

# 경쟁입찰방식을 이용한 최초공모주의 발행가격결정에 관한 연구

金 省 民\*

## 요 약

기존의 최초공모주 발행제도하에서는 일반투자자의 공모주식수요에 대한 의사가 공모가 결정과정에 반영될 수 있는 기회가 없음으로 인해 최초공모주의 심각한 저가발행 현상이 나타나고 있다. 이에 대한 문제점을 보완·개선하기 위하여 본 연구는 기업공개시 주식매각의 한 방안으로 경쟁입찰방식을 제시하였으며, 우리 나라 실정에 맞는 입찰모형의 설정을 위한 제반요인들을 조사·분석하였다. 또한, 경쟁입찰방식을 통한 최초공모주 발행의 장점과 경쟁입찰방식과 관련하여 예상되는 경제적 제 문제들을 공개입찰을 통한 장외등록기업 사례와 공기업민영화 사례를 통해 간접적으로 유추·검토하였다. 경쟁입찰방식하에서는 발행기업의 진실된 가치와 시장투자자들의 최초공모주에 대한 수요의사가 입찰과정을 통해 최적공모가격 결정에 적절히 반영되어 기존의 발행방식과 비교해 저평가율도 낮아질 것으로 기대되며, 심각한 문제가 없을 것이라는 판단하에 본 논문은 경쟁입찰방식을 통한 최초공모주발행이 기존의 발행방식에 대한 하나의 경제적 대안으로 선호될 수 있음을 보여 주었다.

---

\* 한양대학교 경상대학 경영학부 교수

\*\* 이 논문은 1994년도 한국학술진흥재단의 공모과제연구비에 의하여 연구되었음.

## I. 서론

현재 한국의 경우 기업공개시 최초공모주(initial public offerings, 이하 IPO라 칭함)의 발행가 결정방식은 96년 1월 1일부터 개정하여 시행하고 있는 “유가증권 인수업무에 관한 규정” 제 18조 “유가증권분석의 기준”에 의거하고 있다. 상기 규정 제 19조에는 발행회사의 본질가치 및 상대가치의 산정방법을 명시하였으며<sup>1)</sup>, 주식시장의 상황과 공모규모 등을 고려하여 주관사회사가 발행회사와 협의하여 결정하는 사전공모가 결정방식을 택하고 있다.

그러나, 기존제도하에서는 일반투자자의 공모주식 수요에 대한 의사가 공모가 결정과정에 반영될 수 있는 기회가 없으며, 단지 발행회사 측면만 고려하여 공모가가 시장메커니즘에 의해 결정되어 질 수 없는 상황이다. 따라서, 기존의 최초공모주에 관한 연구에서 공모가와 상장시초가와 심각한 괴리가 존재하는 것은 아마도 현행 제도적인 차원에서 당연한 결과일지 모르겠다. 이러한 최초공모주의 심각한 저가발행현상(공모가가 상장시초가에 비해 낮은 가격으로 결정됨)으로 인하여 발행회사는 투자될 수 있는 산업자금의 일부가 공모주 청약자에게 이전되어 청약경쟁률도 과열양상을 띠고 있다.

이러한 문제점을 보완·개선하기 위하여 김성민(1995)의 연구에서는 기업공개 시장에서 공개기업과 투자자들 사이의 정보비대칭을 해소하기 위한 주관사회사의 인준·평가모형을 명시적으로 설정하여 주관사회사가 정보생산을 하는데 쏟아 부은 노력과 이러한 노력에 대한 주관사회사의 보상, 그리고 궁극적으로는 최초공모주의 기대저가발행정도 사이의 관계를 미시적 관점에서 분석하였다.

또한, 김성민(1995)의 주요 정책적 시사점으로 IPO의 공모가격산정이 규정에

---

1) 참고로, 96년 1월 1일 개정내용의 주요골자는 다음과 같다. 공모가격의 저가산정 관행을 개선하기 위하여 기업의 성장성을 표시하는 수익가치의 반영비율을 상향 조정하였다. 즉, 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로하여 가중산술평균한 가액을 보통주식의 본질가치로 하였다. 또한, 자본환원율은 5개 시중은행(조흥, 상업, 제일, 한일 및 서울은행)의 1년만기 정기예금 최저이율의 평균치의 1.5배를 적용하기로 하였다.

따라 확일적으로 책정되지 않는 제도적인 개선, 즉, 실질적인 공모가 자율화조치의 필요성과, 인수업무에 대한 주간사회사의 전문성, 합리적인 공모가 산정을 위한 하나의 정보생산과정으로 공개에 앞서 투자자를 대상으로 한 기업설명회의 의무적 개최를 제시하였다.

한편, 미국의 경우에는 시장수요를 살피는 간접적인 방안으로 유가증권신고서를 접수시킨 이후 주간사회사가 사업설명서 초안을 배포하며("red herring"이라 칭함), IPO에 관심을 갖고 있는 일반 및 기관투자자를 대상으로 한 기업설명회 과정인 "road show"를 치른다. 그리고 "road show"가 끝난 이후에 주간사회사는 투자자의 발행회사에 대한 관심도를 적절하게 평가하여 최종적으로 공모가격과 공모금액의 크기를 결정한다. Benveniste와 Spindt(1989)의 연구는 공모시점 이전에 공모가에 관한 정보를 입수하기 위한 주간사회사의 상기 역할에 초점을 두어 premarket 활동을 경쟁입찰로서 간주하여 모형을 설정하였다. 그들은 정보비대칭하에서 투자은행이 투자자의 사전관심도(non-binding orders at different prices)를 공모가격결정과 공모주배분에 어떻게 이용할 것인지를 연구하였으며, 그 결과 최초공모주의 저평가는 투자자로 하여금 정보를 드러낸 것에 대한 보상으로 premarket auction의 자연적인 결과라고 하였다. 또한, 그들의 연구에서 발행회사가 간사회사를 통하지 않고 직접 공모전에 투자자의 관심도를 추출할 수 있지만 간사회사가 IPO를 지속적으로 반복하여 공모에 참여하는 투자자(regular investor)들에게 판매함으로써 저평가율을 줄일 수 있음을 보여 주었다. 한편, 미국의 경우 최초공모주식은 모든 투자자에게 동일한 가격으로 판매되어야 한다는 규제에 의해 그들의 모형은 단일가격입찰모형에 국한하였다.

그러나, 실질적인 공모가 자율화가 이루어져 있으며, 주간사회사의 인수업무도 매우 전문화된 미국에서조차 IPO의 상장초일 초과수익률이 여전히 높다는 사실은 발행회사입장에서 기존 전통적인 인수방법에 대한 또 다른 매출방식을 고려해야 함을 의미하고 있으며, 본 연구는 경쟁입찰방식을 통한 최초공모주 발행을 하나의 대안으로 제시하고자 한다.

McDonald와 Jacquillat(1974)에 의해 논의된 프랑스의 수정된 경쟁입찰방식과 차등가격입찰방식은 발행회사 관점에서 단일가격입찰보다 더 높은 수익을 제공해 줄 수 있는 하나의 방안일 수 있다. 그들은 프랑스의 경우 1968-1971년 사이 기업공개한 31개 회사를 분석한 결과 상장초일 3%의 시장조정수익률을 나타내 프랑스의 경우 경쟁입찰방식을 이용하여 산정된 발행가격이 경쟁균형가격에 매우 가깝게 산출하는 것으로 알려져 있다. 프랑스의 공모주 발행절차는 신주발행 몇 주전 최저입찰가격을 결정하고 가격우선경쟁입찰을 실시하여 발행가격결정위원회에서 최종적으로 발행가격을 정한다.

한편, 송영오(1992)는 주식공모가 결정시 부분경쟁입찰제도를 사용하는 일본의 경우를 분석하였는데 일본은 1989년 4월 1일 공모가격 결정방식을 개선하여 입찰방식을 도입한 결과 기존의 유사기업과의 비교가치만을 기준으로 공모가격을 산출했을 때와 비교하여 공모가와 상장시초가의 괴리현상이 현격히 감소하였다.<sup>2)</sup>

본 연구는 기업공개시 주식매각의 한 방안으로 경쟁입찰방식을 제시하였으며, 우리 나라 실정에 맞는 입찰모형의 설정을 위한 제반사항들을 조사·분석하고자 한다. 또한, 경쟁입찰방식을 통한 최초공모주 발행의 장점과 경쟁입찰방식과 관련하여 예상되는 경제적 제 문제들을 공개입찰을 통한 장외등록기업 사례와 공기업민영화 사례를 통해 간접적으로 유추·검토하였다. 심각한 문제가 없을 것이라는 판단 하에 본 논문은 경쟁입찰방식을 통한 최초공모주발행이 기존의 발행방식에 대한 하나의 경제적 대안으로 선호될 수 있음을 보여 주려고 하였다.

이 논문의 제 II장은 기존의 최초공모주 발행방식을 언급하고, 이러한 전통적인 방법에 의해 발행된 IPO의 실증결과를 요약하였다. 제 III장은 경쟁입찰

---

2) 입찰후의 공모가 결정은 경쟁입찰에 의한 낙찰가격을 가중평균한 가격으로 하였다. 한편, 1992년 1월 '상장전공모 또는 매출 등의 규제에 관한 규칙'을 개정하여 입찰가격의 범위는 공모기준가에서 15% 할인한 가격을 최저 입찰가격으로 정하고 최고 입찰가격은 폐지하였다. 또한, 공개주식수의 50% 이상을 입찰주식수에 포함시키도록 의무화 하였다.

방식의 종류 및 입찰모형설정을 위한 제반 요인들을 분석하였으며, 제 IV장은 최근에 공개입찰을 통한 장외등록기업 사례와 국내외 공기업민영화 과정에서 정부지분 매각의 한 방법으로 경쟁입찰방식을 통해 발행된 사례를 구체적으로 살펴보았다. 제 V장에서는 경쟁입찰방식의 장점을 설명하고 제 VI장은 IPO 발행시 경쟁입찰방식을 도입하였을 때 예상되는 경제적 제 문제들을 논의하였다. 끝으로 결론 및 연구의 한계점은 제 VII장에 있다.

## II. 기존의 최초공모주 발행방식

발행회사는 일반적으로 주식이나 채권의 신주공모시 투자자들에게 직접 판매(私募)하지 않고 주간사회사를 고용하여 유가증권의 판매를 위탁한다. 간사회사들이 가장 많이 이용하는 분매방식은 수의공모방식이다. 수의공모방식에는 총액인수방식과 모집주선방식이 있으며 우리 나라는 현재 총액인수방식에 의한 계약만 허용하고 있다.

총액인수방식에서는 발행회사와 주간사회사가 우선적으로 유가증권의 기본적인 발행조건에 동의한다. 그리고 나서 주간사회사는 주식 전량을 일정가격으로 인수하며, 그로 인해 주식이 일반 투자자들에게 성공적으로 재판매 될 수 없을 경우의 인수위험을 떠맡게 된다. 주간사회사의 보상은 발행회사로부터 인수한 가격과 투자자들에게 재판매하는 가격과의 차이인 스프레드이다.<sup>3)</sup>

인수위험을 감소시키기 위하여 간사회사들은 공동간사단(syndicate)을 조직할 수 있다. 공동간사단을 구성하는 간사들은 발행회사와의 협의를 위한 주간사회사를 선임하며, 각 회원사들은 전체 물량의 일정 부분에 대해서만 인수에 대한 책임을 진다.

모집주선방식에서는 발행회사와 간사회사가 협의하에 공모가격을 결정하고,

---

3) 우리나라의 경우에는 총액인수시 주간사회사는 스프레드가 아닌 인수수수료를 얻으며 이는 평균 공모금액총액의 2-3% 정도로 책정되어 있다.

간사회사가 주식 전량을 인수하는 것이 아니라 단지 발행회사의 판매대리인 역할을 수행한다. 즉, 간사회사는 주식을 판매하기 위해 최선의 노력을 기울이고 공모가 성공적일 경우(사전에 정한 최소공모주식수가 팔린 경우) 팔린 주식에 대한 수수료를 얻는다. 모집주선방식은 주로 기업공개시 발행회사의 불확실성이 매우 큰 경우 사용된다.

발행회사가 상기 명시된 두 종류의 수의공모방식을 주로 사용하였기 때문에 이러한 방식이 발행회사에 가장 높은 가격을 받게 하고 있다. 따라서, 발행회사의 자본비용을 낮출 수 있을 것이라고 여길 수 있다. 그러나, 기존 연구에 따르면 기업공개시 공모주의 청약과열로 인하여 상장 후 주가가 꽤 높게 상승하는 즉, 공모가가 매우 저평가되는 현상을 찾아 볼 수 있다. 우리 나라는 최초공모주의 거래 첫날에 평균일별초과수익률이 미국의 경우에 비하여 표본기간과 일별초과수익률의 산정방식에 있어 약간의 차이는 있으나 평균적으로 매우 높은 실정이다.

예를 들어, 임웅기(1991)에 따르면 1984년 1월에서 87년 12월 동안의 상장초일 초과수익률은 평균 10%이었으며, 신규상장종목의 가격제한폭이 발행가격 기준에서 상장초일 시초가 기준으로 변경된 88년 1월부터 88년 6월 동안에는 107%, 그리고 발행가결정이 자율화된 1988년 6월 24일 이후 88년 7월부터 89년 5월 동안에는 55%로 조사되었다. 그리고 정성창(1992)은 1980년부터 1991년까지의 공개기업 342개를 대상으로 조사한 결과 상장초일 저평가율이 평균 70%가 됨을 발견하였다. Kim(1992)은 1982년도부터 1988년도까지의 미국시장에서 총액인수방식으로 발행한 891개의 IPO를 대상으로 상장초일 초과수익률을 조사한 결과 평균 7.3%정도의 저평가율을 발견하였다.<sup>4)</sup>

또한, 미국의 IPO시장에서는 과대평가(공모가격보다 상장초일 가격이 낮은 상태)되는 경우도 꽤 많이 나타났지만 기존의 공모주 청약제도하에서 우리나라의 경우는 거의 한 건도 없는 실정이다. 이러한 계속적인 저가발행으로 인

4) 이 밖에 미국 IPO에 관한 실증연구는 Beatty & Ritter(1986), Ritter(1987)를 참조하기 바람.

하여 발행회사는 건전한 산업자본마련에 차질을 빚게 되고, 투자자입장에서는 공모주 투자시 항상 높은 정(+)의 초과수익을 보장받는 것도 공모가 산정과정  
에 문제가 있다.

즉, 이러한 연구들은 현재의 계약시스템이 발행회사 관점에서 가장 좋은 가  
격을 도출할 수 없으며, 발행회사 입장에서 또 다른 매출방식을 고려해야 함을  
의미하고 있다. 이와 같은 현상은 주권사회사의 정보생산역할이 충분히 발휘  
되고 있는 미국에서조차 정도는 약하지만 지속적인 저평가가 문제시되고 있으  
며 따라서 문제해결의 한 방안으로 일본이나 프랑스에서의 경쟁입찰방식의 도  
입을 적극적으로 고려해 볼 만하다.

미국의 국채나 일반 회사채의 경우 경쟁입찰방식을 이용하여 판매하는 것이  
일반적이며, 입찰방식을 이용한 주식매출은 기존의 전통적인 방식에 대한 하나  
의 대안이 될 수 있을 것이다.

우리 나라의 경우 국공채 중에서 가장 발행규모가 큰 통화안정증권은 공모  
혹은 상대매출방식으로 발행되고 있다. 공모방식은 모집, 매출 혹은 입찰방식  
에 의하도록 규정하고 있다. 경쟁입찰에 의해 발행할 경우 낙찰은 한국은행이  
정한 최저발행가격이상 입찰자 중 고액(낮은 수익률) 입찰자부터 순차적으로  
발행총액 이내에서 결정한다. 금융기관, 증권회사, 단자사, 투신사, 보험회사  
는 타인의 위탁을 받아 입찰에 참가할 수 있다. 수탁자는 자체입찰분과 수탁  
입찰분을 구분하여 입찰하여야 한다. 그러나, 대부분의 국채, 통화안정증권  
등이 시장수익률에 따라 발행되지 않고 금융기관들에게 인수금액을 할당하거나  
수익자들에게 참가·소화시키는 방법에 의해 발행하고 있는 실정이다.<sup>5)</sup> 다  
음 III장에서는 주식매출의 한 방안으로 경쟁입찰방식에 대해 설명하고자 한  
다.

---

5) 1988년 12월 금리자유화 조치이후 경쟁입찰방법이 일시적으로 도입되었으나 곧바  
로 강제배정으로 전환하였다. 그 밖의 자세한 사항은 우영호(1993) 참조하기 바람.

### III. 경쟁입찰방식

#### 1. 경쟁입찰방식의 종류

일반적으로 입찰에는 세 가지 방식이 있다: 비공개경쟁입찰(sealed-bid auction), 점진적 입찰(progressive auction), 화란식 경매(Dutch auction)이다.

비공개경쟁입찰은 판매자에게 비공개 청약을 하며, 가장 높은 가격을 제시한 청약자에게 공급물량이 소진할 때까지 판매가 이루어진다. 청약자는 그들이 제시한 가격을 지불하므로 이 방법은 단일가격이 아닌 차별적인 가격을 낳게 한다. 점진적 입찰에서는 청약자가 공개적으로 청약가격을 발표하고, 경매인은 이전의 가장 높은 청약가격보다 더 높은 가격을 제시하지 않을 때까지 청약을 받으며, 가장 높은 청약가격을 제시한 입찰자에게 판매된다. 주로 골동품이나 고·서화의 경우에 주로 사용되는 방식이다. 화란식 경매에서는 경매자가 점진적으로 가격을 낮추며 모든 대상 물건이 다 팔릴 때까지 청약을 받으며 비공개경쟁입찰과는 달리 구매자는 가장 낮은 가격으로 청약이 성사된 청약가격을 일률적으로 지불한다.

처음에는 화란식 경매의 단일가격정책이 구매자중 일부가 그들이 제시한 가격보다 낮은 가격을 지불하기 때문에 판매자에게 불리한 것처럼 보였지만, 구매자는 경매의 종류에 따라 다른 전략을 세우기 때문에 단일가격 메카니즘이 특정 상황에서는 더 많은 수입을 가져다 줄 수 있다. 또한, 화란식 경매의 단일가격정책은 응찰자가 지불하는 가격이 그들이 청약한 가격과 직접적으로 관계가 없기 때문에 구매자로 하여금 고려대상인 자산의 진실한 가치에 상응한 가격을 제시하게 할 수 있다. 더욱이 단일가격정책은 성공적인 청약전략으로 전문성과 시장정보가 덜 요구되기 때문에 더 많은 입찰자로 하여금 경매에 참여할 수 있게 해 시장성을 증가시킬 수 있다.



## 2. 경쟁입찰모형의 설정

### (1) 입찰모형에서 고려할 사항

공개입찰을 통해 주식매각시 고려할 사항을 열거하면 다음과 같다:

- 1) 참가자 범위: 기존의 공모가결정시의 간사회사의 역할이 입찰모형에서는 미미한 관계로 발행회사와 투자자가 주요 참여자이다.
- 2) 목적함수설정: 기업입장에서 공개시 “발행회사의 기대자금조달액의 극대화”를 목적함수로 설정하였으며, 투자자입장에서의 내부합리성 조건이 동시에 만족되는 解를 찾아야 할 것이다.
- 3) 발행방식의 결정: 발행방식으로 비공개경쟁입찰과 화란식 경매방식을 고려해 볼 수 있다.
- 4) 입찰대상주식수의 산정: 매각대상주식을 전부 입찰에 붙일지 또는 그 중 일부만 경쟁입찰을 통해 매각할 것인지를 결정하여야 한다. 한편, 부분경쟁입찰시 2단계 공모가격산정기준으로 1단계에서 정해진 가격(예를 들어, 가중평균가격)을 공모가격으로 결정하여 매각하는 것을 고려할 수 있으나 투자자 입장을 고려할 때 공모가격이 과대하게 책정되었을 때 시장조성의무의 여부 및 그 주체를 어떻게 결정하여야 할 것인지에 대해 사전에 논의가 있어야 할 것이다. 또한, 1단계 입찰시 최저응찰가격의 산정여부/기준/산정주체(발행회사 또는 입찰대행사)에 대한 결정이 이루어져야 한다.
- 5) 다단계 입찰방식여부: 일반적으로 기관투자자가 개인투자자보다 더 우월한 정보를 소유하고 있을 때 다단계(예, 2단계)입찰방식을 사용하여 예를 들어, 1단계는 기관투자자만을 대상으로 하고, 2단계에 일반개인투자자를 대상으로 입찰을 실시하는 것을 고려해 볼 수 있는데 이 경우 기관배정물량의 설정기준이 명시되어야 한다.
- 6) 1인당 신청한도의 설정: 독점적 매수를 억제하고 주식분산을 촉진하는 차원에서 신청한도의 설정은 바람직하다.
- 7) 입찰보증금의 결정: 1인당 신청한도의 설정으로 독점적 매수의 억제를 기대할 수 있지만 입찰보증금의 상향조정으로 이를 추가로 통제할 수 있을 것이다.

8) 낙찰방법: 高價小量우선, 또는 고가우선 즉, 동일가격일 경우 배정비율에 따른 비례적 할당여부에 대한 의사결정이 이루어 져야 한다.

9) 상장일 매매기준가의 산정: 보수적인 차원에서 최저낙찰가를 고려할 수 있지만 가중평균낙찰가가 기업의 가치를 보다 잘 반영할 수 있을 것이다.

## (2) 입찰모형의 설정

상기의 고려사항을 참조하여 입찰모형의 목적함수 및 제약조건에 대해 간략히 논의해 보고자 한다. 여기서는 부분경쟁입찰모형의 설정을 위해 다음의 기호를 사용하였다.

$V$  =공개기업의 진정한 가치(true value): 투자자 및 발행회사는  $V$ 에 대해 알 지 못하며(no private value assumption) 단지,  $V$ 의 확률분포만 알고 있다.

$C_i$ = $i$ 번째 투자자의 정보생산비용(입찰자는 알고 있음)

$B_i$ = $i$ 번째 투자자의 매수입찰가(각각의 입찰은 독립적임)

$Q_i$ = $i$ 번째 투자자의 매수희망 입찰주식수

$A_i$ = $i$ 번째 투자자의 낙찰주식수

$\text{prob}(B_i \geq B_N)$ = $i$ 번째 투자자의 낙찰확률

$N$ =매각대상주식수

$B_{\min}$ =최저입찰가(reservation price)

$B_w = \sum B_i Q_i / \sum Q_i$  = 가중평균낙찰가 (가정:  $B_1 > B_2 > \dots > B_N$ )

$\alpha$ =1단계 입찰물량비율(부분경쟁입찰시)

$\sum Q_i \geq \alpha N$  (가정: 유찰가능성 제외)

$B_N = \text{최저낙찰가격} \geq B_{\min}$

$\Pi$ =발행회사의 자금조달액

상기 가정에서  $i$ 번째 투자자의 기대이윤  $E(R_i)$ 는 아래와 같다.

$$E(R_i) = (E(V) - B_i - C_i) \text{prob}(B_i \geq B_N)$$

다음은 비공개경쟁입찰과 화란식 경매의 두 가지 입찰방식 사용시 목적함수를 간단히 제시하고자 한다.<sup>6)</sup>

### 1) 비공개경쟁입찰시

$$\text{MAX. } \Pi = \sum B_i A_i + B_w(1 - \alpha)N$$

$$\text{제약조건: } 1) E(R_i) \geq 0 \quad 2) B_i \geq B_N \geq B_{\min} \quad 3) \sum A_i = \alpha N$$

위의 목적함수 수식에서 첫 번째 항인  $\sum B_i A_i$ 은 1단계 입찰을 통한 자금조달액이며, 두 번째 항  $B_w(1 - \alpha)N$ 은 2단계 공모가격으로 1단계에서 도출된 가중평균낙찰가로 나머지 물량을 매각하였을 때의 자금조달액이다. 현실적으로 기관투자자가 개인투자자보다 더 우월한 정보를 소유하고 있을 때 예를 들어, 1단계는 기관투자자만을 대상으로 입찰에 붙이고, 2단계에 공모가격산정기준으로 1단계에서 정해진 가중평균가격을 공모가격으로 결정하여 일반개인투자자를 대상으로 매각하는 것을 고려할 수 있다. 한편, 제약조건 1)은 투자자입장에서 입찰참여시 기대이윤이 최소한 음(-)이 될 수 없다는 투자자의 내부합리성 조건이다.

### 2) 화란식 경매시

$$\text{MAX. } \Pi = B_N * \alpha N + B_w(1 - \alpha)N$$

---

6) 이 논문의 주요쟁점은 입찰을 통한 공모가결정이 기존방식에 대한 하나의 대안이 될 수 있음을 보여 주려는 데 있으며, 입찰모형의 기본 아이디어를 제공하고자 한다. 보다 구체적이고 상세한 입찰모형의 제시는 향후 연구과제로 남기고자 한다.

제약조건: 1)  $E(R_i) \geq 0$       2)  $B_i \geq B_N \geq B_{\min}$

만약  $B_w = B_N$ 이라면,  $\Pi = B_N * N$ 이 된다. 화란식 경매의 단일가격정책이 투자자 중 일부가 그들이 제시한 가격보다 낮은 가격( $B_N$ )을 지불하기 때문에 비공개경쟁입찰보다 기업에게 불리한 것처럼 보이지만, 앞서 논의된 것처럼 단일가 9격 메카니즘이 특정 상황에서는 더 많은 수입을 가져다 줄 수 있다.

## IV. 경쟁입찰을 이용한 주식매각사례

입찰방식이 유가증권 판매의 일반적인 방법은 아니지만, 입찰을 이용한 선택들을 살펴보면 다음과 같다.

### 1. 입찰을 통한 장외등록사례

주식장외등록을 앞둔 기업들을 대상으로 입찰방식에 의한 주식공개매각이 1996년 7월 23일에서 24일에 걸쳐 처음으로 케이디씨정보통신 및 화승강업 2개사를 대상으로 실시되었다. (자세한 사항은 <표 1>참조).

이 입찰방식은 96년 3월 정부의 주식장외시장 발전방안에 따라 새로 도입된 주식분산촉진책으로 신규로 발행된 주식을 균일한 기준으로 분산시키는 기존의 공모방식과는 달리 주식의 10%이상을 투자자들이 응찰하는 다양한 가격으로 분산시키는 방법이다. 지나친 고가응찰과 대량물량신청에 의한 독점을 막기 위해 최고가와 최저가의 입찰단가 범위와 1인당 신청한도(전체입찰물량의 1/50)가 정해졌다. 입찰은 개인 또는 법인이 모두 가능하며 신청한도 내에서 원하는 가격과 물량을 선택하여 10주, 100원 단위로 입찰대행 증권사 객장을 통해 입찰보증금(입찰금액의 10%)과 함께 신청하며, 낙찰자는 최고가범위 내에서 고가

의 입찰자 우선, 동일한 단가의 경우 적은 수량의 입찰자 우선으로 결정하고, 최저낙찰가는 장외등록시 매매기준가로 설정하였다.

한편, 증권업협회는 96년 8월 12일 위의 <주식장외거래에 관한 규정>을 개정하여 상기의 입찰방식을 부분적으로 수정하였다. 입찰물량의 배정을 고가소량 우선에서 고가우선으로 변경하여 최고가격을 써낸 응찰자의 희망수량이 입찰수량을 초과할 경우 공모주 청약의 경우처럼 희망수량의 비율대로 배분하기로 하였다. 또한 응찰자가 너무 많아 1주미만으로 배정될 경우 자동으로 유찰된다는 이전의 규정도 개선하여 배정비율이 1주미만일 경우 배정비율의 크기 순서대로 1주씩 배정하기로 하였다. 매매기준가격도 최저낙찰가에서 가중평균낙찰가로 변경하여 물량을 많이 배정받을 목적으로 너무 높은 가격을 써낼 경우 투자위험 일부를 입찰자가 부담토록 하였다.

그러나 위의 개정된 장외등록입찰방식도 여전히 다음과 같은 문제점들이 남아 있다. 첫째로 최고입찰가의 제한이다. 투자자가 원하는 가격에 물량을 확보할 수 있다는 입찰제도에서 최고입찰가 제한을 둔 것은 시장경제원리에 맞지 않는다. 투자자 보호차원에서 최고가를 제한하였다고 하지만 <표 1>에서 보듯이 총 27건의 입찰대상기업중 74%인 20개 기업의 경우 최저낙찰가와 최고낙찰가가 동일한 상황에서(즉, 응찰자들의 대부분이 최고입찰가로 응찰) 그 의미가 퇴색하였고, 최고입찰가의 제한으로 투자자를 제도적으로 보호할 수 있다는 사고에 앞서 투자자 자신의 책임하에 입찰에 응하는 투자풍토의 조성이 시급하다. 또한, 입찰대상회사의 경영정보에 대한 공시의 투명성을 제고시키고, 1인당 입찰한도가 정해진 상황에서도 여전히 친·인척명의를 동원한 물량독점사태가 우려될 수 있다. 이에 대한 보완책으로 무분별한 응찰을 줄이기 위해 입찰보증금을 현행 10%에서 상향조정하는 안도 고려해 볼 만하다.

한편, <표 1>에서 보듯이 등록일 기준 96년 8월 27일부터 97년 1월 23일까지 공개입찰을 통해 장외등록을 한 기업 27개 회사를 대상으로 등록일의 초과수익률 $=[(등록일종가-매매기준가)/매매기준가, 매매기준가=가중평균낙찰가]$ 을 조사한 결과 평균 4.27%를 나타냈다. 이는 앞서 임웅기(1991), 정성창(1992)의 실

〈표 1〉 공개입찰을 통한 장외등록기업(등록일기준 1996. 08. 27~97. 01. 23일까지 총 27개)의 입찰결과 및 장외등록일의 저평가율

회사명	매각대상 주식수	입찰 수	낙찰률 (%)	최저 입찰단가	최고 입찰단가	최저 낙찰가	최고 낙찰가	가중평균 낙찰가	장외등록일 종가	저평가율 (%)
케이디씨정보통신(주)	41000	726706	5.50	20000	37300	37300	37300	37300	38800	4.02%
(주)화승강업	80000	393650	19.66	7900	11000	11000	11000	11000	11800	7.27%
(주)양지사	21020	666160	2.89	24100	42000	42000	42000	42000	44000	4.76%
한국콜마(주)	40000	2576690	1.55	14200	26500	26500	26500	26500	27700	4.53%
(주)보진재	60000	947180	6.26	5400	10000	10000	10000	10000	10000	0.00%
한일단조공업(주)	32000	331970	9.62	19300	32000	32000	32000	32000	32000	0.00%
명화물산(주)	20000	103870	18.56	11500	15700	15700	15700	15700	15700	0.00%
한국보안공사	240000	6027740	3.93	41400	59200	59200	59200	59200	N.A.	N.A.
서울시스텔(주)	52000	9286660	0.56	9300	16700	16700	16700	16700	18000	7.78%
세보기계(주)	24000	276880	8.53	10300	15000	15000	15000	15000	16200	8.00%
동산진흥(주)	70000	87400	78.85	5400	7000	7000	7000	7000	7000	0.00%
(주)신민상호신용 금고	120000	118890	94.03	9300	12000	9300	12000	9320	10000	7.30%
삼우통신공업(주)	62761	4045760	1.54	15000	28000	28000	28000	28000	30200	7.86%
(주)선일옵트론	27500	693150	3.94	5300	9500	9500	9500	9500	10200	7.37%
두인전자(주)	92000	11132980	0.83	13400	25000	25000	25000	25000	27000	8.00%
피에스케이테크(주)	32500	6951340	0.47	16700	31200	31200	31200	31200	33600	7.69%
대선조선(주)	50600	53720	89.16	16700	23000	16700	23000	17320	18400	6.24%
대산금속공업(주)	115800	141880	81.62	5000	7700	6900	7700	7190	7190	0.00%
(주)일철화학	40000	649280	6.09	5100	7500	7500	7500	7500	8100	8.00%
(주)제은상호신용 금고	200000	220890	90.54	8800	14000	10000	10100	10100	10100	0.00%
(주)대백쇼핑	200000	256220	73.3	9700	18000	12500	18000	15100	15000	-0.66%
(주)가회	28000	31310	89.43	5400	8700	7000	8700	7840	7840	0.00%
성원파이프(주)	30000	124300	23.62	15200	24000	24000	24000	24000	22100	-7.92%
(주)화디백화점	133000	144310	92.16	8600	12000	8600	12000	8910	9600	7.74%
남성정밀공업(주)	66000	103010	58.84	5800	9400	9400	9400	9400	10100	7.45%
신천개발(주)	40000	544960	7.23	8600	15500	15500	15500	15500	16700	7.74%
(주)자네트시스템	42000	4823680	0.86	30900	53000	53000	53000	53000	57200	7.92%

저평가율=(장외등록일종가-가중평균낙찰가)/가중평균낙찰가, 평균 4.27%, N.A.:자료미비 <자료:증권업협회, 장외등록시장지>

증결과에서 설명하였듯이 기업공개시의 상장초일 초과수익률과 직접 대비하기는 한계가 있지만 현저히 낮은 수준이며, 등록일의 종가가 기업의 진정한 가치를 반영한다고 가정할 때 기업입장에서의 저평가율이 낮아져 자금조달도 원활히 이루어져 입찰을 통한 주식매각의 이점을 간접적으로 시사해 주고 있다.

## 2. 국내 공기업 주식매각사례<sup>7)</sup>(한국통신을 중심으로)

지난 93년과 94년 한국통신의 1차, 2차, 3차, 96년에 4차, 5차, 6차, 7차에 걸친 매각이 행해졌으며, 한국통신의 민영화 방안으로 주식매각시 희망수량 비공개 경쟁입찰방식을 사용하였다.(입찰결과는 <표 2>를 참조하기 바람.) 이 중에서 1994년에 이루어진 한국통신의 제 2차, 3차 입찰 결과를 중심으로 입찰방식의 장단점을 살펴보면 다음과 같다.<sup>8)</sup>

먼저, 정부는 적정매각가 성격을 띠고 있는 최저응찰가를 제 3차 한국통신주식 매도시 31,000원으로 정했으나 <표 2>에서 보듯이 실제로는 47,100원에 결정돼 주당 16,100원을 더 조달할 수 있었다. 금융기관은 제외했지만 이미 2차 입찰에서 6.6 대 1 이 넘는 경쟁률을 보여 과열이 예고됐음에도 불구하고 개인의 청약한도를 5,000주로 정했다. 주당 45,000원 가정시 5,000주는 2억 2천 5백만원에 달하는 거액으로 일시에 자금동원을 할 수 있는 특수계층에 유리한 방식이다. 법인 및 기관투자자와 개인투자자를 동시에 경쟁시키는 기존방식도 정보비대칭 문제로 정보가 열약한 개인투자자의 피해를 가져 올 수 있다. <표 3>은 2차, 3차의 입찰결과를 개인과 법인으로 나누어 분석하였는데 법인의 경우 낙찰비율이 개인투자자에 비해 2차의 경우는 3.8%포인트, 3차의 경우는 1.6%포인트 정도 더 높은 것으로 나타나 이를 뒷바침 해주고 있다. 이에 대한 해결방안으로 기관투자자와 개인의 배정량을 미리 정하고 개인들에게 기관들의

7) 우리나라의 경우 공기업 민영화는 지난 88년 6월의 포항제철주식(국민주 1호) 매각을 시작으로 89년 5월 한국전력, 89년 11월 한국이동통신, 91년 11월 외환은행, 93년 1월 데이콤이 있었다.

8) 96년에 이루어진 5, 6차의 경우는 4차의 유찰된 주식에 대한 추가적인 입찰의 성격을 띄어 자세한 논의는 생략하였다.

〈표 2〉 한국통신투자자의 공개입찰제도 개요

구분	1차 (93.10.20-21 11.8-9)	2차 (94.4.18-19)	3차 (94.11.7-10)	4차 (96.10.14)	5차 (96.11.11-12)	6차 (96.11.28-29)	7차 (96.12.12-13)	합계
매각대상주식 (주)	28,791,000	14,400,000	8,756,980	6,750,000	13,298,000	9,649,000	8,650,000	
입찰참가자격	법인, 개인	법인, 기관, 개인	법인, 개인	기관	법인, 기관	법인, 기관, 개인	법인, 기관	
입찰건수(건)	20,475	169,971	657,524	3	95	43,238	101	
입찰주식수(주)	11,013,210	95,797,270	247,961,250	152,000	94	26,404	99	49,262,430 (17.1%)
낙찰건수(건)	11,823	23,244	15,435	3	3,648,800	9,649,200	6,920,000	
낙찰주식수(주)	5,735,450	14,400,000	8,756,980	152,000	37,600	37,600	37,600	
예정가격(원)	25,000	29,000	31,000	44,500	37,600	38,700	37,600	
최저낙찰가(원)	25,000	34,700	47,100	44,500	37,600	38,700	37,600	
평균낙찰가(원)	25,712	35,445	48,848	44,664	37,723	40,367	37,628	
우리사주조합								
-인원수(명)	56,312		61,000		40,388		61,324	16,572,200 (5.7%)
-주식수(주)	5,758,200		5,760,000		3,324,000		1,730,000	
-1인당평균(주)	94		94		55		28	
-매각단가(원)	18,000		30,000		37,600		37,600	
국민연금기금								
-주식수(주)	17,309,330							17,309,330 (6%)
-매각단가(원)	23,644							
매각완료수량 (주)	28,791,000 (10%)	14,283,020 (5%)	14,512,480 (5%)	152,000 (0.1%)	6,972,800 (2.4%)	9,565,440 (3.3%)	8,650,000 (3%)	82,926,740 (28.8%)

(자료출처: 한국통신 임찰현황, 한국통신 주식관리부)



낙찰가 또는 이를 일정수준 할인한 가격에 매각하는 부분경쟁입찰방식도 검토할 수 있을 것이다.

### <표 3> 한국통신주식의 공개매도 개요(2차, 3차 입찰)

#### 1) 1994년 4월 제 2차 한국통신 주식매각결과

매각주식수: 14,400,000주(총발행주식의 5% 상당)  
 최저낙찰가: 34,700원

구 분	개 인	법 인	계
입찰건수	169,513	281	169,794
낙찰건수	23,195	49	23,244
낙찰비율	13.6%	17.4%	13.7%
입찰주식수	77,362,940주	18,434,330주	95,797,270주
낙찰주식수	12,013,180주 (83.4%)	2,386,820주 (16.6%)	14,400,000주 (100%)
낙찰자평균매입 가격(단순평균)	35,423원	35,560원	35,445원

#### 2) 1994년 11월 제 3차 한국통신 주식매각결과

매각주식수: 8,756,980주(총발행주식의 3% 상당)  
 최저낙찰가: 47,100원

구 분	개 인	법 인	계
입찰건수	663,359	541	663,900
낙찰건수	15,414	21	15,435
낙찰비율	2.3%	3.9%	2.3%
입찰주식수	237,703,710주	10,257,540주	247,961,250주
낙찰주식수	7,838,990 (89.5%)	917,990 (10.5%)	8,756,980 (100%)
낙찰자평균매입 가격(단순평균)	48,474원	52,037원	48,848원

(자료출처: 한국통신 입찰현황, 한국통신 주식관리부)

### 3. 해외통신회사 주식매각사례<sup>9)</sup>

먼저, 영국의 British Telecom(BT)의 경우 고정가격에 의해 매각된 1차와는 달리 91년 11월 2차, 93년 7월 3차 매각시에는 국제경쟁입찰에 의해 매각주식 가격을 결정한 후에 동 가격으로 해외매각을 하였으며, 영국내 매각은 해외매각가격에 일정부분을 할인한 가격으로 매각하였다. 국제경쟁입찰가격의 산정을 위해 해외 각 지역에 주간사회사를 선정하여 지역인수단을 통해 지역내 투자자들의 매입희망가격과 수량에 대한 입찰을 받아 영국재무성이 매각가격을 결정하는 방법을 사용하였다.

일본 NTT(Nippon Telegraph & Telecom)의 경우에는 1986년 10월 1차 매각시 1단계로 총 매각예정주식 총 195만주 중 20만주를 기관투자자를 대상으로 경쟁입찰을 실시한 후, 2단계로 경쟁입찰에서 배정된 가격분포의 가중평균가격을 산출하여 동가격이 일반매각가격으로 적정한 것인가를 국유재산심의회가 심의한 후 결정된 가격을 바탕으로 일본내 개인투자자 대상의 일반매각을 실시하였다. (일반인의 청약은 받은 후 공개추첨으로 배정). 최고가 240만엔, 최저가 101만엔, 최다낙찰가 110만엔 이었으며, 매각가격은 가중평균가격을 기초해 119.7만엔으로 결정하였다.<sup>10)</sup>

이상에서 주의할 점은 경쟁입찰방식을 통해 주식매각을 하여 국내외 공기업을 민영화할 때 야기될 수 있는 문제점들이 일반 민간기업의 공개시에도 똑같이 적용될 것이라고는 기대하기 어렵다.

---

9) 국내 공기업 민영화와 해외통신회사의 민영화를 위한 상세한 주식매각사례 연구는 “한국전기통신공사 주식매각 및 주가산정방법에 관한 연구,” (1993)를 참조하기 바람.

10) 이러한 2단계 매각방식의 선정이유로서 NTT가 일본 최대 공기업으로 국민 전체에 공평하게 배분되어야 한다는 것과 규모상 인수기관 선정에 한계가 있으며, 증권사 개입시 주가조작 등으로 국민반응이 좋지 않을 가능성을 들 수 있다.

## V. 경쟁입찰방식의 장점

경매는 기존의 인수방식에 비해 발행회사 입장에서 몇 가지 이론적인 장점들이 있다. 예를 들어, 기존의 인수방식에 따르면 발행회사는 실제로 시장수요상황을 관찰하지 못하고 공모가격을 추정한다. 총액인수방식이나 모집주선방식에 있어서 발행회사는 간사회사의 수수료뿐만이 아니라 공모가격을 결정하기 위해 주간사회사와 협상을 한다. 그러나, 간사회사가 유가증권을 매도한 이후에야 비로서 발행회사는 실제로 시장에서의 공모성가를 관찰할 수 있다.

최초공모주가 저평가 되었다는 사실은 발행회사가 유가증권의 가치를 평가하는데 커다란 어려움이 있음을 나타내주고 있다. 실제로 유가증권의 가치가 많은 요인들에 의해서 결정되기 때문에 공모주의 시장청산가격을 추정하는 것은 매우 어렵다.

발행회사는 최초공모주의 가격을 산정하기 위해 주간사회사에 자문을 의뢰할 수 있지만 아래 두 가지 이유로 인해서 주간사회사가 그들의 고객인 발행회사에게 최초공모주의 진실된 시장청산가격에 대해 적절하게 조언할 수 없는 상황이 발생할 수 있다. 첫번째 이유는 간사회사가 전통적인 인수방식하에서 이해의 갈등(conflicts of interests)이라는 문제에 직면할 수 있다. 즉, 주간사회사가 공모가를 너무 높게 설정할 경우 매각의 어려움으로 인수위험이 커질 수 있다. 간사회사가 공모가에 대해 정확한 추정을 제공할 수 없는 두번째 이유로서 과도한 수수료를 책정할 수 있는 그들의 시장지배력을 제시할 수 있다. 과도한 수수료를 물리는 것은 발행회사 입장에서 순조달금액의 하락을 초래해 공모주에 대한 과소평가를 하는 것과 동일한 결과를 가져온다.

한편, 경쟁입찰방식은 상기 문제들을 경감시킬 수 있는 매도방식이다. 특히, 경쟁입찰방식은 주간사회사와의 공모가 협상과정을 생략하고 발행회사가 직접 시장에서 공모가에 대한 적정가치에 대해 의견을 수렴할 수 있다. 투자자들로 하여금 입찰에 참여시킴으로서 발행회사는 공모가에 대한 많은 의견을 관찰할 수 있고, 기존 인수방식에서처럼 주간사회사의 공모가 추정에 제약될

필요는 없다. 게다가, 경쟁입찰방식은 발행회사로 하여금 가장 높은 가격을 제시한 구매자에게 매도할 수 있다.

또한, 경매에서 입찰자들은 유가증권 가치를 정확히 평가하고자 하는 동기를 갖고 있으며 적절하게 설계된 경매방식하에서 구매할 수 있는 기회를 놓칠 수 있다는 불안감으로 인하여 공모주에 대한 저평가율을 줄일 수 있다. 따라서, 이는 지금까지 투자자에게 초과수익형태로 지급된 이윤을 산업자금융화 할 수 있게 됨으로써 자원의 효율적 배분을 달성할 수 있다. 한편, 입찰방식과 기존의 주간사회사가 실시하는 preselling effort를 비교할 때 둘 다 시장의 수요함수를 관찰하여 올바른 가치평가를 하기 위한 과정인 점에서는 비슷하지만, 차이점은 입찰의 경우는 구속력이 있는(binding contract) 반면 주간사회사가 실시하는 preselling effort를 통한 의사표시는 구속력이 없다(non-binding contract)는 점이다.

경매는 또한 공개된 경쟁입찰과정에서 간사회사들 간의 경쟁을 증가시킬 수 있는 하나의 방안이다. 기존연구에 의하면 경쟁적인 환경에서 간사회사들이 발행회사의 가치를 더욱 철저하게 조사할 수 있으며, 이러한 정보가 발행회사의 공모가격설정에 반영된다. 더구나 투자자들 특히, 기관투자자들의 참여로 인해서 구매자사이의 경쟁을 증가시킬 수 있을 것이다.

## VI. 경쟁입찰방식을 이용하여 최초공모주를 발행하였을 경우 예상되는 실질적 문제

### 1. 최적입찰가격 발견을 위한 정보생산비용

경쟁입찰에서는 예상수요자들이 유가증권의 시장가치를 조사하고 그들이 입찰할 가격을 결정하기 위한 정보생산비용이 수반된다. 이러한 비용이 적지 않다면 투자자입장에서는 아래 두 가지 이유로 인해 경매에 별로 흥미를 느끼지 않을 것이다. 첫째로, 무임승차문제(free-rider problem)이다. 즉, 예상입찰

자는 정보생산을 하지 않고 유가증권가치를 조사해 온 정보입찰자(informed bidder)를 모방할 수 있다. 따라서 정보입찰자의 유가증권가치에 대한 정보생산으로 인한 경제적 이득이 무임승차자에게로 분산될 수 있다는 가능성은 정보생산노력을 약화시킬 경향이 있을 수 있다. 이러한 무임승차문제로 경매방식을 배제하기보다는 발행회사 입장에서 경매가 끝나기 전까지 입찰정보를 비밀리에 관리하여 무임승차문제를 경감시킬 수 있겠다.

두번째로, 입찰자가 낙찰될 가능성이 매우 불확실할 때 정보생산비용이 과다하게 발생할 수 있다. 실제로 적정한 유가증권의 가치평가는 특정회사의 기대수익과 위험에 대한 분석을 요구하며, 발행회사와 그 회사가 속한 업종을 이해하는 데에도 많은 시간이 필요하다. 설령 그와 같은 적절한 정보를 모두 입수한 후에도 유가증권 가치평가는 매우 복잡할 수 있다. 따라서, 간사회사들과 투자자들은 그들이 경매에서 낙찰될 확률이 매우 적을 때 정보생산노력을 기울이지 않을 것이다. 위험중립적인 투자자들은 정보생산비용이 낙찰될 확률과 낙찰을 통해 얻을 유가증권이득의 곱보다 크다면 입찰에 참여하지 않을 것이다.

상대적으로 잘 알려지지 않은 공개대상 회사들은 정보생산비용이 매우 높아 예상구매자가 입찰에 참여하는 것을 꺼려할 수 있다. 그러나, 기존의 잘 알려진 회사들은 전문적인 투자자나 투자은행회사(또는 증권회사)들 입장에서 정보생산비용이 그다지 크지 않을 것이다. 왜냐하면, 투자은행이나 기관투자회사에 있는 시장분석가들은 대기업들의 행태를 면밀히 분석하여 이미 입찰에 필요한 많은 정보들을 입수하고 있으며 또한, 대기업의 가치평가가 일반적으로 덜 복잡한데 이는 대기업주식이 매우 활발히 거래되며, 여타 기업과 비교가 쉽게 이루어 질 수 있기 때문이다. 이와 같은 신속한 가치평가는 정보생산에 따른 비용과 시간을 매우 경감시킬 수 있음을 의미한다.

한편, 화란식 경매의 단일가격정책은 여타 다른 입찰방식에 비해 정보생산비용을 줄일 수 있다. 왜냐하면, 낙찰자가 지불하는 가격이 그들이 청약한 가격과 직접적으로 관계가 없기 때문에 청약전략이 덜 전문적이며, 시장정보를 덜

요구하기 때문이다. 결과적으로 화란식 경매방식은 더 많은 입찰자를 경매에 참여시킬 수 있다.

결과적으로 예상정보생산비용이 매우 과다한 공개대상기업을 제외하고는 적어도 발행회사입장에서 경쟁입찰방식을 통한 기업공개가 기존의 인수방식에 대한 하나의 대안으로 고려될 수 있어야 한다.

## 2. 경쟁입찰시 주권사회사의 재무관련 자문서어비스의 상실 가능성

기존에 거래하고 있는 증권회사에 대해 다른 기관들과 함께 경매에 참여시키는 것은 아마도 발행회사에서 그 증권회사로부터 지금까지 무상으로 제공받아 온 자본조달 및 투자이사결정에 관한 여러 재무서어비스를 상실할 수도 있다. 그러나, 일반적으로 매우 유능한 재무관리자를 고용하고 있는 대기업들은 외부 컨설팅회사로부터 얻는 이득이 경매를 통해 얻는 저렴한 자본비용의 이점을 능가할 것 같지는 않다. 또한, 이러한 외부 전문가들의 조언을 필요로 한다면 증권회사와 계약을 맺을 수도 있다. 즉, 자문업무가 인수업무와 연계될 필요는 없다. 한편, 소규모 회사는 투자자문으로부터 얻는 이점을 고려하여 한 두 개의 투자은행과 관계를 유지하는 것이 합리화 될 수 있겠다.

## 3. 유찰가능성

인수방식이 아닌 경매방식의 또 다른 문제점으로 지적될 수 있는 것은 발행회사가 충분한 양의 입찰을 받지 못할 가능성이다. 경매에서 충분한 양의 입찰건수를 받아들이는 데 실패한다면 금융시장에서 그 회사의 이미지가 손상될 우려가 있으며, 그 회사가 발행한 또 다른 종류의 유가증권을 보유한 투자자에게도 부정적인 영향을 끼칠 수 있다. 하나의 방안으로 사전에 충분한 시간을 두고 입찰자들에게 그 회사에 대한 설명과 홍보를 실시할 수 있으며, 반대로 입찰이 너무 과열되었을 때 간사회사들은 입찰 전에 공동간사단을 조직하여 유가증권인수에 따른 과열경쟁을 회피할 수 있다.

#### 4. 독점적 매수가 아닌 분산매도의 어려움

기업입장에서 분산매도에 대한 두 가지 의도를 가질 수 있다. 첫째로, 유가증권의 분산매도는 시장을 조성하고 발행회사로 하여금 적대적 공개매수의 위협으로부터 방어할 수 있다는 점에서 중요하다. 발행회사입장에서 주식분산을 위해 공동간사단에게 판매하는 것이 더 나을 것이라고 여겨질 수 있으나, 개인 혹은 법인당 입찰한도를 설정함으로써 주식분산을 꺾을 수 있다.

한편, 경매를 통한 분산매도시 야기될 수 있는 두번째 문제는 발행 후 가격하락시 구매자 입장에서 가격안정을 위한 노력이 부족한 반면에, 기존 총액인수방식하에서는 주간사회사가 투자자와 발행회사 사이에서 그 명성도를 유지하기 위해 자발적으로 또는 시장조성기능차원에서 주가관리를 수행하고 있다는 점이다. 비록 가격안정화 노력이 신주발행시 심한 가격하락을 막을 수 있다고 하지만 그것이 경매이용을 배제할 것인가 하고는 별개의 문제이다. 발행 후 가격하락은 대부분 약세시장에서 나타나며, 따라서, 안정된 시장에서 유가증권을 발행하려고 하는 기업들은 큰 문제가 되지 않는다. 더구나, 경매에서 유가증권을 구입한 간사회사들이 가격안정을 위해 다시 그들의 고객에게 재판매하지는 않을 것이다. 또한, 입찰가격 자체가 유가증권의 내재가치를 반영할 가능성이 매우 높기 때문에 입찰가격과 발행 후 거래가격과의 괴리를 조정할 필요가 별로 없을 것이라 기대된다.

#### 5. 투자은행과 기관투자자와의 관계악화 가능성

미국의 재무성채권은 투자자에게 경매를 통하여 직접 판매되며, 일반 기업들은 기관투자자에게 접근하기 위해 투자은행을 통하기도 한다. 역사적으로, 투자은행은 기관투자자들에게 대량거래와 재무분야와 연관된 서어비스 등을 제공하며 매우 친밀한 관계를 유지하여 왔다. 그러나, 발행회사가 경매를 통해 유가증권을 발행할 때 기존의 투자은행과 기관투자자와의 지속적인 관계가 와해될 수 있는 가능성을 우려할 수 있겠다. 또한 발행회사 입장에서는 기관투자

자가 너무 보수적이어서 발행회사로부터 직접 구입할 수 없다고 생각할 수 있지만, 재무 전문가를 고용하고 있는 기관투자자들은 오히려 수수료를 절약하기 위해 투자은행을 거치지 않고 직접 구입하는 것을 선호할 수도 있겠다.

## VII. 결론 및 한계점

기존의 최초공모주 발행제도하에서는 일반투자자의 공모주식수요에 대한 의사가 공모가 결정과정에 반영될 수 있는 기회가 부재함으로 인해 최초공모주의 심각한 저가발행현상이 나타나고 있다. 이에 대한 문제점을 보완·개선하기 위하여 이 연구는 기업공개시 주식매각의 한 방법으로 우리 나라 실정에 맞는 입찰모형을 설정하기 위해 고려해야 할 제반요소들을 분석하였으며, 경쟁입찰방식을 통한 최초공모주 발행의 장점과 경쟁입찰방식과 관련하여 예상되는 경제적 제문제들을 구체적으로 검토하였다.

일본과 프랑스의 경쟁입찰방식을 통한 주식매각과 국내외 공기업 민영화 사례의 시사점으로 우리 나라의 기업공개시 경쟁입찰에 의한 매각가격 결정 후 일반매각을 고려해 보는 것도 한가지 대안이 될 수 있겠다. 즉, 1단계로 총매각물량의 일부를 가지고 기관투자자 대상의 비공개경쟁입찰을 실시한 후 2단계로 입찰결과 나타난 가격분포를 가중평균한 가격 등을 참조하여 나머지 물량의 매각가격으로 결정하여 일반에 매각하는 방법이다. 이 방안은 발행기업의 진실된 가치와 시장 투자자들의 공모주에 대한 수요의사가 입찰과정을 통해 최적공모가격 결정에 적절히 반영되어 기타 다른 방법에 비해 비교적 높은 가격으로 매각할 수 있어 매각금액을 증대시킬 수 있으며, 저평가율도 낮아질 것으로 기대된다.

공개입찰을 통한 장외등록사례를 조사한 결과 예상대로 저평가율이 평균 4.27%를 나타내 일반공모를 통한 기업공개시의 상장초일 초과수익률과 대비할 때 현저히 낮은 수준이어서 입찰을 통한 주식매각의 이점을 간접적으로 시사해



주고 있으며, 심각한 문제가 없을 것이라는 판단하에 본 논문은 경쟁입찰방식을 통한 공모주발행이 기존 발행방식에 대한 경제적 대안으로 선호될 수 있음을 보여 주었다.

끝으로, 기업공개시 주식매각의 방법으로 경쟁입찰을 실시할 때 예상되는 법적 문제 및 보다 상세한 입찰모형의 설정은 향후 연구과제로 남기고자 한다.

## 참고문헌

- 김성민, “최초공모주시장에서 주간사회사의 정보생산역할에 관한 연구”, 재무연구, 제 9호, 1995, 31-65.
- 송영오, “주식공모가결정방식 및 관련제도운영에 관한 고찰,” 증권조사월보, 10월호, 1992, 25-49.
- 우영호, “채권시장 구조 및 제도-외국제도와와의 비교를 중심으로-,” 한국증권경제연구원, 연구자료 93-3, 1993.
- 이동엽, “공모주식의 발행가격결정에 관한 고찰,” 증권조사월보, 7월호, 1988, 6-27.
- 임용기, “우리나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구,” 증권학회지, 제 13집, 1991, 103-137.
- 정성창, “기업공개와 주가행태: 공개전 유무상증자의 영향을 중심으로,” 재무연구, 제 5호, 1992, 181-206.
- 증권감독원 조사부, “미국·일본의 기업공개제도 개요”, 1992-7, 1-107.
- 통신개발연구원 & 럭키금성경제연구소, “한국전기통신공사 주식매각 및 주가산정방법에 관한 연구,” 1993.
- Beatty, R. and J.Ritter, “Investment Banking, Reputation, and The Underpricing of Initial Public Offerings,” *Journal of Financial Economics* 15, 1986, 213-232.
- Benveniste, L. and P.Spindt, “How Investment Bankers Determine The Offer Price and Allocation Of New Issues,” *Journal of Financial Economics* 24, 1989, 343-361.
- McDonald, J. and B.Jacquillat, “Pricing of Initial Equity Issues: The French Sealed-Bid Auction, ” *Journal of Business* 47, 1974, 37-47.
- Milgrom, P., “Auctions and Bidding: A Primer,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 3, Summer 1989, 3-22.

- Riley, J., "Expected Revenue from Open and Sealed Auctions," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.3, No.3, Summer 1989, 41-50.
- Ritter, J., "The Cost of Going Public," *Journal of Financial Economics* 16, 269-281.
- Kim, S., "Information Production of Underwriters and the Underpricing of Initial Public Offerings (IPOs)", 1992, 한국재무학회 추계학술연구 발표논문집, 7-74.
- Vickrey, W., "Counterspeculation, Auctions and Competitive Sealed Tenders," *Journal of Finance*, March 1961, 8-37.