

株式發行價決定 技法 改善 方案

——上場株式을 中心으로——

朴 廷 寔* · 金 元 基**

-<目 次>.....
- I. 本研究의 目的
 - II. 企業價值와 株式의 評價理論
 - III. 現行 發行價 決定方法
 - IV. 實證的 研究
 - V. 實證的 研究結果 및 分析
 - VI. 結 論

I. 本研究의 目的

우리나라의 經濟는 1960年 以來로 급격히 成長하여 왔으며 企業도 급속도로 大型化되어 왔다. 이와같이 企業이 急速히 成長하는데 必須不可缺少했던 것이 資本調達이었다. 歷史的으
로 볼 때 우리나라의 企業에서의 자본조달은 解放直後에는 歸屬財產에 依存하였고, 1950年代에는 美國을 中心으로 하는 先進國의 外國援助, 1960~1970年에는 政府主導型인 外國借款에 依存하여 왔으나, 이러한 자금조달로서는 第三次 五個年計劃이나 第四次 五個年 計劃에 포함되어 있는 정부의 強力한 經濟成長政策을 원활히 달성할 수 없었던 것이다.

또한 종래 금융기관에 의존하는 資金調達方法에도 限界성이 드러남에 따라 새로운 資本市場의 育成이란 것이 필수적임을 인식하게 되었고, 1968年 以後 정부당국의 資本市場 育成을 위한 적극적인 政策을 취하게 됨에 따라, 차차 證券市場을 비롯한 資本市場의 발달을 보게 되었다.

그러나 급격한 資本市場 育成을 爲한 政府의 強力한 政策은 많은 試行錯誤를 유발하게 되었고, 또한 많은 問題點을 나타내게 되었다. 富의 再分配政策으로 一般投資者를 보호한다는 의도와 國民經濟를 향상시키기 爲하여 資本調達 市場을 통하여 저렴한 費用으로 企業의 급성장을 피한다는 意圖는 短期的으로 볼 때 서로相反되는 것이다.

本研究는 1975年 產學財團의 지원으로 수행되었다. 產學財團에 감사한다.

筆者: * 서울大學校 經營大學 經營研究所研究員, 서울大學校 經營大學 助教授

** 啓明大學 經商系列 講師

配當金 지불에 대한 政府의 規制는 一般投資者를 보호하겠지만, 企業의 流動性을 低下시키며, 資金의 流出을 招來하여 長期的인 成長目標를 設定한 企業의 정상적인 活動을 저해하는 結果를 招來하게 된다. 이러한 證券市場에 대한 國家政策의 結果가 國家經濟發展에 미치는 兩面性때문에 적절한 均衡을 지킨다는 것은 매우 어려운 일이다. 配當金 지불에 대한 政府의 指針은 한 예에 불과하며, 보다 근본적으로 문제시되고 있는 것은 新規上場하는 企業의 發行價에 관한 것이다. 지금까지 投資公社에서 주관하여 온 新規上場企業의 株式의 發行價算定은 그 妥當性이 논란이 되어온 것이 事實이다. 發行價의 적절한 決定은 企業側에서 볼 때 매우 重要한 의미를 가진다. 發行價 決定에 대하여 證券當局이 취하여 온 태도는 조속한 시일내에 資本市場 특히 證券市場을 確立하여 經濟 四次五個年을 성공리에 추진하기 위한 資金調達源으로서의 역할을 강조하였기 때문에 發行價를 되도록 낮추어 株式分散을 추진하려는 意圖가 強하게 作用하였다.

그러나 이러한 政策은 株式發行을 통하여 資本調達을 하는 企業側에서 보나 國民經濟의 또 다른 側面에서 볼 때 적절한 方法이라고 할 수가 없다. 적절한 株式의 内在的 價值보다 낮게 發行된다면, 企業의 價值가 제대로 評價되지 못하였기 때문에 企業의 資本調達의 金額이 적어지며 結果的으로 資金使用에 대한 費用이 높아지게 된다. 發行價가 낮아서 一般投資者에게 利益이 되겠지만 國民全體에 富의 均等한 再分配 作用을 할 수 있는 방안이 法的으로 制度化되어 있지 않은 現在와 같은 請約制하에서는 富益富, 貧益貧의 현상을 낳게 하는 것이다. 一般投資者를 염두에 두어 株式發行價를 決定하는 것은 긴 眼目으로 볼 때 企業의 成長을 자연시키는 結果를 가져오며, 또한 企業의 입장을 고려하여 發行價를 決定할 때는 國民으로 부터 不信을 받게 되므로, 또한 國民經濟에 미치는 영향은 지대한 것이다. 그러므로 企業에서나 一般投資者的 觀點에서 수긍할 수 있는 적절한 發行價가 算定되어야 한다.

本 論文은 위에 지적한 적절한 發行價의 問題를 提示하는 同時に 株式의 價值를 決定하는 諸要因에 對하여 理論的으로 먼저 고찰하고, 現行 發行價에 대한 비판과 實證적인 研究를 통하여 보다 改善된 方案을 提示하고자 한다.

II. 企業價值와 株式의 評價理論

1. 企業의 目標와 企業의 價值

이제까지 學問的으로 理論을 展開하는데 있어서나, 또 實際 經營을 담당하는 사람들의 입장에서나 利潤極大(profit maximization)가 企業의 目標로 되어 왔으며 現在에도 經濟學

에서는 이와 같은 目的을 전제로 理論이 발달되고 전개되어 왔다. 이러한 企業의 利潤極大的目標는 과거 수십년간 공격의 대상이 되었으며 차차 그 目標가 변질되게 된 것이다. 社會主義의 발전과 더불어 초기에는 個人企業體制 그 자체를 부정하면서 社會의 公正性과 資本家의 賃金榨取를 내세워 기업의 利潤極大目標를 공격하였으나, 오늘날에는 資本主義 社會와 企業體制를 充分히 인정하면서도 利潤極大를 기업의 목표가 될 수 없음을 주장하고 있는 것이다.

利潤極大가 企業의 目標라고 하는 데 대해 솔로몬(Solomon)은 다음과 같은 이유를 들어 그 妥當性을 부정하고 있다.

첫째, 利潤極大는 그 自體가 매우 모호한 개념이다. 利潤을 어떻게 정의하느냐 하는 문제도 있지만 어떤 利潤을 지칭하느냐 하는 것도 문제가 된다. 長期的 利潤, 短期的 利潤, 또는 賣出額利潤, 所有主持分에 대한 利潤 중 어느 것이 目標가 되는 것인가? 長期的 利潤의 극대는 短期的으로는 이윤을 極大化시킬 수 없는 경우도 있으며, 賣出額利潤의 극대는 所有主持分의 利潤과 상반되는 수도 하다하다. 그러므로 이윤의 極大는 企業이 지향하여야 할 目標로서는 불투명한 것이다.

둘째, 利潤極大의 개념으로는 서로 다른 時點에서 발생하는 投資로 인한 利點을 分析하는 것이 매우 어렵다. 즉 미래의 現金을 어떻게 評價하여야 하는가를 제시하지 못하고 있다는 것이다. 예를 들어 1년 후의 100원과 2년 후의 150원의 차이를 分析할 근거를 제시하지 못하고 있다.

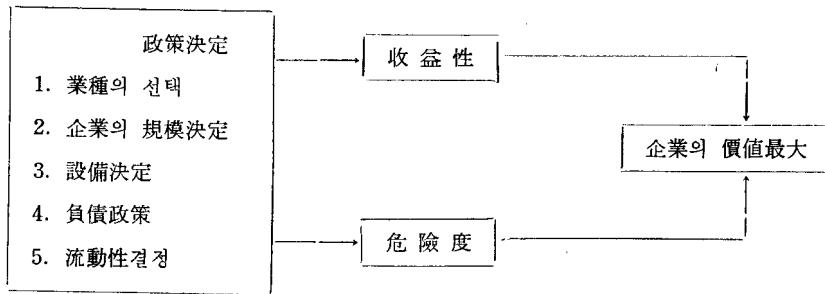
셋째, 利潤極大의 기준은 未來 現金흐름의 質的인 評價를 무시하고 있다는 점이다. 미래의 不確實性下에서豫測되는 現金흐름의 質은 각 投資案의 現金흐름의 預測에 따라 다른 것이며 投資案의 危險에 따라서 각각 다른 方法으로 고려되어야 한다.

이렇게 未來에 發生할 現金흐름의 時間性과 未來의 不確實性에서 오는 現金흐름의 質의 차이를 直接的으로 고려하지 않고 있는 利潤極大의 目標는 現代에 있어서는 받아들여지지 않고 있다. 이러한 目標에 대신하여 上記한 문제점을 해결해 주는 目標로서 企業所有주의 富의 最大(wealth maximization)를 내세우며 이 富의 最大는 純現價의 최대로 定義하고 있는 것이다.

어떤 事業이나 投資對象에 있어서의 純現價란 미래 기대되는 現金흐름을 未來의 不確實性과 그 事業의 危險을 고려하여 적절한 割引率로써 現金흐름을 割引한 것이다. 그러므로 富의 最大는 두 가지 要因으로 구분할 수 있다. 하나는 現金흐름의 量, 즉 收益性을 말하는 것이고, 또 다른 하나는 未來의豫測에 대한 不確實性, 즉 危險度를 말하는 것으로서,企

業所有主의 富를 最大로 하기 위해서는 現金흐름의 最大와 危險의 最小化를 필요로 한다. 웨스톤과 브리감(Weston and Brigham)은 企業의 目標인 富의 最大化와 관련하여 그 目標를 〈表 II-1〉과 같이 나타내었다.

〈表 II-1〉 企業의 目標



政策으로서 業種의 선택, 企業規模의 결정, 設備에 관한 意思決定, 負債使用에 관한 意思決定, 流動性政策에 관한 意思決定 等은 그 企業의 未來 收益性과 危險에 영향을 미치게 되는데, 이러한 政策을 여하히 수행함으로써 企業의 收益性과 危險을 적절히 조화시켜 企業의 價值를 最大로 하느냐가 그 目標이며 企業經營의 수행에 있어서 중요한 지침이 되는 것이다.

企業의 法的 所有者인 株主의 富는 결국 企業의 價值로 표시되는 것인데 그 企業의 價值는 어떻게 定義를 하여야 하는가? 그것은 매우 어려운 문제이지만 객관적으로 企業의 價值를 評價하는 것은 證券市場에서의 많은 投資者들에게 의존할 수 있는 것이다. 즉 企業의 價值는 株式의 時價 × 發行株式數로 나타낼 수 있다. 우리나라와 같이 證券市場이 정상적인 軌道에 올라 있지 않은 狀態에서는 株價를 객관적인 價值評價의 결과로 認定하기에는 의문이 제기될 수 있을 것이다. 그러나 많은 사람들에 의하여 評價되어 언제나 株式市場에서 형성되는 가격으로 株式賣買가 가능하므로 株價를 기준으로 한 價值의 評價는 어느정도 타당성이 있는 것이다.

이런 點에 비추어 볼 때 企業의 目標는 기업 所有主의 富의 最大, 純現價의 最大, 企業價值의 最大, 株價의 最大로 다양하게 표현이 되지만, 결국은 같은 意味를 가지고 있는 것이다.

2. 普通株의 價格決定要因

企業의 價值 즉 普通株의 價值를 決定짓는 財務要因이라고 고려되는 것은 다양하다. 企業을 경영하는 經營者의 資質, 그 企業의 世評等의 質의인 要因들도 企業의 價值에 영향을 미칠 것이며, 負債比率, 收益率等의 計量의인 要因도 重要 財務要因에 屬할 것이다. 이러한 많은 財務要因들 중에서 가장 重要시 되는 계량적인 要因들을 열거하면 다음 4가지로 볼 수 있다.

- (1) 資產價值 要因
 - (2) 收益性 要因
 - (3) 配當 要因
 - (4) 資本還元率 要因

(1) 資產價值 要因

企業이 所有하고 있는 資產의 價值가 企業의 價值이라는 가정에서 이러한 要因이 重要시된다. 貸借對照表의 資產의 價值에 重點을 두어 企業의 價值 즉 普通株의 價值를 규명하려는 노력은 1920年 以前에는 성행하여 왔으며 현재에도 特수한 產業에 屬하는 (예를 들어 전력회사) 등에서는 중요시되고 있다. 일반적으로 資產要因을 企業價値를 決定하는 重要要因으로 보는 見解가 차차 줄어 들며 特수한 경우, 예를들면 企業을 합병하거나 企業이 解散하거나의 特수상황에서나, 금융기관과 같은 特수한 產業에 屬하는 企業의 평가에 적용되는 것이 보통이다.

企業의 價值評價에 資產의 價值가 도외시되는 理由는 企業의 價值가 企業의 營業活動에 必要한 資產의 合으로 決定되는 것으로 볼 수가 없기 때문이다. 繼續企業으로서의 다시 말하면 生命力있는 개체로서의 價值를 決定하기에는 個個의 資產의 合으로서는 不可能하며 不當하다는 結論에서 나온 것이다. 아래의 式에서 보인 바와 같이 정상적인 活動을 하는 企業은 그 價值가 單純한 資產의 合보다 큰 것이다.

V：企業價值

ai:*i* 資產

Pi : i 資產의 價值

企業의 價值는 資產의 合과 그 資產의 적절한 組合으로 企業을 生命力を 불어 넣어 發生한 營業權이 더해져야 하는 것이다. 그러므로 資產의 合으로써 決定하는 企業의 價值는 과소 평가되게 마련이다.

(2) 收益性 要因

收益性을 기준으로 하여 株의 價値를 決定하는 것이 가장 타당하다고 믿어 오고 있다.
그러나 收益性 단독으로 企業의 價値를 測定할 수는 없다. 收益性을 中心으로 하는 方法은
여러가지 形태로 볼 수 있다.

① 現在 收益率 基準

이 方法은 現在의 企業의 收益을 測定하여 이것을 기초로 하여 企業의 價值를 決定하는 것이다. 이러한 方法은 뒤에 설명할 그 企業의 未來利益의 預측을 中心으로 하여 현재 株式의 價格을 평가하는 것보다 이론적인 면에서 뒤 떨어지나, 미래의 여러 해의 收益性 預측은 부정확하므로 비교적 정확한 當年의 預측을 中心으로 企業價值를 평가한다는 利點이 있는 것이다. 이 方法이 타당성있게 받아 들여질 수 있는 條件은 첫째, 과거의 利益 흐름이 어느 정도 安定性이 있었으며, 둘째, 그 企業의 株價收益率(price-earning ratio)이 비교적 安定性이 있어야 한다는 것이다. 한 企業에 있어서 과거 이익변화의 양상이 심하였거나 株價收益率(P/E)이 安定性이 없어서 未來 P/E를 預측하기 어려울 때는 이 方法은 타당하지 못하다.

② 過去平均 收益率 基準

現在의 한 기간동안의 收益率을 基準으로 하여 企業을 평가하는 것보다는 과거의 여러 해의 平均 收益率을 使用하여 利益흐름의 과거 추세를 관찰하여 企業의 價值를 평가하는 것이 더욱 效果的이다. 이 方法은 現在 收益率을 기초로 할 때 보다 더 타당성이 있다고 할 수 있다. 특히 한 企業의 現在企業의 收益率이 예외적으로 높다거나 낮다거나 할 때는 기업의 價值評價를 為하여는 과거 收益率을 平均하여 使用하는 것이 바람직하다.

③ 未來의 收益性 推定

未來의 收益性을 추정하여 企業의 價值를 評價하는 것으로서, 理論的으로 가장 타당성이 있다고 인정된다. 그러나 미래의 利益을 먼 장래까지는 預측하기 어려운 점이 있다. 未來 4~5년간의 推定損益計算書를 作成하여 이것을 근거로 하여 普通株 價格을 預측하는 것이 바람직하지만, 이 未來이익의 測定 結果는 一般投資者에 호소력이 없으므로 대체로 推定利益은 2~3년 後의 收益性까지를 고려하여 株式評價를 하는 것이 보통이다.

(3) 配當 要因

一般投資者的 입장에서 投資者가 기대하는 수입은 配當金이라고 볼 수 있으므로 配當이 企業價值를 決定한다고 보는 것이다. 물론 收益性이 重要하겠지만 투자자 입장에서는 配當이 目的이지 收益은 바로 手段인 것이다. 이러한 結果로 配當이 株式 評價 基準이 된다는 것이다.

(4) 資本還元率 要因

配當金이 企業의 價值를 決定하거나 收益率이 企業의 價值를 決定하거나 重要한 것은 配當이나 收益이 어느 程度 評價를 받게 되느냐는 것을 說明하여 주는 것이 바로 資本還元率이다. 이러한 資本還元率은 配當이나 利益의 質的 評價를 하는 것으로서 財務管理에서 말하

는 資本費用과 같은 概念이다. 配當의 몇 배가 株式價格으로 形成되느냐 株當利益의 몇 배가 株式 價格으로 形成되느냐의 배수가 바로 資本還元率과 直結되는 것이다. 즉 승수는 資本還元率로서 配當乘數는 株當價格／株當配當, 利益乘數는 株當價格／株當利益으로 나타내게 되는데 이 資本還元率은 企業의 成長率과 같이 계량적으로 나타낼 수 있는 要因들과 經營陣의 質과 같이 계량적으로 나타낼 수 없는 要因들 까지도 綜合的으로 나타나게 되는 結果이다.

이와같은 비율은 未來의 企業外의인 변화, 즉 國제 또는 國내의 정세 변화는 물론 企業內의인 要因들에 依하여 변화하기 때문에 企業의 價值를 決定할 때는 未來의 株價收益率 변화등을 預측하여야 한다.

지금까지 說明한 要因들은 實체로 단독적으로 企業의 價值를 決定하는 것은 아니며 어떠한 상황에서는 어떤 要因이 또 다른 상황에서는 다른 要因들이 더 重要시 되며, 어느 한 要因을 完全히 무시할 수는 없는 것이다.

먼저 우리나라의 株式 發行價를 算定할 때의 方法을 고찰하여 보고 그 問題點을 지적하여 보자.

III. 現行 發行價 決定 方法

1. 發行價 決定 公式

우리나라에서는 現在 上場對象이 되는 企業의 株價를 決定하는데 그 企業의 收益價值와 資產價值만을 發行價 決定 公式에 포함시키고 있다. 우리나라에서 使用하는 發行價 公式을 살펴 보면 다음과 같다.

$$\text{發行價} = \frac{\text{資產價值} + \text{收益價值}}{2} \quad (\text{III}-1)$$

이며

$$1\text{株當 資產價值} = \frac{\text{純資產} + \text{公募豫定株金}}{\text{發行株式數} + \text{公募豫定株式數}} \quad (\text{III}-2)$$

이며 (III-2)式에서 純資產의 決定은

$$\begin{aligned} \text{純資產} &= \text{總資產} - (\text{實質 가치가 없는 無形固定資產 및 移延資產} + \text{負債總計} + \\ &\quad \text{法人稅} + \text{任員償與金} + \text{配當金}) \end{aligned} \quad (\text{III}-3)$$

이 된다.

(III-1)式에서 收益價值의 決定은 資產價值를 決定하는 것보다 복잡하다. 그 理由는 收益價值는 未來의 收益性에 기초를 두고 있기 때문이다.

이며, 여기서 平均可能 配當額은 다음과 같다.

$$\text{平均 可能配當額} = \frac{\text{推定純利益} - (\text{法人稅} + \text{任員償與金} + \text{利益調整額})}{\text{發行株式總數}} \dots\dots (III-5)$$

(Ⅲ-5)式의 推定利益의 決定은 向後 2年間의 推定財務諸表에 依하여 上記의 算式에 따라 每決算期의 配當可能額을 第一次年度와 第二次年度의 加重置를 각각 3대2로서 加重平均한 金額으로 한다. (Ⅲ-5)式에서 利益整調額은 (推定 當期純利益 - 法人稅 - 任員償與金) $\times \frac{1}{2}$ 로 서 決定하며, (Ⅲ-4)式의 分母 資本還元率은 一年 滿期 定期豫金利子로서 代替的으로 적용하고 있다.

위에서 說明한 바와 같은 方法으로 計算된 資產價值와 收益價值는 다음과 같은 規則을 적용하여 上場企業의 株價最終發行價를 決定한다.

첫째, 資產價值가 收益價值보다 클 때는 收益價值의 限界로 하며,

둘째, 收益價值가 資產價值보다 클 때는 收益價值가 資產價值의 二倍를 초과하지 않는다 면 收益價值와 資產價值를 單純平均한 값을 發行價로 한다.

2. 發行價 決定公式의 問題點

앞에서 說明한 發行價格決定公式을 적용함에는 많은 問題點이 있다. 물론 實際 公式을 적용함에 있어서는 公式에 表示된 資產價值와 收益價值外의 實的 要因들도 고려대상이 될 수 있을 것이나 公式 自體에 결함이 있다. 즉 發行價公式과 관련하여 問題點은 어느 企業의 株式發行價를 決定하는데 發行價公式을 적용하는 데서의 問題點이 있을 수 있고, 公式自體의 타당성과 관련한 問題點을 지적할 수 있다. 여기에서는 公式 自體의 타당성에 관한 問題點을 記述하고자 한다.

公式 전반적인 면에서 볼 때 첫째, 資產價值의 비중이 企業價值에 커다란 비중을 차지하고 있는 것을 볼 수 있는데 이것은 現在株價決定에 적합하지가 못하다. 資產價值가 적합하지 못한 理由는 ① 장부상의 資產價值는 歷史的 原價(historical cost)에 의거하여 記述되어 있어서 진정한 資產의 價值를 決定할 수 있는 基準이 될 수 없으며 ② 市場價格으로 資產의 價值를 決定한다 하여도 實際 各 資產의 客觀的의 評價가 不可能하며 ③ 企業의 價值는

各 資產의 合이 아니라 生命力 있는 結合體로서 價值를 고려하지 않고 있다는 것이다. 그러므로 資產價值를 基準으로 하여 企業의 真正한 價值를 測定할 수 없다는 結論이다. 앞에서 言及한 바와 같이 特殊한 경우 合併, 清算 등이외에서는 價值評價基準이 될 수 없다.

둘째, 收益價值가 企業價值 決定에 決定的인 役割을 할 수 있는 것인가 하는 問題다. 一般投資者의 立場에서 볼 때 收益自體가 目的이 아니라 配當이 目的인 것이다. 물론 收益과 配當金과의 關係는 어느 정도 正比例 關係에 있다 치더라도 꼭一致하는 것은 아니기 때문에, 우리나라와 같은 經濟가 安定狀態를 維持하지 않고 一般投資者가 證券市場의 움직임이나 企業을 經營하고 있는 大株主에 대하여 어느 정도 不信을 가지고 있는 상태에서는 收益이 아니라 未來의 不確實性을 제거시켜주는 配當이 企業價值 決定에 더욱 중요한 것이다. 또한 收益價值와 관하여 향후 2년간의 推定貸借對照表를 기준으로 하는 企業價值의 決定은 우리나라와 같이 經濟成長이 급격함에 따라 企業의 收益이나 賣出額增加가 기하급수적으로 증가하는 현실에 비추어 적절하지 못한 것이다. 보다 장기간의 收益性을 推定하여 企業價值評價의 基礎資料로 하여야 하겠다. 마지막으로 資本還元率에 관한 것이다. 위에서 설명한 發行價 決定公式에서는 資本還元率을 定期預金利子率로 代替하여 使用하고 있는 것이다. 이러한 資本還元率의 使用은 發行價 決定公式의 결정적인 결합이다. 產業間に 内포하고 있는 危險程度가 다르기 때문에 向後 2年間의 推定損益計算書로부터의 利益흐름은 각각의 危險이 다를 것이다. 예를 들어 收益價值만을 고려할 때, 앞으로 2년간 첫해에 100원 둘째해에 200원 利益이 있을 것이다. 예상되는 遠洋漁業에 屬하는 企業과 동일한 期待利益이 예상되는 安定된 산업에 屬하는 企業이 있다면 이 두 기업의 企業價值은 資本還元率이 같다면 같게 될 것이지만 실제 원양어업과 安定性 있는 產業과의 危險이 서로 다르기 때문에 모든 投資者는 危險이 적은 安定된 企業이 選好對象이 될 것이다. 企業의 價值理論에서 說明하였듯이 企業의 價值는 收益性도 중요하지만 危險率도 價值決定에 필수불가결한 要因인 것이다. 그러므로 資本還元率을 一律的으로 모든 產業, 모든 企業에 適用하는 것은 妥當性이 없다. 資本還元率을 보다 자세히 언급하면 資本還元率은 定期預金利子率보다는 높으며 企業이 내포하고 있는 經營危險과 그 企業의 資本構造로부터 나타나는 財務危險에 대한 적절한 프리미엄이 붙게 된다. 그러므로 資本還元率로서 우리나라에서 적용하고 있는 定期預金利子率은 企業이나 그 企業이 속해 있는 產業의 特殊性에 따르는 危險을 전혀 고려하고 있지 않은 상황이다.

이러한 發行價決定公式의 결합으로 인하여 株式發行市場의 혼란을 가져오고 있으며 特히 請約方法은 많은 社會의인 비난의 대상도 되어 왔다. 真正한 株價와 現行公式에 依한 發行

價의 差異로 인하여 株式上場後에 株價의 變化가 极しく 나타나고 이러한 利點 때문에 新株請約時에는 株式的 正常的인 流通市場이 마비되었다.

3. 發行價와 株價의 差異

앞에서 지적된 바와같이 現行 發行制度의 문제점으로 인하여 실제 上場된 會社들의 株式은 上場 이후에 既存上場株式과 변칙적으로 變動할 것은 당연하다. 1975년 1월 이전에는 현재와 같은 방법으로 發行價를 決定하지 않았으므로 이 이전에 上場된 會社의 株式的 價格變化는 고려하지 않고 1975년 1월부터 1976년 8월 사이에 新規上場된 企業들 중에서 제약업과 화학·석탄·석유공업에 속하는 기업과 그 기업들의 上場後 株價變動을 예를 들어 보면 다음 <表 III-1>과 같다. 이 表는 本研究의 對象이 되는 7개의 產業中에서 두개의 產業에 속하는 企業을 예로 든 것이며, 더욱 자세한 것은 實證的인 檢證에서 다루어질 것이다.

<表 III-1> 株價伸張率
<제약업> <화학·석유·석탄 제조업>

표본회사명	순주가신장율	표본회사명	순주가신장율
일동제약	17.22	신진프라스틱	43.52
삼성제약	27.91	한국플리에스밸밸	19.30
유유산업	29.20	전국설화농약	59.91
국제약품	58.80	한국비료업체	89.68
한일약품	16.97	한국풍산밸트	93.90
동화약품	40.57	동일고무화학	15.58
백광약품	79.83	동양화유지	102.87
대한중의제약	9.74	한국화약	51.12
한독약품	7.47	성신화학	22.69
종근당	43.8	삼영화학	14.00
평균	33.27	평균	3.80
			10.85
			52.07

純株價伸張率은 新規上場된 會社의 株가 上場後 3주 동안에 얼마만큼 신장율이 있었느냐를 알아보기 위한 것으로서 이伸張率이 同種產業에 속하는 企業全體의 平均伸張率과 커다란 差異가 없다면 문제가 없으나, 產業의 平均과 새로 上場된 企業間의 极심한 差異가 난다면 發行價의 算出公式이 문제가 있다는 것을 實證하는 것이다. 이러한 것을 확인하기 위하여 純伸張率 즉 個別株價의 伸張率에서 그 產業의 平均株價伸張率을 뺀 것을 조사하였다. 그러므로 純株價伸張率이 0이라는 것은 기존에 상장된 同種企業들과 차이가 없다는 것으로 發行價가 적절히 算定되었다고 보여지며 純株價伸張率이 크다는 것은 기존기업들과 차이가 있다는 것을 의미한다. <表 III-1>에서 보는 바와 같이 예외없이 新規上場되는 種目

의 株價가 伸張率이 높게 나타나고 있다. 또한 同一業種에서도 個別企業마다 커다란 差異를 보여주고 있다. 같은 제약업에서도 백광약품은 純株價伸張率이 79.83%이며, 한독약품은 7.47%에 지나지 않았으며, 이와같은 현상이 화학·섬유·석탄·고무에서는 더욱 심하게 나타났다. 동일고무벨트는 102.87%의 純株價伸張率을 나타냈는데 반해 성신화학은 3.80%에 지나지 않았음을 볼 수 있다. 또한 平均的으로 제약업과 화학·석탄·석유·고무제품제조업과 비교하면, 제약업은 평균 33% 伸張率을 보이고 있는 반면에, 화학·석유·석탄·고무제품제조업은 52%의 伸張率을 보임으로써 業種間의 差異도 무시할 수 없음을 보여 준다.

이러한 결과는 新規上場되는 企業의 株式의 發行價를 決定하는 公式이 같은 產業에 속하는 企業間에 差異가 있는 중요한 財務要因을 찾아내어 分析하지 못한 것으로 볼 수 있고, 產業間에 存在하는 企業價值를 決定짓는 重要變數를 分析하지 못하였음을 나타낸다.

물론 위의 表에서 보여 준 純株價伸張率의 격차는 不完全한 發行價 算定에만 原因이 있다고 볼 수는 없으나 大部分 이에 연유한다고 할 수 있다.

發行價 決定 公式을 企業의 價值을 과소평가하기 때문에 기존 上場企業에 비하여 新規上場된 것이 株價伸張率이 큰 것으로 나타나는 것이며, 企業의 價值를 評價하는데는 單純히 發行價 公式에 포함된 收益價值의 資產價值 뿐만이 아니라, 보다 細部의이고 근본적인 財務要因이 더욱 重要할 수 있는 것이다. 市場占有 rate, 企業規模, 負債比率, 留保率 等과 企業價值가 서로 깊은 관계가 있을 수 있기 때문이다.

IV. 實證的 研究

1. 假 說

產業間에 또는 企業間의 發行時期 以後 株價의 變動 특히 伸張率이 急進的이며 그 伸張率이 企業間 또는 產業間에 극심한 차이가 있다는 것은 發行價의 책정이 잘못되었거나 發行 以後 企業의 상황이 好轉的으로 變化하였다고 볼 수 있다. 그러나 企業이 上場된 후 같은 產業에 屬하는 既存上場會社들의 株價伸張率과 比較할 때, 많은 伸張率의 차이가 있으며 그 차이가 모든 新規上場會社의 株價 움직임에서 찾아볼 수 있다면, 이것은 어디까지나 發行價의 算定公式이 企業의 本來 價值를 낮게 評價한다고 볼 수 있다. 다시 말하면 企業의 적절한 株價는 現在 고려 대상이 되고 있는 收益價值와 資產價值로는 不充分하며 그 외에 다른 要因이 고려되어야 함을 나타내고 있는 것이다. 그러므로 本 研究는 株式의 진

정한 價值와 現行發行價公式에 관하여 다음과 같은 假說을 가지고 實證的인 검증을 할 것이다.

① 現在의 發行價는 企業의 適正價值를 計算하기에 부적당하며 現在의 發行價公式에 依하여 평가된 企業價值는 진정한 企業價值보다 낮다. 이러한 理由는 發行價 算定 公式이 資產價值와 收益價值를 거의 同一하게 評價하고 있기 때문이나 진정한 企業의 價值는 資產價值에 비하여 收益價值에 重點을 두어 算定해야 할 것이다.

② 企業의 價值는 收益性과 資產價值에 依하여 영향을 받으나 企業의 成長率도 株價에 미치는 영향이 至大하므로 成長率을 고려하지 않고 있는 現 發行價 算式에 問題點이 있다.

③ 많은 投資者들이 有償, 無償增資를 기대하며 有償, 無償增資 結果 株價가 上昇하는 경우가 많으므로 未來企業의 有·無償增資의 可能性을 보여주는 留保率을 株價決定의 要因으로 간주할 수 있다.

④ 企業의 價值는 企業의 期待收益은 물론 企業이 처하여 있는 위험과도 관계 있으므로 위험도의 決定에 가장 큰 要因으로 보이는 負債比率이 株價의 決定에 重要하다.

⑤ 企業의 安定性과 관련된 것으로서 上場對象이 되는 企業이 그 產業에서 차지하는 位置가 企業價值, 즉 株價를 決定하는 要因이 될 것이다. 產業에서 차지하는 位置는 企業이 生產·販賣하는 물품의 市場占有率로 測定한다.

⑥ 產業과 產業間에는 株價를 決定하는 要因이 달리 作用하기 때문에 產業의 特性을 고려하여야 한다. 다시 말해서 어떤 產業에 屬한다는 事實이 株價를 決定하는 데 있어서 고려 對象이 되어야 한다.

이와같은 假說을 檢증하기 為하여는 企業의 財務要因 중에서 어떤 것이 어떻게 純株價伸張率에 영향을 미치는 것인가를 分析하므로써 發行價 算式에서의 결합을 찾아내고 方向을 提示할 수 있을 것이다.

2. 實證模型과 變數

(1) 變數의 定義

앞에서 說明한 假說을 儉證하기 為하여 回歸分析模型을 다음과 같이 作成하였다.

純株價伸張率 = f (自己資本利益率, 企業成長率, 留保率, 負債比率, 企業의 位置, 純資產比率, 收益比率)

즉 株價伸張率을 從屬變數로 하고, 각 假說의 重要 要因들을 獨立變數로 하여 回歸分析을 한다. 純資產比率과 收益比率은 現在使用하고 있는 發行 公式에 반영되어 있는 것이며 企業成長率, 留保率, 負債比率, 企業의 位置 等은 公式에 直接的으로 포함되고 있지 않다.

이 模型에 純資產比率과 收益比率을 포함시킨 것은 純資產價值와 收益價值의 重要性을 比較하는 데도 意義가 있을 것이다.

純株價伸張率

株價가 上場以後 上昇하는 要因은 ① 國內外 經濟情勢가 好轉되기 때문에 ② 企業上場後 그 企業의 好壞의 出現때문에 ③ 發行價가 本來의 價值보다 낮게 책정된 때문이라고 分類하여 생각해 볼 수 있으나, 本 論文의 目的이 現行 發行價와 關聯하여 株價上昇을 다루고 있으므로 上場以後의 價格의 上昇要因중에서 經濟情勢의 變化와 企業上場後의 企業狀態의 變化에 따르는 價格變動을 제거하여 진정한 意味의 發行價 算定과 관계되는 問題點을 파악할 수 있다. 이러한 目的을 달성하기 為하여 株價의 變動을 다음과 같은 條件에서 測定을 한다면, 發行價 算式의 결합으로 인한 株價變動을 測定할 수 있을 것이다. 첫째, 企業이 上場된 後 企業의 內的 要因의 變動을 기대할 수 없을 만큼 짧은 期間內의 價格變化를 고려하므로써 發行價 決定 時期와 上場 後의 企業 內的인 財務의 變動이 거의 없는 상황에서 株價의 變化를 고려하며 둘째, 경기변동으로 인한 株價의 變動을 고려하기 為하여 각 株式의 伸張率에서 경기변동으로 인한 영향을 제거하여 純株價伸張率을 決定한다. 보다 具體的으로 純價格伸張率은 個個의 株價伸張率에서 產業全體의 株價 平均 伸張率을 제거하므로써 얻어진다. 그러므로 종속변수가 될 純株價伸張率은 다음과 같이 定義된다.

$$Y = \frac{P_t}{P_0} - \frac{I_t}{I_0}$$

Y : 純株價 伸張率

P_0 : 個個의 發行價

P_t : t 期間後의 株價

I_0 : 株式上場時의 產業株價平均

I_t : t 期間後의 產業株價平均

純株價變動率을 計算하기 為하여 t 時點은 株式發行後 1個月 後로 決定했으며, 產業 平均株價는 韓國投資公社의 業種別 株價 指數를 使用하였다. t 時點을 上場 1個月 後로 決定한 것은 證券市場에서 發行價公式에 依한 發行價가 充分히 修正되는 期間이기 때문이다.

自己資本 利益率

企業의 收益性을 測定하는 데는 賣出額 利益率, 總資產 利益率 等이 자주 使用되고 있으나 本 研究에서는 自己 資本利益率을 使用하였다. 이러한 理由는 普通株를 所有할 投資者들은 自己資本 利益率에 달려 있을 것이라는 假定때문이다. 實證的 儉證을 為한 平 模型에

서는 自己資本 利益率은 法人稅 控除後 純利益을 自己資本으로 나눈 것이다.

成長率

企業의 成長을 어떻게 무엇으로 测定하느냐는 意見이 다양하다. 賣出額 成長率, 資本 成長率, 自己資本 成長率, 純利益 成長率 等이 使用되지만 이 중에서 純利益 成長率과 賣出額 成長率이 가장 타당성 있는 成長率의 指標로 使用되는데, 純利益 成長率은 獨立變數中에서 資本 利益率에 어느 정도反映되었다는 結論下에, 本研究에서는 賣出額 成長率을 企業의 成長率을 代表하는 것으로 使用하기로 한다. 이 成長率 测定에는 過去年度와 比較하여 그 增加率을 計算하였다. 우리나라의 企業들은 그 歷史가 짧고 過去 73~74年에는 例外的인 不況이었으므로 1975年과 1976年 사이의 賣出額 成長趨勢를 使用하였다.

留保率

企業에 따라서 그 동안 利益이나 財產再評價差額을 축적하였다가 企業 公開以前에 資本 轉入한 會社도 있으며 그렇지 않고 企業公開하는 企業도 있다. 이와같은 利益 留保額은 未來有償 또는 無償增資의 기초가 되는 것이므로 一般投資者들은 지대한 關心을 表明하는 것 이普通이다. 그러므로 留保額/納入資本으로 定義되는 留保率은 또한 企業公開후 株式의 價格을 上昇시키는 要因이 될 것이다. 留保額은 企業의 資本 剩餘金, 利益 剩餘金, 기타 적극적 積立金이 포함된 것이다.

負債比率

負債比率은 企業의 他人資本 依存度를 表示하는 것으로 그 具體的인 定義는 여러가지로 내려지고 있다. 그 企業의 損益計算書를 중심으로 金融費用을 稅金 및 金融費用 控除前의營業利益으로 나눈 것으로 定義를 하기도 하며, 貸借對照表의 項目中에서 他人資本을 資本으로 나누어 定義하기도 하며, 他人資本과 總資本의 比率을 他人資本依存度로 表示하기도 하지만, 여기에서는 他人資本을 自己資本으로 나눈 값을 負債比率로 定義하였다. 이 負債比率은 企業이 當面하고 있는 위험중에서 財務危險을 代表하고 있으므로 負債에 過重한 依存은 企業을 취약하게 하여 上場後 株價에 영향을 미칠 것이다.

市場占有率

한 企業이 그 企業이 속하여 있는 產業에서의 位置가 어떤가를 测定하기 為한 指標로서는 市場占有率을 選擇하였다. 市場占有率은 그 產業의 全體 純賣出額에서, 그 企業의 純賣出額이 차지하는 比重으로 나타내었으며, 市場占有率을 計算하기 為한 자료로서는 企業公開以前 會期의 賣出額을 中心으로 하였다.

收益比率

— 34 —
發行價決定에서 收益價值는 未來企業의 收益豫測에 달려 있다. 그러므로 未來收益率은企業의 株價決定의 要因이 되고 있다. 그러나 現在發行價를 決定하는 데는 未來의 收益이 完全히反映되는 것은 아니며 어느 程度 제한이 있음을 밝혀 두었다. 그러므로 發行價決定에 있어서 收益價值가 完全히反映되었느냐를 評價하는 方法으로 收益比率과 株價의伸張率을 보려고 한다. 收益比率은 公開한 會期의 株當利益을 發行價로 나눈 것으로서 평의上 收益比率이라고 命名하였다.

資產比率

資產比率
收益比率과 相對의인 用語로서 資產比率이라 하여, 株當 純資產을 發行價로 나눈 것이다.
資產價值가 發行價에 적절히反映되고 있는가를 알아 보기 爲함이다.

3. 檢證模型與 標本

(1) 檢證模型

(a) 單純回歸 模型

(a) 單純回歸模型
 上에서 說明한 獨立變數와 從屬變數의 關係를 알아 보기 為하여 다음과 같은 回歸方程式
 을 使用한다.

y : 純株價伸張率

X_i : 獨立變數 i

(b) 多重回歸 模型

(b) 多重回歸 模型
 資產價值와 收益價值와의 株價伸張率에 미치는 영향의 비중을 分析하기 為하여 資產價值
 와 收益價值와 깊은 關係가 있는 資產比率과 收益比率을 獨立變數로 책정하고 株價伸張率
 을 從屬變數로 한다.

y : 純株價伸張率

X_1 : 收益比率

X_2 : 資產比率

또한 각각 獨立變數를 單獨으로 分析하는 것이 아니라 株價伸張率과 全體 獨立變數와의
關係를 式으로 表示하면 다음과 같다.

X_1 : 自己資本 利益率

X_2 : 賣出額 成長率

X_3 : 留保率

X_4 : 负債比率

X_5 : 市場占有率

X_6 : 收益比率

X₃: 考古比索

(c) 廉潔性格斗 案價仲張志

(II-1), (II-2)와 (II-3)式은 標本 全體를 對象으로 하여 各 企業의 財務要因들과 從屬變數의 關係를 分析하는 것이나, 어떤 企業이 어느 產業에 屬한다는 것으로서 株價伸張率에 영향을 주는 것인가를 分析하기 為하여 더미變數(dummy variable)를 使用하였다.

(2) 標本

研究對象이 되는 標本은 1975年 1월 1일後 1976年 8월 사이에 公開한 65個의 企業들이다. 이외에도 많은 企業이 이 期間에 公開하였으나 產業別 区分을 하여 7個以上의 企業이 公開된 產業을 擇한 結果 7個의 產業, 즉 음식료품 製造業, 섬유·의복·가죽 製造業, 제약업, 化學·섬유·석탄·고무·프라스틱, 第1차金屬製造業, 金屬製品·機械·장비 製造業, 都·小賣業 等이 選擇되었다. 이 期間에 公開한 企業들을 產業別로 区分하여 보면 다음과 같다.

標本盒裝

〈表 IV-1〉 標本企業

업종	표본기업
음식료품 제조업(7)	삼립식품. 삼양식품. 한양식품. 롯데공업. 쌈표식품. 크라운제과. 천일목산.
섬유 의복 가죽 제조업(11)	태광산업. 한흥물산. 제일모직. 경남모직. 명안섬유. 한국나일론. 남영나이론. 선경합성. 충남방직. 한창섬유. 대전피혁.

업 종	표 본 기 업		
제 약 업 (10)	일동제약. 유유산업. 국제약품. 삼성제약. 중의제약. 한일약품. 한독약품. 백광약품. 동화약품. 종근당.		
화학·석탄· 고무·플라스틱	동산유지. 영화학. 한국화학. 동양화학. 동일고무벨트. 성신화학. 한국비료. 원풍산업. 한국폴리에스텔 건설화학. 한국농약.		
제1차 금속제조업. (7)	삼척산업. 부산주공. 부산제철소. 신창강업. 부국제강. 고려제강. 영풍상사.		
금속제품 기계·장비 제조업. (10)	대동공업. 삼성전자. 신일산업. 삼표제작소. 삼화콘덴사. 금성전기. 국제전기. 삼화왕관. 태양금속. 동양기계.		
도. 소매업. (9)	대림통상. 신성통상. 원림산업. 동국무역. 부홍사. 협진양행. 삼도물산. 반도상사. 남선물산.		

V. 實證的 研究結果 및 分析

1. 株價伸張과 時間性

新規發行되는 株價가 實際價值보다 낮은 價格으로 發行되어 上場될 때, 그 낮게 算定된部分이 上場後에 回復하는 데는 얼마만한 時間이 걸릴 것인가를 觀察하여 過小評價된 部分을 充分히 反映할 株價伸張率을 從屬變數로 決定하여야 할 것이다. 이와같은 것을 조사하기 위하여 發行價의 不正確性으로 發生하는 純株價伸張程度를 上場後 1주, 2주, 3주, 4주마다 觀察한 結果는 다음과 같다.

〈表 V-1〉 期間에 따른 株價伸張率

期間	純伸張率	純伸張率의 標準偏差
1 주	31.3	22.2
2 주	41.8	32.1
3 주	42.9	36.2
4 주	42.2	36.7

上場된 株가 安定勢를 찾는데는 3~4주가 소요되는데, 이러한 현상은 우리나라의 證券去來에서 適用되는 上昇上限線(上終價)의 制度에도 起因하지만 上場會社의 企業의 財務狀態의 分析과 소화가 매우 더딘데도 起因하는 것이라 볼 수 있다. 우리나라의 新規上場後, 企業의 價值가 적절하게 評價되는 데는 3주以後 4주까지로 보아 從屬變數로서의 株價伸張率은 發行後 4주後의 純株價上昇率로 하였다.

또한 各 週間의 純伸張率의 相關關係를 조사하여 다음과 같은 結果를 얻었다.

〈表 V-2〉 純伸率의 期間別 相關關係

	1週	週2	3週	4週
1週		0.862	0.624	0.423
2週			0.526	0.432
3週				0.326
4週				

〈表 V-2〉에서 보는 바와 같이 첫 週동안의 上昇하는 企業은 다음 週의 上昇과 깊은 相互關係를 갖게 되며 첫 週에 株價上昇程度와 3週, 4週동안에 上昇하는 程度에서는 매우 相關關係가 낮은 것을 볼 수 있으며, 2週의 上昇結果와 3週와의 相關關係는 0.526으로서 높은 편은 못된다. 첫째 週에 上昇하면 둘째 週에도 上昇할 可能性은 많음을 보여 주고 있다.

2. 各重要變數와 伸張率의 關係

앞에서 說明한 獨立變數와 從屬變數와의 關係를 單純回歸 分析을 通하여 조사한 結果를 보면 다음과 같다.

〈表 V-3〉 各財務要因과 株價伸張率의 關係

從屬變數	獨立變數	回歸方程式	t-test Test Score	R
純株價伸張率	自己資本 收益率	$Y=27.03+0.688X$	2.007	0.245
	賣出額 成長率	$Y=36.17+3.971X$	0.253	0.032
	留保率	$Y=37.48+18.46X$	0.878	0.110
	負債比率	$Y=47.65-0.017X$	-0.871	0.109
	市場占有率	$Y=41.26+0.019X$	0.486	0.061
	收益比率	$Y=15.82+0.558X$	3.223	0.376
	資產比率	$Y=33.52+7.136X$	0.762	0.0955

〈表 V-3〉은 純株價伸張率과 各各의 重要變數와의 關係를 回歸分析하여 그 結果를 나타

낸 것이다. 이結果를 보면 假說에서 說明한 바와 같이 純株價伸張率은 企業의 内部의 財務要因과 깊은 關係가 있다고一律的으로 斷定하기는 어렵다.

自己資本 收益率은 어느 程度 强한 獨立變數로 나타나고 있으나, 賣出額 成長率이 短期的인 株價伸張率(上場以後 1個月以内)에 커다란 영향을 주고 있지 않으며 負債比率, 市場에서의 占有率 等도 株價伸張率決定에 中요한 要因이 되고 있지 않음을 보여 주고 있다. 이것은 다른 말로 表現한다면, 發行價 決定要因으로서 賣出額 成長率, 留保率, 負債比率, 市場占有率을 直接的인 고려를 안 하더라도 커다란 問題點이 發生하지 않는다는 結論이다.

現行 發行價 算式에서 重要視하고 있는 資產價值와 收益價值에 있어서는 問題點이 나타난다. 資產價值比率(株當資產價值／發行價)은 純株價伸張率을 決定하는 데 있어서 中요한 변수로 나타나지 않고 있다. 이것은 發行價 決定에 있어서 資產價值는 적절히 反映되었다고 생각을 할 수도 있으며 資產價值와 發行價가 꼭 일치하지 않는 現行의 發行價 公式에서 資產의 價值란 意味가 별로 없음을 나타낸다고도 볼 수 있는 것이다. 그러나 收益價值比率(純收益／發行價)은 같은 業種의 다른 企業의 株의 伸張率보다 훨씬 伸張率을 높이는 結果를 招來하고 있는 것이다. 위의 表에서 t-score로 3.223이므로 5%의 有意水準에서도 Significant함을 意味하며 相關係數도 0.376으로 다른 財務要因보다 株價伸張率의 變化를 많이 說明하여 주고 있다. 물론 收益比率이 株價의 伸張率을 完全히 決定짓는 것은 아니며 ($R=0.376$, $R^2=0.14$), 65個의 標本을 對象으로 할 때, 株價伸張率의 變化를 약 14%를 說明하고 있는 것이다. 新株가 上場될 때, 投資者의 心理的 要因, Rumor等도 株價伸張率에 영향을 주는 것이 確實하지만, 이러한 要因에 대하여는 收益比率같이 客觀的인 자료수집이不可能하므로 이에 대한 體系的 分析은 省略한 것이다.

<表 V-3>에서 보통 一般的으로 알려진 몇 가지의 상식 또는 本研究에서 假設로 내세운 意見과 대조를 이루는部分이 있어 여기에 言及한다.

첫째, 賣出額成長率로 測定한 企業의 成長性이 上場直後의 短期的인 株價伸張率에 영향을 주지 않는다는 結果는 보통 생각하고 있는 것과는 상치되는 結果이며,

둘째, 留保率이 投資者의 觀心이 되며 新株 上場時 留保率을 중시하는 듯하지만 株價伸張率에 決定的인 要因으로 간주하기가 어려우며,

셋째, 上場企業의 業界에 차지하는 위치 즉 市場占有率이 企業의 上場直後의 株價伸張率에 영향을 주지 못한다는 事實이다.

結論的으로 新規 上場後의 株價의 伸張率은 企業의 收益性에 달려 있음을 볼 수 있는데 이것은 發行價公式에 따라 算定된 企業의 收益價值가 真正한 價值를 測定하지 못하여 적

절한 發行價를 決定하지 못한다는 結論을 내릴 수 있다. 이러한 理由는 두가지 面에서 解析할 수 있다. 첫째는 發行價 決定時에 收益價值를 測定하는데에 제한이 있으며, 둘째는 우리나라의 급격한 成長을 특색으로 하는 企業의 收益을 未來 2년으로 제한하는 現行公式이다.

3. 多重回歸分析을 通한 伸張率分析

(1) 獨立變數間의 相關關係

앞에서는 各各의 獨立變數와 純株價伸張率의 關係를 고려하였고, 그 結果 各 獨立變數가 從屬變數를 說明하는 R 이나 R^2 가 매우 낮았음을 볼 수 있었다. 從屬變數의 變化原因을 규명하기 為하여, 復數의 獨立變數와 從屬變數사이의 關係를 보기 為하여

純株價伸張率 = f (自己資本收益率, 賣出額成長率, 留保率, 負債比率, 市場占有率
收益率比率)<表 V-4>

로 하여 分析을 하였다. 向歸分析을 하기 前에 獨立變數間의 相關關係가 어떠한가를 고찰하여 相互 相關關係를 조사하여 본 結果는 <表 V-4>와 같다.

<表 V-4> 獨立變數間의 相關關係

	自己資本 收 益 率	賣 出 額 成 長 率	留 保 率	負 債 比 率	市 場 占 有 率	納 入 資 本 收 益 率	純 資 產 比 率
自己資本 收益率 (X_1)		0.287	0.033	-0.007	0.189	0.389	0.268
賣出額 成長率 (X_2)			-0.016	-0.011	0.036	-0.106	0.023
留 保 率 (X_3)				-0.316	0.002	0.085	0.215
負 債 比 率 (X_4)					0.99	-0.198	-0.095
市 場 占 有 率 (X_5)						-0.079	-0.153
納 入 資 本 收 益 率 (X_6)							0.153
純 資 產 比 率 (X_7)							

위의 表에서 보는 바와 같이 多重回歸分析에서 各各의 獨立變數間의 相互關係로 인하여 서로 從屬的이라고 볼 수 있는 뛰어난 높은 相關關係가 發見이 되지 않으므로 純株價伸張率을 分析하기 為한 模型으로 式을 그대로 使用할 수 있었다.

(2) 多重回歸分析 結果

<表 V-1>의 模型을 使用하여 回歸分析 結果는 다음과 같다. (()) 속에는 t-test score를 나타낸 것임)

$$Y=0.04+0.214X_1+5.592X_2+11.212X_3$$

(0.498) (0.340) (0.513)

$$-0.04X_4+0.024X_5+0.510X_6+1.400X_7$$

(0.189) (0.600) (2.441) (0.141)

純株價伸張率은 위의 式에서와 같이 收益比率(X_6)만이 $\alpha=0.05$ 有意水準에서, 나머지들 은 純株價伸張率에 영향을 미친다고 볼 수 없다. 위의 結果는 각각의 獨立變數와 從屬變數로 單純回歸分析을 使用했을 때와 差異가 거의 없으며, 自己資本利益率의 重要性이 差異가 날 뿐이다. 單純回歸分析에서 自己資本利益率의 係數에 대한 假設檢證에서 $t=2.007$ 이 있으나, 위의 多重回歸模型에서는 $t=0.498$ 로서 有意한 財務要因이라고 볼 수가 없는 것이다. 위의 模型은 $R=0.4075$ 로서 單純回歸分析보다 많이 向上되었다고 볼 수 있으나 滿足한 結果는 아니다.

각각의 變數의 Coefficient를 t-score서로 假說檢證($\beta_i=0$)하는데는 問題點이 있다. 즉 一定有意水準에 의하여 假說檢證을 각각의 係數에 대하여 反復的으로 行할 때, 최소한 1個의 變數의 영향을 誤導할 수 있으므로 全體的으로 係數를 test하는 方法으로 Analysis variance를 使用하여, 假設($\beta_1=\beta_2=\cdots=\beta_n=0$)를 test하여 보면 그 結果가 다음과 같다.

Source of Variation	df	Sum of Square	Mean Square	F value
Attributable to Regression	7	14345.57	2049.37	1.62
Deviation From Regression	57	72029.50	1263.68	
Total	64	86375.06		

F value가 1.62로서, $\alpha=20\%$ 에서 假設이 기각되어 어느 程度 有意하다고 볼 수 있다.

(3) 產業間의 伸張率의 差異

本研究의 關心중의 하나가 株價의 純伸張率이 業種間에 差異가 있는 것인가의 分析이다. 이것은 다시 말하면, 現在 各 業種마다 差異를 두고 있지 않은 發行價의 決定算式이 安當性이 있는 것인가의 問題에 관한 것이다. 現在 보편타당하게 認識되고 있는 우리나라의 證券市場의 意見은 業種의 人氣度에 따라서 上場後의 株價伸張率이 많은 差異가 있을 것이다. 이와 같은 問題를 理論的으로 分析하기 為하여 두 가지의 技法을 使用하여 볼 수 있다.

첫째는 65個의 標本을 使用하여 業種과 業種사이의 關係를 分析하기 為하여 더미變數(dummy variable)를 使用하여 分析하는 方法이다.

앞에서 說明한 多重回歸分析에 業種間의 差異를 넣어 回歸分析을 할 수 있으나 7個 業種이므로 6개의 새로운 變數가 더하여 지면, 13개의 獨立變數로서 모델이 形成되어 매우 복잡하고, 커다란 意味도 찾을 수 없으므로, 가장 重要한 獨立變數로 고려되는 앞에서 說明

하였음) 收益比率을 選擇하여 獨立變數로 擇하고, 그의 6個의 業種變數를 삽입하여 模型을 作成하였다.

$$y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + b_7X_7$$

X_1 : 收益比率

X_2 : 섬유·의복·가죽제조업 1, 他業種 0

X_3 : 製藥業 1, 他業種 0

X_4 : 化學, 석탄, 고무業 1, 他業種 0

X_5 : 第1次 금속제조업 1, 他業種 0

X_6 : 금속제품 기계 장비業 1, 他業種 0

X_7 : 도·소매업 1, 他業種 9

위式의 結果를 보면 다음과 같다.

$$Y = -3.8 + 0.483X_1 + 14.4X_2 - 22.6X_3 + 8.1X_4$$

$$+ 37.4X_5 - 9.8X_6 + 48.3X_7$$

$$R = 0.570$$

研究 結果는 業種과 業種사이의 純增加率의 差異는 매우 큰 것으로 나타났다. 섬유업종은 食料品業種과 比較하여 14%나 낮으며, 化學·石油 製造業은 약 37%나 높고, 金屬機械는 48%나 食料品製造業의 伸張率보다 높다 큰 것과 작은 것의 伸張率의 差異는 48%(食料品과 金屬機械)나 되는 것이다. 이와같은 差異는 크나 統計學的인 見地에서 각각의 產業別變數의 t-value는 意味있게 나타나지 않고 있으며, 產業別 variable의 全體的인 意味를 보기 위하여 ANOVA를 보면 다음과 같다.

Source of Variation	df	Sum of Square	Mean Square	F-value
Attribute to 利益比率	1	13225	13225.63	13.10
Attribute to 產業 variables	6	14901	2483.5	2.46
Deviation From Regression	57	58247		
Total		86375		

F value($V_1=6$, $V_2=57$)에서 2.46은 $\alpha=0.05$ 에서 有意한 것으로서, 產業間의 差異는 無視할 수 없는 것으로 나타나고 있다.

VII. 結論

企業成長을 위하여發行價를決定하는現行制度에 대하여 그妥當性을 검토하였다. 上場後 4週程度에發行價에 대한 대체적인 조정이 이루어지는데, 이러한新規上場會社들의株價가 다른既存企業의株價에비하여, 급격히伸張하는 것은發行價決定時企業의價值의評價를 적절히하지못한結果이다. 新規上場會社의株價伸張率의原因이 무엇인가를 고찰한 것이本研究이다.

研究結果 다음과 같은結論을 얻었다.
첫째, 現在의發行價公式은企業의價值를過少評價한理由로, 上場後株價伸張率이기존上場企業의株價伸張率보다훨씬높다.

둘째,株價伸張率의극심한差異는發行價의算式公式의결합으로볼수있다.
셋째,短期의株價伸張率은上場企產의純資產價值,市場占有率,負債比率,留保率,成長性,自己資本利益率等의差異에서기인한다고볼수없으며,決定의인要因은收益價值에대한過少評價에起因한다.

넷째,業種間에서오는株價伸張率은어느企產이어느產業에屬한다는事實로서는說明하기에充分치못하며,企業의收益성이가장큰株價伸張率을決定한다.

그러므로發行價算式에서收益價值를적절히評價하는것이무엇보다重要하며相對價值를產出하여發行價를決定하는制度는커다란의미를찾을수없다.

參考文獻

金光雄, 社會科學研究方法論. 서울:博英社, 1976.

金在思, 教育·社會·心理研究方法. 서울:益文社, 1971.

沈炳求·李正圭·徐相龍, 財務管理. 서울:博英社, 1971

李聖淳, 投資決定論. 서울:法文社, 1975.

池清, 外國人直接投資論. 서울:高大出版社, 1975.

韓國投資公社, 投資

韓國投資公社, 有價證券分析規定

Bellemore, D.H & Ritchie, J.C., Investment: Principles, practices, analysis. (4th ed.)

- South-western Publishing co., 1974.
- Beja, Abraham, "On systematic and Unsystematic Components of Financial Risk," The Journal of Finance (March, 1972), pp. 37—45.
- Carter, E. Eugene. "What Are the Risks in Risk Analysis?" Harvard Bussiness Review (July-August, 1972), pp. 72—82.
- Solomon, Ezra, The Theory of Financial Management, Columbia University Press, 1963.
- Zimbarg, Edward D. "Modern Approach to Investment Risk," Financial Executive (Feb. 1973) pp. 44—61.