英國 民營化企業의 最初公募株 價格決定과 投資成果分析

李 基 煥

최근 우리 정부는 公企業의 民營化를 적극 추진하고 있는바, 우리보다 앞서 民營化政策을 성공적으로 추진한 경험이 있는 英國의 경우를 살펴봄으로써 앞으로 계속될 民營化 政策遂行에 도움이 될 政策的 示唆點을 얻을 수 있을 것으로 판단된다.

특히 본고에서는 民營化企業의 最初公募株 價格決定, 민영화기업 株式의 投資成果 및 민영화가 株式大衆化에 미친 영향의 분석에 초점을 두고 있다. 민영화 기업의 最初公募株는 일반기업의 최초공모주에 비해 현저히 저평가되어 발행되고 있음이 조사되었는데, 이는 情報非所有 投資者에게 최소한의 수익률, 즉 無危險收益率은 보장해 주어야 한다는 Rock(1986)의 winner's curse 모형의 관점에서 설명되고 있다. 민영화기업의 최초공모주는 장기적으로 正의 超過收益率을 시현하고 있는데 이는 일반기업의 최초공모주의 株價와는 대조적인 것이다. 英國 민영화기업의 株式供給은 개별주주수의 증가를 가져와 株式大衆化에는 상당한 영향을 미친 것으로 분석되었으나 많은 사람들이 단기간내에 株式을 매각하고 있어 長期保有誘導에는 미흡했던 것으로 밝혀졌다. 이러한 분석결과는 앞으로 우리나라의 公企業民營化 추진과정에서 주요 쟁점이 될 것으로 예상되는 株價決定에 대한 시사점을 제공할 수 있으며, 또한 一般投資者의 민영화주식에 대한 투자전략을 수립하는데 도움을 줄 수 있을 것이다.

I. 머리말

1980년대에 들어 公企業의 經營效率性을 제고하려는 목적으로 정부지분의 株式賣却을 통한 民營化政策을 각 나라에서 시행했다. 특히 英國은 다른 나라에 비해 앞서 公企業의 民營化를 적극적으로 추진하여 1980년 이후 약 80여개의 공기업이 公募(public offerings) 내지 私募(private sale)에 의해서 民間部門으로 소유권을 넘겼다. 1979년 「대처」(Thatcher)의 보수당정부에

筆者 : 本院 主任硏究員

* 本稿는 필자(Lee, 1993)의 學位論文 제8장을 수정·보완한 것으로, 본고에 대해 자세하고 귀중한 논평을 해주신 宋大熙, 劉承旻 박사께 깊이 감사드린다. 그리고 한국재무관리학회 춘

의해 주도된 民營化政策은 영국의 經濟政策 뿐만 아니라 전세계의 產業政策에 영향을 미쳤으며,[1] 특히 우리나라의 경제에 큰 비중을 점하고 있는 공기업정책에도 영향을 주었다고 사료된다. 1980년 중반 이후 계속적으로 公企業의 民營化가 主要政策懸案으로 대두되고 있으며, 최근 정부는 主要 政府投資機關 및 出資會社를 민영화하기로 하고 이를 적극 실천에 옮길 청사진을 제시하기도 했다.[2]

영국의 公企業民營化政策의 주요목표로는 競爭 및 效率性의 增大, 公企業經營에 政府介入의 縮小, 公共部門借入要求의 縮小 및 株式 大衆化 등을 들 수 있으며, 앞서 경험한 영국의 민영화정책의 일부분을 고찰함으로써 우리나라의 앞으로의 민영화정책에 대한 시사점 내지 교훈을 얻을 수 있을 것으로 판단된다.

지금까지 공기업의 민영화에 대한 연구는 주로 經營效率性提高의 달성여부에 초점이 두어졌으며, 그외 所有構造問題, 雇傭關係 및 規制緩和 등의 관점에서 대개 분석되었다. 그런데 본고에서는 분석의 초점을 民營化企業의 最初公募株의 價格決定(低評價發行問題)에 두고 있으며, 다음으로 민영화기업 주식에 대한 장기적인 투자성과가 증시에 상장된 후 2년 동안의 주가 움직임을 살펴봄으로써 분석될 것이다. 끝으로는 민영화 주식의 공급이 個人株主數의 增加에 어느 정도 영향을 미쳤는지를 또한 고찰해 볼 것이다. 본고에서 논의되는 英國 民營化企業의 주가결정 및 투자성과, 그리고 주식대중화에 미친 효과 등에 대한 분석은 앞으로 우리나라의 공기업 민영화정책을 수행해 나감에 있어서 중요하게 대두될 것으로 사료되는 민영화기업의 주가결정과 주식대중화정책 등에 참고가 될 수 있는 정책적 의미를 도출하는 데 큰 의의를 두고 있다.

이러한 정책적 목표를 분석하고 있는 본 연구는, 머리말에 이어 최초공모주 가격결정에 대한 기존의 理論的, 實證的 연구결과를 우선 다음 장에서 살펴볼 것이다. 그리고 제3장에서는 分析對象으로 삼고 있는 자료와 자료분석방법에 대해 간략히 논의한다. 민영화기업 신규공모주식의 低價發行現象과 그 원인에 대한 설명, 민영화기업주식의 장기적인 投資成果에 대한 분석, 그리고 民營化企業株式의 공급이 株式大衆化에 미친 효과 등은 제4장에서 다루게 된다. 마지막으로 제5장에서는 본고의 논의에 대한 요약과 政策的 示唆點이 제시될 것이다.

계학술발표회에서 유익한 논평을 해주신 한국외국어대학교의 姜孝錫 교수께도 감사드린다. 끝으로 본고에 남아 있는 어떠한 미비점도 전적으로 필자의 책임임을 밝혀둔다.

1) 公企業民營化를 적극적으로 추진한 나라는 영국 외에 프랑스, 캐나다, 일본, 브라질, 칠레, 말레이시아, 터키 등이며, 이들 국가는 航空產業, 鐵鋼產業 및 公共서비스部門 등을 적극적으로 民間部門에 이전하였다.

2) 정부는 지난해 말과 금년 초에 公企業의 기능조정 및 민영화 정책방안에 대한 보고를 통해 앞으로 추진할 민영화대상기업선정 및 일자 등을 비교적 자세히 제시하였다(경제기획원, 1993 · 1994).

Ⅱ. 文獻考察

證券市場에서 이미 상장되어 유통되는 유가증권의 가격은 需要와 供給에 의해 결정되나, 처음으로 시장참여자들에게 공개되는 기업의 신규공모주는 상대적으로 정확한 정보가 시장에 잘 알려져 있지 않는 등의 이유로 인해 정확한 수요예측이 어렵고 그에 따라 발행가격수준을 결정하기도 또한 힘들어 發行價格과 市場價格간에 차이가 생기게 된다. 대개 처음으로 증권시장에 공개, 상장되는 기업의 주식은 실제 시장에서 형성되는 가격보다 낮게 책정되어 발행되는 현상이 일반적인 것으로 많은 연구에 의해 밝혀졌다.[3] 이러한 최초공모주(initial public offerings)의 低價發行現象에 관한 연구는 최근 많은 학자들에 의해 이론적으로 그 원인을 밝혀 보려는 시도가 이루어졌는데, 본고에서는 Rock(1986)의 winner's curse 모형을 중심으로 먼저 간략하게 이론적 모형을 고찰한 다음, 最初公募株割引發行에 대한 實證分析結果에 대해서는 영국발행시장을 대상으로 행해진 연구결과를 중심으로 일반기업 및 민영화기업으로 나누어 살펴보고, 또한 프랑스·스페인·터키·말레이시아 등의 민영화기업주식의 신규공모주 저가발행현상에 대한 연구결과도 간단히 살펴볼 것이다.

情報非對稱의 관점에서 신규발행주식의 저평가원인을 설명하고 있는 이론으로는 Rock(1986)의 모형이 있다. Rock의 winner's curse 모형에서는 먼저 투자자를 公開企業의 주식에 대한 정보를 가진 투자자(informed investors)와 정보를 가지지 않은 투자자(uninformed investors)로 구분하고,[4] 정보비소유자그룹이 신규공모주식의 투자에서 입을 수 있는 資本的 損失을 막기 위해 최초공모주가 저가로 발행되어야 한다고 주장하고 있다. 여기서 情報所有者는 新規公募株에 대한 정확한 정보를 갖고 있기 때문에 공모주에 대한 청약을 선별적으로 할 것이며, 예상되는 시장가격에 비해 과대평가되어 발행되는 신규주식에는 응모를 하지 않을 것이다. 이러한 정보소유자의 신규공모주에 대한 투자행태는 정보비소유자의 投資收益에 영향을 미치기도 한다. 즉 情報非所有者는 정보를 갖고 있지 않기 때문에 무작위적으로 新規公募株式을 구입하기 위해 청약을 하게 된다. 이러한 청약과정에서 정보비소유자는 투자수익을 올릴 수 있는

3) 最初公募株 低價發行現象에 대한 既存研究의 결과는 Smith(1986), Ibbotson, Sindelar, and Ritter(1988) 등에 잘 요약, 정리되어 있다.

4) 情報所有者는 情報探索費를 부담하면서 부단히 公開企業 및 市場에 관한 정보를 수집하는 투자자그룹으로 분류되고, 반면 情報非所有者는 情報蒐集費를 부담하지 않는 投資者集團으로 상대적으로 前者에 비해 公開企業 및 시장전반에 대해 정보면에서 열위에 있게 된다.

저평가된 주식의 배정에서 정보소유자에 비해 불리하게 된다. 왜냐하면 저평가기업의 주식에 대한 정보소유자의 청약은 상대적으로 대량이어서 정보비소유자를 신주배정에서 배제(crowding-out)시킬 가능성이 있거나 적은 분량만 배정되게 하는 한편, 과대평가된 기업의 주식에는 정보소유자가 청약을 하지 않아 무작위로 청약을 신청하는 정보비소유자는 그들의 신청량 모두를 배정받아 투자손실을 입게 된다. 이러한 불이익을 정보비소유자가 계속적으로 입게 되면 시장을 떠나게 되는 현상도 일어날 수 있으며 이는 결국 발행시장기능의 약화를 가져오고 市場存立 自體에 문제가 생길 수 있다. Rock은 이러한 정보비소유자의 불이익을 방지하기 위해 신규공모주식이 저평가되어 적어도 무위험수익률(risk-free rate of return)은 보장해 주어야 한다고 주장하고 있다. Rock의 이러한 주장은 Koh and Walter(1989)가 싱가포르 시장의 분석에서 처음으로 실증적으로 검증을 하였다. 또한 Levis(1990)는 영국 증권시장의 신규공모주식 저가발행현상의 실증적 분석에서 Rock 모형을 검증하였다.

Rock(1986) 모형 외에 최초공모주의 저가발행현상을 설명하고 있는 중요한 가설로는 信號假說(signalling hypothesis), 第3者 保證假說(certification hypothesis(Booth and Smith, 1986)), 暗默的 保險假說(implicit insurance hypothesis(Tinic, 1988)) 및 引受業者의 市場價格支持假說(underwriter price support hypothesis (Ruud, 1993)) 등이 있다.[5] 신호가설은 기존주주의 지분비율과 기업가치와의 正의 관계를 밝히고 있는 이론인데, Leland and Pyle(1977)에 의해 처음으로 주장된 후 Allen and Faulhaber(1989), Grinblatt and Hwang(1989), 그리고 Welch(1989) 등에 의해 보다 정교화되었으며 실증적 연구에 의해서도 지지되고 있기도 하다.[6]

보증가설은 최초공모주에 참여하는 引受業者, 會計法人 등 제3자의 위치에 있는 전문기관의 명성이 公開企業의 가치를 보증해 줄 것이라고 가정하고 공개기업의 가치와 이들 3자 專門機關의 명성과의 관계를 밝히고 있다(Booth and Smith, 1986).[7] Tinic(1988)의 暗默的 保險假說은 發行企業과 引受業者가 당해 신규기업의 주식공모의 청약에서 손실을 입은 투자자들이 법원에 소를 제기함으로써 그들이 입을 경제적 손실과 명예실추를 미리 막기 위해서 저평가로 주식을 발행한다고 주장하고 있다. 그리고

5) 여기서 언급하지 않은 다른 가설은 Tinic (1988)에 의해 자세히 논의되고 있다.

6) Downes and Heinkel(1982)은 Leland and Pyle(1977)의 모델을 처음으로 검증했으며, 최근 많은 학자들에 의해 신호가설에 대한 검증이 이루어졌다.

7) 발행시장에서 인수업자의 역할에 대한 대표적인 연구는 Carter and Manaster(1990)이며, 회계법인의 역할에 관한 대표적인 연구로는 Beatty(1989) 등의 연구가 있다. 최근 최초공모주발행시장에 참여하는 전문기관의 역할에 관한 연구가 이론적 실증적으로 분석된 연구결과가 많이 발표되고 있기도 하다.

최근에 Ruud(1993)가 주장한 인수업자의 市場價格支持假說은 당해 신규주식이 시장에 상장된 후 일정기간 동안 인수단이 공모주식의 가격을 일정수준에서 유지되도록 노력하기 때문에 시장가격이 발행가격에 비해 높게 형성된다고 한다. 이 주장은 우리나라의 發行市場制度에서도 허용되고 있는 인수단에 의한 시장가격지지제도를 고려해 볼 때 앞으로 분석해 볼 가치가 있다고 판단된다.

〈表 1〉은 민영화기업 및 일반기업의 최초공모주의 저평가에 관한 기존연구결과를 간략히 요약·정리하고 있다. 먼저 주목되는 사실은 민영화 기업의 최초공모주가 일반기업의 공모주에 비해 크게 할인되어 발행되고 있다는 점이다. 두번째로는 민영화기업이든 일반기업이든 발행방법[8]에 따라 최초공모주의 저평가정도가 다르다는 것이다. 즉 영국의 최초공모주 발행시장에서의 연구결과를 보면 placing에 의한 공모주가 가장 크게 할인되어 발행되고 있고, 다음으로는 고정된 발행가격에 의한 공모방법(offer for sale)이 크게 저평가되어 발행되고, 마지막으로 경쟁입찰(tender offer)에 의한 신규주식발행은 가장 낮은 비율로 저평가 발행되고 있다. Merrett, Howe, and Newbould(1967), Davis and Yeomans (1974), Buckland, Herbert, and Yeomans(1981) 등의 연구에 의하면 일반기업의 최초공모주의 가격결정은 공모직전의 시장수익률과 시장전반의 상황, 공모금액의 규모, 배당률 등에 의해 영향을 받는 것으로 분석되었다. 최근 Levis(1990)는 1985년과 1988년 사이 런던증권시장에 상장된 일반기업의 최초공모주 저가발행현상의 분석에서 영국시장에서의 최초공모주 저가발행은 Rock(1986)의 winner's curse 모형으로 설명될 수 있음을 밝혔다. 즉 영국 일반기업의 최초공모주 저가발행정도는 情報非所有者의 투자손실을 보전할 수 있는 최소한의 수준인 無危險收益率은 적어도 보장하고 있음을 실증적으로 검증했다.

최근 세계 각국에서 公企業을 民營化하면서 주식을 매각할 때 어느 정도로 시장가격

8) 영국의 新規公募株式發行은 公募價格의 고정에 의한 모집방법(offer for sale at fixed price), 최저공모가격의 제시를 통한 공모방법(offer for sale by tender), 제한된 투자자에게만(주로 기관투자가) 공모주를 배정하는 방법(placing), 그리고 일종의 직상장인 introduction 등의 방법이 있다. 첫번째 방법은 공모가격을 미리 정하고 일반투자자들과 기관투자가들로부터 청약을 받은 후 청약비율을 고려해 배정하는 방법이며, 두번째 방법은 최저가격만을 제시하고 청약자들이 응모가격과 청약규모를 제시하면 공개기업측에서는 응모가격을 높게 제시한 청약자순으로 배정하는 제도로서 비교적 시장가격에 가까운 수준에서 발행가격이 결정되고 있는 것으로 분석되고 있다. placing은 한정된 투자자에게만 배정이 되는 것으로 소규모의 기업공개시 주로 활용되고 있다. introduction은 단지 런던증시에의 상장에 목적을 두고 추가적인 자금조달은 수반하지 않는다. 이 방법은 주식이 어느 정도 분산되어 있는 USM(Unlisted Securities Market)에서 거래되는 기업의 주식이 Official List로 옮겨갈 때 주로 이용되고 있다.

〈表 1〉 民營化企業 및 一般企業의 最初公募株 價格決定에 관한 硏究要約

연 구 자	대상국가	표본기간 및 크기	추정저평가의 크기
일반공개기업			
Merrett, Howe, & Newbould (1967)	영국	1959~63 offer for sale: 149 tender offer: 15 placing: 193	 13.7 3.5 19.2
Davis & Yeomans (1974)	영국	1965~71 offer for sale: 174 tender offer: 41 placing: 60	 8.5 6.9 19.1
Buckland, Herbert, & Yeomans (1981)	영국	1965~75: 297	9.7
Levis (1990)	영국	1985~88: 123	8.6
민영화기업			
Jenkinson & Mayer (1988)	영국	1979~87 offer for sale: 14 tender offer: 6	 32.8 −4.0
Jenkinson & Mayer (1988)	프랑스	1986~87: 11	18.6
Menyah, Paudyal, & Inyangete (1990)	영국	1981~87 민영화기업: 13 일반기업: 148	 45.1 12.0
Aggarwal, Leal, & Hernandez (1993)	칠레	1982~90 민영화기업: 9 민영화 및 일반기업: 19	 7.6 16.3
Perotti & Gunney (1993)	스페인 터 키 말레이시아	1986~89: 7 1988~91: 24 1984~92: 13	68.7 4.8 99.6
宋大熙・宋明姬 (1992)	한국	포철 (1988) 한전 (1989)	176.9 76.9

에 비해 저가발행되고 있는가를 연구한 결과가 역시 〈表 1〉에 요약되어 있다. 앞에서 지적했듯이 民營化企業의 公募價格이 크게 할인되어 발행되는 현상은 영국, 프랑스, 스페인, 말레이시아 등을 대상으로 분석한 연구에서 밝혀지고 있다. 그런데 칠레와 터키의 경우는 민영화기업의 최초공모주가 일반기업의 최초공모주에 비해 덜 할인되어 발행되고 있는 것으로 조사되었다. 이들 나라의 민영화기업 신규공모주의 저가규모를 보다 자세히 살펴보면 영국에서는 33%에서 45% 정도 저평가되어 발행되고 있어 일반기업의 저평가규모에 비해 훨씬 큰 것이다. 프랑스의 경우는 19% 정도 저평가되어 영국에 비해서는 적게 할인되고 있으나 프랑스 일반기업 공모주의 할인규모[9]에 비해서는 큰 것으로 밝혀졌다.

스페인과 말레이시아에서는 民營化企業의 最初公募株에 대한 할인규모가 각각 68.7%와 99.6%를 시현해 다른 국가에 비해 훨씬 큰 규모로 저평가되어 매각되고 있어 정부재산이 헐값에 매각되었음을 알 수 있다. 그런데 宋大熙·宋明姬(1992)의 연구에 의하면 우리나라도 큰 할인 규모를 기록해 정부재산의 일부인 國營企業의 주식을 너무 저렴하게 시장에서 팔았다는 비난을 받은 것으로 지적되고 있다. 1988년에 정부는 포항제철의 일부 주식을 매각하였는데, 그때의 상장당시 주가는 발행가격에 비해 176.9% 정도 높게 형성되었고, 1989년에 일부 매각된 한전의 주식은 76.9% 정도로 저가발행된 것으로 조사되었다. 또한 정부자산을 헐값에 팔았다는 비난은 터키와 칠레를 제외한 많은 나라에서도 일어날 수 있다. 이렇게 민영화기업의 주식이 크게 저가로 발행되고 있는 것은 민영화기업의 규모가 크고, 또한 정부가 경제적인 측면 외에 정치적인 측면도 고려하고 있기 때문인 것으로 판단된다.[10]

9) Husson and Jacquillat(1989)의 연구결과에서 일반기업의 최초공모주가 4% 정도 割引發行되는 것으로 조사되었는데, 이와 같이 프랑스의 低評價規模가 적은 것은 최초공모시의 발행방법이 公開競爭入札(tender offer)에 의해 이루어지기 때문이다.

10) 민영화를 주도하는 정부는 民營化株式을 구입하는 투자자가 단순한 투자자로서뿐만 아니라 政府選擇權을 가진 유권자라는 사실을 인식하고 있기 때문에 이들이 민영화주식의 구입에서 자본적 손실을 입지 않게끔 배려하고 있으며, 특히 영국의 경우에는 정권교체시 再國有化(renationalisation)되는 것을 막을 수 있는 안전장치가 민영화기업의 주식을 소유한 주주들이라고 생각하여 가능한 한 저가로 발행하여 많은 국민이 민영화기업의 주식을 구입하도록 유도한 측면도 있다.

Ⅲ. 資料 및 超過收益率의 計算

1. 資 料

영국 民營化企業의 최초공모주의 價格決定分析을 위한 표본으로는, 1977년부터 1991년 사이에 민영화된 기업 중 一般公募

(public offerings)에 의해 株式이 일반투자자에게 매각되어 런던증권시장에 상장된 41개의 기업을 선정하였다(附表 참조). 이러한 민영화기업에 관한 기초통계자료는 1990년과 1991년에 Price Waterhouse 회계법인에 의해 발간된 *Privatisation: The Facts*에서 구했으며, 이들 민영화기업의 주가자료는 Datastream에서 얻었다. 그런데 민영화기업의 최초공모주의 배정결과에 대한 자료는 *Financial Times*誌에서 일일이 수집했으며, 또한 민영화 이후 株主數의 변동 등에 관한 자료는 개개 민영화기업의 연차보고서와 *Privatisation: The Facts*(1990·1991)에서 수집하였다.

2. 超過收益率 計算

영국 민영화기업의 최초공모주의 低價發行現象을 분석하기 위해서 각 개별기업의 수익률을 公募價格과 實際市場價格과의 차이를 계산한 후 市場收益率을 차감했다. 이때 시장수익률을 계산하기 위한 指數로는 FTA-All Share Index를 사용했다.

우선 개별기업의 t期 市場調整超過收益率(AR_t)은 式 (1)과 같이 계산되고 있는데, 여기서 $R_{i,t}$는 配當, 權利落 등을 감안한 개별기업의 t期 株價收益率이며, $R_{m,t}$는 t期의 市場收益率을 나타내고 있다. 그리고 t期의 平均市場超過收益率(AAR_t)은 式 (2)에서처럼 각 개별기업의 초과수익률을 단순평균해서 추정되고 있다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad \cdots\cdots (1)$$

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{n} AR_{i,t} \quad \cdots\cdots (2)$$

민영화기업의 주식이 시장에 상장된 후 株價가 장기간에 걸쳐 어떻게 변화해 가는지를 조사하기 위해 누적초과수익률(CAR)을 계산해 보았다. 먼저 개별기업의 누적초과수익률($CAR_{i,t}$)은 式 (3)을 이용해 계산하였고 누적평균초과수익률($CAAR_t$)은 式 (4)를 이용해 계산하였다. 초과수익률의 추정방법의 하나인 市場調整收益率 模型은 표본기업의 포트폴리오베타(β)를 1로 가정하고 초과수익률을 계산하고 있다.[11]

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^{T} AR_{i,t} \quad \cdots\cdots (3)$$

$$CAAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{n} CAR_{i,t} \quad \cdots\cdots (4)$$

위의 式 (1)에서 (4)에 걸쳐 계산된 平均市場超過收益率 및 누적평균초과수익률은 영국 민영화기업의 최초공모주의 저평가정도의 추정과 민영화기업의 주가가 상장후 市場에서 어떻게 評價되는지를 검토하는 데 이용될 것이다.

Rock의 winner's curse 모형에서 가장 큰 의미를 갖는 정보비소유자가 新規公募株式의 투자에서 配定確率을 고려한 가중평균

11) 超過收益率의 측정방법에는 평균조정수익률모형, 시장조정수익률모형, 시장 및 위험조정수익률모형의 세 방법이 있으며, 사용된 방법에 따라 초과수익률의 추정크기가 큰 차이가 없는 것으로 밝혀졌다(Brown and Warner, 1980). 그리고 실제 실증연구에서는 시장조정수익률모형이 가장 많이 활용되고 있다.

초과수익률이 최소한 無危險收益率을 보장하고 있는지에 대한 검정을 하기 위해 이용될 청약규모별 加重平均超過收益率($WAAR_s$)은 式 (5)에서와 같이 평균시장초과수익률에 청약규모 그룹별 배정확률($\overline{probs}$)을 곱함으로써 계산되고 있다.

$$WAAR_s = AAR_t \times \overline{probs} \quad \cdots\cdots\cdots\cdots (5)$$

여기서 $\overline{probs} = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n} prob_{i,s}$이며, 또한 $Prob_{i,s}$는 청약규모크기 s그룹에 속하는 기업들의 배정확률이다. 그리고 AAR_t는 평균시장초과수익률이다.

Ⅳ. 實證分析

본장에서는 우선 公募(public offerings)를 통해 政府資産의 일부인 공기업의 주식이 주식시장에서 매각된 41개 英國 民營化企業의 최초공모주가 런던證券市場에 상장된 후에 어떻게 평가되는가를, 平均市場超過收益率 및 누적평균시장초과수익률을 계산하여, 단기 및 장기적인 관점에서 民營化企業 株價의 움직임을 살펴볼 것이다. 그리고 영국 民營化企業 최초공모주의 발행가격이 市場價格에 비해 상당히 크게 할인되어 賣却되는 현상을 Rock(1986)의 winner's curse 모형에 의해 규명해 보기로 한다. 끝으로 민영화기업 주식의 공급이 영국 개인주주수의 증대에 미친 효과를 고찰하고자 한다.

1. 民營化企業 株式의 長短期 投資收益率

영국 民營化企業의 최초공모주가 어느 정도 低價發行되고 있는지를 조사하기 위해 우선 〈表 2〉에서 보는 바와 같이 상장 첫날 및 상장 일주일째의 주가와 발행가격과의 차이를 市場收益率로 差減해 계산하였다. 특히 低價發行의 크기가 平均市場超過收益率로 추정되었으며, 이때 발행가격이 몇차례 분납해서 지불되는 경우가 있으면 첫번째의 분납가격을 기준으로 하였다.

〈表 2〉에 나타난 바와 같이 상장 첫날 民營化企業의 株價는 38.42%의 平均市場超過收益率을 시현하고 있는데, 이는 일반기업의 최초공모주의 低價規模[12]보다 훨씬 큰 것으로 밝혀졌다. 상장후 일주일째 되는 날의 株價를 기준으로 超過收益率을 계산하는 경우 39.1%를 시현해 계속 주가가 미소하나마 상승하고 있음을 알 수 있다. 여기서 民營化企業의 超過收益率을 개별기업별로 간략히 살펴보면, 41개 民營化企業 중 39개 기업은 正의 超過收益率을 시현하였으며 그 규모도 일반기업의 최초공모주의 低價規模보다 상대적으로 높았다. 나머지 2개 기업은 負의 超過收益率을 시현해 최초공모주의 가격이 시장가격에 비해 과대평가되어 발행되었음을 보이고 있다.

12) Levis(1990)에 의하면 영국 일반기업의 공모주는 평균 8.6% 할인되어 발행되는 것으로 조사되었다(表 1 참조).

〈表 2〉 英國 民營化企業 最初公募株의 低評價率 推定

추정기준일	평 균	중 간 값	표준편차	최 소 값	최 대 치
상장일	38.42 (t=11.76)	41.07	20.92	−19.16	82.94
상장후 일주일	39.09 (t=11.32)	43.04	21.73	−26.05	81.76

여기서 주목해야 할 사실은 公募方法에 따라 超過收益率의 차가 크다는 것이다. 특히 負의 超過收益率을 보인 Britoil과 Enterprise Oil은 경쟁입찰방법(tender offer)에 의해 주식이 일반투자자들에게 매각되었다. 경쟁입찰방법은 정부당국이 우선 최저응모가격을 제시하고 일반투자자로부터 청약을 받은 후 청약자수와 응모가격 등에 의해 응찰가격을 결정하는 방법으로, 일반투자자에게는 다소 불이익을 주고 있지만 정부의 자산을 제대로 값을 받고 매각한 것으로 평가되고 있다. 반면에 발행가격을 미리 정해 놓고 주식을 일반투자자에게 매각하는 고정가격공모방법(offer for sale)을 이용하여 매각한 38개 民營化企業의 경우는 상대적으로 높은 초과수익률을 시현하였다. 정부가 이 방법(offer for sale)에 의해 많은 공기업을 민영화한 것은 주식대중화의 목표를 달성하는 데 큰 비중을 두고 있었기 때문이기도 하다. 그리고 나머지 한 기업인 BAA는 고정가격공모방법(offer for sale)과 경쟁입찰방법(tender offer)을 동시에 이용해 민영화를 하였다. 이렇게 공기업민영화시 주식의 매각방법에 따라 발행가격의 결정에 있어 큰 차이가 남으로 인해 실제 정부수입의 규모에도 큰 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 공모발행방법에 따라 발행가격결정에 큰 차이가 나는 것은 영국의 일반기업 공개시에도 일어나는 것을 앞에서 살펴보았다. 이러한 사실은 앞으로 우리나라에서 公企業民營化를 추진해 감에 있어 정부수입을 극대화하는 데 목적을 둘 것인지, 아니면 個人投資者들의 증권시장 참여를 통한 증권대중화를 주요 정책목표로 할 것인지에 따라 다소 차이가 있을 것으로 판단된다.

상장 첫날 및 일주일째의 株價를 기준으로 한 英國 民營化企業의 최초공모주의 저가발행현상은 지금까지의 분석에서 어느 정도 밝혀졌는바, 이후에는 民營化企業의 주식이 증시에 상장된 후 25일간, 그리고 2년 동안에 어떻게 움직였는가를 분석함으로써 民營化企業株式의 구입으로 투자자들이 장단기 관점에서 어느 정도의 收益率을 얻을 수 있었는지를 살펴보기로 한다.

우선 民營化企業의 주식이 증권시장에 상장된 후 한달 정도의 기간동안에 주가가 어떻게 변화하는지를 조사하기 위해 25일간의

〈表 3〉 民營化企業 株式의 上場後 25일간 및 2년간의 *AAR* 및 *CAAR* 推移

일	*AAR*(%)	*t*(*AAR*)	*CAAR*(%)	월	*N*	*AAR*(%)	*t*(*AAR*)	*CAAR*(%)
1	17.77	12.31	17.77	1	40	0.41	0.57	0.41
2	−0.15	−0.78	17.61	2	40	4.00	4.93	4.41
3	−0.71	−3.92	16.90	3	40	−0.73	−0.77	3.68
4	1.04	4.5	17.94	4	40	−0.97	−1.7	2.71
5	0.73	3.27	18.67	5	40	2.51	2.93	5.22
6	−0.21	−1.07	18.46	6	40	−0.28	−0.27	4.94
7	−0.30	−2.14	18.16	7	40	0.89	0.85	5.83
8	0.37	2.11	18.53	8	40	0.54	0.48	6.37
9	−0.47	−2.73	18.06	9	40	0.56	0.8	6.93
10	−0.42	−3.66	17.64	10	40	0.12	0.16	7.05
11	0.02	0.28	17.66	11	40	−0.63	−0.85	6.42
12	0.10	0.89	17.76	12	40	2.72	2.37	9.14
13	0.28	2.28	18.04	13	40	0.36	0.45	9.50
14	0.01	0.06	18.05	14	40	2.50	2.95	12.00
15	0.22	2.27	18.27	15	38	−0.97	−0.87	11.20
16	0.00	0.03	18.27	16	38	2.26	2.27	13.46
17	0.14	0.92	18.41	17	38	−0.90	−1.18	12.57
18	−0.18	−1.29	18.23	18	36	−1.41	−1.2	10.75
19	−0.45	−3.06	17.78	19	36	0.70	0.65	11.44
20	−0.08	−0.43	17.71	20	36	0.49	0.75	11.93
21	0.13	0.88	17.84	21	24	1.45	1.25	9.37
22	0.09	0.66	17.93	22	24	−2.42	−2.2	6.95
23	0.39	2.72	18.32	23	24	0.05	0.04	7.00
24	0.21	1.42	18.53	24	24	0.55	0.54	7.55
25	0.59	3.01	19.12	25	−	−	−	−

실제 거래일 동안의 시장평균초과수익률과 누적초과수익률을 계산해 〈表 3〉에 나타냈다. 여기서 초과수익률 계산에 이용된 發行價 자료는 앞의 상장 당일 및 일주일째의 초과수익률 계산시와는 달리, 분할로 납입된 기업의 경우에 있어서는 완불된 것을 기초로 하여 계산했다. 따라서 초과수익률의 크기에 있어 앞에서 계산된 초과수익률과는 상당한 차이가 나고 있다. 여기서 특기할 사실은 상장 첫날에는 높은 초과수익률을 보이나 그 이후에는 매우 적은 규모의 초과수익률을 보이고 있으며, 25일 동안의 초과수익률에 대한 *t*통계치가 거의 절반 이상 의미가 없는 것으로 나타났다. 民營化企業

의 株價가 상장후 빠른 시일내에 市場價格 水準으로 조정되고 있어 流通市場의 효율성은 확인되고 있다.[13] 특히 25일 중 9일은 負의 평균시장초과수익률을 시현하고 있기도 하여, 처음에 주식을 배정받지 못한 투자자가 민영화 주식을 상장 첫날이나 며칠 후에 구입하여 단기간에 높은 수익을 올리고자 하는 投資戰略은 바람직하지 못한 것으로 보인다. 그러나 민영화시 신규공모 주식의 청약에 응모하여 배정을 받은 투자자는 25일 동안에 19% 이상의 수익률을 올릴 수 있어 여전히 민영화기업 주식에 대한 투자가치는 높은 것으로 판단된다.

英國 民營化企業의 주식이 시장에서 거래가 시작된 후 장기적으로 어느 정도 가격이 상승하는지를 검토하기 위해 상장 첫날의 가격을 기준으로 2년동안의 평균초과수익률과 누적초과수익률을 계산하였다(表 3의 우측열 참조). 〈表 3〉에서 보는 바와 같이 24개월간의 누적평균초과수익률(*CAAR*)이 正으로 나타나고 있는데, 16개월째까지 꾸준히 누적평균초과수익률이 증가하다 그후 감소하고 있으며, 민영화후 2년째 되는 달에 가서는 7.6%의 누적초과수익률을 시현하고 있다. 이와 같은 현상은 일반기업의 최초공모주의 누적초과수익률이 상장후 1년 내지 3년 정도에 가서 負로 돌아서는 것과는 대조를 이룬다. 즉 Ritter(1991), Aggarwal and Rivoli(1990), Aggarwal, Leal, and Hernandez(1993) 및 McGuinness(1993) 등은 각각 미국, 남미제국, 홍콩 등의 발행시장에서의 일반기업의 최초공모주의 장기적인 株價 움직임을 분석한 결과, 시장에서 거래가 시작된 후 상당한 기간이 경과했을 때 누적초과수익률이 負로 나타나고 있음을 調査·報告하고 있다.

지금까지 살펴본 바와 같이 英國 民營化企業의 株式은 거래 첫날에 一般企業의 최초공모주에 비해 훨씬 높은 超過收益率을 시현하고 있으며, 장기간에 걸쳐 正의 超過收益率이 지속되고 있음을 분석했다. 이렇게 큰 규모로 주식이 할인되어 발행됨으로써 이들 주식을 구입한 投資者에게는 많은 투자수익을 제공하였지만, 한편으로는 이는 財政收入 增加의 減少를 초래하여 납세자인 일반국민에게는 세부담 경감의 기회를 주지 못한 결과가 되었다는 비난도 있다.[14] 따라서 영국정부의 경우도 民營化를 통해 주식인구의 증대를 가져오는 데는 크게 기여했으나 현금흐름이 상대적으로 안정적이고 수익성이 높은 정부재산을 다소 싼 값으로 매각했다는 비난은 면키 어려운 것으로 판단된다.

2. winner's curse와 民營化企業의 最初公募株 低價發行

제2장의 文獻考察에서 살펴본 Rock의

13) 자세한 논의는 Copeland and Weston(1983, pp. 333~336) 및 Ibbotson(1975)을 참조하기 바람.

14) 보다 자세한 논의는 Vickers and Yarrow (1988)의 제7장을 참조하기 바람.

winner's curse 모형에서는 情報를 가진 투자자는 市場價格에 비해 低價發行되는 주식에 집중적으로 請約함으로써 이들 주식의 배정에 있어 情報非所有者를 구축(crowding-out)하는 결과가 되어, 발행시장의 위축을 가져올 수도 있다는 의미가 내포되어 있다. 따라서 Rock(1986)은 이들 정보비소유자를 發行市場에 계속 머물게 하면서 최초공모주에 대한 청약을 유도하기 위해서는 최소한 無危險收益率을 보장해 주어야 한다고 주장하면서, 公開企業의 新規公募株式의 발행가격이 시장가격에 비해 저평가되어 발행되어야 하는 이유를 설명하고 있다. 다음에서 우리는 Rock의 winner's curse 모형의 관점에서 영국 민영화기업의 최초공모주가격의 저가발행현상을 분석해 보기로 한다.

Rock의 모형을 검증하기 위해서는 請約 및 配定에 대한 자료가 필요한데, 영국 민영화기업의 최초공모주에 관한 청약 및 배정결과는 비교적 자세히 공표되고 있어 이들 자료를 이용해 Rock의 winner's curse 모형을 검증할 수 있다. 그런데 美國에서는 일반적으로 배정결과가 공표되지 않아서 Rock의 모형을 직접적으로 검증하지 못하였다.[15]

우리는 Rock의 모형을 다음의 방법을 통해 검증할 것이다. 먼저 民營化企業의 주식이 청약규모 크기군별에 따라 어느 정도의 비율로 割當·配定되는가를 조사하며, 다음으로 배정결과를 기초로 하여 추정된 민영화기업의 최초공모주 수익률이 情報非所有 投資者(uninformed investors)에게 무위험수익률을 제공하는지에 대한 조사를 통해 Rock 모형을 검증할 것이다. 여기서 우리는 情報를 가지지 않는 정보비소유 투자자에게 無危險收益率을 보장해 주고 있는지를 조사하기 위해 청약규모군별로 配定確率을 고려한 가중평균초과수익률을 계산하여 살펴보고 있다. 끝으로 情報를 가지고 있는 정보소유 投資者가 低評價되는 주식에 집중적으로 투자하여, 정보를 갖고 있지 않은 투자자에게 불만을 가져다 준다는 winner's curse의 의미를 검증하기 위해 청약배수와 저평가율의 관계를 검토해 볼 것이다. 즉 民營化企業의 최초공모주에 대한 請約競爭率이 높을수록 최초공모주의 할인정도가 큰가를 살펴봄으로써 Rock의 모형을 검정하는바, 이는 청약배수($SUBT$)와 저평가율(AR)의 관계를 단순회귀분석함으로써 행해질 것이다.

$$AR_i = \alpha + \beta SUBT_i$$

〈表 4〉는 영국의 33개 民營化企業의 최초공모주에 대한 청약규모 크기군별로 배정을 받을 수 있는 확률을 보이고 있으며, 또한 최초초과수익률의 크기에 따라 청약규모별 배정확률도 계산하여 나타내고 있다. 여기서 분석된 자료는 機關投資家와 海外投資者에게 배정된 持分을 제외하고 영국내의 일반투자자에게 배정된 지분만을 대상으로 하

15) 자세한 내용은 Rock(1986)을 참조하기 바람.

였다. 먼저 주목되는 사실은 민영화기업의 최초공모주가 少額投資者에게 유리하게 배정되고 있어 少額投資者의 배정확률이 높은 것을 알 수 있다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면 100파운드에 해당하는 청약을 한 투자자는 청약한 액수만큼 配定을 받아 청약대비 배정비율이 1에 달하고 있으나 5만파운드의 청약자는 0.058만큼만 배정을 받아 少額投資者에 비해 배정확률이 매우 낮음을 알 수 있다. 다음으로 특기할 사실은 같은 청약규모의 경우에도 低評價率이 클수록 배정확률이 낮게 나타나는데, 이는 정보소유자의 저평가주식에 대한 집중적인 청약으로 배정받기가 어렵게 된다는 Rock의 winner's curse의 의미와 일치하는 것으로 판단된다. 보다 자세히 보면 최초초과수익률이 30% 이하인 경우에는 배정받을 확률이 1에서 0.120 사이에 분포되어 있으나, 최초초과수익률이 50% 이상인 공모주에 대한 배정확률은 최고 1에서 최저 0.023 사이에 놓여 있어 低評價率이 높을수록 그만큼 배정을 받기가 어려움을 알 수 있다.

Rock 模型이 담고 있는 가장 중요한 내용인, 정보를 가지고 있지 않는 투자자가 무위험수익률만큼의 수익률을 민영화기업의 최초공모주 청약에서 얻고 있는지를 조사하기 위해 청약규모에 따른 배정성공확률을 고려한 가중평균초과수익률을 계산하였다(表 4의 우측열 참조). 앞에서 언급했듯이 여기서는 일반투자자들의 가중평균초과수익률을 분석하고 있는데, 청약규모가 큰 투자자를 정보를 가진 투자자(informed investors), 상대적으로 적은 규모로 청약하고 있는 그룹을 정보를 가지고 있지 않은 투자자(uninformed investors)로 구분할 수 있을 것이다. 〈表 4〉에서 보듯이 정보를 갖고 있지 않는 투자자로 볼 수 있는 소액투자자들의 그룹은 비교적 높은 가중평균초과수익률을 얻고 있는 것으로 밝혀졌으며, 이는 무위험수익률을 보상할 수 있는 것으로 판단된다. 즉 1,000파운드에 해당하는 금액만큼 청약하고 있는 투자자그룹의 경우 약 16%의 가중평균초과수익률을 얻고 있으며, 5,000파운드만큼의 청약을 하는 투자자그룹의 가중평균초과수익률은 5.3% 수준으로 떨어지고 있다. 10,000파운드 이상의 청약자그룹은 3% 미만의 가중평균수익률을 실현하고 있어 그들이 얻는 절대적인 투자수익은 클지 모르나 투자규모에 대한 수익률은 매우 적음을 알 수 있다. 여기에서 1,000파운드 이하의 금액으로 청약하는 자를 정보비소유자 내지 소액투자자로 본다면 이들 투자그룹은 적어도 무위험수익률은 얻고 있다고 볼 수 있다. 따라서 우리의 분석은 Rock의 모형에서 주장되고 있는 情報非所有者에 대해 최소한의 收益率(무위험수익률)을 보장해 주어야 한다는 논의와 일치한다고 볼 수 있다.

또한 Rock이 주장하는, 情報를 가지고 있지 않는 투자자의 불만을 초래할 수 있는 여지(winner's curse)가 영국 민영화기업의 株式賣却에서 일어날 수 있는지의 조사

〈表 4〉 請約群別 配定確率 및 加重平均超過收益率

청약규모 (파운드)	최초초과수익률 크기별 배정확률				최초초과수익률 크기별 가중평균초과수익률			
	30% 미만	30~50%	50% 이상	계	30% 미만	30~50%	50% 이상	계
100	1.000	1.000	1.000	1.000	0.167	0.428	0.630	0.434
300	0.912	0.654	0.537	0.673	0.158	0.273	0.342	0.269
500	0.839	0.538	0.366	0.549	0.148	0.225	0.234	0.212
800	0.809	0.475	0.274	0.485	0.141	0.201	0.177	0.181
1,000	0.701	0.418	0.246	0.426	0.127	0.177	0.158	0.160
1,500	0.636	0.325	0.179	0.346	0.115	0.137	0.114	0.125
2,000	0.596	0.232	0.147	0.283	0.105	0.096	0.093	0.097
3,000	0.445	0.203	0.102	0.224	0.076	0.084	0.065	0.077
4,000	0.371	0.166	0.133	0.199	0.061	0.068	0.086	0.072
5,000	0.298	0.146	0.069	0.155	0.048	0.060	0.044	0.053
10,000	0.202	0.082	0.019	0.091	0.031	0.033	0.011	0.026
15,000	0.159	0.062	0.017	0.070	0.024	0.025	0.009	0.020
20,000	0.153	0.056	0.025	0.068	0.023	0.022	0.014	0.020
50,000	0.120	0.051	0.023	0.058	0.017	0.020	0.013	0.017

는 민영화기업의 최초공모주에 대한 청약비율과 공모주의 저평가율의 관계를 검토함으로써 분석된다. 41개 영국 민영화기업에 대한 평균청약비율은 8.42배이고, 10배 이상의 청약자가 있었던 기업이 10개에 이르고 있으며, 2개 기업은 청약미달의 현상을 보이기도 했는데, 이 두 기업은 일종의 公開競爭入札方式(tender offer)으로 주식을 일반투자자에게 매각하였다. 〈表 5〉에서 보는 바와 같이 청약경쟁률이 높은 기업일수록 저평가률이 큰 것을 알 수 있다. 10배 이상의 경쟁률을 보인 기업은 거래 첫날에 발행가대비 거의 49%의 초과수익률을 보이고 있으며 상장후 일주일째의 株價를 기준으로 할 경우 50% 초과수익률을 시현하고 있는 것으로 밝혀졌다. 청약배수가 5배이상 10배미만의 기업은 상장 첫날 45.3%의 초과수익률을, 1배이상 5배미만의 기업은 31.5%의 평균초과수익률을, 그리고 청약미달의 두 기업은 負의 초과수익률(평균 −10.7%)을 각각 시현하여 청약경쟁률과 저평가율 수준과는 상당한 正의 關係가 있는 것으로 판단된다.

청약배수와 저평가율의 관계분석에서 우리는 情報를 가진 투자자는 저평가율이 큰 민영화기업의 주식에 많은 청약을 하고, 저평가율이 적은 민영화기업의 주식 구입에는 소극적이었다는 것을 알 수 있다. 이러한

〈表 5〉 請約規模別 超過收益率의 크기

청약배수	기 업 수	상 장 일	상장후 일주일
10배 이상	10	49.05	50.87
5~10	14	45.26	44.19
1~5	15	31.51	33.30
미 달	2	−10.66	−12.25
합 계	41	38.42	39.09

〈表 6〉 超過收益率과 請約倍數의 關係에 관한 回歸分析結果

회귀모형	상 수	계 수	R^2	F값
$FDR=\alpha+\beta SUBT$	30.32	0.96(t=2.29)	0.118	5.24
$FWR=\alpha+\beta SUBT$	30.86	0.98(t=2.23)	0.113	4.96

註 : FDR은 상장 첫날의 초과수익률이며, FWR은 상장 일주일째의 초과수익률임. 그리고 $SUBT$는 청약배수를 나타내고 있음.

情報를 가지고 있는 投資者(informed investors)의 투자행태는 정보를 가지고 있지 않은 투자자에게 저평가율이 낮은 민영화기업의 주식배정을 지나치게 많게 해서, 즉 그들의 역선택(adverse selection)으로 민영화기업에 대한 투자에서 자본적 손실을 입고 불만에 처할 충분한 여지가 있다. 따라서 정보가 없는 투자자들을 시장에 계속 참여하도록 유도하고, 이들의 적극적인 시장참여로 발행시장에 대량으로 공급되는 민영화기업의 주식물량을 소화하기 위해서는 이들에게 무위험수익률을 보장해 주어야 한다는 Rock의 주장은 영국 민영화기업의 최초공모주 저가발행현상을 설명하는 데 의미가 있는 것으로 사료된다.

Rock의 winner's curse 모형에 함축되어 있는, 청약경쟁률이 높을수록 초과수익률이 높을 것이라는 가정을 검증하기 위해 청약배수와 저평가율의 관계를 회귀분석을 통해 분석하고 있는데 그 결과가 〈表 6〉에 정리되어 있다. 본 회귀분석에서도 청약경쟁률과 저평가율의 관계는 正으로 밝혀져 앞에서의 관찰결과를 뒷받침하고 있다.

우리의 지금까지의 분석에서 밝혀진 바와 같이 정보를 가지고 있지 않는 投資者가 역선택으로 winner's curse에 직면할 여지가 민영화기업의 주식청약과정에서 충분히 있을 수 있음을 보았다. 그리고 영국 민영화기업의 최초공모주의 가격수준은 정보를 갖지 않는 투자자들에게 무위험수익률 수준을 보장하여 주는 정도에서 결정되어 발행됨으로써 그들의 winner's curse를 상쇄시키고 있음이 또한 분석에서 밝혀졌다. 즉 영국 민영화기업의 청약자군별 배정확률을 감안

한 가중평균초과수익률 계산에서도 정보비 소유자로 분류될 수 있는 소규모투자자들은 상당한 수준의 초과수익률을 얻고 있어 이들은 최소한 무위험수익률은 보상받고 있는 것으로 조사되었다.

3. 株式大衆化政策의 效果分析

1979년 총선에서 승리한 「대처」의 보수당정권은 公企業에 대한 정부간섭의 축소, 민간부문의 기업가정신 고취, 그리고 株式大衆化 등의 목표 아래 民營化政策을 樹立·實施하기 시작했다.[16] 「대처」정부가 들어서기 전에도 간헐적으로 公企業을 民營化한 경험이 있었는데, 특히 1951년 보수당 정부는 철강산업 등을 민영화하기도 했으며, 또한 1977년 노동당 정부는 영국석유공사(British Petroleum)의 주식 17%를 매각하기도 했다. 그런데 1979년 이후 줄곧 일관되게 시행되어 온 영국의 民營化政策은 2차대전 직후 노동당 정부하에 국유화된 많은 산업을 민영화함으로써 산업의 경쟁과 효율성을 제고하여 영국경제를 되살려 보려는 동기가 내포되어 있었다. 1977년의 영국 석유공사(BP) 민영화를 포함하여 1991년까지 公募를 통해 民營化된 기업은 41개로 이들 공기업의 주식매각으로 358억파운드의 정부수입이 증대했다.[17] 특히 본절에서는 증시를 통한 영국 民營化企業株式의 보급이 개인 주주수의 증가에 어느 정도 영향을 미쳤는지를 살펴보는 데 초점을 두고 있다.

영국의 「대처」정부는 民營化를 하면서 株式大衆化를 통한 大衆資本主義(peoples' capitalism)를 실현하려는 의도도 가지고 있었다. 이와 같은 株式大衆化는 다수의 투자자들이 자본시장에 참여하게 되어 證券市場의 활성화를 꾀하고, 나아가서는 시장의 효율성제고에도 기여할 수 있을 것이다. 그런데 무엇보다도 보수당 정부가 공기업의 주식을 국민대중에게 골고루 분산되도록 한 주식대중화정책은, 제2장에서 지적했듯이 노동당 정부가 들어서더라도 다시 국유화(renationalisation)하는 것을 막는 데 더 큰 의의가 있었다. 그러면 과연 이러한 정책목표가 어느 정도 당초의 목표에 부합되었는지를 살펴보고자 한다.

民營化가 본격적으로 실시되기 전인 1979년에 영국의 개인투자자의 수는 300만명으로 이는 성인인구의 7% 수준에 불과했다. 民營化政策이 시행된 후 12년이 경과한 1991년에는 주주의 수가 1,100만명으로 증가하였으며 이는 성인인구의 25%에 달하는 수치이다.[18] Grout(1989), Vickers and Yarrow(1988) 그리고 ISE(1988, 1991) 등

16) 民營化政策은 이외에 여러 목표가 있는데, 자세한 내용은 Veljanovski(1987)의 pp. 7~9를 참조하기 바람.

17) 1977년부터 1990년 사이 民營化로 293억파운드의 政府收入이 조달되었는데, 이는 同 期間에 英國證券市場에서 조달된 總資金 436억파운드의 67%에 해당하는 금액이다.

18) HM Treasury(1991), pp. 14~15를 참조하기 바람.

의 연구 및 조사에서도 公企業民營化가 영국의 주식인구 증대에 영향을 미쳤다고 주장하고 있다. 특히 영국 재무성과 런던 증권거래소가 공동으로 조사한 1991년의 주식소유조사결과에 의하면 성인인구의 15%에 해당하는 600만명이 民營化企業의 주식을 보유하고 있는 것으로 밝혀졌다.[19] 여기서 TSB의 주식을 보유하고 있는 주주수는 포함하고 있지 않다. 이와 같이 영국 公企業의 민영화는 대량의 신규공모주식을 공급함으로써 주주수의 증가를 가져와 민영화가 영국의 주식대중화에 큰 기여를 한 것으로 평가되고 있다.[20]

앞에서 살펴본 바와 같이 公企業民營化로 개인주주수가 많이 늘어난 것은 사실이나, 이를 보다 자세히 검토해 보면 많은 개인투자자들이 民營化企業의 최초공모주를 구입한 후 짧은 시일내에 매각하고 있는 사실이 나타나, 많은 개인 투자자들이 民營化企業의 주식구입을 통한 단기매매차익에 큰 비중을 두고 있어 당초의 장기보유 유도를 통한 주식대중화목표에는 다소 미흡하기도 한데 다음에서 보다 면밀히 살펴보기로 한다.

〈表 7〉은 영국 주요공기업의 민영화후 1년 사이에 주주수 변동을 나타내고 있는데, 당초 배정을 받은 많은 소액투자자들이 주식을 팔고 있음을 알 수 있다.[21] 영국정부는 民營化企業의 주주들이 주식을 장기적으로 보유하는 것을 유도하기 위해 배정받은 시점으로부터 3년 이상을 보유하는 경우 일정 보유주식에 대해 추가적으로 배정해 주는 보너스(loyalty bonus)를 제공하기도 했다. 〈表 8〉은 장기보유자에게 보너스를 제공한 民營化企業의 株主數 變動을 나타내고 있는데, 보너스를 받기 위해 필요한 3년 이상의 보유기간내에 절반 이상이 보너스를 포기하고 주식을 팔고 있는 현상을 보이고 있다. 주식의 장기보유자에게 보너스를 제공한 기업의 株主數의 減少가 보너스를 제공하지 않은 다른 기업에 비해 약간 적은 것으로 보아 다소의 政策效果는 거둔 것으로 판단된다.

民營化企業의 初期超過收益率과 주주수의 변동관계를 조사해 보았으나 큰 의미를 발견하지 못했다. 즉 초기수익률이 높을수록 주주수의 감소가 클 것으로 예상했으나 이런 관계는 뚜렷하게 나타나지 않았으며, 負의 초과수익률을 시현한 기업의 경우 주주수의 변동이 거의 없는 것으로 나타났다.

---

19) 영국 재무성과 런던거래소의 공동조사결과는 HM Treasury(1991)와 ISE(1991)에 요약·보고되고 있다.

20) 프랑스의 경우도 민영화를 통한 주식인구증대를 주요 정책목표로 삼고 있었다. 민영화가 실시되기 이전인 1981년에는 주주수가 150만명에 불과했으나, 민영화가 실시된 후인 1988년의 조사에서는 800만명이 주식을 보유하고 있는 것으로 밝혀졌다(Bauer, 1988).

21) 우리나라도 民營化를 통해 株式大衆化를 달성하려 하였는바, 특히 1988년의 포항제철 주식의 부분매각, 그리고 1989년의 한전주식의 부분매각으로 많은 국민이 주주가 되었으나 1~2년 사이 이들 두 기업에 대한 주주의 수는 절반으로 줄었음을 알 수 있다.

회 사	민영화시株主數(천명)	민영화후株主數(천명)
포항종합제철	3,202(88.6)	1,037(90.6)
한국전력	5,400(89.8)	2,656(90.12)

〈表 7〉 民營化企業의 株主數變動 推移

(단위: 천명, %)

民營化企業	上場時	上場後	株主數의 減少比率
British Aerospace	155(81.2)	27.2(81.12)	82.5
Cable & Wireless	150(81.10)	26(82.3)	83.7
Amersham Int'l	65(82.2)	8.6(82.6)	86.8
Britoil	40(82.11)	39.6(82.12)	1.0
Assd British Ports	45(83.2)	7.5(83.12)	83.3
British Telecom	2,300(84.12)	1,693(85.6)	26.4
Jaguar	125(84.4)	54.1(84.5)	56.7
Enterprise Oil	14(84.6)	14(84.12)	0.0
British Gas	4,500(86.12)	3,112(87.4)	30.8
British Airways	1,100(87.2)	420.5(87.5)	61.8
Rolls Royce	2,000(87.5)	925(87.12)	53.8
BAA	2,179(87.7)	1,139(88.3)	47.7
British Steel	650(88.12)	419(89.3)	35.5
Anglian Water	271(89.12)	112(91.3)	58.7
Northumbrian Water	254(89.12)	118(90.12)	53.5
South West Water	128(89.12)	57(90.3)	55.5
Thames Water	675(89.12)	392(90.3)	41.9
Welsh Water	140(89.12)	102(90.3)	27.1
Yorkshire Water	207(89.12)	100(90.3)	51.7
12 Electricity Companies	9,000(90.12)	3,600(90.6)	60.0

註 : ( ) 안의 숫자는 상장날짜 및 비교날짜임.

$$\text{減少比率} = \frac{(\text{상장후 주주수} - \text{상장시 주주수})}{\text{상장시 주주수}} \times 100$$

資料 : Price Waterhouse, *Privatisation: The Facts*, 1990, 1991; 민영화기업의 연차보고서.

〈表 8〉 長期保有보너스가 주어진 民營化企業의 株主數 減少比率

(단위 : 천명, %)

민영화기업	민영화시	1년후	2년후	3년후	4년후
Britoil	40	1.0	3.8	–	8.5
BT	2,300	26.4	6.6	10.4	7.5
BG	4,500	30.8	6.7	7.2	7.9
BA	1,100	61.8	17.3	2.7	7.2
BAA	2,188	47.7	16.5	10.2	10.7
평균	2,026	34.3	10.2	10.6	8.4

註 : 減少比率 $= \frac{NS_t - NS_{t-1}}{NS_t} \times 100$, 여기서 NS_t는 t期의 주주수이며 NS_{t-1}는 $t-1$期의 주주수임.

이상에서 살펴본 바와 같이 英國 公企業 民營化政策은 영국의 개별주주수의 증대에 크게 기여한 것은 사실이나, 이들 투자자 중 많은 사람들이 短期賣買差益을 목표로 민영화주식을 구입하였던 것으로 분석되고 있다. 이는 영국정부가, 투자자들이 장기적으로 民營化株式을 보유하면서 혹 있을지도 모르는 정책변동(再國有化)에 대한 감시자로서 역할을 해 주기를 바랐으나, 이에는 온전히 흡족한 목적을 달성한 것으로 보이지 않는다. 그럼에도 英國 公企業民營化로 개별 주주수가 크게 증가하였고, 이들의 적극적인 참여로 대형 공기업의 주식을 증권시장을 통해 성공적으로 매각할 수 있었다고 판단된다. 또한 주식인구의 증가는 증권시장의 활성화를 가져오고 시장의 효율성을 높이는 데도 기여한 것으로 사료된다.

V. 要約 및 結論

영국에서는 1979년 「대처」 보수당정권 이래 본격적으로 추진된 공기업민영화정책의 적극적인 실천으로(1979년부터 1991년 사이) 80여개 이상의 공기업이 민간부문의 손으로 넘어갔으며, 그중 40여개의 공기업은 증권시장을 통해 매각되었고 나머지는 경쟁입찰에 의하거나 경영자 및 종업원(management buy-out) 등에게 매각함으로써 민영화되었다. 본고에서는 증시를 통해 一般投資者, 機關投資者 및 海外投資者 등에게 주식을 매각함으로써 민영화된 41개의 기업을 대상으로 이들의 최초공모주 가격결정을 중심으로 고찰해 보았다. 그리고 이들 민영화기업 주식의 장기적인 주가변동 분석을 통한 투자성과도 조사하였으며, 끝으로 민영화기업의 주식보급이 영국의 주식보유인구를 증대시켰는지도 살펴보았다.

우선 英國民營化企業의 최초공모주는 약 40% 정도 저평가되어 발행됨으로 인해 일반기업의 최초공모주에 비해 현저하게 할인되어 증권시장에 상장되고 있음을 보았다. 영국정부는 이러한 대규모 저평가율을 株式大衆化를 촉진하는 한 방법으로 이용된 것으로 평가하고 있기도 하나, 본고에서는 Rock의 winner's curse 모형의 관점에서 영국민영화기업의 주식가격이 크게 저평가된 것은 정보를 가지고 있지 않은 투자자의 자본적 손실을 최소화하기 위한 것으로 설명을 하였다. 그러나 영국정부는 국가재산을 매각함에 있어 정확한 가격을 산정해 정부수입을 최대한 확보하지 못했다는 비난을 면하기 어려울 것이다.[22]

정부의 민영화정책에 대한 확고한 의지하에 점차적으로 공기업의 주식을 매각하는 것이 바람직하다고 분석한 Perotti and Gunney(1993)의 연구결과[23]와 BT, BP 등

22) *Financial Times*(10 December 1991)는 영국 民營化企業株式의 저가발행 문제점을 지적하고 있다.

23) Perotti and Gunney(1993)는 영국, 프랑스,

의 민영화에서처럼, 규모가 큰 공기업을 민영화할 때는 순차적으로 정부지분을 매각하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 그리고 영국 전기공급회사와 수도공사(Water Authority)의 민영화에서와 같이 사업체를 분할해서 민영화한 사례도 우리나라의 앞으로의 민영화정책수립에 하나의 시사점이 된다고 판단된다. 특히 최근 영국통신(BT)의 2차매각에서는 1차매각에 비해 저평가율이 현저히 감소해 그만큼 주가를 정확히 산정하여 정부수입의 증가를 가져왔다.[24] 그리고 2차매각시에는 매각방법도 1차매각때와는 달리 固定價格公募方法(offer for sale)과 競爭入札方法(tender offer)을 혼합하여 주식을 매각함으로써 발행가격을 시장가격에 가깝게 산정할 수 있었다고 판단된다. 또한 2차매각시 발행가격을 비교적 시장가격에 접근하는 수준에서 결정할 수 있었던 것은, 1984년 12월의 1차매각후 상당한 기간이 경과한 다음이라 시장에서 어느 정도 영국통신(BT)에 대한 평가가 이루어졌기 때문이기도 하다. 이러한 점을 고려할 때 우리나라의 경우도 증시에서 민영화주식 소화능력에 한계가 있는 등 많은 제약이 있으므로 공기업의 민영화시 정부지분을 순차적으로 매각함이 바람직할 것으로 판단된다. 순차적으로 민영화를 실시하더라도, 정부가 보다 더 확실하고 분명하게 민영화정책을 추진해 나가겠다는 정책의지를 나타내고 확실한 계획을 수립하여 계획대로 민영화를 추진하는 등 政策信賴性을 투자자에게 인식시키는 것은 매우 중요하다고 생각된다.

본고에서는 영국 민영화기업의 最初公募株價格이 시장가격에 비해 크게 할인되어 발행되는 현상을 규명하는 데 초점을 두었다. 우리는 민영화기업의 저가발행현상을 Rock의 winner's curse 모형의 관점에서 설명하였는데, Rock의 주장은 다음의 사실을 관찰함으로써 검증되었다. 우선 정보를 갖고 있지 않는 투자자가 직면할 수 있는 winner's curse의 존재 가능성을 請約競爭率과 低評價率의 관계를 고찰함으로써 확인하였다. 영국정부는, 이러한 정보면에서 불리한 투자자들이 민영화기업의 주식청약에서 자본적 손실을 입고 발행시장에서 민영화주식 구입을 외면하는 것을 사전에 예방하는 한 방법으로, 정보가 상대적으로 적은 少額投資者들에게 주식배정을 유리하게 해주고 있다. 이러한 제도적 특성을 감안해, 본고에서는 배정확률을 고려한 가중평균초

스페인, 칠레, 폴란드 등의 나라에서 민영화된 기업의 신규공모주 가격결정에 관한 분석에서 정부가 처음에는 일정지분만을 저렴한 가격으로 매각하고, 일정기간이 경과한 후 나머지 주식을 매각함으로써 정부주식을 제값에 매각할 수 있을 것이라고 주장고 있다. 이때 정부는 정책의 신뢰성을 제고하기 위해 민영화 일정을 확고하게 제시할 필요가 있으며, 정해진 일정에 따라 민영화를 적극적으로 실천해 나가는 것이 요청된다고 주장하고 있다.

24) 1984년 12월 1차매각시에는 저평가율이 83% 수준에 달했으나 1991년 2월의 2차매각시의 저평가율은 14%에 머물러 거의 6배 정도로 저평가율이 감소되었다.

과수익률이 무위험수익률을 보장해 주고 있는지를 조사하여 Rock의 주장을 실증적으로 분석하면서, 왜 영국정부가 민영화기업의 주식을 시장가격에 비해 싸게 투자자에게 매각하는지를 설명하였다.

또한 본 분석에서는 민영화기업의 最初公募株의 超過收益率(割引規模)의 크기는 請約競爭率과 正의 관계를 보였으며, 이는 정보를 가진 투자자가 저평가되어 발행되는 주식에 집중적으로 청약하여 정보가 없는 투자자는 winner's curse에 직면하게 될 것이라는 Rock의 예측과 일치하는 것으로 판단된다. 民營化企業株式의 저평가정도가 실제 정보를 갖지 않는 투자자가 불만을 갖지 않게끔 최소한의 수익률을 보장해 주는지는, 그들이 청약에서 배정받을 수 있는 확률을 고려한 加重平均超過收益率을 계산하여 조사하였다. 본 분석에서는 少額投資者가 얻을 수 있는 가중평균초과수익률이 무위험수익률을 능가하고 있는 것으로 밝혀져, Rock모형의 핵심인 정보를 갖고 있지 않는 투자자에게 無危險收益率을 보장해 주어야 한다는 주장을 만족시키고 있다.

본고의 분석결과 및 여타 기존연구의 결과를 종합해 볼 때 앞으로 우리나라의 민영화정책 수행시 다음과 같은 점을 고려해 민영화기업주식의 발행가격을 결정할 필요가 있다고 여겨진다.

첫째, 주요 공기업의 민영화시 정부지분을 한꺼번에 매각할 것이 아니라 순차적으로 매각하는 것이 바람직한 것으로 판단된다. 이렇게 함으로써 처음 일부 주식이 매각되어 시장에서 일정기간 거래되면 투자자들에 의해 당해공기업에 대한 평가가 이루어지게 되어 다음 번에 나머지 주식을 매각할 때는 신규발행주식의 가격결정기준이 생겨 보다 정확히 발행가격을 산정할 수 있을 것이며, 이는 종국적으로 정부의 재정수입 증대의 효과를 가져와 조세부담을 완화시키게 되어 일반 납세자들의 불만도 줄일 수 있을 것이다. 즉 英國通信의 2차매각에서 보는 바와 같이 發行價格이 다소 높게 책정되어 정부재정수입의 증대도 가져오고, 한편으로 투자자에게도 어느 정도 수익률을 보장해 주고 있어 1차매각시보다는 價格策定이 보다 합리적으로 이루어졌다고 판단된다. 그러나 앞에서 지적했듯이 최대한 당초의 계획대로 민영화를 추진하여 정책의 신뢰성을 유지해 나감이 필요하다.

둘째, 민영화시 정부주식의 매각방법선택이 중요하다는 점이 영국의 민영화기업주식 가격결정분석을 통해 밝혀졌으므로, 우리나라의 경우도 정부주식의 매각시 가능한 한 최대한의 재정수입을 보장하면서 일반납세자에게도, 그리고 일반투자자에게도 일정한 투자수익률을 보장해 줄 수 있는 적정수준에서 가격결정이 이루어짐이 필요하다고 사료된다. 즉 민영화시 미리 발행가격을 고정시켜 주식을 매각하는 방법에만 의존할 것이 아니라, 영국의 2차 BT 매각시 이용했던 방법과 마찬가지로 일부는 고정된 발행가격에 의하고 또 일부는 공개경쟁입찰 방

법으로 매각하는 방법을 고려할 수 있을 것이다. 특히 공개경쟁입찰에 의할 경우 가능하면 많은 사람들이 응모할 수 있도록 정책적 배려를 하는 것도 필요할 것이다.[25]

셋째, 민영화기업의 주식보급을 통한 주식대중화정책을 수행할 때 포항제철과 한전의 민영화시 채택한 국민주 보급방식에 의한 방법보다는, 청약자에게 보다 실질적인 혜택이 돌아갈 수 있도록 최소한의 주식수를 배정할 수 있게 함과 동시에 장기보유를 유도함이 필요하다고 판단된다. 영국과는 달리 증시의 불안정이 문제가 될 수 있으나, 포철과 한전의 경우에서 볼 수 있는 바와 같이 장기보유를 할 경우 투자자들에겐 큰 이익이 되고 있으므로, 증시안정이나 발전을 위해서라도 공기업민영화주식을 구입하는 투자자들이 민영화주식을 장기적으로 보유할 수 있도록 하는 방안을 최대한 마련할 필요가 있다.

본고의 분석에서 담고 있는 몇가지 문제점으로는 초과수익률 계산시 투자자들이 청약시 부담하게 되는 기회비용을 고려하지 않고 있다는 점이다. 영국의 발행시장제도에서는 청약자가 원하는 주식수에 해당하는 금액을 청약시 모두 미리 납입해야 하므로 청약후 배정받을 때까지의 기간동안에[26] 많은 액수의 투자자금을 활용하지 못하게 되어 기회비용을 많이 부담하게 된다. 두번째로는, 민영화기업의 최초공모주의 투자성과 측정시 비슷한 기업규모 내지 유사업종의 기업주식으로 구성된 포트폴리오成果와 비교하는 등 다른 지수를 활용해 비교하지 못한 점이다. 또한 민영화로 경영효율성이 증대됨으로써 기업의 성과가 좋아져 주가가 상승한 기업내부의 고유한 특성은 본 분석에서 다루지 못했다는 점을 지적할 수 있다. 끝으로, 주식대중화정책은 기업의 소유구조와 연계시켜 분석할 필요가 있을 것이다. 이러한 문제점들은 앞으로의 연구에서 보완되어야 할 것이며, 특히 공기업민영화시 바람직한 기업소유구조에 대한 검토와 아울러 민영화방법에 대한 논의가 필요할 것이며, 나아가서는 주식대중화정책에 대한 검토도 다시 이루어질 수 있을 것이다.[27]

---

25) 정부는 민영화기업주식 공급시 충분한 홍보와 함께 소액투자자들의 자금부담을 들어주기 위해 분납제도를 활용하는 것도 필요할 것이다.

26) 청약후 배정을 받고 증권시장에서 거래하는데까지는 보통 약 10일 정도가 소요되는데 민영화의 경우는 다소 더 걸린다. 이는 약 1개월 반이 소요되는 우리나라에 비해서는 짧은 기간이다.

27) 공기업의 민영화시 정부지분 주식의 매각방법을 논의할 때 우리는 먼저 기업소유구조와 기업가치의 관계에 대한 연구결과를 보다 면밀히 검토해 볼 필요가 있을 것으로 사료된다. 이러한 논의에 대한 분석이 이루어지면 현재 정부가 직면하는 민영화대상기업의 주식 매각방법상의 혼란을 막을 수 있는 대안이 마련될 수 있을 것으로 판단된다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

姜孝錫,「企業公開時 公募株 價格決定에 관한 硏究」, 『財務硏究』, 1990, pp. 157~176.

經濟企劃院, 『공기업 민영화 및 기능조정방안』, 1993. 12. 29.

———, 『민영화 및 기능조정추진 계획』, 1994. 2.

宋大熙・宋明姬,「國民株方式 公企業民營化의 經濟效果分析」, 『韓國開發硏究』, 14(2), 1992 여름, pp. 3~27.

Aggarwal, R. and P. Rivoli, "Fads in the Initial Public Offerings Market?" *Financial Management*, 19(4), 1990, pp. 45~57.

Aggarwal, R., R. Leal, and L. Hernandez, "The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America," *Financial Management*, 22(1), 1993, pp. 42~53.

Allen, F. and G.R. Faulhaber, "Signalling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics*, 23, 1989, pp. 303~323.

Baron, D.P., "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues," *Journal of Finance*, 37(4), 1982, pp. 955~976.

Bauer, M., "The Politics of State-Directed Privatisation: The Case of France, 1986~88," *Western European Politics*, 11(4), 1988, pp. 49~60.

Beatty, R.P., "Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings," *Accounting Review*, 64(4), 1989, pp. 693~709.

Beatty, R.P. and J.R. Ritter, "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, pp. 213~232.

Brown, S.J. and J.B. Warner, "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, 8, 1980, pp. 205~258.

Buckland, R., P.J. Herbert, and K.A. Yeomans, "Price Discount on New Issues in the UK and Their Relationship to Investor Subscription in the Period 1965~75," *Journal of Business Finance and Accounting*, 8(1), 1981, pp. 79~94.

Carter, R. and S. Manaster, "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation," *Journal of Finance*, 45 (4), 1990, pp. 1045~1067.

Confederation of British Industry, *A Nation of Shareholders: Report of the CBI Wider Share Ownership Task Force*, 1990.

Copeland, T.E and J.F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy* (2nd ed.), Addison-Wesley Publishing Co., 1983.

Davis, E.W. and K.A. Yeomans, *Company Finance and the Capital Market: A Study of the Effects of Firm Size*, Cambridge University Press, 1974.

Downes, D. and R. Heinkel, "Signalling and the Valuation of Unseasoned New Issues," *Journal of Finance*, 37 (1), 1982, pp. 1~10.

Franks, J.R. and R.S. Harris, "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeover," *Journal of Financial Economics*, 21, 1989, pp. 225~249.

Grinblatt, M. and C.Y. Hwang, "Signalling and the Pricing of New Issues," *Journal of Finance*, 44(2), 1989, pp. 393~419.

Grout, P., "The Wider Share Ownership Programme," *Fiscal Studies*, 8 (3), 1989, pp. 59~74.

Grout, P., "Employee Share Ownership and Privatisations: Some Theoretical Issues," *Economic Journal*, 98 (conference 1988), 1988, pp. 94~101.

HM Treasury, "Share Ownership in Great Britain," *Economic Briefing*, No.3, 1991, pp.14~15.

Husson, B. and B. Jacquillat, "French New Issues, Underpricing and Alternative Methods of Distribution," in Guimaraes, R.M.C. et al.(eds.), *A Reappraisal of the Efficiency of Financial Markets*, Berlin: Springer-Verlag, 1989, pp. 349~368.

Ibbotson, R.G., "Price Perfomance of Common Stock New Issues," *Journal of Financial Economics*, 2, 1975, pp. 235~272.

Ibbotson, R.G., J.L. Sindelar, and J.R. Ritter, "Initial Public Offerings," *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, 1988, pp. 37~45.

International Stock Exchange(ISE) (London), "Private Investors and Services," *Quality of Markets Quarterly*, Spring 1988, pp. 21~29.

———, "The Current State of Share Ownership," *Quality of Markets Review*, Summer 1991, pp. 19~23.

Jenkinson, T. and C. Mayer, "The Privatisation Process in France and

The U.K.," *European Economic Review*, 32, 1988, pp. 482~490.

Koh, F. and T. Walter, "A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues," *Journal of Financial Economics*, 23, 1989, pp. 251~272.

Lee, Ki-Hwan, "An Empirical Analysis of Pricing and Structure of New Issues in Korea and The U.K.," Unpublished Ph.D. Dissertation, Manchester Business School, University of Manchester, 1993.

Leland, H.E. and D.H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 32(2), 1977, pp. 371~387.

Levis, M., "The Winner's Curse, Interest Costs and Underpricing of Initial Public Offerings," *Economic Journal*, 100, 1990, pp. 76~89.

McGuinness, P., "The Post-listing Return Performance of Unseasoned Issues of Common Stock in Hong Kong," *Journal of Business Finance & Accounting*, 20(2), 1993, pp. 167~194.

Menyah, K., K.N. Paudyal, and C.G. Inyangete, "The Pricing of Initial Offerings of Privatised Companies on the London Stock Exchange," *Accounting and Business Research*, 21, 1990, pp. 50~56.

Merrett, A.J., M. Howe, and G.D. Newbould, *Equity Issues and the London Capital Market*, Longmans, 1967.

Muscarella, C.J. and M.R. Vetsuypens, "A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing," *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, pp. 125~135.

National Audit Office, *The Sale of the Twelve Regional Electricity Companies*, London: HMSO, 1992.

Perotti, E.C. and S.E. Gunney, "The Structure of Privatisation Plans," *Financial Management*, 22(1), 1993, pp. 84~98.

Price Waterhouse, *Privatisation—The Facts*, 1990, 1991.

Ritter, J.R., "The Costs of Going Public," *Journal of Financial Economics*, 19, 1987, pp. 269~281.

Ritter, J.R., "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, 46(1), 1991, pp. 3~27.

Rock, K., "Why New Issues Are Underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, pp. 187~212.

Ruud, J., "Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle,"

Journal of Financial Economics, 34, 1993, pp. 135~151.

Smith, C.W., "Investment Banking and the Capital Acquisition Process," *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, pp. 3~29.

Tinic, S.M., "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stocks," *Journal of Finance*, 43(4), 1988, pp. 789~822.

Veljanovski, C., *Selling the State: Pri vatisation in Britain*, London: Weidenfeld and Nicolson, 1987.

Vickers, J. and G. Yarrow, *Privatization: An Economic Analysis*, Cambridge: MIT Press, 1988.

Welch, I., "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, 44(2), 1989, pp. 421~444.

Woodward, N., "From Nationalisation To Privatization—The U.K. Experience," in T. Hafsi(ed.), *Strategy in State-Owned Enterprises*, New York: JAI Press, 1989, pp. 75~94.

〈附表〉 英國 民營化企業의 公募株 發行方法, 發行價格, 發行費用

(단위 : 百萬파운드)

민영화 기업	민영화 일 시	발행방법	매각규모	매각비용	발행가격 (펜스)
British Petroleum	1977. 6	OS	564	7	845(300)
British Aerospace	1981. 2	OS	150	6	150
Cable & Wireless	1981. 10	OS	224	7	168
Amersham Int'l	1982. 2	OS	71	3	142
Britoil	1982. 11	OST	549	13	215(100)
Asso Brit Port	1983. 2	OS	22	3	112
Enterprise Oil	1984. 6	OST	392	11	185(100)
Jaguar	1984. 8	OS	294	5.5	165
British Telecom	1984. 9	OS	3,916	152	130(50)
TSB	1986. 10	OS	1,500	na	100(50)
British Gas	1986. 12	OS	5,434	175	135(50)
British Airways	1987. 2	OS	900	30	125(65)
Rolls Royce	1987. 5	OS	1,080	29	170(85)
BAA	1987. 7	OS /OST	1,281	41	245(100)
British Steel	1988. 12	OS	2,500	na	125(60)
Anglican Water	1989. 12	OS	707	7	240(100)
Northum Water	1989. 12	OS	157	5	240(100)
North West Water	1989. 12	OS	854	8.5	240(100)
Severn Water	1989. 12	OS	849	8.5	240(100)
Southern Water	1989. 12	OS	393	3.5	240(100)
South West Water	1989. 12	OS	293	3.5	240(100)
Thames Water	1989. 12	OS	922	11	240(100)
Welsh Water	1989. 12	OS	346	5	240(100)
Wessex Water	1989. 12	OS	246	4	240(100)
Yorkshire Water	1989. 12	OS	471	6	240(100)
Eastern Electric	1990. 12	OS	648	7	240(100)
East Mid Electric	1990. 12	OS	523	5.5	240(100)
London Electric	1990. 12	OS	523	5.5	240(100)
Manweb	1990. 12	OS	285	4.5	240(100)
Midlands Electric	1990. 12	OS	503	6	240(100)
Nothern Electric	1990. 12	OS	295	4.5	240(100)
Norweb	1990. 12	OS	415	6.5	240(100)
Seeboard	1990. 12	OS	306	5	240(100)
Southern Electric	1990. 12	OS	648	7	240(100)
South Wales Electric	1990. 12	OS	244	6	240(100)
South Western Electric	1990. 12	OS	295	4	240(100)

민영화 기업	민영화 일 시	발행방법	매각규모	매각비용	발행가격 (펜스)
Yorkshire Electric	1990. 12	OS	498	6	240(100)
National Power	1991. 3	OS	1,338	.	175(100)
Power-Gen	1991. 3	OS	820	.	175(100)
Scot Hydro Elec	1991. 6	OS	920	.	240(100)
Scot Hydro Power	1991. 6	OS	1,955	.	240(100)

註 : 1) OS는 offer for sale을 의미하고 OST는 offer sale by tender를 나타냄.
2) 발행가격란의 ( ) 안의 수치는 분납에 의한 공모시 최초 분납시의 납입가격을 나타냄.

資料 : Price Waterhouse, *Privatisation: The Facts,* 1990, 1991 및 사업설명서.