

IPO기업의 소유구조와 기업가치

황 동 섭*

요 약

일반적으로 기업공개는 소유구조를 분산시키며, 소유구조의 분산은 경영자의 유인에 변화를 가져와 기업가치에 영향을 미칠 수 있다고 한다. 본 논문에서는 기업공개후 IPO 기업의 가치가 상장전년도와 비교해서 하락하는지를 검증해보고, 가치의 하락이 소유구조의 분산과 관련이 있는지를 검증해보고자 한다. 검증 결과 공개후 기업의 소유구조가 분산되었으며, 가치가 유의적으로 하락했음을 확인할 수 있었다. 그러나 이러한 기업가치의 하락이 소유구조의 분산과는 별다른 관련이 없음을 확인할 수 있었다.

* 탐라대학교 통상학부 조교수

I. 서론

기업공개는 대주주 소유의 기업 발행 주식 일부를 매출하거나 일반투자자에게 신주의 공개모집을 통해 기업의 소유권을 다수의 주주들에게 분산하는 과정이라 할 수 있다. 이러한 최초공개(initial public offering : IPO)후 소유권의 분산은 기업의 가치에 어떤 영향을 미칠 수 있을 것이다. 소유구조에 관한 문제는 Berle와 Means(1932)가 근대기업에 있어서 주식의 분산은 소유와 경영을 분리시키는 직접적인 계기가 되며, 이러한 소유와 경영의 분리는 경영자가 주주와 상반된 입장에 놓일 수 있다는 가능성을 제기한 이래 많은 연구가 이루어져 왔다. Jensen과 Meckling(1976)은 경영자의 주식소유비율이 감소함에 따라 경영자와 주주의 이해관계가 일치하지 않을 가능성이 증대되어 기업의 성과가 나빠질 수 있다는 대리인이론을 제시하였다. Holthausen과 Larcker(1996)는 역 LBO(reverse leverage buyouts)기업의 영업성과의 감소는 내부자의 소유권 변화와 (+)의 관계에 있음을 보고했다. Jain과 Kini(1994)는 기업공개 후 영업수익이 감소하며, 공개 후 영업성과의 하락은 경영자들의 유인(incentives)이 약화된 것에 기인하는 것으로 보았다. 즉, 경영자의 소유지분율이 높을수록 비가치극대화계획(nonvalue maximizing projects)에 대한 유인이 감소한다.¹⁾ 그러나 Mikkelsen et al.(1997)은 기업공개로 인한 주식 소유구조의 분산은 영업성과와 관계가 없다는 연구 결과를 발표하였다.²⁾ 이들은 비록 상장³⁾ 후 소유구조

1) 기업의 소유구조와 기업가치에 관한 연구는 경영자의 소유지분율과 기업가치간에 (+)의 관계가 있다는 이해일치가설 뿐만 아니라 경영자의 소유지분율과 기업가치간에 (-)의 관계가 있다는 경영자안주주의 가설과 비선형관계라는 절충가설 등이 있다. 경영자안주주의 가설을 지지하는 연구들로는 Monsen et al.(1968), Radice(1971), Bothwell(1980) 등의 연구가 있으며, Morck et al.(1988), Stultz(1990), McConnel과 Servaes(1990), 김주현(1992), 김우택 외 2인(1993), 김영숙과 이재춘(2000) 등의 연구결과는 절충가설을 지지하고 있다.

2) Herman(1981)은 과거의 실증연구에서 이용된 통계처리방식의 불완전함, 지배형태의 모호한 구분, 표본기업의 규모상의 비동질성 등을 이유로 경영자의 지분율과 기업성과간에 (+) 또는 (-)의 관계가 있다는 이해일치가설과 경영자안주주의 가설에 대해 회의적인 견해를 보였다. Bradford (1987)는 기업의 전망이 좋지 않을 경우 지배주주는 주식을 분산시켜 소유지분율을 낮추고, 전망이 좋은 경우 지분을 증가시키려

가 분산되고 영업성과가 하락하지만, 공개 후 영업성과의 하락은 소유구조 변화의 결과라기보다는 경영자가 성과가 유리할 때 기업을 공개한 것으로 보고 있다. 최초공모기업들의 임원의 지분율이 감소했지만 여전히 경영자의 동기를 유인할 만한 충분한 양의 주식을 소유하고 있으며, 적대적 인수합병의 위협과 외부투자자의 감시, 주식을 통한 성과보상 등에 의해 경영자의 동기를 유인할 수 있기 때문이라고 한다.

IPO기업들의 장기성과에 관한 연구는 주로 추가수익률을 이용해서 이루어져 왔는데, 최근에 Jain과 Kini(1994), Mikkelson et al.(1997) 등이 영업성과지표로서 조정자산영업이익률을 이용해서 IPO 이후 기업들의 영업성과가 하락함을 보고하면서, 공개 후 영업성과의 하락이 소유구조의 분산과 관련이 있는지에 대한 연구를 실행하였다. 그러나 우리나라의 경우 기업의 경영성과지표를 이용하여 장기성과를 보고한 연구는 임병균(1997) 등 수 편에 불과한 실정이며, IPO 기업의 장기저성과현상이 소유구조와 관련이 있는지를 연구한 경우는 거의 없는 실정이다. 따라서 본 논문에서는 최초공모기업의 장기성과가 하락하고 있는지를 살펴보고, 이러한 기업가치의 하락이 공개 후 주식 소유구조의 분산과 관련이 있는지를 성과지표인 MTB를 이용하여 검증해보고자 한다.

II. IPO기업의 장기성과에 관한 문헌 연구

최초공모주의 장기성과에 관한 연구는 그다지 많지 않은 편인데, 크게 다음과 같이 세 가지로 나누어 살펴볼 수 있다.

첫째, 최초공모주는 단기적으로는 저평가되어 발행되지만 장기적으로는 시장

는 경향이 있기 때문에 경영자지배기업의 경영성과가 소유자지배기업보다 열등하다 라도 그 원인이 반드시 경영자의 주주이익침해행위에 있는 것이 아니라 기업의 성격상 그럴 수밖에 없다고 하였다.

3) 본고에서는 기업공개와 상장을 동의어로 사용한다. 기업공개와 상장은 다른 개념이지만 분석대상기간 중에는 기업공개는 곧 상장으로 이어지는 개념으로 사용되었기 때문에 같은 개념으로 구분 없이 사용하기로 한다.

효율성에 크게 벗어나지 않는다는 것이다. Ibbotson(1975)이 1960년에서 1969년 사이에 공개된 120개 표본기업을 대상으로 한 연구에 의하면 최초공모주의 초과수익율이 존재하지만 거래비용을 고려한다면 미미한 것으로서 시장이 효율적이라는 가설을 기각할 수 없다고 한다.

둘째, 최초공모주는 단기에서와 마찬가지로 장기적으로도 초과수익율을 달성한다는 것이다. Chalk와 Peavy(1984)가 1975년에서 1982년 사이에 공개한 649개 기업을 대상으로 한 연구에 의하면 상장 후 190일 동안 17.99%의 초과수익이 존재했다고 한다. Buser와 Chan(1987)도 1981년에서 1985년 사이에 공개한 1,078개 기업을 대상으로 한 연구 결과 공모 후 2년 동안 평균 11.2%의 초과수익율을 보고하였다.

셋째, 최초공모주는 공개 이후 장기적으로 저성과를 보인다는 것이다. 최근의 많은 연구들은 최초공모주의 장기 저성과를 보고하고 있다. Reilly(1977)가 1972년에서 1975년 사이에 공개한 486개 기업을 대상으로 한 연구에 의하면 상장 후 1년간 보유할 경우 -11.6%의 수익률을 보였다고 한다. Aggarwal과 Rivoli(1990), Ritter(1991), Levis(1993)에 의해서도 장기 저성과가 보고되었으며, IPO기업의 장기저성과를 보고하는 국내의 연구들로는 임용기와 이성규(1995), 김원기(1996), 임병균(1997), 최문수와 허형주(2000) 등이 있다. 이상의 대부분의 연구가 공개 후 추가수익률 성과에 초점을 맞추고 있다.

그런데 Jain과 Kini(1994)는 IPO기업의 장기성과를 경영성과지표를 이용하여 분석했다. 특히 이들은 공개 후 소유구조가 분산되고 있으며 조정자산영업이익률⁴⁾로 측정된 영업성과가 하락하고 있음을 밝히고, 영업성과의 하락이 소유구조와 관련이 있는지를 분석했다. 이들이 1976년에서 1988년 사이에 공개한 기업을 대상으로 한 연구에 의하면 최초공모주 발행이후 영업성과가 공개 전년도에 비해 유의적으로 감소하며, 최초공모 후 기존 사적소유기업 소유주들에 의해 계속 보유되는 소유지분율과 영업성과 간에 (+)의 관계가 있음을 밝혔다. 이들의 연구결과는 경영자의 소유지분율이 높을수록 비가치극대화계획에 대한

4) 산업에 따른 특수성을 없애기 위해 동종 업종의 총자산영업이익률의 중앙값을 뺀 것을 말한다.

유인이 감소한다는 Jensen과 Meckling(1976)의 대리인가설과 경영자가 중요한 소유권을 가짐으로써 좋은 계획에 대한 질을 신호로 보낸다고 하는 Leland와 Pyle(1977)의 신호가설과 일치한다고 한다. 두 가설 모두 경영자의 지분율이 높은 IPO기업의 영업성과가 우월하지만, 두 가설의 효과를 분리하기는 어렵다고 한다. Pagano et al.(1997)도 공개후 수익성(ROA)의 감소가 IPO 당시의 소유지분율과 (-)의 관계임을 밝혀, 최초 소유주들의 지분율이 낮을수록 수익성의 감소가 더 커진다고 했다. 이들은 수익성의 감소현상에 대한 근본적인 설명으로 역선택(adverse selection)과 도덕적 해이(moral hazard)를 들고 있다.⁵⁾ 김원기(1996)는 1988년 7월 1일부터 1990년말까지 공개한 180개사를 대상으로 IPO주의 장기성과와 대주주의 지분변동과의 관련성을 검증하였는데, 기업은 공개시점을 대체로 그 기업의 가치의 최대점으로 잡아 공개를 결정한다는 것과 대주주의 지분을 많이 처분하는 기업의 장기성과가 떨어짐을, 그리고 공개후 시간이 지날수록 장기성과가 떨어짐을 조심스럽게 추론할 수 있다고 했다.

그러나 Mikkelson et al.(1997)은 소유구조의 변화가 공모 이후 영업성과의 하락을 설명하지 못한다고 했다. 이들은 1980년에서 1983년 사이에 공개한 283개 기업을 대상으로 임원의 지분율(the stake of officers and directors)의 변화를 4분위수(quartiles)로 구분한 후 가장 높은 집단과 가장 낮은 집단간 부호순위검증(signed-ranks test)과 3분위수(three groups)로 구분한 후 집단간 영업성과에 차이가 있는지를 일원변량분석(univariate analysis)을 한 결과 유의적인 결과를 얻지 못했다. 그러나 기업규모가 클수록, 그리고 설립 이후 상장까지의 경과기간이 길수록 공개 후 영업성과가 높게 나타난다고 했다. 즉, IPO 이후 부진한 영업성과는 가장 작고 젊은 기업들과 관계가 있다는 것이다. 이는 조정자산영업이익률을 종속변수로 한 다중회귀분석(multivariate regression analysis) 결과에서도 확인되고 있다. 기업의 규모와 나이는 IPO이후 조정자산영업이익률과 (+)의 유의한 관계를 보였지만, 소유구조는 영업성과와 관련이

5) Leland와 Pyle(1977)의 역선택 모델에 의하면 지분율이 낮을수록 나쁜신호로 작용한다고 하며, Jensen과 Meckling(1976)의 도덕적 해이에 의하면 지분율이 낮을수록 대리인문제(agency problem)가 높게 발생한다고 한다.

없는 것으로 나타났다. 이들은 소유지분율의 상당한 감소가 있었지만 실질적으로 경영자의 유인(incentives)에 영향을 미치지 못하는 것으로 보였다. 즉, 공개 이후 소유지분율이 감소했지만 임원이 소유한 지분율의 크기가 여전히 다른 주주들의 이익과 경영자의 유인을 일치시킬만하다는 것이다. 또한 낮은 소유지분율은 경영자 개인은 위험에 노출되지만 기업의 가치를 증가시키는 위험한 투자를 회피하려고 하는 경영자의 유인을 감소시킬 수 있다. 공개 후 영업성과와 소유구조간의 관련성 결여는 공개적으로 거래되는 기업에서 발생하는 경영자에 대한 새로운 압력에 의해서도 잠재적으로 설명될 수 있다. 예를 들면, 인수 합병의 위협과 외부투자자의 감시 또는 주식에 기초한 성과보상효과 등에 의해서 경영자의 소유지분율이 낮아져 발생하는 바람직하지 못한 유인을 보충할 수 있다. 그리고 기업규모가 크고 역사가 오랜 기업의 경우도 공개 후 영업성과가 유의적으로 하락하고 있는데, 이러한 영업성과의 하락은 소유구조의 변화에 기인한 것이라기보다는 성과가 좋을 때 기업을 공개한 것에 기인한다고 했다.

Ⅲ.실증분석

1. 표본기업의 선정

본 연구의 표본기업은 1991년부터 1995년까지 신규 상장된 기업으로서 1999년 5월 31일 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 12월 결산기업 중 금융업종과 자료를 구할 수 없는 기업을 제외하고 공인회계사 감사의견이 적정한 58개사를 선정하였다. 연도별 업종별 표본기업의 분포는 <표 1>과 <표 2>에 나타내었다.

<표 1> 연도별 최초공모기업과 표본기업

구 분	1991년	1992년	1993년	1994년	1995년	계
공모기업수	21	8	7	25	36	97
표본기업수	13	2	7	15	21	58

〈표 2〉 업종별 표본기업

업종	표본기업수					계
	1991년	1992년	1993년	1994년	1995년	
음식료품 제조업	1				1	2
섬유제품 제조업				1	1	2
의복 및 모피제품 제조업				1		1
가죽, 가방, 마구류 및 신발제조업					1	1
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	1				1	2
출판, 인쇄 및 기록 체복제업				1		1
코크스, 석유정제품 및 핵연료제조업	1					1
화합물 및 화학제품제조업	1		2	1	3	7
고무 및 플라스틱제품제조업	2				1	3
비금속광물제품제조업	1	1	1		1	4
제1차 금속산업	1			1	1	3
조립금속제품제조업					1	1
기계 및 장비제조업			1			1
전기기계 및 전기변환장치제조업				1		1
영상, 음향 및 통신장비제조업	1			2	4	7
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	1					1
자동차 및 트레일러 제조업			1	3		4
기타 운송장비제조업				1		1
가구 및 기타 제조업	1				2	3
전기, 가스 및 증기업				1	2	3
건설업	1		1	2	1	5
숙박 및 음식점업	1					1
운송 및 창고관련 서비스업		1			1	2
통신업			1			1
계	13	2	7	15	21	58

분석대상기업을 1995년까지 최초공모를 한 기업으로 제한한 것은 상장 후 3년간의 성과를 측정하여 분석하기 위함이다.6) 분석에 필요한 자료는 상장회사

6) 부실기업의 공개를 방지하고 우량주식을 공급하기 위하여 1991년에 기업공개요건을 대폭 강화한 데다 증권시장의 안정을 도모하기 위하여 발행시장 물량공급조절을 실시하였다.

총람(한국상장회사협의회)과 증권조사월보(증권감독원)를 이용하였다.

2. 최초공모기업의 영업성과와 소유구조

<표 3>에는 최초공모기업의 간단한 특성이 나타나 있다. 기업 설립 후 공개까지는 평균 19.5년이 걸렸으며, 저가발행정도는 평균 0.71정도인 것을 알 수 있다.

<표 3> 표본기업의 특성

구 분	평 균	중앙값	최저값	최대값
상장전년도말 총자산(백만원)	169,396.66	60,109.00	3,819.00	2,207,941.00
공 모 금 액(백만원)	16,828.14	6,657.00	1,290.00	150,000.00
설립 후 상장까지의 기간(년)	19.5	19.0	11	48
저가발행정도(initial return)*	.710	.475	-.040	4.200

* 저가발행정도 = (상장일 종가 - 발행가)/발행가.

총자산영업이익률은 수익성을 측정하는 대표적인 추정치로서 영업이익을 총자산으로 나누어 산출한다. 그런데 최초공모기업의 경우 신주 공모로 인해 자본이 확대되어 총자산이 증가하는 것이 일반적이므로 총자산영업이익률로 측정된 영업성과의 하락이 영업성과와 무관하게 총자산의 증가에 의한 편의(bias)를 가질 수 있다. 따라서 매출액영업이익률을 영업성과변수로 함께 살펴본다. 매출액영업이익률은 영업이익을 매출액으로 나누어 산출한다. 또한 영업성과에 나타나는 산업편차를 없애기 위해 각 회사의 총자산영업이익률에서 그 기업이 속한 산업의 총자산영업이익률을 차감한 산업조정 후 조정자산영업이익률을 이용한다. 본 논문에서는 <표 2>에 나타난 업종분류기준에 의해서 조정자산영업이익률을 산출했다.

<표 4>에는 상장전년도(-1)부터 상장후 3년까지의 영업성과를 나타내고 있다. 상장전년도를 기준으로 Wilcoxon부호순위검증을 한 결과 총자산영업이익률과 매출액영업이익률이 상장전년도에 비해 유의적으로 하락하고 있음을 확인할 수 있다. 상장 이후 조정자산영업이익률도 상장전년도보다 하락해서 성과

의 하락이 산업의 영향 때문이 아님을 알 수 있다. 분석기간 중 매출액증가율이 조금씩 둔화되고 있지만 여전히 10%이상의 증가율을 보이고 있는 가운데 총자산회전율(= 매출액/총자산)이 유의적으로 하락하고 있음을 볼 수 있는데, 이는 매출액 증가보다 총자산의 증가가 더 크게 이루어졌다는 것을 의미한다.

기업가치를 나타내는 대용변수로서 MTB(market value to book value)⁷⁾를 이용한다. 신규 상장기업의 경우 상장전년도의 주가를 구할 수 없으므로 상장당해년도(0)를 기준으로 Wilcoxon부호순위검증을 실시한 결과 공개 후 기업가치가 하락했음을 확인할 수 있다. 즉, 최초공모기업들은 일반적으로 공개 당시에는 높은 성과를 나타내지만 공개 후에는 성과수준을 유지하지 못하는 것으로 나타났다.

〈표 4〉 표본기업의 성과수준과 소유구조

변 수	-1	0	1	2	3
총자산영업이익율	.09*	.07*	.06*	.05*	.06*
매출액영업이익율(%)	9.19*	7.95**	7.10*	5.32*	6.31*
매출액증가율(%)	21.83	19.24	19.83	15.10***	13.06**
총자산회전율(%)	1.22*	1.15*	1.05*	.98*	.93*
조정자산영업이익율	.02*	.00*	.01**	-.01**	.00**
MTB(시장가치 대 장부가치비율)	-	1.37*	1.25*	1.11*	1.07*
대주주1인지분율+기타주주(%)	-	64.38*	59.32*	54.54*	52.20*

* wilcoxon 순위 검증 결과 1%수준에서 유의함.
 ** wilcoxon 순위 검증 결과 5%수준에서 유의함.
 *** wilcoxon 순위 검증 결과 10%수준에서 유의함.

또한 기업 공개 후 소유권이 유의적으로 분산되고 있음을 확인할 수 있다.

7) $MTB = \frac{\text{연말종가} \times \text{발행주식수} + \text{부채총계}}{\text{자산총계}}$)는 많은 투자자들에 의해 객관적으로 결정된 주가를 이용해서 시장가치를 산출함으로써 기업의 시장가치가 장부가치에 비해서 얼마나 높게 나타나고 있는가를 나타내는 기업가치지표로서 많은 연구에서 이용되고 있다. 일반적으로 높은 MTB는 이성적인 투자자들이 기업의 미래 성장성을 높게 평가한다는 것을 나타낸다.

본 논문에서는 소유권의 대응변수로 대주주1인지분율과 기타주주를 합한 지분율을 이용한다.⁸⁾

<표 5>에는 영업성과의 하락이 소유지분율의 크기에 따라 차이가 나는지를 확인하기 위해 소유지분율을 3구간으로 구분하여 Kruskal-Wallis검증을 실시한 결과를 나타내었다. 검증 결과 상장연도(0)부터 상장 후 3년까지의 MTB가 대주주의 소유지분율이 높을 때보다는 낮을 때 오히려 높게 나타나고 있으나 구간별로 일관된 모습을 보이고 있지 못하다. 그리고 이러한 결과는 유의성이 없다.

<표 5> 소유지분율 3분위수로 구분한 성과(MTB)

지분율 구간(기업수)	0(상장연도)	1	2	3
상위 1/3수준(19)	1.3358	1.1853	.9689	1.0684
중간 1/3수준(20)	1.2855	1.2310	1.1924	1.0445
하위 1/3수준(19)	1.4921	1.3247	1.1384	1.0968
Chi-Square	.3638	1.6776	1.8954	.1320

<표 6> 각 변수를 중앙값(median)으로 2구분한 경우의 성과(MTB)

구분	총자산(-1)		상장까지의 기간		저가발행정도		공모금액	
	저	고	저	고	저	고	저	고
MTB	1.2503	1.1453	1.2881	1.0866	1.1048	1.2908	1.2057	1.1899
Z	-2.0684**		-2.2594**		-1.8429P		-.7854	

** Wilcoxon순위합검증결과 5% 유의수준에서 유의적임.

기타 IPO기업의 가치에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 중앙값을 기준으로 2구분하여 MTB를 측정해보았다. <표 6>에서 볼 수 있는 바와 같이 저가발행정도가 큰 집단이 저가발행정도가 작은 집단 보다 MTB가 더 높게 나타났지만, 기업규모변수인 상장전년도(-1) 총자산과 설립 후 상장까지의 경과기간은

8) 기타주주는 발행주식총수의 1%이상의 주식을 소유하고 있으나 대주주로 분류되지 않는 주주를 말한다. 우리나라 기업들의 경우 계열기업의 상호출자지분이나 대주주1인 분류에 포함되지 않지만 대주주와 관련이 많은 주주지분이 기타주주법인이나 기타주주개인을 형성한다(김주현, 1992).

상위집단의 가치가 하위집단보다 낮게 나타나고 있다. 이러한 차이는 Wilcoxon 순위합검증결과 5% 유의수준에서 유의적이었다. 이러한 결과는 우리나라 IPO 기업들의 경우 규모가 작은 기업이 경영을 더 효율적으로 하고 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 그리고 설립 후 상장까지의 경과기간이 짧은 기업들이 역사가 긴 기업들보다 경영성파가 우수한 것은 비교적 짧은 기간 내에 공개요건을 충족한 것으로 미루어볼 수 있을 것이다. 그러나 공모금액은 유의성을 발견할 수 없었다.

3. 다중회귀분석

(1) 회귀모형 설정

IPO기업의 소유구조와 기업가치와의 관계를 알아보기 위해 다음과 같은 다중회귀분석을 실시한다.

$$MTB = \beta_0 + \beta_1 LBO + \beta_2 LBO^2 + \beta_3 INO + \beta_4 \ln SIZ + \beta_5 \ln OFF + \beta_6 AGE + \beta_7 UND + \beta_8 D + \varepsilon$$

MTB : 시장가치 대 장부가치 비율
 LBO : 대주주1인지분율+기타주주
 INO : 소액(법인)주주 지분율
 lnSIZ : 상장전년도 총자산의 자연대수
 lnOFF : 공모금액의 자연대수
 AGE : 설립일로부터 기업공개까지의 경과기간
 UND : 저가발행정도
 D : 더미변수

IPO기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 종속변수인 기업가치의 대응변수로 MTB를 이용한다. 기업가치의 대응변수로 MTB를 사용한 연구는 Lehn et al.(1990), 김우택의 3인(1996), 김영숙과 이재춘(2000) 등이 있다.⁹⁾

독립변수는 지배주주의 소유권의 대응변수로 대주주1인지분율과 기타주주의 합계(largest blockholder ownership : LBO)를 이용했다.¹⁰⁾ 그리고 소유지분율

9) 김주현(1992), 김우택의 2인(1993)은 소유구조와 기업가치의 관계를 규명하는 연구에서 기업가치의 대응변수로 Tobin's Q를 이용했다.

10) 이는 (100% - 소액주주 지분율)과 같다.

과 기업가치간에 비선형관계가 존재하는지를 확인하기 위해 대주주지분율의 제곱(LBO²)을 회귀모형에 포함시켰다. 기관투자가 지분율(institutional investors' ownership : INO)은 소액(법인)주주지분율을 이용하였다.¹¹⁾ Pound(1988)는 기관투자가의 지분이 백지위임장투쟁을 통해 기업의 가치에 미치는 영향에 대해 기관투자가의 지분과 기업가치 사이에 (+)의 관계에 있게 된다는 효율적 감시 가설(efficient monitoring)과 기관투자가는 백지위임장 투쟁에서 현재 경영자와 전략적으로 같은 입장에 서기 쉬우므로 기관투자가의 지분이 커지는 것은 기업 가치에 부정적 영향을 미친다는 전략적 일치가설(strategic alignment)을 제시하였다.

본 연구에서는 소유지분율 이외의 변수가 기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위해 기업규모(SIZ)와 공모금액(OFF), 설립 후 상장까지의 경과기간(AGE)과 저가발행정도(UND), 그룹계열기업에 대한 가변수(dummy variable : D)를 모형 (3)에 포함시켰다. 기업규모는 상장전년도의 총자산으로 측정하였으며 공모금액과 설립 이후 상장까지의 경과기간도 최초공모주의 사전적 불확실성을 나타내는 대응변수로 볼 수 있다. Akerlof(1970)의 레몬(lemon)현상¹²⁾에서 지적하는 바와 같이 기업공개시장에서 발행자와 투자자 사이에 정보비대칭이 심해질수록 역선택(adverse selection)과 도덕적 해이(moral hazard) 문제가 심각해지게 된다. 따라서 기업규모를 사전적 불확실성에 대한 대응변수로 볼 때 기업 규모가 클수록 기업가치에 대한 정보가 공개될 가능성은 높아지고 불확실성은 낮아지게 되므로 기업규모가 클수록 공개 후 영업성과는 높게 나타날 것이다. 마찬가지로 발행규모가 클수록 기업의 정보가 상대적으로 많을 것이라고 투자자들은 생각하기 때문에 발행규모가 작은 기업들에 비해서 위험을 덜 느낀다.

11) 기관투자가지분은 유가증권상장규정 제31조 단서조항에 의해 소액(법인)주주지분으로 분류한다.

12) 정보비대칭하에서 상품의 가치가 구매하려는 사람들에게는 잘 알려져 있지 않을 때 구매희망자들은 그 상품의 가치를 시장 전체내에서의 평균가치로 보고 가격을 지불하려고 한다. 그러나 판매자들은 상품의 가치를 잘 알고 있기 때문에 상품의 평균가치보다 자신의 상품가치가 높다고 생각되면 상품을 팔려고 하지 않는다. 결국 시장에는 최하의 품질을 가진 제품만이 남게 되는 시장의 실패현상이 발생하게 된다.

일반적으로 발행규모가 작은 기업일수록 초기초과수익률은 높게 나타나고 장기적으로는 저성과를 보일 것이라고 예상된다. 상장 당시의 기업의 설립경과연수로 구분한 경우도 역사가 오래된 기업의 영업성과가 더 높게 나타날 것으로 기대된다.

Allen과 Faulhaber(1989), Grinblatt와 Hwang(1989), Welch(1989) 등의 최근 연구들에 의하면 투자자들과 발행자 사이에는 정보비대칭이 존재하는데, 정보우월자인 발행자들은 최초공모 때 저가발행을 통해 적은 부분의 주식만 처분한 후 시장가격이 높게 형성되었을 때, 즉 정보비대칭이 해결되거나 최소화되었을 때 증자를 통해 자본조달을 한다고 한다. 가치가 낮은 기업의 경우 저가발행비용 때문에 가치가 높은 기업의 흥내를 낼 수 없다. 더구나 저가치기업은 낮은 진실한 기업가치가 두 공모기간 사이에 드러날 가능성이 높다. 그러므로 고가치기업만이 공개 때 저가 발행할 수 있다고 한다. 그러므로 저가발행의 신호예측모델에 의하면 기업공개 때 저가 발행한 기업의 영업성과는 그렇지 않은 기업에 비해 우월한 영업성과를 나타낼 것으로 기대된다.

(2) 회귀분석 결과

Jensen과 Meckling(1976)은 소유경영자가 소유한 주식을 처분함에 따라서 경영자의 유인(incentives)이 변하게 되어 기업가치가 변하게 된다는 대리인가설을 제기했으며, Mikkelson과 Partch(1985)는 공개적으로 거래되는 기업의 소유지분율이 감소하는 경우 주식 가치가 낮아지고 있음을 보였고, Wruck(1989)은 소유지분율의 증가가 평균적으로 주식의 가치를 증가시킴을 보였다. Holthausen과 Larcker(1996)은 역LBO(reverse leveraged buyouts)이후 영업성과의 하락이 내부자의 소유지분율 변화와 (+)의 관계에 있음을 확인하였다. Jain과 Kini(1994)는 최초공모 이후 영업성과와 경영자의 소유지분율 사이에 (+)의 관계를 보고했다. 그러나 Mikkelson et al.(1997)은 영업성과의 하락이 소유구조의 분산과 관련이 없다는 연구결과를 발표하였다. 조정자산영업이익률로 측정된 영업성과가 상장 후에 크게 하락하고 있으며 주식 소유의 분산이 일어났지만, 주식 소유구조의 분산과 영업성과의 하락과는 별다른 관계가 없다고 한다. 본 연구에서 <표 7>의 다중회귀분석 결과를 보면 Mikkelson et al.(1997)의 연

구결과에서처럼 IPO기업의 상장 후 소유구조와 가치의 하락간에는 별다른 관계가 없는 것을 알 수 있다.¹³⁾ 즉, 소유구조와 기업가치가 (+)의 관계를 보이고 있지만 이러한 결과는 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 이는 소유권이 분산되었다고 하더라도 여전히 다른 주주들의 이해와 일치하는 유인을 가질 만큼의 지분율을 유지하고 있어 성과가 좋을 때 기업을 공개한 것으로 보인다.¹⁴⁾

〈표 7〉 다중회귀분석(MTB)

구 분	(1)	(2)	(3)
Constant	.38667	-.35668	.22261
대주주1인지분율+기타주주계(LBO)	.03752	.04380	.03883
(대주주1인지분율+기타주주계) ² (LBO ²)	-3.83200E-04	-3.43048E-04	-2.95407E-04
소액(법인)주주지분율(INO)		.01807*	.01900*
기업규모(SIZ)			-.16381**
공모금액(OFF)			.16158**
설립후 상장까지의 기간(AGE)			-.01102***
저가발행(UND)			.12076**
더미(D)	-8.81789-E03	-.10591	-.05498
F값	.97079	2.91460**	3.73204*
R ²	.05117	.18031	.37862

* 1%유의수준에서 유의함.
 ** 5%유의수준에서 유의함.
 *** 10%유의수준에서 유의함.

13) 본 논문에 나타내지는 않았지만, 조정자산영업이익률을 종속변수로 한 다중회귀분석 결과에서도 소유구조와 가치간에는 유의적인 모습은 나타나지 않았다.

14) Zingales(1995)에 의하면 기업공개 결정은 궁극적으로 자신의 회사를 팔고자 하는 최초 소유주에 의해 이루어지는 가치극대화 결정의 결과라고 한다. 기업을 공개함으로써 최초 소유주는 잠재적인 구매자와 협상할 때 현금흐름과 지배권의 일부(the proportion of cashflow rights and control rights)를 변화시킬 수 있다. 만일 기업 지배권 시장이 완전히 경쟁적이지 못하다면 잠재적인 구매자로부터 얻을 수 있는 총잉여(total surplus)에 영향이 미칠 수 있다. 지배권을 가지면서 현금흐름권을 분산된 주주들에게 처분하면 구매자와 협상할 필요없이 구매자의 현금흐름이 늘어남에 따라 현직자(the incumbent)는 계속해서 잉여를 얻을 수 있게 된다. 한편, 지배권을 보유함으로써 현직자는 구매자와 직접 협상을 통해서 구매자의 더 큰 사적 이익으로부터 약간의 잉여분을 얻을 수 있다. 그러므로 기업공개는 결과적으로 판매로부터 최초 소유주들이 얻을 수 있는 총수익(total proceeds)을 극대화하는 소유구조를 이루는 수단으로 이용되고 있다.

기관투자가 지분율(= 소액법인주주지분율)은 MTB와 (+)의 유의적인 관계를 보여 기관투자가 지분율이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 볼 수 있다. 이는 기관투자자들이 기업경영에 대해 적극적인 감시자로서의 역할을 수행하고 있는 것으로 볼 수 있다.

지분율 이외에 IPO 기업의 가치에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 모형 (3)에 함께 투입하여 회귀분석한 결과 공모금액과 저가발행정도는 MTB와 (+)의 유의적인 관계를 보여 앞서서의 논의와 일치된 모습을 보여 주고 있다. 그러나 기업규모와 설립 후 상장까지의 경과기간은 예상과는 달리 MTB와 (-)의 유의적인 관계를 보였다. 이는 <표 6>에 나타난 것처럼 우리나라 IPO기업들은 상장기간이 짧은 기업들이, 그리고 규모가 작은 기업들이 더 효율적으로 경영되고 있는 것으로 볼 수 있다. 그룹계열사와 비계열사의 경우 유의성이 없는 것으로 나타났다.

한편, 공개 후 영업성과가 하락하는 것과 관련해서 Mikkelsen et al.(1997)은 표본기업들의 공모계획서로부터 중요한 공개동기를 들고 있는데, 기존주주들의 소유지분을 처분하기 위함이라는 것이다. 내부자들은 유리한 경영성과를 보일 때나 성과의 하락이 예상될 때 자신들의 지분을 처분한다고 한다. 이들은 구주 매출(secondary sales)을 포함한 공모는 유리한 영업성과를 보이는 때에 이루어진다고 주장한다. Pagano et al.(1998)는 IPO이후의 투자와 수익성의 감소는 성과의 과대평가를 이용(window opportunity hypothesis)하기 때문이라고 한다.

수익성감소를 기업공개결정으로 인한 회계처리의 변화로 설명할 수도 있다. 기업들이 공개를 준비할 때는 자산 가치를 공정하게(또는 약간 과장되게) 나타내려고 하지만, 비공개기업은 세무당국으로부터 자신들을 숨기려고 한다. 결과적으로 공개 기업의 가치가 비공개기업의 가치보다 덜 과소평가(또는 과대평가)될 수 있으며, 그에 따라 수익성이 약간 부풀려져 있을 수 있다. Teoh et al.(1994)에 의하면 IPO전에 회계수치들이 높게 조작된다(manipulated upward)고 한다.

IV. 결 론

본 논문에서는 우리나라 IPO기업들을 대상으로 상장 후 기업가치의 하락이 소유구조와 관련이 있는지를 성과지표인 MTB를 이용하여 검증해보았다. 검증 결과 공개 후 기업들은 상장전년도에 비해 가치가 하락했으며, 소유구조도 분산되었음을 확인할 수 있었지만 기업가치와 소유구조간에는 별다른 관련이 없는 것으로 나타났다. 이는 상장 이후에도 여전히 지배주주들의 지분율이 50%를 상회하고 있는 것에서 알 수 있듯이 Mikkelson et al.(1997)의 연구에서처럼 주식의 소유구조가 분산되었다고 하더라도 여전히 지배에 필요한 지분율을 유지하고 있어 기업의 성과가 유리할 때 기업공개를 하는 것으로 보인다. 기관투자자지분율은 기업가치와 유의적인 (+)관계를 보여 기관투자자가 적극적인 경영감시자로서의 역할을 수행한다는 Pound(1988)의 효율적 감시가설을 지지하는 것을 볼 수 있다.

IPO기업의 가치에 영향을 미칠 것으로 기대되는 지분율 이외의 변수들도 그룹계열사의 더미변수를 제외하고 모두 유의적인 변수임이 확인되었다. 공모금액과 저가발행정도가 큰 기업일수록 높은 성과를 보여주고 있어 예상과 일치된 결과를 얻었다. 그러나 기업규모와 기업의 나이는 예상과는 달리 기업가치와 (-)의 유의적인 관계를 보였다. 이는 우리나라 IPO기업들의 경우 작은 규모의 기업이, 그리고 상장까지의 기간이 짧은 기업이 더 효율적으로 운영되고 있음을 의미한다고 할 수 있다.

결론적으로 본 연구는 IPO이후 기업들의 가치가 하락하고 소유구조가 분산됨을 확인할 수 있었지만, 소유구조와 기업가치의 하락은 별다른 관계가 없는 것을 확인할 수 있었다.

IPO이후 기업가치의 하락은 기업의 성과가 유리한 때나 앞으로 성과가 나빠질 것으로 예측될 때 기업을 공개한다는 즉, 기업가치의 과대평가를 이용한다(window opportunity hypothesis)는 Mikkelson et al.(1997)과 Pagano et al.(1998) 등의 주장으로 설명될 수 있을 것이다.

본 연구는 Jain과 Kini(1994), Mikkelson et al.(1997) 등이 공개로 인한 총자

산의 증가로 편의(bias)가 발생할 수 있는 조정자산영업이익률을 이용한 것과는 달리 객관적인 주가가 반영된 MTB를 성과변수로 이용하여 IPO기업의 소유구조와 기업가치의 관계를 규명하려는 노력을 기울였으나 다음과 같은 한계점을 갖고 있다.

첫째, 소유구조의 대용변수로 대주주1인지분율과 기타주주를 합한 지분율을 이용하였는데 경영자의 지분율을 세분하여 더 정확히 측정하지 못한 근본적인 한계점을 갖는다. 즉 IPO 당시 지배주주가 계속해서 지배주주인지, 또 그들의 지분율 변화가 어떠한지 등에 관한 자료의 획득이 쉽지 않았다.

둘째, 회계자료와 주가를 이용해서 MTB를 산출했으므로 회계처리방법의 차이로 인한 측정오차가 존재한다.

셋째, 표본기업의 수가 충분치 못한 점이다.

앞으로 기업공개결정요인에 관한 연구가 함께 이루어진다면 IPO기업의 장기저성과현상에 대한 설명이 더 유용해질 것으로 여겨진다.

참 고 문 헌

- 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지, 제20집 (2000.), pp.173-198.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 제6호(1993. 8.), pp.55-75.
- 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수, “Tobin Q와 대체적 성과측정 변수와의 관계”, 재무관리연구, 제13권(1996), pp.185-202.
- 김원기, “최초공모주의 장기성과와 대주주지분 변동의 관련성 : 한국시장의 실증결과”, 재무관리논총, 제3권 제2호, (1996. 10.), pp.187-201.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구”, 재무연구, 제5호 (1992), pp.129-154.
- 이해영, 이재춘, “기업소유구조와 기업가치와의 관계 - 패널자료로부터 근거-”, 재무관리연구, 제16권 제2호, (1999. 12.), pp.91-118.
- 임병균, “IPO주식의 장단기성과와 영업성과”, 재무관리연구, 제14권 제1호 (1997. 10.), pp.253-271.
- 임웅기, 이성규, “우리나라 최초공모주의 장기성과에 관한 연구”, 증권학회지, 제18집(1995), pp.333-369.
- 최문수, 허형주, “신규공모주의 장기성과에 관한 재고찰”, 재무연구, 제13권 제1호, (2000. 5.), pp.99-127.
- Aggarwal, R. P. and P. Rivoli, “Fads in the Initial Public Offering Market,” *Financial Management*, Vol.19(1990), pp.45-57.
- Akerlof, G. A., “The Market for ‘Lemons’ : Quality Uncertainty and the Market Mechanism,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.80(1970), pp.488-500.
- Allen, F., and G. R. Faulhaber, “Signaling by Underpricing in the IPO Market,” *Journal of Financial Economics*, Vol.23(1989), pp.303-323.
- Berle, A. A. and Means, G. C., “The Mordern Corporation and Private Property,” Rev. ed., New York : Macmillan, 1968.
- Bothwell. J. K., “Profitability, Risk, and the Separation of Ownership from Control,” *Journal of Industrial Economics*(Mar. 1980), pp.303-317.
- Bradly, W., “The Issue Dicision of Manager-Owners under Information Asymmetry,” *Journal of Finance* 53(Dec. 1987), pp.1245-1260.

- Buser, S. A. and K. C. Chan, NASDAQ/NMS Qualification Standards, Ohio Regulation Experience and the Price Performance of Initial Public Offerings," Columbus, Ohio Department of Commerce and National Association of Securities Dealers, Inc.(1987).
- Chalk, A. and J. Peavy, "Initial Public Offering : Daily Returns, Offering Types and the Price Effect," *Financial Analysis Journal*(Sep./Oct. 1987), pp. 65-69.
- DeGeorge, F., and R. Zeckhauser, "The Reverse LBO Decision and Firm Performance : Theory and Evidence," *Journal of Finance* 45(1990), pp. 1323-1348.
- Grinblatt, J. A. and C. Y. Hwang, "Signaling and the Pricing of New Issues," *Journal of Finance* 44(1989), pp.393-420.
- Herman, E. S., "Corporate Control, Corporate Power," Cambridge University Press, Cambridge, 1981.
- Holthausen, R., Rarcker, D., "The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics* 42(1996), pp.293-332.
- Ibbotson, R. G., "Price Performance of Common Stock Issues," *Journal of Financial Economics* 2(1975), pp.235-272.
- Jain, B. A. and O. Kini, "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms," *Journal of Finance* vol.49(1994), pp.1699-1726.
- Jensen, M. C., and W. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(1976), pp.306-360.
- Lehn, K. Netter, J. and A. Poulsen, Consolidating Corporate Control, Dual-class Recapitalization versus Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*(1990), pp.557-580.
- LeLand, H. E., and D. Pyle, "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *Journal of Finance* 32(1977), pp.371-387.
- Levis, M., "The Long-run Performance of Initial Public Offerings : The UK Experience 1980-1988," *Financial Management*(Spring 1993), pp.28-41.
- McConnell, J. J., and H. servaes, "Equity Ownership and the Two Faces of Debt," *Journal of Financial Economics*(1995), pp.131-157.

- Mikkelson, W., Partch, M., "Stock Price Effects and Costs of Secondary Distributions," *Journal of Financial Economics* 14(1985), pp.165-194.
- Mikkelson, W. H., M. M. Partch, K. Shah, "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public," *Journal of Financial Economics* 44(1997), pp.281-307.
- Monsen, J., Chiu, J. S., D. E. Cooley, "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm," *Quarterly Journal of Economics*(Aug. 1968), pp.435-451.
- Morck, R., Shleifer, A., and R. W. Vishny, "Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* (Jan./Mar. 1988), pp.293-315.
- Pagano, M., F. Panetta, L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," *Journal of Finance* 53(1998), pp.27-64.
- Pound, J., "Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight," *Journal of Financial Economics*(1988), pp.237-265.
- Radice, H. K., "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms : An Empirical Study," *Economics Journal*(Sep. 1971), pp.547-562.
- Reilly, F., "New Issues Revisited," *Financial Management*(Winter 1977), pp. 28-42.
- Ritter, J. R., "The Long-run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 46(1991), pp.3-27.
- Stultz, R., "Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* 20 (Jan./Mar. 1988), pp.25-54.
- Teoh, Si. Hong, Wong, T. J., Rao, G., "Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings," Working Paper(Univ. of California, Los Angeles, CA), 1994.
- Welch, I., "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 44(1989), pp.421-450.
- Wruck, K., "Equity Ownership Concentration and Firm Value : Evidence from Private Equity Financings," *Journal of Financial Economics* 23(1989), pp.3-28.