요인임을 확인하였다. 특히 시장점유율 관점에서, 발행규모가 큰 IPO가 증가하였던 2000년대 후반기에 시장집중도가 증가하여 대형 금융투자회사에게 보다 유리한 경쟁시장임을 보여주었다. 그러나 IPO 수수료를 분석 결과 시장집중도가 상승하였던 2000년대 후반기에 오히려 크게 하락하여, 시장집중도와 수수료 간 양(+)의 상관관계가 나타나지 않았음을 밝혔다. 이는 한편 주관회사 간 공모주 실적경쟁이 시장에서 경쟁력의 일환이자 차별화 전략이 되기에는 한계를 가지고 있음을 시사한다.

본 연구는 또한 IPO 부문의 경쟁도 분석을 통해서 금융투자회사 간 경쟁력을 논의하였다. 대형 IPO의 건수가 증가하였던 2000년대 후반기에 대형 IPO 시장에 참여한 중형 금융투자회사의 수가 증가하였고, 중 대형 금융투자회사 간 가격경쟁이 심화되어 중형 금융투자회사 뿐 아니라 대형 금융투자회사의 IPO 수수료율도 하락하였다. 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사 간 경쟁력 차이가 컸다면 대형 IPO 시장의 수요가 증가하더라도 중형 금융투자회사의 시장진입이 어렵고 대형 IPO 시장이 대형 금융투자회사에 국한되기 때문에 수수료율은 상승하였을 것이라는 점에서, 분석 결과는 대형 금융투자회사와 중형 금융투자회사

간 경쟁력 차이가 크지 않았을 것이라는 가설을 뒷받침하였다. 한편 시장점유율을 기초로 한 평판지수로부터 IPO 부문에서의 금융투자회사 간 경쟁력을 평가하고 분석한 결과, 경쟁력 지표(공모가 조정, 공모가 저평가) 모두가 금융투자회사의 평판지수에 따라 차이가 크게 나지 않아, 경쟁도 분석과 동일하게 금융투자회사 간 경쟁력 차이가 크지 않다는 가설을 지지하였다.

마지막으로 글로벌 투자은행이 주로 활동하고 있는 미국이나 유럽 시장의 경우 낮은 공모가 저평가와 높은 수수료율이 유지되고 있음을 확인하였다. 이는 향후 국내 금융투자회사가 수수료를 높이는 데 필요한 전제조건이 시장점유율 확대가 아니라 오히려 높은 평판을 구축하고 IPO 부문의 경쟁력을 강화하는 것임을 시사하고 있다.

향후 국내 기업들이 자본시장에서 기업금융의 수요를 확대하고 선진화된 IPO 시장이 형성되기 위해서는 금융투자회사의 경쟁력 확보가 중요하다. 여기서는 IPO 부문에서 금융투자회사가 갖추어야 할 필요조건에 대해 몇 가지 제언을 하고자 한다.

첫째로 현재와 같이 금융투자회사 간 시장점유율 경쟁에 급급하기보다는 공모주를 선택적으로 발굴함으로써 금융투자회사는 시장에 있는 투자자들로부터 좋은 평판을 구축하는 데에 노력해야 할 것이다. 금융투자회사가 건설하고 성장성이 좋은 기업을 중심으로 IPO 주관업무를 한다면 투자자들은 그러한 금융투자회사가 주관하고 있는 공모주를 충분히 신뢰하고 투자할 것이다. 그리고 이를 통해서, 금융투자회사는 IPO 주관 시 투자자 유치에 있어서 우월한 경쟁력을 가질 것이다.

둘째로 금융투자회사는 선별적으로 주관한 공모주에 대해서 기업실사(due-diligence)를 바탕으로 기업에 대한 마케팅과 IR, 기관투자자와의 의사소통 등을 적극적으로 수행함으로써 가격발견에 있어 혁신적인 변화가 필요하다. 기업실사를 엄격하게 함에 따라 금융투자회사는 공모주

의 잠재적인 시장가치에 대해 확신을 가지고 공모 후 공모주의 시장가격 하락 시 가격 안정화를 위한 조치를 취하는 데 있어서도 적극적일 수 있다. 특히, 이러한 공모주 가격발견 측면에서 경쟁력을 갖추었을 때 금융투자회사는 미국에서와 같이 초과배정옵션을 활용한 자발적인 시장조성활동을 효과적으로 활용할 수 있을 것이다.⁵²⁾ 이러한 금융투자회사의 공모주 가격발견 개선과 상장 후 시장조성활동을 통한 적극적인 공모주 보증활동은 공모 후 공모주에 대한 투자자의 손실 가능성을 최소화시킴으로써 낮은 공모주 수익률 프리미엄으로도 공모주 투자자의 유치를 가능케 할 것이다. 더불어 이는 IPO를 통한 발행회사의 자금조달 비용을 낮추어 IPO 시장을 보다 활성화하는 데 기여할 것이다.

셋째로 금융투자회사는 애널리스트 서비스나 IR, 재무자문 등 IPO 이후 창의적인 기업금융 서비스를 통해서 차별화된 전략을 구사한다면 IPO 수수료경쟁을 완화시킬 수 있을 것이다. 특히 금융투자회사와 발행회사 간 장기적인 계약(relationship contract) 관계가 형성된다면, 금융투자회사는 잠재적인 기업고객 관리를 통한 이윤을 높일 수 있는 한편 발행회사는 자본시장의 자금조달 서비스를 효과적으로 받을 수 있을 것이다.

52) 초과배정옵션제도는 IPO의 성공과 공모주 추가부양에 있어서 중요한 반면 주관회사가 안고 있는 인수위험을 낮추는 기능을 하고 있어, 미국의 경우 매우 활발하게 운영되고 있지만 국내에서는 아직 그렇지 못한 실정이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김성민, 이상혁, 2006, IPO 주식의 시장조성제도 부활이후 주관사회사의 공모가 추정행태, 증권학회지 제35권, 141-174.
- 박래수, 신보성, 2007, 증권회사의 자산운용업 겸업에 따른 이해상충에 관한 연구, 재무연구 제20권, 127-153.
- 신현한, 장진호, 정지웅, 2004, 신규공모주의 저평가 발행과 시장조성제도, 증권학회지 제33권, 155-190.
- 이종룡, 조성욱, 2007, 풋백옵션 규제이후 신규공모주의 초기 저평가와 시장조성가설에 관한 연구, 증권학회지 제36권, 657-694.
- 조성훈, 2007, IPO 시장 활성화를 위한 대표주관회사의 역할, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2007-09호.

<해외문헌>

- Ahn, O.H., Kim, J., Son, P., 2007, The pricing of underwriting services in the Korean IPO market: characteristics and determinants, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 36, 110-143.
- Beautty, R., Ritter, R., 1986, Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Benveniste, L., Spindt, P., 1989, How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-362.

- Booth, J., Smith, R., 1986, Capital raising, underwriting, and the certification hypothesis, *Journal of Financial Economics* 15, 261-281.
- Carter, R., Manaster, S., 1990, Initial public offerings and underwriter reputation, *Journal of Finance* 45, 1045-1067.
- Chahine, S., 2008, Underpricing versus gross spread: New evidence on the effect of sold shares at the time of IPOs, *Journal of Multinational Financial Management* 18, 180-196.
- Chen, C., Mohan, N., 2002, Underwriter spread, underwriter reputation, and IPO underpricing: a simultaneous equation analysis, *Journal of Business Finance and Accounting* 29, 521-540.
- Chen, H., Ritter, J., 2000, The seven percent solution, *Journal of Finance* 55, 1105-1131.
- Chen, H., Fok, R., Wang, Y., 2006, Why do underwriters charge low underwriting fees for initial public offerings in Taiwan?, *Journal of Business Finance and Accounting* 33, 979-1005.
- Clarke, J., Dunbar, C., Kahle, K., 2003, All-star analyst turnover, investment bank market share, and the performance of initial public offerings, *Georgia Tech Working Paper*.
- Cook, D., Kieschnick, R., Van Ness, R., 2006, On the marketing of IPOs, *Journal of Financial Economics* 82, 35-61.
- Corwin, S., Schultz, P., 2005, The role of IPO underwriting syndicates: pricing, information production, and underwriter competition, *Journal of Finance* 60, 443-486.

- Dunbar, C., 2000, Factors affecting investment bank initial public offering market share, *Journal of Financial Economics* 55, 3-41.
- Hanley, W., 1993, The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, *Journal of Financial Economics* 37, 239-257.
- Hansen, S., 2001, Do investment banks compete in IPOs?: the advent of the 7% plus contract., *Journal of Financial Economics* 59, 313-346.
- How, J., Yeo, J., 2000, The pricing of underwriting services in the Australian capital market, *Pacific-Basin Finance Journal* 8, 347-373.
- James, C., 1992, Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services, *The Journal of Finance* 47, 1865-1885.
- Jenkinson, T., Ljungqvist, A., 2001, *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, Oxford University Press.
- Ljungqvist, A., Jenkinson, T., Wilhelm, W., 2003, Global integration of primary equity markets: the role of U.S. banks and U.S. investors, *Review of Financial Studies* 16, 63-99.
- Ljungqvist, A., Wilhelm, W., 2003, IPO Pricing in the Dot-com bubble, *Journal of Finance* 58, 723-752.
- Logue, D., Rogalski, R., Seward, J., Foster-Johnson, L., 2002, What is special about the roles of underwriter reputation and market activities in initial public offerings?, *Journal of Business* 75, 213-243.

- Lowry, M., 2003, Why does IPO volume fluctuate so much?, *Journal of Financial Economics* 67, 3-40.
- Meggison, W., Weiss, K., 1991, Venture capital certification in initial public offerings, *Journal of Finance* 46, 879-903.
- Shin, I.S., 2010, Regulatory environment, changing incentives, and IPO underpricing in the Korean stock market, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 39, 109-138.
- Torstila, S., 2001, What determines IPO gross spreads in Europe?, *European Financial Management* 7, 523-541.
- Yeoman, J., 2001, The optimal spread and offering price for underwritten securities, *Journal of Financial Economics* 62, 169-198.

<웹사이트>

금융감독원	http://www.fss.or.kr
금융감독원 전자공시시스템	http://dart.fss.or.kr
금융투자협회	http://www.kofia.or.kr
한국거래소	http://www.krx.co.kr
Bloomberg	http://www.bloomberg.com
Jay Ritter's Homepage	http://bear.warrington.ufl.edu/ritter
SVPARTNERS	http://svpartners.co.kr