

---

## Ⅱ. 상장 동기와 상장 이후 시장가치

---

기업이 새로운 전략을 추진하는 이유는 그 전략으로부터 얻는 것이 잃는 것보다 많을 것이라는, 즉 순편익<sup>2)</sup>이 크다는 판단 때문임은 자명하다. 상장도 마찬가지이다. 비상장 기업이 상장을 하는 것은 상장으로부터 발생될 순편익이 크다고 판단했기 때문이다. 상장의 순편익이 양이라고 판단하여 상장을 하였을지라도 상장 이후 경영전략과 성과에 따라 순편익이 음으로 전환될 수도 있다. 상장 이후에 상장으로 인한 순편익이 영보다 작을 경우 자발적으로 상장폐지하는 것이 합리적일 것이다. 실제로 비록 국내에선 드물지만, 미국에서는 적지 않은 상장 기업이 자발적으로 상장을 폐지하여 비공개 기업으로 전환(going private)하기도 한다.<sup>3)</sup>

게다가 경영전략 측면에서도 상장의 순편익을 극대화하는 경영전략이 수반되지 못한다면 시장가치의 차이가 발생할 수밖에 없는 것으로 볼 수 있다. 따라서 기업공개를 평가하기 위해서는 상장에 따른 편익과 비용을 분석하는 것이 선행되어야 한다. 본 장에서는 일반적으로 논의되는 상장의 편익과 비용 그리고 상장 이후의 시장가치에 대한 연구를 살펴봄으로써 Ⅲ, Ⅳ장의 논의에 대한 이해를 높이고자 한다.

---

2) 순편익(net benefit) = 향후 발생될 모든 편익의 현재가치 - 향후 발생될 모든 비용의 현재가치

3) Bharath and Dittmar(2009)에 따르면 1980년부터 2004년까지 미국 1,377개의 상장기업이 자발적으로 상장폐지하였다. 국내 금융권에선 씨티그룹이 한미은행을 인수한 후 비공개 기업으로 전환한 사례가 있다.

## 1. 상장의 편익

상장의 편익<sup>4)</sup>에 대해서는 다양한 논의가 있는데, 대표적인 것으로 다음의 네 가지를 들 수 있다.

### 가. 효율적 자본조달

효율적 투자 자원 확보는 기업이 상장을 하는 일차적인 목적이라고 할 수 있다. 기업이 자본(capital)을 조달하는 방법은 크게 내부조달과 외부조달로 나뉜다. 내부조달은 이익을 유보하는 것이 대표적이고, 외부조달은 채권이나 주식을 발행하는 것이다. 상장은 주식 발행을 효율적으로 만드는 역할을 한다.

자본 조달이 효율적이라는 것은 낮은 비용으로 대량의 자본을 조달할 수 있다는 것을 의미한다. 물론 비상장 기업도 비공개로 소수의 투자자에게만 주식을 매각하는 사모(private placement)의 방식으로 자기자본(equity)을 확충하는 것이 가능하지만, 상장 기업만큼 낮은 비용으로 대량의 자본을 조달하기는 어렵다. 만약에 사모의 방식으로 효율적인 자본조달이 가능하다면 굳이 상장할 필요가 없을 것이다. 상장된 주식은 유동성이 높아서 거래하기가 편하기 때문에 투자자의 입장에서 비상장 주식에 비해 높은 가격을 지불할 용의가 있게 된다.<sup>5)</sup> 즉, 상장을 하게 되면 여러 투자자에게 주식을 높은 가격에 많이 팔 수 있게 되어 효율적으로 자본조달을 할 수 있는 것이다.

국내 보험회사의 경우 채권발행은 재무건전성이 악화되었을 때만 발행<sup>6)</sup>할 수 있는 제약이 있기 때문에 외부조달 방식으로서 주식 발행이 갖는 의미는 더욱 크다. 현재 국내 보험회사는 지급여력제도의 변화와 새 회계기준 도입에 따

4) 상장의 편익은 상장을 하는 이유이므로 상장의 목적과 동일하다. 따라서 편익과 목적을 혼용하여 써도 무방하다.

5) 이론적 논의는 Amihud and Mendelson(1988) 참조.

6) 지급여력비율이 150% 미만인 경우 발행 가능하다.

른 부채 시가평가 등 자본량의 강화 요구에 대응하기 위한 자본 확충이 필요한 상황이다. 뿐만 아니라 대형화와 해외진출을 위한 M&A 등 비자생적(inorganic) 성장을 위해서도 자본 확충이 필수인 상황이다. 자본 확충은 일차적으로 내부 조달로 하겠지만 불충분할 경우 외부조달 방식을 이용할 수밖에 없는데,<sup>7)</sup> 채권의 상시 발행이 어렵기에 주식 발행을 효율적으로 하는 것이 중요하다. 따라서 국내 생명보험회사에게는 효율적 외부 자본 확보를 위해서 상장하는 것이 급선무로 볼 수 있다.

보험회사의 채권 발행이 비교적 자유로운<sup>8)</sup> 미국의 경우도 효율적인 자본 조달을 위해 다수의 보험회사가 상장을 하였다. 원래 미국의 보험회사는 대다수가 상호회사(mutual company)의 형태였는데, 환경 변화에 따른 대형화, 업권 간 진입규제 완화로 인한 타금융업 진출 등의 목적으로 자본확충이 필요하게 되면서 주식회사로 전환 후 상장을 하였다.

#### 나. 설립자 혹은 대주주의 자본 회수

위에서 언급한 효율적 자본조달만으로 상장의 목적을 설명하는 것은 부족하다. Pagano et al.(1998)은 이탈리아 신규상장 기업의 경우 기업공개 이후 오히려 투자가 감소했다는 것을 보임으로써 상장의 목적이 투자재원 확보에 있지 않고, 상장을 이용하여 회사 설립자 혹은 대주주의 자본을 회수한다는 주장을 했다. 한편, 상장을 포함한 주식 공모<sup>9)</sup>의 목적을 전 세계 38개국의 데이터로 분석한 Kim and Weisbach(2008)에 따르면 공모로 조달된 자금은 주로 연구 개발 및 자본지출에 사용되는 것을 확인함으로써 신규투자재원 확보가 주식 공

7) 자본구조를 설명하는 유용한 가설 중에 하나인 pecking order theory에 따르면 경영자와 외부 투자자 간의 정보비대칭으로 인하여, 기업에 유리한 자본조달 방법은 내부조달, 채권발행, 주식발행의 순이라고 한다.

8) 뉴욕주의 경우 채권발행에 조건이 있지만 요건과 성격을 명료하게 하여 폭넓게 허용(정세창(2009) 참조)한다.

9) 공모(public offering)는 상장(IPO)과 후속 공모(SEO: Seasoned Equity Offering)를 포괄한다.

모의 주요 동기임을 보였다. 그러나 장부가 대비 시가 비율(market to book ratio)이 높은 기업<sup>10)</sup>에서는 조달된 자금을 투자에 사용하기 보다는 현금으로 보유하는 한편, 후속 공모에서 신주발행보다는 구주매출의 비중이 상대적으로 더 높아서 주식시장의 고평가 현상을 적극적으로 활용하는 경향도 발견하였다. 즉, 주식시장에서 높은 평가를 받는 기업의 경우 투자재원 확보 이외에 설립자, 대주주의 투자자금 회수를 목적으로 하는 경향이 있는 것을 의미한다.

미국에서는 GE그룹이나 ITT그룹과 같이 모회사의 투자자금 회수를 위해 비상장 보험 자회사를 상장한 사례를 발견할 수 있는데 자세한 설명은 Ⅲ장에서 하도록 한다.<sup>11)</sup> 국내 생명보험회사의 경우 대부분이 그룹의 자회사 형태이므로 상장을 통해 투자 자금을 회수하려는 유인이 강할 것으로 보인다. 보다 자세한 분석은 다음 장에서 한다.

#### 다. 기업 이미지 제고

상장을 하게 되면 투자자의 인지도, 평판, 신뢰도 등 기업 이미지가 제고되는 효과가 있다. 또한, 이러한 이미지 제고는 궁극적으로 주가 상승으로도 이어진다는 연구결과도 존재한다.<sup>12)</sup> Bancel and Mittoo(2008)은 유럽 상장 기업의 재무담당 최고임원(CFO)들에게 상장 동기에 대한 설문조사를 하였는데, 거의 대부분의 임원이 상장이 기업 이미지를 제고한다는 것에 긍정적인 대답을 하였다. 구체적으로 산업 내에서의 평판, 투자자의 인지도, 국제적 인지도 등이 향상된다는 답을 하였다. 2010년 4월 상장한 일본의 다이이치생명<sup>13)</sup>은 탈상호화를 통한 상장의 목적을 자본조달 능력 제고와 함께 경영투명성 제고를 통한 기업이미지 개선이라고 표명하였다. 뒤에서 살펴보겠지만 일본의 상호보험회사는 외부에

10) 자산가치에 비해 주식의 가치가 높은 기업을 말한다.

11) 본 연구에서 모회사의 투자자금 회수는 모회사의 사업구조조정 과정에서 자회사인 보험회사를 상장하는 경우로 한정한다.

12) Kadlec and McConnell(1994) 참조.

서의 점검이 어렵고 정보공시도 지체되는 구조적 한계를 갖고 있어 상장회사로의 전환을 통해 주식시장에 의한 점검기능 작동으로 기업지배구조상의 경영투명성 제고를 모색하였다.<sup>13)</sup>

## 라. 주가 활용

정보가 가장 신속 정확하게 반영되는 시장으로 주식시장을 꼽을 수 있다. 주식시장에서 거래되는 주식의 가격에는 기업의 가치와 관련된 여러 정보가 효율적으로 반영되어 있다. 즉, 상장 기업의 주가는 기업의 가치에 대한 유용한 지표가 될 수 있다. 따라서 주가를 활용하여 경영진의 성과를 보상할 수 있다. 또한, 상장 주식을 이용하여 고객과의 관계를 제고하는 마케팅 전략도 고려해 볼 수 있다. 실제로 호주의 유통업체인 Myer그룹인 기업공개 당시 자사의 우수 고객들에게 주식을 배정하여 고객충성심 제고를 모색하였다.<sup>14)</sup>

## 2. 상장에 따른 비용

상장에는 수수료 등 명시적 비용과 상장 후 다양한 자본시장의 관계자들(애널리스트, 투자자, 증권감독당국)에 의한 추가적 감시와 준수사항 발생 등의 암시적 비용이 발생한다. 암시적 비용은 생각보다 클 수 있다.

### 가. 수수료

상장 시에 각종 수수료와 세금이 부과된다. 인수인(underwriter)에게 지불하

13) 한국금융연구원(2007. 12. 21).

14) 거래 고객들로 하여금 자사의 주식을 보유하게 하여 고객충성심을 제고하는 전략을 Investor Strategy라고 한다.

는 인수수수료와 발행분담금, 등록세, 교육세, 상장수수료, IR비용 등을 부담해야 한다. 국내 생명보험회사의 상장에서는 모집총액의 1.2~2.5% 정도의 수수료가 발생하는 것으로 나타났다. 상장 이후 후속공모(SEO) 시에도 유사한 수준의 수수료를 부담해야 할 것으로 예상된다.

## 나. 공시 증가

비금융회사의 경우 상장을 하게 되면 이전에는 하지 않았던 많은 공시를 해야 하기 때문에 공시 증가에 따른 부담이 크다. 그러나 금융회사의 경우는 비상장 상태일 경우라도 많은 공시 의무가 있기 때문에 상장으로 인한 공시 부담은 적은 수준일 것으로 보인다.

비상장 보험회사도 상장회사와 유사한 수준의 정기·수시 공시 의무가 요구된다. 보험업 감독규정 제7-44조 제2항 제7호에서는 재무구조에 중대한 변경을 초래하는 사항, 보험회사 경영환경에 중대한 변경을 초래하는 사항, 재산, 채권/채무에 대한 중대한 변동을 초래하는 사항, 투자 및 출자관계에 대한 사항, 손익 구조변경에 대한 사항, 기타 보험회사 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항에 대해서는 수시로 공시하도록 규정하고 있다. 상장보험회사의 경우 거래소공시가 추가로 요구되지만 부담은 미미한 것으로 평가된다. 상장회사에 대해 추가되는 공시조건은 공정공시와 조회공시가 있다. 공정공시는 기업의 장래사업 및 경영계획, 영업실적 등에 대한 전망 및 예측, 잠정실적 등 중요한 정보를 모든 시장참가자에게 공정하게 제공할 의무를 규정하고 있고 조회공시는 풍문 및 보도의 사실여부 확인을 위한 거래소의 공시 요구에 응해야한다는 조건이다.

## 다. 주주 압력 증대 및 지배권 약화

기업 공개 시에는 주주가 충분히 분산되어야 하는 의무가 발생한다.<sup>15)</sup> 다수의 주주에게 많은 지분을 분산시킬 경우 회사 경영에 대한 다양한 요구와 압력

이 나타난다. 상장회사가 주식 공모를 많이 할수록 주주 압력이 증대되고 지배권이 약화된다.

2000년대부터는 지배구조 개선을 목적으로 하는 펀드, 사회적 책임을 다하는 기업을 대상으로 투자하는 펀드 등 명확한 목적을 갖고 투자하는 펀드가 많이 조성되어 전문적이고 집단적인 주주의 압력이 증대되는 특성도 보인다. 이러한 자본시장의 흐름은 향후에 더욱 왕성할 것으로 보여 상장 기업의 부담이 증가할 것으로 예상된다. 또한, 상장 기업의 주식은 취득이 용이하기 때문에 경영진에 대해 비우호적인 주주가 대량의 주식을 취득하여 경영에 참여할 수도 있다. 극단적인 경우 적대적 인수합병이 발생할 가능성도 있다.

### 3. 상장 이후 시장가치의 변화

신규상장(IPO) 기업의 주가에서 관찰된 전형적인 현상은 상장 초기에는 높은 양의 초과수익률을 기록하는 반면에 상장일 이후 3~5년까지의 장기성과는 오히려 저조하다는 것이다. 미국 시장의 경우 1980년부터 2001년까지 신규상장 당일의 수익률이 평균 18.8%에 이르고, 1973년부터 2001년까지 상장 이후 3년간의 위험조정 수익률이 월평균  $-0.32\%$ (3년 환산시  $-11.52\%$ )인 것으로 나타났다.<sup>16)</sup>

국내에서는 2000년부터 2007년까지 신규상장 당일의 초과수익률이 평균 57.6%에 달하고, 상장일 이후 3년간 초과보유수익률이  $-37.84\%$ 에 이르는 것으로 관찰되었다.<sup>17)</sup> 다만, 이러한 신규상장 기업 주가수익률의 특징은 산

15) 자세한 사항은 유가증권시장 상장심사 규정을 참조한다.

16) Ritter, J. R. and I. Welch(2002), "A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", Journal of Finance.

17) 이종룡·김진우(2009), 「거래지연이 신규공모주 저평가에 미치는 효과」, 재무연구. 김진우·이종룡(2010), 「이익조정행위가 신규공모주 장기성과에 미치는 효과」, 산업경제연구.

업, 시기, 분석 방법에 따라 유의하게 나타나지 않기도 했다. 상장 초기에 높은 주가 상승이 일어나는 원인에 대해서는 증권발행 주간사가 의도적으로 공모가격을 정상가격보다 낮게 책정하여 발행하기 때문이라는 주장이 지배적이다. 이러한 주장은 주식의 유통시장이 기업가치에 관련된 정보를 가격에 신속, 정확하게 반영한다는 전제하에서 도출될 수 있는 것이다. 즉, 상장 이후의 주가는 기업의 내재가치를 정확하게 반영하기 때문에 만약 공모가가 적정하게 산정되었다면, 상장 초기에 주가가 높게 상승하는 현상이 일어나기 어렵다.

공모가격을 의도적으로 낮게 책정하는 것을 신규공모주의 저평가(underpricing) 현상이라고 하는데, 이의 발생 원인에 대해서는 대표적으로 두 가지 가설을 들 수 있다. 첫째, 신규공모주에 대해서 투자자와 발행회사(혹은 주간사) 간에 정보비대칭이 존재하므로 정보가 부족한 투자자의 관심을 유도하여 주식 발행을 성공시키기 위해서 공모가격을 일부러 낮게 책정한다는 가설이 있다. 둘째, 주간사는 상장 이후 가격을 안정적으로 유지하는 의무를 지는 경우가 많기 때문에 상장 이후 가격 하락을 방지하는 대책으로 공모가를 낮게 산정한다는 가설이 존재한다. Rahman and Yung(1999)에 따르면, 미국 보험회사의 IPO에서 저평가 현상이 관찰되었으며, 정보비대칭과 가격안정 의무 모두 저평가의 원인이 된 것으로 분석하였다.<sup>18)</sup> 특히, 발행규모가 크거나 주간사의 인지도가 떨어지는 경우 더욱 크게 저평가가 일어난 것으로 나타났다.

한편, 신규공모주의 장기 저성과 발생 원인을 설명하는 대표적 가설과 실증분석 결과들은 다음과 같다. IPO 초기에 투자자들의 지나친 낙관에 의해 기업가치가 과대평가되기 때문에 이후 주가가 정상 수준으로 회복하는 과정에서 저성과가 일어난다는 가설이 있다. 경영진이 주식가치가 과대평가되는 시점을 포착하여 주식발행을 한다는 가설이 있다. 상장 이후 재무적 성과가 저조한 기업이 장기 저성과를 보인다는 결과와 상장 이후 경영전략을 공격적으로 변화시킨 기업은 오히려 우월한 장기성과를 나타낸다는 연구 결과도 존재한다.

18) Rahman, H. and K. Yung(1999), "Insurance IPOs-A Test of the Underpricing Theories", Journal of Insurance Issues.



Chugh and Meador(2006)에 따르면, 상호회사에서 주식회사로 전환한 미국 대형 생명보험사의 신규상장 이후 장기성과는 오히려 시장성과를 앞서는 것으로 나타났다.<sup>19)</sup> 그들은 이러한 우월한 장기성과가 경영전략의 변화와 관계있는 것으로 추론하였다. 미국 생명보험회사의 사례는 국내 생명보험회사에도 많은 시사점을 줄 것으로 판단된다.

---

19) Chugh, Lai C. and Joseph W. Meador(2006), "Long-run Risk-adjusted Performance of IPOs in the Life Insurance Industry", Journal of the Academy of Finance.