

IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

2014. 1.

연구위원

이석훈



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

《 著 者 註 》

주식시장에서 기업의 대표적인 자금조달 창구인 IPO 시장은 지난 2년간 상당한 침체를 겪었습니다. 이러한 IPO 시장의 중요한 침체 원인으로는, 첫째 기업들의 위축된 자금조달 수요에 투자자들의 안전자산 선호현상이 가중되었던 것과 둘째 주관사들이 발행기업과 투자자 모두가 만족할 수 있는 적절한 공모가를 책정하지 못하였던 것을 들 수 있습니다.

IPO 시장의 침체 원인 중에서 투자자들의 안전자산 선호현상과 기업들의 위축된 자금조달 등 거시·시장 환경적인 요인은 향후에도 지속될 것으로 보입니다. 따라서 주관사들은 IPO 투자자들을 효과적으로 유치하여 기업들의 자금조달 비용을 낮추려는 노력을 더욱 중요하게 다루어야 할 것입니다.

주관사의 시장조성활동은 적절한 공모가 결정을 유도하면서도 투자자를 유치하는 효과적인 방안으로 알려져 있습니다. 실제로 미국에서는 대부분의 IPO에서 초과배정옵션 계약을 체결하는 등 주관사들이 시장조성활동을 적극적으로 수행하고 있습니다. 반면 국내 주관사들은 2002년 도입되었던 초과배정옵션제도를 활용한 경우가 별로 없습니다. 본 연구는 국내 IPO 시장의 현황과 상장직후 공모주의 주가 변화를 파악하고 초과배정옵션을 활용한 시장조성활동의 필요성과 목적, 미국의 사례 등을 제시하고자 합니다.

본 보고서가 출간되기까지 아낌없이 조언을 해주신 연구조정 위원들과 보고서 작성에 도움을 주신 박신애 연구원과 박수연 연구원에게 감사의 말씀을 전합니다.

이 석 훈 shlee@kcmi.re.kr 3771-0639

목 차

Executive Summary	v
Abstract	xi
I. 서론	1
II. 최근 국내 IPO의 현황 및 주가 변화 분석	3
1. 최근 국내 IPO의 현황	3
2. 상장 직후 공모주의 주가 변화에 대한 분석	7
3. 시장조성활동 관련 국내의 제도	19
III. 시장조성활동 관련 해외 제도 및 사례	23
1. 시장조성활동 관련 미국의 제도	23
2. 시장조성활동의 목적	27
3. 시장조성활동 관련 해외 사례	33
IV. 요약 및 시사점	45
참고문헌	49

표 목 차

<표 II-1> 최근 IPO 건수 및 공모금액의 연간 추이	3
<표 II-2> 공모규모별 공모주의 상장일 수익률 현황	8
<표 II-3> 공모규모별 공모주의 누적 초과수익률 변화분석	11
<표 II-4> 상장일 수익률별 공모주의 누적 초과수익률 변화분석	13
<표 II-5> 공모규모별 기관 및 개인투자자의 거래 비율	16
<표 II-6> 상장일 수익률별 기관 및 개인투자자의 거래 비율	18
<표 III-1> IPO 분석자료의 통계치	34
<표 III-2> 공모주식수 대비 시장조성인별 누적 순매수 비율	36
<표 III-3> 초과배정옵션의 행사 및 순매수 현황	38
<표 III-4> 공모주의 특징과 시장조성활동 관련 현황	39
<표 III-5> 시장조성활동을 통한 매수 사례	41
<표 III-6> 일본 IPO의 초과배정옵션 계약 현황	42

그림 목 차

<그림 II-1> 최근 5년간 월별 IPO 현황	4
<그림 II-2> 공모규모별 IPO 현황(2008~2013.10)	5
<그림 II-3> 공모주 상장일 수익률의 분포	8
<그림 II-4> 공모규모별 공모주의 누적 초과수익률 추이	12
<그림 II-5> 상장일 수익률별 공모주의 누적 초과수익률 추이	14
<그림 II-6> 공모규모별 기관투자자 순매도 비율 추이	16
<그림 II-7> 상장일 수익률별 기관투자자 순매도 비율 추이	18
<그림 II-8> 국내 IPO 절차	21
<그림 III-1> 주문 비대칭 및 대표주관사의 거래량 추이	35
<그림 III-2> 대표주관사의 (순)보유물량 추이	37

약 어 표

DTCC	Depository Trust & Clearing Company
FINRA	Financial Industry Regulation Authority
IPO	Initial Public Offering
JSDA	Japan Securities Dealer Association
SEC	Securities and Exchange Commission

《 Executive Summary 》

- IPO 시장은 2012년 이후 2년간 상당한 침체를 겪으면서, 업계 뿐 아니라 거래소, 언론 등에서 시장 침체에 대한 우려의 목소리가 나오고 있음
 - 2011년에 4조원을 넘었던 IPO 발행규모는 2012년과 2013년 모두 1조원 수준으로 크게 하락
- IPO 시장 침체는 기업들의 위축된 자금조달 수요에 투자자들의 안전자산 선호현상이 가중됨에 따라 발행기업과 투자자 간 적정 공모가에 대한 이견이 커졌기 때문으로 평가되고 있음
- 최근 상장일에 마이너스 수익률을 보였던 공모주들이 빈번해지면서 투자자들 사이에서 공모주 투자위험에 대한 우려가 한층 높아졌던 것도 IPO 시장을 위축시켰던 요인
- 결국, 주관사는 적정한 공모가를 책정해야 할 뿐 아니라 공모주 투자에 따른 손실을 최소화할 수 있도록 사후적인 역할도 효과적으로 수행해야 할 것임
- 이에 따라 본고는 국내 IPO 시장에서 시장조성활동의 필요성과 목적, 미국의 제도와 사례 등에 대해 논의

최근 국내 IPO의 현황 및 주가 변화 분석

□ 분석결과 (1): 국내 IPO 시장에서 공모가 고평가가 빈번해졌는데, 이는 풋백옵션제도의 폐지와 중대형 IPO 비중이 증가하였기 때문임

— 풋백옵션제도의 폐지 이후, 주관사들은 중대형 IPO 딜 유체에 공모가를 높게 책정하는 방식으로 경쟁이 심화

□ 분석결과 (2): 공모주 투자자들이 고평가된 공모가로 인한 투자손실의 위험을 미국에 비해 크게 안고 있음을 확인

— 고평가된 공모주(상장일 기준 마이너스 수익률)들의 평균 수익률이 -12.5%로 미국(-2.6%)에 비해 훨씬 낮았으며, 고평가된 공모주들의 주가는 상장일 이후 10거래일 사이 평균 5.73%p가 추가로 하락

□ 분석결과 (3): 상장일 수익률이 100% 이상인 IPO 비중이 11.1%로 상대적으로 많은 기업들이 낮은 공모가로 인해 자금조달 비용을 높게 지불하고 있음을 확인

□ 분석결과 (4): 공모금액이 500억원 미만의 중소형 IPO 공모주의 주가가 상장일부터 10~20거래일 사이 약 8.7%p 하락하는 모습을 보임

□ 분석결과 (5): 공모주 주가의 하락률은 상장일 수익률과 관계없이 상장 직후부터 10~20거래일 사이 가장 컸음

□ 분석결과 (6): 기관투자자들이 상장 직후 중소형 IPO 공모주를 매도하는 경향이 두드러짐

— 이는 기관투자자들이 대체로 중대형주를 중심으로 운용하고 있기 때문에 배정받은 소형주를 장기간 보유하기보다는 매도할 수밖에 없다는 점에 기인

□ 분석결과 (7): 상장일 수익률이 마이너스인 공모주의 경우 거래회전율이 상대적으로 낮은 것으로 나타남

— 이러한 분석결과는 마이너스인 공모주에 대해 시장조성자에 의한 유동성 공급이 공모주의 주가하락을 막는데 상당히 효과적일 수 있음을 시사

□ 국내는 2002년 8월 초과배정옵션 제도가 처음으로 도입

— 제도가 도입된 이후 2009년까지 총 38건의 IPO에서 초과배정옵션 계약이 체결되었으며, 그 중 15건에서 초과배정옵션을 행사

• 2010년부터 현재까지 초과배정옵션 계약 없었던 것으로 파악

시장조성활동 관련 해외 제도 및 사례

□ 시장조성활동은 순수한 시장조성활동(Pure Stabilization), 초과배정옵션(Overallotment or Greenshoe Option), 징벌적 부과금(Penalty bids) 등 3가지로 구분(Aggawal(1999))

□ 순수한 시장조성활동

- 시장조성활동의 기간은 인수단이 해산할 때까지 지속
- 시장조성을 목적으로 매수호가를 취하는 경우 주관사는 사전에 시장조성이 실시된다는 것을 시장에 공시하여야 함

□ 초과배정옵션

- FINRA 규정은 발행회사가 주관사에게 초과배정옵션을 부여하는 것을 허용하고 있음
- 총액인수방식의 신규 공모주에서 최대 15%까지 추가로 발행할 수 있는 옵션을 주관사에게 부여하는 것을 말함

□ 징벌적 부과금

- 징벌적 부과금은 신디케이트들이 단기매도(flipping)하는 투자자에게 공모주를 배정하지 않도록 고안된 계약의 형태
- 대표주관사는 징벌적 부과금을 규제당국에게 보고

□ 시장조성활동의 목적

- 공모주 가격의 안정(Stabilizing prices)
 - 시장조성활동은 거래위험을 낮추어 위축된 매수의사를 회복시키는데, 이는 가격발견에 긍정적이고 가격 안정화를 높이는 요인으로 작용
- 투자자에 대한 보상(Favouring clients)
 - 공모주 투자 손실을 완화하여 일반투자자들을 유치하려는 목적과 기관투자자들로부터 높은 bidding을 유도하기 위한 목적에서 시장조성활동이 활발하다는 주장이 공존
- 주관사의 이해(Maximizing underwriter profits)
 - 주관사는 평판을 관리하고자 시장조성활동을 수행
 - 주관사는 시장조성활동을 통해서 추가적인 수익을 구함

□ 시장조성활동 관련 해외 사례

- Ellis, Michaely and O'Hara(2000)
 - 대다수의 미국 IPO들이 초과배정옵션 계약을 체결
 - 시장조성활동 관련 이윤이 IPO 수수료를 대비 22%
- Jiao, Kutsuna and Smith(2013)
 - 초과배정옵션계약이 있을 경우 발행기업과 주관사 모두에게 긍정적인 측면이 높다는 실증적 근거를 제시
 - 일본은 2002년 제도가 도입, 2011년에 모든 IPO에서 초과배정옵션 계약이 이루어짐

시사점

- 주관사들은 초과배정옵션을 활용한 시장조성활동을 적극적으로 고려해 볼 필요가 있음
 - 주관사의 시장조성활동은 철저한 기업실사를 수행하고 단기매도를 하지 않는 투자자들을 우선적으로 배정할 때 효과적일 것으로 판단

- 기관투자자들이 소형주를 적극적으로 포트폴리오에 편입시킬 수 있도록 하는 제도적인 지원이나 소형주를 중심으로 운용하는 특화된 기관투자자들이 활성화되어야 할 것임
 - 소형주를 장기투자의 대상으로 포트폴리오를 구성하지 않는 기관투자자들은 상장 직후 배정받은 소형 공모주를 매도하는 경향을 보일 수밖에 없음

- 중장기적으로, 주관사들이 공모가 결정과 배정을 상장 전일에 하고 투자자들의 납입기일을 미국과 같이 상장 후 3~5일 정도로 하여 주관사들로 하여금 실질적인 인수기능을 수행하도록 하는 것은 논의할만한 가치가 있음
 - 이러한 제도개선은 높은 인수위험으로 인해 주관사들이 철저한 기업실사, 수요예측 활동, 시장조성활동 등을 적극적으로 할 유인을 제공할 것으로 기대

« **Abstract** »

**An Analysis on Stock Price Changes after IPOs
and Implications**

In October 2013, Korea's IPO market finally began to show activity after two years of a serious slowdown. The cold IPO market was blamed on factors such as weak financing demand by issuers, growing investor appetite for safe assets, and dysfunctional IPO pricing.

The results show that the domestic IPO investors are imposed to risk of the loss on IPO investments more than American IPO investors, which is due to not only much minus initial returns but also IPO stock price decline several days after IPOs. It is confirmed that the institutional investors make large sell orders while the IPO stock prices decline. With their preference for large capitalized stocks, most institutional investors are likely to sell small capitalized IPO stocks within few days after IPOs. It is one of the reasons that the market price of the small-cap IPOs declines more severely just after IPOs.

The analysis implies that the underwriters had better engage in market making to prevent the market price of an IPO stock from falling below the IPO price. In fact, price stabilization

activity by underwriters is an effective method to facilitate appropriate IPO pricing and at the same time attract investors.

By stabilizing prices, they effectively help investors reduce risk from IPO investments and more aggressively participate in public offerings. The reduced risk in IPO investment is also highly likely to draw positive information (higher bids) about IPO stocks from institutional investors during the book building process. In the US, almost all IPOs come with the over-allotment option on which market making activity is based. Although with a similar over-allotment regime, there have been rarely few price stabilized IPOs in Korea.

It is imperative that underwriters positively consider how they can attract investors and facilitate appropriate pricing through market making activities.

I. 서론

- IPO 시장은 2012년 이후 2년간 상당한 침체를 겪으면서 업계 뿐 아니라 거래소, 언론 등에서 시장 침체에 대한 우려의 목소리가 나오고 있음
 - 2011년에 4조원을 넘었던 IPO 발행규모는 2012년과 2013년 모두 1조원 수준으로 크게 하락하였음

- 거시·시장 환경적 측면에서 보면, IPO 시장의 침체는 기업들의 위축된 자금조달 수요에 투자자들의 안전자산 선호현상이 가중되어 나타났던 것으로 보임
 - 상장하고자 하는 기업들은 투자기회가 많지 않은 상황에서 지나치게 낮은 공모가로 자신의 주식을 발행하기를 꺼려하였음
 - 주식시장의 불확실성이 지속되면서 안전자산에 대한 선호가 커졌던 투자자들은 기업들의 기대보다 훨씬 낮은 공모가가 형성되기를 요구하고 있었음
 - 실제로 업계에 따르면 지난 2년 발행기업과 투자자 간 적정 공모가에 대한 이견이 컸다고 함

- 향후 저성장·고령화 시대에 발행기업과 투자자 간 적정한 공모가에 대한 이견이 지속적으로 불거질 수 있음
 - 투자자들은 고령화 시대를 대비하여 안전자산을 더욱 선호할 것이고, 기업들도 저성장·저금리로 인하여 자금조달에 따른 비용 부담에 민감하게 반응할 것으로 기대

2 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

- 이 외에, 지난 2012년 상장일에 마이너스 수익률을 보였던 공모주들이 빈번해지면서 투자자들 사이에서 공모주 투자위험에 대한 우려가 한층 높아졌던 것이 IPO 시장을 위축시켰던 요인으로 평가되고 있음
 - 2012년에는 전체 26건의 IPO 중 고평가된(마이너스 수익률을 보였던) 공모주가 9건으로 매우 빈번하였고 이에 따라 투자자들은 공모주 투자에 대한 위험 부담이 가중
 - 상장일 수익률 = $100\% \times (\text{상장일 종가} - \text{공모가}) / \text{공모가}$

- 결국 주관사는 적절한 공모가를 책정해야 할 뿐 아니라 공모주 투자에 따른 손실을 최소화할 수 있도록 사후적인 역할도 효과적으로 수행해야 할 것임
 - 또한 주관사가 투자자들을 효과적으로 유치하여 기업들의 자금조달 비용을 낮추는 것이 IPO 주관업무에서 더욱 중요해질 전망

- 본고는 적절한 공모가 결정을 유도하고 공모주의 시장가가 크게 하락하는 것을 방지하는 시장조성활동에 대해 논의하고 검토하고자 함
 - II장에서는 국내 공모주의 주가가 상장 직후 하락하는 현상을 파악하고 원인을 진단함으로써 국내 IPO 시장에서 시장조성활동의 필요성을 검토
 - III장에서는 미국의 시장조성활동 관련 제도를 파악하고, 시장조성활동의 목적과 미국의 사례 등에 대해 관련문헌을 통해서 논의
 - 미국의 시장조성활동 사례와 관련한 내용은 업계에 참고자료가 되기를 기대
 - IV장에서는 국내의 시장조성활동 관련 시사점을 제안

II. 최근 국내 IPO의 현황 및 주가 변화 분석

1. 최근 국내 IPO의 현황

- 본 절에서는 2008년부터 2013년 10월 현재까지 최근 6년간의 IPO 연간 추이와 공모규모별 IPO 현황 등을 논의

- IPO 건수나 공모금액 모두 연도에 따라 편차가 큰데, 이는 IPO 시장이 매우 불안정적인 시장요인들로부터 영향을 받고 있기 때문임
 - IPO 시장은 기본적으로 기업들의 자금조달 수요에 영향을 받음
 - 이 외에도 연구문헌(e.g., Lowry(2003))에서는 매우 민감하게 변화하는 공모주에 대한 투자자들의 열기(investor optimism)를 IPO 시장에 영향을 주는 중요한 요인으로 지목

<표 II-1> 최근 IPO 건수 및 공모금액의 연간 추이

(단위: 억원)

	유가증권시장		코스닥시장		합 계	
	건수	총공모금액	건수	총공모금액	건수	총공모금액
2008	6	3,336	36	4,303	42	7,639
2009	12	20,944	53	12,298	65	33,242
2010	19	85,335	56	9,906	75	95,241
2011	15	27,108	56	13,150	71	40,258
2012	6	6,739	20	2,664	26	9,403
2013.10	2	6,384	21	3,696	23	10,080

자료: 금융감독원 전자공시시스템

4 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

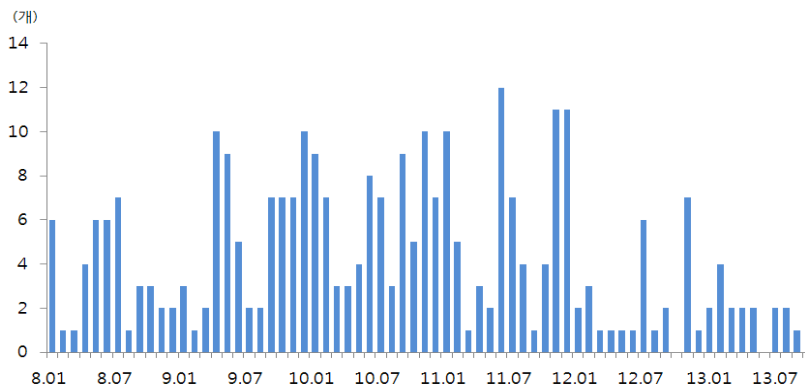
□ <표 II-1>에서는 IPO 발행규모와 건수가 최근 2년 사이 2011년 대비 약 1/4~1/3 수준으로 크게 하락하였던 것이 두드러짐

- IPO 건수는 2011년 71건이었던 것이 2012년과 2013년 10월 현재 각각 26건과 23건으로 감소
- 2011년에 4조원을 넘었던 공모시장 규모는 2012년과 2013년 모두 1조원 수준으로 크게 하락

□ IPO 시장의 침체는 기업들의 자금조달 수요가 위축되었고 투자자들의 안전자산 선호현상이 두드러졌던 거시·시장 환경적 요인에 기인

- 최근 국내외 경제성장률이 둔화하고 경제성장률에 대한 불확실성이 커지면서 국내 기업들은 투자하기 어려운 환경에 놓임
- 투자자들은 주식투자 수익률에 대한 기대보다는 위험요인에 더욱 부담을 가지면서 주식거래도 급속히 감소하였을 뿐 아니라 투자 위험성이 높은 공모주에 대한 투자도 과거보다 기피

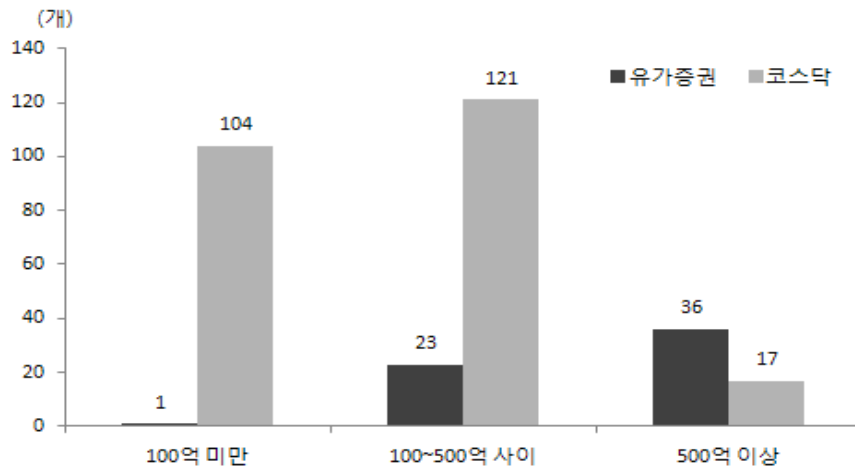
<그림 II-1> 최근 5년간 월별 IPO 현황



자료: 금융감독원 전자공시시스템

- 월별 기준으로도 IPO 시장은 많게는 10개 이상, 적게는 0~2개 사이로 매우 가변적인 모습을 보이고 있는데, 이는 IPO가 기업들의 자금 조달 수요에 영향을 받지만 공모주 투자자들의 열기에 따라서도 크게 결정되고 있음을 시사
 - 실제로 IPO 발행기업은 높은 공모가에서 충분한 투자자를 유치하는 것을 중요하게 보기 때문에 공모주 투자자들의 열기를 고려하여 IPO 시기를 결정

<그림 II-2> 공모규모별 IPO 현황(2008~2013.10)



자료: 금융감독원 전자공시시스템

- 공모규모별로는, 302건의 IPO 중 100~500억원 사이의 IPO가 144건으로 가장 많았으며 비중도 47.7%를 차지
 - 유가증권시장은 공모금액이 500억원 이상인 중대형 IPO의 비중이 가장 높았던 반면 코스닥시장은 500억원 미만의 중소형 IPO가 대부분을 차지

6 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

- 2001~2007년까지 총 645건의 IPO 중 500억원 이상인 IPO가 27건으로 4.1%의 비중이었으나 2008년 이후 302건 중 53건으로 17.5%의 비중을 차지, 공모규모가 큰 IPO의 건수가 증가하는 추세

- 최근 IPO 시장에서 공모가 고평가¹⁾가 빈번해졌다는 주장이 제기
 - 2008년부터 2012년 사이 총 279건의 IPO 중 75건, 26.9%의 비중으로 고평가되었는데, 이는 2001년부터 2007년까지 654건의 IPO 중 고평가된 공모주가 75건, 11.5%의 비중에 비해 매우 높아진 모습

- 최근 공모가 고평가 원인으로는 풋백옵션제도의 폐지와 중대형 IPO들의 비중이 과거보다 높아진 것 등을 들 수 있음
 - 2007년 풋백옵션제도 폐지로 주관사들은 공모가를 시장가보다 높게 결정하여도 의무적 시장조성활동에 따른 위험부담을 가지지 않을 수 있게 됨
 - 이러한 위험부담의 감소로 주관사들 간 경쟁은 중대형 IPO를 중심으로 높은 공모가를 보장하는 방식으로 전개된 것으로 판단
 - 유가증권시장의 중대형 IPO들에서 공모가 고평가가 가장 빈번

- 다음 절에서는 공모가의 적정성 여부, 상장 직후 공모주들의 주가 변화, 투자자들의 거래특징 등 주관업무 관행을 중심으로 IPO 시장 침체의 원인을 검토하고자 함

1) 공모가 고평가는 통상 공모가가 상장일의 종가보다 높은 경우를 말하고 공모가 저평가는 공모가가 상장일의 종가보다 낮은 경우를 말함

2. 상장 직후 공모주의 주가 변화에 대한 분석

- 본 절에서는 공모주의 상장일 수익률과 상장 직후 6개월간 공모주의 주가 변화에 대해 분석하고자 함
 - 상장 직후 6개월간 공모주의 주가 추이를 검토하기 위해 분석기간을 2008년부터 2012년까지로 한정

가. 공모주의 상장일 수익률

- 공모규모가 100억원 미만인 소형 공모주의 평균 상장일 수익률²⁾은 평균 48.9%로 나타나, 20% 수준이었던 100억원 이상인 중대형 공모주의 평균 상장일 수익률에 비해 약 2배의 높았음
 - 공모금액이 100억원 미만인 소형 공모주의 상장일 수익률은 모든 연도에서 중대형 공모주보다 높은 것으로 나타남
 - 이는 소형 IPO 발행기업이 상대적으로 시장가보다 훨씬 낮은 공모가를 제시하여 투자자를 유치하고 있음을 의미
 - 공모가 형성이 낮은 이유는 수요예측에 참여하는 기관투자자들이 소형 IPO에 대한 투자를 위험하게 평가하고 낮은 공모가를 요구하고 있기 때문임

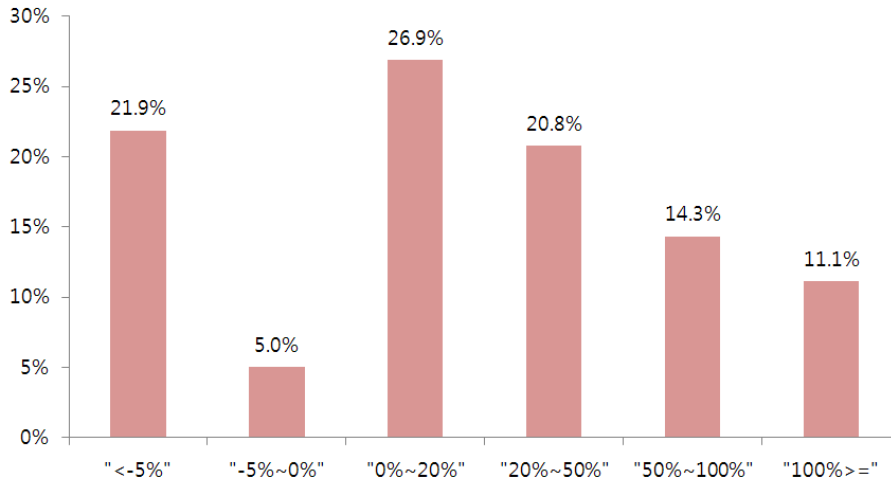
2) 상장일 수익률 = $100\% \times (\text{상장일 종가} - \text{공모가}) / \text{공모가}$

<표 II-2> 공모규모별 공모주의 상장일 수익률 현황

공모규모 연 도	100억원 미만	100~500억원	500억원 이상	전체
2008	28.28%	-2.16%	-4.90%	12.07%
2009	68.14%	44.45%	33.11%	52.21%
2010	38.84%	12.16%	28.76%	21.89%
2011	39.71%	29.94%	19.14%	30.82%
2012	38.45%	24.68%	-0.11%	25.10%
합 계	48.94%	23.44%	26.29%	32.87%

□ 공모주의 상장일 수익률은 2008년 12.1%에서 2009년 52.2%로 변하고 있는 등 연도별로도 다소 편차를 보이고 있음(<표 II-2> 참조)

<그림 II-3> 공모주 상장일 수익률의 분포



자료: 금융감독원 전자공시시스템

□ 상장일 수익률이 마이너스 수익률을 보였던 IPO의 비중은 26.9%였으며 이들의 평균 상장일 수익률은 -12.5%였음

- 1983년부터 2011년까지 총 6,824건의 미국 IPO 중 상장일에 마이너스 수익률을 보였던 IPO는 1,932건으로 28.3%의 비중을 차지, 국내와 유사(Ritter, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>)
- 그러나 미국의 경우, 주관사들의 적극적인 시장조성활동 등으로 마이너스 수익률인 IPO들의 평균 상장일 수익률은 -2.6%로 국내보다 높은 수익률을 보이고 있음
- 이는 국내 공모주 투자자들이 미국 투자자들보다 상장일에 마이너스 수익률로 인한 투자손실의 위험을 크게 부담하고 있음을 의미

□ 한편, 상장일 수익률이 100% 이상이었던 IPO는 279건 중 31건으로 전체 IPO 건수 대비 11.1%를 차지

- 미국은 2001년부터 2012년까지 총 1,187건의 IPO 중 상장일 수익률이 100% 이상이었던 것이 오직 5건으로 국내와 대조적인 모습을 보임(Ritter, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>)
- 이는 미국에 비해 상대적으로 많은 비중의 국내 IPO 기업들이 낮은 공모가로 인해 자금조달 비용을 높게 지불하고 있음을 시사
 - 상장일 수익률이 100%라는 것은 상장일 증가가 공모가에 두 배인 것으로 발행기업이 시장 주가의 절반인 가격에서 공모주에 대한 투자자를 유치하였음을 의미

나. 상장 직후 공모주의 주가 변화

- 공모주의 주가 변화를 파악하기 위해서, 개별 공모주에 대해 시장수익률 대비 누적 초과수익률을 아래와 같이 정의하고 거래일별로 구함
 - 분석을 위해 비영업일은 배제하였으며, 이에 따라 거래일 기준으로 통상 20~22거래일이 1개월에 해당
 - 60/120 거래일은 상장 후 약 3/6개월 정도 지난 시점이 됨
 - 분석은 2008년부터 2012년까지 279건의 IPO를 대상으로 함
 - 시장지수는 공모주가 속한 시장지수를 사용
 - 유가증권시장은 종합주가지수, 코스닥시장은 코스닥지수

T 거래일 개별 j 공모주의 시장수익률 대비 누적 초과수익률 =

$$100 \times \sum_{t=1}^T \left\{ \frac{(\text{공모주종가}_{jt} - \text{공모주종가}_{j(t-1)})}{\text{공모주종가}_{j(t-1)}} - \frac{(\text{시장지수}_t - \text{시장지수}_{t-1})}{\text{시장지수}_{t-1}} \right\}$$

여기서, t=1일 때 공모주 종가_{t=1} = 공모가

1) 공모규모별 공모주의 주가 변화

- 여기서는 공모규모에 따라 공모주의 주가 변화에 대해 분석
 - 상장일 수익률이 공모규모에 따라 크게 다를 뿐 아니라 공모금액이 작은 소형주는 개인투자자를 중심으로 거래가 이루어져, 상장 후 주가 변화가 공모금액에 따라 다르게 나타날 가능성을 감안

<표 II-3> 공모규모별 공모주의 누적 초과수익률 변화분석

공모규모 거래일	100억원 미만	100~500억원	500억원 이상
1거래일(=상장일)(A)	45.29%	21.75%	22.35%
5거래일	41.55%	15.85%	24.11%
10거래일(B)	36.52%	13.11%	27.80%
20거래일	29.99%	11.75%	28.41%
60거래일	35.88%	12.87%	30.33%
120거래일(C)	32.50%	10.92%	27.45%
10거래일과 상장일 간 수익률의 차이(=B-A)	-8.77%p	-8.64%p	5.45%p
120거래일과 상장일 간 수익률의 차이(=C-A)	-12.79%p	-10.83%p	5.10%p
샘플 수	97	130	52

- 공모금액이 100억원 미만과 100~500억원 사이의 중소형 IPO는 상장일 이후부터 10거래일 사이 주가가 크게 하락
 - 공모금액이 100억원 미만인 IPO의 10거래일 누적 초과수익률이 45.29%였던 상장일 수익률에서 8.77%p가 하락한 36.52%를 보임
 - 공모금액이 100억~500억원 사이의 IPO의 경우도 상장일 이후부터 10거래일 사이 누적 초과수익률이 8.64%p 만큼 하락

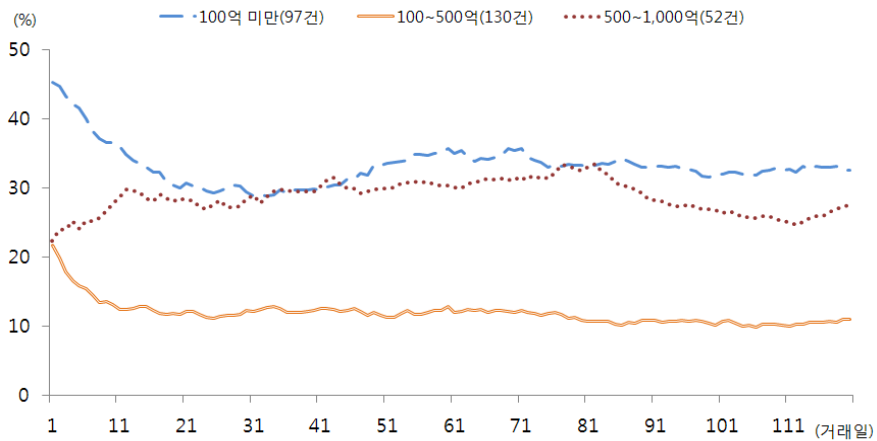
- 공모금액이 500억원 이상인 IPO의 10거래일 누적 초과수익률은 상장일 수익률에 비해 5.54%p가 상승하면서 동기간 주가가 하락했던 중소형 IPO와 대조적인 모습을 보이고 있음

12 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

□ 정리하면, 소형 IPO일수록 상장일 이후부터 10~20거래일 사이에 주가가 하락하는 경향이 두드러짐

- 이러한 결과는 매도주문에 따른 가격하락의 압박이 클 때 주가가 하락하기 때문에 소형 IPO일수록 상장 직후 매수주문보다는 매도주문이 더 많았다는 것을 의미하기도 함
- 중소형 IPO의 주가 하락현상을 단순히 지나치게 높게 형성된 상장일 주가에서 '시장의 균형가격으로 조정되는 과정'이라고 해석하기는 어려울 것으로 보임
 - 100~500억원 규모의 IPO는 500억원 이상의 IPO에 비해 상장일 수익률이 낮았지만 상장일 이후 주가가 더욱 하락하고 있음

<그림 II-4> 공모규모별 공모주의 누적 초과수익률 추이



□ <그림 II-4>는 상장일부터 120거래일까지 공모규모별 평균 누적 초과 수익률의 추이를 보여주고 있는데, 10~20거래일까지 공모주의 주가 변화가 상대적으로 큰 반면 이후 완화되는 것이 특징적임

2) 상장일 수익률별 공모주의 주가 변화

- 여기서는 상장일 수익률에 따라 공모주의 주가 변화에 대해 분석
 - 공모주의 주가하락이 '시장의 균형가격으로 조정되는 과정'으로 상장일 수익률이 높고 낮음에 따라 달라지는지를 검토

<표 II-4> 상장일 수익률별 공모주의 누적 초과수익률 변화분석

상장일 수익률 거래일	0% 미만	0~50%	50% 이상
1거래일(=상장일)(A)	-13.03%	19.64%	95.06%
5거래일	-17.13%	15.95%	91.66%
10거래일(B)	-18.76%	14.92%	86.12%
20거래일	-18.54%	12.63%	79.22%
60거래일	-13.98%	16.35%	78.77%
120거래일(C)	-13.90%	17.07%	67.29%
10거래일과 상장일 간 수익률의 차이(=B-A)	-5.73%p	-4.72%p	-8.94%p
120거래일과 상장일 간 수익률의 차이(=C-A)	-0.87%p	-2.57%p	-27.77%p
샘플 수	75	133	71

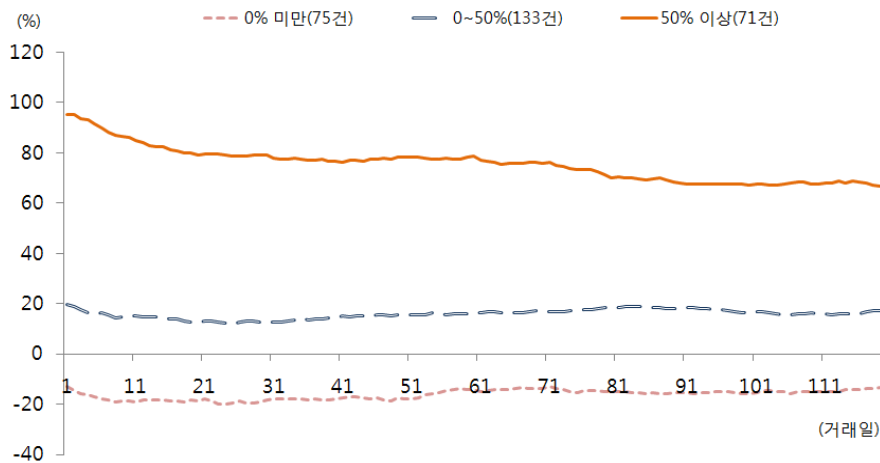
- 분석결과, 상장일 이후 10거래일 사이 공모주 주가 하락의 폭이 상장일 수익률에 따라 크게 다르지 않은 것으로 나타남
 - 상장일 수익률이 50%이상인 IPO의 경우 주가가 상장일로부터 10거래일 사이에 8.94%p 하락하였는데, 이는 상장일 수익률이 낮았던 공모주들(5.73%p, 4.72%p)과 큰 차이가 없는 것임
 - 상장 직후 공모주의 주가하락이 상장일에 지나치게 높았던 주가가 시장의 균형가격으로 조정되는 것으로 보기 어렵다는 점을 시사

14 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

- 또한, 분석결과는 상장일 수익률이 마이너스였던 공모주의 주가가 상장일과 10거래일 사이에서 추가로 5.73%p 하락하고 있음을 제시
 - 이러한 결과는 상장 직후 공모주의 주가하락 현상이 공모주 투자자들이 부담해야 할 위험을 더욱 증폭시키고 있음을 시사

- <표 II-4>는 상장일 수익률이 50%이상인 공모주의 경우, 120거래일 누적 초과수익률이 67.29%로 여전히 높았음을 보여주고 있음
 - 이는 일부 공모주들의 경우 과도하게 높았던 상장일 수익률이 해당 공모주에 대한 투자자들의 과열된 투자심리에 의한 점도 있지만 상장 당시 지나치게 낮게 공모가가 책정되었던 것임을 시사

<그림 II-5> 상장일 수익률별 공모주의 누적 초과수익률 추이



- <그림 II-5>는 공모주의 주가가 상장일 수익률과 관계없이 상장일 이후부터 10거래일 사이 하락하고 있음을 보여주고 있음
 - 이는 공모주의 상장일 수익률과 관계없이 동 기간 매도주문이 매수주문보다 상대적으로 많았을 것임을 시사

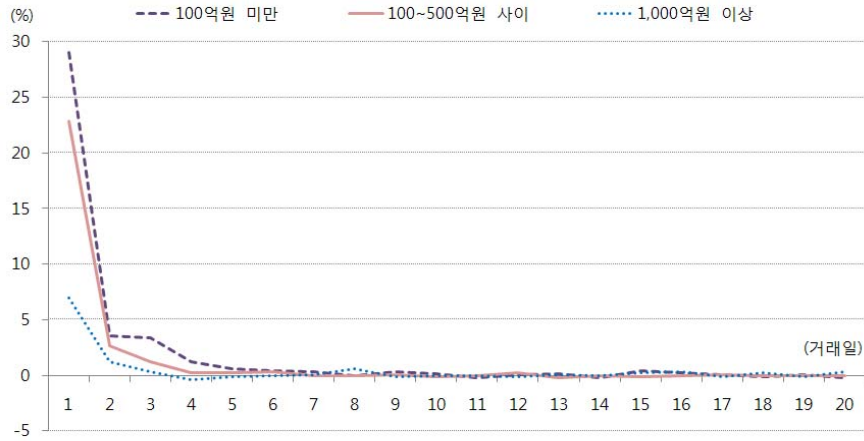
다. 상장 직후 공모주에 대한 투자자 매매 분석

- 상장 직후 공모주에 대한 개인 및 기관투자자들의 매수와 매도거래 현황을 거래일별로 파악해 봄으로써 공모주 주가 변화의 요인을 검토
 - 기관투자자들이 공모주식수 중 60%(우리사주: 20%, 개인: 20%) 또는 80%(개인: 20%)를 배정받고 있기 때문에, 공모주의 배정비율이 높은 기관투자자의 거래현황을 파악할 필요

1) 공모규모별 공모주에 대한 투자자 매매

- <그림 II-7>는 상장 후 3~4일간 기관투자자의 순매도 비율이 매우 높은 특징을 보여주고 있음
 - 순매도/매도/매수 비율_t = $100 \times \frac{\text{기관 순매도/매도/매수 주식수}_t}{\text{공모주식수}}$
 - 상장일로부터 3~4일 사이 기관투자자의 순매도 비율은 공모규모가 작을수록 높은 특징을 보이고 있음
 - 반면 상장일로부터 3~4일 이후, 기관투자자의 순매도 비율은 공모규모와 관계없이 영(0%)에 가까워지는 것으로 나타났음

<그림 II-6> 공모규모별 기관투자자 순매도 비율 추이



<표 II-5> 공모규모별 기관 및 개인투자자의 거래 비율

공모규모 거래일	100억원 미만		100~500억원		500억원 이상	
	기관	개인	기관	개인	기관	개인
1거래일(상장일)						
매수 비율	2.4%	338%	4.9%	195%	9.9%	74%
매도 비율	31.5%	292%	27.8%	159%	16.9%	61%
순매수 비율	-29.1%	47%	-22.9%	36%	-6.9%	13%
10거래일						
누적매수 비율	7.4%	1,462%	14.5%	670%	24.3%	267%
누적매도 비율	46.2%	1,392%	41.9%	625%	32.7%	250%
누적순매수 비율	-38.8%	70%	-27.4%	45%	-8.4%	17%
샘플 수	97		130		52	

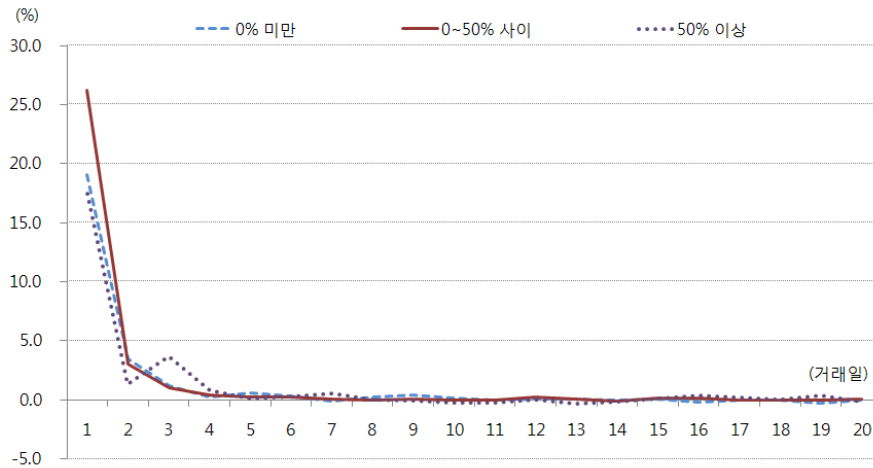
주: 기관이나 개인 외에 외국인, 정부 등 기타 투자자들의 거래를 분석에서 제외

- <표 II-5>에서는 중소형 IPO의 경우, 상장일 기관투자자 매도 비율이 매수 비율 대비 상당히 높음을 보여주고 있음
 - 상장일 기관투자자 매도 비율은 각각 31.5%(100억원 미만)와 27.8%(100~500억원)로 매수 비율(2.4%, 4.9%)에 비해 상당히 높았음
 - 중소형 IPO의 경우, 10거래일 누적기준으로도 기관투자자 순매도 비율이 압도적으로 높은 것으로 나타났음
 - 상장 직후 기관투자자들의 순매도가 높은 이유로는 모든 IPO에 대해 60~80% 비중으로 배정받는 기관투자자들이 장기적인 투자 대상으로 중소형주를 선호하지 않고 있기 때문이라고 판단됨
 - 한편, 공모규모와 관계없이 상장 직후 기관투자자들이 순매도하고 있는 반면 개인투자자는 순매수하고 있음을 보여줌

2) 상장일 수익률별 공모주에 대한 투자자 매매

- <그림 II-7>은 상장일의 기관투자자 순매도 비율이 상장일 수익률에 관계없이 약 20% 전후의 수준임을 보여주고 있음
 - 상장일 수익률이 낮았던 공모주도 기관투자자들의 매도거래가 많아, 상장 직후 기관투자자들의 매도현상을 단순히 이들이 기대했던 공모주 수익률을 실현하여 매도하였던 것으로는 보기 어려움
 - 반면, 상장일 수익률과 관계없이 기관투자자들의 순매도 비율이 높았던 결과는 기관투자자들이 소형주를 자신들의 포트폴리오 목적보다 많이 배정받아 이를 해소하는 과정에서 매도하였다는 앞서의 주장과도 일치하고 있음

<그림 II-7> 상장일 수익률별 기관투자자 순매도 비율 추이



<표 II-6> 상장일 수익률별 기관 및 개인투자자의 거래 비율

상장일 수익률 거래일	0% 미만		0~50%		50% 이상	
	기관	개인	기관	개인	기관	개인
1거래일(상장일)						
매수 비율	3.2%	154%	5.0%	260%	6.7%	224%
매도 비율	22.3%	124%	31.2%	220%	24.2%	192%
순매수 비율	-19.1%	30%	-26.2%	40%	-17.4%	31%
10거래일						
누적매수 비율	9.5%	455%	12.4%	873%	18.3%	1,133%
누적매도 비율	34.9%	414%	43.6%	820%	42.5%	1,085%
누적순매수 비율	-25.4%	40%	-31.1%	53%	-24.2%	48%
샘플 수	75		133		71	

주: 기관이나 개인 외에 외국인, 정부 등 기타 투자자들의 거래를 분석에서 제외

- 상장일 수익률이 마이너스였던 경우, 기관투자자와 개인투자자 모두 회전을(turnover) 뿐 아니라, 매수 비율과 매도 비율 모두 낮았음
 - 특히 상장일 수익률이 마이너스인 공모주의 경우 거래회전을 상대적으로 낮다는 분석결과는, 마이너스인 공모주에 대해 시장 조성자에 의한 유동성 공급(또는 매수 활동)이 공모주의 주가하락을 막는데 상당히 효과적이고 중요할 수 있음을 시사

3. 시장조성활동 관련 국내의 제도

가. 시장조성활동 관련 국내 제도

- 금융당국은 의무적 시장조성제도(2000년 7월~2003년 9월), 풋백옵션 제도(2003년 9월~2007년 7월)와 2007년 선진화 방안(2007년 7월~) 등 주관사의 시장조성활동과 관련하여 제도를 개선
- 주관사의 시장조성의무는 1999년 5월 폐지되었으나, 2000년 『수요예측에 관한 표준권고안』이 개정되면서 다시 부활
 - 시장조성의무는 주관사로 하여금 공모가의 80%의 가격으로 공모주의 100%까지 2개월간 매입하도록 함
- 2002년 8월에는 공모주 가격안정을 도모하기 위한 간접적인 시장조성 수단인 초과배정옵션 제도가 도입
 - 초과배정옵션 제도란 초과배정옵션을 체결한 주관사가 배정 시 총 공모주식의 15% 이내에서 발행회사의 대주주로부터 주식을 대여하여 청약자에게 추가로 배정할 수 있도록 한 제도임

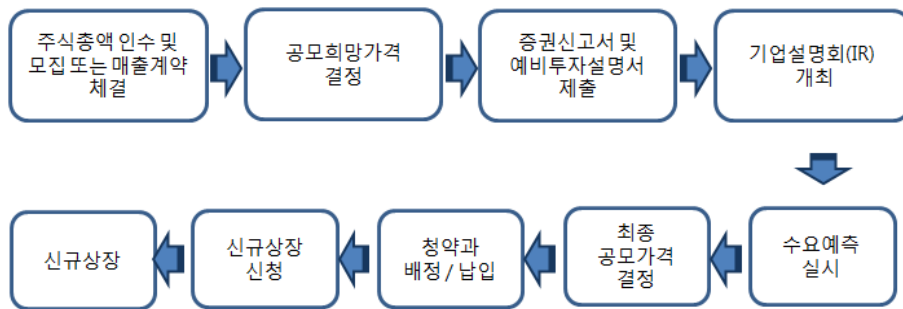
20 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

- 주관사는 1개월 후 초과배정옵션을 행사할 수 있는 권한을 가짐
 - 여기서 주관사가 초과배정옵션을 행사하면 발행기업은 행사한 물량만큼을 초과로 발행해야 하며, 행사하지 않은 물량에 대해서는 주관사가 발행기업에게 되돌려주게 됨
 - 제도가 도입된 이후 2009년까지 총 38건의 IPO에서 초과배정옵션 계약이 체결되었으며, 그 중 15건에서 초과배정옵션을 행사
 - 2010년부터 현재까지 초과배정옵션 계약 없었던 것으로 파악
- 규제당국은 의무적 시장조성으로 인한 주관사의 인수부담과 이에 따른 주관사의 보수적인 공모가 결정 등으로 2003년 시장조성의무를 폐지하고 풋백옵션제도를 도입
- 당시 개선방안은 전문투자자(기관투자자 및 기존주주 등)를 포함하여 투자자를 보호하였던 의무적 시장조성제도를 폐지하고 일반 청약자만을 보호하는 풋백옵션제도를 도입함
 - 주관사는 풋백옵션제도를 통해 상장 후 1개월간 일반청약자의 배정분에 한해 공모가의 90%이상 가격 하락 시 풋백옵션을 부여
 - 2007년 선진화 방안에서는 주관사가 자율적인 권한을 가지고 인수업무를 수행할 수 있도록 보장하는 반면 사후적 책임을 강화
 - 주관사의 시장조성 부담을 줄이고 적정한 공모가 산정을 유도하고자 풋백옵션제도를 폐지
- 정리하면, 초과배정옵션 제도가 도입되고 의무적 시장조성활동을 폐지하는 등 제도개선은 주관사의 자율성을 보장하는 방식으로 이루어짐

나. 국내 IPO의 절차와 시장조성활동에 대한 합의

- 국내 IPO의 경우, 주권사는 매매개시일(상장일) 이전에 투자자들의 청약과 배정, 납입 등을 종결함으로써 인수한 주식을 모두 투자자에게 분배하고 있음
 - 따라서 국내 주권사는 인수한 주식을 상장 전에 분배하고 있어 매매개시일 이후 공모주 가격하락에 따른 인수위험이 거의 없음
 - 참고로, 미국의 경우 공모주의 납입기일은 상장 직후 3일로 주권사는 이 기간 공모주 가격하락에 따른 투자자들의 미납입으로 인한 인수부담이 클 수 있음
 - 상장 직후 주가가 급락할 경우 주권사들은 높은 인수위험의 부담을 질 수 있는데, 초과배정옵션을 활용한 시장조성활동은 이를 완화하는 효과가 큰 것으로 평가되고 있음

<그림 II-8> 국내 IPO 절차



III. 시장조성활동 관련 해외 제도 및 사례

- 본 장에서는 시장조성활동 관련 미국의 제도를 살펴보고, 연구문헌을 통해서 상장 직후 공모주 주가의 안정을 위한 시장조성활동의 목적과 사례를 논의하고자 함

1. 시장조성활동 관련 미국의 제도

가. 주관사의 인수위험

- 수요예측의 과정
 - 수요예측에 참여하는 투자자들은 수요예측 마감일까지는 언제든지 기제출한 청약조건(청약가격 또는 물량)을 수정할 수 있음
 - 수요예측 과정에 소요되는 기간은 보통 2주이며, 수요예측 과정의 참여는 주로 기관투자자이기는 하나 일반투자자도 포함
 - 일반투자자 포함여부는 발행회사의 특성을 고려하여 결정
- 공모주 청약과 물량배정, 대금납입의 과정
 - 수요예측 과정에서 청약은 단순한 의사표명(indication of interest)에 지나지 않아, 청약자는 물량을 배정받은 이후 대금납입을 거절할 수 있음
 - 수요예측이 마감된 직후 공모가를 결정하고 물량배정을 결정
 - 주관사가 재량을 가지고 있으나, 통상 기관투자자에 80% 정도, 일반투자자에 15~20%가 배정됨

24 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

- IPO 전날 오후 발행회사가 공모가를 최종 결정한 후 물량배정을 결정하고 투자자에게 이를 통보함
- 배정물량에 대한 투자자들의 미납입 가능성으로 인해, 상장 직후 공모주의 가격 하락 시 주권사는 인수위험에 크게 노출될 수 있음
 - 투자자들은 첫 거래일 후 3일 내에서 배정받은 물량에 대해 납입

나. 시장조성활동 관련 제도

- 상장 직후 공모주에 대한 시장수요가 약할 때 공모주 주가를 안정시키기 위한 주권사들의 시장조성활동은 통상 3가지 유형으로 구분
 - 순수한 시장조성활동(Pure stabilization)
 - 초과배정옵션(Overallotment or Greenshoe Option)
 - 징벌적 부과금(Penalty bids)
- 미국 주권사들은 증권거래위원회(Securities and Exchange Committee: SEC) 규제에 따른 순수한 시장조성활동은 거의 하지 않고 있으며, 초과배정옵션이나 징벌적 부과금 제도를 활용해서 공모주의 주가를 안정시키고 있음
 - 주권사들이 SEC규제 하에 있는 공공연한 방식의 시장조성활동을 기피하는 이유로는 해당 시장조성활동이 투자자에게 공시됨에 따라 공모주의 시장 수요가 약하다는 것을 알리는 부정적인 효과가 크기 때문이라고 함(Aggawal(2000))

1) 순수한 시장조성활동(Pure stabilization)

□ 시장조성활동의 정의(Regulation M, Rule 101)

- 시장조성활동은 유가증권의 가격을 고착(pegging), 고정(fixed) 또는 안정화(stabilization)하려는 목적으로 매입, 또는 매입에 영향을 행사하는 행위들로 규정
- Rule 104b는 유가증권 시장가격의 하락을 막거나 지연시키려는 (preventing or retarding) 목적 이외는 시장조성을 금한다고 규정

□ 시장조성활동 관련 규제

- 시장조성활동의 행위자는 대표주관사 또는 인수단(syndicate)이나, 대표주관사가 대체로 시장조성활동을 담당
- 시장조성활동의 기간은 인수단이 해산할 때까지 지속
 - 통상 분매가 종료되는 시점(첫 거래일 후 3~5일)에서 인수단 해산
- 시장조성가격은 공모가격과 기존의 시장조성 매입주문가 중 낮은 가격을 상한으로 하고 있음
- 시장조성을 목적으로 매수호가를 취하는 경우 사전에 시장조성이 실시된다는 것을 시장에 공시하여야 함
 - 시장조성호가(stabilization bids)라는 표시(flag)를 해야 함
- 주관사는 Rule 17a-2에 의한 시장조성활동 뿐만 아니라 인수단의 의해 커버된 거래와 징벌적 부과금에 대한 기록도 보관해야 함

2) 초과배정옵션(Overallotment or Greenshoe Option)

- 증권업자율규제기구(Financial Industry Regulatory Authority: FINRA) 규정은 발행회사가 주관사에게 초과배정옵션을 부여하는 것을 허용
 - 초과배정옵션은 1963년 Green Shoe Company의 신규공모주에서 유래한 것으로서, IPO 공모주에서 발행등록물량 이상으로 최대 15%까지 추가로 발행할 수 있는 옵션을 주관사에게 부여하는 것을 말함
 - 옵션의 행사기간은 일반적으로 공모물량 배정 완료일로부터 30일까지로 정하고 있음
 - 주관사는 투자자들에게 신디케이트 계정 상의 숏 포지션(short position)을 통한 시장조성활동을 하는지 또는 하게 될지에 대해 공시할 의무가 없으며, 징벌적 부과금과 같이 규제당국에게만 알릴 의무가 있음
 - 가격안정화를 위한 주관사의 시장조성활동에도 불구하고 상장 후 초기 공모주 수익률이 형성되고 있다는 사실은 시장조성활동이 투자자들에게 알려지지 않고 있음을 시사(Wilhelm(1999))

3) 징벌적 부과금(Penalty bids)

- 징벌적 부과금은 신디케이트(broker-dealers)들이 단기매도(flipping)하는 투자자에게 공모주를 배정하지 않도록 고안된 계약의 형태
 - 단기매도로 보는 기간은 1~2주 정도로 보고 있음
 - Regulation M, Rule 100에서는 징벌적 부과금을 다음과 같이 규정
 - 대표주관사가 신디케이트에 의해 매도된 주식들이 신디케이트 계정을 통해서 매수되었을 경우, 해당 신디케이트로부터 분매수수료(selling concession)를 취소할 수 있도록 허용

- SEC는 대표주관사로 하여금 징벌적 부과금을 규제당국에게 알리도록 요구하고 있으나, 이를 시장에 공시(public disclosure)하도록 하고는 있지 않음
- 단기매도 금지를 사전에 약속하거나 이를 방지하기 위한 제도 및 규정은 따로 마련되어 있지 않음

□ 주관사는 중앙예탁결제기관(Depository Trust & Clearing Company: DTCC)의 IPO Tracking System을 사용하여 단기매도(flipping)하는 고객을 추적할 수 있기 때문에, 단기매도를 하는 투자자에게 물량을 배정한 신디케이트에게 징벌적 부과금을 요구할 수 있음

- 대표주관사는 시장조성활동을 통해 커버된 거래규모에 의거하여 징벌적 부과금을 요구
 - 이러한 이유로, 징벌적 부과금은 시장조성활동과 매우 밀접한 관계가 있음

2. 시장조성활동의 목적

가. 공모주 가격의 안정(Stabilizing prices)

- 시장조성활동은 공모주의 가격 하락을 막거나 지연시키는 등 공모주 가격을 안정시켜 성공적인 IPO를 유도한다고 평가되고 있음
 - 시장조성활동은 시장의 수요가 약한 경우에 빈번하게 이루어졌으며, 실제로 첫날 수익률이 5% 미만인 IPO 중 79%, 첫날 수익률이 5% 이상이면 오직 39%에서만 나타났음(Aggarwal(2000))

- 시장조성활동은 거래위험을 낮추어 위축된 매수의사를 회복시키는데, 이는 가격발견에 긍정적이고 가격 안정화를 높이는 요인으로 작용
 - Greenwald and Stein(1991)은 시장조성활동은 시장의 균형가격 탐색을 지연시키고 있다는 의미에서 서킷브레이커와 같이 시장거래의 중지와 유사한 점이 있다고 주장
 - Greenwald and Stein은 또한 시장이 거대한 규모의 거래충격에 놓인 경우 시장거래를 중지해야 할 논거를 제시
 - 투자자들은 통상적인 매도주문에 대해 자신들의 수요의사를 표현하겠지만 매도규모가 크고 일시에 몰리면 가격 불확실성에 따른 거래위험이 높아져 수요의사를 표명하기를 주저
 - 이 때, 서킷브레이크를 통해 가격 불확실성에 따른 거래위험을 낮추면 투자자들의 위축된 수요의사를 높여 가격발견에 긍정적
 - 배정된 공모주식의 매도규모가 크면 투자자들이 실제 매도요인과 다르게 해석하여 매수의사를 낮출 수 있는데, 이 경우 시장조성활동은 위축된 매수의사를 완화시켜 가격발견에 긍정적
 - 투자자는 ① 공모주를 부정적으로 평가하여 매도하거나 ② 투자다변화를 위해 배정된 주식 중 일부를 매도할 수 있는데, 매도요인을 분별할 수 없어 대규모의 매도주문은 투자자의 매수 의사결정을 크게 위축시킬 수 있음
 - 시장조성활동은 대규모의 매도주문을 일시적으로 매수함으로써 투자자들의 매수의사를 충분히 표명하도록 유도

- 다만, 시장조성활동은 경우에 따라 상대적으로 경험이 적은(일반)투자자들에게 위험을 전이하는 수단으로서 작용할 수 있음

- 시장조성활동을 인지하지 못하는 상황에서 투자자들은 현재의 주가를 균형가격으로 보고 투자의사결정을 하지만, 이는 시장조성활동에 의해 주가가 일시적으로 유지되고 있는 상황일 수 있음
 - 시장조성활동이 끝나고 낮은 균형가격으로 회귀할 경우, 투자자들은 균형가격보다 높은 주가에서 매수 결정을 하게 됨
 - 따라서 시장조성활동이 균형가격에 미치는 효과가 일시적인 경우, 시장조성활동은 경험이 적은 투자자에게 위험을 전이할 수 있음
- 관련된 실증적 연구들은 시장조성활동이 공모주의 가격 하락을 영구적으로 완화시키거나 일시적으로 지연한다는 등 다른 결과들을 제시
- Lewellen(2003)이나 Aggawal(2000)은 고평가된 공모주에 대한 시장조성활동 직후 가격이 하락하지 않았음을 제시하고, 시장조성활동에 따른 가격상승이 영구적(permanent)인 가격효과임을 주장
 - Lewellen은 IPO에 대한 수요가 우하향이기 때문에 시장조성활동을 통한 공급량 감소로 균형가격이 상승한다고 지적
 - Bohemer and Fische(2001)는 시장조성활동에 의한 거래가 공모주 가격에 미치는 효과가 일반적인 거래에 비해 미미하다고 주장
 - Besio, Boehmer and Fische(2002)는 시장조성활동에 따른 숏커버링 거래(Short covering transaction)가 집중될 경우 공모주 균형가격에 영향을 미치지 않지만 그러한 거래가 산발적이면 가격 효과가 일시적이라고 주장

나. 투자자에 대한 보상(Favouring clients)

- 시장조성활동은 공모가 저평가(underpricing)와 함께 투자자들을 유치하거나 투자 의사를 충분히 구하기 위한 방안으로 평가되고 있음
 - 주관사는 가급적 높은 공모가를 선택할 유인이 높아, 투자자들은 주관사의 공모가 결정에 대한 신뢰 없이는 공모주에 대한 수요의사를 충분히 표명할 유인이 적음
 - 주관사는 공모금액의 일정비율로 수수료 수익을 가지기 때문에 가급적 높은 공모가를 선택
 - 주관사들은 공모주의 주가 하락을 완화시키는 시장조성활동을 통해 공모주를 되사줄 경우 공모가 결정에 대해 투자자들로부터 신뢰를 얻을 수 있음
 - 연구문헌들은 시장조성활동이 공모가격 수준에서 공모주를 되사주기 때문에 배정받은 투자자들에게 풋옵션(put option)을 부여하는 것과 같다고도 평가
 - 공모가 저평가 현상과 함께 시장조성활동은 공모주를 투자한 투자자들에 대해 보상해주는 중요한 기제라고 논의되고 있음

- 주관사의 시장조성활동에 따른 수혜 고객은, 주관사가 일반투자자들을 유치하기 위한 것인지 또는 수요예측과정에서 기관투자자들의 시장정보를 충분히 획득하기 위한 것인지에 따라 다를 수 있음
 - 시장조성활동은 모든 투자자에게 무조건적인 풋옵션을 약속하기 보다는 암묵적으로 이루어질 뿐 아니라 일부 투자자들에 더 집중하여 행해지고 있다고 함

□ Rock(1986) 이론에 의거한 시장조성활동의 함의

- Rock(1986)은 정보열위의 일반투자자들이 투자위험이 높은 IPO에 적극적으로 투자해야 IPO가 성공적일 수 있는데, 승자의 저주(winner's curse)로 인해 일반투자자는 기관투자자에 비해 낮은 공모주 수익률을 시현한다고 주장
 - 정보우위의 투자자가 저평가된 공모주에 투자를 집중하기 때문에, 통상적으로 정보열위의 투자자는 저평가된 공모주를 상대적으로 적게 배정받는 한편 고평가된 경우 배정을 많이 받음
 - 승자의 저주란, 이러한 이유로 정보열위 투자자들의 공모주 투자에 따른 수익률이 평균보다 낮은 것을 의미
- Rock(1986)은 공모주 저평가(underpricing) 현상을 정보열위의 일반투자자를 유치하기 위한 메카니즘으로 평가
 - 정보열위의 일반투자자가 공모주를 투자하는데 필요한 수익률을 형성하기 위해서는 공모주 저평가가 필요
- Rock 이론의 문맥에서 보면, 주관사는 일반투자자의 공모주 투자 손실을 보전하는 방식으로 시장조성활동을 할 가능성이 크고 이에 따라 주관사는 일반투자자들의 매도압력에 시장조성활동을 적극적으로 하게 될 것임

□ Rock에 이론에 부합하는 실증 연구로는 Lewellen(2003)이 있음

- Lewellen은 일반투자자를 주요 고객으로 영업하는 주관사들이 기관투자자가 주 고객인 주관사들보다 적극적으로 시장조성활동을 수행하고 있다고 주장
 - Lewellen은 일반투자자가 주요 고객인 주관사들이 cold IPO 시 시장조성활동을 통해 여타의 Top 20 주관사들보다 11% 이상 주식을 되사들이고 있음을 밝힘

- Benveniste and Spindt(1989) 이론에 의거한 시장조성활동의 함의
 - Benveniste and Spindt(1989)는 주관사들이 수요예측의 과정에서 사적인 정보를 제공한 기관투자자에게 저평가된 공모주를 우호적으로 배정함으로써 시장의 정보를 최대한 얻고 있다고 지적
 - Hanley(1993)는 기관투자자의 사적인 정보제공이 공모가 저평가의 형태로 보상받고 있음을 실증적으로 제시
 - Hanley는 기관투자자들의 긍정적인 정보제공으로 공모가가 공모예정가보다 높아질 때 공모가 저평가가 빈번하였음을 밝힘
 - Benveniste and Spindt 가설에 따르면, 주관사는 기관투자자로부터 발행기업에 대한 사적인 정보를 최대한 얻기 위해 이들이 매도하는 공모주를 되사주는 시장조성활동을 적극적으로 수행

- Benveniste and Spindt에 이론에 부합하는 실증 연구로는 Benveniste, Erdal and Wilhelm(1998)이 있음
 - Benveniste, Erdal and Wilhelm는 대형 매도거래(기관투자자)는 시장조성활동이 있었던 IPO에서 활발하였다고 밝힘

- 시장조성활동은 공모가 저평가를 보완하는 목적을 내포하고 있으며 IPO의 간접비용인 공모가 저평가를 완화하는 기제로 작용
 - 공모가 저평가나 시장조성활동은 충분한 투자자들을 유치함으로써 IPO를 성공적으로 수행하는 데 있어서 중요함
 - 공모가 저평가는 배정받은 모든 투자자들에게 혜택이 돌아감
 - 이는 공모가가 배정받은 모든 투자자에게 동일하게 제시되기 때문임
 - 반면, 시장조성활동은 일부 투자자를 중심으로 이루어질 수 있어 시장조성활동으로 인한 혜택을 고객군에 따라 차별화할 수 있음

다. 주관사의 이해(Maximizing underwriter profits)

- 주관사는 평판을 관리하고자 시장조성활동을 수행
 - Beauty and Ritter(1986)는 IPO 성과가 기대에 미치지 못한 경우 해당 주관사의 시장점유율이 하락하였다고 밝힘
 - Nanda and Yun(1997)은 IPO 사후적 성과가 대표주관사의 주가에 미치는 영향을 분석
 - 이들은 일주일 후의 주가가 공모가 대비 5% 이상 하락 시에 주관사의 주가는 약 0.92% 하락한다고 주장

- 주관사는 시장조성활동을 통해서 추가적인 수익을 구함
 - Aggawal(2000)은 공모주의 주가가 공모가보다 높아지면 초과배정옵션을 행사함으로써 주관사는 수수료 수익을 추가로 가져가고 공모주의 주가가 공모가보다 하락하면 공모가보다 낮은 시장가로 매입함으로써 주관사는 차익거래 이윤을 가져가고 있음을 실증적으로 밝힘
 - Ellis, Michaely, O'Hara(2000)는 대표주관사가 초과배정옵션 행사에 따른 추가적인 수수료 수익 외에도 시장조성활동으로 수수료 수익의 22% 수준의 수익을 거두었다고 평가

3. 시장조성활동 관련 해외 사례

- 여기서는 시장조성활동과 관련한 대표적인 문헌연구들을 통해 해외 사례의 특징을 제시하고자 함

가. Ellis, Michaely and O'Hara(2000)

- Ellis, Michaely and O'Hara(2000)는 IPO 직후 60일 간의 주관사의 시장조성활동과 관련한 자료를 분석
 - 1996년 9월부터 1997년 7월까지의 나스닥 306건의 IPO를 대상으로 분석
 - 306건의 IPO 모두가 초과배정옵션 계약을 체결

<표 III-1> IPO 분석자료의 통계치

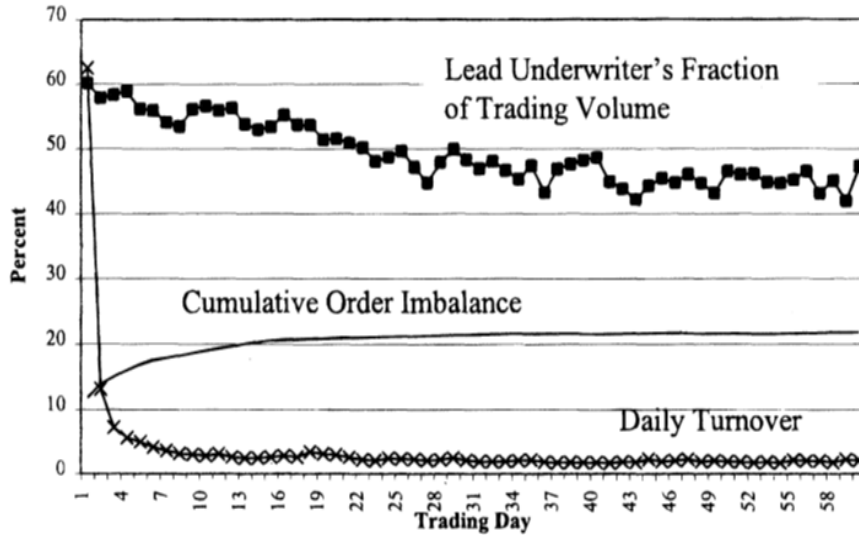
분석 변수	평균
IPO 수	306
공모규모	37.2백만 달러
초과배정옵션 행사를 포함한 공모규모	41.2백만 달러
상장일 수익률	11.0%
수수료수익(수수료율)	2.57백만 달러 (7.10%)
초과배정옵션 행사를 포함한 수수료수익	2.83백만 달러
대표주관사가 분매한 공모주식 비율	36.73%

자료: Ellis, Michaely, O'Hara(2000)

1) IPO 이후 3개월 간 주문비대칭 및 거래회전율의 특징

- 대표주관사는 상장일에 시장에 유동성을 집중적으로 제공하는 역할을 수행하고 있음
 - 상장일 시장조성인의 비중은 대표주관사가 58.8%, 신디케이트가 8.7%, 여타의 증권사가 29.9% 등으로, 대표주관사의 시장조성인 역할이 두드러짐
 - 나스닥(NASDAQ)시장은 시장조성인 제도를 운영하고 있음

<그림 Ⅲ-1> 주문 비대칭 및 대표주관사의 거래량 추이



자료: Ellis, Michaely and O'Hara(2000)

□ <그림 Ⅲ-1>을 보면, 누적 주문 비대칭(cumulative order imbalance)이 상장일부터 7거래일 사이에 집중적으로 증가, 이 기간 매도주문이 매수주문보다 훨씬 많았다는 것을 알 수 있음

— 누적 주문비대칭 = $\sum_{t=1}^T 100\% \times (\text{매도주문}_t - \text{매수주문}_t) / \text{공모주식수}$

— <그림 Ⅲ-1>에서 알 수 있듯이, 상장일 매수주문을 초과한 매도주문의 규모는 공모주식수 대비 약 11% 수준이었고, 2거래일부터 10거래일 사이에는 일평균 약 0~2% 정도였음

- 13~15 거래일 이후로는 매수주문과 매도주문이 유사

2) IPO 이후 3개월 간 대표주관사의 순매수 추이

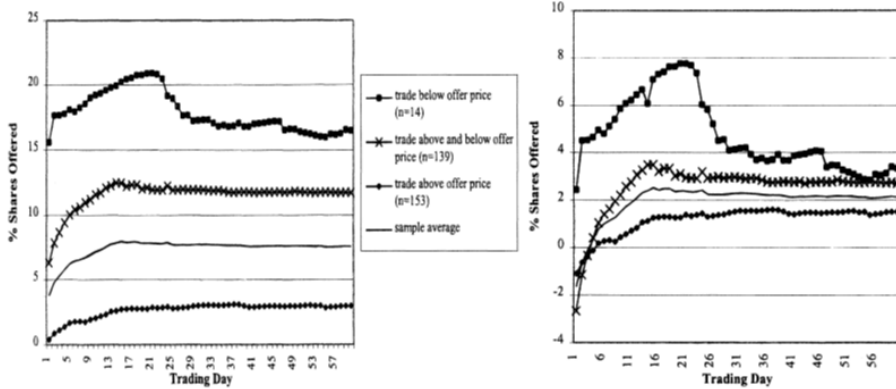
- <표 III-2>는 대표주관사가 주도적으로 투자자들의 매도물량에 대해 매수 거래로 커버하고 있음을 제시
 - 대표주관사는 상장일 공모주식수 대비 약 3.77%의 주식을 순매수
 - 대표주관사의 누적 순매수 비율이 5거래일까지 6.21%였으며 60거래일까지는 7.56%로 나타나, 대표주관사는 상장 초기에 집중적인 비대칭적인 매도주문에 대해 순매수 거래로 커버하고 있음
 - 대표주관사와는 달리, 신디케이트나 여타의 시장조성인은 누적 순매수가 거의 없는 것으로 나타남

<표 III-2> 공모주식수 대비 시장조성인별 누적 순매수 비율

시장조성인	대표주관사		신디케이트	여타 시장조성인
	평균	중간값	평균	평균
1 거래일	3.77	1.54	0.07	0.10
5 거래일	6.21	3.66	0.07	0.06
10 거래일	7.15	4.21	0.07	0.05
20 거래일	7.82	4.54	0.21	0.02
60 거래일	7.56	4.56	0.29	-0.04

자료: Ellis, Michaely and O'Hara(2000)

<그림 III-2> 대표주관사의 (순)보유물량 추이



대표주관사의 보유물량 추이

대표주관사의 순보유물량 추이
(초과배정옵션 고려)

자료: Ellis, Michaely and O'Hara(2000)

- 공모가 이하에서 거래되는 공모주(n=14)에 대해 대표주관사의 상장일 순매수가 공모주식수 대비 평균 15%로 매우 높았음
 - 반대로, 공모가 이상에서 거래되는 공모주(n=153)에 대해서 대표주관사는 상장일 순매수가 거의 없는 것으로 나타나고 있음
 - 대표주관사는 상장 이후 15~20거래일까지 순매수 거래로 보유물량을 높이고 있으나 이후에는 보유물량을 낮추면서 조정

- 초과배정옵션을 고려한 대표주관사의 상장일 순보유물량은 2% 이하의 수준으로 크게 감소
 - 이를테면, 공모가 이하에서 거래되는 공모주(n=14)는 초과배정옵션을 행사하지 않고 이에 따라 대표주관사는 초과배정한 15% 보유물량의 상당부분을 발행기업에게 되돌려주게 됨
 - 이를 감안하면, 대표주관사의 상장일 순매수물량은 2% 수준

- 이러한 결과는 대표주관사가 시장조성활동으로 상당한 수량의 공모주를 순매수하고 있지만 실질적으로는 위험부담을 크게 안고 있지 않다는 것을 의미

3) 초과배정옵션 행사 현황 및 시장조성활동 관련 이윤

- 전체 306개의 샘플 중에서 100% 초과배정옵션을 행사한 IPO는 174건이었으며, 초과배정옵션을 행사하지 않은 IPO는 96건이었음

<표 III-3> 초과배정옵션의 행사 및 순매수 현황

A: 초과배정옵션의 행사 빈도 현황				
초과배정옵션의 행사	Zero	Partial	Full	Total
전체 샘플	96	69	174	306
<i>20 거래기간 시장가 구간으로 구분</i>				
시장가가 항상 공모가 이하	12	1	1	14
시장가가 공모가 이하 및 이상	72	24	43	139
시장가가 항상 공모가 이상	9	14	130	153

B: 공모주식수 대비 대표주관사의 누적 순매수 비율 (20거래일 평균)				
초과배정옵션의 행사	Zero	Partial	Full	Total
전체 샘플	19.03	8.6	1.66	7.82
<i>20 거래기간 시장가 구간으로 구분</i>				
시장가가 항상 공모가 이하	22.56	22.3	-0.45	20.9
시장가가 공모가 이하 및 이상	18.9	8.71	2.57	12.09
시장가가 항상 공모가 이상	15.3	7.44	1.37	2.74

자료: Ellis, Michaely and O'Hara(2000)

- 시장조성활동 관련 대표주관사의 이윤이 IPO 수수료율의 22% 수준
 - 이 외에도, 초과배정옵션 행사에 따른 수수료 수익 증가분은 IPO 수수료율의 10% 수준

나. Aggarwal(1998)

- Aggarwal은 1997년 5월부터 동년 7월까지로 SEC가 주판사들에게 요청한 자료를 사용하여 분석
 - 슛커버가 있었던 IPO는 대표주판사가 시장조성활동으로 매입한 주식이 있는 경우를 말하며, 슛커버가 없었던 IPO는 대표주판사가 시장조성활동을 통해 매입한 주식이 없는 경우임

<표 III-4> 공모주의 특징과 시장조성활동 관련 현황

	슛커버가 있었던 IPO (N=61)		슛커버가 없었던 IPO (N=53)	
	평균	중위값	평균	중위값
공모가(달러)	12.68	13.00	13.66	13.00
공모규모(백만 달러)	81.74	41.10	112.87	48.30
상장일 수익률(%)	9.28	5.00	24.22	20.31
수수료율(%)	7.01	7.00	6.88	7.00
신디케이트 규모	21.00	20.00	20.42	19.00
총 슛 포지션(%)	20.34	17.71	13.44	15.00
행사한 초과배정옵션(%)	9.77	14.98	13.44	15.00
커버된 슛포지션(%)	10.75	10.31		

자료: Aggawal(2000)

- 분석 대상 총 114건의 IPO 중에서 시장조성활동이 있었던 IPO는 61건이었으며, 이들의 평균 상장일 수익률은 9.28%를 보여주고 있었음
 - 슛커버가 있었던 IPO의 경우, 대표주판사가 시장조성활동으로 매입한 주식수의 비율은 공모주식수 대비 10.75%였음
 - 한편, 주판사는 시장조성활동이 있었던 IPO에서도 평균 9.77%만큼 초과배정옵션을 행사

- 이에 따라 발행회사는 공모주식수의 9.77%를 초과 발행
 - 대표주관사가 9.77%의 초과배정옵션을 행사할 수 있었던 것은 초과배정을 20.34%를 하여 초과배정옵션계약 한도인 15%보다 평균 5.34%를 무차입공매도(naked short position)를 취하였기 때문임
 - 그러나 공모가보다 높은 공모주의 시장가가 형성될 경우, 대표주관사는 5.34%의 무차입공매도로 인해 손실의 위험이 있음
 - Jenkinson and Jones(2006)은 대표주관사가 손실위험 가능성이 충분히 높은 무차입공매도를 빈번하게 하는 이유가 신디케이트 계약과 관련되어 있다고 이론적으로 증명하였음
- 한편 시장조성활동이 전혀 없었던 IPO는 63건이었으며, 상장일 수익률은 24.22%로 시장조성활동이 있었던 것보다는 높았음
- 시장조성활동이 없었던 IPO의 경우, 주관사는 초과배정옵션을 평균 13.44%만큼 행사
- <표 III-5>는 대표주관사가 실제로 시장조성활동을 통해서 매입하는 사례를 제시
- 공모주식수는 3,670,000주, 초과배정옵션은 550,500주, 신디케이트는 25개 증권사, 총 숏포지션은 600,700주(공모주식수의 16.37%)
 - 이 경우, 무차입공매도 주식수는 50,200주(공모주식수의 1.37%)
 - 대표주관사는 시장조성활동을 통해 총 숏포지션 수준으로 주식을 매입함으로써 초과배정옵션을 행사하지 않았음
 - 대표주관사는 시장조성활동을 통한 매입과정에서 165,313달러의 수익을 냈으며, 이는 인수수수료 수익 대비 4.29%에 해당

<표 III-5> 시장조성활동을 통한 매수 사례

	공모가 (A)	시장조성활동 시 매입가 (B)	차이 (=A-B)	매입주식수	매입으로 인 한 순이익
6/20/97	15.00	15.000	0.000	27,100	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	35,000	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	30,000	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	30,300	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	44,900	0
6/20/97	15.00	15.125	-0.125	15,000	-1,875
6/20/97	15.00	15.000	0.000	19,000	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	17,900	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	25,000	0
6/20/97	15.00	15.000	0.000	29,100	0
6/23/97	15.00	15.500	-0.500	3,000	-1,500
6/23/97	15.00	15.125	-0.125	5,500	-687.5
6/23/97	15.00	15.000	0.000	200	0
6/23/97	15.00	15.000	0.000	2,000	0
6/23/97	15.00	15.000	0.000	5,900	0
6/24/97	15.00	15.000	0.000	20,100	0
6/24/97	15.00	15.000	0.000	22,400	0
6/24/97	15.00	15.000	0.000	10,000	0
6/24/97	15.00	15.000	0.000	16,000	0
6/24/97	15.00	15.000	0.000	6,900	0
6/25/97	15.00	15.000	0.000	3,300	0
6/25/97	15.00	14.750	0.250	19,200	4800
6/25/97	15.00	15.000	0.000	2,400	0
6/25/97	15.00	15.000	0.000	9,400	0
6/25/97	15.00	14.750	0.250	3,700	925
6/25/97	15.00	14.750	0.250	40,000	10,000
6/25/97	15.00	15.000	0.000	21,000	0
6/25/97	15.00	14.500	0.500	4,000	2000
6/25/97	15.00	14.000	1.000	20,000	20,000
6/25/97	15.00	14.000	1.000	10,400	10,400
6/26/97	15.00	13.750	1.250	25,000	31,250
6/26/97	15.00	13.500	1.500	25,000	37,500
6/26/97	15.00	13.500	1.500	20,000	30,000
6/26/97	15.00	14.500	0.500	19,000	9,500
7/2/97	15.00	14.000	1.000	13,000	13,000
총 숫포지션					600,700
공모주식수 대비 총 숫포지션 비율					16.37%
시장조성활동 과정에서 매입에 따른 순이익 (\$)					165,313
수수료 수익 대비 시장조성활동 관련 수익 비율					4.29%

자료: Aggawal(2000)

다. Jiao, Kutsuna and Smith(2013)

□ Jiao, Kutsuna and Smith(2013)는 일본의 IPO 자료를 이용하여 초과배정옵션계약의 효율적인지를 평가

<표 III-6> 일본 IPO의 초과배정옵션 계약 현황

	초과배정옵션 계약 IPOs	초과배정옵션 미계약 IPOs	총 IPOs	초과배정옵션 계약 IPOs의 비중
1997	0	41	41	0.0%
1998	0	86	86	19.4%
1999	0	107	107	43.8%
2000	0	204	204	43.1%
2001	0	169	169	0.0%
2002	24	100	124	19.4%
2003	53	68	121	43.8%
2004	75	99	174	43.1%
2005	66	91	157	42.0%
2006	84	103	187	44.9%
2007	66	53	119	55.5%
2008	37	12	49	75.5%
2009	18	1	19	94.7%
2010	21	1	22	95.5%
2011	36	0	36	100.0%
합계	480	1,135	1,615	29.7%

□ 일본도 우리나라와 유사한 시기인 2002년에 초과배정옵션제도가 도입
 — 2001년에 노무라 증권사는 일본증권업협회(Japan Securities Dealer Association: JSDA)에 초과배정옵션제도를 정식으로 건의

- 일본 금융청(Japanese Ministry of Finance)이 2002년 1월에 JSDA의 요청을 승인함으로써 초과배정옵션제도가 공식적으로 허용
- <III-6>에서 알 수 있듯이, 일본은 2002년 제도가 도입된 이후 초과배정옵션계약이 꾸준히 확대되었고 지난 2011년에는 모든 IPO에서 이러한 계약이 이루어짐

□ Jiao, Kutsuna and Smith(2013)는 초과배정옵션계약이 있을 경우 발행기업과 주관사 모두에게 긍정적인 측면이 높다는 가설을 제시하고 이를 뒷받침하는 근거를 제시

- 이들은 초과배정옵션을 계약한 IPO의 경우 주관수수료가 낮아지고 공모가 저평가 현상이 완화되며 공모가 결정에 정확성을 높이는 데 기여하고 기업규모 대비 더 큰 공모규모가 가능해지는 등 긍정적인 결과가 다양하게 나타나고 있음을 제시
 - 이 외에도 초과배정옵션을 계약한 IPO의 경우 6개월/24개월 초과수익률로 평가된 IPO 공모주의 성과가 개선되고 IPO 공모주의 변동성이 완화되는 효과가 존재

□ 이들은 특히 일본의 IPO에서 초과배정옵션계약이 효율적으로 작동하였기 때문에 2002년 도입 이후 초과배정옵션계약이 있었던 IPO의 비중이 꾸준히 증가할 수 있었다고 주장

- Franzke and Schlag(2003)도 독일 Neuer Market의 1997-2001년 사이 초과배정옵션을 포함한 IPO의 비중이 62.5%에서 100%로 증가하였음을 제시

IV. 요약 및 시사점

- 본 연구는 IPO 공모주의 상장 직후 주가 변화 등 국내의 현황과 초과배정옵션제도의 목적 및 해외사례 등을 파악함으로써 초과배정옵션제도가 국내에서도 활발하게 활용될 필요가 있다는 점을 제시

- II장에서 제시한 IPO 공모주의 주가 변화에 대한 분석 결과는 다음과 같이 요약해 볼 수 있음
 - 첫 번째, 국내 IPO 시장에서 공모가 고평가가 빈번해졌는데, 이는 풋백옵션제도의 폐지와 중대형 IPO 비중이 증가하였기 때문
 - 풋백옵션제도의 폐지 이후, 주관사들은 중대형 IPO 딜 유치에 공모가를 높게 책정하는 방식으로 경쟁이 심화
 - 두 번째, 공모주 투자자들이 고평가된 공모가로 인한 투자손실의 위험을 미국에 비해 크게 안고 있음을 확인
 - 고평가된 공모주(상장일 기준 마이너스 수익률)들의 평균 수익률이 -12.5%로 미국(-2.6%)에 비해 훨씬 낮았으며, 고평가된 공모주들의 주가는 상장일 이후 10거래일 사이 평균 5.73%p가 추가로 하락
 - 세 번째, 상장일 수익률이 100% 이상인 IPO 비중이 11.1%로 상대적으로 많은 기업들이 낮은 공모가로 인해 자금조달 비용을 높게 지불하고 있음을 확인
 - 네 번째, 중소형 IPO 공모주의 주가가 상장일부터 10~20거래일 사이 크게 하락하는 현상이 두드러짐
 - 공모금액이 500억원 미만인 IPO의 주가가 상장일부터 10거래일 사이 약 8.7%p 하락

46 IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점

- 다섯 번째, 공모주 주가의 하락률은 상장일 수익률과 관계없이 상장 직후부터 10~20거래일 사이 가장 큰 것으로 나타남
- 여섯 번째, 기관투자자들이 상장 직후 중소형 IPO 공모주를 매도하는 경향이 두드러짐
 - 이는 기관투자자들이 대체로 중대형주를 중심으로 운용하고 있기 때문에 배정받은 소형주를 장기간 보유하기보다는 매도할 수밖에 없다는 점에 기인
- 일곱 번째, 상장일 수익률이 마이너스인 공모주의 경우 거래회전율이 상대적으로 낮은 것으로 나타남
 - 이러한 분석결과는 마이너스인 공모주에 대해 시장조성자에 의한 유동성 공급이 공모주의 주가하락을 막는데 상당히 효과적일 수 있음을 시사

□ 국내의 경우, 2002년 8월 초과배정옵션 제도가 처음으로 도입

- 제도가 도입된 이후 2009년까지 총 38건의 IPO에서 초과배정옵션 계약이 체결되었으며, 그 중 15건에서 초과배정옵션을 행사
 - 2010년부터 현재까지 초과배정옵션 계약 없었던 것으로 파악

□ 미국 주권사들이 공모주 주가를 안정시키기 위한 시장조성활동으로 초과배정옵션을 가장 효과적으로 활용하고 있는 것으로 평가되고 있음

□ 초과배정옵션을 활용한 시장조성활동의 목적은 아래와 같음

- 시장조성활동은 공모주의 가격 하락을 막거나 지연시키는 등 공모주 가격을 안정시켜 성공적인 IPO를 유도

- 시장조성활동은 공모가 저평가와 함께 투자자들을 유치하거나 투자 의사를 충분히 유도하기 위한 효과적인 방안임
 - 주권사는 시장조성활동으로 평판을 관리하고 추가적인 수익을 구할 수 있음
- 국내와는 달리, 미국의 주권사들은 거의 모든 IPO에 대해 초과배정 옵션계약을 체결하고 상당수의 IPO에서 시장조성활동을 수행
- 미국의 주권사들은 이를 통해서 공모주의 가격하락을 막고 공모주 투자자들의 손실을 완화할 뿐 아니라 평판위험을 방지하고 추가적인 수익을 내고 있음
 - 2002년 도입한 일본의 경우에서도 2011년 모든 IPO에서 초과배정 옵션계약이 체결
- 먼저, 주권사들은 초과배정옵션을 활용한 시장조성활동을 적극적으로 고려해 볼 필요가 있다고 여겨짐
- 시장조성활동은 철저한 기업실사를 수행하고 단기매도를 하지 않는 투자자들을 우선적으로 배정할 때 효과적일 것으로 판단
 - 그 이유는 주권사가 기업에 대한 확신이 없이는 시장조성활동에 적극적이기 어렵고, 지나치게 많은 투자자들이 단기매도 시 초과배정 한도인 15% 내 시장조성활동으로 가격하락을 막기가 제한적이기 때문임
- 두 번째로는, 기관투자자들이 소형주를 적극적으로 포트폴리오에 편입시킬 수 있도록 하는 제도적인 지원이나 소형주를 중심으로 운용하는 특화된 기관투자자들이 활성화되어야 할 것임

- 기관투자자들은 소형주를 장기투자 대상으로 포트폴리오를 구성하지 않기 때문에 상장 직후 배정받은 소형 공모주를 매도하는 경향을 보일 수밖에 없음
 - 기관투자자들 하더라도 배정받게 되는 공모주를 장기투자의 대상으로 고려하지 않는다면 발행기업에 대한 시장가치를 심도 높게 평가하고 IPO 수요예측에 참여할 유인이 작아짐
 - 한편, 소형주들이 대부분 개인투자자 중심으로 거래되고 있다는 점을 감안하여 주관사들이 현재보다 개인들에 대해 배정을 확대하는 방안도 고려해 볼 수 있음
 - 이 경우, 주관사들은 장기투자를 목적으로 하는 개인투자자를 우선적으로 배정할 수 있는 시스템 구축이 전제되어야 함
- 중장기적으로, 주관사들이 공모가 결정과 배정을 상장 전일에 하고 투자자들의 납입기일을 미국과 같이 상장 후 3~5일 정도로 하여 주관사들로 하여금 실질적인 인수기능을 수행하도록 하는 것도 논의할 만한 가치가 있음
- 이러한 제도개선은 높은 인수위험으로 인해 주관사들이 철저한 기업실사, 수요예측, 시장조성활동 등을 적극적으로 할 유인을 제공할 것으로 기대
 - 더욱이 이는 인수역량을 통한 주관사 경쟁을 유도하고 현재와 같은 수수료 경쟁을 완화할 것으로 기대
 - 다만, 이 경우 풋백옵션제도의 시기와 유사하게 주관사들이 인수위험을 회피할 목적으로 공모가를 상당히 낮추어 결정하는 방향으로 전개되는 부작용이 우려

참 고 문 헌

<해외문헌>

- Aggawal, R., 2000, Stabilization activities by underwriters after initial public offerings, *Journal of Finance* 55, 1075-1103.
- Beatty, R., Ritter, J.R., 1986, Investment banking, reputation and the pricing of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Benveniste, L.M., Erdal, S.M., Wilhelm, W.J., 1998, Who benefits from secondary market stabilization of IPOs? *Journal of Banking and Finance* 22, 741-767.
- Benveniste, L.M., Spindt, P., 1989, How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-362.
- Besio, A., Boehmer, E., Fische, R., 2002, Underwriter short covering transactions in initial and seasoned public offerings of equity, University of Miami working paper.
- Boehmer, E., Fische, R., 2001, Who ends up short from underwriter short covering? A detailed analysis of IPO price stabilization, University of Georgia and University of Miami working paper.
- Ellis, K., Michaely, R., O'Hara, M., 2000, When the underwriter is the market maker: an examination of trading in the IPO aftermarket, *Journal of Finance* 55, 1039-1074.

- Greenwald, B., Stein, J., 1991, Transactional Risk, Market Crashes, and the role of Circuit Breakers, *Journal of Business* 64, 443-462.
- Hanley, K., 1993, The Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon, *Journal of Financial Economics* 34, 231-250.
- Jenkinson, T., Jones, H., 2007, The economics of IPO stabilization, syndicates and naked shorts, *European Financial Management* 13(4), 616-642.
- Jiao, Y., Kutsuna, K., Smith, R., 2013, Why do IPO Issuers Grant Overallotment Options to Underwriter? Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2354476>.
- Lewellen, K., 2003, Risk, reputation and the price support of IPOs, MIT working paper.
- Lowry, M. 2003, Why does IPO volume fluctuate so much?, *Journal of Financial Economics* 67, 3-40.
- Nanda, V., Yun, Y., 1997, Reputaion and financial intermediation: an empirical investigation of the impact of IPO mispricing on underwriting market value, *Journal of Financial Intermediation* 6, 39-63.
- Prabhala, N.R., Puri, M., 1999, How does underwriter price support affect IPOs? Empirical evidence, Yale University and Stanford University working paper.
- Rock, K., 1986, Why nes issues are underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.

Stefanie, F., Schlag, C., 2003, Over-allotment options in IPOs on Germany's Neuer Market - An empirical investigation, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=384120>.

Wilhelm, W., 1999, Secondary Market Price Stabilization of Initial Public Offerings, *Journal of Applied Corporate Finance* 12(1), 78-85.

<웹사이트>

<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>