

# 場外登錄企業의 最初公募株價 特性

## Price Characteristics on the Initial Public Offers of Over-The-Counter Market Registered Firms

金 範 鎮\*

(Kim, Beom-Jin)

논문접수일 : 97. 11

게재확정일 : 97. 12

목 차	
I 서론	IV 실증분석
II 이론적 배경과 선행연구	V 결론
III 우리나라의 장외등록기업과 최초공모주	<참고문헌>

### I. 서론

주식장외시장 등록기업(이하 '장외등록기업'으로 표기)이나 일반공모기업은 기업 공개를 통해서 최초로 공개매각주식(initial public offers, 이하 '최초공모주'로 표기)을 발행하고, 기업공개로 발행된 최초공모주는 정규의 증권시장에 상장되어 거래된다. 그러나 주식장외시장에 등록하기 위해서 기업이 공모절차를 통해서 발행하는 주식은 장외시장에서 거래된다. 따라서 최초공모주는 주식장외시장에 등록하기 위해서 주식을 발행하는 경우와 구분된다.

최초공모주에 대한 공정한 발행가액의 결정은 기존의 주주들은 물론 새로운 주주들의 재산권에 미치는 영향이 크다는 점에서 공정하여야 한다. 그러나 현실적으로 최초공모주의 발행가액(이하 '공모가'로 표기)은 시가보다 낮게 저가발행(underpricing)되는 것이 일반적이다.

최초공모주의 공모가에 관한 기존의 연구들은 최초공모주 발행기업을 장외등록기업과 일반공모기업 구분없이 저가발행현상과 저가발행의 원인을 찾는 것이었지,

---

\* 상지대학교 경영학과 부교수

장외등록기업의 최초공모주가에 대한 연구는 없었다. 따라서 장외등록기업이 최초공모주를 발행하는 경우에 최초공모주가의 특성에 관하여 다음과 같은 내용을 실증적으로 분석·검증할 것이다.

첫째, 장외등록기업이 발행한 최초공모주의 공모가와 상장후 주가에 대한 실태를 전체기간과 연도별로 분석한다.

둘째, 장외등록기업이 발행한 최초공모주의 저평가율실태를 전체기간과 연도별로 분석한다.

셋째, 장외등록기업이 공모한 최초공모주에 대해서 공모전 주식장외시장주가(이하 '공모전 주가'로 표기)와 공모가·상장후 주가사이의 상관관계를 분석한다.

장외등록기업이 발행한 최초공모주의 공모가·상장후 주가와 저가발행실태에 관한 연구는 우리나라 증권시장의 최초공모주가에 대한 특성을 더 잘 밝힐 수 있을 것이다. 또한 장외등록기업이 공모한 최초공모주의 공모전 주가와 공모가·상장후 주가사이의 상관관계분석은 장외등록기업이 발행하는 최초공모주의 공모가결정에 공모전 주가를 반영하는 것이 의미있는 지 검토해 보기 위해서이다.

현재 우리나라에서 최초공모주의 공모가는 본질가치(자산가치와 수익가치)와 상대가치를 이용하여 결정된다.<sup>1)</sup> 상대가치는 공모회사와 업종이 유사한 상장회사의 주가만을 기준으로 산정된다.<sup>2)</sup> 상대가치 산정시 장외등록기업의 경우에는 공모회사와 업종이 유사한 상장회사의 주가뿐만 아니라 공모전 주가도 존재한다. 따라서 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가결정에 공모전 주가를 반영하는 것이 의미있는 것인 지 검토해 볼 것이다.

본 논문의 II에서 최초공모주의 저가발행현상과 저가발행의 원인에 관한 이론적 배경과 실증적 연구들을 살펴본다. III에서 우리나라의 장외등록기업, 최초공모주 그리고 장외등록기업의 최초공모주에 대해서 검토한다. IV에서는 장외등록기업에 대한 최초공모주의 공모가·상장후 주가와 저가발행에 대한 실태를 분석하고, 장외등록기업의 공모전 주가와 공모가·상장후 주가사이의 상관관계를 분석한다. V에서 연구 결과를 요약하고 한계와 제언을 기술한다.

## II. 이론적 배경과 실증적 연구

### 1. 이론적 배경

최초공모주의 성공적 매각을 위해서 일반적으로 저가발행전략이 이용된다. 최초공모주의 저가발행에 대한 이론적 근거로 정보비대칭가설과 보험가설 등이<sup>3)</sup> 있다.

1) '유가증권 인수업무에 관한 규정' 제17조 - 제21조의2.

2) '유가증권 인수업무에 관한 규정' 제19조의2 ①

3) 그 외에도 주간사회사의 위험회피가설과 신호가설이 있다.

이들 가설에 대한 타당성은 실증적으로 충분하게 입증되지는 못했다.

최초공모주의 저가발행에 관한 정보비대칭가설(hypothesis of information asymmetry)은 두 가지 측면에서 설명할 수 있다. 첫째는 투자은행(investment bank: 주간사회사)과 공개대상기업 사이의 정보비대칭이고<sup>4)</sup>, 둘째는 정보를 가진 투자자(informed investors)와 그렇지 않은 투자자(uninformed investors) 사이의 정보비대칭이다.<sup>5)</sup> 정보비대칭은 두 의사결정자 집단간에 존재하는 정보에 대한 보유량과 정확성의 차이로 발생한다.

투자은행이 만일 최초공모주의 공모가를 과다하게 책정한다면, 이를 적정한 가격으로 믿고 투자한 투자자들이 손해를 볼 가능성이 커진다. 투자은행의 과다한 공모가산정으로 인해 투자자들이 손해를 본다면, 투자자들은 투자은행에 대한 법적책임을 요구할 것이다. 보험가설(insurance hypothesis)은 투자자들의 손해배상청구를 피하기 위해서 투자은행이 최초공모주를 저가발행할 것이라는 것이다.<sup>6)</sup>

## 2. 실증적 연구

최초공모주의 저가발행에 관한 실증적 연구는 저가발행현상을 설명하기 위해서 최초공모주에 대한 저평가율과 초과수익율을 이용하였다. 우리나라 증권시장에서 최초공모주의 저가발행현상에 대한 실증적 연구결과는 저가발행현상이 존재한다는 것이다.(김응한·이영기: 1988, 강효석: 1990, 임웅기: 1991, 정성창: 1992, 선우석호 등: 1994, 이성규 등: 1995)

강효석(1990)은 저평가율은 최초공모주에 대한 청약율과 공모규모에 각각 1%의 유의수준에서 정과 부의 유의한 상관성을 가지고, 공모기업의 업종(금융업과 기타)에 따라서 정과 부의 상관성을 가진다고 했다. 강효석(1991)은 투자은행의 명성에 따라서 저평가율은 통계적으로 의미있는 차이를 보이지 않았다고 했다. 임웅기(1991)는 발행가액이 낮을수록 저평가율이 높다고 했다. 그리고 최초공모주의 가격형태를 설명하는 경제적변수(공모전의 기업규모와 무상증자율)를 찾으려 했으나 확인하지 못했다.

정성창(1992)은 우리나라의 최초공모주에 대한 저평가의 크기가 미국에 비해서 유의하게 크다는 사실을 확인하고, 최초공모주의 발행가액결정제도에 대한 각국간의 차이점을 검토하였다. 김건우(1992)는 최초공모주의 발행가는 일반적으로 자산가치보다 수익가치와 더 밀접한 상관관계를 가지고, 자산가치의 26% · 수익가치의 36%

4) 투자은행이 공개대상기업에 비해서 자본시장에 대해서 보다 우월한 사전적

정보를 가지므로 이들 사이에 정보비대칭의 문제가 발생한다.(Baron, 1982)

5) 기업공개시장에 정보를 가진 투자자와 그렇지 않은 투자자가 존재한다. 전자는 우량 공모주만 선별적으로 청약하고 후자는 모든 공모주에 대해서 임의적으로 청약할 것이다.(Rock, 1986)

6) 투자은행이 최초공모주를 저평가하는 이유로 보험가설을 들었다.(Tinic, 1988)

를 가중치로하여 산정된다고 했다. 주상룡(1995)은 최초공모주의 발행가와 저평가정도는 내부자지분율과 각각 성과 부의 유의적 상관관계를 가지고, 주당순자산가치는 최초공모주의 발행가와 저평가정도와 각각 성과 부의 유의적 상관관계를 가진다고 했다.

김성민(1995)은 주간사회사가 발행회사의 내재가치에 대한 정보생산노력을 많이 할수록 최초공모주의 기대저가발행 정도가 낮아진다는 결론을 도출하였다. 이성규 등(1995)은 주간사회사의 상장주가에 대한 정보의 정확성이 떨어질수록 해당 기업의 공모가격이 비례적으로 낮게 책정되고, 이같은 가격결정의 메카니즘으로 인해 공모가격이 낮은 공모주들의 저가발행 정도가 심화된다고 했다.

미국증권시장의 최초공모주에 대한 저가발행현상을 설명한 연구는 Beatty & Ritter(1986), Ritter(1987), Carter & Manaster(1990) 등의 연구<sup>7)</sup>이다.

미국증권시장에서 저평가율이 Beatty & Ritter(1986)는 14.1%, Ritter(1987)는 14.8%수준이라 했다. Beatty & Ritter(1986)와 Carter & Manaster(1990)는 주간사회사의 명성도가 낮을(높을)수록 저가발행 정도는 커(작아)진다고 하였다. Ritter(1987)는 미국증권시장에서 총액인수방식의 경우에 저가발행율은 14.8%였으나, 모집주선방식의 경우에 저가발행율은 47.8%로 큰 차이를 보인다고 했다. 차이를 보인 이유는 총액인수방식에서 투자는행이 모집주선방식에 비해서 공모가격산정을 위해서 더 많이 시장수요에 대한 정보를 수집하였기 때문이라고 했다.

### Ⅲ. 우리나라의 장외등록기업과 최초공모주

#### 1. 장외등록기업

##### (1) 주식장외시장

주식유통시장은 거래소시장(exchange market)과 장외시장(off-board market)으로 구분된다. 장외시장에서 주식매매는 증권회사에서 이루어지는 점두거래방식과 증권회사의 개입없이 매매당사자간에 이루어지는 직접거래방식에 의해서 이루어진다. 일반적으로 주식장외시장은 증권회사의 점두에서 증권회사와 고객간 또는 증권회사 상호간에 비상장주식에 대하여 개별적으로 상대매매방식이 이루어지는 시장(over-the-counter market: OTC)을 뜻한다.

주식장외시장은 거래소시장과의 관계에서 보완적기능<sup>8)</sup>과 경쟁적기능<sup>9)</sup>을 수행한

7) 다른 나라의 최초공모주에 대한 저가발행연구(1969-1987)는 강효석의 논문(1990, pp. 161. <표2>)을 참고.

8) 비상장주식에 유동성을 부여하고 거래소시장에의 상장을 유도한다.

9) 거래소시장과 장외시장에서 동일한 주식이 거래되는 경우에 상호견제작용을 하여 가격변동을 안정화하고 궁극적으로 공정가의 형성을 가능케 한다.

다. 주식장외시장은 초기단계에서 거래소시장에 대한 보완기능을 갖으나 성숙단계에 이르러서는 경쟁적 지위를 가지게 된다. 주식장외시장은 첫째, 중소기업에게직접금융의 기회를 제공하고 둘째, 벤처기업(V.B.: Venture Business 이하 'V.B.'로 표기)에게 투자자금회수의 편의를 제공하며 셋째, 투자자에게 새로운 투자기회를 제공한다.

우리나라에서 거래소시장에 상장되어 거래되지 못하는 비상장회사의 주식도 주식장외시장에서 거래될 수 있도록 1986년 '중소기업의 주식거래 활성화를 위한 시장조직화 방안'이 마련되었다. 동 방안에 따라서 한국증권업협회의 주관하에 우리나라에서 체계적으로 조직된 주식장외시장은 1987년 4월 1일 개설되었다. 주식장외시장 개설후 주식장외시장에서 최초로 거래된 주식은 1987년 5월 15일 신영증권에서 거래된 한국물산의 주식이다. 그러나 대부분 장외등록기업의 주식에 대한 장외시장에서의 거래는 부진한 상황이었다.

1991년 말 주식장외시장활성화 방안으로 장외거래증개실을 만들었고, 등록기업에게 우대초치<sup>10)</sup>를 강구하여 등록촉진을 유도하였다. 1996년 3월에 마련된 '주식장외시장 발전방안'<sup>11)</sup>에 따라서 1996년 7월 1일부터 우리나라의 주식장외시장에도 거래소시장과 마찬가지로 전산매매체결시스템(KOSDAQ: Korean Securities Dealers Automated Quotation)을 도입하였고, 이를 운용하기 위하여 코스닥증권 주식회사를 설립하였다.

1997년 12월 1일부터는 정부는 KOSDAQ시장을 거래소시장에 대한 보완적 시장에서 경쟁적 시장(제 2의 증권시장)으로 육성하겠다는 방침을 세웠다. 이러한 방침을 실현시키기 위하여 재정경제원은 KOSDAQ의 등록요건을 완화하고, 외국인의 투자를 허용하며, 장외등록기업이 해외증권의 발행도 가능토록하는 조치를 강구하였다.

## (2) 장외등록기업

장외등록기업은 주식장외시장에 장외거래종목으로 등록을 마친 기업이다. 주식장외시장에서 거래되는 주식의 위험성은 정규시장의 상장주식보다 크므로 투자자를 보호하기 위한 제도가 필요하다. 따라서 우리나라에서는 비상장주식중 일정한 요건<sup>12)</sup>을 구비한 주식을 증권업협회에 등록할 수 있게하고 등록된 주식만 주식장외시장에서 거래할 수 있도록 하는 장외거래종목의 등록제도를 시행되고 있다.

10) 기등록법인에 대한 공모증자 허용 · 회사채발행 우대, 모집설립법인의 장외시장등록 유도, 주식장외거래증개실 설치, 수도결제제도의 개선 등.

11) 입찰 등을 통한 주식분산의 촉진, 경쟁매매제도의 도입, 수요기반의 확충, 각종 세제지원 등.

12) '증권거래법' 제3조와 '협회중개시장 운영규정' 제4조에 따라 설립후 경과년수, 자본금, 주식의 분산등, 자본상태, 자산가치등, 경영상태, 부채비율, 감사인의 감사의견, 명의 개서 대행위탁, 통일규격 유가증권, 주식의 양도제한 등의 요건을 충족 시켜야 한다.

장의등록기업은 장외등록기업 이외의 다른 일반기업에 비해서 자금조달상의 혜택(공모증자의 허용, 회사채발행의 우대, 외국인 투자전용 중소기업회사채 발행)과 세제상의 혜택<sup>13)</sup> 그리고 거래소시장에 직상장할 수 있는 혜택을 받을 수 있다. 또한 장외등록기업은 일반기업에 비해서 사회적 신용도의 향상과 기업홍보의 효과를 얻을 수 있다. 직상장을 위해서 해당 주식은 ① 모든 상장요건을 충족하고, ② 소액주주가 1,000명 이상이고, ③ 상장신청일 전 1년간의 협회증개시장에서 월평균거래실적이 상장신청일 현재 발행주식총수의 1%이상이라야 한다. 우리나라에서 기업을 공개하려면 우량건전 주식요건(사전요건)<sup>14)</sup>과 거래유통성 요건(이행요건)<sup>15)</sup>을 충족시키고, 우리나라주조합을 결성<sup>16)</sup>해야 한다. 건설업을 주된 사업으로 하는 법인은 건설업의 특성을 반영하여 기업공개 요건을 더욱 강화하였다.<sup>17)</sup>

<표1> 장외등록기업의 현황

연도 회사수	'87	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	합계
신규등록	21	12	24	22	21	55	89	118	48	31	441
일반기업	18	8	19	12	16	42	79	106	44	17	361
V.B.	3	4	5	10	5	13	10	12	4	14	80
등록취소	2	4	4	3	10	6	6	17	18	40	110
일반기업	2	4	4	3	5	2	5	15	11	31	82
V.B.	-	-	-	-	5	4	1	2	7	9	28
연말현재등록	19	27	47	66	77	126	209	310	340	331	331
일반기업	16	20	35	44	55	95	169	260	293	279	279
V.B.	3	7	12	22	22	31	40	50	47	52	52

자료: 한국증권업협회, 「증권」, 1996. 12, pp. 181.

우리나라에서 최초의 장외등록기업은 1987년 4월 15일 장외등록을 마친 (주)에어로스시스템·범양건영·한국물산 등 3사이다. 최초의 장외등록기업이 탄생한 1987년부터 1996년까지 장외등록기업을 일반기업과 V.B.별로 구분하여 신규등록, 등록취소와 연말현재의 등록기업 수에 관한 현황을 표시한 것이 <표1>이다. 1992년에 신규등록한 장외등록기업 수가 급증한 이유는 1991년말 장외거래중개실을 만들었고 등

13) 대신경제연구소, 「발행시장실무」, 1997, pp. 131-2참조.

14) 설립경과년수, 자본금 및 자기자본, 매출액, 납입자본이익율, 부채비율, 자산가치

및 수익가치,감사의견, 재평가적립금 이외의 잉여금의 자본전입, 유상증자등, 소송 및 부도발생, 합병 및 영업의 양도·양수 및 감자, 주식소유비율의 변동, 제외법인 등에 관한 것이다.

(‘유가증권 인수업무에 관한 규정’ 제22조, ‘유가증권상장규정’ 제15조)

15) 지분분산, 명의개서대행 위탁, 통일규격 주권발행, 주식발행 총수에 관한 요건

(‘유가증권상장규정’ 제15조)

16) 증권거래법 제191조의 7

17) ‘유가증권 인수업무에 관한 규정’ 제23조 ①항 참조

록기업에게 우대조치를 강구하였기 때문이다. 1994년부터 등록취소가 늘어난 이유는 부도, 합병, 취하의 경우도 있으나 대부분이 기업공개로 등록이 취소되었기 때문이다. 1987년부터 1996년까지 신규등록한 기업은 441개이나 등록취소된 기업이 110개로 1996년말 현재 장외등록기업은 331개이다.

## 2. 최초공모주

### (1) 특성

기업공개에 따라서 기업의 소유권을 표상하는 주식인 최초공모주가 발행되지만, 최초공모주의 발행은 유·무상증자시에 주식을 발행하는 경우와 다음과 같은 점에서 다르다.

첫째, 최초공모주의 인수는 공모주 청약권을 가지고 공모주 청약에 참여한 투자자에게 부여되나, 유·무상증자시의 주식인수권은 기존 주주들에게 소유주식수에 비례해서 부여된다.

둘째, 유·무상증자시에도 실권주에 대해서 공모를 하나, 최초공모주는 모든 주식이 공모된다는 점에서 다르다.

셋째, 유·무상증자기업이 발행한 주식은 동 기업이 상장기업인지의 여부에 따라서 증권시장에서 거래되지만, 일반투자자에게 공모되고 배정되어 발행된 최초공모주는 증권시장에 신규로 상장되어 거래된다.

넷째, 유·무상증자의 경우에 상장된 주식과는 달리 기업공개로 발행된 최초공모주에 대해서 주간사회사는 상장후 3개월간 공모가를 유지할 책임을 가진다.

### (2) 공모가의 산정

최초공모주의 공모가산정을 위한 이론적 방법은 주가배수법(multiples)이나 현금흐름 할인법(free cash flow)이다. 그러나 현실적으로 공모가는 '유가증권 인수업무에 관한 규정'(이하 '규정'으로 표기)에 따라서 보수적으로 정해져왔다.

증권관리위원회가 1984년 10월 19일 '규정'을 제정하였다. 그 후 많은 개정이 이루어 졌으며, 1990년 3월 28일 '규정'의 공모가산정방법이 강화되었다. 동 일자로 '공모주식의 인수가액결정에 관한 기준'(이하 '기준'으로 표기)이 제정되었다. 1994년 12월 2일 '기준'의 내용을 확대한 '시행세칙'이 제정되었다. 1996년 9월 1일 기업공개요건을 강화한 대신 공모가격결정을 자율화하였다.

현재 우리나라에서 최초공모주의 발행가액은 '규정'(1997년 6월 1일 개정)과 '시행세칙'(1997년 3월 26일 개정)에 따라서 자율적으로 결정되고 있다. 따라서 주간사회사는 이론가치에 대하여 공동간사회사의 동의를 얻어 신용평가기관이 산출한 분석가치를 참조하여 최초공모주의 공모가를 산정한 후, 발행회사와 협의하여 최초공모주의 공모가를 자율적으로 정한다.

(3) 발행방식

총액인수방식(firm-commitment underwriting)은 간사회사가 공개회사가 발행하는 주식을 전량 인수하여 판매하는 방식으로, 이 과정에서 발생하는 모든 위험을 간사회사가 부담하고 대가로 스프레드(underwriter spread)를 받는다. 스프레드는 관리수수료(management fee), 인수수수료(underwriting fee)와 판매수수료(selling concession)로 구성된다. 우리나라에서 간사회사와 공개회사의 신규주식공모에 관한 계약은 총액인수방식만이 인정되고 있다.

모집주선방식(best-efforts contract)은 간사회사가 공개회사가 발행하는 주식의 판매와 관련하여 판매대리인으로서의 역할을 하는 방식이다. 모집주선방식에 따를 경우 간사회사는 단지 매각된 물량에 따라서 수수료를 받으므로 위험부담이 없다. 이 경우에 지정된 물량의 판매량이 소화되지 않으면 공모는 취소된다.

3. 장외등록기업의 최초공모주

우리나라에서 1987년 주식장외시장이 개설된 이후 1996년 말까지 장외등록기업과 기타 일반공모기업이 기업공개로 최초공모주를 발행한 현황과 장외등록기업대 일반공모기업의 백분율은 <표2>와 같다.

<표2>는 최초공모주 발행을 위한 공모일 기준으로 작성된 것이나 <표1>은 상장일 기준의 기업공개현황이므로 기업공개수와 장외등록기업의 최초공모주발행 기업수는 일치하지 않는다. 우리나라에서 장외등록기업으로 1988년에 기업공개를 통해 최초공모주를 발행한 기업은 대원전선(4월 8일 최초로 발행), 범양건영과 한국물산 등 3개사이다.

<표2> 최초공모주발행 현황

연도 기업수	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97.6	합 계
최초공모주발행	112	126	36	21	8	7	25	36	40	12	423
장외등록기업	3	4	1	2	1	3	11	17	28	8	78
일반공모기업	109	122	35	19	7	4	14	19	12	4	345
장외/일반(%)	2.9	3.3	2.9	10.5	14.3	75.0	78.6	89.5	233.3	200.0	22.6

자료: 대신경제연구소, 「발행시장실무」, 1997, pp. 18와 한국증권업협회, 장외시장관리실에 문의.

1988년 장외등록기업이 최초공모주를 발행한 후 1993년까지 매년 4개이하의 기업이 최초공모주를 발행하였다. 그러나 1994년부터는 10개 이상의 기업이 최초공모주를 발행하고 있으며 장외등록기업의 최초공모주발행에 대한 증가속도는 상당한 수준이다. 장외등록기업대 일반공모기업의 최초공모주발행 백분율은 꾸준히 늘어났



으며 1993년부터 75%를 초과하였고 특히, 1996년부터는 기업공개로 최초공모주를 발행한 장외등록기업수가 일반공모기업의 2배이상으로 늘어나 장외등록기업의 최초 공모주발행이 기업공개를 위한 전단계로 정착되어 가는 현상을 보이고 있다.

## IV. 실증분석

### 1. 분석과제와 분석절차

#### (1) 공모가와 공정가

우리나라 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가와 공정가의 실태를 분석한다. 공정가는 상장된 최초공모주의 상장초일주가, 평균주가와 안정주가(이후에 '상장가', '평균가'와 '안정가'로 표기)를 대용가로 이용한다. 최초공모주의 공모가 · 상장가 · 평균가 · 안정가를 계산하고 이들에 대한 통계량을 구했다.

최초공모주의 공모가는 공모일에 확정되지만 최초공모주에 대한 공정가는 확정된 것이 아니므로 공정가를 대신할 대용가를 이용하였다. 최초공모주의 공정가에 대한 대용가는 기업공개로 증권시장에 상장된 최초공모주(최신주)<sup>18)</sup>에 대한 특정일(상장일, 평균일, 안정일)의 종가를 이용하였다.

어느 시점(t)에 해당 주식의 종가를 대용가로 이용할 것인 지는 중요하지만, 어느 시점의 종가가 공정가를 가장 잘 반영할 것인지 단정하기는 쉽지않다. 따라서 다음과 같은 몇 개의 중요한 시점을 이용하여 해당 주식에 대한 종가를 대용가로 이용하였다.

첫째, 최초공모주의 상장일(t=1)에 형성된 주식의 종가를 상장가로 한다. 상장일은 최초공모주가 증권시장에 상장되는 날이므로 객관적이다. 상장가는 모든 최초공모주의 상장일이 정해져 있고 상장일의 주가가 증권시장에서 결정된다는 점에서 명확하다. 그러나 공모주에 대한 청약경쟁이 극심했던 일부 최초공모주는 공급에 비해서 수요가 지나치게 많아 상장가가 매매없는 기세로 형성되므로, 이를 공정가액으로 보는 데 한계가 있다.

둘째, 최초공모주의 상장일부터 동 주식에 대한 10일간(증권시장 개장일) 종가의 최고가액과 최저가액의 평균가액을 평균가로 한다.<sup>19)</sup> 평균가는 다소 주간적이긴 하지만, 상장일 이후에 나타날 수 있는 심한 가격변동폭이 조정될 수 있다는 점에서 대용가로 이용하였다.

셋째, 최초공모주가 상장되어 증권시장에서 비교적 가격이 안정적으로 형성된 날

18) 최신주가 공모주의 성격에 가장 부합되기 때문이다.(이성규 등, 1995, p. 4.)

19) 최초공모주는 대체로 상장후 11일 이후 초과수익율에 큰 변동이 없다.(이성규 등, 1995, p. 4-5.)

의 증가를 안정가로 한다. 가격이 안정적으로 형성된 날을 언제로 볼 것인가는 임의적이지만, 가격이 안정된 날을 잘 선정한다면 보다 좋은 공정가액을 이용할 수 있을 것이다. 가격이 안정된 날은 상장후 해당 주식에 대한 가격변동의 방향(상승이나 하락)이 정지되거나 변동(상승은 상승이 멈추거나 하락으로, 하락은 하락이 멈추거나 상승으로)된 날의 전 날로 하였다.

(2) 저가발행

우리나라 장외등록기업의 최초공모주에 대해 저평가율과 조정저평가율을 이용하여 저가발행현상을 분석한다. 장외등록기업의 저가발행현상은 식(1)과 식(2)의 계산을 통해서 확인하였다.

$$UP = \frac{P_s - P_o}{P_o} \tag{1}$$

$$AUP = \frac{P_s/P_o - M_s/M_o}{M_s/M_o} \tag{2}$$

- UP : 저평가율
- P<sub>o</sub> : IPO의 공모가
- P<sub>s</sub> : IPO의 공정가에 대한 대응가
- AUP : 종합주가지수로 조정한 저평가율
- M<sub>s</sub> : 대응가 결정일(t)의 종합주가지수
- M<sub>o</sub> : 공모일의 종합주가지수

식(1)과 식(2)를 이용하여 저평가율(UP)과 종합주가지수로 조정한 저평가율(AUP: 이하 '조정저평가율'로 표시)을 계산한다. 주식시장에서 주가의 결정은 해당 항목의 재료뿐만 아니라 시장의 상황에도 영향을 받는다. 이러한 점에서 식(1)은 주식시장의 전반적 시세동향을 반영하지 못하므로 장세를 반영할 수 있도록 조정을 할 필요가 있다. 따라서 식(1)을 조정하기 위하여 종합주가지수를 이용하여 식(2)를 설정하였다. 종합주가지수는 공모일 · 상장일 · 평균일 · 안정일의 종합주가지수가 필요한데, 해당 종합주가지수는 앞에서 이용한 대응가 결정방식에 준해서 결정하였다.

### (3) 공모전 주가와 공모가 · 공정가

장의등록기업이 기업공개시 발행하는 최초공모주는 ① 주식장외시장의 등록을 위하여 이미 한 번 공모절차를 통하여 발행된 적이 있고, ② 주식장외시장에서 상당 기간 거래되었기 때문에 공모전 장외시장 주가는 최초공모주의 공모가 · 공정가와 높은 상관성이 있을 가능성이 있다. 우리나라의 증권시장에서 장외등록기업의 공모전 주가와 최초공모주의 공모가 · 공정가 사이의 관계를 Pearson의 상관관계분석을 통하여 분석하였다.

상관관계분석을 위해서 장외등록기업의 공모전 주가를 알아야 한다. 장외등록기업의 공모전 주가는 동 기업의 기업공개계획에 따라서 영향을 받을 수 있다. 기업공개를 위해서 약 4개월전에 이사회회의 결의, 공동간사회사의 지정과 유가증권의 분석이 이루어진다.<sup>20)</sup> 따라서 공모전 주가는 공모전 4개월을 전후해서 가장 많은 거래가 이루어진 달의 평균주가를 이용하는 것이 바람직할 것이다. 그러나 장외시장은 정규의 증권시장과는 다르게 거래의 빈도와 규모가 작고 전산매매체결방식이<sup>21)</sup> 적용되지도 않았다. 이러한 이유로 공모전 6개월부터 공모월 사이에 장외시장에서 100주 이상 거래가 이루어진 달중 거래가 가장 많았던 달의 평균주가를 이용하였다.

## 2. 표본의 선정과 자료의 수집

### (1) 표본의 선정

장의등록기업이 최초로 기업공개를 실시한 1988년 이후에 공모한 기업이 표본대상이 될 수 있다. 표본대상기업은 기업공개를 통하여 1988년 1월 1일부터 1997년 6월 30일까지 최초공모주를 한국증권거래소에 신규상장한 기업으로 하였다. 그러나 표본기업의 동질성을 확보하기 위해서 다음 사항에 해당되는 기업을 표본대상에서 제외하고 최종표본을 확정하였다.

첫째, 금융기관의 기업공개에 대해서는 제조기업과 다른 법률적 규제를 하므로 금융기관은 제외한다.

둘째, 분석을 위해서 필요한 자료를 수집하여 이용할 수 없는 기업은 표본대상에서 제외한다.

따라서 표본기업은 기업공개를 통해서 1988년 1월 1일부터 1997년 6월 30일까지 최초공모주를 신규상장한 금융기관 이외의 기업으로, 필요한 자료를 수집하여 이용할 수 있는 기업이다. 신규상장기업 78개중 금융업종기업 9개를 제외한 기업 69개가 표본대상기업이다. 이들 기업에 대한 자료를 전부 수집할 수 있었으므로 최종표본기

20) 대신증권주식회사, 발행시장실무, p. 43-44.

21) 우리나라에서 장외등록기업의 주식은 점두시장(Over the Counter Market)에서 거래되어 왔으나 코스닥증권(주)의 설립으로 1996년 7월 1일부터 KOSDAQ시장에서 거래되고 있다. 따라서 1996년 6월 30일까지는 전산매매방식으로 거래가 이루어지지 못했다.

업은 69개이다. 표본기업에 관한 구체적 내용은 <표3>과 같다.

<표3> 표본기업의 현황

연도 기업수	'88	'89	'90	'91	'92	'93	'94	'95	'96	'97.6.	합계
장외등록기업 (금융업종기업)	3	4	1	2	1	3	11	17	28	8	78
표본기업	-	-	-	-	-	-	(1)	-	(7)	(1)	(9)
표본기업	3	4	1	2	1	3	10	17	21	7	69

자료: 증권금융주식회사, 「증권금융」, 1988. 12. - 1997. 7.

### (2) 자료의 수집

표본으로 선정된 신규상장기업은 증권금융주식회사의 「증권금융」에서 확인하였다. 표본기업중 장외등록기업인지의 여부는 '한국증권업협회 장외시장관리실'에 문의하여 확인하였다. 최초공모주의 공모일, 상장일, 발행가액과 최초공모주의 상장초일 주식의 증가는 「증권금융」과 한국증권거래소의 「주식」, 「신규상장기업소개」에서 조사하여 수집하였다. 최초공모주의 저평가율을 산정하기 위해서 필요한 평균가와 안정가, 공모일 · 상장일 · 평균일 · 안정일의 종합주가지수는 한국증권업협회 발행의 「증권시장」과 매일경제신문사의 마이크로필름에서 조사하여 수집하였다.

장외등록기업 69개에 대한 공모전 주가는 한국증권업협회의 「증권」 장외등록기업의 '종목별 거래실적 및 시세'에서 수집하였으나, 11개 회사의 주가는 거래의 부진으로 이용할 수 없었다. 따라서 상관분석을 위해서 자료를 이용할 수 있는 분석대상 기업수는 58개였다.

## 3. 분석결과

### (1) 공모가와 공정가

분석대상이된 69개 장외등록기업이 발행한 최초공모주의 공모가와 공정가(상장가 · 평균가 · 안정가)에 대한 통계량은 <표4>와 같다. 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가 평균은 14,283원이다. 장외등록기업이 공모한 최초공모주는 상장일에 주당 평균 25,841원이므로 장외등록기업의 최초공모주를 취득한 투자자는 상장일 기준 11,558원의 주당 평균수익을 올렸을 것이다. 또한 장외등록기업의 최초공모주를 취득한 투자자는 평균가와 안정가기준으로 각각 15,806원과 26,966원의 주당 평균수익을 올렸을 것이다. 장외등록기업이 공모한 최초공모주의 최저가는 5,000원이고 최고가는 40,000원이었다. 장외등록기업이 공모한 최초공모주의 상장가는 최저 8,460원, 최고 79,500원이었다.

<표 4> 공모가와 공정가에 대한 통계량

통계량 가액	평균	표준편차	최저치	최고치
공모가	14,283	6,656	5,000	40,000
상장가	25,841	15,964	8,460	79,500
평균가	30,089	21,831	7,985	110,350
안정가	41,249	44,131	7,600	268,500

장외등록기업이 발행한 최초공모주의 연도별 공모가와 공정가(상장가 · 평균가 · 안정가)에 대한 통계량은 <표5>와 같다. 1993년까지 공모가평균은 8,500원미만 · 상장가평균은 19,200원미만이었으나 1994년부터는 공모가평균은 13,100원초과 · 상장가평균은 23,000원을 초과하였다. 따라서 1994년부터는 그 전에 비해서 대체로 재무구조가 건전한 장외등록기업이 공개되었다고 추정할 수 있다.

<표5> 연도별 공모가와 공정가에 대한 통계량

연도(기업수)	가액	공모가	상장가	평균가	안정가
1988 ( 3 )		5,000	14,333	14,617	15,733
1989 ( 4 )		8,125	18,425	20,263	22,450
1990 ( 1 )		8,500	9,100	12,100	14,700
1991 ( 2 )		5,500	15,300	15,700	16,100
1992 ( 1 )		7,000	9,500	12,000	14,500
1993 ( 3 )		8,333	19,200	23,383	32,833
1994 (10)		14,050	23,190	27,820	39,680
1995 (17)		13,118	23,054	25,471	29,494
1996 (21)		18,595	33,619	41,358	66,236
1997 ( 7 )		18,929	31,186	35,121	38,786

(2) 저평가율

공정가의 대용가로 상장가, 평균가와 안정가를 식(1)에 적용하여 장외등록기업의 저평가율을 계산하였다. 또한 식(2)를 이용하여 표본기업의 조정저평가율을 계산하였다. (조정)저평가율이 양의 값이면 저가발행되었고 음의 값이면 고가발행되었다는 의미다. (조정)저평가율의 크기가 클수록 저평가의 정도가 크다는 뜻이다.

장외등록기업이 발행하는 최초공모주에 대한 저평가율을 UP, 조정저평가율을 AUP로 표시하였다. 상장일 · 평균일 · 안정일의 저평가율은 각각  $UP_1 \cdot UP_2 \cdot UP_3$ 로, 조정저평가율은 각각  $AUP_1 \cdot AUP_2 \cdot AUP_3$ 로 표시하였다.

<표6> 저평가율과 조정저평가율

통계량 저평가율	평균	표준편차	최저치	최고치
UP <sub>1</sub>	0.89	0.89	0.05	4.71
UP <sub>2</sub>	1.13	1.08	0.06	6.08
UP <sub>3</sub>	1.69	1.66	0.00	7.87
AUP <sub>1</sub>	0.89	0.89	-0.04	4.76
AUP <sub>2</sub>	1.14	1.08	0.00	5.81
AUP <sub>3</sub>	1.73	1.74	0.01	7.75

장외등록기업이 공모한 최초공모주에 대해서 계산된 저평가율과 조정저평가율의 통계량은 <표6>과 같다. <표6>은 우리나라에서 장외등록기업에 대한 최초공모주의 저가발행현상이 일반적이라는 사실을 보여준다. 최초공모주발행시의 저평가율은 공정가를 상장주가로 본 경우(UP<sub>1</sub>)에 89%, 평균주가로 본 경우(UP<sub>2</sub>)에 113%, 안정주가로 본 경우(UP<sub>3</sub>)에 169%수준이다. 최초공모주 발행시의 조정저평가율 AUP<sub>1</sub>, AUP<sub>2</sub>, AUP<sub>3</sub>도 저가율(UP<sub>1</sub>, UP<sub>2</sub>, UP<sub>3</sub>)과 비슷하였다. 저평가율의 크기는 UP<sub>3</sub>, UP<sub>2</sub>, UP<sub>1</sub> 순이고 조정저평가율의 크기도 AUP<sub>3</sub>, AUP<sub>2</sub>, AUP<sub>1</sub> 순이다.

<표6>에서 특이한 점은 AUP<sub>1</sub>의 최저치가 마이너스인 점이다. 마이너스의 저평가율은 저가발행이 일반적인 우리나라의 현실에 반하는 것으로, 최초공모주의 고가발행을 의미하는 것은 아니다. 이것은 최초공모주의 공모가에 대한 상장가의 비율이 공모일의 종합주가지수에 대한 상장일의 종합주가지수의 비율보다 작았다는 의미다. 즉, 최초공모주에 대한 가격변동이 종합주가지수변동보다 작았다는 뜻으로, 최초공모주의 공모가가 상장가보다 높은 고가발행을 뜻하는 것은 아니다.

<표7> 연도별 저평가율과 조정저평가율

가액 연도(기업수)	UP <sub>1</sub>	UP <sub>2</sub>	UP <sub>3</sub>	AUP <sub>1</sub>	AUP <sub>2</sub>	AUP <sub>3</sub>
1988 ( 3)	2.15	1.92	1.87	2.07	1.84	1.79
1989 ( 4)	1.31	1.53	1.80	1.21	1.42	1.69
1990 ( 1)	0.73	0.42	0.07	0.72	0.45	0.12
1991 ( 2)	1.99	1.94	1.89	2.12	2.13	2.14
1992 ( 1)	0.36	0.71	1.07	0.37	0.72	1.06
1993 ( 3)	1.27	1.78	2.93	1.25	1.75	2.81
1994 (10)	0.67	1.00	1.79	0.65	0.99	1.81
1995 (17)	0.77	0.93	1.23	0.74	0.90	1.19
1996 (21)	0.79	1.14	2.10	0.83	1.22	2.28
1997 ( 7)	0.63	0.84	1.03	0.62	0.85	1.06

장외등록기업이 발행한 최초공모주의 연도별 저평가율과 조정저평가율에 대한 통계량은 <표7>과 같다. 1993년까지 상장일기준의 저평가율과 조정저평가율은 변동이 심하였으나 1994년부터 상장일기준의 저평가율과 조정저평가율은 60%에서 80% 수준에서 안정되었다. 이것은 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가의 결정이 상장일기준에서 볼 때 1994년부터 저가발행되었지만 일정수준을 유지하는 선에서 결정되고 있음을 뜻하는 것이다.

(3) 장외등록기업의 공모전 주가와 공모가 · 공정가

장외등록기업의 주가자료를 이용할 수 있는 기업 58개를 대상으로 공모전 주가와 장외등록기업이 기업공개시 발행한 최초공모주에 대한 공모가 · 공정가(상장가, 평균가, 안정가)에 대한 Pearson 상관계수는 <표8>과 같다.

<표8> 공모전 주가와 공모가 · 공정가에 대한 Pearson 상관관계

	공모전 주가	공 모 가	상 장 가	평 균 가	안 정 가
공모전 주가	1				
공 모 가	0.815*	1			
상 장 가	0.723*	0.663*	1		
평 균 가	0.763*	0.676*	0.982*	1	
안 정 가	0.867*	0.728*	0.832*	0.899*	1

\* : p < 0.01

<표 9> 단순회귀분석결과(독립변수: 공모전 주가)

통계량 종속변수	a(상수값)	b(회귀계수)	r(상관계수)	Adj.R <sup>2</sup> (설명력)	F Value
공 모 가 (t value)	10,506* (15.39)	0.142* (10.43)	0.815*	0.658	108.83*
상 장 가 (t value)	17,161* ( 8.44)	0.314* ( 7.23)	0.723*	0.514	60.26*
평 균 가 (t value)	17,685* ( 6.83)	0.451* ( 8.75)	0.763*	0.575	76.63*
안 정 가 (t value)	12,030* ( 2.96)	1.041* (12.91)	0.867*	0.747	166.54*

\* : p < 0.01,

<표8>에서 장외등록기업의 공모전 주가와 장외등록기업이 기업공개시 발행하는 최초공모주의 공모가의 상관계수는 0.815였다. 이것은 Guilford의 해석기준에 따르면 통계적으로 1%의 유의수준에서 의미있는 높은 상관관계로 최초공모주의 공모가산

정에 장외등록기업의 공모전 주가가 상당부분 실질적으로 반영되었다고 추론할 수 있다. 그러나 '규정'은 최초공모주의 공모가 산정시 장외등록기업의 공모전 주가를 반영토록 하고 있지 않다. 따라서 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가 산정시 장외등록기업의 공모전 주가를 반영토록해야 할 필요성이 크다. 또한 공모전 주가와 최초공모주에 대한 상장후 공정가와외 상관계수(상장가는 0.72, 평균가는 0.76이고 안정가는 0.87)도 높았다는 것은 장외등록기업의 공모전 주가가 상장후 주가에도 유효하게 반영되었다는 뜻이다.

장외등록기업의 공모전 주가를 독립변수로 공모가와 공정가(상장, 평균가와 안정가)를 종속변수로한 단순회귀분석결과는 <표9>와 같다. 단순회귀분석의 결과로 계산된 회귀방정식의 상수값과 회귀계수가 1%의 유의수준에서 신뢰할 수 있으므로, 장외등록기업의 공모가추정과 상장후의 주가를 추정하는데 회귀방정식을 참고로 이용할 수도 있을 것이다.

## V. 결론

### 1. 연구결과의 요약

우리나라에서 장외등록기업이 기업공개시 발행하는 최초공모주의 가격특성에 대한 실증분석을 통하여 얻은 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가는 평균 14,283원으로 장외등록기업의 최초공모주를 취득한 투자자는 상장가기준 주당 평균 11,558원의 수익을, 평균가와 안정가기준으로 각 각 15,806원과 26,966원의 주당 평균수익을 올렸다고 볼 수 있다.

둘째, 장외등록기업이 공모한 최초공모주의 최저가는 5,000원이고 최고가는 40,000원이었다. 장외등록기업이 공모한 최초공모주의 상장가는 최저 8,460원, 최고 79,500원이었다.

셋째, 장외등록기업이 발행한 최초공모주의 연도별 공모가와 공정가를 통해서 1993년까지 공모가평균은 8,500원미만 · 상장가평균은 19,200원미만이었으나 1994년부터는 공모가평균은 13,100원초과 · 상장가평균은 23,000원초과였음을 알 수 있었다. 이것은 1994년부터 대체로 재무구조가 건전한 장외등록기업이 공개되었음을 시사하는 것이다.

넷째, 우리나라에서 장외등록기업에 대한 최초공모주의 저가발행현상은 일반적이다. 장외등록기업의 최초공모주에 대한 저평가율은 상장주가의 경우에 89%, 평균주가의 경우에 113%, 안정주가의 경우에 169%수준이다. 장외등록기업의 최초공모주에 대한 조정저평가율도 저가율과 비슷하였고 저평가율과 조정저평가율의 크기는 안정



가, 평균가, 상장가를 적용하여 (조정)저가율을 계산한 순이다.

다섯째, 1993년까지 상장일기준의 저평가율과 조정저평가율은 변동이 심하였으나 1994년부터 상장일기준의 저평가율과 조정저평가율은 60%에서 80%수준에서 안정되었다. 이것은 장외등록기업의 최초공모주에 대한 공모가의 결정이 상장일기준에서 볼 때 1994년부터 저가발행되었지만 일정수준을 유지하는 선에서 결정되고 있음을 뜻하는 것이다.

여섯째, 장외등록기업의 공모전 주가와 장외등록기업이 발행한 장외등록기업에 대한 공모가·공정가에 대해 높은 상관관계를 확인하였다. 이것은 장외등록기업의 공모전 주가가 장외등록기업이 발행하는 최초공모주의 공모가산정을 위한 평가기준으로 채택되어도 좋을 것이라는 의미다. 따라서 최초공모주의 공모가산정시 장외등록기업의 상대가치계산을 하는 경우에 장외등록기업의 공모전 주가도 반영될 수 있도록 “규정” 제19조의2 ①을 개정할 필요성이 있다.

## 2. 연구의 한계와 제언

본 연구를 수행하는 과정에서 인식된 한계와 이를 개선하기 위한 제언은 다음과 같다.

첫째, 장외등록기업이 발행한 최초공모주에 대한 공정가의 대용가로 이용한 상장가, 평균가와 안정가는 증권거래소에서 형성된 주가로, 이들 대용가가 이론적으로 충분한 공정가로 인식될 수 있을지 의문이다. 그러나 주가배수법이나 현금흐름할인법으로 이론가치를 계산하여 최초공모주의 공정가로 이용하는 것이 현실적으로 어렵다는 점에서 상장가, 평균가와 안정가를 대용가로 이용하였다.

둘째, 장외등록기업의 연도별 통계량에서 연도별 대상 기업수가 작았기 때문에 통계적 의미를 추론하는데 한계를 가진다. 따라서 연도별 통계량에 대한 해석은 신중하게 하여야 할 것이다.

셋째, 장외등록기업에 대한 공모가와 공정가를 분석한 것의 의미도 크지만 장외등록기업을 제외한 일반공모기업의 기업공개시 발행하는 최초공모주에 대한 공모가와 공정가를 분석해 볼 필요가 있다. 또한 장외등록기업과 일반공모기업의 최초공모주간의 차이를 분석해볼 필요도 있을 것이다.

네째, 장외등록기업의 공모전 주가를 이용할 수 있는 기업수가 58개에 불과하였다. 또한 주식장외시장에 전산매매체결시스템이 적용되지 못했고 주식의 거래량도 충분치 못했기 때문에 주가의 적절성에 한계가 존재할 것이다. 1996년 7월 1일부터 장외등록기업의 주가지료는 전산매매체결시스템이 적용되는 KOSDAQ시장에서 이루어 졌다. 또한 장외시장에 대한 투자자들의 관심이 많이 제고 되고 있으므로, 향후의 장외등록기업에 대한 주가지료를 이용한 연구를 통해 보다 의미있는 결과를 얻을 수도 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 강효석(1990), “기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구”, 「재무연구」 제3호, pp. 157-176.
- \_\_\_\_\_ (1991), “투자은행이 IPO의 가격형성에 미치는 영향에 관한 실증분석”, 「재무관리연구」 제8권 제2호, pp. 31-45.
- \_\_\_\_\_·이원흠·조장연(1997), 「기업가치평가론」, 홍문사.
- 고려증권(1997.5), 「주식장외시장실무」, 고려증권.
- 김건우(1992), “발행가와 자산가치 및 수익가치와의 비교”, 「재무관리연구」 제9권, pp. 193-205.
- 김문철(1994), “신규공모주식의 발행가격 결정에 있어서 회계정보의 역할”, 「회계학연구」 제19호, pp. 73-102.
- 김성민(1995), “최초공모주시장에서 주간사회사의 정보생산역할에 관한 연구”, 「재무연구」 제9호, pp. 31-65.
- 김용한·이영기(1988), “기업공개 유상증자시 발행가 결정 및 제 문제점”, 「경제학연구」 제36집, pp. 171-190.
- 대신경제연구소(1997), 「발행시장실무」, 대신경제연구소.
- 대신경제연구소(1997), 「발행시장실무 관계규정」, 대신경제연구소.
- 선우석호·윤영섭·강효섭·김선웅·이원흠·오세경(1994), “한국주식시장에서의 과잉반응과 기업특성적 이례현상에 관한 연구”, 「증권학회지」 제17집, pp. 167- 218.
- 송인만·박철우(1995), “신규공모주의 주가수준과 상대적 가치”, 「증권학회지」 제18집, pp. 371-418.
- 연영규(1992.3), “우리나라 장외시장의 중·장기적 발전방향”, 「증권」, 제71호, pp. 6-13.
- 임웅기(1991), “우리나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구: 발행가결정 자율화 조치를 중심으로”, 「증권학회지」 제13집, pp. 103-137.
- 이성규·임웅기·연강흠(1995), “주간사회사의 공모가격결정형태와 최초공모주의 저가발행현상”, 「재무연구」, 제9호, pp. 119-145.
- 이수철·박영철(1997), “KOSDAQ시장 문제점 분석과 활성화에 관한 연구”, 용인대학교 「산업경영논총」, 제2집, pp.105-133.
- 장유철(1989), “한국 장외시장의 육성에 관한 연구”, 「증권학회지」 제18집.
- 장외시장개설준비위원회(1987.3), “주식의 장외거래제도화에 관한 보고서”, 「증권」, 제51호, pp. 20-54.
- 정성창(1992), “기업공개와 주가형태”, 「재무연구」 제5호, pp. 181-206.

- \_\_\_\_\_ (1992), “우리나라 최초공모주의 과도한 저가발행에 대한 원인분석과 개선방향”, 「재무관리연구」, 제9권 제2호, pp. 149-168.
- 주상룡(1995), “기업공개시 저평가에 영향을 미치는 요인에 관한 연구”, 「증권학회지」 제18집, pp. 233-256.
- 증권금융주식회사, 「증권금융」, 1991.12(193호) - 1997.1(254호)
- 증권거래소, 「주식」, 1992.4 - 1997.2.
- 최관 · 김문철(1997), “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”, 「회계학연구」 제22권 제2호, pp. 1-28.
- 최운열(1987.12), “우리나라 장외시장의 활성화방안,” 증권」, 제54호, pp. 55-69.
- 한국증권업협회, 증권, 1992.12(74호) - 1996.12(90호)

<외국문헌>

- Baron, D.P.(1982), “A Model of the Demand for Investment Banking and Advising and Distribution Services for New Issues”, *Journal of Finance*, Vol. 37, pp. 955-976.
- Beatty, R.P. and J.R. Ritter(1986), “Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-232.
- Carter, R. and S. Manaster(1990), “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation”, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 1045-1068.
- Ritter, J.R.(1987), “The Costs of Going Public”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 269-281.
- \_\_\_\_\_ (1991), “The Long Run Performance of Initial Public Offering”, *Journal of Finance*, Vol. 46, pp. 3-27.
- Rock, Kevin(1986), “Why New Issues are Underpriced”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 187-212.