

2000년대 한국의 IPO 시장

- 변화양상과 이슈 -

2014. 11. 5

이석훈 • 조성훈



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

2000년대 한국 IPO 시장의 변화양상

IPO 시장의 최근 동향

❖ IPO 건수의 지속적 감소

- 2003년, 2012년 큰 폭의 감소 이후 회복되지 않는 모습

연도별 IPO 건수 (2001-2013)



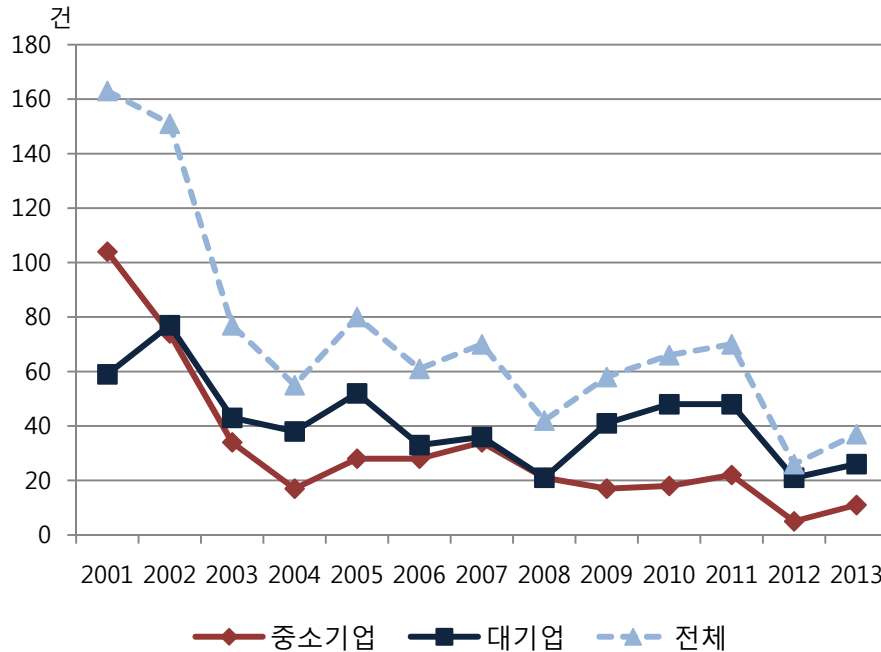
주: 금융업종, SPAC, 외국기업 제외

자료: 금융감독원, KRX

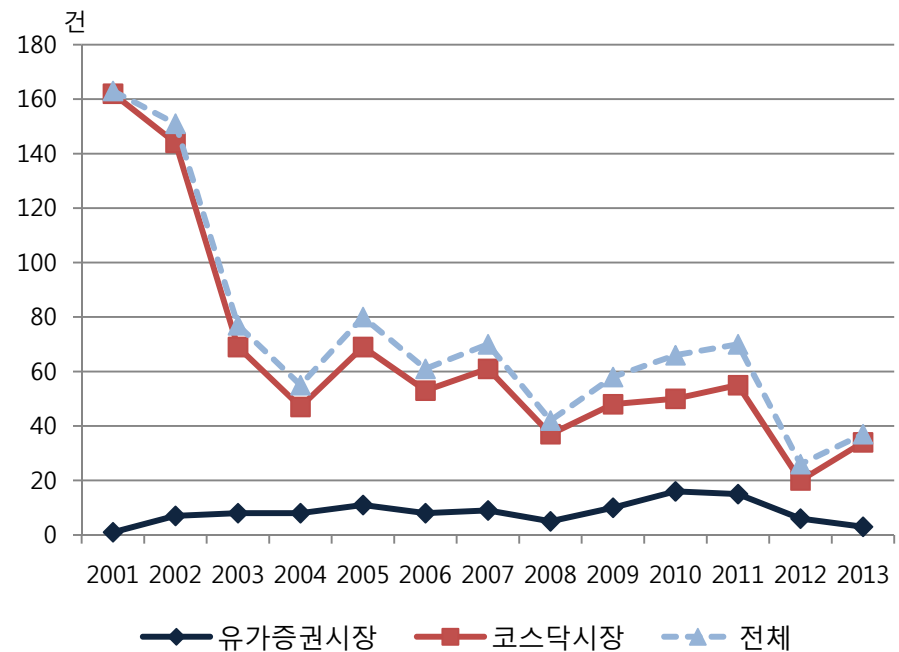
IPO 시장의 최근 동향

❖ 중소기업, 코스닥시장 IPO의 감소가 두드러짐

중소기업 vs 대기업



유가증권시장 vs 코스닥시장



중소기업: IPO 직전년도 실질매출액 300억원 미만
 자료: 금융감독원, KRX

잠재적 IPO 시장 규모 추정

❖ IPO 감소의 원인이 무엇인가?

- IPO를 할 수 있는 기업 수가 감소한 것인가? Or
- IPO를 할 수 있는 기업이 IPO를 안하기 때문인가?

❖ 잠재적 IPO 기업

- 시장별 재무적 기준의 주요상장요건을 충족하고
- 상장 직전 최소 3년(유가증권시장)/2년(코스닥시장) 간 외감대상으로 지정된 기업

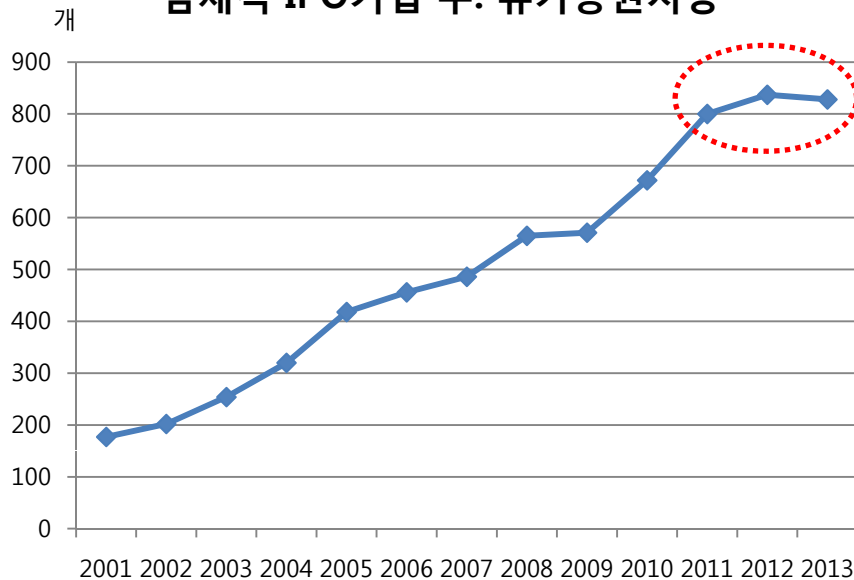
	유가증권시장	코스닥시장
기업규모	자기자본 300억원 이상	자기자본 30억원 이상
매출액 및 이익규모	<ul style="list-style-type: none">• 매출액 1,000억원 이상 & ROE 5% 이상 or• 매출액 1,000억원 이상 & 당기순이익 30억원 이상 or• 매출액 2,000억원 이상	<ul style="list-style-type: none">• 매출액 50억원 이상 & 매출액성장율 20% 이상 or• ROE 10% 이상 or• 당기순이익 20억원 이상

잠재적 IPO 시장 규모 추정

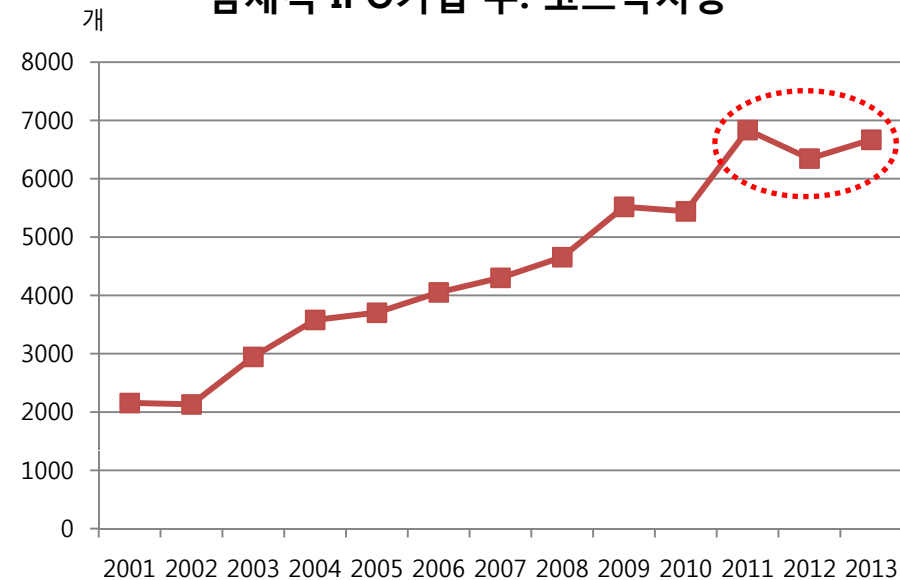
❖ 잠재적 IPO 기업의 수는 크게 증가

- 분석기간 중 유가증권시장은 4.5배(177개→828개), 코스닥시장은 3.2배(2,155개→6,669개) 증가
- 2011년 이후 정체된 모습

잠재적 IPO기업 수: 유가증권시장



잠재적 IPO기업 수: 코스닥시장



질문

- ❖ 2001~2014 기간 중 IPO가 가능한 기업의 수는 꾸준히 증가하였으나, 실제 IPO 기업 수는 크게 감소
- ❖ IPO가 기업에게 매력적인 대안인가?
 - IPO 이후 기업이 더 좋아졌는가?
- ❖ 우량기업이 IPO를 하고 있는가?
 - 우량기업의 IPO 및 상장을 통하여 투자자들에게 투자기회 frontier를 넓혀주고 있는가?
 - Lemon이 효과적으로 걸러지고 있는가?
- ❖ 다음의 분석을 통해 질문에 대한 답의 단서를 찾아보고자 함
 - IPO 기업과 유사 비상장기업의 성과 비교
 - IPO 기업 주식의 장기수익률 분석

2000년대 한국 IPO 시장의 변화양상: IPO 기업과 유사 비상장기업의 성과 비교

IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

❖ 비교 대상 유사 비상장기업 matching sample 구축

– 유사 비상장기업 universe 구축

- 외감기업 중 matching IPO 기업의 IPO 실시년도 2년 전~5년 후까지의 7년간의 연속적인 재무자료가 존재하는 비상장기업
- 특정 연도의 자산증가율이 100% 이상이며, ROA가 음(-)이면서, 부채증가에 따른 자산증가율이 50% 미만인 기업 제외: 외부투자자에 의한 투자 및 M&A 등에 의한 변화 가능성 배제
- 특정 연도의 매출액성장율이 1,000% 이상이거나 -100% 미만인 경우 제외: outlier 배제
- Matching IPO 기업의 IPO 실시년도 기준 자기자본 15억원 미만 기업 제외
- Matching IPO 기업의 IPO 실시 직전년도 기준으로 IPO 기업의 재무기준(레버리지, 매출액, ROE, 매출액 성장율)의 5%~95% 범위의 기업

– 최종 matching sample 구축

- 비교를 위한 재무기준 설정: 매출액 300억원 초과/이하, 업력 10년 초과/이하, 레버리지 40% 초과/이하, 매출액성장률 30% 초과/이하, ROE 20% 초과/이하
- IPO 실시 직전년도를 기준으로 비교를 위한 재무기준을 만족하는 유사 비상장기업 중에서 자산증가율과 매출액성장율이 IPO 기업과 가장 근접한 기업을 matching 비상장 기업으로 선정
- 최종적 sample size는 445개

IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

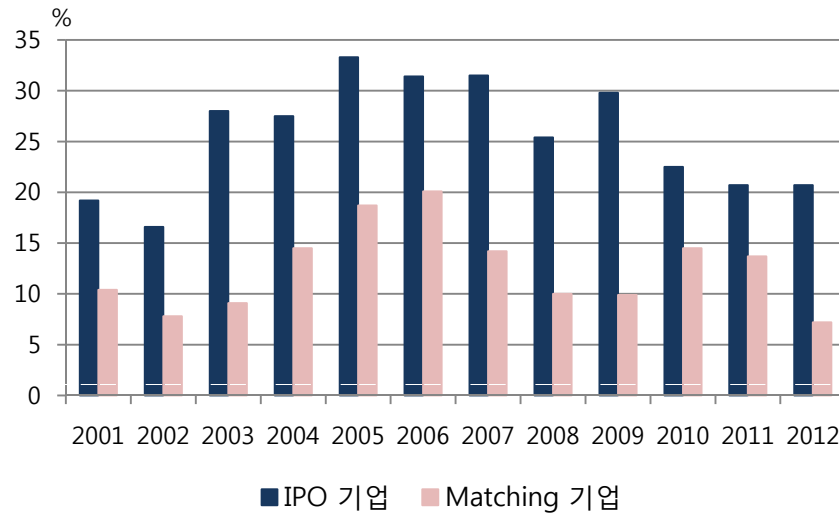
❖ IPO 기업과 matching 비상장기업의 IPO 직전년도 기준 재무성과 비교

		평균	최소값	최대값
자산증가율 (%)	IPO 기업	27.6	-24.2	138.4
	Matching 비상장기업	26.0	-17.2	134.1
매출액성장율 (%)	IPO 기업	25.8	-17.0	136.8
	Matching 비상장기업	25.4	-16.3	146.0
매출액 (억원)	IPO 기업	703.5	78.8	12,667.1
	Matching 비상장기업	580.5	96.4	8,452.7
ROA (%)	IPO 기업	13.8	3.0	38.4
	Matching 비상장기업	13.3	2.2	43.7
레버리지 (%)	IPO 기업	43.3	10.9	78.3
	Matching 비상장기업	45.5	9.7	78.8

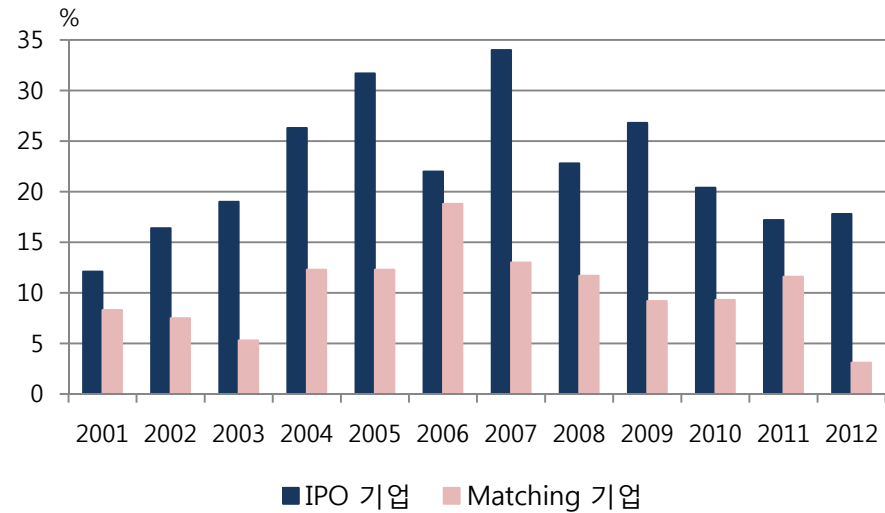
IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

❖ IPO 기업의 자산이 더 빠른 속도로 증가

자산증가율(평균)



자산증가율(중앙값)

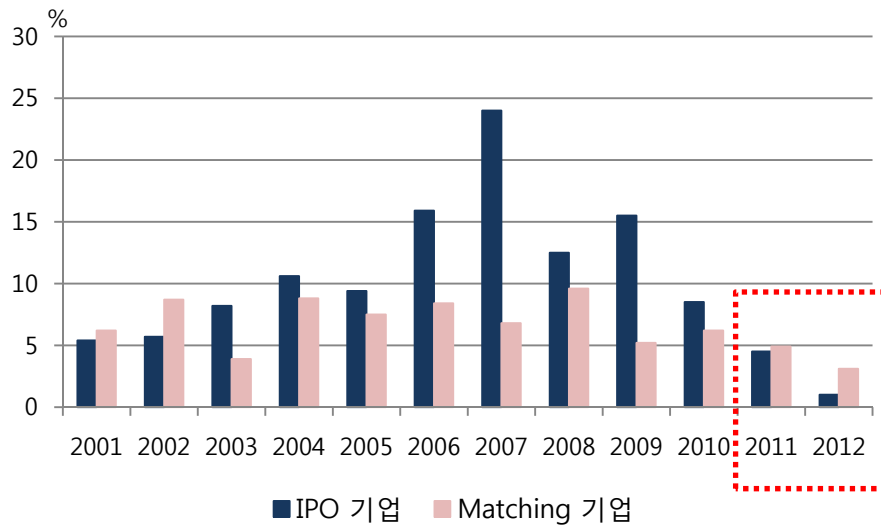


주: IPO 이후 3년간의 성과 비교, 단 2011년은 2년, 2012년은 1년간의 성과 비교

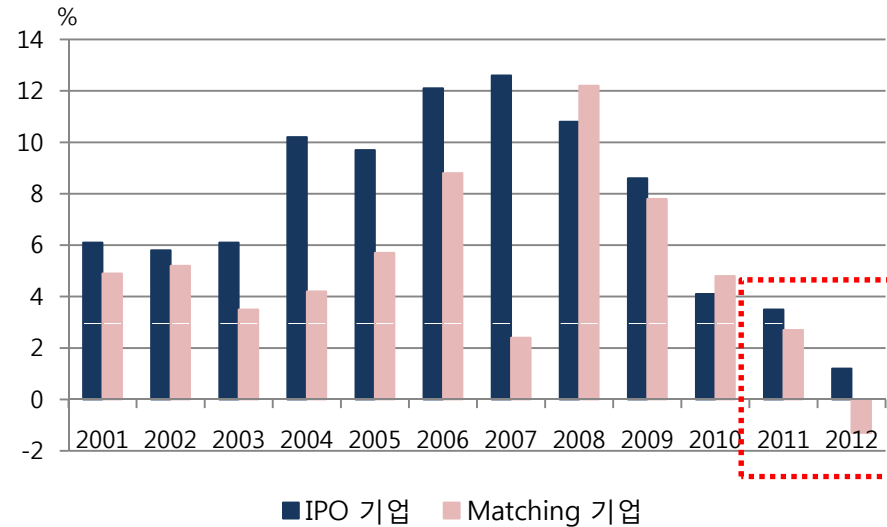
IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

- ❖ 전반적으로 IPO 기업의 매출액이 더 빠른 속도로 성장
 - IPO 기업과 비상장기업 공히 2011년 이후 매출액성장율이 급격히 떨어지는 모습

매출액성장율(평균)



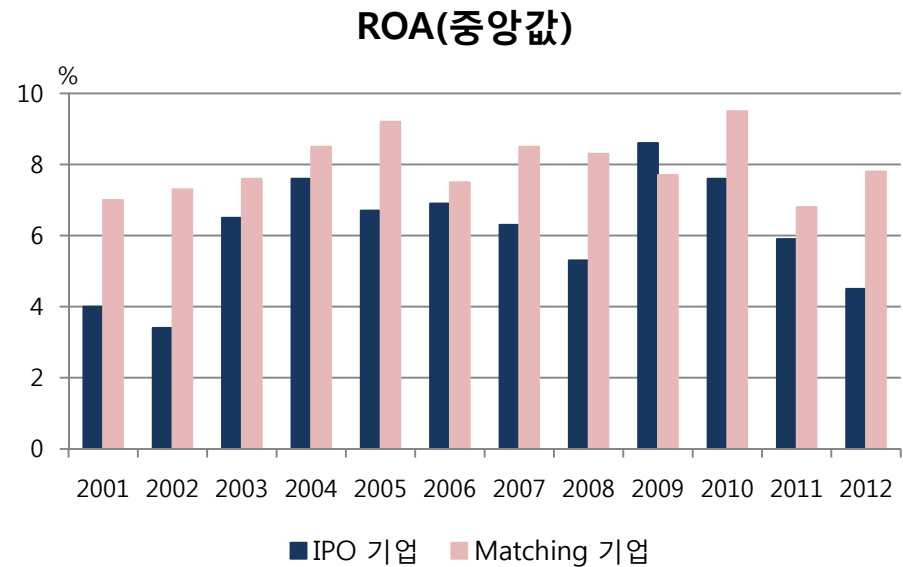
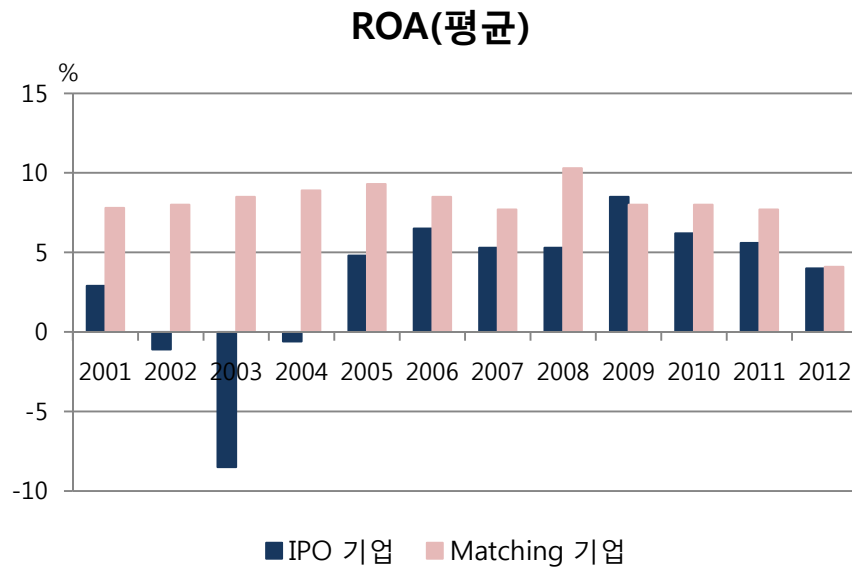
매출액성장율(중앙값)



주: IPO 이후 3년간의 성과 비교, 단 2011년은 2년, 2012년은 1년간의 성과 비교

IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

- ❖ 수익성(ROA)은 IPO 기업이 비상장기업에 비하여 저조
 - IPO를 통한 자금조달로 자산규모는 크게 증가하나, 이익이 증가하는 속도는 그에 미치지 못함

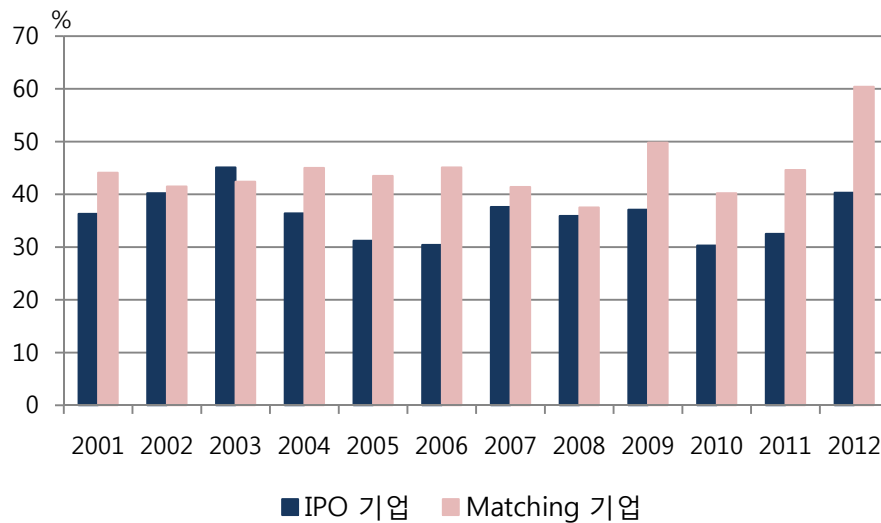


주: IPO 이후 3년간의 성과 비교, 단 2011년은 2년, 2012년은 1년간의 성과 비교

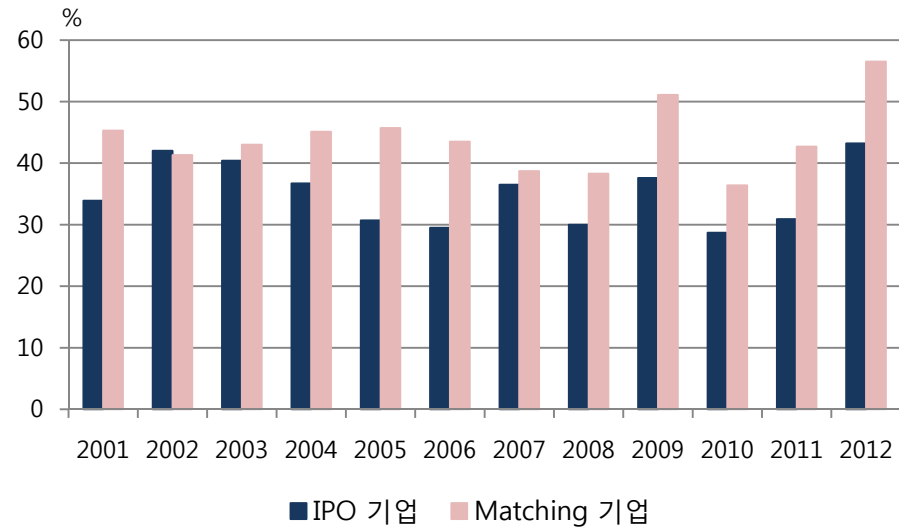
IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

- ❖ IPO 기업의 레버리지는 비상장기업에 비하여 낮음
 - IPO에 의한 자기자본 조달의 영향으로 보임

레버리지(평균)



레버리지(중앙값)

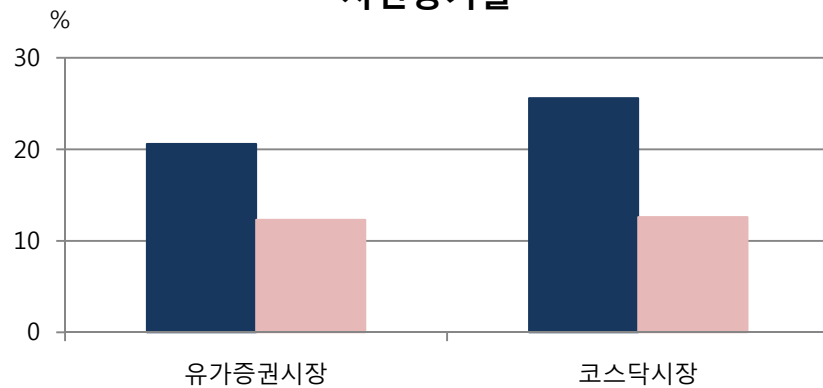


주: IPO 이후 3년간의 성과 비교, 단 2011년은 2년, 2012년은 1년간의 성과 비교

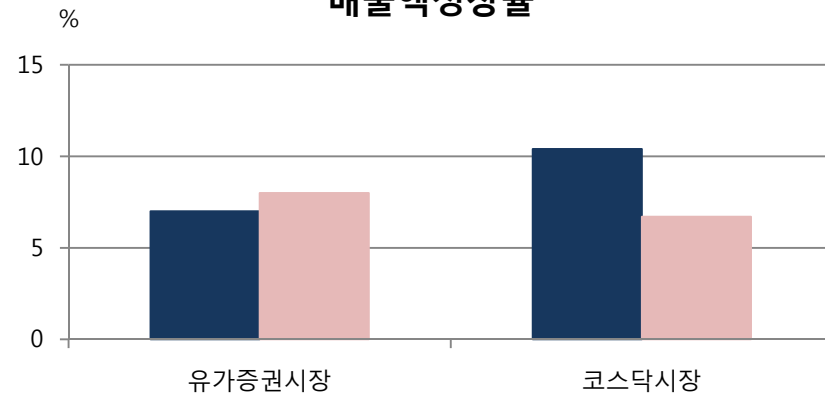
IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

❖ 시장별 분석

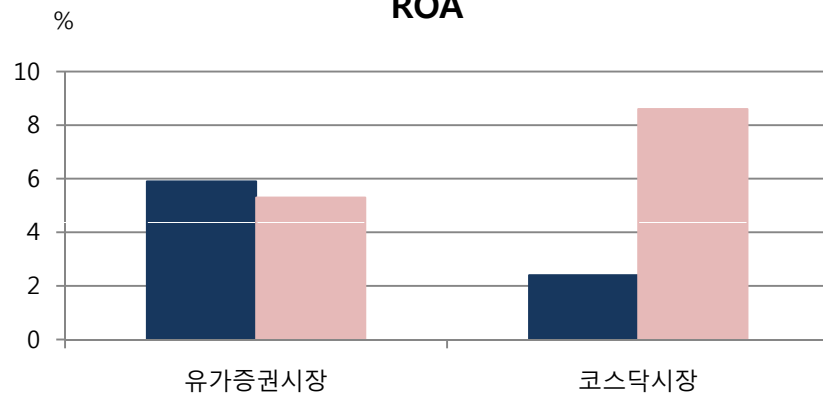
자산증가율



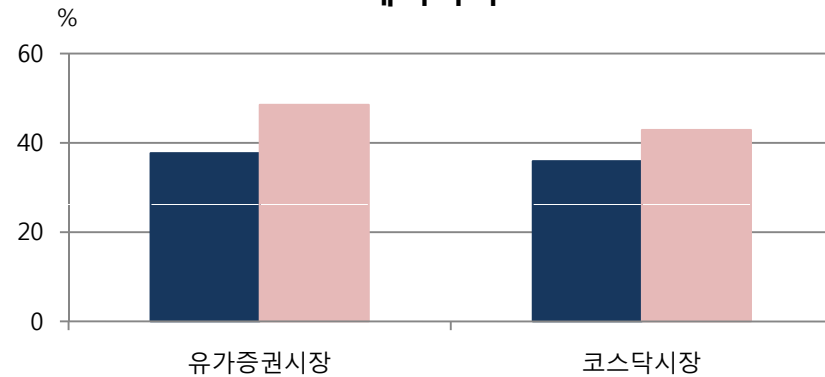
매출액성장율



ROA



레버리지



■ IPO 기업 ■ Matching 기업

■ IPO 기업 ■ Matching 기업

IPO 기업과 비상장기업의 성과 비교

❖ 요약

- IPO와 기업의 외형적 성장(자산규모, 매출액) 간에는 양(+)의 관계가 있음
 - IPO 기업의 자산증가율, 매출액성장율이 matching 비상장기업보다 우월
- IPO와 기업의 수익성 간의 상관관계는 약함
 - IPO 기업의 자산의 증가 속도에 비하여 이익의 증가 속도가 느림
 - IPO 이후 3년의 기간 동안 IPO 기업의 ROA는 matching 비상장기업보다 낮음
- IPO 기업과 비상장기업의 성과 차이는 코스닥시장에서 더욱 두드러짐
 - 특히 IPO 기업의 상대적으로 높은 자산증가율, 상대적으로 낮은 ROA가 코스닥시장에서 현저하게 나타남
 - 현재의 현금흐름창출능력보다는 미래의 성장성을 기반으로 하는 기업들의 IPO가 코스닥에서 집중적으로 일어났을 수도 있지만, 한편으로는 이 중에 일부 lemon이 섞여있었을 가능성도 배제할 수는 없음
 - IPO 기업의 IPO 직전 window-dressing 가능성 역시 존재

2000년대 한국 IPO 시장의 변화양상: IPO 기업 주식의 장기수익률 분석

IPO 주식의 장기수익률 분석

- ❖ IPO 주식의 장기수익률(1년 이상)의 저성과(long-run underperformance)는 학술적으로 잘 알려진 현상임 (Ritter, 1991)
 - 대부분의 산업에서 관찰됨
 - IPO 물량이 많았던 해에 IPO를 실시한 기업일 경우, 기업 업력이 짧을수록, 저가발행 (underpricing)의 정도가 클수록 장기수익률 저성과가 심하게 나타남
 - Ritter(1991)는 이러한 현상이 투자자들의 과도한 낙관(over-optimism) 혹은 쏠림(fads), 즉 IPO 기업의 향후 성장기회를 과대평가한 것에 기인함을 보여준다고 해석
 - 기업들은 이러한 투자자 심리를 이용하여 IPO의 시기를 결정하며, 그 결과로 연도별로 IPO 물량의 변동이 발생
 - IB와 거래소의 역할에 대한 시사점
 - 정말로 가치 있는 IPO 기업을 발굴·상장시키고, lemon을 효과적으로 걸러낼 수 있어야 함
 - IPO 주식의 장기수익률 분석은 IB와 거래소가 이러한 기능을 제대로 수행하고 있는지에 대한 간접적 평가를 제공
 - 기업의 특성과 참여 투자자에 따른 IPO 플랫폼의 차별화에 대한 시사점 제공
 - 시장 benchmark로는 종합주가지수 수익률 사용

IPO 주식의 장기수익률 분석

❖ 연도별 추이

- 전반적으로 상당한 정도의 저성과를 보여주며, 특히 IPO 건수가 많았던 해(2001, 2002, 2005)의 3년 수익률의 저성과가 두드러짐

연도	IPO 건수(건)	최초거래일 수익률(%)	1년 수익률(%)		3년 수익률(%)	
			Unadjusted	Market-Adjusted	Unadjusted	Market-Adjusted
2001	163	64	-23	-59	-53	-87
2002	151	54	-34	-25	-26	-55
2003	77	64	-18	-52	40	-28
2004	55	18	39	-9	78	6
2005	80	68	-18	-52	-40	-61
2006	61	40	22	-33	-31	-39
2007	70	34	-45	-34	-20	-20
2008	42	13	7	5	14	-12
2009	58	49	-8	-38	-7	-33
2010	66	24	-13	-31	-4	-15
2011	70	32	-16	-13		
2012	26	25	2	-1		

IPO 주식의 장기수익률 분석

❖ IPO 기업의 업력별 차이

- 기업 업력이 짧을수록 장기수익률의 저성고가 뚜렷해짐
- 기업 업력이 짧을수록 최초거래일 수익률은 높은 경향
- 기업 업력이 짧아 불확실성이 크고 정보비대칭의 정도가 클수록 투자자 심리에 따른 과도한 낙관이나 쓸림의 정도가 크다는 해석이 가능

업력(년)	기업 수(개)	최초거래일 수익률(%)	1년 수익률(%)		3년 수익률(%)	
			Unadjusted	Market-Adjusted	Unadjusted	Market-Adjusted
0~4	131	50	-19	-40	-15	-52
5~9	374	49	-16	-37	-27	-55
10~19	295	44	-14	-32	-4	-33
20년 이상	132	38	-8	-23	4	-23

IPO 주식의 장기수익률 분석

❖ IPO 물량(건수) 별 차이

- IPO가 집중된 시기에 IPO를 실시한 기업일수록 장기성고가 저조
- 투자자들의 과도한 낙관이나 쓸림이 나타나는 시기로 기업들이 IPO 시기를 선택하고 있음 (market timing)을 시사

IPO 건수 (건)	1년 수익률(%)		3년 수익률(%)	
	Unadjusted	Market-Adjusted	Unadjusted	Market-Adjusted
분기당 24건 이상	-26	-40	-27	-53
분기당 17~23건	0	-30	-2	-39
분기당 11~16건	-14	-28	-19	-37
분기당 11건 미만	3	-27	22	-23

IPO 주식의 장기수익률 분석

❖ 최초거래일 수익률 별 차이

- 공모가 대비 최초거래일 수익률이 높을수록(hot IPO로 알려진 것일수록) 장기성과 저조
- 역시 투자자들의 과도한 낙관 및 쓸림의 가능성을 시사

최초거래일 수익률	1년 수익률(%)		3년 수익률(%)	
	Unadjusted	Market-Adjusted	Unadjusted	Market-Adjusted
100% 이상	-37	-56	-47	-78
35.7% ~ 99.9%	-19	-41	-24	-52
8% ~ 35.6%	-3	-22	6	-25
8% 미만	0	-16	12	-17

IPO 주식의 장기수익률 분석

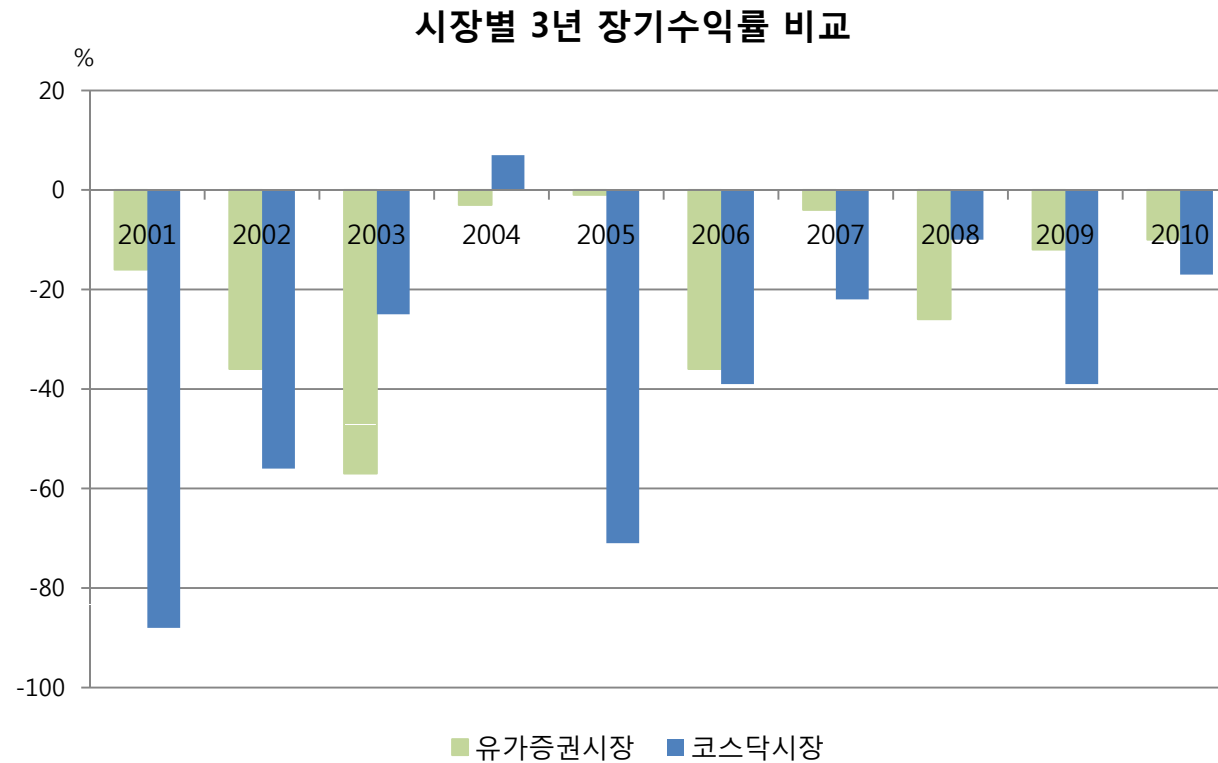
- ❖ 기업규모별 차이
 - 중소기업의 장기성과가 더 저조

기업규모 (IPO 직전년도 실질매출액)	1년 수익률(%)		3년 수익률(%)	
	Unadjusted	Market-Adjusted	Unadjusted	Market-Adjusted
중소기업 (500억원 미만)	-17	-37	-19	-49
대기업 (500억원 이상)	-9	-29	-5	-34

IPO 주식의 장기수익률 분석

❖ 시장별 차이

- 코스닥시장 IPO 기업의 장기성치가 더 저조



IPO 주식의 장기수익률 분석

❖ 요약

- 한국에서도 IPO 주식의 장기수익률 저성과는 뚜렷하게 관찰됨
- IPO 기업의 업력이 짧을수록, IPO가 집중된 시기일수록, 저가발행의 정도가 클수록 장기성과는 저조
 - 투자자들의 과도한 낙관이나 쓸림이 나타나는 때로 기업들이 IPO 시기를 선택하며(market-timing)
 - 이 때 lemon이 끼어들 가능성이 높음을 시사
- 유가증권시장에 비하여 코스닥시장의 장기수익률이 더욱 저조
 - Benchmark를 코스닥지수로 할 경우 저성과의 정도가 훨씬 작아지며, 이는 분석기간 중 코스닥시장 전체가 유가증권시장에 비하여 심각한 저성과를 나타낸 데 기인
 - 코스닥 IPO 기업의 저조한 ROA와 저조한 장기수익률은 코스닥시장 IPO 기업 중에 일부 lemon이 끼어 있었을 가능성을 보여줌

소결 및 시사점

- ❖ 분석의 결과는 두 개의 질문에 대하여 명확하게 “yes”라는 답을 주지 못함
 - IPO가 기업에게 매력적인 대안인가? : 불확실
 - IPO 기업이 우량기업인가? : 불확실
- ❖ 2001~2002년의 활발한 IPO에는 거품이 끼어있었을 가능성이 있음
 - 이 시기에 이루어진 IPO의 높은 저가발행, 저조한 장기성과가 이를 반영
 - 2003년 이후 코스닥시장 IPO의 급감은 상당한 정도로 상장요건의 강화에 기인하며, lemon을 걸러내는 효과가 있었음을 시사
- ❖ 2012~2013년의 IPO 시장 침체는 실물경제 침체의 반영일 가능성이 있음
 - IPO 기업 뿐 아니라 잠재적 IPO 가능기업의 수도 정체를 보임
 - 이 시기에 기업들의 매출액성장율이 크게 떨어짐
 - 투자수요가 크지 않아 장기자본 조달의 필요성이 높지 않은 상황에서 상장요건의 완화 등을 통한 IPO 활성화 정책은 lemon을 끌어들이 시장의 질을 저하시킬 가능성을 내포

소결 및 시사점

❖ IB의 IPO 비즈니스 역량 제고

- 잠재적 IPO 가능기업 중에서 lemon을 가려내고, 진실로 가치 있는 기업을 찾아내어 IPO 시키는 것이 IB의 핵심적 기능
- IPO가 한국 증권회사의 수익성있는 비즈니스가 되어야 함

❖ IPO 및 상장에 따른 기업의 책임에 대한 인식 제고

- “남의 돈”을 사용하는 데 상응하는 책임의 부담은 당연

2000년대 한국 IPO 시장의 몇 가지 이슈

수요예측의 효율성

❖ 2001년 당시 증권업계의 견해*

- 수요예측에 참여하는 기관투자자의 발행회사에 대한 valuation 부족
 - 대표주관회사가 배포하는 예비투자설명서(preliminary prospectus)에 의존
 - 수요예측 과정에서 발행회사의 가치에 대한 정보생산 기능 미흡
- Valuation에 대한 기관투자자와 대표주관회사 간의 불신
 - 기관투자자는 대표주관회사가 제시하는 본질가치(당시) 및 공모희망가격이 과대평가되어있다고 판단하고, 그 이하로 수요예측가격을 제시하여 가중평균가격의 하향화 유도
 - 대표주관회사는 이러한 기관투자자의 행태를 판단하고, 가중평균가격에 상한선(당시, 30%)의 할증을 붙여 최종공모가격을 결정하는 패턴 반복
- 수요측(buy-side)에서의 경쟁 부족, 수요과점 현상
 - 특히 3대 투신을 비롯한 투자신탁의 규모가 압도적

❖ 이슈

- 이러한 문제들의 현재 상황은 어떠한가?
- 대표주관회사의 book이 얼마나 제대로 build되고, 관리되는가? 이 book에 의하여 기관투자자들을 discipline 하고(할 수) 있는가?

* 한국증권학회(2002), “유가증권 인수업무 제도개선” 연구용역보고서

물량배정

❖ 물량배정 규제

2001 년	2014년
<ul style="list-style-type: none"> • 우리사주조합 20% • 일반청약자 <ul style="list-style-type: none"> - 증권거래소(당시) 20% - 코스닥 35% (20%까지 우리사주조합 배정 가능) • 기관투자자 <ul style="list-style-type: none"> - 증권거래소 60%, 이 중에서 45%는 고수익증권투자신탁 등에 우선 배정 - 코스닥 65%, 이 중에서 55%는 고수익증권투자신탁 등에 우선 배정 	<ul style="list-style-type: none"> • 우리사주조합 20% • 일반청약자 20% 이상 • 기관투자자 <ul style="list-style-type: none"> - 우리사주조합 및 일반청약자 배정 후 잔여주식 - 고위험고수익투자신탁에 10% 이상 배정

- 물량배정을 통한 대표주관회사의 기관투자자 discipline이 가능한가?
- 대표주관회사 자신의 물량보유 허용 검토

상장 소요 기간

❖ 공모가 결정에서 상장 후 최초거래까지의 소요 기간

- 2001년 당시 거의 1개월 소요되었으며,* 현재도 1주일 이상 소요
- 일반청약자에 대한 청약업무가 주요 원인의 하나
 - 공모가가 결정되어 정정신고서가 제출된 뒤 일반청약자 청약이 개시되어 2~3일 기간 소요
 - 기타 상장신청 및 그 처리에 따른 한국거래소의 업무처리 기간 등이 포함됨
- 이 기간 동안 대표주관회사 및 기관투자자들은 발행회사의 기업가치 변동에 따른 위험에 노출
- 미국의 경우, 상장 직전일 밤이나 당일 새벽에 공모가가 결정되고 물량배정이 이루어져 이러한 위험을 최소화

❖ 일반청약자 청약 절차 개선

- 최종공모가 결정 전에 일반청약자 청약을 실시하는 방안 검토

* 한국증권학회(2002), “유가증권 인수업무 제도개선” 연구용역보고서

감사합니다