

## 상장공모(IPO) 시장에서 기존 주주의 투자자금 회수전략: 만도의 구주매출 사례

강 상 구\*  
강 형 철\*\*

IPO에서 기존 주주의 구주매출은 시장에 부정적 신호를 보내기 때문에 공모가에 부정적 영향을 미칠 수 있는 반면, 출구전략으로 IPO를 활용할 경우 기존 주주는 공모가를 높게 형성할 동기가 있다. 실증분석 결과, 한국 주식시장에서는 기존 대주주의 내부지분율이 높을수록, 재무적 투자자가 존재하지 않을수록 내부자의 구주매출비중이 높았다. 즉, 기존 대주주는 기업 지배권을 상실하지 않는 수준에서 여유지분이 충분할수록 구주매출을 선호한다. 하지만 재무적 투자자가 존재하는 경우 부정적 신호를 방지하여 재무적 투자자들이 투자자금 회수를 극대화할 수 있도록 기존 대주주는 직접 구주매출에 참여하기를 꺼리게 된다.

본 연구에서는 만도의 상장사례를 통해 지금까지 한국주식시장에서 잘 다루어지지 않았던 구주매출을 이용한 기존 대주주의 투자자금 회수전략에 대해서 분석한다. 2010년 만도의 재무적 투자자(FI)들 및 관계회사인 KCC는 구주매출을 통해서 약 62%의 투자수익률을 내었으며, 재무적 투자자들은 보호예수기간 이후 144%의 추가적인 투자수익률을 기록하였다. 동시에 상장 이전 약 1/3의 지분을 가지고 있던 재무적 투자자의 지분이 일반투자자들에게 분산되면서 한라그룹은 보다 안정적인 경영권을 확보하게 되었으며, 추가적인 투자를 위한 자금 또한 조달할 수 있었다. 이는 IPO를 통해 최대주주 자신의 부뿐만 아니라 재무적 투자자의 부, 더 나아가 기업가치에도 도움이 되는 방향으로 최적화된 전략을 구사한 것으로 볼 수 있다.

주제어: 상장공모, 구주매출, 재무적 투자자, 만도

### 1. 서론: 상장공모 시장에서 구주매출의 의의

상장공모(Initial Public Offering: 이하 IPO) 시장에서 구주매출은 대주주 등 기존 주주가 이미 보유하고 있는 주식 중 일부를 일반인들에게 공개적으로 매각하는 것을 말한다. IPO 기업이 새로 주식을 발행하여 일반인들에게 매출하는 신주발행과 달리, 구주매출은 양도인에게는 투자자금 회수를, 양

수인에게는 IPO 기업에 대한 주식투자를 의미한다. 따라서 구주매출은 IPO 기업의 지분을 보유한 기존 대주주 또는 재무적 투자자(FI)들의 '출구전략(Exit Strategy)'으로 활용된다.

신주발행 방식은 기업이 새롭게 발행한 주식을 증시에 상장하고 반대급부로 공모자금을 받기 때문에 자금이 고스란히 회사로 들어오지만, 구주매출 방식은 기존 주주의 보유주식 중 일부를 증시에 상장하는 것이므로 IPO 과정에서 유입된 자금은 회사가 아닌 기존 주주에게 돌아간다. 이러한 이유로 IPO

논문접수일: 2012. 08. 14. 1차 수정본 접수일: 2012. 10. 04. 게재확정일: 2012. 10. 16.

\* 삼성경제연구소 산업전략2실 수석연구원(sangkoo409.kang@samsung.com), 제1저자. 본 연구는 연구자 개인의 의견으로 삼성경제연구소의 견해를 대표하지 않습니다.

\*\* 서울시립대학교 경영대학 경영학부 교수(hckang@uos.ac.kr), 교신저자

가 기업의 투자자금을 조달하기 위한 목적으로 활용되는지, 기존 주주의 투자자금을 회수(출구전략)하기 위한 목적으로 활용되는지는 재무학계에서 오랜 논쟁의 대상이었다.

만일 IPO의 목적이 투자자금 조달이라면 구주매출보다 신주발행 방식이 많은 비중을 차지하고 IPO 이후 실제로 투자가 증가해야 한다. 반면 투자자금 회수가 IPO의 주요 목적이라면 구주매출 방식이 주류를 이루고 IPO 이후 지배주주의 잦은 변경이 관찰되어야 한다. 하지만 기존 실증결과에 따르면 특정한 패턴이 발견되지 않아 두 가지 목적이 혼재되어 있다는 것이 현재 학계의 중론이다.<sup>1)</sup> 즉 IPO 기업의 기존 최대주주는 구주매출과 신주발행을 적절히 결합하여 자신의 투자자금을 회수하는 동시에 기업의 투자자금도 충분히 조달한다는 것이다.

우리나라 IPO 시장에서 2002년까지는 구주매출 IPO가 사실상 불가능했다. 그 이유는 신주발행을 통한 자금조달이 IPO의 취지에 부합하다는 금융 당국의 판단과 대주주의 상장차익 획득에 대한 부정적 정서로 인해 금융당국이 구주매출을 허용하지 않았기 때문이다. 따라서 기존 주주가 투자자금을 회수하기 위한 유일한 방법은 보호예수기간(Lockup)이 지난 후 지분을 처분하는 것이었다. 하지만 이 규제는 IPO 활성화라는 명분에 따라 코스피(KOSPI) 시장의 경우 2003년, 코스닥(KOSDAQ) 시장의 경우 2007년에 풀리게 되었고, 그 이후 최근까지 많은 구주매출 사례가 나타나게 된다. 이것이 우리나라 IPO 시장에서 구주매출을 분석한 연구가 희박한 이유이다.<sup>2)</sup>

본 연구에서는 IPO 시장에서 기존 대주주가 구주매출에 참여한 대표적인 사례를 분석한다. 사례분석에서 주안점을 두는 것은 기존 대주주들의 이익을 극대화하기 위하여 상장시 최대주주의 구주매출 비중을 어떻게 선택할 것인가의 문제이며 이에 영향을 미칠 것으로 기대하는 IPO 이전 기업의 소유구조, 발행가 수준, 기업의 특성변수를 분석하는 것이다. 이를 통해 IPO 과정에서 기존 대주주의 부의 극대화를 위한 전략을 구체화하고 이 전략이 IPO 기업의 가치극대화와 부합하는지를 확인할 수 있다.

본 논문은 총 4장으로 이루어져 있다. II장에서는 IPO의 혜택과 비용에 대한 이론적 논의를 거쳐 기존 대주주가 구주매출을 선호하게 되는 논리를 제시한다. III장에서는 기존 대주주가 구주매출에 참여한 만도의 IPO 사례를 분석한다. IV장에서는 사례분석에서 확인된 구주매출의 경제적 의미와 시사점을 제시하면서 논문을 마무리한다.

## II. IPO의 혜택과 비용, 그리고 구주매출 선택

IPO는 기업의 성장단계에서 가장 중요한 의사결정 중 하나이기 때문에 비상장기업의 기존 소유주는 IPO를 단행하기에 앞서 복잡, 다양한 요인들을 고려하게 된다. 이러한 요인들은 IPO를 수행하는 시점 선택에 영향을 미칠 뿐만 아니라 신주발행과 구주매출 사이의 선택에도 영향을 미칠 수 있다. 따라

1) Zingales(1995)와 Mello and Parsons(1998)는 IPO가 궁극적으로 기업을 매각하기를 원하는 기존 대주주에 의해 행해진 부의 극대화 의사결정의 결과라고 주장하고, Ang and Brau(2003)는 기존 대주주가 IPO 당시 부의 극대화를 위해 기회적으로 보유주식을 처분한다는 것을 입증한다. 또한 Black and Gilson(1998)은 IPO가 벤처캐피탈에게 출구전략의 기회를 제공한다고 주장한다. 이에 반해 Pagano and Roell(1998)과 Pagano et al.(1998)은 필요한 외부자금 조달규모가 클수록 IPO의 유인이 증가한다는 관점을 제시한다.

2) 국내에서 IPO 시장의 구주매출을 사례로 분석한 학술연구는 발견할 수 없었다. 다만 IPO와 관련한 사례연구로서 셀트리온의 코스닥 시장 우회상장을 분석한 김인호와 송교직(2010), 2009년 코스닥에 상장한 아이센스의 성공요인을 분석한 이병현과 강원진(2009)의 연구가 있다.

서 IPO에 영향을 미치는 요인을 비용요인과 혜택요인으로 나누고 각 요인이 구주매출 선택에 미치는 영향을 살펴본다.

## 2.1 IPO의 비용요인

### 2.1.1 역선택

IPO 기업의 내부자와 외부투자자 사이의 정보비대칭 때문에 발생하는 역선택 문제는 IPO 저가발행의 원인이 된다(Leland and Pyle, 1977; Rock, 1986). Chemmanur and Fulghieri(1999)는 이러한 역선택 문제가 규모가 작고, 설립 후 연수가 짧은 기업의 경우 심하게 발생한다고 주장한다. 따라서 역사가 짧은 소기업의 경우 역선택 문제로 인한 저가발행이 심화되며 이는 투자자금 회수를 원하는 기존 대주주로 하여금 구주매출을 꺼리게 만드는 요인이 될 수 있다. 또한 기존 대주주가 저가발행이 심화된다는 사실을 인지하면서도 구주매출에 참여한다면 시장에 부정적 신호를 보내 저가발행을 더욱 심화시킬 수 있는 문제가 있다.

역선택 문제는 IPO 기업의 소유구조와도 관련될 수 있다. 내부자의 지분율이 높은 기업, 즉 소유가 집중된 기업은 정보비대칭이 클 것이기 때문에 위와 동일한 이유로 구주매출을 꺼릴 수 있다. 하지만 기존 대주주가 기업에 대한 지배권을 상실하지 않는 여유 지분 한도 내에서만 투자자금 회수를 원한다면 내부 지분율이 높은 기업이 구주매출을 선호할 수도 있다.

## 2.2 IPO의 혜택요인

### 2.2.1 재무적 제약의 극복

비상장기업과 비교하여 상장기업이 누리는 가시적이고 가장 직접적인 효익은 투자에 소요되는 자금

을 주식시장을 이용하여 조달할 수 있다는 것이다(Pagano et al., 1998). 만일 기업의 성장성이 높아 이러한 효익을 누리기 위해 상장을 수행한다면 기업에 실제 자금유입이 발생하는 신주발행을 선호할 것이다. 한편 부채비율이 높거나 이자보상비율이 높아 재무적 제약에 처한 기업은 신주발행을 통한 IPO를 선호하게 될 것이다.

### 2.2.2 주식시장 감시기능

Pagano and Roell(1996)은 비상장기업의 주주가 1인을 초과하는 경우 감시비용이 지나치게 커진다고 주장한다. 이러한 문제는 특히 비상장기업에 재무적 투자자가 존재하는 경우 심화될 수 있고 또한 상장 이후 외부 대주주의 출현을 방지하기 위해 신주발행을 선호할 것이다. 재무적 투자자의 구주매출 참여를 통해 투자자금을 회수하도록 유도하기 위해서는 저가발행이 최소화되어야 하므로 기존 대주주는 부정적 신호를 방지하기 위해 구주매출 참여를 꺼릴 것이다.

### 2.2.3 기회의 창(Window of Opportunity)

시장이 활황이거나 동종 산업에 속한 기업들이 고평가되어 있다면 상장할 유인이 커지게 된다(Ritter, 1991; Pagano et al., 1998). 만일 기존 대주주가 자신의 부의 극대화를 추구한다면 구주매출 참여를 통해 높은 공모가로 투자자금을 회수하고자 할 것이다. 반면 성장성이 높아 기업의 투자재원 마련이 절실하다면 신주발행을 통해 공모자금을 극대화하고자 할 것이다.

### 2.2.4 잠재적 투자자의 확대

Merton(1987)은 불완전 정보를 가진 CAPM 모

형에서 투자자의 수가 증가할수록 주가가 더 높다는 것을 보여준다. 따라서 IPO 기업은 상장 이후 최대한 소유가 분산되기를 바랄 수 있지만 구주매출과 신주발행 중 어떤 방식이 소유의 분산을 더 크게 일으키는지는 명확하지 않다. 다만 신주발행이 구주매출에 비해 기존 대주주의 지분 희석효과가 보다 크게 나타날 수 있다는 점에서 신주발행을 선호할 수는 있다.

### 2.2.5 기업 지배권의 이전

Zingales(1995)는 상장의사결정이 소유주가 궁극적으로 기업을 매각하기 위해 행해지는 기업가치 극대화 결정의 결과라고 주장한다. 이 주장이 타당하기 위해서는 상장 이후 기업 지배권이 이전될 가능성이 증가해야 하고 지배권 이전을 위해 보다 확실한 방법인 구주매출을 더 선호할 것이다. 하지만 기존 대주주가 굳이 구주매출에 참여하지 않고 추후 주가가 충분히 상승했다고 판단되는 시점에 지배권을 이전하고자 한다면 신주발행이 선호될 수 있어 관계가 명확하지는 않다.

지금까지 IPO의 비용과 혜택요인들이 저가발행 정도와 기존 대주주의 구주매출 선호에 미치는 영향을 살펴보았다. 이상의 내용에 따라 기업특성 변수와 저가발행 또는 기존 대주주의 구주매출 비중와의 관계를 정리하면 다음의 <표 1>과 같다. 첫째, 규모

가 작고 업력이 짧은 기업은 정보비대칭에 따른 역선택 문제로 인해 저가발행이 심화되며 이는 기존 대주주에게 구주매출을 기피하게 만드는 요인이다. 둘째, 내부지분율이 높은 기업은 정보비대칭이 크기 때문에 저가발행이 심화되고 이는 기존 대주주에게 구주매출을 꺼리게 만드는 요인이다. 하지만 내부지분율이 높은 기업은 기존 대주주가 일정 지분(여유지분)을 매각하더라도 지배권을 유지할 수 있기 때문에 구주매출을 선호할 수도 있다. 셋째, 부채비율이 높아 재무적 제약에 처한 기업은 구주매출보다는 기업에 직접적인 자금조달 효과가 있는 신주발행을 선호한다. 넷째, 재무적 투자자(FI)가 존재하여 이들의 투자자금 회수를 유도하기 위해서는 저가발행이 최소화되어야 하고 기존 대주주는 부정적 신호를 방지하기 위해 구주매출을 꺼리게 된다. 다섯째, 시장이 활황일 때 시장상황을 반영하여 저가발행 정도가 축소되고, 기존 대주주는 높은 공모가로 투자자금을 회수할 수 있으므로 구주매출을 선호한다.

### 2.3 상장 절차의 이해 및 모집/매출에 따른 영향

#### 2.3.1 상장절차의 이해

주식의 상장공모(IPO)는 다음과 같은 절차를 통하여 이루어진다. 첫째, 신규상장요건을 갖춘 비상장기업이 거래소에 상장예비심사를 청구하고 거래소

<표 1> 기업특성 변수가 저가발행 및 기존 대주주의 구주매출 비중에 미치는 영향

기업특성 변수	저가발행 정도	기존 대주주의 구주매출 비중
기업규모, 설립연수	정보비대칭(-)	투자자금 회수(+)
기존 내부지분율	정보비대칭(+)	투자자금 회수(-) 여유지분(+)
부채비율	Not Applicable	재무적 제약(-)
FI 존재	FI의 exit 유도(-)	부정적 신호 방지(-)
시장수익률	시장상황 반영(-)	투자자금 회수(+) 투자목적(-)

는 상장위원회의 심의를 거쳐 상장적격성 여부를 신청기업과 금융위원회(이하 금융위)에 통지한다. 둘째, 상장적격 통지를 받은 신청기업은 모집, 매출의 내용과 기업에 관한 사항을 기재한 증권신고서를 금융위에 제출한다. 셋째, 증권신고서가 수리된 후 그 효력이 발생되기 전에 예비사업설명서를 작성하여 유가증권의 청약권유에 사용할 수 있다. 넷째, 증권신고서의 효력이 발생하면 최종적인 사업설명서를 투자자에게 제공하여 유가증권의 청약권유에 사용한다. 즉, 예비사업설명서는 증권신고서의 효력 발생 이전에 청약권유를 위해 사용되고, 사업설명서는 효력 발생 이후에 사용되는 투자권유문서이다. 넷째, 수요예측 및 공모가격이 결정되고 청약, 배정 및 납입이 완료되면 상장공모 절차가 마무리된다.

현행 한국금융투자협회 “증권 인수업무 등에 관한 규정”에 의하면 ‘기업공개를 위한 주식의 공모가격은 기관투자자를 대상으로 수요예측을 실시하고 그 결과를 감안하여 인수회사와 발행회사가 협의하여 정한다’고 명시되어 공모가격 산정에 있어서 특정한 방법을 권고하고 있지는 않다. 주식의 공모가격을 산정하는데 있어서 일견 무조건 가격이 높을수록 좋다고 생각할 수 있다. 그러나 선행연구들에 따르면 공모가격은 상장회사 주식의 공정가격보다 저평가되어 발행되는 것이 전 세계적으로 일반적인 현상이다 (Loughran et al., 1994).

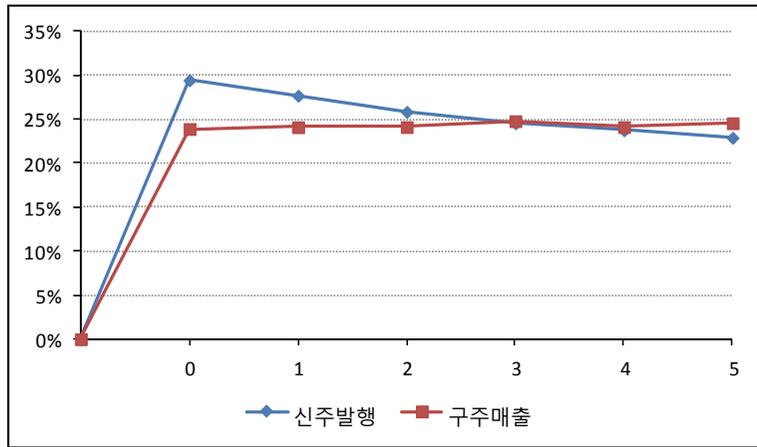
### 2.3.2 상장방법과 공모가격 저평가

상장공모 방식 중 신주발행과 구주매출을 비교할 때 특히 신주발행의 경우 저평가현상이 더 크게 나타난다면, 이는 구주매출의 경우 주로 ‘출구전략’으로 사용되기 때문에 주식의 매각 당사자가 공모가격의 저평가를 받아들일 유인이 적기 때문으로 이해할 수 있다. 반면 실제 자금조달수요에 따라 신주를 발행하는 경우 설령 공모가격이 저평가되더라도

이를 받아들여지게 되는 상황도 발생한다(Rock 1986, Welch, 1989, Aggarwal et al., 2002).

이러한 현상은 한국 주식시장에서도 예외는 아니다. <그림 1>은 구주매출 허용 이후 한국거래소(KRX) 시장에 상장공모를 한 기업들의 상장일로부터 5거래일 이후까지의 평균 누적수익률을 나타내고 있다. 여기서 ‘신주발행’은 구주매출 없이 신주만을 발행하여 상장공모한 표본이며 ‘구주매출’은 상장공모 주식에 구주매출이 포함되어 있는 표본이다. 분석에 사용된 표본 수는 신주발행의 경우 242개, 구주매출의 경우 47개이다. 구주매출 허용 이후 KRX에 신규상장한 표본을 신주발행과 구주매출이 포함된 표본으로 분리한 후 각각에 대해 평균 누적수익률의 추이를 나타낸다. 공모가격(Offer Price,  $O_t$ )은 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서, 주가자료( $P_t$ )는 Fn DataGuide에서 추출되었으며 누적수익률은 상장 당일 수익률의 경우  $(P_t - O_{t-1})/O_{t-1}$ , 이후 일별수익률을  $(P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$  식으로 계산한 후 누적시키는 방식으로 계산하였다. <그림 1>에서 상장 이후 수익률이 높다는 것은 공모가격이 낮게 형성되었다는, 즉 저가발행의 의미를 갖는다.

<그림 1>은 상장 이후 2거래일까지 일관되게 신주발행이 구주매출에 비해 높은 수익률을 나타내고 있다. 또한 상장일의 주식수익률은 평균 29.45%, 구주매출의 경우 23.91%이다. 이는 신주발행의 저가발행 정도가 구주매출에 비해 더 크다는 것을 의미한다. 즉 <표 1>에서 제시한 바와 같이 정보비대칭으로 인해 일반적인 저가발행이 나타나지만 기존 대주주가 투자자금 회수의 극대화를 위해 구주매출에 참여하는 경우 가능한 공모가를 높게 설정한다는 것을 시사한다. 한편 구주매출의 저가발행 수준이 신주발행에 비해 크지 않다는 것은 기존 대주주의 구주매출 참여가 시장에 미치는 부정적 효과는 나타나지 않는 결과로 이해할 수 있다. 상장 이후 3거래일부터 구주매출과 신주발행의 평균 누적수익률이 반



〈그림 1〉 신주발행과 구주매출주식의 상장 직후 6거래일간의 평균 누적수익률<sup>3)</sup>

전되는 것은 시장이 기존 대주주의 구주매출 참여를 부정적인 신호로 받아들이지 않는다는 것을 다시 한번 입증하는 결과이다.

#### 2.4 기업의 특성변수와 구주매출과의 관계

IPO의 비용과 혜택 등을 고려할 때 기업이 구주매출을 결정하는 것은 여러 측면에서 영향을 받을 수 있다. 여기서는 〈표 1〉에서 제시된 기업특성 변수들을 이용하여 내부자의 구주매출 의사결정이 어떻게 영향을 받는지, 예상되는 부호와 일치하는지에 대해 살펴보려고 한다. 〈표 2〉는 구주매출 허용 이후 신규상장한 총 289개 기업 중 구주매출을 수행한 47개 기업만을 대상으로 구주매출 비중(Panel 1) 및 기업의 특성변수와 내부자 구주매출의 관계(Panel 2)를 제시하고 있다.

〈표 2〉의 Panel 1을 보면 구주매출이 있었던 47개 기업의 평균 구주매출비중은 51.90%로 나타난다. 47개 기업 중 5개는 100% 구주매출을 수행했으며 42개는 신주발행과 구주매출을 병행하였다.

신주발행과 구주매출을 병행한 기업의 구주매출은 평균 46.03%이다. 〈표 2〉의 Panel 2에서는 기업의 상장 직전 총자산규모(Size), 설립연수(Age), 내부자 지분, 부채비율(D/E), 시장수익률(시장상황)의 경우 각각의 중간값을 초과하는 그룹(B), 이하인 그룹(A)으로 표본을 구분하여 각 특성변수가 내부자의 구주매출비중에 영향을 주는지 여부에 대한 단변량 분석을 실시하였다. 또한 재무적 투자자(FI)의 경우 존재 유무(존재하면 (B), 아니면 (A)로 구분)가 구주매출비중에 영향을 주는지도 살펴보았다. 여기서 시장수익률은 소속된 시장에 따라 표본 기업들의 IPO 이전 20 거래일의 KOSPI 또는 KOSDAQ 지수수익률로 계산된다. 구주매출 비중은 발행실적보고서 공시자료, 내부자 지분은 증권신고서, Age는 TS2000 D/B, 그 외 재무 변수들은 Fn DataGuide에서 추출하였다.

Size, Age, D/E, 시장상황은 모두 두 그룹 간 차이가 통계적으로 유의하지 않게 나타난다. 첫째, Size와 Age가 유의하지 않다는 것은 정보비대칭에 따른 역선택 문제가 내부자에게 구주매출을 기피하

3) 〈그림 1〉의 공모가격은 DART(금융감독원 전자공시시스템)에서 수집한 증권신고서상에서, 주가는 Fn DataGuide에서 추출한 것으로 이를 이용하여 그래프로 재구성한 것이다.

〈표 2〉 기업의 특성변수에 따른 내부자의 구주매출비중

분석대상 변수인 구주매출 비중은 기업의 신주발행 및 구주매출 등 공모를 통해 일반투자자들에게 배정되는 주식 중 내부자의 구주매출비중을 의미한다. Size, Age, 내부자 지분, 부채비율, 시장상황은 구주매출을 통해 상장된 전체 표본기업의 특성변수의 중위수를 기준으로 중위수 이하인 경우 (A), 초과인 경우 (B)로 구분하였다. FI 존재유무의 경우 존재하면 (B), 없으면 (A)로 구분하였다. Size는 상장 직전연도 기준 총자산규모(단위:10억)에 로그를 취한 값이며, Age는 기업의 설립연수를 연도로 계산하였다. 내부자지분은 기업의 최대주주 및 친인척, 계열사 지분을 의미하며 증권신고서 상에 명시된 지분율을 바탕으로 측정하였다. D/E는 상장 직전연도의 부채비율(D/E)이다. 시장상황은 상장 직전 20거래일 동안 해당 기업이 상장된 시장의 수익률이다.

Panel 1. 구주매출비중과 관련된 기초통계량

	전체표본	100% 구주매출을 통해 상장한 기업	구주매출과 신주발행을 병행한 기업
구주매출비중 (기업 수)	51.90% (47)	100% (5)	46.03% (42)

Panel 2. 기업의 특성변수에 따른 내부자의 구주매출비중

기업 특성변수	특성변수가 중위수 이하인 그룹 (A)			특성변수가 중위수 초과인 그룹 (B)			차이검정 (B) - (A)	
	N	Mean	t-value	N	Mean	t-value	Diff.	t-value
Size	23	0.74	7.90	24	0.67	6.78	-0.07	-0.53
Age	25	0.64	6.53	22	0.77	8.45	0.13	0.98
내부자 지분	24	0.42	4.05	23	1.00	.	0.58	5.67
부채비율(D/E)	24	0.79	9.35	23	0.61	5.85	-0.18	-1.37
시장상황	24	0.75	8.31	23	0.65	6.42	-0.10	-0.72
FI존재유무	31	0.81	11.18	16	0.50	3.87	-0.31	-2.25

게 만드는 요인이 아님을 의미한다. 둘째, D/E가 유의하지 않다는 것은 부채비율이 높아 재무적 제약에 처해 있더라도 이를 해소하기 위해 신주발행만을 선호하지는 않는다는 것을 나타낸다. 마지막으로 시장상황이 유의하지 않은 것은 시장상황이 양호한 상황이라도 기존 대주주의 투자자금 회수라는 목적과 기업의 투자목적이 혼재되어 나타난 결과로 이해할 수 있다.

내부자지분율을 기준으로 내부자의 구주매출 비중을 계산한 결과 내부자 지분이 높은 그룹에서 보다 구주매출을 많이 하는 것으로 나타나며 그 차이 역시 통계적으로 유의하다. Aggarwal et al.(2002)에 따르면 내부자의 지분이 높을수록 공모가격의 저

평가가 심해진다고 한다. 그럼에도 불구하고 내부자의 지분이 높은 그룹에서 구주매출비중이 더 높게 나타나고 있다. 특히 이러한 그룹의 경우 구주매출 비중이 100%로 나타나고 있으며, 이는 결국 기존 대주주가 기업에 대한 지배권을 상실하지 않는 여유 지분 한도 내에서 투자자금 회수를 위하여 구주매출을 선호한다는 예측을 지지하는 결과이다.

재무적 투자자(FI)의 지분유무에 따른 차이분석 결과, 재무적 투자자가 존재하는 경우가 존재하지 않는 경우에 비해 내부자의 구주매출 비중이 더 작게 나타나며 그 차이도 통계적으로 유의하다. 기존 대주주는 재무적 투자자의 존재로 인한 감시비용을 줄이기 위해 재무적 투자자의 구주매출 참여를 통해

투자자금을 회수하도록 유도할 필요가 있다. 따라서 이 결과는 부정적 신호를 방지하여 저가발행을 최소화하기 위해서라도 기존 대주주 자신은 구주매출 참여를 꺼리게 된다는 것을 의미한다.

내부자 지분과 재무적 투자자의 지분 유무에 따른 결과를 종합해서 살펴보면 기존 대주주는 기업에 대한 지배권을 상실하지 않는다는 전제 하에 투자자금 회수를 위해 구주매출을 선택할 인센티브가 존재하게 된다. 그러나 이러한 인센티브는 재무적 투자자가 존재하는 경우 감시비용 관련한 문제, 상장 이후 자신 이외 대주주의 존재를 기피하는 행위와 결합되어 부정적 신호를 방지하기 위해 구주매출 참여를 선택하지 않을 가능성이 커질 수 있다. 결국 내부자는 안정적인 지배권을 확보하기 위한 최소한의 지분보다 많은 지분을 가지고 있을수록 구주매출에 참여할 가능성이 커지나, 재무적 투자자의 지분이 존재하는 경우 그 가능성을 감소시키는 효과를 가지고 있는 것으로 추론할 수 있다.

지금까지 상장을 통해 기업이 직면하게 되는 비용과 효익에 대해 기존 연구의 결과를 중심으로 간단히 살펴보았고, 상장 방법 중 구주매출 방식이 신주발행에 비해 공모가격의 저평가가 덜하다는 것도 확인하였다. 전술한 기존 연구와 관련이 있는 기업 특성 변수를 이용하여 구주매출을 한 기업의 특성변수와 내부자의 구주매출 비중과의 관계를 통해 기존 대주주는 기업에 대한 지배권을 상실하지 않는다는 전제 하에 투자자금 회수를 위해 구주매출을 선택할 인센티브가 존재하나, 재무적 투자자가 존재하는 경우 부정적 신호를 방지하기 위해 구주매출 참여를 선택하지 않을 가능성이 커질 수 있다는 결과를 얻었다. 하지만 구주매출 유인에 대한 다른 설명들을 지지하는 결과는 발견되지 않았다. 이제 위의 결과에 부합하는 실제 구주매출과 관련된 예로서 만도의 상장 사례를 살펴보고자 한다.

### III. 대주주의 구주매출 사례: 만도의 구주매출

#### 3.1 기업의 개요 및 상장 이전의 상황

1997년 11월 27일 설립된 주식회사 만도는 제동(Brake), 현가(Suspension), 조향(Steering)장치 등 자동차부품의 설계, 조립, 제조, 공급 및 판매를 담당하는 법인으로 한라그룹의 대표기업 중 하나이다. 한라그룹은 고(故) 정주영 현대그룹 회장의 첫째 동생인 고(故) 정인영 회장이 설립하였으며, 현대그룹의 계열사는 아니지만 소위 범 현대가로 분류되기도 한다.

##### 3.1.1 만도의 해외 매각

아시아 외환위기 당시 1997년 12월 6일 당시 세계서열 12위였던 한라그룹이 최종 부도처리되었다. 한라그룹 내 대표기업이었던 만도기계를 만도와 만도공조(위니아만도)로 분리매각하기로 하였으며, 만도는 1999년 12월 JP 모건과 UBS 캐피탈의 합작 투자회사인 선 세이지(Sun Sage B.V.)에 4억 4,600만 달러에 매각되었다. 이 당시 한라그룹은 만도 이외에도 주력 계열사 중 하나였던 한라공조를 미국 포드 자동차에서 분리한 회사인 비스테인(Visteon)에 같은 해에 매각하기도 하였다.

##### 3.1.2 만도의 소유권 회복

외환위기 극복 이후 한라그룹은 매각한 만도를 다시 되사기 위해 한라그룹의 대표계열사 중 하나인 한라건설을 주축으로 범 현대가 회사 중 하나인 KCC를 포함하여 컨소시엄을 구성했고, 2008년 1월 선 세이지와 기존 임원들의 보유지분 전량(약

72.4%)을 주당 11만 1,006원씩 총 6,790억 원에 사들이는 계약을 체결하였다. 또한 컨소시엄 구성 과정에서 산업은행 PEF와 국민연금이 출자한 H&Q PEF는 IPO를 통한 투자자금 상환을 조건으로 재무적 투자자(FI)로서 약 26,955억 원(각각 1,835억 원-소유지분 22.2%, 860억원-소유지분 10.4%)을 투자하였다. 이 과정에서 산업은행 PEF나 H&Q PEF는 풋옵션 등 다른 수익 보장조건을 내걸지는 않았다.<sup>4)</sup> 그리고 2008년 3월 만도는 다시 한라그룹의 계열사로 편입되게 되었다.

3.1.3 만도의 소유권 회복 전후의 배당성향과 투자

만도가 속해있는 자동차 부품산업은 경쟁력을 확보하기 위해서 지속적인 투자가 필요한 산업 중 하나이다. 그러나 만도가 선 세이지가 대주주로 있는

기간 동안 투자 관련 지출이 늘었다고 보기는 어려운 부분이 있다. 선 세이지가 만도를 인수하는 과정에서 자체자금 이외에 2/3 가량을 차입금으로 조달하여 이자비용을 갚아야 되는 상황이었으며, 인수 이후 지속적인 감자와 60%에 해당하는 과도한 배당성향을 통해, 또한 2002-2003년 모듈공장 등 일부 사업부문 매각 등의 방식으로 지속적으로 자금회수를 함에 따라 투자여력이 발전했다고 보기는 어렵다. 실제로 아래의 <표 3>을 보면 선 세이지 인수 이후인 2000년도부터 2007년 사업년도까지 거의 매년 지속적으로 감자가 이루어진 것을 확인할 수 있다. 만도의 경우 주식재매입 이후 소각을 통한 감자를 실시하였으며, 그 과정에서 재매입한 주식의 소유자는 대부분이 대주주였다. 결국 대주주 보유지분을 회사가 재매입하게 함으로써 해당 주주는 투자자금을 회수한 것으로 추론할 수 있다. <그림 2>에서

<표 3> 한라그룹 부도이후 만도 재상장까지의 주요 사건들

1997.12.06	한라그룹 최종 부도처리
1999.11.27	만도 설립
1999.12.23	Sun Sage B.V.에 만도 매각
2002.03.09	기명식 우선주 주식소각완료 공시 (감자완료일 2002.03.08)
2002.05.06	기명식 우선주 주식소각완료 공시 (감자완료일 2002.05.03)
2003.12.29	기명식 보통주 주식소각완료 공시 (감자완료일 2003.12.23)
2004.12.18	주식매수선택권행사 공시 (2004.06.29에도 주식매수선택권행사 있었음)
2005.09.24	등록법인취소신청서 공시 (회사채 조기상환청구권실행 및 2005.09.20일 상환완료)
2008.01.21	Sun Sage B.V.와 주식매각 관련 예비 계약체결
2008.03.12	최대주주 변경 (정몽원 8.93%, 한라건설 26.63%, 총 35.57%)
2009.12.17	무상증자
2010.03.25	주권상장 예비심사 적격으로 판정
2010.05.19	재상장
2010.08.25	KDB PEF, H&Q PEF lockup 만료 이후 보유주식 처분
2010.11.18	최대주주 및 관계회사 보호예수기간 만료

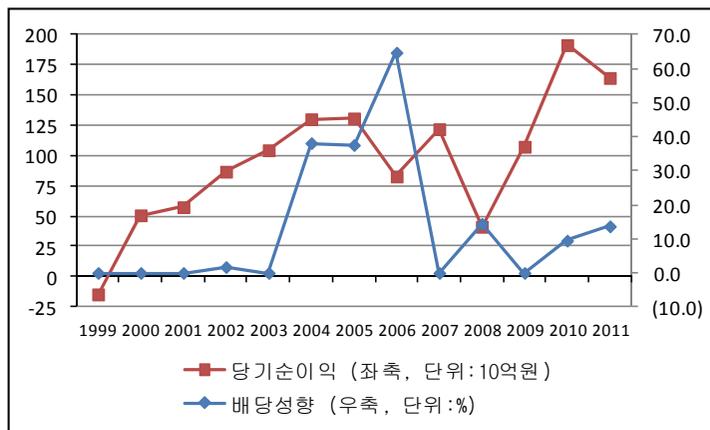
(자료출처: 금융감독원 전자공시 등 참고하여 재구성)

4) 머니투데이(2010.08.30)

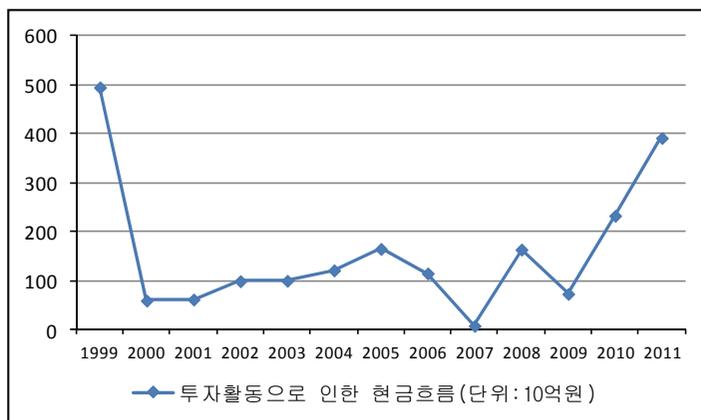
보면 2000년도부터 바로 만드는 당기순이익이 흑자로 전환하여 회생한 것을 확인할 수 있으나, 동시에 회생 이후 배당성향 또한 큰 폭으로 증가한 것을 확인할 수 있다. 특히 2004, 2005, 2006 사업연도의 배당성향(배당금)은 각각 38.13%(496.1억원), 37.58%(491.6억원), 64.71%(536.3억원)로 높은 수치를 보이고 있다. 배당성향이 높다는 것에 좋고 나쁨을 부여하는 것은 공정하지 못하다. 그러나 배당성향이 높으면 그만큼 신규투자를 할 때 상대적

으로 자본조달비용이 적은 내부자금 대신에 은행차입이나 회사채발행과 같은 외부자본조달을 해야 하며, 이는 자본조달 비용이 높아짐을 의미한다. 실제로 <그림 3>에서 확인할 수 있는 것처럼 현금흐름표 상 나타난 투자로 인한 순현금지출금액도 선 세이지 인수 이후 감소하였으며 특히 매각 이전인 2007년도의 경우 순투자가 거의 이루어지지 않은 것을 볼 수 있다.

만도의 전신인 만도기계는 97년 아시아 금융위기 당시 흑자 기업으로 많은 투자를 하는 기업이었으나



<그림 2> 만도의 연도별 당기순이익과 배당성향<sup>5)</sup>



<그림 3> 만도의 투자활동으로 인한 현금흐름 (Outflow-Inflow)

5) <그림 2>, <그림 3>은 Fn DataGuide에서 자료를 추출하여 그래프로 재구성한 것이다.

유동성위기로 인해 흑자도산하였다. 그리고 2006년 타계한 고(故) 정인영 회장은 ‘오직 기술로 승부하라’라는 유지를 남긴 바 있다.<sup>6)</sup> 이처럼 자동차 부품 산업에서의 경쟁우위를 점하기 위해서는 지속적인 투자가 필요하며, 이전 그룹총수의 유흔을 따른다면 한라그룹은 만도 인수 이후에 지속적인 기업가치 상승을 위해서 투자자금의 조달이 필요한 상황이라고 볼 수 있다.

한편, 선 세이저로부터 만도를 인수하는 과정에서 참여한 KDB PEF, H&Q PEF와 같은 재무적 투자자(FI)들은 상장을 통해서 지금까지 투자한 자금을 회수하고자 하는 인센티브를 가지며 이는 한라그룹의 만도 인수를 위한 컨소시엄에 참여하는 조건이기도 하였다. 그리고 재무적 투자자 입장에서 당연히 상장을 통해 초기 투자한 자금보다 많은 자금을 회수할수록 투자이익이 증가하게 된다.

### 3.2 상장 조건 및 상장방식과 결과

전술한 만도의 입장에서 상장을 통해서 달성해야 하는 항목을 환기하면, 기업인수 과정에서 참여한 재무적 투자자(FI)들에게 투자자금을 회수하고 떠날 수 있도록 출구를 마련해 주는 것이 그 하나가 될 수 있으며, 또한 기업의 향후 투자 등에 필요한 신규 자금을 상장을 통해 조달함으로써 기업이 재무적 제약을 극복하는 것도 다른 이유가 될 수 있다. 전자의 경우 IPO 기업의 지분을 보유한 기존 대주주와 계열사 또는 재무적 투자자들이 구주매출 방식을 통해 조달한 공모자금으로써 이전에 투자한 자금을 회수하는 ‘출구전략’으로 사용할 수 있다. 후자의 경우 신주발행 방식을 통해 IPO 기업이 획득한 공모자금을 이용하여 투자지출을 함으로써 가능하다. 즉, 만도의 경우 기존 대주주 및 계열사, 재무적 투자자의 부

를 극대화하는 동시에 투자자금도 충분히 조달할 동기가 혼재하며, 이는 구주매출과 신주발행을 결합함으로써 가능해진다.

#### 3.2.1 만도의 상장

만도는 2010년 05월 19일 유가증권시장에 액면가액 5,000원의 보통주를 구주매출방식으로 3,931,098주, 신주발행방식으로 2,068,902주, 도합 6,000,000주의 주식을 주당 83,000원의 모집가액으로 상장하였다. 수요예측 결과에 따른 기관투자자의 경쟁률은 16.7:1이었으며 공모 당일 추가수익률은 모집가액 83,000원을 기준으로 26.56%를 기록하였다. 새롭게 발행된 6,000,000주의 주식 중 20%(1,200,000주)는 우리사주조합에 우선적으로 배정이 되었으며, 일반청약자들에게도 20%(1,200,000주)가 배정이 되었다. 제이피모간증권회사 서울지점과 공동대표주관사회사를 맡은 우리투자증권(주)에 일반청약자 배정분 중 60%(720,000주) 배정이 되었으며 공동주관회사인 HMC투자증권(주), 인수회사인 대우증권(주)이 각각 30%(360,000주), 10%(120,000주)씩 배정받았다. 그 외에는 기관투자자들이 60%의 공모주를 배정받았다. 인수단은 공동대표주관사회사인 제이피모간증권회사 서울지점과 우리투자증권(주)이 2개의 주관사회사(HMC투자증권(주), 시티글로벌마켓증권(주)), 1개의 인수회사(대우증권(주))를 선정하여 구성되었다. 초과배정옵션계약(Over-allotment Option)을 체결하지 않아 추가로 조달될 수 있는 자금은 없었다.

#### 3.2.2 만도의 구주매출과 신주발행 물량 선택

다음의 <표 4>는 만도의 자금조달내역과 신주발행

6) 한국경제신문(2010.05.13)

〈표 4〉 만도의 자금조달 내역과 사용처 및 구주매출주체

**Panel 1. 만도의 자금조달 내역**

납입일 : 2010.05.14

구분	주식 구분	신고서상 발행예정총액(천원)	실제 조달금액		
			발행가액(원)	수량(주)	발행총액(천원)
신주발행	보통주	171,718,866	83,000	2,068,902	171,718,866
	우선주	-	-	-	-
	계	171,718,866	83,000	2,068,902	171,718,866
구주매출	보통주	326,281,134	83,000	3,931,098	326,281,134
	우선주	-	-	-	-
	계	326,281,134	83,000	3,931,098	326,281,134
총 계		498,000,000	83,000	6,000,000	498,000,000

**Panel 2. 만도의 구주매출 주식의 매각 위탁자 및 소유지분**

보유자	회사와의 관계	매출 전 지분 주식수(지분율)	매출증권수	매출 후 지분 주식수(지분율)
정몽원	최대주주	1,443,954 (8.94%)	71,435	1,372,519 (7.5%)
한라건설(주)	한라그룹계열사	4,304,648 (26.66%)	212,957	4,091,691 (22.5%)
(주)케이씨씨	관계회사	4,847,780 (30.03%)	1,740,718	3,107,062 (17.1%)
KDB PEF	채무적 투자자	3,587,010 (22.22%)	1,288,006	2,299,004 (12.6%)
H&Q PEF	채무적 투자자	1,686,400 (10.45%)	605,545	1,080,855 (5.9%)
MDO Inv. Holdings	-	251,409 (1.56%)	12,437	238,972 (1.3%)
합 계		16,121,201 (99.85%)	3,931,098	12,190,103 (66.9%)

**Panel 3. 만도의 신주발행 자금사용 내역 및 계획**

구분	구분	내용	금액(천원)
시설자금	Global R&D	중앙연구소 확장 이전	38,846,000
해외투자	Global R&D	Frankfurt R&D Center 설립	4,370,000
	Global Operation	남미(브라질) 생산기지 확보	32,048,000
		동유럽 생산기지 확보	40,111,000
		중국내륙 생산기지 확보	5,341,000
해외투자 합계			81,870,000
신규사업 추진	신규사업	Motor 등 신규사업 추진	47,503,000
구주매출대금 및 제발행비용			329,781,000
합 계			498,000,000

(자료출처: 발행실적보고서)

및 구주매출 구성비율, 구주매출의 매각주체에 대해 보이고 있다. 만도의 IPO는 신주발행과 구주매출이 혼합된 형태로 실시되었지만 Panel 1에서 볼 수 있는 것처럼 구주매출 물량(3,931,098주)이 신주발행 물량(2,068,902주)의 약 2배에 가까워 사실상 구주매출에 가깝다고 볼 수 있다. Panel 2는 구주매출에서 매각을 위탁한 주주와 그 소유지분을 보이고 있다. 구주매출의 경우 관계회사인 재무적 투자자인(FI) KCC와 산업은행 PEF, H&Q PEF가 주요 매각당사자임을 확인할 수 있다. KCC의 경우 전체 구주매출 물량의 44.28%, 산업은행 PEF 및 H&Q PEF는 전체 구주매출 물량의 48.17%를 점하였다. KCC의 경우 상법상 관계회사로 분류되기는 하나 공정거래법상 한라그룹의 계열사는 아니다. 또한 KCC의 만도 보유지분은 범 현대가라는 측면에서 우호지분의 성격을 갖기는 하나, 동시에 인센티브 측면에서는 재무적 투자자들과 유사한 동기를 가질 수 있다. Panel 3는 신주발행을 통해 조달한 자금의 사용계획을 나타내고 있는데 해당 금액 전액이 R&D, 신사업추진, 생산과 관련된 지출이었다. 즉, 신주발행은 투자자금 조달목적이었음을 다시 확인할 수 있다.

### 3.2.3 만도의 상장방식 선택의 고민

〈표 4〉의 Panel 2는 IPO의 비용과 혜택에 대하여 설명한 2장의 내용에 대해 많은 시사점을 담고 있다. 〈표 4〉의 Panel 2에 나온 구주매출의 주요 주체는 한라그룹의 총수인 정몽원 회장과 한라건설(주)이 아니라 관계회사인 KCC와 재무적 투자자인 산업은행 PEF, H&Q PEF이다. 관계회사인 KCC의 경우 우호지분이기는 하지만 직접적인 내부지분이라고 간주하기는 어렵다. KCC의 지분은 내부지

분 중에서도 구주매출을 통해 시장에 부정적인 신호를 줄 개연성이 상대적으로 떨어지게 된다. 설령 내부지분이라고 간주하더라도 정몽원 회장 외 한라그룹의 상장 이후 지분율을 보면 KCC의 구주매출 이후에도 그룹 직접 보유지분만 30%, KCC 지분을 포함한 경우 47.1%로 경영권에 위협이 되는 상황은 아닐 것이다. 결국 KCC의 구주매출은 기존 대주주인 정몽원 회장의 만도에 대한 지배권을 상실하지 않는 여유 지분 한도 내에서 투자자금의 회수를 위해 이루어졌으며, 그 과정에서 시장에 주는 부정적 신호 또한 약했다고 판단할 수 있다. 정보비대칭과 관련한 부정적 신호 혹은 감시비용과 관련한 부정적 신호를 줄이기 위해서 정몽원 회장을 포함한 한라그룹의 구주매출비중은 줄어들었으며, 그 과정에서 재무적 투자자들은 상대적으로 인수가격의 저평가가 덜해진 상황에서 구주매출에 참여하였을 것으로 추론된다.

2008년 만도의 인수과정에서 컨소시엄에 참여한 산업은행 PEF와 H&Q PEF는 약 26,955억원(각각 1,835억원, 860억원)을 투자한 바 있다. 이들은 보유지분 중 공히 약 35.91%를 구주매출로 처분하였다. 그리고 구주매출을 통해 회수한 금액은 약 1,571억원(산업은행 PEF 약 1,069억원, H&Q PEF 약 502억원)으로 투자자금 대비 약 62%의 수익률을 실현시켰다. 동일한 비중으로 기존 보유지분을 처분한 KCC도 마찬가지로 투자자금 대비 62%의 수익률을 실현시켰으며, 약 1,444억 원의 금액을 회수했다.

### 3.3 상장 이후

보호예수제도(Lockup)란 상장기업의 최대주주 혹은 재무적 투자자의 주식의 전매금지를 확보하기 위해 예탁결제원<sup>7)</sup>에 증권을 일정기간 동안 의무적으로 예치하는 것을 말한다. 이는 주가 급락으로 인한

7) 보호예수제도와 관련한 제도는 한국예탁결제원 웹사이트에 자세히 설명되어 있다.  
[http://www.ksd.or.kr/html/business/protection\\_01\\_01.home](http://www.ksd.or.kr/html/business/protection_01_01.home)

소액투자자 보호와 같은 일정한 정책적 목적 달성을 위해 관련규정에 따라 실시되고 있다. 최대주주의 경우 유가증권시장은 상장 후 6개월간, 코스닥시장은 상장 후 1년간 적용된다. 이외 코스닥 시장의 경우 벤처금융은 투자기간 2년 미만인 경우 1개월, 벤처기업에 투자한 기관투자자는 투자기간 1년 미만일 경우 1개월의 보호예수기간이 적용된다.

### 3.3.1 기존 주주에 대한 보호예수(Lockup) 및 보유지분 처분

만도의 IPO 당시 정몽원 회장, 한라건설, KCC는 6개월, 재무적 투자자들은 3개월간 매각제한 시점을 설정하였다. 재무적 투자자들은 매각제한 시점이 끝난 2010년 8월 19일 보유주식을 전량 블록세일로 매각하였다(공시일자 2010년 8월 25일). 주당 매매가격은 124,500원으로 산업은행 PEF는 잔여 지분 2,299,004주를 전부 매각하여 약 2,862억원을, H&Q PEF는 잔여 지분 1,080,855주를 전부 매각하여 약 1,345억원을 회수하였다. 투자원금 대비 수익률로 환산하면 산업은행 PEF는 약 143.37%, H&Q PEF는 약 144.13%의 수익률을 블록세일로 실현시켰다. 2011년 7월 14일 KCC는 만도의 지분 전량을 국내 및 홍콩 투자자들에게 블록세일을 통하여 약 6,370억 원에 전량 처분하였다.<sup>8)</sup> 보호예수기간이 이미 끝난 시점으로부터 반 년 이상 경과한 시점이었다. 반면 구주매출 이후부터 KCC가 지분을 처분할 때까지 만도의 최대주주인 정몽원 회장과 한라건설은 보유지분을 단 한주도 처분하지 않았다.

### 3.3.2 만도의 상장 이후 시장가치 변화

〈그림 4〉는 만도의 상장 이후 주가추이를 보여주고 있다.<sup>9)</sup> 재무적 투자자들의 매각제한시점이 만료되는 기간인 IPO 이후 3개월이 되는 시점에서 실제 재무적 투자자들이 블록 세일로 지분을 전량 처분한 바 있다. 최대주주와 관계회사들의 매각제한 시점이 만료되는 기간에는 특별한 매매가 없었다. 이후 2011년 7월 14일 KCC의 보유지분 매각이 이루어졌다. 일련의 사건들은 재무적 투자자 혹은 관계회사의 투자자금 회수의 편의성과 투자자금 회수가치의 극대화를 목적으로 구주매출과 신주발행이 병행된 것으로 해석할 수 있다. 가령 전액 신주발행을 할 경우 재무적 투자자 혹은 관계회사의 보호예수기간이 만료된 이후 주가가 하락하거나 매각물량이 과다할 경우 Market Overhang 문제<sup>10)</sup>가 발생할 수도 있기 때문이다. 그리고 이러한 과정에서 시장에 부정적인 신호를 주지 않기 위해 최대주주 및 그룹 계열사의 구주매출은 줄어들게 된 것으로 추정된다.

## IV. 결론

IPO에서 기존 주주의 구주매출은 시장에 부정적 신호를 보내기 때문에 공모가에 부정적 영향을 미칠 수 있는 반면, 기존 주주는 투자한 자금을 회수할 수 있는 출구전략으로 활용할 수 있다는 점에서 공모가를 높게 형성하고자 할 동기가 있다. 따라서 기존 대

8) KCC, 만도 지분 17% 전량 블록세일(머니투데이(2011.07.13.))

9) 추가자료는 Fn DataGuide에서 추출하고 주요 사건일의 매도가격 등은 공시 및 신문기사를 참조하였다.

10) Market Overhang이란 특정 주식에 대해 일시적으로 매도하고자 하는 물량이 증가세인 상태를 의미한다. 이러한 경우 주식을 매도하려는 투자자가 매도를 개시하면 가격이 추가적으로 떨어질 가능성이 있어 매도 자체를 꺼릴 가능성이 있다. IPO에서 특히 기관투자자가 상장 이전 기 보유하고 있는 물량이 있는 경우, 혹은 대주주가 매도할 가능성이 있는 경우 Market Overhang 문제가 발생하게 되며, 이러한 상황에서 투자자들은 매도물량이 완전히 소화되기 전까지는 추가적인 매수를 꺼리게 된다. 보호예수가 종료되는 시기에 이러한 문제가 발생할 가능성이 크다고 볼 수 있으며, 출구전략을 사용해야 하는 재무적 투자자 입장에서 이러한 상황이 발생되면 성공적인 투자자금 회수가 어렵게 될 것이다.



〈그림 4〉 만도의 상장일 이후 주가 변화

주주가 투자자금 회수를 위해 적극적으로 구주매출에 참여하게 되면 주가가 낮게 형성되어 기업가치에 부정적 영향을 미치게 된다. 이처럼 상충관계가 존재하는 상황에서 기존 대주주가 취할 수 있는 최선의 전략은 무엇인가? 본 연구는 이 의문점을 해결하기 위해 시도되었다.

예상한 바와는 달리 한국 주식시장에서 구주매출은 신주발행에 비해 IPO 직후 주가수익률이 낮게 나타나 공모가격이 상대적으로 높게 평가된다는 것을 확인하였다. 이는 구주매출이 시장에 부정적 신호를 보낸다는 주장과 반대되는 결과로서 기존 대주주가 투자자금 회수를 극대화할 수 있음을 의미한다. 또한 기존 내부자의 구주매출 참여비중에 영향을 미치는 가장 큰 요인은 소유구조로서 내부지분율이 높을수록, 재무적 투자자(FI)가 존재하지 않을수록 내부자 구주매출비중이 높다는 것을 확인하였다. 내부지분율이 높다는 것은 기존 대주주가 지배권을 상실하지 않는 여유지분이 충분하다는 의미이므로 구주매출을 통해 자신의 투자자금 일부를 회수할 수

있게 된다. 또한 재무적 투자자가 존재하는 경우 부정적 신호를 방지하여 재무적 투자자들이 투자자금 회수를 극대화할 수 있도록 기존 대주주는 직접 구주매출에 참여하기를 꺼린다는 의미이다. 따라서 기존 대주주들은 IPO를 통해 자신들의 부뿐만 아니라 재무적 투자자의 부, 더 나아가 기업가치에도 도움이 되는 방향으로 최적화된 전략을 구사하고 있음이 판명되었다.

만도의 구주매출 사례는 한국 주식시장의 구주매출에 대한 분석결과를 가장 잘 반영하고 있다. 만도가 1999년 해외에 매각된 이후 2008년 다시 한라그룹으로 편입되는 과정에서 기존 대주주, 계열사, 재무적 투자자(FI)가 지분을 나누어 보유하고 있었다. 재무적 투자자들의 출구전략을 위해서 상장은 필수적인 과정이었으며, 동시에 한라그룹 입장에서 자신 이외의 대주주 지분을 분산시켜 독자적인 경영권을 확보한다는 측면에서도 필요했다. 재무적 투자자들이 성공적인 자금회수를 위해서 공모방법의 선택 또한 중요한 부분이었다. 전액 신주발행을 하

고 보호예수가 끝나는 것을 기다릴 경우 공모가격이 저평가 되는 경우가 많으며, 또한 보호예수기간 종료 이후 보유지분을 처분하는 경우 과도한 매각물량으로 인해 손해를 볼 가능성도 있기 때문이다. 또한 한라그룹은 투자자금이 필요한 상황이라 전액 구주매출을 하는 경우 추후 부채 혹은 추가적인 유상증자를 통해 신규자금을 조달해야 하는데 이는 주식가격에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 결국 이러한 상황에서 만도의 경우 구주매출과 신주발행을 병행함으로써 한라그룹 입장에서는 투자재원 조달을, 재무적 투자자들 입장에서는 회수자금의 극대화라는 두 가지 목표를 달성하고자 하였다. 이러한 과정에서 한라그룹 총수인 정몽원 회장과 계열사인 한라건설의 구주매출 참여는 제한적일 수밖에 없었다. 이는 내부자의 구주매출이 시장에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문이며, 그 경우 재무적 투자자들의 회수자금 극대화라는 목표와는 상충될 수 있다. 결과적으로 만도의 상장을 통해서 재무적 투자자는 구주매출을 통해 약 62%의 수익률을, 보호예수기간 만료 이후 약 143%의 수익률을 기록하며 성공적인 투자자금 회수를 할 수 있었다. 동시에 상장 이전 약 1/3의 지분을 가지고 있던 재무적 투자자의 지분이 일반투자자들에게 분산되면서 한라그룹은 보다 안정적인 경영권을 확보하게 되었으며, 추가적인 투자를 위한 자금 또한 조달할 수 있었다. 결국 만도의 상장 사례는 IPO를 통해 최대주주 자신의 부뿐만 아니라 재무적 투자자의 부, 더 나아가 기업가치에도 도움이 되는 방향으로 최적화된 전략을 구사한 것으로 볼 수 있다.

본 연구에서 제시한 일련의 사례는 아직까지는 많이 다루어지지 않은 구주매출에 대한 이해와 IPO에 있어서 기업가치 극대화를 위한 경영자의 최선의 선택에 대한 많은 시사점을 제시한다. 만도의 위기와 해외로의 매각, 그리고 재매입, 회생 이후 IPO까지의 일련의 과정은 구주매출을 포함하여 기업의 성장

과정을 이해하는데 많은 교훈을 제공하고 있다. 그간 국내에서는 구주매출에 대한 막연한 부정적 시각이 있어 온 것이 사실이다. 하지만 시장에 부정적 신호를 보낸다거나 기존 대주주만 상장차익을 획득한다는 구주매출의 부정적인 면은 확인되지 않았다. 오히려 구주매출의 허용이 기업가들에게 기업가치 극대화를 위해 IPO 단계에서부터 고민할 수 있는 계기를 조성한다는 점에서 보다 긍정적인 면이 부각되고 있다.

## 참고문헌

- 김인호, 송교직 (2010), “셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례,” *Korea Business Review*, 제14권 제1호, 177-196.
- 이병헌, 강원진 (2009), “연구기반 스피노프의 성장 과정 및 성공요인에 관한 사례연구,” *Korea Business Review*, 제13권 제1호, 55-78.
- Ang, J. S. and Brau, J. C. (2003), “Concealing and Confounding Adverse Signals: Insider Wealth-maximizing Behavior in the IPO Process,” *Journal of Financial Economics*, 67, 149-172.
- Aggarwal, R. K., Laurie, K., and Womack, K. L. (2002), “Strategic IPO Underpricing, Information Momentum, and Lockup Expiration Selling,” *Journal of Financial Economics*, 66, 105-137.
- Black, B. S. and Gilson, R. J. (1998), “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets,” *Journal of Financial Economics*, 47, 243-277.
- Leland, H. and Pyle, D. (1977), “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 32, 371-387.

Loughran, T., Ritter, J. R., and Rydqvist, K. (1994), "Initial Public Offerings: International Insights," *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 165-199.

Mello, A. S. and Parsons, J. E. (1998), "Going Public and the Ownership Structure of the Firm", *Journal of Financial Economics*, 49, 79-109.

Merton, R. C. (1987), "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *Journal of Finance*, 42, 483-510.

Chemmanur T. and Fulghieri, P. (1999), "A Theory of the Going-Public Decision," *Review of Financial Studies*, 12, 249-279.

Pagano, M., Panetta, F., and Zingales, L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, 53, 27-64.

Pagano, M. and Röell, A. (1996), "Transparency and Liquidity: a Comparison of Auction and Dealer Markets with Informed Trading," *Journal of Finance*, 51, 579-611.

Pagano, M. and Röell, A. (1998), "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public," *Quarterly Journal of Economics*, 113, 187-225.

Rock, K. (1986), "Why are New Issues Underpriced?," *Journal of Financial Economics*, 15, 187-212.

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

Welch, I. (1989), "Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance*, 44, 421-449.

Zingales, L. (1995), "Insider Ownership and the Decision to Go Public," *Review of Economic Studies*, 62, 425-448.

## 신문기사

머니투데이, 2010.01.27, 안영훈 기자  
<http://stock.mt.co.kr/view/mtview.php?no=2010012807536095614&type=1&outlink=2&EVEC>

머니투데이, 2010.08.30, 안영훈 기자  
[http://article.joinsmsn.com/news/article/article.asp?ctg=11&Total\\_ID=4419115](http://article.joinsmsn.com/news/article/article.asp?ctg=11&Total_ID=4419115)

머니투데이, 2011.07.13, 정준화 기자  
[http://article.joinsmsn.com/news/article/article.asp?total\\_id=5786560&ctg=1103](http://article.joinsmsn.com/news/article/article.asp?total_id=5786560&ctg=1103)

한국경제신문, 2010.05.13, 조재길 기자  
<http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2010051327781>

## 웹사이트

금융감독원 전자공시시스템 <http://dart.fss.or.kr>  
 한국예탁결제원 [http://www.ksd.or.kr/html/business/protection\\_01\\_01.home](http://www.ksd.or.kr/html/business/protection_01_01.home)

## An IPO Satisfying All Shareholders: Sellers, Stayers, and New Comers - Mando's Successful Exit Strategy Design without Hampering Anyones' Wealth

Sang Koo Kang\* · Hyung Cheol Kang\*\*

### Abstract

Insiders' incentive to raise offer price becomes straightforward when insiders plan to exit and the offering often accompanies secondary sales. On the other hand, insiders' secondary sales signals negatively and thus the offer price is discounted. Using Korean data, we examine which firm characteristics are relevant to insider selling. We find significantly positive relationship between inside ownership and insider selling and significantly negative relationship between existence of financial investor(FI) and insider selling. The results imply that insider selling is moderated for not sending negative signals so that FI can exit successfully.

In Korean stock market, secondary sales are legislated in 2000's, KOSPI in 2003 and KOSDAQ in 2007 respectively. From the IPO case of Mando, we analyze how financial investors and affiliated firms profit and insiders benefit at the same time. After 2007, secondary sales becomes in vogue and among these cases, Mando's IPO case best explains the use of secondary sales satisfying both insider and FI's. Insiders successfully regain independent control and FI's pleasantly exit yielding notable return.

Mando, once an affiliated firm of Halla business group until 1999, returned to Halla business group in 2008 and listed again in 2010. Mando sell both secondary shares and primary shares in the public offering. KDB PEF and H&Q PEF, financial investors joining to the consortium to take over Mando, yield 62% from secondary sales and earn 144% more by selling all their shares off after lockup expiration date. The ownership of FI's, about one third of total shares are dispersed to public investors and Halla business group maintain the position as the ultimate shareholder of Mando. Moreover Mando could finance for future investment from primary sales. KCC, the owner is kin to president of Halla business group, also yield 62% from secondary sales.

Overall Mando's IPO case illustrates how listing decision is made considering FI's wealth, insider's strategic needs, and firm value at the same time.

Key Words: IPO, secondary sales, financial investor, Mando

---

\* Research Fellow, Industry&Strategy Department II, Samsung Economic Research Institute

\*\* Professor, Business School, The University of Seoul

## 〈Teaching Note〉

# 상장공모(IPO) 시장에서 기존 주주의 투자자금 회수전략: 만도의 구주매출 사례

### I. Synopsis

기업이 상장공모를 하는 것은 다양한 이유가 있지만 크게 주식시장에서 자본조달을 하기 위한 것과 기존 투자자들의 자금회수를 위한 것의 두 가지가 대표적이다. 전자의 경우 실제 회사로 공모자금이 유입되는 신주발행을 통해서, 후자의 경우 구주매출 하거나 보호예수기간 이후 보유주식을 처분하는 것으로 가능하다. 한국 주식시장의 경우 구주매출은 2002년까지는 사실상 불가능했으나, IPO 활성화라는 명분에 따라 코스피(KOSPI) 시장의 경우 2003년, 코스닥(KOSDAQ) 시장의 경우 2007년에 규제가 풀리게 되었고, 특히 2007년부터 최근까지 많은 구주매출 사례가 나타나게 되었다.

기존 주주가 구주매출에 참여할 경우 출구전략의 성격상 공모가격의 저평가를 상대적으로 덜 일어나게 할 유인이 있다. 그러나 기존 주주(특히 기업의 소유주 혹은 경영자)의 구주매출은 시장에 부정적 신호를 보내기 때문에 공모가에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 특히, 기존 대주주가 투자자금 회수를 위해 적극적으로 구주매출에 참여하게 되면 주가가 낮게 형성되어 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 본 연구의 사례는 상장을 통해 자금회수를 하고자 할 때 공모가격 등에 상충관계가 존재하는 상황에서 기존 대주주가 취할 수 있는 최선의 전략 및

그 사례에 대해 살펴보고자 구성되었다.

한국 주식시장에서 구주매출은 신주발행에 비해 IPO 직후 주가수익률이 평균적으로 낮게 나타나 공모가격이 상대적으로 높게 평가된다는 것을 확인할 수 있다. 즉, 구주매출이 시장에 부정적 신호를 보낸다는 주장과 반대되는 결과로서 기존 대주주가 출구 전략을 위해 투자자금 회수를 극대화할 수 있음을 의미한다. 또한 기존 내부자의 구주매출 참여비중에 영향을 미치는 가장 큰 요인은 소유구조로서 내부지분율이 높을수록, 재무적 투자자(FI)가 존재하지 않을수록 내부자 구주매출비중이 높다는 것을 확인하였다. 내부지분율이 높다는 것은 기존 대주주가 지배권을 상실하지 않는 여유지분이 충분하다는 의미이므로 구주매출을 통해 자신의 투자자금 일부를 회수할 수 있게 된다. 또한 재무적 투자자가 존재하는 경우 부정적 신호를 방지하여 재무적 투자자들이 투자자금 회수를 극대화할 수 있도록 기존 대주주는 직접 구주매출에 참여하기를 꺼린다는 의미이다. 따라서 기존 대주주들은 IPO를 통해 자신들의 부뿐만 아니라 재무적 투자자의 부, 더 나아가 기업가치에도 도움이 되는 방향으로 최적화된 전략을 구사할 수 있음을 보여준다.

만도의 구주매출 사례는 전술한 상황을 가장 잘 보여주고 있다. 최대주주, 계열사, 재무적 투자자 등 주요 이해관계자의 구주매출이 동시에 일어나고 있다는 점, 100% 구주매출이 아니라 자금조달을 위

한 신규상장도 병행된다는 점에서 보다 일반적인 사례이다.<sup>11)</sup> 구주매출과 신주발행을 병행함으로써 만도가 속한 한라그룹 입장에서는 투자재원 조달을, 재무적 투자자들 입장에서는 회수자금의 극대화라는 두 가지 목표를 달성하고자 하였다. 이러한 과정에서 내부자 중 한라그룹 총수인 정몽원 회장과 계열사인 한라건설의 구주매출 참여는 시장에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문에 제한적일 수밖에 없었다. 결과적으로 만도의 상장을 통해서 재무적 투자자는 물론 관계회사인 KCC, 한라그룹 총수인 정몽원 회장 및 계열사인 한라건설 모두 성공적인 투자자금 회수 및 안정적인 경영권 확보를 할 수 있었다.

만도의 상장 사례는 아직까지는 많이 다루어지지 않은 구주매출에 대한 이해와 IPO에 있어서 기업가

치 극대화를 위한 경영자의 최선의 선택에 대한 많은 시사점을 제공한다. 만도의 위기와 해외로의 매각, 그리고 재매입, 회생 이후 IPO까지의 일련의 과정은 구주매출을 포함하여 기업의 성장과정을 이해하는데 많은 교훈을 제공하고 있다. 그간 국내에서는 구주매출에 대한 부정적 시각이 있어 온 것이 사실이나, 시장에 부정적 신호를 보낸다거나 기존 대주주만 상장차익을 획득한다는 구주매출의 부정적인 면은 확인되지 않았다. 오히려 구주매출의 허용이 기업가들에게 기업가치 극대화를 위해 IPO 단계에서부터 고민할 수 있는 계기를 조성한다는 점에서 구주매출의 긍정적인 면에 대해서도 생각해 볼 필요가 있다. 이상의 내용을 정리하면 다음과 같다.

	만도의 상장 시기	보호예수 만료이후
주요사항	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재무적 투자자들의 출구전략 마련</li> <li>- 저가발행 방식을 통해 안정적인 수익실현 (적절한 구주매출 비중의 선택)</li> <li>- 성장 동력 확보를 위한 투자자금 조달 (적절한 신주발행 비중의 선택)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 재무적 투자자들의 추가적인 출구전략</li> <li>- Market Overhang으로 인한 주가하락 가능성 고려</li> </ul>
최대주주	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상장 과정에서 외부 대주주의 지분을 일반투자자들에게 분산시킴으로써 안정적인 경영권 확보</li> <li>- 과도한 구주매출 참여로 인한 시장의 부정적 신호 방지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 지속적인 기업가치 상승을 위한 성장동력 마련</li> <li>- 한라그룹의 지속적인 경영권 유지</li> </ul>
특수관계인 (KCC)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한라그룹의 우호세력으로서의 역할을 수행한 후 최적 매각시점 선택</li> <li>- 구주매출 참여시 만도의 우호지분 저하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 한라그룹의 만도에 대한 안정적인 경영권 확보 이후 Market Overhang 문제를 피해 KCC그룹의 자금사정 등을 고려하여 수익실현이 가능한 매각시점 선택</li> </ul>
재무적 투자자 (FI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 구주매출을 통해 안정적인 투자수익 실현</li> <li>- 과도한 구주매출을 선택할 경우 보호예수 만료이후 주가 상승시 발생하는 자본이득 실현기회 상실</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 보호예수 만료 이후 Market Overhang 문제를 피해 매각시점 선택</li> </ul>

11) 실제 47건의 구주매출 사례 중 100%구주매출은 4건 밖에 없다. 또한 구주매출 표본 중 최대주주가 가장 많은 구주매출을 하는 경우도 9건에 지나지 않는다. 그 중 정부 혹은 지자체, 외국인이 최대주주인 경우 등을 제외하면 단 5건만이 최대주주 주도의 구주매출이다. 이는 내부주주, 특히 최대주주의 구주매출이 공모가에 부정적인 영향을 줄 수 있다는 점에 대한 결과로 볼 수 있다. 만도의 사례는 최대주주, 계열사, 재무적 투자자의 구주매출을 모두 포함하고 있다는 점이나 기업 규모 등의 경제적인 측면에서 의미가 있다.

## II. Teaching Point

만도의 사례는 출구전략을 포함한 다른 전략적인 목적을 위해서 어떤 식으로 IPO가 활용되는지에 대해 생각할 수 있는 기회를 줄 수 있을 것으로 기대한다. 기업의 성장단계에서 벤처캐피털, 기관투자자, 혹은 창업주가 투자한 자금을 회수할 수 있는 손쉬운 수단이 상장을 통해 기업의 소유권을 일반투자자들에게 매각하는 것이다. 그러나 소위 IPO 퍼즐 중 하나인 인수가격의 저평가라는 점이 이러한 문제를 복잡하게 한다. 출구전략을 위해서는 공모가격을 높여야 하지만, 많은 나라에서 공모가격의 저평가는 일반적으로 일어나는 현상이다. 더구나 기업의 대주주, 특히 최대주주 혹은 경영자가 출구전략을 쓰려고 하는 것 자체가 시장에 부정적인 신호를 주어 공모가격이 더욱 낮아질 수도 있다. 또한 상장을 통해서 달성하고자 하는 기업의 전략적 목표에 따라 IPO의 설계는 얼마든지 달라질 수 있다.

만도의 경우 재무적 투자자(FI)이 출구전략을 원활하게 수행할 수 있도록 하고, 만도는 투자자금을 확보한다는 점에서 성공적인 IPO라고 볼 수 있다. 그리고 이 과정에서 일어난 일들은 부의 극대화라는 기본적인 원칙 하에서 이루어졌다. 가령 상장 직전 해인 2009년 만도는 당기순이익이 발생하였으나 배당성향은 0%이었다. 만도는 대신 무상증자를 실시하였다.<sup>12)</sup> 그러한 과정에서 확정수익인 배당을 통해서 얻을 수 있는 부와 무상증자를 통해서 상장 이후 얻을 수 있는 부의 기대수준과 비교를 했을 수도 있다. 이는 출구전략이라고 하는 전략적 목표 하에서는 합리적인 의사결정으로 볼 수 있으며, 실제 사후적으로 성공적인 의사결정이었다. 상장방법을 정하

는 것 또한 마찬가지이다.

흔히 상장 관련 사례에서는 공모가격이 상장기업의 가치를 잘 반영하여 결정되었는지에 대해 주로 다루어진다. 만도의 경우 선 세이지에게 매각되고 다시 한라그룹에 재매각되는 과정, 재상장되는 과정 등 기본적인 기업가치 평가와 관련한 부분에서 다루어질 여지가 많이 있으며, 이는 분명히 중요한 부분이다. 비록 본 사례에서는 구주매출 및 신주매출과 관련한 의사결정 등 출구전략에 대해 집중하고자 해당 부분에 대해서 자세하게 다루지는 않았으나, 상장 당시의 시장상황 등을 고려했을 때 공모가격이 적당하였는지 등 기업가치평가와 관련한 기법들을 응용하는 기회로 활용하는 것도 가능하다.

## III. Assignment Questions

1. 만도의 재무적 투자자(FI)들의 컨소시엄 참가 이후 구주매출, 보호예수제도 만료 이후 매각에 의한 수익률을 각각 계산하시오. (재무적 투자자의 인수관련 지출은 인수당일 발생하고, 인수는 월초에 이루어졌고, 이후 모든 현금흐름은 월말에 발생한다고 가정하고, 이를 이용하여 연간 수익률을 구하시오. 인수 이후 발생한 배당소득 등은 제외하는 것으로 가정함.)
2. 만도의 IPO 관련 의사결정에서 전액 구주매출, 전액 신주발행의 경우 어떠한 상황이 일어날 수 있을지 간략히 설명하시오. 이를 바탕으로 대주주가 선택한 전략이 최선이었는지 여부에 대해서 논의하시오.

12) 무상증자의 이유에 대해서는 의무공모주수, 적정자본금 확충 등의 문제해결을 위한 측면이 있다(머니투데이(2010.01.27.)). 그러나 이러한 과정을 통해 증가된 자본이 구주매출을 통해서 회수된 것은 결국 배당 대신 상장을 통한 자금회수를 선택한 것으로도 볼 수 있다.

3. 만도는 상장 이전 의무공모주주, 적정자본금 확충 등의 문제해결을 위해 대규모 무상증자를 실시하였다. 증자를 통해 늘어난 주식을 구주매출을 통해 매각하는 의사결정에 대해 논평하시오.

(단위: 억 원)	컨소시엄 투자금액		회수금액 및 수익률	
	구주매출분	블록세일분	구주매출가액	블록세일가액
KDB PEF 현금흐름	658.90	1176.10	1069.04	2862.26
수익률(%)			62.25	143.37
H&Q PEF 현금흐름	308.80	551.20	502.60	1345.66
수익률(%)			62.76	144.14

#### IV. Analysis

1. 만도의 재무적 투자자(FI)들의 컨소시엄 참가 이후 구주매출, 보호예수제도 만료 이후 매각에 의한 수익률을 각각 계산하시오. (재무적 투자자의 인수관련 지출은 인수당일 발생하고, 인수는 월초에 이루어졌고, 이후 모든 현금흐름은 월말에 발생한다고 가정하고, 이를 이용하여 연간 수익률을 구하시오. 인수 이후 발생한 배당소득 등은 제외하는 것으로 가정함.)

FI의 최초 투자일, 인수일, 상장일, 보호예수기간 만료 이후 실제 주식 처분일은 다음과 같다.

2008.03.12. 한라그룹으로 경영권 이전

2010.05.19. 재상장

2010.08.25. KDB PEF, H&Q PEF lockup 만료 이후 보유주식 처분

<표 4>의 자료 및 본문 상의 지분 및 공모가격, 보유주식 처분 가격 등을 이용하면 다음과 같은 수익률을 계산할 수 있다.<sup>13)</sup>

이상의 자료를 이용하여 다음과 같은 월평균, 연평균 수익률을 계산할 수 있다. 2008년 3월부터 2010년 5월까지의 경과월수는 27개월이며, 재무적 투자자의 자발적 보호예수가 종료되는 2010년 8월까지의 30개월이 된다. KDB PEF의 경우 총 투자금액 중 658.9억원에 해당하는 지분이 구주매출을 통해 1069.04억원에 매각되었다. 단순 수익률로 이는 62.25%(원금포함 162.25%)에 해당하며, 이를 경과월수 27개월로 환산하여 월평균 수익률, 연평균 수익률을 계산하면 각각 1.81%, 24.00%가 된다. (소수 둘째자리에서 반올림, 이하 동일) 마찬가지로 KDB PEF의 블록세일은 단순수익률로 143.37%(원금포함 243.37%)이며, 이를 경과월수 30개월로 환산하여 월평균 수익률, 연평균 수익률을 계산하면 각각 20.10%, 800.55%가 된다. H&Q PEF의 경우 구주매출의 경우 단순수익률로 62.76%(원금포함 162.76%), 블록세일의 경우 단순수익률로 144.14%(원금포함 244.14%)의 수익률을 계산할 수 있다. 이를 각각 27개월, 30개월의 경과월수를 이용하여 월평균, 연평균 수익률을 계산하면 구주매출의 경우 월평균 1.82%, 연평균 24.17%의 수익률, 블록세일의 경우 월평균 20.11%, 연평균

13) 3.2.3절의 "2008년 만도의 인수과정에서 컨소시엄에 참여한 산업은행 PEF와 H&Q PEF는 약 26,955억원(각각 1,835억원, 860억원)을 투자한 바 있다. 이들은 보유지분 중 공히 약 35.91%를 구주매출로 처분하였다. 그리고 구주매출을 통해 회수한 금액은 약 1,571억원(산업은행 PEF 약 1,069억원, H&Q PEF 약 502억원)으로 투자자금 대비 약 62%의 수익률을 실현시켰다."와 3.3.1절의 "주당 매매가격은 124,500원으로 산업은행 PEF는 잔여지분 2,299,004주를 전부 매각하여 약 2,862억원을, H&Q PEF는 잔여지분 1,080,855주를 전부 매각하여 약 1,345억원을 회수하였다."문장을 참조하여 간단히 구할 수 있다.

801.69%의 수익률을 계산할 수 있다.

		구주매출 (경과월수: 27개월)	블록세일 (경과월수: 30개월)
KDB	월평균수익률	1.81%	20.10%
PEF	연평균수익률	24.00%	800.55%
H&Q	월평균수익률	1.82%	20.11%
PEF	연평균수익률	24.17%	801.69%

2. 만도의 IPO 관련 의사결정에서 전액 구주매출, 전액 신주발행의 경우 어떠한 상황이 일어날 수 있을지 간략히 설명하시오. 이를 바탕으로 대주주가 선택한 전략이 최선이었는지 여부에 대해서 논의하시오.

100% 구주매출방식으로 IPO를 하는 경우 공모 가격이 높아질 가능성이 크며, 이에 따라 상장이후의 주식수익률 상승이 크지 않을 가능성이 있다. 따라서 이러한 방식은 재무적 투자자에게 빠른 투자자금 회수를 가능하게 하지만 보호예수기간 이후 형성될 수 있는 높은 주가에 처분할 옵션가치(Option Value)를 포기하는 단점을 가진다. 만도의 경우 약 2/3는 구주매출, 1/3은 신주발행을 병행하였으며, 이 과정에서 재무적 투자자가 보유 지분 전부를 처분한 것도 아니다. 또한 100% 구주매출을 한 경우라면 만도의 향후 투자를 위해서는 추가적인 부채조달 혹은 유상증자를 필요로 하며, 특히 유상증자를 하는 경우에는 추가적으로 주식가격이 하락할 가능성이 커서 이는 만도의 경영진 입장에서도 부담이 될 수 있다.

만일 100% 신주발행을 통해 IPO를 하는 경우 공모가격이 낮아질 가능성이 크며, 그로 인해 상장이후의 주식수익률 상승은 크게 나타날 가능성이 크다. 이러한 방식은 상기한 옵션가치를 극대화할 수 있는 측면이 있지만 보호예수기간이 종료되는 시점

이후의 주가에 대해서 불확실성이 존재하며, 보유 지분 전체를 매각하는 과정에서 매각물량의 과도한 공급으로 인해 주식가격의 하락을 유발할 가능성 또한 있다. 그리고 이러한 경우 지분의 희석도 구주매출과 비교했을 때 보다 크게 일어나게 된다.

기존 재무이론에서 이러한 가능성을 모두 포괄하여 설명하는 모형은 아직 존재하지 않는다. 따라서 최적발행비율을 구하는 것은 사실상 불가능하고 어려운 일이다. 그러나 상장 당시 기업이 처한 환경을 고려했을 때, 최대주주의 지분희석을 방지하고, 주식가격에 영향을 미치지 않으면서 재무적 투자자 및 관계회사가 성공적인 출구전략을 달성하고 동시에 투자자본도 조달한다는 측면에서는 충분히 합리적인 의사결정이었다고 판단할 수 있다.

3. 만도는 상장 이전 의무공모주주, 적정자본금 확충 등의 문제해결을 위해 대규모 무상증자를 실시하였다. 증자를 통해 늘어난 주식을 구주매출을 통해 매각하는 의사결정에 대해 논평하시오.

무상증자는 주금납입 없이 기업이 준비금의 자본금 전입에 의해 자본금을 증가시키고 동액만큼의 신주를 발행하여 이를 주주에게 무상으로 할당하는 형태의 증자이다. 자기자본이 2,500억원 이상이었던 만도는 현행법상 최소 500만주 이상을 공모해야 했지만 무상증자 이전 만도의 발행주식총수는 745만주에 불과하여 공모요건을 충족하기 어려웠다. 또한 상장 이전 만도는 상대적으로 자본금 비중이 낮은 편이었으며, 이는 공모가격을 높이는 데는 부정적으로 작용할 가능성이 컸다. 무상증자가 일어난 사실은 그 자체로 문제가 될 여지는 없으며, 상장을 통한 출구전략 및 일련 과정에서 자금회수를 늘리기 위한 합리적인 의사결정으로 볼 수 있다. 재무적 투자자들의 입장에서 무상증자로 인해 증가한 보유주식 중 일부를 구주매출로 매각하는 것은 공모를 위해 기회

비용 성격으로 포기했던 배당금의 회수로 판단할 수도 있으며, 그러한 측면에서는 현명한 의사결정으로 볼 수 있다.

그러나 동시에 보는 시각에 따라서 기존 주주와 공모를 통해서 유입된 신규 주주 간의 이해상충 문제의 소지가 있을 수도 있다. IPO 이전 무상증자를 수행하게 되면 공모가격이 비례해서 낮아져야 함에도 불구하고 적정가격보다 높은 수준으로 공모되어 이를 신규 주주에게 매각함으로써 기존 주주가 상당한 시세차익을 올릴 가능성이 있다. 하지만 <그림 4>를 보면 만도의 주가는 상장일 이후 꾸준히 상승하였으며 상장 당시 공모에 참여하여 1년간 주식을 보유한 주주는 112.65%의 수익률을 달성하였다. 따라서 만도의 사례에서는 이해상충 문제로 인해 신규 주주가 피해를 입었다고 보기는 어렵다.