

▣ 연구논문

IPO기업의 장기성과와 저가발행

The Underpricing and The Long-run Performance of IPO Firms

황동섭\*

Hwang, Dong sub

이재범\*\*

Lee, Jae Bum

ABSTRACT

This paper investigates the relation between operating performance and initial underpricing of companies that go public. A significant decline in operating performance subsequent to the initial public offering(IPO) is found. Additionally there is a significant positive relation between post-IPO operating performance and the level of initial underpricing.

1. 서론

기업이 공개를 할 때 일반투자자들에게 주식을 판매하기 위해 최초공모(initial public offerings : IPO)를 하게 되는데, 이때 판매되는 주식을 최초공모주라고 한다. 많은 연구들에 의하면 거의 모든 최초공모주들이 상장 초기에 높은 초과수익률을 올리는 이상현상을 보이고 있다고 한다. 이러한 상장 초기의 높은 초과수익률은 최초공모주 발행시장에서의 인위적인 저가발행 때문이라고 한다. 저가발행에 대한 설명으로는 중간회사와 발행시간 또는 투자자 상호간의 정보의 비대칭성에 기초한 모형<sup>1)</sup>과 고가치기업이 저가치기업과 구별하기 위해 저가발행을 한다는 신호모형<sup>2)</sup>, 그리고 중간회사의 행태적인 측면에서 설명하려는 위험회피가설<sup>3)</sup> 등이 있다. 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.

\* 탐라대학교 통상학부 조교수

\*\* 서일대학 공업경영과 강사

1) Baron(1982)에 의하면 발행사 보다 정보 우월자인 중간사는 공모를 쉽게 하기 위해 공모가를 발행사의 실제 가치보다 낮게 책정하려는 동기를 갖게 되며, Rock(1986)은 잠재적 투자자를 정보를 소유한 투자자와 정보를 소유하지 못한 투자자로 구분하고 정보를 갖지 못한 투자자를 유인하기 위해서 기업의 기대가치보다 충분히 낮은 수준의 발행가를 책정해야 한다.

2) LeLand & Pyle(1977)의 신호가설을 최초공모주시장에 적용한 것으로 Welch(1989), Allen & Faulhaber(1989), Grinblatt & Hwang(1989) 등의 연구가 있다.

3) Tinic(1988)에 의하면 발행기관이 시장수요를 잘못 예측함으로써 부담하는 손실을 회피하기 위해 그리고 상장 후 투자자들로부터 소송당할 위험을 줄이기 위해 저가발행을 하게 된다고 한다.

Ritter(1991)는 초기의 높은 초과수익률은 발행가격이 지나치게 낮기 때문이 아니라 첫 유통시장이 지나치게 높아서 나타난 것이며, 공개 직후 단기간에 주가 상승률이 높았던 공모주일수록 공개 후 장기적으로 성과가 낮아진다고 했다. 최초공모주의 장기성과와 관련된 최근 연구의 대부분은 최초공모주의 장기 저성과를 보고하고 있다.<sup>4)</sup> Reilly(1977), Aggarwal과 Rivoli(1990), Levis(1993), 임용기와 이성규(1995), 김원기(1996), 임병균(1997), 최문수와 허형주(2000)에 의해서도 장기 저성과가 보고되었다. 이들 대부분의 연구가 공개 후 주가수익률 성과에 초점을 맞추고 있다.

그런데 Degeorge와 Zeckhauser(1993)는 IPO기업의 특수한 형태인 역LBOs(reverse leveraged buyouts)의 영업성과에 대해 조사했는데, 역LBO기업들의 영업성과가 비교기업보다 낮게 나타났다. 이후 영업성과를 측정해서 IPO기업의 장기성과를 조사한 연구가 이루어지고 있다. 영업성과를 이용한 장기성과 연구로는 Jain과 Kini(1994), Mikkelsen et al.(1997) 등의 연구가 있다. Jain과 Kini(1994)는 조정자산영업이익률 등을 이용해 IPO기업의 장기성과를 측정하였는데, 상장 후 영업성과가 상장전년도와 비교해서 유의적으로 하락하고 있음을 확인하였다. 영업성과는 소유구조와 유의적인 (+)의 관계를 보였지만, 저가발행은 관련성이 없는 것으로 나타났다. Mikkelsen et al.(1997)도 조정자산영업이익률 등을 이용해 IPO기업의 영업성과를 측정하였는데, 상장 후 영업성과가 상장전년도와 비교해서 유의적으로 하락함을 확인하였지만, 소유구조와는 별다른 관련이 없음을 확인했다. 이들에 의하면 상장 후 영업성과의 하락은 기업들이 유리한 성과를 보일 때 최초공모를 하기 때문이라고 한다.

이상에서 살펴보았듯이 대부분의 연구에서 최초공모주의 장기저성과를 보고하고 있다. 즉, 최초공모주에서 초기에 초과수익률이 나타나는 현상은 공개 시점에서 투자자들이 공모주에 대해 일시적으로 과대평가를 한 것이므로 일정 기간이 지나면 저성과를 보인다는 것이다.

따라서 본 논문에서는 우리나라 IPO기업의 장기성과가 하락하고 있는지를 일반적인 성과변수를 이용해서 조사해보고자 한다. 그리고 최초수익률이 높은 기업의 장기성과가 더 낮은지를 확인해보고자 한다.

## 2. 실증분석

### 2.1. 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 적정인 58개사를 선정하였다.

연도별 업종별 표본기업의 분포는 <표 1>과 <표 2>에 나타내었다. 분석에 필요한 자료는 상장회사총람(한국상장회사협의회)과 증권조사월보(증권감독원)를 이용하였다.

<표 1> 연도별 최초공모기업과 표본기업

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

4) 최초공모주의 장기저성과가설 이외에도 최초공모주는 단기적으로는 저평가되어 발행되지만 장기적으로는 시장효율성에 크게 벗어나지 않는다는 시장효율성가설(Ibbotson, 1975)과 최초공모주는 단기에서와 마찬가지로 장기적으로도 초과수익율을 달성한다는 초과성과가설이 있다(Chalk & Peavy(1984), Buser & Chan(1987)).

<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 체복제조업				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

2.2. 최초공모기업의 영업성과

<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

구분	평균	중앙값	최저값	최대값
상장전년도말 총자산(백만원)	169,396.66	60,109.00	3,819.00	2,207,941.00
공모금액(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 증가-발행가)/발행가

<표 4>에는 상장전년도(-1)부터 상장후 3년까지의 영업성과를 나타내고 있다. 총자산영업이익률은 수익성을 측정하는 대표적인 추정치로서 영업이익을 총자산으로 나누어 산출한다. 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. 그러므로 매출액영업이익률을 영업성과변수로 함께 살펴본다. 매출액영업이익율은 영업이익을 매출액으로 나누어 백분율로 산출한다. 그리고 영업성과에 나타나는 산업편차를 없애기 위해 각 회

사의 총자산영업이익률에서 그 기업이 속한 산업의 총자산영업이익률을 차감한 산업조정 후 조정자산영업이익률을 이용한다. 본 논문에서는 <표 2>에 나타난 업종분류기준에 의해서 조정자산영업이익률을 산출했다.

<표 4> 표본기업의 성과수준

변수	-1	0	1	2	3
총자산영업이익률	.093	.075*	.064*	.051*	.063*
매출액영업이익률	9.195	7.953**	7.097*	5.318*	6.309*
매출액증가율	21.832	19.241	19.826	15.101***	13.064**
총자산회전율	1.220*	1.152*	1.054*	.983*	.932*
조정자산영업이익률	.022*	.004*	.005**	-.008**	.003**
MTB(시장가치 대 장부가치비율)	-	1.370*	1.247*	1.105*	1.069*
* wilcoxon 순위 검증 결과 1%수준에서 유의함. ** wilcoxon 순위 검증 결과 5%수준에서 유의함. *** wilcoxon 순위 검증 결과 10%수준에서 유의함.					

상장전년도를 기준으로 Wilcoxon부호순위검증을 한 결과 총자산영업이익률과 매출액영업이익률이 상장 3년후에는 전년도에 비해 약간 개선되었지만, 상장 후 3년동안 줄곧 상장전년도에 비해 유의적으로 하락했음을 확인할 수 있다. 상장 이후 조정자산영업이익률도 총자산영업이익률과 같은 모습으로 상장전년도보다 하락해서 성과의 하락이 산업의 영향 때문이 아님을 알 수 있다. 수익성지표 외에도 성장성 지표인 매출액증가율<sup>5)</sup>과 활동성 지표인 총자산회전율(=매출액/총자산)도 상장전년도(-1)에 비해서 하락했음을 확인할 수 있다.

시장가치를 반영한 경영성과지표로서 시장가치 대 장부가치비율인 MTB(market value to book value)를 이용한다.  $MTB = \frac{\text{연말종가} \times \text{발행주식수} + \text{부채총계}}{\text{자산총계}}$  )는 많은 투자자들에 의해 비교적 객관적으로 결정된 주가를 이용해서 시장가치를 산출함으로써 기업의 시장가치가 장부가치에 비해서 얼마나 높게 나타나고 있는가를 나타내는 기업가치지표로서 총자산영업이익률 등 회계적인 성과지표들보다 우수한 성과지표로 많은 연구에서 이용되고 있다. 일반적으로 높은 MTB는 이성적인 투자자들이 기업의 미래 성장성을 높게 평가한다는 것을 나타낸다. 신규 상장기업의 경우 상장전년도의 주가를 구할 수 없으므로 상장당해년도(0)를 기준으로 Wilcoxon부호순위검증을 실시한 결과 공개 후 기업가치가 상장 당해연도에 비해서 유의적으로 하락했음을 확인할 수 있다. 즉, 최초공모기업들은 일반적으로 공개 당시에는 높은 성과수준을 나타내지만 공개 후에는 성과수준을 유지하지 못하는 것으로 나타났다.

### 2.3. 저가발행정도와 영업성과

Allen과 Faulhaber(1989), Grinblatt와 Hwang(1989), Welch(1989) 등의 최근 연구에 의하면 IPO기업들은 최초공모주의 저가발행을 통해 기업의 질을 시장에 신호로 보낸다고 한다. 즉, 우량기업은 신규공모시 공모가를 저평가함으로써 투자자를 유인하고 상장 후 정보가 공개되어 진정한 기업가치가 시장가격에 반영되었을 때 유상증자를 통해 저가발행의 손실을 보전한다고 한다. 그러나 질이 좋지 않은 기업은 저가발행의 손실을 보전할 수 없기 때문에 우량기업만이 저가발행을 할 수 있다고 한다. 그러므로 저가발행의 신호예측모델에 의하면 기업공개시 저가발행한 기업의 영업성과는 그렇지 않은 기업에 비해 좋은 영업성과를 나타내야 한다. 이를 확인하기 위해 저가발행과 IPO이후의 영업성과 사이의 관계를 검증해본다.

5) 매출액증가율=((당기매출액/전기매출액)-1)×100

<표 5>에는 저가발행정도의 중위수(median)를 기준으로 분류한 두 집단을 나타내고 있다. Wilcoxon순위합검증결과 IPO 당시의 두 집단간 소유지분율(=대주주1인지분율+기타주주지분율)<sup>6)</sup>의 차이는 유의적인 관계가 없었으며, 총자산영업이익률과 매출액영업이익률, 매출액증가율과 총자산회전율, 그리고 조정자산영업이익률은 상장전년도의 측정치이다. MTB를 제외하면 모든 변수들이 두 집단간 차이가 없다. 저가발행의 정도가 높은 집단의 MTB가 저가발행정도가 낮은 집단의 MTB보다 유의적으로 높게 나타나고 있다. 이러한 결과는 저가발행의 신호효과가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 총자산영업이익률과 매출액증가율, 그리고 총자산회전율은 저가발행정도가 높은 집단에서 더 높게 나타났지만 비유의적이다.

<표 5> 저가발행정도를 중위수(median)으로 2구분한 경우의 표본기업 특성

변수명	낮은 저가발행정도	높은 저가발행정도	Z
대주주1인지분율+기타주주	58.3138	56.9078	- .6532
총자산영업이익률(-1)	.0883	.0983	-.4218
매출액영업이익률(-1)	9.3800	9.0100	-.3966
매출액증가율(-1)	21.6169	22.0476	-.3033
총자산회전율(-1)	1.1724	1.2679	-.3733
조정자산영업이익률(-1)	.0300	.0148	-1.2245
MTB	1.2155	1.5238	-2.4732**
총자산(-1)	108,941.0690	229,852.2414	-.3499
저가발행정도(-1)	.2317	1.1879	-6.5402*
공모금액(-1)	14,307.6897	19,348.5862	-.4977
공모 후 상장까지의 기간	19.5172	19.4828	-.0624

\* Wilcoxon순위합검증결과 1% 유의수준에서 유의적임.  
 \*\* Wilcoxon순위합검증결과 5% 유의수준에서 유의적임.

<표 6> 저가발행정도를 중위수(median)으로 2구분한 경우의 영업성과변화

구분		총자산 영업이익률	매출액 영업이익률	매출액 증가율	총자산 회전율	조정자산 영업이익률	MTB
-1 to 0	저	-5.0979	-1.1238	-.0155	-.1055	-.0155	-
	고	-.0845	-1.3603	-.0217	-.0310	-.0210	-
	Z	-.2742	-.0933	-.9875	-1.4159	-.2895	-
-1 to 1	저	-5.3172	-2.9155	-.0293	-.1790	-.0228	-.1386
	고	1.3038	-1.2797	-.0283	-.1534	-.0121	-.1072
	Z	-.2731	-1.3919	-.1633	-.1167	-.8962	-.2489
-1 to 2	저	-8.9214	-5.0203	-.0424	-.2162	-.0403	-.1817
	고	-4.5421	-2.7331	-.0421	-.2572	-.0197	-.3469
	Z	-.2653	-1.0497	-.4121	-.7233	-.8334	-1.5476
-1 to 3	저	-12.6286	-4.3328	-.0362	-.2779	-.0362	-.1224
	고	-4.9086	-1.4397	-.0238	-.2979	-.0017	-.4779
	Z	-.7797	-.9642	-.8631	-.2178	-1.2003	-2.4341**

\*\* Wilcoxon순위합검증결과 5% 유의수준에서 유의함.

<표 6>에는 두 집단간 영업성과의 변화<sup>7)</sup>를 비교하고 있다. Wilcoxon순위합검증결과 총자산영업

6) 이는 (100% - 소액주주 지분율)과 같다. 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).

이익률과 매출액영업이익률, 총자산회전율과 조정자산영업이익률 등 모든 변수가 저가발행정도가 높은 집단에서 더 높게 나타나고 있지만, 이러한 결과는 모두 비유의적이다.

저가발행의 신호효과 검증결과 상장 3년후 MTB를 제외하고 모두 비유의적인 것은 소유구조의 신호효과와 상쇄되기 때문일 수도 있다. 따라서 경영자의 소유지분율을 통제한 후의 저가발행 효과를 검증하기 위해 소유지분율을 통제변수로 도입하여 다음과 같은 회귀분석을 실행한다.

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

회귀식에는 IPO기업의 영업성과에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 함께 포함시켰다. 기업규모(SIZ)는 상장전년도의 총자산으로 측정하였으며, 공모금액(OFF)과 설립 이후 상장까지의 경과기간(AGE)도 최초공모주의 사전적 불확실성을 나타내는 대용변수로 볼 수 있다. Akerlof(1970)의 레몬(lemon)현상<sup>8)</sup>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 대용변수로 볼 때 기업규모가 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. 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. 그리고 소유지분율과 기업가치간에 비선형관계가 존재하는지를 확인하기 위해 대주주지분율의 제곱(LBO<sup>2</sup>)을 회귀모형에 포함시켰으며, 그룹계열기업에 대한 가변수(dummy variable : D)를 모형에 포함시켰다.

<표 7> 다중회귀분석 결과

변수	LBO	LBO <sup>2</sup>	UND	SIZ	OFF	AGE	D	Constant
회귀계수	.03829	-3.81725E-04	.10894***	-.10674	.11803	-.01567**	.02728	.67487
F	2.43021**							
R <sup>2</sup>	.25386							
** 5% 유의수준에서 유의적임.								
*** 10% 유의수준에서 유의적임.								

회귀분석 결과는 <표 7>에 나타나 있는 바와 같이 저가발행정도가 영업성과와 (+)의 유의적인 관계를 나타내 저가발행정도의 신호효과가 확인되었다. 이는 저가발행정도를 2구분해서 검증한 <표 5>의 결과와 일치한다. 저가발행효과 외에도 설립후 상장까지의 기간도 유의적인 관계를 나타냈는데, 예상과는 달리 영업성과와 (-)의 관계를 보여주고 있다. 이는 상장까지의 기간이 짧은 기업이 더 효율적으로 운영되고 있음을 의미한다고 할 수 있다. 소유지분율을 포함한 나머지 변수들은 영업성과를 유의적으로 설명하지 못하고 있다.

### 3. 결론

최근 IPO기업들의 장기성과에 관한 연구들이 이루어지고 있는데, 대부분의 연구가 주로 주가수익률을 이용해서 이루어져 왔는데, 최근에 Jain과 Kini(1994), Mikkelsen et al.(1997) 등이 영업성과까지

7) 변화는 '영업성과변수(t) - 영업성과변수(-1)'이다.

8) 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.

표로서 조정자산영업이익률을 이용해서 IPO 이후 기업들의 영업성과가 하락함을 보고했다. 우리나라의 경우 기업의 경영성과지표를 이용하여 장기성과를 보고한 연구는 임병균(1997) 등 수 편에 불과한 실정이며, IPO기업의 장기저성과현상이 저가발행과 관련이 있는지를 영업성과지표를 이용해 연구한 경우는 거의 없는 실정이다. 따라서 본 논문에서는 우리나라 IPO기업들을 대상으로 상장 후 영업성과의 하락이 최초공모주의 저가발행과 관련이 있는지를 시장가치를 반영한 성과지표인 MTB를 이용하여 검증해보았다. 검증 결과 공개후 기업들은 상장전년도에 비해 성과가 유의적으로 하락했는데, 이는 기업의 성과가 유리할 때 기업공개를 하는 것으로 볼 수 있다. 그리고 저가발행이 영업성과와 유의적인 (+)의 관계에 있음을 확인하였다. 즉, 저가발행정도가 높은 기업의 영업성과가 그렇지 않은 기업에 비해서 상장 후 더 높은 영업성과를 보여주고 있다.

저가발행 외에도 IPO기업의 성과에 영향을 미칠 것으로 기대되는 변수들은 상장까지의 경과기간을 제외하면 모두 비유의적이다.

결론적으로 본 연구는 IPO이후 기업들의 성과가 하락하고 있음을 확인할 수 있었고, 저가발행의 신호효과가 유효함을 확인할 수 있었다.

본 연구는 Jain과 Kini(1994), Mikkelsen et al.(1997) 등이 공개로 인한 총자산의 증가로 편의(bias)가 발생할 수 있는 조정자산영업이익률을 이용한 것 외에 객관적인 주가가 반영된 MTB를 성과변수로 이용하여 IPO기업의 저가발행과 영업성과 관계를 규명하려는 노력을 기울였으나 다음과 같은 한계점을 갖고 있다.

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

둘째, 표본기업의 수가 충분치 못한 점이다.

이상의 점을 보완하여 기업의 질을 나타내는 더 정밀한 성과변수를 이용한다면 더 좋은 연구가 될 수 있을 것이다. 아울러 기업공개결정요인에 관한 연구가 함께 이루어진다면 IPO기업의 장기저성과 현상과 저가발행에 대한 설명이 더 유용해질 것으로 보인다.■

## 참고문헌

- 김영숙, 이재춘, “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 증권학회지 제20집(2000.), pp.173~198.
- 김원기, “최초공모주의 장기성과와 대주주지분 변동의 관련성 : 한국시장의 실증결과”, 재무관리논총 제3권 제2호(1996. 10.), pp.187~201.
- 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.
- Baron, D., “A Model of Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues”, *Journal of Finance* 37(1982), pp.955~976.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- Pagano, M., F. Panetta, L. Zingales, "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *Journal of Finance* 53(1998), pp.27~64.
- 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.
- Rock, K., "Why New Issues are Underpriced", *Journal of Financial Economics* 15(1986), pp.187~212.
- 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.
- Tinic, S., "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance* 43(1988), pp.789~882.
- Welch, I., "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 44(1989), pp.421~450.