

「有價證券分析 등에 관한 規程」中 質的 評點制度에 대한 考察

沈 昞 求* · 金 相 基**

《目 次》	
I. 序 言	3. 現行 株式公募價格 決定方法의 問題點 과 質的 評點制度
II. 規程上 質的 分析制度의 內容	IV. 規程上 質的 評點制度의 妥當性에 대한 實證分析
1. 質的 分析制度에 대한 規程上의 變遷	1. 假說의 設定
2. 現行 質的 分析制度의 內容	2. 獨立變數
3. 現行 質的 評點制度의 內容	3. 從屬變數
III. 規程上 株式公募價格 決定과 質的 評點 制度	4. 假說의 檢定
1. 現行 株式公募價格 決定方法	V. 結 論 및 問題點
2. 外國의 株式公募價格 決定과 質的 分 析制度	

I. 序 言

證券市場이란 有價證券이 거래되는 市場을 말한다. 따라서 證券市場에 대한 研究에 있어
서 有價證券에 대한 研究의 重要性은 매우 크다. 有價證券에 대한 研究중에서도 有價證券
의 價値가 어느 정도이며 그 價格이 어느 水準에서 결정되어야 適正한가를 分析하는 有價
證券分析制度에 대한 研究가 특히 중요하다고 할 수 있다.

이러한 有價證券分析制度는 各國마다 약간씩 그 運用方法에 있어서 차이가 나기 마련이
다. 왜냐하면 各國마다 證券市場의 發達程度, 증권업계의 특징, 政府의 證券政策 등이 相異
하기 때문이다. 또한 個別國家의 有價證券分析制度 자체도 그 國家의 證券市場, 證券業界,
證券政策 등의 變遷에 따라 변혁을 겪게 되기 마련이다.

우리나라의 有價證券分析制度도 다른 나라의 그것과는 다른 점이 많으며 또 證券市場의
급격한 발전에 따라 持續的인 변화를 겪어 왔으며 앞으로도 계속 변화해 갈 것은 必至의
사실이라 하겠다.

669
Seobin

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 教授
** 서울大學校 大學院 經營學科 卒業

이와 같은 사실에 비추어 現在 우리나라의 有價證券分析制度를 살펴 보고 그것이 現在 우리나라의 證券市場의 諸與件에 비추어 과연 합리적인 제도인가를 檢討하여 만약 未備點이 발견되면 그에 대한 對策을 講究하는 것이 요망된다.

現在 우리나라의 有價證券分析制度는 1977년에 制定된 有價證券分析 등에 관한 規程 및 有價證券分析 등에 관한 要領에 의거하여 운용되고 있다. 同規程 및 要領에는 우리나라의 現實을 감안하여 外國과는 상이한 有價證券分析方法을 제시하고 있는 부분이 많다.

그중 有價證券의 質的分析制度의 運用方式은 美國, 日本 등 증권선진국의 그것과는 다른 점이 많으며 특히 企業公開時 公募株式에 대한 質的分析의 運用方式은 전혀 判異하다. 美國, 日本 등에서는 株式公募時 공모주식에 대하여 量的分析은 물론 質的分析도 철저히 하며, 그 分析結果를 가지고 發行會社와 引受會社間의 협의를 통하여 公募價格을 결정하게 된다. 따라서 量的分析의 結果가 동일하다면 質的分析의 結果가 좋은 기업일수록 公募價格이 높게 결정되게 된다. 즉, 質的分析結果가 公募價格決定에 直接 반영되는 것이다.

우리나라의 경우 企業公開時 公募價格은 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의거하여 算出된 本質價値를 중심으로 결정되게 되며 本質價値는 量的分析結果로서만 算出되게 된다. 따라서 質的 要因이 아무리 좋더라도 本質價値가 낮은 기업의 株式發行價格은 낮은 가격으로 결정되게 된다. 즉, 質的分析의 結果가 公募價格決定에 반영되지 않는 것이다.

그런데 同規程에서 특이한 점은 企業의 質的 要因에 대한 분석에 관하여 具體的인 評價基準을 마련하고 그 基準에 입각하여 분석결과를 點數로 표시하도록 하고 있으며, 分析結果의 點數(以下 質的 評點이라 한다)가 60點 미만일 경우에는 아예 公募對象에서 제외하고 있다는 점이다. 앞에서 살펴 본 바와 같이 우리나라의 경우에는 質的 評點의 高低가 직접 公募價格決定에 반영되고 있지 않다. 다만 質的 評點이 60點미만인 경우에는 公募對象에서 제외시키는 방식으로 質的 評點制度를 운용하고 있다.

이와 같이 劃一的 基準에 의해서 特異하게 운용되고 있는 質的 評點制度가 과연 합리적인가에 대하여 아직까지 實務界는 물론 學界에서도 具體的인 논의가 없었던 것으로 생각된다.

이에 本論文은 우리나라 有價證券의 質的分析制度의 핵심인 質的 評點制度의 妥當性을 統計的方法을 이용하여 檢定하여 同制度의 改善 및 合理化를 위한 基礎資料를 제공하려고 한다.

II. 規程上 質的 分析制度의 內容

1. 質的 分析制度에 대한 規程上의 變遷

韓國投資公社는 1969年 3月 「株式評價要領」을 제정하여 公募發行株式의 評價에 적용하였는데, 여기서는 최근 3年間の 財務諸表를 기초로 하여 資產價値와 收益價値를 분석하였으며 資產價値를 보다 중요시하였다. 그러나 同要領에서는 質的 分析에 대해서는 전혀 언급이 없었다.

1972年부터 會社債市場이 개설되고 企業公開가 적극화됨에 따라 종래의 「株式評價要領」만으로는 부족한 점이 많아 同公社는 「有價證券分析規程」을 새로이 制定하였으며, 同年 4月에는 그 細部指針으로서 「有價證券分析要領」을 제정하였다. 同規程에서 “質的 要因에 대한 분석은 發行會社의 沿革, 株主의 構成, 經營陣, 信用狀態, 同業界 및 그 會社와 관련 있는 會社의 有價證券의 價格趨移 등을 검토한다”라고 되어 있었으나 이에 대한 施行指針이 分析要領에 제정되어 있지 않아 實質的으로는 死文化되어 있었다.

이에 따라 1976年 하반기에는 質的 要因分析基準을 제정하여 發行會社의 主去來銀行과 信用保證基金에서 分析對象企業에 대해 신용조사를 한 후 그 결과를 證券分析에 반영토록 하였다.

2. 現行 質的 分析制度의 內容

現在 시행되고 있는 質的 分析에 관한 規程은 1977年 3月に 제정된 大韓證券業協會의 「有價證券分析 등에 관한 規程」이다. 同規程은 法的 強制力을 가지고 있는 것은 아니고 어디까지나 自律的인 規範이라고 하겠지만 현실적으로 分析機關들이 이 規程에 立脚하여 분석을 하고 있다.

同規程에서는 특히 質的 要因의 분석에 대하여 그 評點基準을 마련함으로써 質的 要因分析을 강조하고 있다. 즉, 同規程 第7條 第1項에서는 “企業分析은 다음 各號에 따라 質的 要因과 量的 要因을 分析한다”라고 하고 第1號에서 “質的 要因에 대한 分析은 發行會社의 沿革, 經營者, 信用狀態 등을 檢討한다”라고 규정하고 있다.

또한 第16條 第1項에서 “有價證券의 引受 및 募集 또는 賣出의 周旋은 質的 要因의 분석 결과 適正한 法人으로서 다음 各號에 該當하는 경우로 한다”라고 하고, 第2項에서 “第1項에서 規程하는 適正한 法人이라 함은 質的 要因에 대한 評點結果가 60點 이상인 법인의

로 한다”고 규정하고 있다.

「有價證券分析 등에 관한 規程」의 細部指針을 담은 「有價證券分析 등에 관한 要領」 第2條 第2項에서 “質的 要因分析을 위하여 별지 제 4 호 서식에 따라 信用保證基金과 發行會社의 主去來銀行에 신용조사를 의뢰하여야 한다”라고 규정하고, 同要領 第5條에서는 “規程 第18條 第2項에 의한 質的 要因 등에 관한 評點은 별지 제 2 호 서식과 같이 한다”라고 하여 具體的으로 質的 要因에 대한 評點基準을 제시하고 있다.

3. 現行 質的 評點制度의 內容

現在 우리나라의 質的分析에 관한 구체적인 分析基準은 「有價證券分析 등에 관한 要領」의 별지 제 2 호 서식에 의한 「質的 要因 등에 관한 評點」이다. 그 具體的 內容은 아래 <表-1>에서 보는 바와 같다.

<表-1> 質的 要因 등에 관한 評點

심 사 항 목	배점	평점	심 사 기 준	평 가 기 준
가. 환경조사	20			
1) 설립경과년수	5		(1) 만 10년이상 (2) 만 7년이상 (3) 만 5년이상 (4) 만 5년미만	5점 4점 3점 2점 주금납입일
2) 매출액 성장	5		(1) 50%이상 성장 (2) 30%이상 성장 (3) 15%이상 성장 (4) 15%미만 성장	5점 4점 3점 2점 자산포상 매출액 대 전 년동기 매출액
3) 배당율	5		(1) 30%이상 (2) 25%이상 (3) 20%이상 (4) 20%미만	5점 4점 3점 2점 최근 3년 평균(자산재평 가차액 자본전입에 따른 무상주배당은 제외)
4) 종업원 임금수 준	5		(1) 동종업계수준 30%이상 상회 (2) 동종업계수준 15%상회 (3) 동종업계수준 15%미만 (4) 동종업계수준 하회	5점 4점 3점 2점 최근 한은 통계월보 업 종별 임금 수준
소 계				
나. 신용조사	60			
1) 경영자 동업계 경력	5		(1) 만 10년이상 (2) 만 7년이상 (3) 만 5년이상 (4) 만 5년미만	5점 4점 3점 2점 주금납입일 기준

심사항목	배점	평점	심사기준	평가기준
2) 경영자 경영성적	5		(1) 최근 3년간 흑자경영 5점 (2) 최근 2년간 흑자경영 4점 (3) 최근 2년중 1회 흑자경영 3점 (4) 최근 2년간 적자경영 2점	최근 3년결산기준
3) 경영자 세평	5		(1) 업계 지도자금 5점 (2) 양 호 4점 (3) 보 통 3점 (4) 기 타 2점	최근 조사시점 2년이내
4) 연체 및 대불 발생 사실	5		(1) 최근 2년간 없음 5점 (2) 최근 1년간 없음 4점 (3) 최근 1년중 1개월 이내있음 3점 (4) 최근 1년중 1개월 이상있음 2점	
5) 부도발생사실	15		(1) 최근 4년간 없음 15점 (2) 최근 3년간 없음 12점 (3) 최근 3년중 있음 9점 (4) 최근 2년중에 있음 6점	최근 조사시점 4년이내
6) 법인세결정	5		(1) 신고세액의 115%이내 5점 (2) 신고세액의 120%이내 4점 (3) 신고세액의 130%이내 3점 (4) 신고세액의 130%초과 2점	과거 2년
7) 담보제공 및 보증	5		(1) 없음 5점 (2) 납입자본금의 10%이내 4점 (3) 납입자본금의 20%이내 3점 (4) 납입자본금의 20%초과 2점	타인(관계회사포함)을 위한 담보 및 보증 최근조사시점
8) 크레임발생사실	5		(1) 최근 2년간 없음 5점 (2) 최근 2년간 납입자본금의 10%이내 4점 (3) 최근 2년간 납입자본금의 20%이내 3점 (4) 최근 2년간 납입자본금의 20%초과 2점	최근 조사시점
9) 중요분쟁사실	5		(1) 최근 2년간 없음 5점 (2) 최근 1년이내 없음 4점 (3) 최근 1년이내 있음 3점 (4) 현재계류중 2점	최근 조사시점(대상기업에 대한 소송, 피송, 압류채납등)
10) 은행차입형태	5		(1) 2.5배초과 5점 (2) 2.5배이하 4점 (3) 1.5배이하 3점 (4) 0.5배미만 2점	우대금융 일반금융
소 계				

심사항목	배점	평점	심사기준	평가기준
다. 재무상황	20			
1) 차입금비율	5		(1) 50%이하 (2) 100%이하 (3) 200%이하 (4) 200%초과	5점 4점 3점 2점
2) 부채비율	5		(1) 100%이하 (2) 200%이하 (3) 300%이하 (4) 300%초과	5점 4점 3점 2점
3) 당좌비율	5		(1) 동업계비율 30%이상 상회 (2) 동업계비율 15%이상 상회 (3) 동업계비율 상회 (4) 동업계비율 하회	5점 4점 3점 2점
4) 재고자산회전율	5		(1) 동업계비율 30%이상 상회 (2) 동업계비율 15%이상 상회 (3) 동업계비율 상회 (4) 동업계비율 하회	5점 4점 3점 2점

〈表-1〉에서 보는 바와 같이 質的 要因 등에 관한 評點에서는 環境調査 20點, 信用調査 60點, 財務比率 20點으로 信用調査의 비중이 가장 크다. 質的 分析의 범위자체가 매우 廣範圍하여 그 내용을 모두 分析하기는 곤란하나 現 規程上의 質的 要因의 主要問題點을 살펴 보면 다음과 같다.

첫째, 質的 要因 등에 관한 評點에 있어서 産業分析을 제외하고 있다는 점이다. 産業分析은 특정업종에 대한 장래의 전망 등 産業에 관한 諸問題에 대하여 분석하는 것으로서 本質的으로 質的 分析의 영역에 포함되는 것이다. 왜냐하면 投資者들이 생각하고 있는 좋은 産業과 나쁜 産業이라는 개념은 産業의 어느 特定부분에 대한 知識에 根據할 뿐만 아니라, 個人的인 추측과 판단에 의하여 形成되는 것이기 때문이다.

産業分析이 證券分析에서 차지하는 役割에 대해서는 학자들간에 많은 논란이 있다. 或者는 産業選擇이 가장 重要的 것이고 어떤 企業을 선택하는가는 하찮은 것이라고 하는 반면, 或者는 個別企業의 선택이 重要的 것이지 産業分析은 별 설득력이 없다고 한다.

成長産業에 속하는 企業이라고 모두 성장하고, 斜陽産業에 속하는 企業이라고 해서 모두 쇠퇴하는 것은 아니나, 크든 작든 個別企業은 그 기업이 속하는 産業의 경제적 움직임에 影響을 받지 않을 수 없는 것이다. 따라서 産業分析은 證券分析에 있어서 매우 중요한 분야인 바, 産業分析을 質的 分析에서 전혀 고려하고 있지 않다는 것은 주의를 요하는 문제

라고 할 수 있다.

둘째, 質的 要因 등에 관한 評點에서는 一般的으로 量的 分析 領域에서 취급하고 있는 要因들도 포함하고 있어 이 要因들은 이중적으로 分析되고 있다는 점이다. 이러한 要因으로서서는 財務狀況에 속하는 借入金比率, 負債比率, 當座比率, 在庫資産回轉率을 들 수 있다.

세째, 質的 要因으로 열거한 항목의 範圍가 매우 좁다. 質的 分析의 분야가 너무 넓어 質的 要因의 모든 면을 분석하는 것은 불가능하다고 하더라도 現行 質的 要因 등에 관한 評點에서는 分析對象範圍가 너무 좁다는 문제점이 있다.

네째, 評點의 산출을 위한 審査基準 및 評價基準이 추상적이어서 分析者의 主觀的인 판단이 介入될 可能性이 크기 때문에 客觀性이 결여될 위험이 있다.

다섯째, 評點算出을 위한 評價基準에 있어 조사기간이 너무 짧아 分析의 信賴度를 낮추고 있다. 예를 들어 延滯 및 代拂發生事實의 심사에 있어 分析時點으로부터 2년전까지만 調査對象에 포함하고 있어 그 이전의 延滯 및 代拂發生事實을 전혀 무시하게 되는 것이다.

여섯째, 質的 分析에 있어서 매우 중요한 分析對象인 經營要因에 대한 분석이 불충분하다. 現 規程上 經營要因에 대한 분석항목은 經營者의 同業界 經歷, 經營者의 經營成績, 經營者의 世評 등의 항목인데 이것은 經營要因의 중요성과 복잡성에 비추어 너무 소박한 분석이라고 생각된다.

일곱째, 무엇보다도 가장 重要한 問題點으로 지적할 수 있는 것은 質的 要因을 劃一的인 基準에 의하여 평가하여 點數를 계산해내는 現 評點制度가 과연 합리적인가 하는 점이다. 왜냐하면 質的 分析의 내용 및 범위가 매우 複雜하고 多樣함에 비추어 언제, 누가, 어느 企業을 분석하더라도 합리적인 분석을 가능토록 하게 하는 劃一的인 基準을 제정한다는 것은 매우 어려운 問題라고 생각되기 때문이다.

III. 規程上 株式公募價格 決定과 質的 評點制度

1. 現行 株式公募價格 決定方法

現行 우리나라 企業公開時 普通株式發行價格은 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의거하여 발행주식의 收益價值, 資産價值, 相對價值를 각각 산출하여 普通株式 査定基準에 의한 査定價格을 산정하고, 이 査定價格을 상한선으로 하여 發行會社, 幹事會社, 證券管理委員會의 협의에 의하여 결정되고 있다. 이를 具體的으로 살펴보면 아래와 같다.

(1) 收益價値의 算出

收益價値는 平均可能配當額을 資本還元率로 나누어 산출한다.

㉑ 平均配當可能額은 推定財務諸表에 의하여 아래 산식에 따라 산정한 每決算期の 株當可能配當額을 제 1 차년도 및 제 2 차년도의 加重值를 각각 3과 2로 하여 加重平均한 금액으로 한다. 다만 제 2 차년도의 株當可能配當額이 제 1 차년도의 그것보다 적을 때는 單純平均한 금액으로 한다.

[每決算期の 純利益—法人稅(防衛稅 및 住民稅를 포함하며 法人稅가 결정되지 아니한 경우에는 算出稅額의 110%로 한다)—移越缺損金—任員賞與金—利益調整額] ÷ 每決算期の 發行株式數……………式—①

이 경우 「要領」 제 2 조 제 1 항 제 5 호의 경우에 있어서 平均可能配當額은 最終推定年度와 그 전년도의 推定財務諸表에 의거하되 平均配當可能額을 다음 산식에 따라 現價化한 금액으로 한다.

$$\frac{\text{式—①에서 算出된 平均配當可能額}}{(1 + \text{資本還元率})^n}$$

n=推定年度數-2, 다만 分析基準日이 推定 第 2 次年度인 경우에는 n=推定年度數-3.

㉒ 收益價値 산출을 위한 資本還元率은 1년 만기 정기예금이자율을 적용한다.

(2) 資産價値의 算出

資産價値는 다음의 算式에 의하여 산출한다.

$$\frac{\text{純資産} + \text{公募豫定株金}}{\text{發行株式總數} + \text{公募豫定株式數}}$$

㉓ 純資産은 최근 1年の 決算財務諸表에 의해 다음의 算式을 따라 계산한다. 다만 分析基準日이 추정 제 2 차년도인 경우에는 추정 제 1 차년도의 財務諸表에 의한다.

[總資産—實質價値가 없는 무형 고정 자산 및 이연 자산—負債總計—法人稅 등—任員賞與金—豫想配當額土剩餘金増減額土特別利益+부채성이 아닌 諸充當金(準備金)]

㉔ 公募豫定株金은 (1주당 발행가액 × 公募豫定株式數)에서 發行費用을 차감함으로써 계산한다.

㉕ 既發行株式總數는 公募直前까지 발행한 株式總數를 말하며 新株의 期間計算을 고려하지 아니한 株式數를 말한다.

(3) 相對價値의 算出

相對價値는 다음의 算式에 따라 평가한다.

$$\text{類似企業의 株價} \times \left(\frac{\text{發行會社의 株當利益}}{\text{類似企業의 株當利益}} \times \frac{\text{發行會社의 株當純資產}}{\text{類似企業의 株當純資產}} \right) \div 2$$

다만 發行會社의 주당순자산이 類似企業의 주당순자산보다 클 경우에는 兩者를 같은 것으로 보아 적용한다.

㉞ 類似企業이란 「要領」 제 9 조 각호에 의거하여 산출한 點數가 80點以上 120點以下인 기업으로 한다.

㉟ 類似企業의 주가는 分析報告日이 속하는 月の 前月부터 소급하여 6개월간 每月의 終價平均을 평균한 가액과 同報告書에서 소급하여 時價가 있는 30일간의 各 終價를 平均한 價額中 낮은 價格을 말한다.

㊱ 發行會社의 주당이익은 過去 2年과 尙後 2년간의 平均 株當利益으로 한다. 다만 등록 후 2년이 경과한 法人은 過去 2年の 平均株當利益으로 한다.

㊲ 類似企業의 주당이익은 公示된 最近 2년간의 決算財務諸表와 이에 대한 公認會計士의 監查報告書 및 기타 參考資料에 의해서 계산한다.

㊳ 發行會社 및 類似企業의 株當純資產은 資產價値算出時에 적용한 순자산을 말한다.

(4) 普通株式 査定基準

위에서 산출된 資產價値, 收益價値, 相對價値를 아래의 基準에 의해서 發行價格을 결정한다. ⁽¹⁾

㉠ 收益價値가 資產價値 이하인 경우에는 收益價値

㉡ 收益價値가 資產價値를 초과한 경우에는 收益價値와, 資產價値의 加重價値를 3對1로 하여 평균한 價値

㉢ 相對價値가 收益價値를 초과하는 경우에는 相對價値와 收益價値의 單純平均價額

㉣ 相對價値가 收益價値 이하인 경우에는 相對價値

2. 外國의 株式公募價格 決定과 質的 分析制度

(1) 美 國

美國에서의 株式公募價格은 發行會社와 引受會社 간의 협상을 통하여 自由競爭原理에 입각하여 결정되고 있다. 株式公募時 發行會社는 自社株式의 公募價格이 가능한 한 높게 책정되기를 바라게 되며, 引受會社는 引受株式의 公募價格을 될 수 있는 한 낮게 책정하여 引受에 따르는 危險을 감소시키려고 하게 된다.

따라서 發行會社 및 引受會社는 社運을 걸고 分析對象證券에 대하여 철저한 量的, 質的

(1) 「有價證券分析 등에 관한 規程」 第17條 參照.

分析을 하게 된다. 분석을 하는 데 있어서는 分析을 위한 법률이나 규정이 있는 것이 아니고 引受會社 自體의 獨者的인 기준에 의거하여 分析하게 되며 分析對象에 따라 具體的인 分析 方法이 달라지게 된다. 그러나 일반적으로 분석을 하는 데는 다음과 같은 사항을 檢討하게 된다.

첫째, 發行會社가 속해 있는 산업에 대한 분석을 한다. 이 경우 同產業의 一般的 特性 및 동향에 관한 분석은 물론 發行會社가 同業界에서 차지하고 있는 위치, 發行會社 제품의 성격, 原料需給關係, 技術開發問題, 競爭會社와의 關係 등을 검토하게 된다.

둘째, 發行會社 自體의 요인에 대한 분석을 하게 되는데 이를 위하여 同會社의 事業特性, 經營能力, 財務狀態 등에 관한 분석을 한다.

셋째, 財務諸表에 대한 분석으로 發行會社의 收益性, 安定性, 活動性 등에 관한 분석을 한다.

이렇게 볼 때 실질적으로 分析證券의 量的 要因은 물론 質的 要因에 대하여 철저한 分析을 행하게 되며, 그 分析 結果에 의거하여 公募價格이 결정된다. 따라서 發行會社는 여러 引受會社와 協商할 수 있으며 가장 높은 價格으로 引受하는 會社와 引受契約을 체결하게 된다.

구체적으로 公募價格 算定은 다음 公式에 의하여 이루어진다. (2)

$$\text{公募價格} = \text{査定基準價格} \pm \alpha$$

$$\text{査定基準價格} = \text{발행회사의 株當純利益} \times \text{유사기업의 株價收益率}$$

$$\text{株價收益率} = \text{株價} / \text{株當利益}$$

여기에서 α 는 發行會社와 引受會社의 협의에 의해서 정하여지며 公募株式에 대한 量的 分析 및 質的 分析의 分析결과에 의하여 그 값이 決定된다.

(2) 英 國

英國에서 有價證券의 引受를 主業務로 하는 기관은 綜合金融商社(merchant bank)이며, 이를 런던금융가에서는 發行商社(issuing house)라고 부른다. 發行商社와 發行會社는 公募有價證券에 대하여 質的·量的 分析을 철저히 하며, 發行價格은 양사의 협의에 의해 결정된다.

영국에서는 有價證券公募와 관련하여 有價證券申告書를 작성하여 제출하는 제도가 없으며 따라서 그것을 심사하는 美國의 SEC와 같은 것이 없다. 다만 株式公募時의 公募株式은 반드시 증권거래소에 상장시키는 것이 전제가 되어 있기 때문에 有價證券의 募集 또는 賣出時에 작성하는 事業說明書는 사전에 證券去來所의 승인을 받도록 하고 있다.

(2) 證券調査月報, “有價證券分析의 理論과 現行制度”, 1977年 8月號, p. 28.

株式公募에 있어서 發行商社는 發行會社의 業種의 성격, 收益展望, 經營者의 特質 등의 質的 分析和 財務諸表를 중심으로 하는 量的 分析을 하여 그 分析結果를 가지고 發行會社와 협의하여 公募價格을 결정하게 되며 公募된 株式는 반드시 證券去來所에 上場시켜야 한다.

(3) 프랑스

프랑스에서는 證券引受 業務를 담당하는 기관이 證券會社가 아닌 은행을 비롯한 金融機關이다. 프랑스에서도 西獨과 같이 은행이 綜合金融體制下에서 業務를 행하며 따라서 金融業務 뿐만 아니라 證券業務도 수행한다. 다만 프랑스 銀行이 西獨과 다른 점은 西獨의 은행이 證券去來所 회원이 될 수 있음에 반하여, 프랑스에서는 銀行이 證券去來所의 회원이 될 수 없다는 점이다.

銀行이 引受業務를 수행함에는 보통 數個의 은행이 引受團을 구성하여 共同으로 引受하며 幹事銀行은 發行會社의 신용, 경영실적, 자금능력, 사업목적, 사업진망, 재무제표분석 등 철저한 質的, 量的 分析을 하게 된다.

會社를 募集設立하는 경우에 新株發行價格은 원칙적으로 액면을 중심으로 決定하게 되나 既存會社가 有價增資를 하는 경우에 舊株의 時價가 額面價를 上廻하는 경우에는 額面보다 높은 價格으로 발행하는 경우가 많다.

(4) 日 本

日本の 경우에는 美國의 경우와 대체로 비슷하다. 1969년까지는 企業公開時의 新株公募는 주로 額面價格에 의하여 公募되었으며, 有價增資의 경우에는 時價로 公募하는 형태를 취하였으나, 1970년부터 新株公募時에도 時價에 의하여 發行하도록 하고 있다.

株式公募時에 發行會社와 引受團은 서로 긴밀한 연락을 취하며 發行價格의 결정도 兩社의 협의에 의하여 이루어진다. 協議過程에서 公募株式에 대한 철저한 量的·質的 分析을 하게 된다. 특히 質的 分析의 경우는 大藏省에 제출하는 有價證券申告書에 나타나 있는 바와 같이 會社의 年혁, 事業內容의 變遷, 대주주 持株狀況, 經營陣의 人的 事項 등에 대하여 자세한 검토가 행하여지고 그것이 直接 公募價格의 산정에 반영되게 된다. 具體的으로 公募株式價格의 算出方式은 다음과 같다.⁽³⁾

$$\text{公募價格} = \text{查定基準價格} \pm \alpha$$

$$\text{查定基準價格} = \text{유사기업의 株價} \times \left(\frac{\text{發行會社의 株當利益}}{\text{類似企業의 株當利益}} + \frac{\text{發行會社의 株當純資産}}{\text{類似企業의 株當純資産}} + \frac{\text{發行會社의 株當配當}}{\text{類似企業의 株當配當}} \right) \div 3$$

(3) *Ibid.*, p. 28.

여기에서 α 는 發行會社와 引受團이 협의하여 결정하며 公募株式에 대한 量的 要因 및 質的 要因의 分析結果에 의하여 그 값이 결정된다.

3. 現行 株式公募價格 決定方法의 問題點과 質的 評點制度

(1) 問題點

㉑ 規程에 의하여 劃一的으로 決定되는 데에 따른 問題

앞에서 고찰한 바와 같이 外國의 경우에는 公募價格을 發行會社와 引受會社가 상호 협의하여 산정하게 되며 價格決定時 따라야 할 確立적인 기준이 制定되어 있지 않다. 反面에 우리 國의 경우는 發行價格의 算定方法이 구체적인 기준에 의해서 制定되어 있으므로 劃一的인 方法으로 發行價格이 결정된다.

證券分析에 있어 다양성과 時代的 狀況의 變遷을 勘案할 때 劃一的인 基準에 의한 方法은 分析對象證券의 다양성 및 狀況의 變遷에 대응하는 伸縮的인 價格決定을 불가능하게 하는 것이다.

㉒ 本質價値와 發行價格의 隔差에 따른 問題

現行 株式發行價格은 투자자 보호라는 側面이 중시되어 대부분 額面價格을 중심으로 결정되고 있으며⁽⁴⁾ 本質價値가 額面價格보다 현격히 높을 때에는 프리미엄부 발행을 하고 있다.

外國의 경우에도 分析上의 가격보다 약간 낮은 가격으로 公募價格이 결정되는 것이 일반적이나 그 격차는 우리나라처럼 크지는 않다.

이러한 本質價値와 發行價格의 隔差는 企業과 投資者에게 모두 좋지 않은 결과를 초래하게 된다. 企業側에서는 企業의 發行費用이 늘게 되고 필요한 資金調達을 위하여 보다 큰 규모의 增資가 요구되게 된다. 또한 企業公開情報은 증권시장에 好材로 작용하게 되어 短期的인 價格投機現象을 초래하여 投資者들이 예기치 못한 利得이나 損失을 볼 위험이 있는 것이다.

㉓ 查定價格 算定上의 問題

現行 查定價額 算定基準에 의하면 相對價値와 資產價値가 같이 산출될 때에는 단일의 查定價額의 결정이 곤란하다. 즉, $\text{收益價値} < \text{資產價値} < \text{相對價値}$ 또는 $\text{收益價値} < \text{相對價値} < \text{資產價値}$ 일 경우에 收益價値와 資產價値를 비교하면 收益價値가 查定價額이 되고, 收益價値와 相對價値를 상호 비교하면 收益價値와 相對價値의 단순평균가가 查定價額으로 되어 결

(4) 株式公募에 있어 公募價格의 산정 방식에는 公募株式의 額面價格으로 發行하는 額面發行制度和 유사기업의 가격을 기준으로 하여 발행하는 時價發行制度가 있다.

과적으로 단일의 査定價額이 결정되지 않게 된다.

또한 企業의 안정성을 고려하여 資產價値를 査定價額 算定에 고려하도록 하고 있으나 資產價値는 株價와 관련성이 적고 企業의 계속성을 생각할 때 별 의미가 없는 것이라고 할 수 있다.

㉑ 收益價値 算出上의 問題點

現行 規程에 의하면 收益價値 산정에 있어 資本還元率을 1년만기 정기예금 이자율로 하고 있다. 資本還元率이란 割引率과 같은 의미인데 이것은 시중의 無危險利子率과 그 株式의 危險에 의해서 결정되는 것이다. 즉, " $r=R_f + \text{危險프리미엄}$ "으로 표시될 수 있다.

그런데 現行 規程에서는 위험프리미엄을 전혀 무시하고 있어 危險프리미엄을 고려할 때 보다 收益價値가 비합리적으로 계산된다. 이는 現代 財務管理의 기초이론에 비추어서 뿐만 아니라 投資者保護라는 측면에서도 불합리한 것으로서 現行 發行價格算定上에 중대한 결함으로 지적될 수 있다.

㉒ 資產價値 算出上의 問題點

現行 規程上 資產價値는 원칙적으로 帳簿價額에 의하여 평가하고 있다. 이는 企業資產을 時價에 의하여 평가할 경우에 객관성을 상실할 것이라는 우려 때문인 것으로 보여지나 發行價格이 企業의 진실된 가치를 반영하여야 한다는 側面에서 가능한 한 권위있는 鑑定機關을 통하여 時價를 算定하여 그것으로 資產을 평가할 것이 要望된다. 이외에도 非上場有價證券, 外貨資產 및 無形固定資產에 대한 평가를 위한 규정이 전혀 없다는 점도 보완되어야 할 것이다.⁽⁵⁾

(2) 公募價格 決定과 質的 評點制度

앞에서는 公募價格 결정에 따른 諸問題點을 살펴보았으나 가장 決定的인 문제점은 發行價格算定에서 企業의 質的 要因이 전혀 고려되고 있지 않다는 점이다. 美國, 日本 등에서는 公募價格 決定에 있어 質的 要因이 量的 要因 못지 않게 중요시되며 또 質的 要因의 좋고 나쁨에 따라 公募價格 自體가 높게 혹은 낮게 결정되는 등 質的 要因이 직접 公募價格 결정에 重要한 要素로서 작용하고 있다.

우리나라의 경우 質的 要因에 대한 分析은 앞에서 살펴본 바와 같이 質的 要因 등에 관한 評點이 發行價格 결정에는 전혀 고려되고 있지 않다. 그러나 質的 評點이 60점 미만인 기업은 아예 公開對象에서 제외시키고 있어 매우 特異하게 운용되고 있다. 따라서 極端的인

(5) 沈炳求, 尹桂燮, 有價證券 分析制度 改善에 관한 研究報告書, 서울大學校 經營大學 經營研究所, 1981, pp. 56-57.

경우 本質價値가 아무리 높은 企業이라도 質的評點을 算出한 結果 評點이 60점 이상을 받지 못하면 아예 發行價格 자체를 算出할 수 없게 된다는 결론에 도달하게 된다.

IV. 規程上 質的 評點制度의 妥當性에 대한 實證分析

本 論文에서는 우리나라에 特異한 現行의 質的評點의 妥當性을 實證分析을 통하여 考察하고자 하는 것이며, 이를 위하여 企業의 質的評點을 獨立變數로 調整收益率을 從屬變數로 하여 母數統計的 方法으로 回歸分析과 非母數統計的 方法으로 스피어만 相關係數를 算出하여 분석하고자 한다.

1. 假說의 設定

企業價値에 있어서 企業의 質的 要因은 量的 要因 못지 않게 중요하다. 따라서 다른 條件이 同一하다면 質的 要因이 우수한 企業의 株式收益率은 그렇지 못한 企業의 그것보다 높을 것은 自명한 일이다.

그라함과 도드의 共著인 「Securities Analysis」에서는 “質的 要素가 良好한 企業은 높은 株價를 형성할 것이고 反對로 낮은 價格은 質的 要素가 불량함을 보여 준다”라고까지 質的 要因의 중요성을 강조하고 있다.⁽⁶⁾

現在 우리나라는 企業公開時 發行價格算定에 있어 質的 評點의 結果는 전혀 고려하고 있지 않다. 따라서 上場後 一定期間內에 質的 要因에 의한 株價調整이 있게 될 것은 당연하며, 만일 質的 評點이 企業의 質的 要因을 정확히 反映하고 있다고 假定한다면 質的 評點이 높은 企業은 그렇지 못한 企業보다 더 높은 調整收益率을 실현할 것이다.

따라서 現行 質的 評點의 타당성을 檢정하기 위하여 다음과 같은 假說을 設定하기로 한다.

假說：現行 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의거한 質的 評點이 企業의 모든 質的 要因들을 정확하게 評價하고 있다면, 質的 評點이 높은 企業은 質的 評點이 낮은 企業보다 공개 후 價格調整時에 더 높은 調整收益率을 시현할 것이다.

2. 獨立變數

(1) 獨立變數의 決定

本 論文의 目的이 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의한 質的 評點의 타당성을 檢定하는 것이므로 公開企業이 公開當時 받은 質的 評點을 獨立變數로 사용키로 한다.

(6) B. Graham, D.L. Dodd & S. Cottle, *Security Analysis: Principles and Technique*, New York, McGraw-Hill Book Company Inc., 1962, p.93.

(2) 資料의 選定 및 處理

質的 評點은 1977~1981年 사이에 公開된 企業中 70個社(77년에 43社, 78년에 21社, 79년에 4社, 80년에 1社, 81년에 1社)를 선정하여 公開當時 證券監督院에 제출한 分析報告書에 기재된 質的 評點을 이용하여 산출하였다. 質的 評點은 總點을 算出함과 동시에 質的 要因을 구성하는 個別要因에 대한 분석도 병행하고자 環境要因 점수합계, 經營者要因 점수합계, 信用要因 점수합계, 財務要因 점수합계를 각각 算出하였다.

環境要因은 총점 20점으로 設立經過年數, 賣出額成長, 配當率, 從業員賃金水準으로 이루어지며, 經營者要因은 총점 15점으로 經營자의 同業界經歷, 經營자의 經營成績, 經營자의 世評으로 構成되고, 信用要因은 총점이 45점으로 延滯 및 代拂發生事實, 不渡發生事實, 법인 世결정, 擔保提供 및 保證, 크레임 發生事實, 중요분쟁사실, 銀行借入形態로 構成되며, 財務要因은 총점 20점으로 借入金比率, 부채비율, 當座比率, 재고자산회전율로 구성된다. <表-2>는 各 企業別 質的 評點을 나타내고 있다.

<表-2> 會社別 質的 評點

회 사 명	점 수	요인 점수				
		질적요인점	환경요인수	경영요인수	신용요인수	재무요인수
중앙염색가공(주)	87	14	14	42	17	
세방기업(주)	86	18	14	39	14	
서동전기(주)	75	13	12	38	12	
조광피혁(주)	77	14	15	39	9	
유림통상(주)	92	16	14	44	18	
남양어망(주)	97	19	15	45	18	
삼영금속(주)	77	13	13	40	11	
만호제강(주)	87	17	15	45	10	
라이프주택개발(주)	74	15	10	38	11	
옥포기업(주)	75	17	10	39	14	
천일여객(주)	82	16	15	39	12	
태평양건설(주)	77	15	11	37	14	
신흥부재공업(주)	74	15	14	30	15	
대원강업(주)	90	17	14	42	17	
정몽물산(주)	84	17	12	34	12	
진흥기업(주)	72	14	15	35	18	
송원산업(주)	84	19	14	38	13	
한국석유공업(주)	89	15	14	43	17	
우성식품(주)	88	15	13	44	16	
(주) 대협	81	15	13	40	13	
금성전선(주)	83	17	14	41	11	
영풍광업(주)	87	16	15	42	14	
대우개발(주)	79	17	15	33	14	

회 사 명	점 수	질적요인점	환경요인수	경영요인수	신용요인수	재무요인수
(주) 선 경	72	13	12	39	8	
동 방 유 량(주)	79	17	13	40	9	
법 양 식 품(주)	71	9	10	39	13	
대 일 화 학 공 업(주)	86	14	14	41	17	
대 동 화 학(주)	79	12	13	44	10	
대 방 농 약(주)	77	12	11	41	13	
대 한 모 방(주)	81	15	14	39	13	
경 북 농 약 공 업(주)	76	17	12	39	8	
진 설 산 업(주)	84	14	14	42	14	
효 성 물 산(주)	80	16	14	39	11	
초 성 석 건 설(주)	80	15	12	42	11	
아 남 산 업(주)	84	14	14	40	16	
정 남 산 업(주)	87	13	13	41	20	
협 진 선 설(주)	78	15	13	40	10	
현 대 중 합 상 사(주)	81	14	9	38	20	
현 대 자 동 차 써 비 스(주)	73	11	12	39	11	
경 향 건 설(주)	86	17	14	38	17	
공 영 토 건(주)	83	15	15	36	17	
대 농 건 설(주)	83	14	13	39	17	
우 진 건 설 산 업(주)	77	16	11	41	9	
한 국 화 장 품(주)	82	17	14	40	11	
현 대 약 품 공 업(주)	76	15	11	35	15	
한 일 방 직(주)	85	14	13	45	13	
조 선 내 화 공 업(주)	73	19	15	27	12	
금 호 건 설(주)	85	16	14	39	16	
미 성 건 설(주)	82	13	12	39	18	
남 양 유 업(주)	81	18	15	40	8	
석 락 유 산 업(주)	75	13	14	37	11	
신 한 기 공 건 설(주)	91	15	14	43	19	
한 독 산 업(주)	70	15	14	31	10	
대 일 유 업(주)	85	19	13	39	14	
신 동 양 건 설(주)	84	13	11	42	18	
녹 심 자(주)	82	16	12	42	12	
제 일 물 산(주)	81	15	14	40	12	
대 성 탄 좌 개 발(주)	89	16	15	44	14	
코 오 롱 종 합 건 설(주)	77	15	11	37	14	
고 려 콘 테 이 너 터 미 날(주)	83	14	14	41	14	
고 려 개 발(주)	72	12	12	40	8	
대 한 중 합 건 설(주)	79	16	13	39	11	
풍 립 산 업(주)	90	20	14	39	17	
미 립 건 설(주)	74	13	13	35	13	
해 태 유 업(주)	77	15	11	33	13	
삼 성 건 관 공 업(주)	90	16	15	45	14	

회 사 명	점 수	질적요인	환경요인	경영요인	신용요인	재무요인
		점	점	수	수	수
럭키콘티넨탈카본(주)		82	18	15	32	17
한국전자(주)		82	11	15	39	17
삼아알미늄(주)		91	18	14	44	15
동원전자(주)		92	12	13	42	12

3. 從屬變數

(1) 從屬變數의 決定

質的 評點의 타당성을 檢定하기 위한 從屬變數로서 본 논문은 調整收益率을 사용하기로 한다.

調整收益率이란 주식이 上場된 후 一定한 株價調整期間동안에 실현되는 收益率로서 超過 收益率과 비슷한 개념이다.

調整收益率은 다음 算式에 의하여 算出된다.

$$AR = RP - RI$$

$$RP = \frac{P_1 - P_0}{P_0}, \quad RI = \frac{I_1 - I_0}{I_0}$$

단, AR = 調整收益率

RP = 株式收益率

RI = 産業收益率

I₀ = 上場日의 産業주가지수

I₁ = 調査日(t)의 産業주가지수

P₀ = 上場日의 株價

P₁ = 조사일의 株價

(2) 調整收益率의 從屬變數로서의 適合性에 대한 檢討

現行 質的 評點이 기업의 모든 質的 要因들에 대하여 精確한 추정을 하고 있는가 하는 문제를 檢定하기 위하여 質的 評點의 從屬變數로서 調整收益率을 이용하는 것이 과연 適合한가에 대한 檢討가 先行되어야 할 것이다. 여기서 調整收益率에 관하여 문제가 되는 것은 調整收益率의 複合性問題와 調整期間의 設定問題라고 볼 수 있다.

㉞ 調整收益率의 複合性에 대한 檢討.

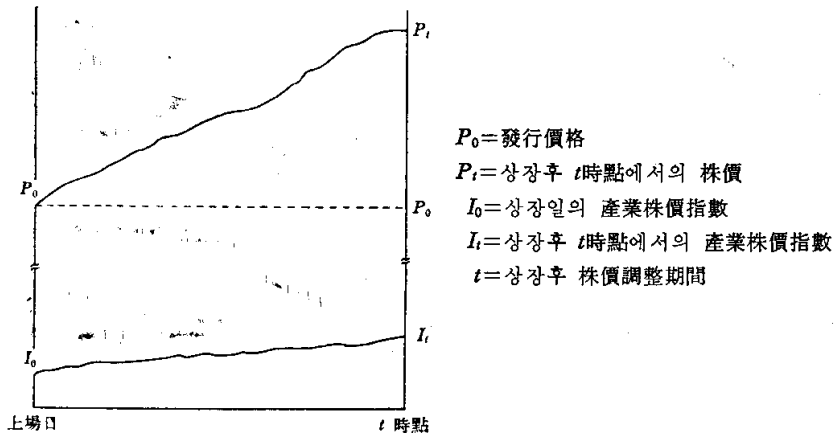
調整收益率이 모두 質的 要因에 의해서만 형성되는 것은 아니라는 점이다. 즉 質的 要因 외에도 公募價格算定에 반영되지 못한 부분이 있게 되는데, 예를 들어,

- 1) 株價調整期間의 一般經濟動向 및 産業動向에 대한 고려가 없는 점
- 2) 投資者保護를 위한 정책적인 입장에서 本質價值보다 훨씬 낮은 가격으로 發行價格을 決定한 점
- 3) 資產價值 算出에서 資產價值를 單純히 帳簿價에 의하도록 함으로써 合理的인 資產價值가 산출되기 곤란한 점

4) 收益價值 計算에 있어서 資本還元率을 단순히 一年滿期 定期預金利率로 하여 위험에 대한 프리미엄을 전혀 무시한 점 등이 있다.

이를 알기 쉽게 그림으로 나타내면 <圖-1>과 같다.

<圖-1> 上場後의 株價變化



여기서 $P_1 - P_0$ 는 株價調整幅이며, 이것은 ① 一般經濟狀況에 의한 요인, ② 當該産業狀況에 의한 요인, ③ 企業危險요인, ④ 本質價值와 發行價格의 격차에 의한 요인, ⑤ 本質價值計算過程에 있어서의 제문제에 따른 요인과 ⑥ 기업의 質的 要因에 의하여 株價가 변화된 정도 등으로 이루어지는 것이다. 따라서, 質的 要因에 의한 調整幅을 산출하기 위해서는 나머지 요인들에 의한 調整幅을 제거해야 한다.

첫째, 一般經濟狀況 및 當該産業狀況에 의한 영향은 調整收益率을 산출함으로써 제거될 수 있다. 즉 調整收益率(AR)은 t 期間 동안의 株式收益率(RP)에서 産業收益率(RI)을 차감함으로써 산출된다.

$$AR = RP - RI$$

$$RP = \frac{P_t - P_0}{P_0}, \quad RI = \frac{I_t - I_0}{I_0}$$

둘째, 企業危險要因에 의한 調整幅은 危險을 고려한 새로운 發行價格을 산정함으로써 이를 산출할 수 있다. 즉 發行企業의 體系的 危險 β 를 알 수 있다면 資本資產價格決定模型을 이용하여 均衡狀態에서의 割引率 $R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$ 를 구하여 이를 收益價值 산출을 위한 資本還元率로 하여 새로운 發行價格 P' 를 구하는 것이다.

이것과 現行 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의거하여 算出한 發行價格 P 와의 차이가 바로 危險要因에 의한 株價調整幅이라 볼 수 있는 것이다.

그러나 發行企業의 體系의 危險 β 를 調整期間 내에서 算出하기는 불가능하다. 이 경우 次善策으로 同業種의 β 를 公開企業의 β 로 간주하여 사용하는 방법을 생각할 수 있다. 그러나 同業種의 β 를 이용하는 경우에는 다음과 같은 문제점이 야기된다.

1) 同業種의 β 가 公開企業의 β 를 정확히 반영한다고 볼 수는 없는 것이다. 一般的으로 個別企業이 産業全體의 影響을 받는 것은 사실이나 産業의 추세와는 다르게 움직이는 企業도 흔히 볼 수 있기 때문이다.

2) 우리나라와 같이 産業의 浮沈이 심한 상황에서 동업종의 過去 β 의 安定성이 의심되지 않을 수 없다.

3) 實證分析結果 同業種 β 를 사용한 경우에 그 合理性이 인정받지 못하였다.

따라서 本論文에서는 위에서 살펴본 바와 같은 現實的 제약으로 인하여 企業의 危險要因을 무시하기로 한다.

세제, 本質價値와 發行價格의 격차에 의한 株價調整의 문제이다. 이 問題는 각 기업이 모두 직면하게 되는 문제이므로, 이 부분에 의한 株價調整은 本研究의 分析對象企業이 모두 동일하다고 가정한다.⁽⁷⁾

네제, 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의거하여 산정된 本質價値의 부적절성에 따르는 문제이다. 이 問題도 公開企業 모두가 안고 있는 문제이므로, 이 부분에 의한 株價調整도 分析對象이 되는 모든 기업이 동일하다고 가정한다.

이렇게 볼 때 獨立變數인 質的 評點의 從屬變數로서는 調整收益率 그 자체가 된다. 따라서 本論文에서는 위에서 본 바와 같은 전제에서 미흡하나마 調整收益率 그 자체를 從屬變數로 하여 분석을 진행하기로 한다.

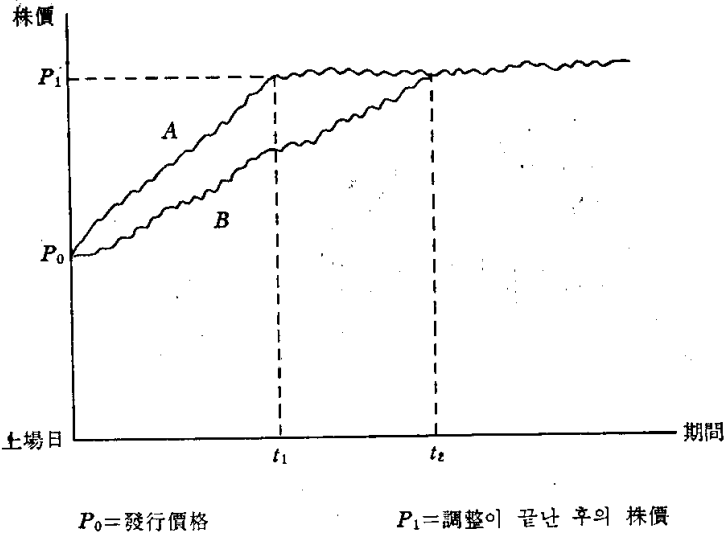
㉔ 調整期間의 設定에 대한 檢討

다음에는 調整收益率 산출을 위한 調整期間을 얼마로 볼 것이냐 하는 문제이다. 즉 上場後 發行價格에 반영되지 못한 諸要因에 의한 株價調整이 완전히 이루어지는 期間을 어느 정도라고 보아야 할 것인가 하는 問題이다. 證券市場이 효율적이라면 調整期間이 짧을 것이고 비효율적이라면 調整期間은 길게 될 것이다.⁽⁸⁾ 즉, <圖-2>에서 A線은 效率的 市場에서의 株價趨勢線이며, B線은 非效率的 市場에서의 株價趨勢線이라고 볼 수 있다.

(7) 企業公開時에 공개기업의 株當本質價値가 額面價格보다 훨씬 클 때에는 주식수를 증가시키거나 프리미엄부 發行을 허용하여, 本質價値와 額面價値의 격차가 모든 公開企業의 경우에 균일하도록 하고 있기 때문이다.

(8) 美國과 같이 效率的인 證券市場에서는 調整期間이 짧을 것이며 우리나라의 경우에는 美國보다 훨씬 길 것이라고 생각된다.

〈圖-2〉 上場後의 株價調整



A線의 證券市場에서는 상장후 t_1 時點에 조정이 끝나며, B線의 證券市場에서는 t_2 時點에 조정이 끝나게 된다. 우리나라의 證券市場이 어느정도 效率的인가는 알 수 없지만 미국과 같은 證券先進國에 비해 볼 때 비효율적이라는 것은 확실하며, 따라서 美國보다는 株價調整期間이 훨씬 길 것이라고 예측할 수 있다.

具體的으로 우리나라 證市에서 株價調整期間이 어느 정도라고 확정하기는 불가능하나 本論文에서는 우리나라의 現行 市場造成期間이 30일로 되어 있음을 勘案하여 상장일로부터 30日間을 調整期間으로 하여 분석하기로 한다.

(3) 資料의 選定 및 處理

1977년부터 1981년까지 公開된 企業中 70個社를 선정하여 각 회사별로 上市日과 上市後 30일의 株價 및 產業株價指數를 가지고 앞에서 說明한 調整收益率算出을 위한 公式을 利用하여 調整收益率을 구하였다.

有·無價增資, 額面分割은 調查期間이 上市後 30일이므로 해당사항이 없다. 配當落의 경우 年末에 공개된 극히 일부의 회사에 該當되나 配當基準日이 年末이므로 配當落에 의한 株價調整은 별 의미가 없으며 따라서 配當落에 따른 조정은 생략하였다.

各企業의 調整收益率은 〈表-3〉과 같다.

〈表-3〉 企業別 調整收益率

회사명	조정수익률	상장년월일	조정수익률	회사명	조정수익률	상장년월일	조정수익률
중앙염색가공(주)	'77.2.18	8.60	정진건설(주)	'77.11.12	197.46		
세방기업(주)	5.9	52.61	협성선박(주)	11.19	7.25		
서통전기(주)	5.27	91.19	현대종합상사(주)	12.1	169.44		
조광퍼혁(주)	5.27	1.03	현대자동차서비스(주)	12.1	63.56		
유림통상(주)	6.4	32.47	경향건설(주)	12.17	177.50		
남양어망(주)	5.27	17.17	공영토건(주)	12.24	177.40		
삼영금속(주)	6.17	14.82	대농건설(주)	12.23	144.27		
만호제강(주)	6.18	14.21	우진건설산업(주)	12.24	181.40		
라이프주택개발(주)	6.4	226.80	한국화학장품(주)	'78.2.6	11.95		
옥포기업(주)	6.15	239.34	현대약품공업(주)	6.28	1.73		
천일여객(주)	6.23	2.93	한일방직(주)	6.28	4.02		
태평양건설(주)	6.9	231.81	조선내화학공업(주)	6.30	43.52		
신흥목재공업(주)	6.18	8.32	금호건설(주)	6.30	299.72		
대원강업(주)	6.22	95.52	미성건설(주)	7.18	157.50		
정풍물산(주)	6.22	36.67	남양유업(주)	6.24	0.91		
진흥기업(주)	6.15	108.70	석탁산업(주)	'79.5.19	305.17		
송원산업(주)	6.25	25.20	신한기공건설(주)	'78.7.28	196.86		
한국석유공업(주)	6.25	37.82	한독산업(주)	7.31	58.94		
우성식품(주)	6.29	1.48	대일유업(주)	8.31	9.77		
(주)대협	6.25	30.13	신동양건설(주)	9.15	52.67		
금성전선(주)	6.30	58.97	(주)녹십자	'78.8.28	3.82		
영풍광업(주)	6.29	0.22	제일물산(주)	8.28	11.52		
대우개발(주)	6.30	195.67	대성탄좌개발(주)	9.23	16.77		
(주)선경	6.30	46.27	코오롱종합건설(주)	9.15	160.67		
동방유량(주)	6.30	30.42	고려콘테이너터미널(주)	9.29	8.32		
범양식품(주)	6.30	1.58	고려개발(주)	10.30	36.65		
대일화학공업(주)	6.29	5.09	대한종합건설(주)	11.25	2.39		
대동화학(주)	6.30	30.39	풍림산업(주)	11.30	61.41		
동방농약(주)	6.29	4.59	미릉건설(주)	10.30	3.98		
대한모방(주)	6.30	2.66	해태유업(주)	79.2.15	33.74		
경북농약공업(주)	6.30	4.39	삼성전관공업(주)	2.27	37.17		
건설산업(주)	6.30	211.27	럭키콘테넨탈카본(주)	6.23	8.65		
효성물산(주)	6.30	23.27	한국전자(주)	11.30	55.08		
초석건설(주)	9.21	120.94	삼아알미늄(주)	'80.12.5	42.48		
아남산업(주)	9.30	42.88	동원전자(주)	'81.12.9	82.78		

4. 假說의 檢定

(1) 檢定方法의 檢討

1977년부터 1981년까지 公開된 企業중 70개사를 대상으로 하여 質的 評點이 높은 企業이 과연 높은 調整收益率을 시현하고 있으며, 質的 評點이 낮은 企業이 과연 낮은 調整收益率

을 시험하고 있는가를 考察하는 것이 本論文의 목적이다.

이를 위하여 質的 評點을 獨立變數로 調整收益率을 從屬變數로 하여 分析하였으며 특히 質的 評點은 質的 要因總點, 環境要因點數, 經營要因點數, 信用要因點數, 財務要因點數의 5개 범주로 구분하여 각 경우마다 모두 分析을 하였다.

이를 구체적으로 살펴 보던 첫째, 質的 要因總點과 調整收益率을 가지고 單純回歸分析을 하였으며, 둘째, 環境要因點數, 經營要因點數, 信用要因點數, 財務要因點數의 4가지 要因의 點數와 調整收益率을 가지고 重回歸分析을 하였다.

세째로, 質的 要因點數가 성질상 等間尺度(interval scale)라고도 볼 수 있으나, 각도를 달리하여 序列尺度(ordinal scale)로도 볼 수 있고, ⁽⁹⁾ 또 質的 要因에 대한 평점 및 調整收益率의 母集團이 반드시 正規分布를 이룬다고 할 수는 없으므로 非母數統計法을 이용한 분석도 並行하였으며, 그 중 스피어만(Spearman)의 相關係數를 이용하여 분석하였다.

(2) 單純回歸分析

㉑ 模型의 設定

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1$$

Y: 調整收益率

X₁: 質的 要因總點

㉒ 單純回歸分析結果

Regression Coefficient (β_1)	intercept (β_0)	T-Value	correlation X vs. Y	R ²	standard error	sample number
-1.00435	149.9082	-0.5865	-0.07098	0.00504	1.71147	70

㉓ 結果의 解釋

1) 假說 $H_0: \beta_1 = 0$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

2) 有意水準 $\alpha = 0.05$

3) 採擇領域 $-2.000 \leq t \leq 2.000$

棄却領域 $t > 2.000, t < -2.000$

$b = -1.00435$ 이며 standard error = 1.71147이므로 檢定統計量 t 는

$$t = \frac{b - \beta_1}{S_b} = \frac{b - 0}{\frac{S_{YZ}}{\sqrt{\sum X^2 - n\bar{X}^2}}} = \frac{-1.00435}{1.7147} = -0.586$$

(9) 質的 點數 60점과 70점의 차이는 70점과 80점의 차이와 반드시 같다고만은 볼 수 없으나, 70점보다 80점이 더 좋은 質的 要因을 나타낸다고 할 수 있기 때문이다.

그러므로 歸無假說이 採擇된다.

4) 따라서 質的 要因總點數과 調整收益率과는 關係가 없다고 할 수 있다.

(3) 重回歸分析

㉑ 模型의 設定

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4$$

Y = 調整收益率

X₁ = 環境 要因點數

X₂ = 經營 要因點數

X₃ = 信用 要因點數

X₄ = 財務 要因點數

㉒ 重回歸分析 結果

variables	regression coefficient	correlation X vs. Y	T-Value	standard error	F-value	sample number
β_1	0.37649	-0.06420	0.777	4.83948	2.12637	70
β_2	-14.08316	-0.21834	-2.0228	6.96159		
β_3	-4.06599	-0.15544	-1.4669	2.77145		
β_4	5.31274	0.15912	1.7677	2.96313		

㉓ 結果의 解釋

㉑ 環境 · 經營 · 財務 · 信用 要因에 대한 點數와 調整收益率.

1) 假說

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$H_1 : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ 모두 0은 아니다.

2) 有意水準 $\alpha = 0.05$

3) 採擇領域 $F \leq 2.53$

棄却領域 $F > 2.53$

$F = 2.12637$ 이므로 歸無假說이 採擇된다.

4) 環境 · 經營 · 信用 · 財務 要因 點數는 모두 調整收益率과 關係가 없다고 볼 수 있다.

㉒ 各 要因의 回歸係數 β 에 대한 檢定

i) 環境 要因의 回歸係數 β_1 의 檢定

1) 假說 $H_0 : \beta_1 = 0$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

2) 有意水準 $\alpha = 0.05$

3) 採擇領域 $-2.000 \leq t \leq 2.000$

棄却領域 $t > 2.000, t < -2.000$

$b=0.37649$ 이며 standard error= 4.83948 이므로 檢定統計量 b 는

$$t = \frac{b - \beta_1}{S_b} = \frac{0.37649}{4.83948} = 0.07779$$

그러므로 歸無假說이 採擇된다.

ii) 經營要因의 回歸係數 β_2 에 대한 檢定

$t = -2.0228$ 이므로 歸無假說이 棄却되며 對立假說이 採擇된다. 즉, 經營要因은 調整收益率과 5% 有意水準에서 負(-)의 關係에 있다고 볼 수 있다.

iii) 信用要因의 回歸係數 β_3 에 대한 檢定

$t = -1.4669$ 이므로 歸無假說이 採擇된다. 즉, 信用要因과 調整收益率과 關係가 없다.

iv) 財務要因의 回歸係數 β_4 에 대한 檢定

$t = 1.7677$ 이므로 歸無假說이 採擇된다. 즉, 財務要因은 調整收益率과 關係가 없다.

④ 스피어만 相關係數에 의한 分析

㉑ 分析結果

要因別點數 係數	質的 要因 總點	環境 要因 點數	經營 要因 點數	信用 要因 點數	財務 要因 點數
Spearman 相關係數	0.0052 (0.966)	-0.0550 (0.651)	-0.1283 (0.290)	-0.1919 (0.111)	0.2230 (0.063)

* ()안의 數値는 有意度(significance)를 나타냄

㉒ 結果의 解釋

質的 要因總點, 環境 要因點數, 經營 要因點數, 信用 要因點數, 財務 要因點數 모두 調整收益率과 別로 關係가 없는 것으로 나타났다.

V. 結論 및 問題點

有價證券 分析制度는 各國의 특수사정에 따라 具體的인 내용이나 運用방법에 약간의 差異가 있는 것은 사실이나, 우리나라의 質的 評點制度는 外國에서 그 예를 찾아보기 어려운 매우 特異한 제도이다.

質的 評點制度란 有價證券에 대한 質的 分析을 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의하여 制定된 기준에 依據해서 分析하고, 그 結果를 점수로 표시하는 제도를 말한다. 그러나 質的 分析의 複雜性과 多樣性에 비추어 누가, 언제, 어떤 證券을 分析하더라도 精確한 分析을 可能하게 하는 基準의 制定은 결코 용이한 일이 아니라고 생각된다.

本論文은 이러한 관점에서 「有價證券分析 등에 관한 規程」의 質的 評點基準이 과연 모든 企業의 모든 質的 要因을 精確하게 分析할 수 있게 하는 기준인가를 實證分析을 통하여 檢定코자 하는 것이다.

이를 위하여 1977년부터 1981년까지 公開된 70개 企業의 公開當時 획득한 質的 評點을 獨立變數로 하고 상장후 일정기간(株價調整期間) 동안에 실현한 調整收益率을 從屬變數로 하여 높은 質的 評點을 획득한 企業이 과연 높은 調整收益率을 실현하였는가를 母數統計의 方法으로는 回歸分析을, 非母數統計의 方法으로는 스피어만 相關係數를 이용하여 分析하였다.

分析한 結果를 요약하면 다음과 같다.

1) 質的 評點總點과 調整收益率은 回歸分析이나 스피어만 相關係數에 의한 分析에서나 모두 서로 關係가 없는 것으로 나타났다.

이러한 結果는 質的 評點總點이 調整收益率과는 전혀 關係를 갖지 못하고 있다는 것을 의미하며, 따라서 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 制定된 質的 評點基準이 精確하지 못하다는 것을 나타내고 있는 것이다.

2) 環境, 經營, 信用點數와 調整收益率은 回歸分析이나 스피어만 相關係數에 의한 分析에서나 모두 關係가 稀薄하거나 負(-)의 關係가 있는 것으로 나타났다.

이러한 結果는 環境, 經營, 信用要因이 調整收益率과는 전혀 關係를 갖지 못하고 있다는 것을 의미하며, 따라서 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 制定된 環境, 經營, 信用要因에 대한 評點基準이 精確하지 못하다는 것을 나타내고 있는 것이다.

3) 財務要因과 調整收益率은 回歸分析이나 스피어만 相關係數에 의한 分析에서 모두 正(+)의 關係가 있는 것으로 나타났다. 비록 5% 有意水準에서 有意하지 못했으나 環境, 經營, 信用要因들 보다는 훨씬 높은 正(+)의 關係를 실현한 것으로 나타났다.

이러한 結果는 財務要因에 대한 點數가 높은 企業일수록 높은 調整收益率을 실현하였다는 것을 의미하며, 따라서 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 制定된 財務要因에 대한 評點基準이 비교적 精確하다는 사실을 나타내고 있는 것이다.

4) 財務要因을 제외한 나머지 要因들의 分析結果를 보면 T -Value, F -Value가 극히 낮은 水準에 머물러 있어 有意의이 아니며 특히 R^2 값이 매우 낮은 것으로 나타났다.

5) 특히 주목을 요하는 事實은 다른 要因보다 높은 正(+)의 關係를 실현한 財務要因은 質的 要因들로 구성된 것이 아니라는 점이다. 즉 財務要因은 借入金比率, 負債比率, 當座比率, 在庫資產回轉率로 構成되어 있으며 이것들은 모두 量的 分析 영역에 속하는 것이다.

위에서와 같은 分析結果를 볼 때 「有價證券分析 등에 관한 規程」에 의하여 制定된 質的

評點 중 순수한 質的 要因에 대한 評點基準은 정확하지 못하다고 결론지을 수 있다.

이와 같은 結果가 나오게 된 이유로는,

① 현재의 質的 評點基準이 産業分析을 비롯하여 質的 分析에 있어서 고려해야 할 많은 要因들을 제외하고 있고,

② 評點의 產出을 위한 審査基準 및 評點基準이 추상적이어서 分析者의 주관적 판단이 介入되기 쉽고,

③ 分析을 위한 資料가 부족하여 大部分 2~3年間의 자료만으로 分析하고 있다는 등의 문제점을 생각할 수 있다.

그러나 무엇보다도 說得力 있는 이유는 質的 分析의 복잡성과 다양성에 비추어 누가, 언제, 어떤 證券을 분석하더라도 正確한 分析을 가능하도록 하는 기준의 설정이 거의 不可能하다는 사실일 것이다.

따라서 質的 分析의 正確性을 높이기 위하여서는 어떤 획일적인 基準에 의한 分析方法을 지양하고, 美國·日本의 경우와 같이 發行會社와 引受會社가 분석대상증권의 특성, 分析 당시의 産業與件, 시장여건 등을 고려하여 自社의 기준에 의해 自社의 책임하에서 철저한 質的 分析을 하여 兩社의 협의에 의하여 公募價格에 그 分析結果를 반영토록 하는 것이 바람직하다고 하겠다. 이렇게 하는 것이 곧 닥쳐올 證券國際化時代에 效果의으로 대처하는 방안도 될 수 있을 것이다. 그러나 이것은 時價發行制가 先行되고 우수한 證券分析要員이 많이 있어야 한다는 制約이 있다.

이러한 現實的인 制約 속에서는 현재의 質的 評點基準을 대폭 수정하든가 아니면 發行價格 算定時에 質的評點制度를 폐지하는 대신 財務諸表에 의한 量的 分析을 좀더 다각적으로 하여 그 結果를 發行價格에 반영토록 하는 방법을 提言하고자 한다.

끝으로 本 論文은 아래에서 지적하는 바와 같이 몇가지의 문제점 내지는 미비점을 內包하고 있는 바, 향후 이 分野에 관한 연구시에 이러한 점들에 대하여 보다 充分한 研究·檢討가 있기를 期待한다.

1) 質的 評點의 從屬變數로서 調整收益率 그 자체를 사용했다는 점이다. 調整收益率은 質的 要因뿐만 아니라 企業의 危險要因, 본질가치와 발행가격의 차이에 의한 요인 등 複合的인 요인에 의하여 形成된 것이기 때문에 분석의 純度를 높이기 위해서는 質的 要因에 의하여 형성된 收益率만을 산출하여 그것을 從屬變數로 사용하여야 할 것이다.

2) 株價調整期間을 정확히 산출하기가 곤란하여 本 論文에서는 便宜上 調整期間을 30일로 하여 분석하였으나, 앞으로 이 문제에 대해서 좀 더 合理的인 分析方法이 나오기를 바

란다.

3) 分析對象 기업들의 公開時點이 相異하여 市場이 호황기일 때 公開한 경우와 不황기일 때 公開한 경우에 上場後 株式收益率에 차이가 있을 것은 事實이며, 비록 市場 및 產業要因을 제거하기는 하였지만 산출된 調整收益率의 客觀性에 限界가 있을 수 있다.

4) 本 論文에서는 現行 質的 評點制度에 관하여 具體的인 改善方案을 제시하지 못하고 있는 바, 향후 이 分野에 관한 계속적인 研究가 이루어져 보다 合理的이고 具體的인 개선방안이 나오기를 바란다.