

증권산업에서의  
이해상충에 관한 연구 I :  
증권회사 조사분석

2003. 5

연구위원 조성훈

연구위원 정윤모

연구위원 박현수

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

증권산업에 참여하고 있는 투자자, 일반 기업 및 증권회사와 같은 경제 주체들이 자신의 목표를 추구하는 과정에서 각각의 이해관계가 서로 상충되는 경우가 발생하게 된다. 또한 투자자 중에서도 일반 개인투자자와 기관투자자의 이해가 서로 상이할 수도 있고, 조직으로서의 기업이나 증권회사의 이해와 그 구성원 개인의 이해관계가 엇갈리는 경우도 발생한다. 그리고 이러한 이해상충(conflict of interests)의 존재는 증권산업의 신뢰성과 효율성을 떨어뜨리는 결과를 초래할 수 있기 때문에 적절한 수단을 통하여 통제될 필요가 있다.

미국에서는 2000년대에 들어서면서 대형 증권회사의 조사분석, 투자은행업무 등에서의 왜곡 및 부정 사례가 계속적으로 드러나면서 증권산업의 신뢰성이 크게 추락하였다. 그리고 이러한 왜곡과 부정의 근본적 원인으로 관련 이해관계자 사이의 이해상충의 존재가 지적되었으며, 이해상충을 효과적으로 통제하고, 이로 인한 왜곡 및 부정을 방지하기 위한 제도적 개선이 이루어지고 있다.

이해상충의 존재 및 그 통제의 필요성은 한국의 증권산업에서도 예외일 수 없다. 특히 수년째 침체를 벗어나지 못하고 있는 증권시장으로 투자자들이 돌아오게 하기 위해서는 증권산업의 신뢰성을 제고하는 것이 무엇보다도 중요하며, 증권산업에서의 이해상충의 통제는 이를 위하여 가장 필요한 과제의 하나라고 하겠다.

이와 같은 필요성에 입각하여 본 연구원에서는 증권산업에서의 이해상충 문제에 관한 광범위한 연구를 수행하고 있고, 본 보고서는 그 중에서 첫 번째 단계로서 수행된 증권회사의 조사분석 및 애널리스트에 관련된 이해상충 문제를 다루고 있다. 본 보고서는 우선 증권회사의 애널리스트

가 조사분석보고서를 작성·제공함에 있어서 발생하는 이해상충 요소들에는 어떤 것들이 있으며, 그로 인하여 어떠한 왜곡이 발생할 수 있는지 분석하였다. 그리고 미국과 한국에서 실제로 발생한 사례들을 살펴보고, 이해상충을 통제하기 위한 규제 장치들을 분석한 다음, 앞으로의 발전 방향을 제시하였다. 아무쪼록 본 보고서의 내용이 한국 증권회사의 조사분석보고서의 신뢰성을 제고하고, 효과적인 규제 장치를 발전시켜 나가는데 도움이 될 수 있기를 기대한다.

본 보고서는 본 연구원의 조성훈, 정윤모 연구위원 및 박현수 연구원에 의하여 작성되었다. 이들의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 자료 수집 및 현황 분석 과정에서 귀중한 도움과 조언을 아끼지 않으신 금융감독원과 증권업협회의 관계자, 그리고 증권회사와 기관투자자의 실무 담당자 여러분께 깊은 감사의 뜻을 표한다. 그리고 본 보고서의 전체적 내용에 관한 조언을 통하여 보고서의 개선에 큰 도움을 준 본 연구원의 엄경식 박사과 자료 정리를 위하여 수고한 강대일, 이종은 연구원, 그리고 원고 정리와 편집을 담당하신 신경진 연구조원에게도 고마움을 전하고 싶다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2003년 5월

한국증권연구원

원장 박 상 용

# 목 차

---

---

I. 서론 .....	3
1. 연구의 의의 및 필요성 .....	3
2. 보고서의 범위 및 구성 .....	5
II. 조사분석 개요 및 관련 이해상충 요인 .....	9
1. 증권회사 조사분석의 의의 및 기능 .....	9
2. 조사분석 및 애널리스트 관련 이해상충 .....	12
3. 한국 증권회사의 조사분석 업무 현황 및 특징 .....	22
III. 조사분석 관련 이해상충 사례 .....	37
1. 미국의 사례 .....	37
2. 한국의 사례 .....	48
IV. 애널리스트의 이해상충에 대한 규제 .....	53
1. 미국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제 .....	54
2. 일본의 애널리스트 이해상충에 대한 규제 .....	81
3. 한국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제 .....	88
4. 시사점 .....	102

V. 개선 및 발전 방향 .....	107
1. 개선 방향 도출의 기본 원칙 .....	107
2. 구체적 개선 방향 .....	110
참고 문헌 .....	131

## 표 목 차

---

---

<표 II-1> 증권회사 조사분석보고서 투자등급 구성 .....	27
<표 II-2> 3개 증권회사의 투자등급 체계 .....	29
<표 II-3> 3개 증권회사의 조사분석 대상 기업 및 보고서 수 .....	30
<표 II-4> 3개 증권회사의 투자등급 분포 .....	31
<표 II-5> 3개 증권회사의 투자등급 변경 회수 .....	32
<표 II-6> 특수한 이해관계가 있는 조사분석 대상 기업 .....	33
<표 III-1> 증권회사별 합의금 부담 내역 .....	47
<표 IV-1> 미국의 애널리스트 이해상충 규제동향 .....	57
<표 IV-2> 각국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제 비교 .....	101
<표 V-1> SEC(2002)의 투자자 교육 자료 주요 내용 .....	123

## 약어 표

---

AIMR	Association for Investment Management and Research
NASAA	North American Securities Administrators Association
NASD	National Association of Securities Dealers
NYSE	New York Stock Exchange
Regulation AC	Regulation Analyst Certification
Regulation FD	Regulation Fair Disclosure
SEC	Securities and Exchange Commission
SIA	Securities Industry Association
SSB	Salomon Smith Barney

## Executive Summary

투자자, 일반 기업, 증권회사 등 증권산업에 참여하고 있는 경제 주체들은 각자의 상이한 목표를 추구하고 있고, 그 과정에서 서로의 이해가 상충되는 경우가 발생하게 된다. 또한 투자자 중에서도 일반 개인투자자와 기관투자자의 이해가 다를 수 있고, 조직으로서의 증권 회사의 이해와 그 구성원 개인의 사적 이해가 엇갈릴 수도 있다. 그리고 이러한 이해상충(conflict of interest)의 존재는 증권산업의 신뢰성과 효율성을 떨어뜨릴 수 있기 때문에 적절한 수단을 통해서 통제될 필요가 있다. 본 연구는 증권산업 내에 잠재하고 있는 다양한 이해상충 요인을 파악하고, 효과적인 이해상충의 통제 방향을 모색하고자 하는 목적에서 수행되고 있으며, 본 보고서는 그 중에서 첫 번째 단계로 증권회사의 조사분석(research) 및 애널리스트(analyst)를 둘러싼 이해상충 문제를 다루고 있다.

증권회사의 조사분석은 애널리스트에 의하여 수행되며, 시장에서 그 주식이 거래되고 있는 기업에 대한 분석을 통하여 가치를 평가하고 투자등급을 부여하여, 그 내용을 조사분석보고서(research report)를 통하여 투자자에게 전달하는 것이 그 기본적인 업무이다. 조사분석은 기업과 투자자간의 정보 비대칭을 감소시키고 시장의 정보 효율성을 높이는 중요한 경제적 기능을 수행한다. 또한 조사분석보고서가 투자자의 투자 의사결정에 미치는 영향이 크기 때문에 조사분석보고서의 충실성을 확보하는 것이 매우 중요하다.

증권회사의 조사분석 부서 및 애널리스트는 조사분석보고서의 충실성을 요구하는 투자자, 조사분석업무를 통한 회사 수익에의 공헌을

요구하는 증권회사 및 자연인으로서의 애널리스트의 사적 이익의 추구 등 다양한 이해관계에 둘러싸여 있으며, 이로 인한 여러 가지 형태의 이해상충 현상이 나타난다.

우선 애널리스트가 갖는 정보상의 우위를 이용한 불공정한 사적 이익의 추구 가능성이 있으며, 선행매매(front-running)는 그 대표적인 사례이다. 다음으로 증권회사 내 타 부문의 이익을 위하여 조사분석보고서를 왜곡하는 행위로서, 지난 1~2년간 미국의 대형증권회사에서 크게 문제가 되었던 투자은행업무 관계에 있는 기업에 대한 우호적 투자등급의 부여가 그 실례이다. 위탁매매수수료 수입의 증가와 관련하여 기관투자자와 일반 개인투자자에 대한 정보제공의 빈도, 시점, 질 등에서의 차별 대우도 이해상충으로 인하여 나타날 수 있는 현상이다.

이러한 이해상충이 통제되지 않으면 우선 투자자들의 피해가 발생하게 된다. 특히 이해상충으로 인한 잠재적인 조사분석보고서의 왜곡 가능성에 대한 이해가 부족한 일반 개인투자자들이 보다 큰 위험에 노출된다. 그리고 투자자의 신뢰가 상실됨에 따라 증권산업 및 자본시장이 위축되고, 자본시장의 효율적 자본배분기능이 저하되는 결과를 초래할 수 있다. 따라서 애널리스트를 둘러싼 이해상충 요인들에 대한 통제는 매우 중요하다.

실제로 미국과 한국에서 발생한 증권회사의 조사분석 및 애널리스트의 이해상충 사례를 살펴보면, 미국의 경우에는 Merrill Lynch, Citigroup 등 대형 증권회사에서의 투자은행업무의 이해관계에 따른 조사분석보고서의 왜곡이 가장 심각한 문제로 나타나고 있다. 반면 한국의 경우에는 선행매매, 조사분석자료의 공표 전 제공 및 애널리스트의 주식 거래와 같은 불공정행위가 대부분을 차지하고 있다. 아

직까지 한국 증권회사 전체 수익에서 투자은행업무가 차지하는 비중이 매우 작기 때문에 투자은행업무와의 관계에서 발생하는 이해상충은 문제가 되고 있지 않으나, 이 문제에 대해서도 사전에 대비하는 것이 필요하다.

각국은 애널리스트를 둘러싼 이해상충을 통제하기 위하여 여러 가지 형태의 규제 장치를 마련하여 운용하고 있다. 이 규제는 법적 규제, 자율규제, 그리고 윤리적 규제로 나눌 수 있으며, 윤리적 규제에서 자율규제로, 다시 법적 규제로 점차 강화되는 추세를 보이고 있다.

미국의 법적 규제는 Sarbanes-Oxley Act 및 1934년 증권거래법, 그리고 SEC의 Regulation Fair Disclosure와 Regulation Analyst Certificate로 이루어지며, 다양한 이해관계로부터의 애널리스트의 보호 및 이해관계에 대한 공시 강화를 주된 내용으로 하고 있다. 자율규제는 NASD Rule 2711 및 NYSE Rule 472가 중심이며, 차단벽의 강화, 개인적 거래의 제한, 공시의 강화가 주 내용을 이루고 있다.

일본은 법적 규제장치를 갖고 있지 않으며, 자율규제와 윤리적 규제에 의하여 애널리스트의 이해상충을 통제하고 있다. 규제의 주요 내용에는 사내 관리체제의 정비, 공시의 강화, 애널리스트의 독립성 확보, 자질 향상, 개인적 거래에 관한 규제 등이 포함된다.

한국은 증권거래법 시행령 및 금융감독위원회의 증권업 감독규정을 축으로 하는 법적 규제, 증권업협회의 규정을 중심으로 한 자율규제, 그리고 한국증권분석사협회의 강령을 중심으로 한 윤리적 규제의 3원적 규제체계를 갖추고 있다. 이들 규제가 담고 있는 주요 내용에는 선행매매의 금지, 조사분석보고서의 공표시점 공개, 중요 이해관계의 공시, 증권거래의 제한, 내부통제기준의 작성, 투자등급 및 목표주가 변동추이의 공시 등이 포함된다.

애널리스트의 본래의 기능을 위축시키지 않으면서 이해상충을 효과적으로 통제하기 위해서는 애널리스트에 대한 규율을 투자자 및 시장이 담당하고, 법규를 통해서 효과적인 시장 규율의 도구를 마련해주는 방향이 바람직하다. 이러한 원칙에 입각한 애널리스트의 이해상충 통제를 위한 첫 번째 개선 방향으로는 공시의 강화를 들 수 있다. 구체적으로는 미국과 같이 조사분석보고서의 정확성과 객관성을 담보하기 위한 애널리스트의 인증제도를 도입하고, 애널리스트의 보수를 공시하여 특정 투자은행업무와 관련된 보수의 지급은 금지하고, 전체 투자은행업무의 성과에 따라 지급되는 보수는 공시하도록 한다. 또한 특정 기업에 대한 조사분석을 중단하는 경우에는 그 사실을 공시하도록 한다. 두 번째로는 증권거래법에 애널리스트에 대한 포괄적 규제의 근거를 마련하는 것이다. 세 번째로는 애널리스트 및 증권회사의 민사상의 손해배상책임을 강화하는 것으로, 왜곡된 조사분석보고서로 인하여 피해를 입은 투자자들이 부담하는 입증책임을 애널리스트나 증권회사에게로 전환하거나 완화해 주는 특칙을 증권거래법에 마련하는 것을 고려해볼 수 있다. 네 번째로는 투자자들이 자신을 지킬 수 있는 능력을 배양하고, 시장 규율의 효과성을 제고하기 위한 투자자 교육의 강화이며, 이는 일차적으로 공적 규제기관이 담당해야 할 것으로 판단된다. 마지막으로 내부 부문간, 특히 투자은행업무와의 차단벽을 강화하고, 실효성을 확보하는 것이 중요하다.

## 1. 서론

---

1. 연구의 의의 및 필요성
2. 보고서의 범위 및 구성



# I. 서론

## 1. 연구의 의의 및 필요성

증권산업에는 투자자, 일반 기업, 증권회사 등의 다양한 경제주체들이 각자의 다양한 목표를 추구하면서 참여하고 있다. 그리고 이들이 자신의 목표를 추구하는 과정에서 발생하는 상호간의 이해관계는 서로 같은 방향으로 일치할 수도 있지만, 상충되는 경우도 발생하게 된다. 투자자 중에서도 일반 개인투자자와 기관투자자의 이해가 서로 상이할 수도 있고, 조직으로서의 일반 기업이나 증권회사의 이해와 구성원 개인의 사적 이해가 엇갈릴 가능성도 있다. 그리고 이러한 이해상충(conflict of interests)의 존재는 증권산업의 신뢰성과 효율성을 떨어뜨리는 결과를 초래할 수 있기 때문에 적절한 수단을 통하여 통제될 필요가 있다. 본 연구는 증권산업 내에 존재하는 다양한 이해상충 현상을 파악하고, 그에 대한 효과적인 통제 방향을 모색하고자 하는 노력의 첫 번째 단계로서 수행된 것으로, 증권회사의 조사분석(research) 부문 및 애널리스트(analyst)의 이해상충 문제를 다루고 있다.

2002년에 미국의 증권산업에서 가장 관심과 논쟁의 초점이 되었던 이슈 중 하나는 증권회사의 조사분석 부문 그리고 애널리스트의 독립성에 관한 것이었다. 뉴욕주 검찰을 중심으로 한 조사 결과 Merrill Lynch, Citigroup 등 유수 증권회사의 유명 애널리스트들이 지난 수년간, 특히 “인터넷 버블”의 기간 동안 조사분석 대상 기업의 가치에 대하여 자신의 진정한 견해와는 달리 훨씬 호의적인 내용의 조사분석보고서(research report)를 지속적으로 발행하여 왔음이 밝혀졌다. 그리고 이는 해당 증권회사 및 애널리스트에 대한 여러 가지 형태의 조치 부과 및 애널리스트 관련 제도 변경의 계기가 되었다. 한국에서도 사안의 내용에는 차이가 있

#### 4 증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 I: 증권회사 조사분석

지만, 애널리스트와 관련된 불공정 행위가 감독당국에 의하여 적발되고, 이에 따라 징계 조치가 내려진 바가 있다.

미국과 한국에서 발생한 일련의 사건들은 그 내용상으로는 차이가 있지만, 애널리스트가 다양한 형태로 당면하고 있는 이해상충의 결과라는 점에서 공통점이 있다. 애널리스트에게 기업에 대한 정확한 조사분석 정보를 요구하는 투자자의 이해와 애널리스트가 회사 전체적인 이익에 기여하기를 요구하는 증권회사의 이해, 그리고 개인적 이익을 추구하는 자연인으로서의 애널리스트 본인의 이해는 서로 일치하는 경우도 있지만, 상충되는 경우도 많다. 그리고 각각의 이해가 상충되는 경우 애널리스트가 누구의 이해관계에 따라 자신의 조사분석 업무를 수행하는가의 문제는 조사분석보고서의 내용에 직접적인 영향을 미친다. 애널리스트가 작성하는 조사분석보고서는 투자자의 투자의사결정에 큰 영향력을 행사하고 있으며, 투자자 보호 및 증권산업의 신뢰성 제고라는 측면에서 매우 중요한 역할을 담당하고 있다. 따라서 애널리스트를 둘러싼 잠재적인 이해상충 요인들을 정확하게 이해하고, 이를 적절하게 통제하는 것은 증권산업의 발전을 위하여 매우 중요한 과제이다.

한국에서는 공개되기 전의 정보를 이용한 불공정거래 및 조사분석 정보의 공개 전 제공의 사례가 보고되어 있는 반면, 미국과 같은 조사분석보고서의 체계적인 왜곡 사례는 아직까지는 드러나고 있지 않다. 그러나 증권산업이 선진화되고, 특히 투자은행업무의 중요성이 점차로 증대될 것으로 예상되는 현 시점에서, 다양한 잠재적 이해상충 요인들을 파악하고, 그에 대한 적절한 통제 방안을 모색하는 것은 발생 가능한 문제들을 사전에 예방하는 차원에서 매우 필요하며, 본 연구는 이와 같은 필요성에 입각하여 수행되었다.

## 2. 보고서의 범위 및 구성

본 보고서는 “매도측(sell-side)”, 즉 증권회사의 조사분석 부문 및 그 애널리스트로 연구 대상을 국한한다. “매수측(buy-side)” 애널리스트의 조사분석 자료는 주로 기관투자자의 투자자산 운용이라는 내부적 목적을 위하여 활용되며, 일반 투자자들의 투자의사결정에 미치는 영향력은 크지 않다.<sup>1)</sup> 그리고 한국에서 미국에서와 같은 의미의 “독립(independent)” 애널리스트는 아직까지는 사실상 존재하지 않는다고 볼 수 있다. 또한 유사 투자자문회사의 투자정보 제공이나, 소위 “사이버 애널리스트”의 문제는 그 본질상 이해상충보다는 불공정거래 및 시세조종행위로서의 성격이 강하다고 판단되어 본 보고서의 연구 대상에서 제외하였다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 증권회사 조사분석 및 애널리스트의 의의 및 기능을 소개하고, 이와 관련된 이해상충 요인들을 설명한다. 아울러 애널리스트의 이해상충에 대한 학술적 연구를 개관한다. 또한 한국 증권회사의 조사분석 업무 현황을 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 2002년에 미국과 한국에서 발생한 주요한 애널리스트 관련 이해상충 사례를 소개하여, 애널리스트를 둘러싼 이해상충이 현실에서 어떠한 형태로 나타나는지를 분석한다. 제Ⅳ장에서는 이러한 애널리스트의 이해상충 문제를 통제하기 위한 현행의 제도적 틀을 알아보고, 제Ⅴ장에서 향후의 개선 및 발전 방향을 제시한다.

---

1) “매도측”, “매수측”, “독립”의 의미는 Ⅱ장에서 설명한다.



## II. 증권회사 조사분석 개요 및 관련 이해상충 요인

---

1. 증권회사 조사분석의 의의 및 기능
2. 조사분석 및 애널리스트 관련 이해상충
3. 한국 증권회사의 조사분석 업무 현황 및 특징



## II. 증권회사 조사분석 개요 및 관련 이해상충 요인

### 1. 증권회사 조사분석의 의의 및 기능

증권회사 조사분석(research)의 기본적인 기능은 시장에서 주식이 거래되는 기업들을 조사·분석하고, 그 결과로 얻어진 정보를 토대로 이들 기업의 가치를 평가하여 투자등급 혹은 매매권유(recommendation)를 부여하며, 이러한 내용들을 조사분석보고서(research report)를 통하여 투자자들에게 전달하는 것이다. 개별 기업에 대한 분석 이외에 산업 및 경제 전반에 대한 분석 역시 조사분석의 업무에 포함된다. 그리고 이러한 조사분석 업무를 담당하는 전문 인력을 애널리스트(analyst)라고 부른다.

애널리스트는 다음의 세 가지로 구분될 수 있다. 첫째, “매도측(sell-side)” 애널리스트는 증권회사(미국의 경우 full-service broker-dealers)에 고용되어 조사분석 업무를 수행하고, 조사분석보고서를 통하여 자사의 고객인 투자자들에게 매매권유를 하는 애널리스트를 가리킨다. 둘째, “매수측(buy-side)” 애널리스트는 투자자, 그 중에서도 기관투자자에 고용된 애널리스트를 말하며, 기관투자자의 자산 운용과 관련하여 매입 종목에 대한 분석을 수행한다. 마지막으로 “독립(independent)” 애널리스트는 원칙적으로 매도측(즉 증권회사)이나 매수측(즉 기관투자자)과의 관련이 없이 독자적으로 조사분석을 수행하며, 조사분석보고서를 특정 고객에게 정기구독(subscription)을 통하여 판매하는 애널리스트를 가리킨다. 미국에서는 특히 투자은행업무의 수행 여부를 “독립”의 기준으로 본다. 따라서 위탁매매업무와 조사분석업무만을 수행하는 경우도 “독립적” 조사분석으로 간주한다.<sup>2)</sup> 이 중에서 매수측 애널리스트의 조사분석 결과는 자사의

2) 이러한 형태의 대표적인 예로서 Sanford C. Bernstein & Co.를 들 수 있다. 이 회사는 조사분석의 정확성과 객관성에서 매우 높은 평가를 받고 있고,

자산 운용이라는 내부적 목적을 위하여 활용되며, 한국에서 독립 애널리스트는 사실상 거의 존재하지 않는다. 반면 매도측 애널리스트의 조사분석보고서는 다수의 투자자들에게 전파되고, 따라서 시장에 미치는 영향력이나 파급 효과가 크기 때문에 매수측 애널리스트나 독립 애널리스트에 비하여 보다 많은 관심의 대상이 된다. 따라서 애널리스트라고 하면 매도측 애널리스트를 의미하는 것으로 일반적으로 받아들여지고 있으며, 본 보고서에서도 별도의 언급이 없는 한 애널리스트는 매도측 애널리스트를 의미하는 것으로 한다.

애널리스트의 조사분석 활동은 시장에서 거래되는 기업들의 가치에 관한 정보를 전문적으로 수집하고 분석하여 시장참여자, 특히 투자자들에게 전달함으로써 기업과 투자자 사이에 존재하는 정보 비대칭(information asymmetry)을 줄이는 중요한 경제적 기능을 수행한다. 투자자들이 시장에서 거래되는 모든 기업들의 진정한 본질적 가치를 알 수는 없기 때문에, 기업과 투자자 사이에는 어느 정도 정보 비대칭이 존재하게 된다. 그리고 정보 비대칭의 존재는 시장에서 평가되고 결정되는 기업가치의 왜곡을 초래하는 원인이 된다. 정보 비대칭이 심화됨에 따라 시장에서 자신의 진정한 가치를 평가받지 못하는 기업은 그 시장을 떠날 수밖에 없게 되고, 시장에 대한 투자자의 신뢰가 지속적으로 상실됨으로써 시장의 위축이 초래된다. 그런데 투자자들, 특히 일반 개인투자자들이 기업의 진정한 가치에 대한 정보를 적극적으로 수집하고, 분석할 수 있는 능력은 매우 제한적이다. 증권회사의 조사분석 부문 그리고 애널리스트들의 분석보고서는 기업의 진정한 가치에 대한 전문적인 분석 및 평가를 투자자들에게 전달함으로써 이러한 정보 비대칭을 감소시키고, 그에 따라 시장의 정보 효율성, 즉 시장에서 형성되는 주가가 그 기업의 진정한 가치를 반영하는 정도를 높이는 중요한 기능을 수행한다.

---

따라서 규모에 비하여 시장에 미치는 영향력은 상당히 큰 것으로 알려져 있다.

어떤 주식을 조사분석 대상으로 하는 애널리스트의 수는 그 시장에서  
의 정보 생산과 연계되어 있다는 연구(Llorente et al.(2002)) 및 어떤 주식을  
조사분석 대상으로 하는 애널리스트의 수가 증가할수록 시장의 정보  
비대칭의 정도가 감소하고, 역선택에 따른 비용(adverse selection costs)이  
줄어든다는 연구(Brennan and Subrahmanyam(1995), Easley et al.(1998))  
들은 시장에서 애널리스트가 담당하는 경제적 기능에 대한 학술적 증거를  
제시해 주고 있다.

투자자들은 기업의 가치에 대한 판단 및 투자의사결정을 내리는 데 있  
어서 여러 가지 정보에 의존하게 되며, 그 중에서도 증권회사가 제공하는  
애널리스트의 분석보고서는 가장 중요한 정보원 중의 하나이다. 따라서  
분석보고서가 투자자의 투자의사결정에 미치는 영향이 크고, 이것은 다시  
투자자의 부(wealth)에 영향을 미치기 때문에 분석보고서의 충실성  
(integrity)을 확보하는 것은 투자자 보호 및 자본시장의 양적·질적 성장  
이라는 측면에서 매우 중요하다.

애널리스트는 투자자에게 정보를 전달하는 역할을 하는 동시에, 자신  
을 고용하고 있는 회사의 수익 증대를 위하여 일해야 한다는 양면성을 갖  
고 있다. 거의 대부분의 증권회사에서 조사분석보고서는 회사의 고객인  
투자자들에게 무료로 제공되며, 따라서 조사분석 부문은 독자적으로 수익  
을 창출하지 못한다. 그럼에도 불구하고 증권회사가 조사분석 부문을 설  
치하고, 애널리스트를 고용하여 조사분석보고서를 발간함으로써 기대하는  
것은 1차적으로 조사분석보고서의 매매권유에 따른 투자자들의 거래를 유  
치하여 위탁매매수수료(brokerage commission) 수입을 증가시키는 것이  
라고 볼 수 있다. 이 외에 증권회사는 애널리스트의 분석 자료를 자사의  
투자은행업무(investment banking) 및 자기매매(proprietary trading)의 수  
행을 위한 참고자료로 활용하기도 한다.

## 2. 조사분석 및 애널리스트 관련 이해상충

전술한 바와 같이 조사분석의 기본적인 기능은 투자자들에게 기업의 가치에 대한 정확한 정보를 제공함으로써 이들의 투자 의사결정을 돕는 것이다. 그러나 증권회사의 조사분석 부문 및 소속 애널리스트의 업무에는 투자자 이외에 다수의 이해관계자가 관련된다. 투자자들은 최선의 투자의사결정을 통하여 자신의 투자수익을 극대화할 목적으로 애널리스트에게 기업의 가치에 대한 충실한 정보를 요구한다. 애널리스트를 고용하고 있는 증권회사는 투자은행업무, 위탁매매업무, 자기매매 등을 모두 포함한 회사 전체의 이익을 추구하고, 애널리스트들이 이러한 회사의 이익 추구에 기여할 것을 기대한다. 또한 애널리스트는 자연인으로서 자신의 사적인 이익을 추구하고, 이러한 각자의 이해관계는 서로 일치할 수도 있지만, 서로 상충되는 경우도 많다. 그리고 애널리스트가 이 중에서 누구의 이해에 따라 조사분석 업무를 수행하느냐에 의하여 조사분석보고서의 내용이 영향을 받을 수 있으며, 이는 조사분석의 기본적인 기능을 저해할 수 있다. 이하에서는 증권회사의 조사분석 부문 및 애널리스트와 관련된 잠재적 이해상충 요인들에는 어떤 것들이 있는지를 파악하고, 이해상충의 존재가 어떠한 형태로 나타나는가를 논의한 다음, 이와 관련된 대표적인 실증적 연구들을 소개한다.

### 가. 주요 이해상충 요인<sup>3)</sup>

#### 1) 정보 우위를 이용한 불공정한 사적 이익의 추구

애널리스트는 자신의 업무를 수행하는 과정에서 일반 투자자들에 비하

---

3) 관련 문헌으로는 Levitt(2002), SEC(2002), FSA(2002, 2003) 등이 있다.

여 기업에 관한 중요한 정보를 더 많이, 그리고 더 빨리 획득할 수 있는 위치에 있으며, 이러한 정보 우위를 이용하여 자신의 사적 이익을 추구할 유인을 가질 수 있다. 가장 대표적인 형태는 특정 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 정보를 입수하고, 조사분석보고서를 통하여 그 정보를 투자자들에게 전달하기 전에 그 정보에 근거하여 주식을 매매하는 행위이다.<sup>4)</sup> 물론 여기에는 애널리스트 자신 뿐 아니라 가족, 친지 등에게 공개되지 않은 정보를 먼저 제공하여 부당한 이익을 취할 수 있도록 하는 행위도 포함된다.

또한 자신이 개인적으로 보유하고 있는 주식에 대하여 우호적인 내용의 조사분석보고서를 발행하여 주가를 높인 다음, 자신은 그 주식을 매도하여 차익을 취하거나,<sup>5)</sup> 특정 기업에 대하여 불리한 내용의 조사분석보고서를 발행하여 주가를 낮춘 다음, 그 주식을 매입하는 행위의 가능성도 있다.

## 2) 회사 내 타부문의 이익을 위한 조사분석보고서의 왜곡

앞에서 언급한 바와 같이 증권회사의 조사분석 부문은 독자적인 수익을 창출하지 못하기 때문에 타 부문으로부터 재정적으로 보조를 받고 있다. 따라서 애널리스트들에 대한 보상 역시 애널리스트의 산출물인 조사분석보고서가 창출하는 수익이 아닌 타부문의 수익에 의하여 이루어지게 된다. 이러한 환경 하에서 애널리스트들의 유인 체계가 자신이 작성하는 조사분석보고서의 충실성 제고에만 맞춰지기를 기대하기는 곤란하며, 회사 내 타 부문의 필요나 요구에 따라 조사분석보고서의 내용이 왜곡될 가능성이 존재한다. 증권회사의 입장에서도 애널리스트에 대한 평가 및 보상의 기준을 오로지 조사분석보고서의 충실성에만 두지 않고, 타 부문에의 공헌도를 고려할 유인이 있는 것이다.

4) 이러한 행위를 “선행매매(front-running)”라 한다.

5) 이러한 행위를 “scalping”이라 한다.

미국 증권회사의 경우 1975년에 위탁매매수수료가 자율화되면서 촉발된 수수료 인하 경쟁으로 위탁매매 부문의 수익성이 저하됨에 따라, 위탁매매수수료만으로는 조사분석 부문을 보조하기 어렵게 되었다. 동시에 투자은행업무가 대형(소위 full-line) 증권회사의 핵심적 수익 부문으로 등장하게 됨에 따라,<sup>6)</sup> 조사분석 부문을 투자은행업무 부문의 수익으로부터도 재정적으로 보조를 받게 되었으며, 애널리스트에게 지급되는 보상의 상당 부분이 투자은행업무 부문의 수익으로 충당되게 되었다(Levitt(2002)). 이러한 연유로 투자은행업무 부문의 이해에 따라 애널리스트의 조사분석보고서가 영향을 받을 가능성에 대한 우려가 제기되었고, 실제로 그러한 왜곡이 발생하였음이 최근 수년에 걸쳐 드러나고 있다.

미국의 대형 증권회사에서 투자은행업무는 수익성이 높은 핵심적 업무영역으로서, 고객 기업과의 지속적인 업무관계를 형성하고 유지하는 것이 매우 중요하다. 따라서 투자은행업무를 유치하고 기존의 업무관계를 유지하기 위하여 증권회사는 자사의 애널리스트에게 고객 기업에 대한 조사분석을 실시하고, 우호적인 분석보고서를 발행하도록 영향력을 행사할 유인이 있다. 또한 대상 기업 역시 신주 발행에 있어서 주간사회사로 선정해주는 것과 같은 투자은행업무의 수입을 구실로 하여 증권회사에게 자사에 대한 조사분석보고서를 호의적으로 작성하도록 압력을 행사할 수도 있다. 미국의 경우, 조사분석보고서가 작성되어 발표되기까지의 내부 검토 및 보고 계통상에 투자은행업무 부문이 포함되어 조사분석보고서의 발표 전에 이 부문의 검토를 거쳐 내용이 수정되거나, 대상 기업이 사전에 내용을 검토하여 의견을 제시하고, 보고서 내용의 수정을 요구하는 경우도 있음이 알려져 있다.<sup>7)</sup> 정확한 조사분석보고서의 작성을 위한 통계수치 등 사실 확인의 경우 조사분석 대상 기업이 일부 내용을 검토하는 것이 인정

6) 2000년을 기준으로 미국 증권회사에서 투자은행업무(인수, M&A 등) 수수료 수익은 전체 영업수익의 47.5%를 차지하고 있다(김형태 외(2002)).

7) Attorney General of the State of New York(2002a)

될 수도 있지만, 보고서의 기본적 내용이나 투자등급에 대상 기업의 영향이 미치게 되면 이는 조사분석보고서의 객관성과 충실성을 저해한다.

특히 IPO나 유상증자 공모의 인수업무 수행에 있어서, 발행기업이 매우 우량한 기업임을 투자자들에게 인식시켜, 소위 “hot deal”을 만들기 위하여 애널리스트의 조사분석보고서가 동원될 가능성도 있다. 투자자들이 공모를 “hot deal”로 인식하게 되면, 공모가격을 보다 높게 책정하여 발행기업은 자금조달 금액을 증가시킬 수 있고, 주관사회사를 맡은 증권회사는 인수수수료 수입을 증가시킬 수 있다. 또한 인수한 주식이 최종 투자자들에게 원활하게 매각되지 않을 위험도 낮아진다. 따라서 인수업무를 수행하는 부문은 조사분석보고서를 공모주식의 유용한 마케팅 수단으로 활용하고, 경우에 따라서는 발행회사에 대하여 실제보다 훨씬 우호적으로 왜곡된 조사분석보고서의 작성을 애널리스트에게 요구할 유인이 있는 것이다.<sup>8)</sup> 그리고 자신에 대한 평가 및 보상이 투자은행업무에의 공헌도와 연계되어 결정되는 애널리스트로서는 자신의 진정한 판단이나 소신과는 상이한 내용의 조사분석보고서를 발표할 가능성이 있다.

미국에서는 투자은행업무와의 이와 같은 관계가 애널리스트의 독립성을 위협하는 가장 심각한 이해상충 요인으로 인식되어 왔으며, 주요 증권회사들은 이러한 이해상충을 방지하기 위하여 조사분석 및 위탁매매 부문과 투자은행업무 부문 사이에 차단벽(Chinese Wall)을 설치하여 인력과 정보의 흐름을 차단하고 있다고 주장하여 왔다. 그러나 2001년에서 2002년에 걸쳐 뉴욕주 검찰총장 Eliot Spitzer에 의하여 이루어진 Merrill Lynch, Citigroup 등 주요 대형 증권회사에 대한 조사를 통하여 차단벽이 이해상충을 방지하는 효과가 없었으며, 투자은행업무 부문의 이해에 따라 실제로 조사분석보고서가 왜곡되어 왔다는 사실이 밝혀지게 되었고, 이에 따라 규제상의 많은 조치가 이루어졌다.<sup>9)</sup>

8) 이러한 목적으로 발행되는 조사분석보고서를 “booster shot”이라 한다.

미국과는 달리 한국에서는 상대적으로 이러한 문제가 덜 심각한 것으로 보인다. 한국 증권회사의 영업수익에서 투자은행업무가 차지하는 비중은 2.8% 정도의 수준으로(김형태 외(2002)), 애널리스트를 동원하여 투자은행업무를 지원하게 할 유인이 미국 증권회사와 같이 강하지 않다. 그러나 대형 증권회사의 투자은행으로의 발전이 논의되고 있고, 향후 실제로 투자은행업무 중심의 증권회사가 등장할 경우 이 문제는 중요한 애널리스트의 이해상충 요인으로 등장할 수 있다.

투자은행업무 이외에 증권회사의 자기매매와 관련해서도 증권회사가 현재 보유하고 있는 주식에 대한 투자등급을 실제보다 높게 부여함으로써 고가 매각을 가능하게 하거나(scalping), 애널리스트가 입수한 정보를 조사분석보고서를 통하여 투자자들에게 공개하기 전에 그 정보를 이용하여 주식을 매매하여 회사의 이익을 추구하는 행위(선행매매) 역시 증권회사 내 타 부문과 조사분석 부문과의 이해상충으로 인하여 발생할 가능성이 있는 문제들이다.

### 3) 약정고 제고와 관련한 투자자들간의 차별적 대우

앞에서 서술한 바와 같이 증권회사의 조사분석 부문은 당초 조사분석 보고서의 매매권유를 통하여 투자자들의 주식 거래를 유발하고, 이 거래를 자사의 위탁매매 부문에서 처리함으로써 위탁매매수수료 수입을 증대시키려는 목적으로 시작되었다. 투자자들은 각 증권회사가 발행한 조사분석보고서를 비롯한, 애널리스트가 제공하는 각종의 정보에 입각하여 매매거래 의사결정을 내리고, 이 매매의 체결을 증권회사에 위탁한다. 이 때에 일반적으로 투자자는 자신의 투자 의사결정에 가장 유용했고, 많은 도움을 주었다고 판단되는 조사분석 자료를 낸 증권회사에 자신의 매매 체결을

---

9) Merrill Lynch와 Citigroup의 사례는 III장에서 상세하게 소개한다.

위탁한다.<sup>10)</sup> 따라서 증권회사의 입장에서는 투자자들의 매매 위탁을 유치하기 위하여 경쟁을 벌이게 되고, 이것이 조사분석보고서를 비롯한 전체적인 조사분석 서비스의 질을 제고하는 중요한 원동력이 된다. 동시에 증권회사는 자사의 위탁매매 영업에 도움이 되지 않는 투자자에게는 조사분석 서비스를 제공할 유인이 없으며, 따라서 대부분의 증권회사는 자사에 위탁매매 계좌를 개설하고 있는 고객에 한정하여 조사분석 자료를 제공한다.<sup>11)</sup>

증권회사는 투자자 고객들 중에서도 조사분석 서비스의 제공을 통한 위탁매매수수료 수입 증가 효과가 큰 고객, 즉 매매거래의 규모가 큰 대형 투자자를 상대적으로 우대할 유인이 있다. 그리고 이러한 대형 투자자는 대부분 기관투자자이므로, 결국 이는 기관투자자와 일반 개인투자자 간의 차별적 대우라는 문제로 이어지게 된다. 즉 제공되는 조사분석 정보의 질, 정보 제공의 빈도, 정보 제공 시점, 정보 제공 방법상의 고객지향성 정도 등에서 기관투자자들이 일반 개인투자자보다 우대를 받게 되는 것이다. 또한 기관투자자들은 다수의 증권회사에 위탁매매 계좌를 동시에 개설하고 있으므로, 기관투자자들을 대상으로 한 위탁매매 시장은 각 증권회사의 조사분석 서비스가 가장 직접적으로 경쟁하는 시장이 된다.

증권회사(즉 매도측) 애널리스트가 기관투자자를 우대하게 되는 유인은 매년 실시되어 발표되는 애널리스트에 대한 시장의 평가, 즉 “베스트 애널리스트”의 선정이 기관투자자의 펀드매니저들에 의하여 이루어진다는 사실로 인하여 더욱 강화된다. 베스트 애널리스트로의 선정 여부 및 애

10) 물론 이것만이 매매위탁 증권회사 선정의 기준은 아니며, 위탁매매 서비스의 질 역시 고려한다. 최근에는 조사분석보고서의 중요성이 높아지는 추세이다.

11) 외국의 주요 증권회사들은 대형 기관투자자 고객들에게 e-mail을 통하여 조사분석보고서를 제공하고 있으며, 한국의 증권회사들은 대부분 자사에 위탁매매 계좌를 개설한 고객에 한하여 웹사이트상의 조사분석 자료에의 접근을 허용하고 있다.

널리스트 중에서의 순위는 애널리스트 본인의 보상 및 경력에 중대한 영향을 미치기 때문에, 애널리스트로서는 기관투자자들에게 가능한 한 최선의 서비스를 제공하려고 노력하게 된다.

#### 4) 기타 유형

조사분석 대상 기업이 자신에 대한 조사분석 내용에 영향력을 행사하는 경우, 이는 애널리스트의 독립성을 위협하는 중요한 이해상충 요인이 된다. 특히 자신에 대한 부정적인 조사분석보고서(주로 투자등급의 하향 조정)가 발표되는 경우 해당 기업은 다양한 형태로 증권회사 및 애널리스트에게 영향력을 행사할 가능성이 있다. 앞서 투자은행업무와의 이해상충에서 서술한 바와 같이 해당 기업은 증권회사와의 투자은행업무 관계를 중단하겠다고 위협하여, 투자은행업무 부문을 통하여 조사분석보고서의 내용을 변경시킬 수도 있고, 애널리스트에 대한 기업 정보의 제공을 중단함으로써 애널리스트의 조사분석 활동에 제동을 걸 수도 있다.<sup>12),13)</sup>

애널리스트가 소속되어 있는 증권회사의 최고경영자 혹은 지배주주가 자신의 사적인 이익을 추구하기 위하여 자사 애널리스트에게 영향력을 행사하여 조사분석보고서의 내용을 왜곡할 가능성도 존재한다. 사적 이익에는 자신이 보유한 주식의 고가 매각과 같은 형태 이외에도, III장에서 소개

---

12) 기업설명회나 전화회의(conference call)에 문제가 되는 특정 애널리스트를 배제하는 것이 일반적인 형태이며, 이를 “penalty box”라 한다.

13) 이 문제에 대해서는 애널리스트 측의 인식과 기업 측의 인식에 상당한 차이가 있다. 미국에서의 조사 결과, 부정적인 내용의 조사분석보고서가 발표된 경우 예상되는 해당 기업의 반응에 대하여 애널리스트 측에서는 단지 11.6%만이 의사소통과 정보접근을 확대할 것으로 예상하고, 88.4%가 여러 가지 형태의 부정적인 반응을 예상한 반면, 기업 측에서는 33.7%가 의사소통과 정보접근을 확대함으로써 자사에 대한 부정적 인식을 해소하겠다고 응답하였다(Institutional Investor Research Group(2002)).

하는 Citigroup의 AT&T사에 대한 투자등급 부여와 관련된 Sanford Weill(CEO)과 Jack Grubman(애널리스트) 간의 관계에 이르기까지 다양한 유형이 있을 수 있다.

### 나. 이해상충의 통제 필요성

이상에서 논의한 증권회사의 조사분석 부문, 구체적으로는 애널리스트와 관련된 여러 유형의 이해상충 요인의 존재가 가져오는 일차적인 문제는 이러한 이해상충이 투자자에게 제공되는 조사분석보고서의 내용을 왜곡하여 결과적으로 투자자에게 피해를 입힐 가능성이 있다는 점이다. 투자자들의 투자의사결정에 있어서 애널리스트의 조사분석보고서가 미치는 영향력은 상당히 크기 때문에, 투자자 보호의 차원에서 애널리스트의 이해상충 문제는 중요하게 인식되어야 한다. 투자자 중에서도 기관투자자는 독자적인 조사분석 역량(즉 매수측 애널리스트)을 보유하고 있고, 증권산업 및 투자 업무에 많은 경험을 지니고 있는 전문 인력으로 구성되어 있다. 따라서 애널리스트가 처할 수 있는 잠재적 이해상충 요인 및 그 요인들이 조사분석보고서의 내용에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지를 잘 이해하고, 그에 따라 조사분석보고서의 내용을 적절하게 해석하여 투자의사결정을 내릴 수 있다. 그러나 일반 개인투자자들은 이러한 능력을 갖추기가 어렵기 때문에 왜곡된 조사분석보고서로 인하여 발생할 수 있는 피해에 보다 직접적으로 노출되어 있다.

애널리스트와 관련된 잠재적 이해상충 요인들이 적절하게 통제되지 못하여 결과적으로 조사분석보고서가 왜곡된다는 것은 곧 투자자들이 시장에서 주식이 거래되는 기업들의 진정한 가치를 평가하는 데 이용되는 정보가 왜곡된다는 것을 의미한다. 이는 자본시장에 대한 투자자들의 신뢰를 저하시키고, 투자자들의 자본시장 이탈을 초래하여 자본시장의 위축을

가져올 수 있다. 또한 증권산업의 평판이 저하되고, 그 결과 증권산업이 자신의 사업기반을 스스로 좁히는 결과를 초래할 가능성이 있다.

또한 조사분석보고서의 왜곡은 자본시장의 효율적인 자본배분기능을 저해한다. 즉 기업의 본질적인 내용이 좋은 기업에게 자본이 배분되는 것이 아니라, 증권회사 혹은 애널리스트와 밀접한 관계를 맺고 있거나 강력한 영향력을 행사할 수 있는 기업으로 자본이 배분되는 현상이 발생하며, 부당하게 자본을 배분받지 못하는 우량 기업은 그 자본시장을 떠날 수밖에 없게 된다. 그리고 이러한 과정의 반복은 결국 자본시장의 위축 및 붕괴로 이어질 수도 있다. 따라서 투자자 보호와, 자본시장 및 증권산업의 건전한 발전을 위하여 증권회사의 조사분석과 관련된 이해상충 요인은 적절한 방법을 통하여 통제될 필요가 있다.

#### 다. 조사분석 이해상충에 관한 학술적 증거

증권회사의 애널리스트가 작성, 발표하는 조사분석보고서의 내용이 애널리스트를 둘러싸고 있는 여러 가지 이해상충 요인의 영향을 받을 가능성은 오래 전부터 제기되어 왔고, 이에 따라 미국에서는 이 문제에 관하여 다수의 학술연구들을 통하여 실증적인 증거가 축적되어 있다.

Lin and McNichols(1998)는 인수업무의 주간사 혹은 공동간사로서 분석 대상 기업과 관계를 맺고 있는 증권회사 애널리스트의 성장 예측 및 투자등급이 인수업무 관계가 없는 증권회사 애널리스트의 성장 예측과 투자등급보다 통계적으로 유의한 정도로 더 호의적임을 발견하였고, 이는 주간사 관계에 있는 증권회사의 애널리스트가 전체적으로 과도하게 낙관적임을 보여주는 증거라고 주장하였다. 또한 투자등급의 부여에 있어서 주간사 관계에 있는 증권회사의 애널리스트가 그렇지 않은 애널리스트보다 “매도(sell)” 등급을 전략적으로 회피하고 있다는 사실을 발견하였다.

Dechow, Hutton and Sloan(1999)은 매도측 애널리스트의 조사분석 대상 기업에 대한 장기성장 예측이 해당 기업의 주식 발행을 전후하여 체계적으로 낙관적임을 발견하였다. 그 중에서도 특히 주간사회사 애널리스트의 예측이 가장 낙관적이다. 주식 발행 후에는 다른 증권회사 애널리스트에 비하여 주간사회사 애널리스트가 가장 높은 성장 예측치를 부여한 기업의 주가가 가장 부진한 실적을 나타냈다. 또한 주간사회사에 지불되는 수수료 수준과 그 회사 애널리스트의 성장 예측 사이에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있음도 발견하였다.

Easterwood and Nutt(1999)은 증권회사 애널리스트들이 조사분석 대상 기업에 대한 부정적인 정보에는 과소 반응(underreaction)을 보이고, 긍정적인 정보에는 과대 반응(overreaction)을 보인다는 사실을 발견하였고, 이는 애널리스트들이 정보에 대하여 체계적으로 낙관적인 반응을 보인다는 증거라고 주장하였다.

Michaely and Womack(1999)은 IPO 주간사업무를 맡은 증권회사 애널리스트의 투자등급을 조사하였다. 소위 “발간금지기간(quiet period)”<sup>14)</sup>이 끝난 후 1개월 동안 주간사회사의 애널리스트는 타 증권회사의 애널리스트에 비하여 “매수(buy)” 권유를 약 50% 더 많이 한다는 것을 발견하였다. 그리고 권유의견이 발표되기 전(pre-recommendation) 30일간의 주가 움직임을 분석한 결과, 주간사회사 애널리스트 권유의 경우에는 주가가 하락했고, 타 증권회사 애널리스트 권유의 경우에는 주가가 상승했었음을 발견하였다. 또한 권유의견 발표에 대한 시장의 반응도 상이하여 주간사회사 권유의 경우 초과수익률이 2.7%임에 반하여, 타 증권회사 권유의 경우 4.4%의 초과수익률을 나타냈다. 이들은 이러한 결과들이 증권회사가 조

---

14) IPO에 있어서 공모주식의 최초 거래일을 전후하여 일정 기간 동안 인수업무를 담당하는 증권회사는 투자설명서(prospectus)에 포함된 것 이외의 발행기업에 관한 내용을 담은 조사분석보고서를 비롯한 일체의 마케팅 자료를 작성, 발표할 수 없으며, 이 기간을 발간금지기간이라 한다.

사분석 대상 기업의 주간사회사인지의 여부가 투자등급 부여에 있어서의 편향(bias)과 직접적으로 관련되어 있음을 나타내는 증거라고 주장하였다.

Hong and Kubik(2003)은 애널리스트의 예측 정확성과 경력 상승과의 관계를 분석하였다. 여기에서 경력 상승이라 함은 보다 유명한 대형 증권회사로 이직하는 것을 의미한다. 전반적으로 예측의 정확성은 애널리스트의 경력 상승과 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났으나, 정확성의 정도를 통제하고 나면, 다수의견보다 더 낙관적인 예측을 하는 애널리스트가 보다 유리한 이직 기회를 갖는 경향이 있음을 발견하였다. 특히 자신의 소속 증권회사가 인수업무를 담당한 기업을 분석하는 애널리스트의 경력 상승에 있어서는 정확성의 중요성은 감소하고, 낙관성의 중요성은 증가하며, 이러한 경향은 인터넷 버블의 시기인 1996년~2000년 기간 중에 더욱 강화되었음을 발견하였다. 이들은 이러한 발견을 증권회사들이 분명히 주식의 마케팅에 도움을 주는 낙관적인 애널리스트를 우대하는 증거라고 주장하였다.

### 3. 한국 증권회사의 조사분석 업무 현황 및 특징

#### 가. 일반 현황 및 특징

##### 1) 애널리스트

2002년 6월 30일 현재 한국에서는 32개 증권회사에서 총 585명의 애널리스트가 조사분석 업무를 수행하고 있다.<sup>15)</sup> 국내의 대형 증권회사는 20~50명 수준, 외국계 증권회사는 10명 내외 수준의 애널리스트를 고용하고 있다. 그리고 일반적으로 애널리스트가 담당하고 있는 산업(업종)별로

---

15) 금융감독원(2002a)

직무가 구분되어 조직이 편성된다.

한국에서도 미국과 같이 애널리스트들의 능력이 평가되고, 평판(reputation)이 형성되는 애널리스트 시장이 존재하며, 이 시장에서 형성되는 애널리스트의 평판은 애널리스트의 경력 및 보상에 상당한 영향을 미치기 때문에 매우 중요하게 받아들여지고 있다. 이 평판은 기본적으로는 애널리스트 상호간의 평가에 의하여 형성된다. 한국은 미국에 비하여 증권산업 전체의 규모가 작고, 애널리스트 시장의 규모 역시 작기 때문에 애널리스트 개개인의 인지도가 비교적 높다. 따라서 애널리스트라는 동일한 직무에 종사하는 사람들의 공동체 내에서 형성된 평판이 중요하게 생각되고 있다. 동시에 언론기관 등에 의하여 매년 실시되는 베스트 애널리스트의 선정 역시 중요한 영향을 미친다. 베스트 애널리스트의 선정은 미국과 마찬가지로 기관투자자의 펀드매니저들에 의한 투표를 통하여 이루어진다.<sup>16)</sup> 미국과 비교하여 투표에 참가하는 펀드매니저의 수, 그리고 투표의 대상이 되는 애널리스트의 수가 훨씬 적기 때문에, 이들 사이의 개인적 인지도가 미국보다 높다. 따라서 공식적으로 발행되는 조사분석보고서의 충실성 뿐 아니라 애널리스트들이 펀드매니저 개개인의 정보에 대한 욕구를 얼마나 차별화하여 잘 충족시켜 주는지의 여부가 펀드매니저의 투표 결과에 많은 영향을 미칠 수 있다. 이 외에도 언론, 특히 방송 출연 등을 통하여 구축되는 일반 대중에 대한 인지도도 애널리스트의 평판 형성에 어느 정도 영향을 미친다. 그리고 이와 같은 각각의 경로를 통하여 형성된 평판들이 반드시 일치하지는 않으며, 이에 따라 평판의 신뢰도에 의문이 제기될 가능성도 있다.

역시 미국과 마찬가지로<sup>17)</sup> 한국에서도 애널리스트들은 일반적으로 소

---

16) Institutional Investor Research Group의 2002년도 투표에는 605개 매수측 기업(즉 기관투자자)의 3,492명의 펀드매니저가 참가하여 199개 매도측 기업(즉 증권회사)의 2,613명의 애널리스트가 거명되었다(Institutional Investor Research Group(2002)).

형 증권회사보다는 대형 증권회사를 선호하며, 소형 증권회사에서 대형 증권회사로 옮겨가는 것을 경력상 중요하게 생각하는 경향이 있다. 그렇게 되기 위해서는 애널리스트 시장에서 높은 평판을 얻는 것이 중요하다. 동시에 대형 증권회사의 애널리스트들이 높은 평판을 구축하기에 유리한 측면이 있는데, 이는 같은 회사의 법인영업조직의 능력 때문이다. 기관투자자들은 자신의 매매거래를 어느 증권회사에 위탁할 것인지를 결정하는데 있어서 증권회사 조사분석보고서의 질 뿐 아니라 위탁매매업무 부문의 역량도 고려한다. 따라서 법인영업조직의 역량이 중요하고, 이는 간접적으로 애널리스트의 평판에도 영향을 미칠 가능성이 있다.

## 2) 조사분석보고서의 작성 및 제공

증권회사가 투자자들에게 제공하는 기업에 대한 조사분석보고서의 작성에 있어서 조사분석 대상 기업의 선정은 애널리스트 자신의 판단 및 증권회사의 선정 기준에 의하여 이루어진다. 즉 애널리스트가 자신이 조사분석을 담당하고 있는 산업 내에서 투자 유망 종목으로서의 가치가 있다고 판단되어 흥미를 갖게 되면 그 기업에 대한 조사분석이 시작된다. 동시에 각 산업을 대표하는 기업 및 일정 규모 이상의 시장가치를 갖는 기업으로서 시장에서 중요성이 인정되는 기업들도 회사의 선정 기준에 따라 조사분석 대상에 포함된다. 그러나 이러한 기준을 충족하는 기업이라도 실적 부진 등의 이유로 투자 대상으로서의 가치가 낮다고 판단되는 경우에는 조사분석 대상에 포함되지 않는다. 대상의 선정과 마찬가지로 어떤 기업에 대한 조사분석의 중단 역시 담당 애널리스트의 판단에 의하여 이루어진다. 애널리스트가 조사분석 대상이던 기업이 더 이상 투자대상으로서의 매력을 상실하였다고 판단하면 그 기업에 대한 조사분석을 중단하고, 따라서 더 이상의 조사분석보고서가 나오지 않게 된다.

---

17) Hong and Kubik(2003)

애널리스트들은 조사분석보고서에서 명시적으로 “매도”에 해당하는 투자등급을 “매수”에 해당하는 투자등급에 비하여 훨씬 적게 부여하는 경향이 있다.<sup>18)</sup> 이는 애널리스트들이 명시적인 “매도” 등급의 부여보다는, 분석의 중단(즉 매수권유의 중단)을 통하여 그 기업에 대한 자신의 부정적 견해를 표현하고 있음을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

앞에서 논의한 바와 같이 증권회사가 조사분석보고서를 작성하여 제공하는 1차적인 이유는 그로 인하여 유발되는 투자자들의 매매거래를 유지하여 위탁매매수수료 수입을 증가시키려는 것이다. 따라서 대부분의 증권회사는 자사에 위탁매매 계좌를 개설하고 있는 고객에 한하여 조사분석 자료를 제공하고 있다. 조사분석보고서가 투자자들에게 제공되는 경로로는 인터넷이 가장 중요하다. 주요 기관투자자 고객들에게는 e-mail을 통하여 조사분석 자료가 제공되며, 기타 일반 개인투자자들은 증권회사의 웹사이트 상에서 조사분석보고서에의 접근이 가능하다.<sup>19)</sup> 그리고 조사분석 보고서는 많은 경우 기관투자자들에게 e-mail로 발송된 후에 웹사이트에 올려지기 때문에 기관투자자들과 일반 개인투자자들 사이에는 정보를 접하는 데 시차가 존재하게 된다.

### 3) 조사분석 관련 내부 통제

앞에서 설명한 바와 같이 조사분석 부문 및 애널리스트들은 자신이 소속되어 있는 증권회사의 타 부문과의 이해상충에 노출되어 있기 때문에 증권회사들은 이로 인한 조사분석보고서의 왜곡을 방지하기 위하여 내부 통제 장치를 갖추고 있다.

18) 이러한 현상은 다음 절에서 소개되는 3개 국내 증권회사의 조사분석보고서에 대한 조사 결과에서도 나타나고 있다.

19) 미국의 대형 증권회사는 자사의 조사분석 자료를 대형 기관투자자들에게만 제공하며, 일반 개인투자자들은 정보제공서비스회사를 통하여 이러한 자료를 제공받는다(금융감독원(2001)).

국내의 대표적인 한 대형 증권회사의 경우, 조사분석보고서의 초안이 작성되면 우선 조사분석 부문에서의 검토가 이루어진다. 그 다음에는 준법감시(compliance) 부문으로 넘겨져서 법규상 문제가 있는지의 여부가 검토된다. 그리고 문제가 없음이 확인되면 조사분석 부문 책임자의 승인을 거쳐 발표된다. 그리고 이러한 모든 절차는 전산화되어 자동적으로 이루어지게 되어 있다. 법규상 조사분석보고서의 작성, 발표가 금지되어 있는 기업<sup>20)</sup>들은 사전에 전산시스템에 입력되어 보고서의 작성 자체가 원칙적으로 불가능하다. 그리고 적법성에 대한 판단이 애널리스트의 입장에서 모호한 경우에는 준법감시 부문에서 이를 판단하여 결정한다.

그러나 모든 국내 증권회사가 이와 같은 내부 통제의 절차를 갖추고 운용하고 있다고 보기는 곤란하며, 증권회사들간에 어느 정도의 편차가 존재한다고 판단된다.

#### 4) 투자등급의 구성

금융감독원(2002c)은 2002년 11월 36개 국내 증권회사와 14개 외국계 증권회사를 대상으로 이들 증권회사가 발행하는 조사분석보고서에서 사용하고 있는 투자등급 체계를 조사하였다. 대부분의 증권회사들은 3~5단계로 구성된 투자등급 체계를 운용하고 있으며, 분포 및 투자등급 구성 내역은 <표 II-1>에 제시되어 있다.<sup>21)</sup>

개별 증권회사들은 각각의 등급을 나타내는 용어로 <표 II-1>에서 제시된 것 이외에 “overweight(비중확대)”, “equalweight(비중유지)”, “trading buy(단기매수)” 등의 다양한 용어를 사용하고 있다.

20) 인수업무로 인한 발간금지기간에 들어가 있는 기업이 대표적인 예이다.

21) 2003년 들어 4단계 이상의 투자등급 체계를 사용하던 일부 증권회사들이 3단계로 투자등급 체계를 단순화하였다.

**<표 II-1> 증권회사 조사분석보고서 투자등급 구성**

등급 수	3단계	4단계	5단계	6단계
투자등급 구성	매수 보유(중립) 매도	적극매수 매수 보유(중립) 매도	적극매수 매수 보유(중립) 비중축소 매도	적극매수 매수 장기매수 중립 매도 적극매도
사용 증권회사 수	15개사 (국내 7, 외국 8)	17개사 (국내 16, 외국 1)	17개사 (국내 12, 외국 5)	1개사 (국내 1)

자료: 금융감독원(2002c)

투자등급을 결정하는 요소로는 대부분의 증권회사들이 시장(지수)수익률 대비 초과수익률 및 예측기간을 사용하고 있는데, 동일한 투자등급이라고 하더라도 증권회사별로 적용되는 초과수익률 및 예측기간 기준은 상이하다. 예를 들어 “적극매수” 등급의 경우, 6개월간 종합주가지수 대비 20% 이상의 초과수익률이 기대될 때 부여하는 증권회사가 있는가 하면, 6개월간 시장 대비 30% 이상의 초과수익률이 기대될 때 부여하는 증권회사도 있다.

이와 같은 증권회사간 투자등급 체계 및 적용 기준의 차이로 인하여 개별 증권회사들이 조사분석보고서에서 부여한 투자등급이 정확히 무엇을 의미하는지를 파악하기 위해서는 상당한 주의가 요구된다.

### 나. 국내 증권회사 조사분석보고서의 개괄적 분석: 3개 증권회사를 중심으로

국내 증권회사들이 실제로 조사분석 대상 기업들에 대하여 부여하는 투자등급이 어떻게 분포되어 있고, 투자등급의 부여가 II장에서 서술한 이해상충 요인들과 관련이 있는지를 개괄적으로 살펴보기 위하여 3개 국내 증권회사의 조사분석보고서를 분석하였다. 분석의 대상이 되는 기간은 2001년 1월 1일에서 2002년 12월 31일까지의 2년 간이며, 각 회사의 웹사이트를 이용하여 기업에 대한 조사분석보고서를 검색하였다. 분석 대상이 3개사로 제한되어 본 분석의 결과가 국내 증권회사 조사분석 업무의 일반적 경향을 나타낸다고 말하기는 곤란하나, 어느 정도의 특징은 드러내 주고 있다.<sup>22)</sup>

우선 3개 증권회사가 이 기간 중에 사용한 투자등급 체계는 <표 II-2>과 같다. 3개 증권회사는 모두 4단계의 투자등급 체계를 사용하고 있으며, 등급 부여의 기준이 되는 시장(종합주가지수) 대비 초과수익률의 크기에 차이가 있으나, 기본적인 구조는 유사하다고 볼 수 있다.

3개 증권회사가 조사 대상 기간 중 발표한 조사분석보고서의 건수 및 대상 기업의 수는 <표 II-3>에 나타나 있다. 3개 증권회사는 모두 대형 증권회사의 범주에 들어가는 회사들이지만, 조사분석 활동에 있어서는 상당한 편차를 보이고 있다. 조사분석의 대상이 되는 기업 수 및 조사분석보고서의 발표 건수가 회사별로 큰 차이를 나타내고 있다. 또한 연도별 조사분석보고서의 발표 실적도 증권회사별로 매우 상이한 양상을 보여 준다.

---

22) 3개 증권회사는 위탁매매업무에서 25.3%, 인수업무에서 26.5%, 자기매매업무에서 22.5%의 시장점유율을 차지하고 있다(자료: 증권업협회).

**<표 II-2> 3개 증권회사의 투자등급 체계**

증권회사	투자등급	등급 부여 기준
A사	- Strong buy - Buy - Market Performer - Market Underperformer	- 종합주가지수 대비 20% 이상 초과수익률 기대 - 종합주가지수 대비 10% 이상 초과수익률 기대 - 종합주가지수 대비 -10%~10% 이내 수익률 기대 - 종합주가지수 대비 -10% 이하 수익률 기대
B사	- Strong Buy - Buy - Neutral - Reduce	- 종합주가지수 대비 30% 초과 초과수익률 기대 - 종합주가지수 대비 10%~30% 초과수익률 기대 - 종합주가지수 대비 -10%~10% 이내 수익률 기대 - 종합주가지수 대비 -10% 미만 수익률 기대
C사	- 매수 - Trading Buy  - 중립 - 비중축소	- 시장 대비 15% 이상 초과수익률 기대 - 기대수익률 수준을 예측하기 어려우나 기술적/펀더멘털 관점에서의 긍정적인 변화로 주가상승 기대  - 시장 대비 -15%~15% 이내의 등락 예상 - 시장 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

자료: 3개 증권회사 웹사이트

이들 증권회사들이 조사분석보고서에서 부여한 투자등급의 분포는 <표 II-4>에 요약되어 있다. <표 II-4>에서 우선 분명하게 나타나는 것은 투자등급 분포의 비대칭성이다. 즉 매수를 권유하는 등급에 비하여 매도를 권유하는 등급이 부여된 조사분석보고서가 훨씬 적음을 알 수 있다.

**<표 II-3> 3개 증권회사의 조사분석 대상 기업 및 보고서 수**

증권회사	조사분석 대상 기업 수	조사분석 보고서 수	투자등급 부여 보고서 수
A사	328	1,068 (2001년 79, 2002년 989)	1,000
B사	126	205 (2001년 112, 2002년 93)	185
C사	518	1,891 (2001년 1,539, 2002년 352)	1,876

자료: 3개 증권회사 웹사이트

A사의 경우 “Strong Buy”와 “Buy” 등급이 부여된 경우가 64.6%이고, B사의 경우에는 88.2%에 달한다. 이는 전술한 바와 같이 매도 등급에 해당하는 기업에 대해서는 처음부터 조사분석을 시작하지 않고, 또 애널리스트들이 투자대상으로서의 가치 혹은 흥미를 잃었다고 생각하는 기업에 대해서는 부정적인 투자등급을 부여한 조사분석보고서를 내는 것보다 조사분석을 중단함으로써 자신의 견해를 표현한다는 설명과 일치한다.

따라서 단순한 부여된 투자등급의 분포만으로는 애널리스트가 조사분석 대상 기업에 대하여 전반적으로 우호적인 경향이 있는지의 여부에 대한 판단을 내릴 수 없다. 그래서 기업에 대한 애널리스트의 견해가 부정적인 방향으로 변한 경우와 긍정적인 방향으로 변한 경우를 비교하여, 전자의 경우를 조사분석보고서 투자등급의 하향조정을 통하여 나타내기를 회피하는지의 여부를 알아보는 것이 필요하다. 이를 위하여 투자등급이 변경된 경우의 분포를 조사하였으며, 그 결과가 <표 II-5>에 요약되어 있다.

**<표 II-4> 3개 증권회사의 투자등급 분포**

증권회사	투자등급	부여건수 (비율)
A사	- Strong Buy	21 (2.1%)
	- Buy <sup>a)</sup>	625 (62.5%)
	- Market Performer	327 (32.7%)
	- Market Underperformer	27 (2.7%)
B사	- Strong Buy	5 (2.7%)
	- Buy <sup>b)</sup>	149 (85.5%)
	- Neutral <sup>c)</sup>	31 (16.8%)
	- Reduce	0 (0.0%)
C사	- 매수 <sup>d)</sup>	1,035 (55.2%)
	- Trading Buy <sup>e)</sup>	40 (2.1%)
	- 중립	757 (40.4%)
	- 비중축소 <sup>f)</sup>	44 (2.3%)

a) Buy/Market Performer(복수등급 부여) 포함

b) Long-term Buy 및 Trading Buy 포함

c) "Hold" 포함

d) "장기매수" 및 "적극매수" 포함

e) "단기매수" 포함

f) "시장이하" 포함

자료: 3개 증권회사 웹사이트

<표 II-5>에 의하면 A사와 B사는 부정적인 방향으로의 투자등급의 변경, 즉 하향 조정의 회수가 더 많고, C사는 투자등급의 상향 조정 회수가 약간 더 많은 것으로 나타나 어떤 공통적인 경향을 나타내고 있지 않으며, 따라서 애널리스트의 대상 기업에 대한 우호적 경향을 뒷받침하지 않는다.

**<표 II-5> 3개 증권회사의 투자등급 변경 회수**

증권회사		A사	B사	C사
투자등급 변경 회수	상향	19	5	104
	하향	36	8	93

자료: 3개 증권회사 웹사이트

2002년 5월부터 증권회사들은 조사분석 대상 기업과의 특수한 이해관계가 있는 경우, 조사분석보고서상에 이를 명시해야만 한다.<sup>23)</sup> 이를 토대로 3개 증권회사와 특수한 이해관계가 있는 기업의 수 및 이 기업들에게 부여된 투자등급을 조사하였으며, 그 결과가 <표 II-6>에 정리되어 있다.

<표 II-6>을 보면, 전반적으로 우호적인 투자등급을 부여하는 경향을 발견할 수 있으나, 이것이 대상 기업과의 특수한 이해관계에 기인한 것이라고 말할 수는 없다. 오히려 A사의 경우에는 3회에 걸쳐 투자등급을 하향 조정한 경우가 있다. 따라서 3개 증권회사를 대상으로 한 본 조사만으로는 대상 기업과의 특수한 이해관계가 애널리스트의 투자등급 부여에 체계적인 영향을 미쳤는지의 여부에 대한 결론을 내릴 수는 없다.

<표 II-6>에서 한 가지 특기할 사항은 애널리스트가 조사분석 대상 기업의 주식을 보유하고 있는 경우가 전혀 없다는 점이다. 이는 일차적으로는 증권회사 임직원의 주식 거래를 원칙적으로 금지하고 있는 법규<sup>24)</sup> 때문인 것으로 판단되나, 공시의 누락 가능성 및 본인 명의가 아닌 차명, 혹은 가명으로 주식을 보유하고 있는 경우가 공시되지 않았을 가능성도 완전히 배제할 수는 없다.<sup>25)</sup>

23) 규제의 상세한 내용은 IV장에서 자세하게 설명되어 있다.

24) 「증권거래법」 제42조

25) 금융감독원(2002d)의 검사 결과는 실제로 이러한 사례가 존재함을 보여 준다.

<표 II-6> 특수한 이해관계가 있는 조사분석 대상 기업

	A사	B사	C사
유가증권 발행 인수업무 참여	6	0	4
증권회사가 대상기업 주식 1% 이상 보유	11	2	1
애널리스트가 대상기업 주식 보유	0	0	0
투자등급 및 등급 변경	Buy 12 MP <sup>a)</sup> 8 MU <sup>b)</sup> 1 하향 3 상향 1	Buy 1 Neutral 1	매수 3 TB <sup>c)</sup> 2

a) Market Performer

b) Market Underperformer

c) Trading Buy

자료: 3개 증권회사 웹사이트



### Ⅲ. 조사분석 관련 이해상충 사례

---

1. 미국의 사례
2. 한국의 사례



### Ⅲ. 조사분석 관련 이해상충 사례

#### 1. 미국의 사례

2002년은 뉴욕주 검찰에 의하여 애널리스트의 조사분석보고서 왜곡의 실상이 밝혀짐으로써 미국에서의 대형 증권회사들에 대한 투자자들의 신뢰가 유례 없이 추락한 한해였다.

II장에서 소개한 미국의 실증적 연구들은 투자은행업무와의 관계에서 발생하는 애널리스트의 이해상충이 실제로 이들의 조사분석보고서 내용에 상당한 영향을 미칠 수 있다는 점이 그동안 이미 널리 인식되어 있었음을 시사하고 있다. 그리고 이러한 인식에 대하여 증권회사들은 투자은행업무 부문과 조사분석 부문간의 차단벽 설치를 중심으로 한 내부통제시스템에 의하여 이 문제를 충분히 방지하고 있다고 주장하여 왔다.

그러나 검찰의 조사 결과에 의하면 증권회사들의 주장과는 달리 부문간의 차단벽이 실제로 이해상충 문제를 제거 혹은 완화하는 데 별 효과가 없었고, 이를 계기로 일반 투자자들은 애널리스트가 당면하고 있는 잠재적 이해상충의 심각성에 대한 인식을 크게 제고하게 되었다. 이후 이해상충을 통제하여 투자자들의 증권산업에 대한 신뢰를 회복하기 위한 다양한 방안이 논의되었고, 관련 규제도 변경되었다. 본 절에서는 그 중 대표적인 사례인 Merrill Lynch와 Citigroup의 사례를 소개하고, 이를 계기로 어떠한 변화가 있었는지를 요약한다.<sup>26)</sup>

---

26) Wall Street Journal은 애널리스트의 이해상충 문제와 관련하여 웹사이트 상에 “Analyzing the Analysts”라는 특집을 구성하고, 2년여 기간 동안의 관련 기사를 모아놓고 있다. 본 보고서에서 서술된 사실에 관한 상당 부분은 이 특집을 이용하여 정리한 것이다. 특집의 URL은 [http://online.wsj.com/page/0,,2\\_0807,00.html](http://online.wsj.com/page/0,,2_0807,00.html) 이다.

## 가. Merrill Lynch

### 1) 사건의 개요<sup>27)</sup>

Henry Blodget은 Merrill Lynch사의 인터넷 부문 조사분석의 책임자로서 가장 유명한 스타급 애널리스트의 한명이었으며, 그가 자신의 조사분석보고서에서 부여하는 대상 기업에 대한 투자등급을 통하여 그 기업의 주가에 상당한 영향을 끼칠 수 있는 위치를 누리고 있었다. Merrill Lynch 사건은 Blodget을 중심으로 한 인터넷 부문의 조사분석보고서가 지속적으로 왜곡되어 왔음이 밝혀진 사건이다. 즉 투자자들에게 발표되는 조사분석보고서상의 투자등급 및 목표주가(price target)가 보고서를 작성한 애널리스트 자신의 진정한 견해와는 다르게 체계적으로 과대평가되어 부여되어 왔으며, 이러한 사실은 해당 애널리스트들이 주고받은 e-mail의 내용을 조사하는 과정에서 상세하게 드러났다.<sup>28)</sup>

또한 Merrill Lynch사의 투자등급은 “buy”, “accumulate”, “neutral”, “reduce”, “sell”의 5단계 체계로 이루어져 있었으나, 실제로 “reduce”와 “sell”은 전혀 사용되지 않아 사실상의 3등급 체계로 운영되어 왔음도 밝혀졌다. 전문성을 가진 기관투자자들은 Merrill Lynch사의 이러한 사실상의 3등급 체계 하에서 각각의 투자등급이 의미하는 바(즉 “neutral”의 실제 의미는 “sell”)를 이해하고 있었으며, 따라서 발표된 투자등급에 대한 재해석이 가능하였다. 반면 이에 대한 정보도 제공받지 못하고, 기관투자

---

27) Merrill Lynch 사건의 자세한 내용은 뉴욕주 검찰총장 Eliot Spitzer가 뉴욕주 대법원에 제출한 진술서(Attorney General of the State of New York(2002a))에 잘 서술되어 있다.

28) Blodget을 비롯한 Merrill Lynch사의 애널리스트들은 자신들 사이에서 내부적으로 교환된 e-mail상으로는 “crap”, “dog”, “piece of shit” 등으로 표현한 주식에 대하여 투자자들에게 발표되는 조사분석보고서에서는 “buy” 등급을 부여하였다.

자와 같은 통찰력도 갖추지 못한 일반 개인투자자들은 훨씬 불리한 위치에 있었고, 결과적으로 버블의 붕괴에 따른 피해를 기관투자자들에 비하여 더 많이 입을 수밖에 없었다.

Merrill Lynch사의 조사분석보고서 왜곡은 조사분석 대상 기업이 자사의 현재 혹은 잠재적인 투자은행업무 고객인 경우에 발생하였다. 조사분석 대상 기업의 선정에서부터 그 기업이 투자은행업무의 고객인지(혹은 될 가능성이 있는지)의 여부가 중요한 고려 사항으로 작용하였고, 대상 기업에서도 Merrill Lynch사와의 투자은행업무 거래 관계를 이용하여 자신에 대한 유리한 투자등급을 얻어내려고 하였다. 구체적인 다수의 사례가 있으나, 본 보고서에서는 그 중에서 GoTo.com사와의 관계를 소개한다.

**<사례: GOTO.com>**

인터넷 회사인 GoTo.com사는 Merrill Lynch사가 1999에 IPO 주관사를 맡으려고 했으나 실패했던 경험이 있는 기업이다. 2000년에 Merrill Lynch사는 다시 GoTo.com사의 유럽 자회사의 주식 사모(private placement)를 통하여 투자은행업무 관계를 맺으려 하고 있었다. 이와 관련하여 Merrill Lynch사의 신산업 부문 투자은행업무 책임자인 Thomas Mazzucco는 GoTo.com사의 CFO인 Todd Tappin에게 GoTo.com사가 Blodget의 조사분석 대상으로 포함될 것이라고 약속하였고, 2001년 1월에 GoTo.com사에 대한 조사분석이 시작되었다. 이때 한 기관투자자는 Blodget에게 e-mail을 통하여 GoTo.com사가 관심을 끌 만한 무엇이 있느냐고 질문하였고, Blodget은 아무것도 없다고 회신하였다. 그러나 이와 같은 Blodget의 솔직한 견해는 조사분석보고서에는 들어있지 않았으며, Merrill Lynch사가 투자은행업무를 대가로 GoTo.com사에 대한 조사분석을 시작했다는 점도 밝히지 않았다.

조사분석이 시작된 후, 조사분석보고서의 초안은 지속적으로 투자은행업무 부문과 GoTo.com사의 사전검토를 거쳐 수정되었다. Blodget 휘하의 애널리스트 Kirsten Campbell이 2001년 12월 작성한 초안에 대폭 감소로 되어 있던 2003년도 1/4분기 이익 예측치는 GoTo.com측의 주장에 의하여 2002년도 어느 시점에 대한 이익 수치로 대치되어, 이익이 감소하지 않을 것이라는 예측으로 바뀌었다. Merrill Lynch사 내부적으로도 GoTo.com사에 대하여 3-2(neutral/accumulate) 등급을 주장한 Campbell의 의견은 2-2(accumulate/accumulate) 등급을 주장하는 투자은행업무 부문의 반대에 부딪치게 되었다. 이에 대하여 Blodget은 GoTo.com사의 등급을 3-1(neutral/buy)로 하는 대신, 경쟁업체인 Looksmart사의 등급을 특별한 사유 없이 현재의 2-1(accumulate/buy)에서 3-1로 하향조정하는 것으로 타협하는 등 조사분석보고서의 독립성에 대한 침해는 계속되었다.

2001년 4월 25일, Blodget과 휘하 애널리스트 Ed McCabe는 GoTo.com사의 투자등급을 2-1로 상향조정하였고, 5월 16일과 17일에 걸쳐 열린 GoTo.com사의 roadshow에는 Blodget이 참석하였다. 이 roadshow 이후 GoTo.com사의 주가는 20% 상승하였다.

2001년 5월부터 Merrill Lynch사는 GoTo.com사와의 투자은행업무, 구체적으로 최대주주인 idealab의 지분 매각의 주간사를 맡는 것을 추진하고 있었다. 이에 따라 Blodget은 동사에 대한 우호적인 조사분석보고서를 계속적으로 발표하였다. 5월 25일 GoTo.com사는 자사의 주식 매각의 주간사로 CSFB사를 고려하고 있다고 통보하였고, Merrill Lynch사 조사분석 부문에서는 투자등급의 하향조정을 준비하기 시작했으나, 투자은행업무 부문에서 마지막 노력을 하는 동안 하향조정의 발표는 미루어졌다.

5월 29일 GoTo.com사 주식 매각의 주간사는 CSFB사로 최종 결정되어 Merrill Lynch사는 투자은행업무의 기회를 잃게 되었다. 뿐만 아니라 2000년부터 추진했던 GoTo.com사 유럽 자회사의 주식 사모 건도 이루어지지 못했다. 그리고 6월 6일 Blodget은 GoTo.com사의 투자등급을 2-1에서 3-1로 하향조정하였다.

## 2) 분석 및 시사점

Merrill Lynch사의 사례는 미국의 증권회사에서 투자은행업무가 수익성이 높을 뿐 아니라, 증권회사 전체 수익에서 중요한 부분을 차지하고 있는 현실에서 투자은행업무 부문의 이해에 따라 조사분석 부문 및 애널리스트의 독립성이 실제로 심각한 위기에 놓여있음을 보여주었다. 뉴욕주 검찰의 진술서는 Merrill Lynch사가 조사분석 부문을 투자은행업무의 매출 촉진 수단으로 여기고 있었다고 결론 내리고 있으며, 애널리스트가 투자은행업무 부문의 영향을 받지 않을 수 없었던 근본적인 이유로 애널리스트의 보상을 비롯한 조사분석 부문의 재정이 상당 부분 투자은행업무로부터 충당되고 있었다는 점을 지적하고 있다. 즉 애널리스트들은 자신들의 조사분석 대상 기업에 대한 투자은행업무가 자신들의 보상에 영향을 준다는 것을 알고 있었으며, 경영진들은 투자은행업무에 있어서 애널리스트의 역할을 강조하곤 하였던 것이다.

애널리스트들의 성과급 결정을 위한 평가 실시 차원에서 Merrill Lynch사의 조사분석 부문의 책임자인 Deepak Raj는 Blodget에게 인터넷 부문이 투자은행업무에 공헌한 내역을 제출하도록 요청하였고, Blodget은 근거 자료를 상세하게 작성하여 제출하였다. 이에 의하면 Merrill Lynch사의 인터넷 조사분석 부문은 1999년 12월부터 2000년 11월까지 1년 동안 52개 기업과의 투자은행업무 거래에 관여하였으며, 거래의 총 규모는 1억 1,500만 달

리에 달한다. Blodget은 자신의 메모에서 자신의 시간 중 50% 이상을 투자은행업무와 관련된 기업의 분석에 할애하고 있음을 적어놓고 있다.

Merrill Lynch사는 그 동안 투자은행업무 부문과 조사분석 부문간의 분리가 조사분석보고서의 객관성과 독립성을 확보하는 결정적인 조건이며, 따라서 동사는 두 부문간에 차단벽을 설치하여 이 조건을 충족하고 있다고 주장하여 왔다. 그러나 적어도 인터넷 부문에 있어서는 차단벽이 전혀 제 기능을 수행하지 못하고 있음이 드러났다.

### 3) 사건의 결말

이 사건은 2002년 5월 21일 Merrill Lynch사와 뉴욕주 검찰(검찰총장 Eliot Spitzer) 사이의 합의에 의하여 기소되지 않고 종결되었으며, 주요 합의 내용은 다음과 같다.<sup>29)</sup>

- 조사분석보고서에는 대상 기업과의 투자은행업무 관련 사항을 명시하고, 동시에 투자은행업무 관련 사항에 대한 투자자들의 주의를 환기하는 문구를 보고서 첫 쪽에 삽입한다.
- 애널리스트의 평가 및 보상은 투자은행업무와 완전히 분리하여 오로지 투자자 고객에 대한 서비스에 의해서만 결정한다.
- 또한 애널리스트의 평가 및 보상은 조사분석 부문의 최고 책임자 및 그의 직속 상관인 임원에 의해서만 이루어져야 한다.
- “Research Recommendation Committee(RRC)”를 구성하여 조사분석의 객관성, 진실성, 엄밀성 등을 감독한다.
- 투자은행업무의 수입을 위한 활동에 애널리스트가 참가하고자 하는 경우에는 조사분석 부문의 승인 및 RRC에의 공시가 필요하다.

---

29) Attorney General of the State of New York(2002b)

- 특정 기업에 대한 조사분석을 중단(종료)하는 경우에는 그러한 사실 및 사유 등을 공시한다.
- Merrill Lynch사는 이러한 합의사항의 준수 여부를 감시하는 “Compliance Monitor”를 설치한다.
- Merrill Lynch사는 뉴욕주 검찰에 4,800만 달러, 기타 주에 5,000만 달러, NASD에 200만 달러 등 총 1억 달러를 지불한다.

Merrill Lynch사는 이러한 합의 사항 이외에 기존의 5단계 투자등급을 3단계로 조정하는 것을 포함한 자사의 조사분석 업무 개선 방안을 발표하였다.<sup>30)</sup> 그리고 본 사건의 핵심 인물인 Henry Blodget은 2001년 12월 사직하였고, 400만 달러의 벌금이 부과되었으며, 이후 증권업계 종사가 영구적으로 금지되었다.

## 나. Citigroup

### 1) 사건의 개요

본 사건은 Citigroup 내의 증권회사인 Salomon Smith Barney(SSB)의 정보통신 부문 스타 애널리스트였던 Jack Grubman을 중심으로 한 조사분석보고서의 왜곡 사건으로, 투자은행업무의 이해에 따른 왜곡 이외에 최고경영자 및 애널리스트의 사적 이익의 추구에 따른 왜곡이라는 측면 또한 가지고 있다.

Jack Grubman은 정보통신 부문에서의 최고 스타 애널리스트로서, 그의 조사분석보고서가 해당 기업의 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있는 위

---

30) Merrill Lynch, [http://www.ml.com/about/press\\_release/06062002-1\\_stock\\_ratings\\_pr.htm](http://www.ml.com/about/press_release/06062002-1_stock_ratings_pr.htm), (Press Release, 7 June, 2002).

치를 누리고 있었다. SSB사는 미국의 대형 통신회사인 WorldCom사의 IPO 주간사를 담당하였으며, Grubman은 IPO 수행 기간 동안 WorldCom사의 투자등급을 지속적으로 높게 유지했다. 이는 Grubman이 IPO 과정에서 WorldCom사의 공모주식의 가격을 높게 유지하기 위하여 자신의 영향력을 이용하여 높은 투자등급을 지속적으로 유지한 것이라는 (즉 “booster shot”의 역할을 했다는) 의구심을 유발하였다. 또한 SSB사가 WorldCom사 IPO의 주간사 업무를 수입하는 과정에서 WorldCom사의 CEO인 Bernard Ebbers에게 공모주식의 일부를 제공<sup>31)</sup>한 혐의도 포착되었다. WorldCom사는 버블의 붕괴 및 회계부정의 적발로 인하여 Enron사에 이어 2002년 상반기에 파산하여 투자자들에게 막대한 피해를 끼쳤으며, 여기에는 진실과 거리가 있는 조사분석보고서를 계속적으로 발표한 Grubman의 책임이 크다는 주장이 제기되었다. 이와 유사하게 2001년 4월에 파산한 Winstar사에 대해서도 그 직전까지 지속적으로 매수등급이 유지되었다.

이와 같은 투자은행업무와의 이해상충 이외에, AT&T사에 대한 투자등급 부여 관련 사건은 개인의 사적 이익 추구에 따른 이해상충 사례를 잘 보여주고 있다. Citigroup의 CEO이며 이사회 의장인 Sanford Weill은 대형 통신회사인 AT&T사의 사외이사를 맡고 있었고, 동시에 AT&T사의 CEO인 Michael Armstrong은 Citigroup의 사외이사를 맡고 있었다. 1999년 11월 후반, Grubman은 AT&T사의 투자등급을 분명한 이유 없이 “hold”에서 “strong buy”로 상향조정하였는데, 이러한 투자등급의 조정을 전후하여 발생한 일련의 사건들은 단순한 우연의 일치로 보기는 어려운 많은 의혹을 제기하였다. 1999년까지 Sanford Weill과 John Reed는 Citigroup 이사회의 공동의장으로 2두 체제를 형성하고 있었다.<sup>32)</sup> Weill은 Citigroup 경영권의 완

31) 이러한 행위를 “spinning”이라 하며, 후속 보고서에서 심도 있게 다룰 예정이다.

32) Sanford Weill은 Travelers사의 최고경영자였고, John Reed는 Citi사의 최

전한 장악을 원했고, 따라서 Reed를 공동의장에서 물러나게 만들 필요가 있었다. 이를 위하여 Weill은 사외이사인 Armstrong의 협력을 구하게 되었으며, Armstrong은 이사회에서의 협조의 대가로 AT&T사에 대한 SSB사의 투자등급의 상향조정을 요구하였다. Reed는 Weill의 의도대로 2000년 2월 공동의장에서 물러났으며, Grubman은 그로부터 수개월 후 AT&T사의 투자등급을 다시 하향조정하였다.

Grubman의 AT&T사 투자등급의 조정과 관련해서는 또 다른 의혹이 제기되었다. Grubman은 자신의 두 자녀를 뉴욕에 소재한 최상류층 preschool에 입학시키고 싶은데, 그러기 위해서는 그 학교에 어떤 공헌이 있어야 한다는 내용을 Weill에게 전달하였고, 이후 Citigroup 명의로 이 학교에 100만 달러가 기부되었으며, Grubman은 자신의 자녀를 그 학교에 입학시킬 수 있었다.

## 2) 사건의 결말

Citigroup이 이러한 일련의 사건을 계기로 취한 조치 중 가장 중요한 것은 위탁매매 및 조사분석 부문을 투자은행업무 부문과 완전히 분리하여 별도의 법인으로 독립시킨 것이다. 2002년 10월 SSB사로부터 위탁매매 및 조사분석 부문을 Smith Barney라는 명칭으로 완전히 분리하였고, Smith Barney사의 CEO로는 가장 유명한 독립 조사분석 회사의 하나인 Sanford C. Bernstein & Co. LLC의 CEO인 Sallie Krawcheck이 선임되었다.

한편 Winstar사 사건과 관련해서는 NASD에 5백만 달러를, AT&T사 건과 관련해서는 뉴욕주 검찰에 3억 5,000만 달러를 지불하는 데 합의하였다. 사건의 핵심 인물인 Grubman은 개인적으로 1,500만 달러의 벌금을 지불하게 되었고, 이후 다시는 증권업에 종사하지 못하도록 조치가 내려졌다.<sup>33)</sup>

---

고경영자였는데, 양사가 합병하면서 두 사람이 공동의장을 맡게 되었다.

## 다. 관련 당국의 대응 조치

미국 대형 증권회사 조사분석 부문의 독립성에 대한 조사는 Merrill Lynch사 사건을 계기로 촉발되었으며, 그 결과 앞의 사례에서 제시된 2개 회사 이외에도 대부분의 대형 증권회사가 유사한 문제를 가지고 있음이 밝혀지게 되었다. 조사 결과에 따라 이들 대형 증권회사들 중 10개사와 SEC, 뉴욕주 검찰, NASD, NASAA(North American Securities Administrators Association), NYSE 등 5개 기관은 2002년 12월 20일 다음 사항들에 대하여 1차적으로 합의하였고, 2003년 4월 28일 합의안이 최종적으로 확정, 발표되었다.<sup>34)</sup> 그 주요 내용은 다음과 같다.

- 10개 증권회사는 벌금 및 기타 비용으로 총 13억 8,750만 달러를 지불하여야 하며, 그 내역은 <표 III-1>과 같다. 이 금액은 세금 감면을 위한 비용 처리 혹은 공제의 대상이 될 수 없다.
- 조사분석 부문과 투자은행업무 부문은 물리적으로 분리하여 정보의 흐름을 차단하여야 한다.
- 조사분석 부문의 예산 수립에 있어서 투자은행업무로부터의 수입을 고려하지 않는다.
- 애널리스트의 평가 및 보상이 투자은행업무와 연계되어서는 안된다.
- 기업에 대한 조사분석의 중단은 조사분석 부문에 의해서만 결정되어야 한다.
- 애널리스트는 투자은행업무 영업 활동에 참여해서는 안된다.
- IPO시 spinning을 금지한다.

33) Grubman은 2002년 8월 사임하였다.

34) SEC, <http://www.sec.gov/news/press/2003-54.htm>(Joint Press Release, 28 April, 2003).

<표 III-1> 증권회사별 합의금 부담 내역

(단위: 백만 달러)

회사명	벌금	추징금	독립 조사분석	투자자 교육	계
Bear Stearns	25	25	25	5	80
CSFB	75	75	50	0	200
Goldman Sachs	25	25	50	10	110
J. P. Morgan	25	25	25	5	80
Lehman Brothers	25	25	25	5	80
Merrill Lynch	100 <sup>a)</sup>	0	75	25	200
Morgan Stanley	25	25	75	0	125
SSB <sup>b)</sup>	150	150	75	25	400
UBS Warburg	25	25	25	5	80
U.S. Bancorp Piper Jaffray	12.5	12.5	7.5	0	32.5
계	487.5	387.5	432.5	80	1,387.5

a) 2002년 5월 21일 뉴욕주 검찰과의 합의에 의하여 지불한 금액으로 대체

b) Citigroup Global Markets, Inc.로 개명

자료: SEC Press Release, 28 April, 2003.

- 5년에 걸쳐 각 증권회사는 최소 3개의 독립 조사분석 회사와 계약하여 이 회사들의 조사분석보고서를 고객에게 제공하여야 한다.
- 과거 부여된 투자등급, 목표주가를 공시한다.

이 사건들은 이러한 사항 이외에 NASD와 SEC가 애널리스트 관련 규제를 대폭적으로 개선하게 하는 계기를 제공하였으며, 이러한 규제의 변경 내용에 관해서는 IV장에서 자세하게 다룬다.

## 2. 한국의 사례

한국에서는 앞에서 소개한 미국의 경우와는 달리 투자은행업무와의 관계로 인한 이해상충 사례는 표면적으로 나타나고 있지 않다. 반면에 사전 매매와 같은 애널리스트나 소속 증권회사의 사적 이익의 추구, 혹은 기관 투자자에 대한 차별적 정보 제공 등이 주요한 이해상충의 사례로 나타나고 있다.

### 가. UBS Warburg

2002년 8월 16일 금융감독원은 UBS Warburg증권 서울지점과 Merrill Lynch증권 서울지점에 대하여 조사분석자료의 공표 전 제공 및 외국인 주문정보를 국내 기관투자자 등에게 유출한 혐의로 이들 기관 및 임직원에게 대하여 제재조치를 내렸다.<sup>35)</sup>

UBS Warburg증권은 2002년 1월부터 5월에 걸쳐 삼성전자, 하이닉스반도체, 국민은행 등 총 11건의 조사분석자료의 주요 내용을 회사의 공식 승인 전에 지점 및 계열사의 영업직원, 그리고 특정 고객에게 제공하였으며, 이러한 사실을 일반 투자자에게 발표되는 조사분석보고서에 공시하지 않았다. 이 중 삼성전자 관련 내용을 보면, 우선 4월 22일 “강력매수” 투자등급을 부여하면서 목표주가를 58만원으로 상향조정한 이후, 5월 7일 담당 애널리스트는 “D 램 전망치를 48시간 이내에 낮출 것 같다”는 e-mail을 139명의 영업직원에게 발송하였다. 이어 5월 8일에는 “삼성전자의 이익예측 및 목표주가를 하향조정할 것 같다”는 e-mail을 7명의 영업 책임자들에게 발송하였고, 다시 5월 9일에는 1,096명의 영업직원들과 애널리스트들에

---

35) 금융감독원(2002b)

게 발송하였다. 그리고 5월 10일 실제로 삼성전자에 대한 투자등급 하향조정  
 정의 내용을 담은 조사분석보고서가 일반 투자자들에게 공표되었다. 이  
 과정에서 사전에 정보를 입수한 외국인 투자자들이 총 106만주를 매도함  
 으로써 삼성전자의 주식은 급락하였고, 5월 10일 발표된 조사분석보고서  
 를 보고서야 하향조정을 알게 된 일반 투자자들은 결과적으로 큰 손실을  
 입게 되었다.

또한 애널리스트를 포함한 직원들은 국내 주식시장에서 외국인의 영향  
 력이 크고, 외국인들이 주로 UBS Warburg와 같은 외국계 증권회사를 통  
 하여 주식을 매매한다는 점을 이용하여 외국인의 주문 정보를 미리 알고  
 자신의 주식투자에 이용하는 선행매매(front-running)를 하거나, 외국인의  
 주문 및 거래체결 정보를 특정 고객에게 유출하기도 하였다.

금융감독원은 이에 대하여 증권거래법 및 동 시행령, 그리고 증권업 감  
 독규정 위반<sup>36)</sup> 혐의로 UBS Warburg증권 서울지점에는 “문책 기관경고”  
 를, 동사의 직원 15명에 대해서는 문책경고 1명, 정직 1명, 감봉 4명, 견책  
 9명 등의 중징계를 내렸다.

#### 나. 기타 사례<sup>37)</sup>

2002년 8월 13일부터 9월 14일에 걸쳐 금융감독위원회는 14개 국내 증  
 권회사와 9개 외국계 증권회사의 조사분석업무에 대하여 기획검사를 실시  
 하였고, 그 결과 다음과 같은 다수의 위법·부당행위를 적발하였다.

36) 증권거래법 42조(임원등의 매매거래의 제한), 증권거래법 시행령 36조의3  
 (증권회사 등의 금지행위), 증권업 감독규정 4-5조(선행매매 등의 금지),  
 4-7조(조사분석자료의 작성 및 공표 등) 등이 주요 해당 법규이다. 이들  
 규정의 내용은 제IV장에서 자세하게 다룬다.

37) 금융감독원(2002d)

조사분석보고서의 내용이 사실상 확정된 때로부터 일반 투자자들에게 공표된 후 24시간이 경과하기 전까지는 조사분석보고서의 대상이 되는 기업의 주식을 증권회사의 자기계산으로 매매할 수 없음에도 불구하고 6개 증권회사가 이를 위반하였다. 즉 증권회사 자기매매업무상의 이익을 위하여 조사분석업무를 통하여 얻은 정보적 우위를 이용한 것으로 국내에서 적발된 사례로는 최초이다.

또한 전술한 UBS Warburg 사건에서와 동일한 투자자간의 차별적 대우 사례로, 5개 증권사 조사분석 부문에서는 조사분석자료를 일반 투자자들에게 공표하기 전에 주요 기관투자자 및 해외 계열사의 영업직원 등에게 제공하였음에도 불구하고, 이를 공표된 조사분석보고서에 공시하지 않았다.

이 외에 4명의 애널리스트가 본인 또는 차명 계좌를 이용하여 본인의 계산으로 유가증권 매매거래를 한 사실 및 2개 외국 증권회사 서울지점에서 외국인의 주문내용 중 일부를 당일 매매거래 개시 이전에 국내 기관투자자에게 부당하게 제공한 행위도 적발되었다.

이러한 검사 결과에 대하여 금융감독위원회는 총 10개 증권회사의 31명의 직원에 대하여 감봉 8명, 견책 23명의 문책 조치를, 회사에 대해서는 주의 17개사, 개선 1개사, 시정 1개사, 경영유의사항 1개사의 조치를 내렸다.

## IV. 애널리스트의 이해상충에 대한 규제

---

1. 미국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제
2. 일본의 애널리스트 이해상충에 대한 규제
3. 한국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제
4. 시사점



## IV. 애널리스트의 이해상충에 대한 규제

그 동안 어느 나라를 불문하고 애널리스트의 이해상충 문제는 증권시장에서 그다지 주목을 받지 못하였다. 이는 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 역할이 제한적이었으며, 애널리스트의 이해상충 문제로 인하여 실제로 투자자에게 피해가 발생하거나 증권시장의 신뢰성이 침해되었던 사례가 거의 없었다는 점에 기인한다고 볼 수 있다. 그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 2000년대 이후 증권시장에서 애널리스트가 차지하는 비중과 이들이 증권시장 및 투자자에게 미칠 수 있는 영향력이 커지면서 상황이 변하였다. 특히 미국의 경우 Merrill Lynch나 Citigroup을 비롯한 대형 증권회사에서 이해상충으로 인한 문제가 발생하여 커다란 사회적 파장을 불러 일으키자, 증권관련 기관들이 적극적으로 이에 대응하면서 급속히 규제가 강화되기 시작하였다. 미국과 비교하여 그 정도는 약하지만, 일본 역시 최근 들어 자율규제를 중심으로 애널리스트의 이해상충에 대해 규제를 더욱 더 강화하고 있다.

우리나라의 경우에도 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 역할이 커지고 애널리스트의 이해상충과 관련된 문제들이 일부 발생하면서 미국의 사례를 참고하여 많은 제도개선이 있었다. 2001년 하반기부터 본격적으로 금융감독위원회(금융감독원)가 애널리스트의 불공정거래행위나 공시 미비 문제를 조사하였으며, 제도적인 측면에서도 증권거래 관련 법규의 개정을 통해 애널리스트의 이해상충에 대한 규제를 강화하기 시작하였다.

현재 다양한 법규를 통하여 애널리스트의 이해상충을 규제하고 있지만, 이들 법규의 목적은 이해상충의 소지를 완전히 제거하는 것이라기보다는 이해상충의 문제를 가능한 한 완화하고 통제 가능한 범위 내에 들 수 있도록 하기 위한 것이다. 즉 애널리스트에게 부당하게 영향을 미칠 수 있는 요인들을 최대한 제거하고, 불가피하게 왜곡의 요인이 있는 경우에

는 일반 투자자들에게 이를 명확하게 공시하도록 규정한다. 이하에서는 미국, 일본, 그리고 우리나라의 애널리스트 이해상충에 관한 규제를 살펴보기로 한다.

## 1. 미국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

### 가. 미국의 규제체계 개관

미국은 다른 나라에 비하여 증권시장에서 애널리스트 또는 조사분석 부문이 차지하는 비중이 훨씬 컸었음에도 불구하고, 이를 체계적으로 규제하고자 하는 인식이 별로 형성되지 않았었다. 이는 애널리스트의 이해상충 문제는 증권전문가인 애널리스트 자신의 자율적인 혹은 윤리적인 규제에 맡기는 것이 바람직하다는 전문가 집단에 대한 호의적인 인식이 여전히 유지되었기 때문인 것으로 보인다. 또한 실제로 애널리스트의 이해상충으로 인한 문제가 표면에 드러나지 않았다는 것도 그 이유가 될 것이다. 최근까지 애널리스트의 이해상충에 관한 규제라고 해야 고작 “1933년 증권법 (Securities Act of 1933) 17조 (b)항”과 “NASD(National Association of Securities Dealers)의 Rule 2210” 정도였다.

그러나 이러한 상황은 2001년 이후 급변하게 되었다. 특히 애널리스트들의 강력한 권유로 촉발된 인터넷 기술주들에 대한 급격한 버블 형성과 관련하여, 이러한 애널리스트들의 권유 의견이 과연 적절한 것이었는지에 대한 의문이 제기되기 시작하였다. 인터넷 기술주의 버블이 급작스럽게 걷히면서 어떻게 그렇게 장시간 동안, 어떻게 그렇게 많은 애널리스트들이, 어떻게 모두 한결같이 빛나간 예측을 할 수 있었는지에 대하여 의혹의 눈길을 보내기 시작하였다. 이미 제Ⅲ장에서 살펴본 바와 같이 뉴욕주 검

찰은 2002년 초반부터 Merrill Lynch 및 기타 대형 증권회사들을 상대로 애널리스트의 조사분석보고서가 왜곡되었는지 여부에 대하여 조사하였다. 그 결과 실제로 상당 부분 애널리스트에 대하여 영향력이 행사되었으며 그로 인하여 애널리스트의 조사분석보고서가 왜곡되었음을 확인하였다.

이러한 애널리스트의 이해상충으로 인한 투자자 피해 및 증권시장의 신뢰성 저하에 직면하여, 미국의 SEC, 연방의회, 검찰, NASD와 NYSE와 같은 자율규제기관(self-regulatory organization: SRO), 그리고 전문가단체 등 모든 증권관련 기관들이 총체적으로 나서서 문제를 해결하기 위한 방안의 모색에 들어갔다. 그 결과 “Sarbanes-Oxley Act of 2002”를 통하여 “1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)”에 애널리스트의 이해상충을 규제하기 위한 조항이 추가되고, Sarbanes-Oxley Act가 제정되기 직전인 2002년 7월에는 SEC에 의해 이 법의 지침을 받아들인 “Regulation Analyst Certification(Regulation AC)”이 제정되었다. 또한 NASD와 NYSE의 규정에 애널리스트의 이해상충을 정면으로 다루는 “Rule 2711”과 “Rule 472”가 각각 새로이 도입되었으며, 윤리적 규제를 위하여 동업자단체인 SIA(Securities Industry Association)와 전문가단체인 AIMR(Association for Investment Management and Research)에 의해 윤리기준이 작성되었다.

이와 같은 급속한 입법작용을 거쳐서 현재는 불과 2~3년 전과는 도저히 비교할 수 없을 만큼 애널리스트에 대한 규제 체계가 정비되었다. 미국은 위로는 법적 규제에서부터 아래로는 윤리적 규제까지 짜임새 있는 규제시스템을 통하여 다양한 형태의 이해상충 문제에 탄력적으로 대응할 수 있게 되었으며, 이와 같은 다양한 각도에서의 총체적인 접근을 통하여 투자자를 보호하고 손상된 증권시장 전반의 신뢰성을 회복하려고 노력하고 있다.

미국의 증권회사 애널리스트의 이해상충에 관련된 규제는 법적 규제, 자율규제 그리고 윤리적 규제로 3원화되어 있다. 법적 규제의 근거로는

1934년 증권거래법, SEC의 “Regulation Fair Disclosure” 및 “Regulation Analyst Certification”이 존재한다. 이러한 법적 규제를 통하여 애널리스트의 이해상충에 관한 포괄적인 규제를 하거나, 선별적인 공시(selective disclosure)를 금지시키고 애널리스트 조사분석에 대해 인증제도를 도입하였다.

자율규제와 관련하여서는 NASD Rule 2711 및 NYSE Rule 472가 마련되었다. 이들 규정은 각각의 회원 증권회사와 그 소속 애널리스트를 대상으로 하므로 그 적용의 인적 범위를 달리한다는 점을 제외하고는 그 내용에 있어서 매우 유사하며, 위반에 대한 제재에 있어서도 자율규제의 일반 원칙이 적용된다. 마지막으로 윤리적 규제는 2001년 6월에 작성된 SIA의 “Best Practice for Research”, 그리고 AIMR이 작성한 기존의 “Code of Ethics” 및 “Standards of Professional Conduct”, 2002년 7월에 만든 “AIMR Research Objectivity Standards”에 근거한다. 이하에서는 법적 규제와 자율규제를 중심으로 검토하기로 한다.<sup>38)</sup>

38) 2001년 6월 12일 SIA가 발표한 “Best Practice for Research”는 증권전문가로서 애널리스트가 준수해야 할 자발적인 의미의 모범규준, 즉 순수한 의미에서의 자율적 규제의 일종이었다. SIA의 모범규준을 검토한 SEC와 연방의회는 이러한 내용들이 단순한 모범규준으로 그쳐서는 애널리스트의 이해상충 문제를 해결하기 어렵다고 판단, NASD와 NYSE로 하여금 보다 강화된 형태의 자율규제규정을 제정하도록 하였다. 그리고 NASD나 NYSE는 Rule 2711이나 Rule 472를 제정하는 과정에서 SIA의 모범규준을 상당 부분 반영하였다. 따라서 현재 SIA의 모범규준은 단순한 윤리적 행동준칙으로서의 의미보다는 NASD와 NYSE의 자율규제규정의 원형이라는 점에서 그 의미를 찾을 수 있다.

한편, 2001년 7월 AIMR은 “Reserving the Integrity of Research”라는 현안보고서를 작성하였고, 동 보고서 역시 NASD와 NYSE가 규정을 제정하는 과정에서 많은 참고가 되었다. AIMR은 이와는 별개로 전문가로서의 직업윤리에 입각한 행동규범으로서 “Code of Ethics”와 “Standards of Professional Conduct”를 작성하여, 소속 회원들이 이를 준수하도록 하고 있다. 2001년 이후 증권시장에서 애널리스트의 중립성과 조사분석보고서의

<표 IV-1> 미국의 애널리스트 이해상충 규제 동향

2000년 10월 23일	SEC, Regulation Fair Disclosure 시행
2001년 6월 12일	SIA, Best Practice for Research 발표
6월 14일	연방하원 금융서비스 소위원회, 1차 공청회(Analyzing the Analysts: Are Investors Getting Unbiased Research from Wall Street) 개최
6월 28일	SEC, Analyzing Analyst Recommendations 발표
7월 31일	연방하원 금융서비스 소위원회, 2차 공청회(Analyzing the Analysts II: Additional Perspectives) 개최
2002년 4월 8일	뉴욕주 검찰, Merrill Lynch와 애널리스트에 대해 소환장을 발부 및 조사분석보고서 발간 금지명령을 뉴욕주 대법원에 청구. 뉴욕주 대법원, 청구를 인용
4월 25일	SEC, NASD · NYSE · 뉴욕주 검찰 · 북미증권감독자협회(NASAA) 및 각 주의 규제당국과 합동하여 애널리스트의 중립성에 관한 정식수사를 시작하겠다고 발표
5월 8일	SEC, NASD와 NYSE의 새로운 Rule 제정안 승인
5월 21일	뉴욕주 검찰과 Merrill Lynch, 화해성립 발표
6월 26일	NASD와 NYSE, Joint Memorandum 발표
7월 17일	AIMR, AIMR-ROS 제정
7월 24일	SEC, Regulation Analyst Certification 제정
7월 30일	Sarbanes-Oxley Act of 2002 제정
12월 31일	NASD Rule 수정안 발표

객관성에 대한 관심이 부각되면서, AIMR은 2002년 7월에 “AIMR Research Objectivity Standards(AIMR-ROS)”를 작성하였다.

## 나. 법적규제

### 1) 기존의 규제

최근에 애널리스트에 대한 비판이 본격적으로 제기되기 이전에도, 애널리스트를 포함한 증권업 종사자에게 이해상충을 공시하도록 강제하는 규정들이 있었다. “1933년 증권법 17조 (b)항”은 애널리스트를 포함하여 누구든지 발행인, 인수인 또는 딜러로부터 수령하거나 수령할 보수를 공시하지 않고 증권자료를 발간·배포하지 못하도록 하였다. 또한 “투자자문업법(Investment Adviser Act)”도 매수측 애널리스트를 포함하여 투자자문을 제공하는 자들의 이해상충 문제를 규제하고 있었다. 그러나 투자자문업법은 투자자들에게 사적 소송제기권을 부여하고 있지 않으며, 매도측 애널리스트들은 동법의 규제대상에서 제외되어 있었다. 애널리스트의 이해상충에 대한 문제점이 제기되었을 때, 이와 같은 규제상의 공백이 특히 부각되었다.

### 2) SEC의 Regulation Fair Disclosure

SEC가 공시와 관련하여 애널리스트에게 이해상충이 발생할 수 있음을 인식하게 된 계기가 되었던 것은 1983년 연방대법원이 판결한 Dirks 사건<sup>39)</sup>이었다. 이 사건은 어떤 회사가 분식결산을 하고 있다는 사실을 알게 된 애널리스트가 자신의 고객에 대하여 동 회사 주식의 위험성을 경고하고 그 주식을 처분하도록 조언한 사안으로, 이것이 내부자거래에 해당하는가의 여부가 쟁점이었다. 이 때 애널리스트의 조언으로 해당 고객은 손해를 피할 수 있었는데, SEC는 내부자거래를 방조한 혐의로 애널리스트에

---

39) Dirks v. SEC, 103 S. Ct. 3255.

대한 소송을 제기하였지만 결국 패소하고 말았다. 비록 애널리스트가 회사의 내부자로부터 정보를 얻었으나, 애널리스트 자신이 거래를 한 것이 아니고 실제로 이익을 얻은 것도 아니기 때문이었다.

이 사건을 통해 현실적으로 일반 투자자들로서는 알 수 없는 정보가 애널리스트에게 우선적으로 공시되었고 그러한 정보를 바탕으로 거래가 이루어졌음이 확인되었다. 이에 SEC는 회사의 선별적 공시관행에 이해상충의 소지가 있다고 보았다. 즉 회사들이 회사와 관련이 있는 애널리스트에게 선별적으로 회사의 내부정보에 대해 공시하는 관행이 있었고, 이것은 애널리스트에 대하여 회사가 영향력을 행사할 수 있는 원인이 되었기 때문이다.

이 사건을 계기로 SEC는 특정 애널리스트에게 우선적으로 내부정보를 제공하는 행위 자체를 금지하지 않는다면 이러한 형태의 사건이 끊이지 않을 것이라고 판단하였다. 2000년 8월 SEC는 기업이 특정 애널리스트에게 우선적으로 정보공시를 하는 것을 금지하도록 하는 Regulation Fair Disclosure(Regulation FD)를 채택하였다.

Regulation FD 그 자체는 회사의 공시에 관한 규정으로서, 애널리스트의 독립성과는 다소 거리가 있는 규정이라고 볼 수 있다. 그러나 선별적인 공시를 금지함으로써, 애널리스트들이 발행기업에 의해 선별적으로 공시되는 정보에 지속적으로 접근하기 위해 발행기업에 대해 우호적으로 보고서를 작성할 수밖에 없었던 압력으로부터 벗어날 수 있게 해주었다는 점에서 애널리스트의 독립성과 밀접한 관련이 있는 것이다.<sup>40)</sup>

이와 같은 공시에 대한 규제 강화는 “애널리스트란 무엇인가?” 즉 애널리스트의 역할과 목적에 대한 논의를 촉발시켰으며, 이후 SIA나 NASD,

---

40) 발행회사에 대해 부정적인 견해를 발표하는 애널리스트들은 다른 애널리스트들이 초청되는 기업설명회 등과 같은 자리에서 배제되는 경우가 가끔 있었다(SEC(2000)).

NYSE가 애널리스트의 독립성에 관한 지침을 작성하도록 만든 계기가 되었다.

### 3) “Sarbanes-Oxley Act”와 애널리스트의 이해상충 규제 강화

최근 들어서는 애널리스트의 조사분석보고서에 관한 이해상충 문제를 입법을 통해 직접적으로 규제하기 시작했다. 이것은 2001년과 2002년에 연이어 발생한 Enron 파산사건과 WorldCom 파산사건 등 대규모 회계부정 사건에 대한 대책으로 기업회계의 투명성 확보를 위해 2002년 7월에 제정된 “Sarbanes-Oxley Act”를 통해서였다. 이 법은 크게 훼손된 미국의 증권시장과 기업지배구조에 대한 신뢰를 회복하는 것을 목적으로 하는 것이지만, 아울러 애널리스트의 이해상충에 관한 문제도 다루고 있다. Sarbanes-Oxley Act의 제V장에서는 애널리스트 및 조사분석보고서와 관련하여, 1934년 증권거래법을 일부 개정하도록 정하고 있다. 한편, 동 법이 제정되기 직전에 SEC는 이 법의 지침을 받아들여 애널리스트의 조사분석보고서에 대하여 인증(certification)을 요구하는 “Regulation Analyst Certification(Regulation AC)”를 제정하였다. 이하에서는 Sarbanes-Oxley Act와 SEC의 Regulation AC를 검토하기로 한다.

#### 가) 1934년 증권거래법 개정

Sarbanes-Oxley Act의 제V장[애널리스트의 이해상충(Analyst Conflicts of Interest)] 501조 (a)항은 1934년 증권거래법의 개정에 관한 내용을 규정하고 있다. 이 조항은 1934년 증권거래법에 “증권 애널리스트와 조사분석보고서(Securities Analyst and Research Report)”에 관한 15D조를 추가하도록 정하고 있다. 이 조항은 SEC와 등록증권업협회(registered securities association), 전국증권거래소(national securities exchange)에게 애널리스트

가 직면할 수 있는 이해상충 문제에 관하여 애널리스트의 객관성을 보호하고 투자자의 신뢰를 회복하기 위한 규정을 정하도록 요구하는 한편, 그 규정에 포함되어야 할 내용들을 상세하게 규정하고 있다. 아울러 Sarbanes-Oxley Act의 501조 (c)항에서는 1934년 증권거래법 15D조를 이행하기 위하여 SEC가 자신의 규정을 제·개정하거나 등록증권업협회 또는 전국증권거래소에 대해 그들의 규정을 제·개정하도록 지시할 수 있는 권한을 부여하고 있다. 증권거래법 15D에 대해 보다 구체적으로 살펴보기로 한다.

“1934년 증권거래법의 15D조 (a)항[애널리스트 보호(Analyst Protection)]”은 투자자에게 보다 유용하고 신뢰할 수 있는 정보를 제공하고 조사분석의 객관성을 확보할 수 있도록 하기 위해서, SEC·등록증권업협회·전국증권거래소는 애널리스트가 대중매체 등에 공개출연시, 혹은 조사분석보고서에서 주식을 권유하는 경우에 발생할 수 있는 이해상충 문제를 합리적으로 규율할 수 있는 규정을 제정하도록 요구하고 있다.

이들 기관의 규정에는 조사분석에 대한 일반투자자들의 신뢰를 제고하고, 애널리스트의 독립성과 객관성을 보호하기 위한 내용이 포함되어 있어야 한다.<sup>41)</sup> 증권회사가 발행회사의 공개시 인수업무를 담당하는 자로서 참여하고 있거나 참여하기로 한 경우, 해당 증권회사가 관련된 발행회사의 주식에 관하여 조사분석보고서를 발간하거나 배포하는 것을 금지하는 기간을 정하도록 하였다. 또한 회사 내부의 적절한 정보차단장치에 의해,

41) 첫째, 법무 부문이나 준법감시 부문을 제외하고 증권회사의 투자은행업무를 담당하는 자 혹은 조사분석에 직접적인 책임을 지지 않는 자가 조사분석보고서를 승인하거나 보고서 발간 전에 검토하도록 하는 행위를 제한해야 한다. 둘째, 애널리스트에 대한 감독이나 보수평가를 투자은행업에 직접적으로 개입하지 않는 임원이 하도록 제한해야 한다. 셋째, 증권회사 혹은 투자은행업무를 담당하는 직원은 발행회사와의 투자은행업무 관계에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 이유로, 애널리스트가 부정적인 조사분석보고서를 작성하는 것에 대해 보복하거나 보복을 하겠다고 위협해서는 안 된다.

애널리스트가 투자은행업무 수행으로 인하여 잠재적으로 자신의 판단을 왜곡시킬 수 있는 자들의 압력으로부터 독립성을 유지할 수 있도록, 증권회사 내부에 제도적·구조적 안전지침을 마련하도록 하였다.

또한 “1934년 증권거래법의 15D조 (b)항[공시(Disclosure)]”은 SEC·등록증권업협회·전국증권거래소는 애널리스트가 공개출연을 할 경우, 그 시점 혹은 조사분석보고서를 발간하는 시점을 기준으로 애널리스트 본인 혹은 증권회사가 알고 있거나 알았어야 하는 이해상충 사실을 공시하도록 하는 것과 관련하여, 이를 합리적으로 규율할 수 있는 규정을 채택하도록 요구하고 있다. 이들 기관의 규정에는 다음과 같은 내용이 포함되어 있어야 한다.

- 애널리스트가 조사분석보고서 혹은 공개출연시에 조사분석 대상으로 한 회사에 대하여 채무를 가지고 있거나 투자지분을 가지고 있는 범위
- 증권회사 또는 그 소속 직원이 공개출연 혹은 조사분석보고서의 대상이 된 발행인으로부터 어떤 보수를 받는지 여부<sup>42)</sup>
- 조사분석보고서 혹은 공개출연시에 권유한 증권의 발행회사가 공개출연일 혹은 조사분석보고서 발간일을 기준으로 이전 1년간 또는 현재 증권회사의 고객인지의 여부. 만일 고객이라면 증권회사가 발행인에게 제공한 서비스의 형태에 대한 진술
- 애널리스트가 조사분석보고서와 관련하여 증권회사의 투자은행업무 수익에 연계하여 보수를 받는지 여부
- 기타 SEC·등록증권업협회·전국증권거래소가 적절하다고 인정하는 투자자·애널리스트·증권회사에 관한 중요한 이해상충사실의 공시

---

42) 다만 SEC가 투자자 보호에 부합하고 공익에 적절한 것으로서, 해당 발행회사와의 잠재적인 특정한 미래의 투자은행거래에 관한 중요한 미공개정보의 공시를 금지하는 것이 적절하고 필요하다고 판단하는 경우에는 예외가 인정된다.

## 나) SEC의 Regulation Analyst Certification(Regulation AC)

Regulation AC의 내용은 크게 조사분석보고서에 대한 인증과 공개출연에 대한 인증으로 나누어 볼 수 있다.<sup>43)</sup> 먼저, 증권회사와 조사분석보고서를 작성·발간·배포하는 것을 담당하는 자에 대해 조사분석보고서에 다음과 같은 내용을 포함하도록 의무화하였다.

애널리스트는 조사분석보고서에 실린 특정 주식이나 발행회사에 대한 의견이나 권유가 자신의 정확한 의사를 반영한 것임을 인증해야 한다. 또한 애널리스트는 자신의 보수가 조사분석보고서에 포함된 의견이나 권유와 관련하여 직·간접적으로 영향을 받은 바 없음을 인증해야 한다. 만일 자신의 보수 가운데 일부 혹은 전부가 조사분석보고서상의 의견이나 권유와 직·간접적으로 관련이 있는 경우 그에 관한 설명을 공시하고 이를 인증해야 하는데, 이 때 보수의 목적(purpose)과 금액(amount), 보수지급 원천(source)을 반드시 포함해야 한다. 이상의 인증은 해당 조사분석보고서를 참고하는 자가 쉽게 알 수 있도록 해야 한다.

조사분석보고서가 애널리스트의 개인적인 의견을 제대로 반영한 것이라는 사실을 애널리스트가 인증할 수 없는 경우, 애널리스트의 인증이 들어가 있지 않은 조사분석보고서를 배포하면 Regulation AC를 위반하게 된다. 마찬가지로 조사분석보고서가 보수에 관한 인증을 포함하지 않은 경우, 그러한 보고서를 배포하면 역시 Regulation AC를 위반하게 된다.

그밖에도 조사분석보고서에는 대상 주식에 대한 애널리스트의 조사분석과 함께 그 주식에 대한 투자등급이 부여되는 경우가 대부분인데,

43) 한편, Sarbanes-Oxley Act의 제정에 따라 증권발행인이 SEC에 제출하는 정기보고서에 대하여도 CEO 및 CFO의 인증이 의무화되었다. CEO 또는 CFO는 자신이 알고 있는 정보 중에서, 합리적인 투자자가 중요하다고 여길 수 있는 모든 정보를 사업보고서(Form 10-K) 및 분기보고서(Form 10-Q)에 포함하였음을 인증하여야 한다.

Regulation AC에서 말하는 인증에는 단순히 조사분석보고서의 내용뿐만 아니라 투자등급에 관한 애널리스트의 의견에 대한 것도 포함된다.

다음으로, 공개출연(public appearance)과 관련한 인증에 관한 규정도 크게 다르지 않다. 다만 공개출연의 경우 서면으로 작성되는 조사분석보고서와는 다른 형태로 일반대중에게 전달되므로, 공개출연시에 표시한 의견이나 권유와 관련된 내용을 일정 기간 내에 기록으로 남기도록 한다는 점에서 차이가 있다.

Regulation AC에 따르면 증권회사는 애널리스트의 공개출연과 관련하여 기록을 작성하고 비치해야만 한다. 특히 증권회사가 애널리스트에 의해 작성된 조사분석보고서를 발간하거나, 배포하거나, 또는 제공한다면, 증권회사는 해당 애널리스트가 공개출연한 날이 속하는 분기 이후 30일 이내에 기록을 작성해야 한다. 그리고 이 기록들은 다음의 서면진술을 포함해야 한다. 즉 각 공개출연시에 제시된 의견은 해당 조사분석 대상 주식이나 발행회사에 대한 해당 애널리스트의 개인적인 의견을 정확하게 반영하고 있음을 애널리스트가 인증한다는 서면진술(written statement)과 애널리스트는 자신이 받는 보수가 각 공개출연시 제시된 의견이나 특정 권유와 관련되어 있다거나 향후 직·간접적으로 관련된 바가 없음을 애널리스트가 인증하는 서면진술이 있어야 한다.

증권회사가 공개출연과 관련하여 이상에서 설명한 애널리스트의 서면진술을 확보하지 못한 경우, 증권회사는 애널리스트가 공개출연과 관련된 인증을 제시하지 못하였다는 사실을 “1934년 증권거래법 17조 (d)항”과 “SEC Rule 17d-2”에 따라 구성된 규제기관(examining authority)에 즉시 통지해야만 한다. 이러한 통지 후 120일 동안 증권회사는 인증을 제시하지 않은 애널리스트가 작성하는 모든 조사분석보고서에 해당 애널리스트가 Regulation AC에서 정하고 있는 인증을 제공하지 않았다는 사실을 공시해야 한다. 또한 증권회사는 “SEC Rule 17a-4”에 따라 이들 기록을 보관해야 한다.

## 다. 자율규제

### 1) NASD 및 NYSE 규정의 제정 배경과 목적

#### 가) 제정 배경

2001년 6월부터 연방 하원의 금융서비스 소위원회(House Committee on Financial Service's Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprise)는 애널리스트의 이해상충 사실의 본질과 세부적 형태, 그리고 일반대중에 대한 관련 사실의 적절한 공시에 관한 청문회를 열었다. 이 청문회에서는 SEC가 조사한 증권회사 애널리스트들의 이해상충 현황 및 문제점, SIA의 Best Practice for Research, AIMR의 현안보고서(Reserving the Integrity of Research) 등이 다양하게 논의되었다. 청문회를 통해 의회는 SIA의 모범규준이 애널리스트가 직면한 구조적 이해상충과 그러한 이해상충 속에서 작성되어 왜곡된 조사분석보고서에 관한 문제를 완화하거나 완전히 배제할 수 있는 수단으로 적절하지 않다고 지적하였다. 소위원회는 자율규제기관이 애널리스트의 이해상충과 관련하여 새로운 규정을 제정하는 것이 이러한 문제점을 규율할 수 있는 보다 효율적인 방법이라는 결론을 내렸다.

이러한 의회의 견해를 반영할 수 있도록, 2001년 11월 NASD와 NYSE는 애널리스트 및 조사분석보고서에 관한 기존 규정을 대폭 개정하기로 하였고, 이를 위하여 증권산업 전반의 의견을 수렴하여 수정안을 작성하였다. 이 수정안에는 SIA의 모범규준과 AIMR의 현안보고서에서 제시한 권고들이 상당 부분 포함되었다.

2002년 5월 10일, SEC는 조사분석보고서와 애널리스트에 대한 규제를 강화하는 새로운 NASD Rule 2711과 이와 유사한 NYSE Rule 472를 승인하였다.<sup>44)</sup> NASD와 NYSE는 새로 마련된 Rule 2711 및 Rule 472에 대한

각 증권회사들의 의견을 수렴하여, 2002년 6월 동 규정의 해석에 관한 지침과 관련 규정에 사용된 용어의 범위 등에 관한 공동각서(Joint Memorandum)를 작성하였다. 이 규정 내용의 대부분은 2002년 7월 9일부터 그 효력이 발생하였다.<sup>45)</sup> 현재 NASD와 NYSE는 일부 내용을 보완하기 위하여 추가적인 수정안에 대해 증권업계의 의견을 수렴하고 있다.

#### 나) 목적과 의의

자율규제기관들이 작성한 규정들 역시 증권시장의 저하된 신뢰를 회복하고 투자자를 보호한다는 목적을 가지고 있다는 점에서 증권관련 법률이나 SEC의 규칙들과 동일하다.

다만 이들 자율규제규정은 이러한 목적의 실현을 위하여, 보다 세부적으로 그 내용을 정하고 있으며, 법적·행정적 규제를 하기에 앞서 자율규제기관의 소속 회원들에게 해당 규정의 이행을 강제할 수 있다. 이러한 자율규제기관의 규정들은 내용 구성이나 규제 등과 관련하여 이상에서 설명한 증권거래법이나 SEC의 규칙들을 보완하는 역할을 한다는 점에서 법적 규제와 유기적인 연관성을 가지고 있다.

---

44) NASD는 주식의 권유에 관한 기존의 규정인 Rule 2210과는 별도로, 조사 분석보고서와 관련하여 새로운 Rule 2711을 제정하기로 했다. 이에 비해 NYSE는 일반 대중과의 의견 교환에 관한 Rule 472를 보다 강화하여 개정하는 방식을 채택하였다는 점에서 차이가 있다. 따라서 NASD와 NYSE가 새로운 규정의 해석에 대하여 공동으로 작성한 각서에서는, NYSE Rule 472와는 달리, NASD Rule 2210과 Rule 2711의 관계에 대하여 별도로 설명을 추가하고 있다.

45) 규정의 성격에 따라 효력발생시기를 달리 한 것도 있다. 예를 들어 정보누설통제(gatekeeper), 투자등급배분, 가격차트 등에 관한 공시 및 관련 절차에 관한 규정은 2002년 9월 9일부터 시행되었다. 그리고 소형증권사의 경우에는 예외적으로 2003년 5월 5일부터 시행되었다.

## 다) NASD 및 NYSE 규정의 구조 개관

NASD Rule 2711과 NYSE Rule 472는 2001년 이후 표면화되기 시작한 애널리스트의 조사분석업무의 정직성에 대한 의문 제기를 계기로 꾸준한 조사와 토론과정을 거쳐 작성되었다. 따라서 이들 자율규제기관의 규정들은 애널리스트의 이해상충 문제가 발생하는 구조 및 현황과 밀접한 관계가 있다. 애널리스트의 이해상충 문제가 발생할 수밖에 없는 구조적 문제를 파악해야 이를 적절하게 통제하고 제한할 수 있는 방식을 생각해 낼 수 있기 때문이다.

SEC의 조사와 의회의 청문회 등을 통하여 확인할 수 있었던 애널리스트의 이해상충 문제를 분류해보면 크게 조사분석 부문과 투자은행업무 부문의 연계, 애널리스트 개인의 이익추구, 이해상충사실의 공시 미흡으로 나누어 볼 수 있다. 이러한 문제에 대한 이해를 바탕으로 NASD Rule 2711과 NYSE Rule 472 역시 애널리스트와 조사분석업무에 대한 정의, 조사분석 부문과 투자은행업무 부문간의 내부차단 강화, 애널리스트·증권회사·조사분석 대상 기업과의 관계에 대한 제한, 애널리스트의 개인적인 거래로 인한 이해상충 및 보수에 대한 제한과 공시, 기타 이해상충 사실에 대한 공시, 조사분석보고서 및 공개출연시 권유 및 투자에 대한 명확한 설명과 해당 사항 공시 등으로 나누어 규정하고 있다.

NASD Rule 2711과 NYSE Rule 472는 그 내용이나 체계가 거의 유사하므로 이하에서는 NASD Rule 2711을 중심으로 하여 조사분석업무와 투자은행업무의 분리, 애널리스트의 개인적인 투자와 관련된 이해상충, 이해상충의 공시강화에 대하여 살펴보기로 한다.

## 2) NASD의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

NASD의 회원 증권회사들은 새롭게 제정된 Rule 2711(Research Analysts and Research Reports)을 준수하여야 하며, 내부적으로도 이러한 규정을 준수하기 위한 통제절차를 구축하여야 한다. 또한 회원 증권회사의 임원은 매년 NASD에 대하여 동 증권회사가 NASD가 규정하고 있는 통제절차를 채택하여 준수하고 있음을 입증하여야 한다.

이하에서는 Rule 2711이 새로 제정되기 이전에 “일반 대중과의 의견교환(Communication with the Public)”에 관하여 규정하고 있었던 Rule 2210과 Rule 2711의 관계에 대하여 간략하게 설명하고, Rule 2711의 내용에 대해 본격적으로 검토하기로 한다.

### 가) 기존 공시규정과 신규 공시규정의 관계

NASD Rule 2711은 기본적으로 조사분석보고서와 관련된 공시에 한정하여 규정하는 것에 비하여, NASD Rule 2210은 공시에 관하여 보다 포괄적으로 규정하고 있다. 따라서 NASD의 회원인 증권회사는 조사분석보고서를 배포하는 과정에서 어떤 사실이 Rule 2711에 해당한다면 이를 공시해야 하며, Rule 2711에는 해당하지 않는다고 하더라도 Rule 2210에 해당한다면 역시 이를 공시해야 한다. Rule 2711은 Rule 2210에 비해 그 비율이나 기간, 범위 등과 관련하여 보다 특정하여 규정하고 있다는 점에서 차이가 있다.

예를 들어 시장조성과 관련된 경우 Rule 2210은 통상적으로 시장을 조성하고 있는 주식에 대하여 권유하는 경우 해당 증권회사가 시장조성을 하고 있다는 사실을 공시하도록 포괄적으로 규정하고 있지만, Rule 2711의 경우에는 조사분석보고서 발간시점에 초점을 맞추어 “조사분석보고서 발간시점에 해당 증권회사가 시장조성을 하는 경우” 해당 사실을 조사분석보고서에 공시하도록 하고 있다는 점에서 공시의 기준시점을 특정하고 있다.

증권회사나 애널리스트가 소유하고 있는 증권의 범위와 관련하여도 차이가 있다. Rule 2210의 경우 증권회사나 그 임원이 권유대상이 되는 회사의 유가증권매수옵션이나 권리 및 워런트 등을 소유하고 있는 경우에도 이를 공시하도록 하고 있는데 비해, Rule 2711은 “조사분석대상기업의 주식(equity securities) 1%” 이상을 소유하고 있는 경우 이를 공시하도록 하고 있어 그 대상이나 범위를 보다 한정하고 있다.

인수업무와 관련하여도 Rule 2210은 지난 3년간 인수업무를 담당할 경우 이를 공시하도록 하고 있으나, Rule 2711은 조사분석보고서 발간 시점을 기준으로 지난 1년간 인수업무를 담당할 경우 이를 공시하도록 한다는 점에서 역시 차이가 있다.

이러한 차이를 고려할 때 Rule 2711은 Rule 2210에 대하여 일종의 특별 공시 요건에 해당하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 증권회사가 Rule 2711에 해당하는 공시를 이행하였다면 Rule 2210에 따른 공시를 별도로 해야 하는 것은 아니다. 그렇지만 Rule 2711은 그 내용상 조사분석보고서와 연계되어 있는 것이지, 증권회사의 일반적인 주식 권유 전반에 적용되는 것은 아니다. 따라서 증권회사들이 조사분석보고서나 공공출연이 아닌 다른 형태로 일반투자자들에게 주식을 권유하는 경우에는 Rule 2210이 적용된다.

#### 나) 조사분석업무와 투자은행업무의 분리

NASD Rule 2711 및 NYSE Rule 472가 제정된 배경에는 애널리스트의 조사분석업무가 증권회사의 투자은행업무에 의해 왜곡되고 있다는 사실이 전제되어 있다. 즉 종래의 공시규정으로는 애널리스트가 직면한 이해상충 사실이 충분히 공시되지 못하고 있다는 반성과 함께, 애널리스트에게 투자은행업무 부문이나 주식발행회사가 부당하게 영향력을 행사하지 못하도록 이를 미리 차단할 필요가 있음을 인식하게 되었다. 이러한 내부차단벽과

이해상충 사실의 공시야말로 이들 자율규제규정의 가장 큰 틀을 구성하고 있다. 애널리스트의 조사분석업무와 증권회사의 투자은행업무의 분리를 통해, 애널리스트에게 가해지는 부당한 영향력 행사를 차단하고 조사분석의 독립성과 객관성을 확보하고자 하는 것이 본 규정의 취지이다.

(1) 조사분석 부문과 투자은행업무 부문간의 관계 제한

“NASD Rule 2711(b)”에서는 조사분석 부문과 투자은행업무 부문의 의견 교환을 엄격하게 제한하고 있고, 불가피한 경우에 한하여 증권회사 내부의 준법감시 부문이나 법무 부문의 중개를 통해 의견교환을 하도록 정하고 있다. 즉 애널리스트는 소속 증권회사의 투자은행업무 부문의 임직원으로부터 어떠한 통제나 감독을 받지 않아야 한다고 선언하면서, 사실의 정확성 확인 등과 같은 예외적인 경우를 제외하고는 투자은행업무 부문의 임직원이 애널리스트가 작성한 조사분석보고서를 발행 전에 검토하거나 승인할 수 없도록 하고 있다.

이 규정은 투자은행업무 부문이 조사분석 부문의 업무에 영향을 미칠 수 있도록 허용하는 경우, 조사분석 부문의 본래적 업무라고 할 수 있는 공정하고 객관적인 조사분석보고서의 작성이 곤란하게 된다는 반성에 따라 투자은행업무 부문의 통제나 감독으로 인한 부당한 영향력 행사를 차단함으로써 잠재적인 이해상충의 소지를 없애기 위한 것이다. 이것은 SIA 모범규준의 권고를 명문화한 것이기도 하다.

설령 사실의 정확성 확인이나 잠재적인 이해상충의 여부 확인을 위해서 예외적으로 투자은행업무 부문의 임직원이 애널리스트의 조사분석보고서를 발간 전에 검토하는 경우라도, 이를 직접적으로 해서는 안 되며 증권회사 내부의 준법감시 부문이나 법무 부문의 중개를 통하여 접촉하여야 한다.

이것은 조사분석보고서의 사실적 정확성을 확인하는 차원에서 투자은행업무 부문과 의견교환을 하는 일이 불가피함을 인정하면서, 다만 직접적인 의견교환을 인정하는 경우 투자은행업무 부문이 조사분석 부문에 사전에 영향력을 미칠 수 있다는 우려에서, 법무 부문이나 준법감시 부문의 중개를 통하여 의견교환을 하도록 제한한 것이다.

(2) 대상기업에 의한 조사분석보고서의 검토 제한

애널리스트의 조사분석에 대하여 영향력을 행사할 수 있는 것은 증권회사 내부의 투자은행업무 부문에 국한되는 것은 아니다. 투자은행업무 부문의 현재의 고객이거나 장래의 고객이 될 수 있는 발행회사의 경우에도, 애널리스트에게 회사 자신이 원하는 바에 대하여 압력을 행사할 개연성은 얼마든지 있다. 따라서 이러한 전제에서 “NASD Rule 2711(c)”는 조사분석 대상 기업이 애널리스트의 조사분석보고서가 발간되기 전에 그 보고서를 미리 검토하거나 전달받아서 안 된다고 규정하고 있다.

원칙적으로 증권회사는 조사분석보고서를 발간하기 전에 해당 보고서를 조사분석 대상 기업에게 제출하는 것이 금지되지만, 예외적으로 해당 회사에 대한 정보의 사실적 정확성을 확인하는 차원에서 조사분석보고서의 일부분을 조사분석 대상 기업에게 제시할 수는 있다. 다만 그 일부분이 조사분석보고서의 전체적 요약 내용을 포함하거나, 투자등급이나 목표주가 등에 관한 내용을 포함하는 것이어서는 안 된다. 또한 조사분석 대상 기업에게 조사분석보고서의 일부분을 제출하기 전에, 해당 조사분석보고서 전체를 반드시 증권회사 내부의 법무 부문이나 준법감시 부문에 제출해야 한다.

해당 회사에 대한 투자등급이나 목표주가를 변경하는 경우에는 법무 부문이나 준법감시 부문이 변경에 대하여 승인을 해야 하고, 승인과 관련

된 기록을 3년간 보관해야 한다. 그리고 증권회사는 조사분석보고서를 발간하기 전에 목표주가나 투자등급에 관한 변경 사항 등을 조사분석 대상 기업에게 통지하지 못한다.

2002년 12월에 NASD는 동 규정에 일부 조항을 추가하는 수정안을 제시하였다. 즉 조사분석 대상기업과 증권회사가 주식공모 등에 관한 인수계약을 체결하기 전에, 애널리스트가 인수 관련 투자은행업무를 소속 증권회사가 위탁받을 수 있도록 촉진하기 위하여 조사분석 대상기업과 어떠한 의견교환이라도 한 경우라면, 동 조사분석 대상기업에 대하여 조사분석보고서를 발간하거나 공개출연하여 해당 주식에 대한 권유나 의견을 표시하지 못한다<sup>46)</sup>.

### (3) 애널리스트의 보수 제한

NASD의 회원사인 증권회사는 조사분석업무를 담당하는 애널리스트에게 특정 투자은행업무의 수행을 근거로 한 급여나 상여금 기타 형태의 보수를 지급하지 못한다. NASD는 “Rule 2711(d)”에서 애널리스트의 보수에 관해 언급하고 있다. 만일 투자은행업무에 대한 기여 여부에 따라 애널리스트의 보수가 연동되는 것을 허용하면, 조사분석업무의 왜곡문제를 근본적으로 해결하기가 불가능하기 때문이다.

2002년 12월 31일에는 애널리스트의 보수를 감사하고 평가하는 위원회를 구성하도록 하는 개정안을 제시하였다. 동 위원회는 최소한 1년에 한 번씩 애널리스트의 보수를 심사·승인하여야 한다. 이 때 동 위원회에 투자은행업무 부문의 임직원이 포함되어서는 안 된다. 그리고 위원회는 애널리스트의 보수를 평가하는 과정에서 투자은행업무에의 기여도가 아닌 해당 애널리스트의 조사분석의 질과 생산성, 애널리스트의 권유와 해당

---

46) NASD Rule의 개정안 Rule 2711(c)(4) 참고.

주가의 달성 여부 등을 고려하여야 하며, 각각의 애널리스트의 보수와 근거의 내용을 기록으로 남겨야 한다. 그리고 애널리스트의 보수에 대한 위원회의 심사·승인과 애널리스트의 보수의 내용과 근거 기록에 대하여 NASD Rule 2711(i)에 따른 인증을 요구하였다.<sup>47)</sup>

(4) 유리한 조사분석보고서의 약속 금지

증권회사는 특정 회사로부터 대가를 얻거나 투자은행업무를 수임할 목적으로 해당 회사에 대하여 특정 등급이나 특정 목표주가와 관련하여 유리한(favorable) 조사분석보고서를 약속하지 못한다. 또한 증권회사가 이상의 목적으로 소속 애널리스트 혹은 조사분석 부문에게 해당 회사에 대한 투자등급이나 목표주가의 변경을 요구해서도 안 된다.

(5) 발간금지기간(quiet period)의 부여

“NASD Rule 2711(f)”는 조사분석보고서의 발간과 관련하여 일정기간의 제한을 두고 있다. 증권회사가 특정 회사의 주식 공모에 관한 주간사 혹은 공동간사로서 활동하는 경우, 일정 기간 동안 해당 회사에 관한 조사분석보고서를 발간해서는 안 된다.

해당 회사 주식의 최초공모(initial public offering)의 경우에는 발행일로부터 40일 동안, 2차공모(secondary offering)의 경우에는 10일 동안 동 회사에 대하여 조사분석보고서를 발간하여 동 회사의 주식에 대한 권유나 평가를 하는 것이 금지된다. 다만 이러한 규정에도 불구하고 예외적으로 조사분석보고서를 발간하는 것이 허용될 수 있다. 즉 최초공모나 2차 공모시에 해당 회사에게 영향을 미칠 만한 중요한 사건이 발생하고, 준법감시 부문이나 법무 부문의 승인을 받은 경우, 또는 활발하게 거래되는 주식의

47) NASD Rule의 개정안 Rule 2711(d)(2) 참고.

2차 공모시에 SEC Rule 139를 준수하는 경우에 한하여 예외가 인정되어 조사분석보고서를 발간할 수 있다.

2002년 12월 31일에 제출한 개정안 Rule2711(f)(1)에서는 조사분석보고서에 대해서 뿐만 아니라, 공개출연에 대해서도 해당 주식에 대해 권유하는 것을 금지하고 있다. 또한 개정안은 조사분석보고서의 발간금지기간과 관련하여 추가적인 제한을 두고 있다. 즉 일정 회사의 주식공모업무에 대하여 주간사 혹은 공동간사로 활동한 증권회사는, 주식 공모가 완료된 후 일정 기간 동안 조사분석 대상 기업이나 그 주주들이 보유하고 있는 주식의 매도를 금지하거나 제한하는 계약(lock-up agreement)이 종료되거나 중단된 때로부터 전후 15일 동안의 기간에는 해당 회사의 주식에 대한 조사분석이나 공개출연시의 권유나 의견표시를 금지한다.<sup>48)</sup> 다만 이 기간 사이에 조사분석 대상 기업에 중요한 사건이 발생한 경우 그 영향에 대한 조사분석보고서를 발간하는 것까지 금지하는 것은 아니다. 단지 조사분석보고서를 발간하기 전에 준법감시 부문이나 법무 부문이 해당 조사분석보고서의 발간에 대하여 승인을 하여야 한다는 제한이 있을 뿐이다.

#### 다) 애널리스트의 개인적인 투자와 관련한 이해상충

“NASD Rule 2711(g)”에서는 애널리스트의 개인 투자(personal trading)와 관련된 이해상충 문제에 관하여 규율하고 있다. 이 규정은 애널리스트 혹은 그의 가족(household)이 지위나 정보의 우위, 조사분석보고서의 판단을 이용하여 개인적인 이익을 얻지 못하도록 하기 위한 것이다. 또한 애널리스트가 투자판단을 하면서 자신이 작성한 조사분석보고서의 분석이나 투자판단에 역행하는 형태의 거래도 금지된다.

애널리스트는 자신이 분석하고 있는 회사가 주식공모를 하기 이전에

---

48) NASD Rule의 개정안 Rule 2711(f)(3) 참고.

해당 회사의 주식을 매수하거나 양도받는 것이 금지된다. 또한 애널리스트는 자신이 분석하는 회사 주식의 투자등급이나 목표주가를 변경하는 조사분석보고서를 발간하는 경우 발간 전 30일, 발간 후 5일 동안은 해당 회사가 발행한 주식 및 관련 파생상품이나 옵션을 매도 혹은 매수하는 행위를 할 수 없다. 또한 애널리스트가 특정 회사에 대한 조사분석을 시작하였을 때 애널리스트가 해당 회사의 주식을 보유하고 있는 경우, 해당 증권회사는 30일 이내에 애널리스트가 자신이 가진 주식을 매도하도록 할 수 있다. 이 밖에 증권회사는 조사분석 대상 기업의 투자등급이나 목표주가 변경에 관한 조사분석보고서를 발간하기 전에 해당 회사에 중요한 사건이 발생한 경우, 증권회사의 법무 부문이나 준법감시 부문의 사전승인을 받아 해당 회사의 주식을 매도하거나 매수하도록 허용할 수 있다.

SEC는 실사를 통해 애널리스트의 이해상충 문제를 조사하는 과정에서 상당수 애널리스트들이 자신이 조사분석보고서에서 권유한 방식과 반대로 거래를 하는 경우를 확인하였다. 이에 대한 반성으로서 “NASD Rule 2711(g)(3)”에서는 애널리스트가 가장 최근에 발간한 조사분석보고서에서 자신이 권유한 방식과 반대되는 형태로 해당 주식이나 옵션, 파생상품을 거래하는 것을 명시적으로 금지하고 있다.

다만 애널리스트가 보유하는 계좌의 실질적 소유주(beneficial owner)의 개인적인 재정 상황에 중대한 변화가 발생한 경우에 한하여, 준법감시 부문 혹은 법무 부문의 승인을 전제로, NASD Rule 2711(g)(2)와 (3)을 위반하지 않는 범위에서 주식의 매도나 매수를 할 수 있다.

#### 라) 이해상충의 공시 강화

종래 일반투자자와의 의견교환이나 주식 권유에 관한 공시는 Rule 2210에서 규정하고 있었음은 앞에서 설명하였다. 그러나 조사분석업무의 이해상충 문제가 부각되면서 기존의 규정만으로는 이해상충 사실을 충분

히 공시할 수 없다는 반성이 제기되었고, 공시의 강화가 새로운 규정의 중요한 내용이 되었다. 물론 공시 자체가 애널리스트의 이해상충 문제를 완전히 해결할 수 있는 것은 아니다. 오히려 조사분석 부문과 투자은행업무 부문의 구조적인 단절을 규정하고 있는 Rule 2711의 (b)에서 (f)까지의 규정들이 애널리스트의 이해상충 문제를 완화하는 것에는 더 효과적이라고 생각할 수도 있다.

하지만 공시를 통해 투자자에게 해당 증권회사 또는 애널리스트가 직면하고 있는 이해상충 사실을 알리고, 투자판단을 하는 과정에서 이를 참고하도록 함으로써 조사분석보고서에 대한 객관성과 신뢰를 높일 수 있다. NASD Rule 2711 뿐만 아니라 NYSE Rule 472, SIA의 모범규준 모두가 애널리스트의 이해상충 문제에 대한 자세한 공시를 요구하는 것은 공시의 이러한 기능을 고려하고 있기 때문이다.

NASD Rule 2711(h)에서는 약 11개 조항에 걸쳐 자세한 공시를 규정하고 있는데, 이를 크게 실질적인 이해상충의 공시, 보수수령 및 애널리스트의 개인적 이해상충의 공시, 그리고 조사분석보고서의 구성내용에 대한 공시, 기타 공시로 나누어서 설명한다.

#### (1) 주식소유와 실질적인 이해상충의 공시

애널리스트 혹은 그의 가족이 조사분석 대상 기업의 주식에 대하여 경제적 이익을 가지고 있는 경우, 그 사실과 그러한 경제적 이익의 특성에 대하여 조사분석보고서와 공개출연시에 반드시 공시해야만 한다. 또한 조사분석보고서를 발간한 날 혹은 공개출연을 한 날로부터 이전의 한 달을 기준으로 증권회사 혹은 그 자회사가 조사분석 대상기업 주식의 1% 이상을 보유하고 있으면 이를 반드시 조사분석보고서와 공개출연시에 공시하여야 한다. 그 이외에도 애널리스트는 자신이 공개출연을 하는 당시 혹은 조사분석보고서를 발간할 시점에서 애널리스트 자신이 알고 있거나 혹은

알아야 하는 소속 증권회사의 중요한 이해상충 사실이 있는 경우 이를 반드시 공시해야만 한다.

(2) 보수수령과 애널리스트 개인적 지위에 관한 이해상충의 공시

증권회사는 조사분석보고서를 작성하는 애널리스트가 동 증권회사의 투자은행업무 부문의 수익을 근거로 보수를 받는 경우, 이를 조사분석보고서에 공시하여야 한다. 또한 증권회사 혹은 그 자회사가 지난 12개월 이내에 조사분석 대상기업의 주식최초공모에 주간사 혹은 공동간사로 활동한 경우 그 사실을 조사분석보고서에 공시하도록 규정하고 있다. 한편 해당 조사분석 대상 기업에게 투자은행서비스를 제공하고 그 대가를 받았거나, 향후 3개월 이내에 그에 대한 보수를 받기로 했거나 또는 그러한 보수를 기대할 수 있는 경우에도 그 사실을 조사분석보고서에 공시하도록 하였다. 공개출연을 하는 애널리스트가 조사분석 대상기업이 자신이 소속한 증권회사 혹은 그 자회사의 투자은행업무 부문의 고객임을 알았거나 알 수 있었을 경우에는, 공개출연시 해당 사실을 공시하여야만 한다.

이러한 애널리스트 혹은 증권회사의 보수에 내재된 이해상충 사실과는 별개로 애널리스트 자신의 개인적 지위로 인한 이해상충이 있을 수 있다. 즉 애널리스트 혹은 그의 가족이 자신이 분석하는 회사의 이사 등으로 활동하고 있는 경우, 이해상충 문제가 있을 수 있으므로 반드시 이를 공시하도록 하고 있다.

(3) 조사분석보고서의 구성내용에 대한 공시

증권회사가 발간하는 조사분석보고서의 투자등급에 관한 설명이 복잡하고 모호한 것이 많아 이를 참고하는 일반투자자들이 투자판단을 내리는데 오히려 혼란을 초래한다는 지적이 있었다. 이에 대한 반성으로 Rule

2711(h)에서는 특히 투자등급이나 가격차트, 목표주가 등에 관하여 쉽고 정확한 용어로 공시하도록 요구하고 있다.

우선 증권회사로 하여금 발행한 조사분석보고서에 해당 증권회사가 사용하는 투자등급 체계를 정의하도록 하고 있으며, 각 등급의 정의에서 사용되는 용어는 그 본래적 의미와 일치해야 한다고 규정하고 있다.

투자등급의 의미와는 별개로 투자등급의 배분에 관하여도 규정하고 있는데, 특히 각각의 투자등급에 속하는 주식의 비율과 해당 주식의 투자등급과 발행회사에 대한 투자은행업무 수행 여부 등에 관한 세부적인 내용에 대하여도 공시하도록 요구한다는 점에서 특징이 있다. 즉 증권회사는 자신들이 사용하는 투자등급 체계와는 관계없이, 각각의 조사분석보고서에 투자등급별로 해당하는 모든 주식의 비율을 공시해야 한다. 아울러 각각의 조사분석보고서에 투자등급에 속하는 조사분석 대상 기업 가운데 증권회사가 지난 12개월 이내에 투자은행업무를 했던 조사분석 대상기업비율도 공시해야 한다. 그리고 이상의 비율에 대한 공시는 가장 최근의 사분기에 속하는 정보여야 한다.

또한 NASD Rule 2711(h)에서는 증권회사의 조사분석보고서에 해당 주식에 대한 가격차트와 목표주가를 정하는 방식 등에 대하여 공시하도록 하고 있다. 이것은 투자등급을 정하는 과정에서 애널리스트가 합리적인 근거를 가지고 분석한 것임을 공시하도록 하는 것이다. 분석근거에 대한 공시 외에 조사분석보고서에서 제시하고 있는 목표주가의 달성을 저해할 위험이 있는 경우에는 이에 대하여도 공시해야만 한다.

증권회사는 적어도 지난 1년간 동 증권회사가 발간한 투자등급에 포함되었던 주식에 관하여 조사분석보고서를 발간하는 경우, 해당 조사분석보고서에는 동 주식이 투자등급에 포함된 기간 혹은 최대한 3년에 이르는 기간 동안 해당 주식의 일일 증가를 표시하는 차트를 포함해야 한다.

(4) 조사분석 중단사실의 공시 추진

2002년 12월의 NASD Rule 개정안은 조사분석의 중단 사실에 대해서도 공시를 의무화하고 있다. 이는 종래 증권회사들이 조사분석을 실시하다가 더 이상 분석의 실익이 없거나 불리하다고 판단하는 경우, 투자자에 대한 아무런 공시 없이 조사분석을 자의적으로 중단하는 문제를 해결하기 위한 것이다. 따라서 동 개정안은 증권회사가 조사분석 대상 기업에 대한 조사분석보고서를 더 이상 지속하지 않을 경우, 이러한 조사 중단에 대하여 해당 주식에 대한 분석을 시작했을 때와 같은 방식으로 통지를 하여야 하며, 이러한 통지에는 조사분석 대상 기업에 대한 증권회사의 마지막 권유나 투자등급에 대한 것도 포함해야 한다고 규정하고 있다.

(5) 기타 공시 및 공시의 이행

증권회사는 조사분석보고서를 발간할 당시 조사분석 대상기업에 대한 시장을 조성하는 경우, 이 사실을 조사분석보고서에 공시해야만 한다. 또한 조사분석보고서와 공개출연시에 Rule 2711에 따른 공시 이외에도, NASD Rule 2210과 연방증권법상의 반사기 조항을 포함한 기타 관련법과 감독규정에서 요구하고 있는 공시를 충실히 이행해야 한다.

만일 증권회사가 6개 이상의 회사에 대한 조사분석보고서를 작성하는 경우에는 NASD Rule 2711(h)에서 요구하는 공시의 목적을 충분히 달성하기 위해서, 조사분석보고서를 서면 혹은 전자문서와 같은 필요한 공시를 즉시 입수할 수 있는 방법으로 투자자들에게 직접 전달할 수 있다.

그리고 NASD Rule 2711(h)은 이상의 공시를 조사보고서의 1면에 하거나 1면에 공시가 기재된 면수를 반드시 기재하도록 하고 있다. 이것은 종래 공시에 관한 내용들이 일반 투자자들이 쉽게 인식할 수 없는 각주나 부록 등으로 처리되어, 일반 투자자들이 이해상충 사실을 제대로 인식하

지 못했다는 지적에 따른 것이다. 따라서 공시를 자세히 하도록 요구하는 동시에 이러한 공시들이 일반 투자자의 눈에 쉽게 띄는(prominent) 방식으로 하도록 규정하고 있다.

마) 애널리스트의 NASD 등록제도 도입 추진

2002년 12월 NASD는 Rule 2711을 일부 보완하는 한편, 애널리스트의 NASD 등록에 관한 "Rule 1150(Registration of Research Analyst)"을 새로 도입하는 수정안을 추가로 제출하였다. 이 중에서 Rule 1150은 애널리스트를 포함하여 조사분석업무를 수행하는 모든 종업원(associated person)을 NASD에 등록하도록 강제하고 있다. 이 규정은 Rule 2711에서 정의하고 있는 애널리스트로서의 기능을 수행하는 모든 종업원이 NASD에 등록하도록 하고 있다. 그리고 등록의 효력이 발생하기 위해서는 NASD가 정한 자격시험(qualification examination)을 통과해야 한다.

3) NYSE의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

NYSE도 NASD와 마찬가지로 애널리스트의 이해상충에 대해 규제하고 있다. NYSE Rule 472(Communications with the Public)도 2001년 이후에 집중적으로 부각되기 시작한 증권시장 전반의 신뢰 저하와 애널리스트의 중립성 왜곡에 대한 반성을 계기로 마련된 것이므로, NASD Rule 2711과 비교하여 그 규제 구조나 내용이 거의 유사하다. 이들 규정에 관한 해석 역시 공동각서를 통하여 일관되게 이루어지고 있다. 여기서는 두 규정간에 상이한 점만 간략하게 살펴보기로 한다.

NYSE Rule은 NYSE가 정한 일정한 자격을 갖춘 자가 조사분석보고서의 배포 전에 사전승인하도록 요구하고 있다는 점, 그리고 작성된 의견교환에 관한 기록을 보관하고 용이하게 이용할 수 있도록 했다는 점에서

NASD Rule과 차이가 있다.

우선, NYSE Rule 472(a)는 투자자와의 의견교환에 관한 광고, 기타 판매자료를 투자자들에게 직접 배포하기 전에 “증권회사, 감독애널리스트(supervisory analyst), 또는 기타 NYSE Rule 342(b)(1)에 따른 자격을 갖춘 자(qualified person)”에 의한 사전 승인이 있어야 한다고 규정하고 있다. 즉 NYSE가 “Rule 344”에 따라 채택한 감독애널리스트가 사전에 조사 분석보고서를 작성하거나 승인하도록 하고 있다. 만일 감독애널리스트가 특정 산업분야의 전문가가 아닐 경우에는 NYSE의 회원인 다른 증권회사에 소속한 해당 분야의 전문가와 함께 공동으로 승인할 수 있다.

다음으로 NYSE Rule 472(d)에서는 증권회사가 발간하거나 작성한 일반 투자자와의 의견교환에 관한 내용은 “NYSE Rule 440(서류 및 기록)”에 따라 반드시 보관하도록 규정하고 있다. 또한 해당 기록으로부터 자료를 작성한 자와 이를 검토하고 승인한 자의 명단을 확인할 수 있도록 하고, 필요시 이들 기록을 NYSE가 쉽게 이용할 수 있도록 하였다는 점에서 NASD Rule 2711과는 차이가 있다.

## 2. 일본의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

### 가. 일본의 규제체계 개관

일본의 경우는 비교적 최근까지도 증권회사의 애널리스트 및 조사분석 보고서에 대한 규제가 거의 없었다. 규범적 효력이 보다 강력한 증권거래법 등을 통한 법적규제는 물론이고 증권업협회 등과 같은 자율규제기관을 통한 자율규제도 운영되지 않고 있었다. 다만, 1987년부터 일본증권애널리스트협회라는 전문가단체가 “윤리강령 및 직무행위기준”<sup>49)</sup>을 제정하여 시

행하고 있을 뿐이었다. 이 기준은 일본 증권애널리스트협회 회원의 증권 분석업무의 건전한 발전을 도모하기 위하여 애널리스트들이 준수하여야 할 직업윤리와 직업행위기준을 정한 그야말로 순수한 의미에서의 자율적인 윤리규범이다. 이처럼 일본에서는 그 동안 애널리스트의 이해상충에 대하여 그다지 문제시하는 분위기는 아니었으나 최근에 미국에서 애널리스트의 이해상충이 경제적·사회적 문제로 비화되자 일본도 어떤 형태로든 그에 대응하지 않을 수 없게 되었다.

일본에서는 애널리스트의 이해상충을 규제하는 역할을 자율규제기관인 일본증권업협회가 떠맡게 되었다. 2002년 1월 25일 일본증권업협회는 이사회결의의 자율규제 방식으로 “애널리스트 조사분석보고서의 취급 등에 관하여(이사회결의)”라는 지침을 제정하였다. 이러한 이사회결의의 목적은 조사분석보고서의 취급과 관련하여 회원 증권회사가 준수하여야 할 사항을 정하여 조사분석보고서에 관한 업무가 공정하게 수행되도록 하고, 투자자에 대한 적절한 정보제공 및 애널리스트의 자질 향상을 도모하기 위한 것이다. 또한 증권업협회는 동 이사회결의의 철저한 준수를 도모하기 위해서, “이사회결의에 관한 사고방식”이라는 규정도 마련하였는데, 이는 이사회결의에 대한 세부적인 해석지침에 해당한다. 이러한 규제 체계에 따라 일본에서는 애널리스트의 이해상충 위반행위에 대해 법령에 근거한 제재가 부과되는 것이 아니라 증권업협회의 자율규제에 근거한 제재가 부과되고 있을 뿐이다.<sup>50)</sup>

49) 이 기준은 애널리스트가 증권분석업무를 수행함에 있어 개인적인 이해관계로 인하여 객관적인 증권분석업무 수행에 지장이 초래되지 않도록 주의하고, 증권분석업무를 수행함에 있어서 발행회사 등과의 관계에서 독립성과 객관성을 유지하도록 요구하고 있다. 그러나 이러한 윤리규범을 위반한 데 대하여 확실한 제재방안이 마련되어 있는 것은 아니어서 그 규범적 효력은 미약하다.

50) 증권업협회는 “이사회결의” 위반 시에 증권거래법령이나 증권업협회규정 위반의 경우와 마찬가지로 위반 회원을 제재할 수 있다(정관 25조 3호).

그 후 미국에서 애널리스트의 이해상충에 관한 규제가 강화되고, 일본 내부적으로도 2002년 8월에 공표된 “증권시장의 개혁촉진 프로그램”에서 금융청이 애널리스트에 관한 규제를 재검토하도록 요청하는 등 이사회결의를 재검토해야 할 필요성이 발생하였다. 이에 따라 2003년 1월 15일 일본증권업협회는 “애널리스트 조사분석보고서의 취급 등에 관하여” 및 “이사회결의에 대한 사고방식”을 각각 일부 개정하였다. 이러한 개정의 근본 취지는 투자자에 대한 적정하고 유효한 정보제공을 보다 철저히 하기 위한 것이었다.

#### 나. 자율규제 : “애널리스트 조사분석보고서의 취급 등에 관하여” 및 “이사회결의에 대한 사고방식”

##### 1) 조사분석의 독립성과 객관성 확보

일본증권업협회는 조사분석보고서의 독립성과 객관성을 확보하기 위하여 사내관리체제, 사내심사, 애널리스트 의견의 독립성, 조사분석 대상 기업에 대한 사전통지의 금지, 조사분석부문과 다른 부문의 차단에 관하여 규정하고 있다.

첫째, 증권회사는 조사분석보고서의 사내 심사 및 보관, 정보의 관리, 애널리스트 의견의 독립성 확보 및 애널리스트의 증권거래에 관하여 사내 관리체제를 정비하여 조사분석보고서의 작성 등에 관한 업무가 적정하고 공평하게 수행되도록 노력하여야 한다.

둘째, 조사분석보고서의 표시내용 및 평가는 적정하고 합리적이어야 한다. 증권회사가 조사분석보고서를 사용하려면, 조사분석보고서를 심사하는 담당자를 정하여 심사하여야 한다. 타사가 작성하는 조사분석보고서를 타사와의 계약 등에 의거하여 사용할 경우, 해당 타사에서 이러한 심사

가 행해지고 있음이 명백할 경우에는, 해당 타사가 행한 심사를 해당 조사 분석보고서를 사용하는 증권회사가 심사한 것으로 간주할 수 있다.

셋째, 애널리스트 의견의 독립성을 확보하기 위하여 증권회사는 적절한 조직 및 보수체계를 정비하여야 한다. 애널리스트가 인수 부문 또는 투자은행업무 부문에 소속되어 있거나, 애널리스트의 보수가 인수 부문 또는 투자은행업무 부문의 특정 안건에 연동되거나, 혹은 애널리스트의 보수결정에 인수부문 또는 투자은행업무 부문에 있는 자가 직접 관여하게 되면 문제가 있다고 예시하고 있다. 또한 애널리스트가 조사분석보고서를 작성함에 있어, 증권회사의 인수부문·투자은행업무부문·법인부문·영업부문 등으로부터 부당한 간섭 및 개입을 받지 않도록 하여야 한다. 발표 전의 조사분석보고서를 인수부문·투자은행업무부문·법인부문·영업부문 등에 통지하면 부당한 간섭 및 개입을 초래할 우려가 있기 때문이다. 한편 증권회사는 애널리스트가 특정한 고객의 이익을 고려하여 자신의 의견과 다른 내용의 표시를 하지 않도록 감독하여야 한다.

넷째, 증권회사는 인수부문·투자은행업무부문·법인부문·영업부문 등의 임직원이 해당 부문의 고객 또는 예상고객에 대해, 해당 고객에 관한 조사분석보고서를 작성하는 일과 해당 고객에 관한 조사분석보고서에서 일정한 표시 또는 평가를 하는 것을 약속하거나 제의하지 못하도록 하여야 한다.

다섯째, 조사분석 대상기업에게 조사분석보고서의 내용을 사전에 통지 하여서는 안 된다.<sup>51)</sup> 조사분석보고서에 기재되어 있는 사항에 대하여 조사분석 대상기업에게 사실을 확인하는 것은 허용된다고 한다. 다만 사실 확인을 위하여 사전에 조사분석보고서의 일부를 조사분석 대상기업에 제출하는 경우에는, 사실확인을 위해 필요한 범위로 한정함과 동시에 심사

51) 이에 조사분석보고서의 본문에 추가하여 등급평가, 목표주가 등도 포함된다.

담당자 또는 내부관리 부문의 자의 승인을 얻는 등 적정한 사내 관리를 할 필요가 있다고 한다.

여섯째, 중요정보의 관리체계 정비와 관련하여, 애널리스트가 다른 부문의 업무에 관여하는 경우<sup>52)</sup>와 조사분석 부문에서 다른 부문으로 중요정보를 전달하는 경우<sup>53)</sup>의 절차 및 행위규제에 대해 유의하여야 한다고 하면서, 구체적으로는 사내규칙 등에 정할 필요가 있다고 하였다.

일곱째, 증권회사는 발표 직후의 조사분석보고서 내용을 이용하는 자기거래에 관하여, 증권회사의 자기이익이 고객의 이익보다 우선하는 일이 없도록 하여야 한다.

- 
- 52) 애널리스트가 다른 부문의 업무에 관여할 경우의 절차로서, 관여하는 업무의 범위 등을 명확히 한 다음, 해당 타 부문의 장 및 조사분석 부문의 장의 승인을 받고, 여기에 추가하여 내부관리 부문의 승인을 받는 것을 예시하였다. 또한 애널리스트가 다른 부문의 업무에 관여할 경우의 행위규제로는 애널리스트가 해당 업무에 대하여 중요정보를 입수한 경우 적절한 관리를 행하고, 해당 부문의 임직원이 업무를 수행함에 있어서 애널리스트로부터 입수한 중요정보에 대하여 다른 부문의 임직원에게 전달하는 것을 금지하며, 해당 업무와 관련된 종목에 관한 조사분석보고서의 작성을 원칙적으로 일정기간 제한하는 것을 들고 있다.
- 53) 조사분석 부문에서 다른 부문으로 중요정보를 전달할 경우의 절차로서, 전달하는 중요정보의 범위, 전달하는 자를 명확히 한 후에 조사분석 부문의 장 또는 내부관리 부문의 장의 승인을 얻거나, 중요정보를 전달할 필요가 있는 경우에는 그 방법·범위에 관해서 반드시 내부관리 부문의 지시를 따르거나, 내부관리 부문의 자가 동식한 장소에서 또는 내부관리 부문으로부터 중요정보를 전달하는 것을 고려할 수 있다고 한다. 조사분석 부문에서 다른 부문으로 중요정보를 전달할 경우의 행위규제로서, 전달되는 중요정보를 적절히 관리하고, 전달된 중요정보를 타 임직원에게 전달하는 것을 원칙적으로 금지하며, 전달하는 목적을 사실관계 또는 이해상충의 유무의 확인에 한정하고, 전달하는 중요정보의 범위를 객관적인 데이터 등에 한정하며, 다른 부문의 임직원이 전달된 중요정보를 근거로 해서 애널리스트에게 부당간섭하는 것을 금지하는 것을 예시하고 있다.

## 2) 이해상충 사실의 공시

증권회사 및 애널리스트가 해당 조사분석 대상기업과 중대한 이해상충 관계에 있는 경우에는 그 내용을 조사분석보고서에 명확히 표시하여야 한다.<sup>54)</sup> 주식 등의 공모에 관하여 주간사회사로 활동하였고, 해당 공모에 관한 유가증권신고서 등의 제출일로부터 1년이 경과하기까지의 기간에 해당 회사의 주식에 관한 조사분석보고서를 발표하는 경우, 주간사회사이었던 취지를 해당 조사분석보고서에 표시하여야 한다.

공모에 관한 유가증권신고서 등의 제출일 이후, 상장일 또는 등록일로부터 기산하여 10 영업일이 경과하기까지의 기간에 해당 회사의 주식에 관한 조사분석보고서를 발표하는 경우에는, 해당 조사분석보고서에 등급 평가 및 목표주가를 표시하여서는 안된다.

## 3) 개인적인 투자와 관련한 이해상충

증권회사는 애널리스트 개인의 유가증권 매매 또는 보유와 관련하여, 애널리스트의 공정한 업무수행이 확보되도록 하여야 한다.<sup>55)</sup> 애널리스트가

---

54) 증권회사가 조사분석 대상기업과 이해상충의 관계에 있는 경우란, 예컨대, 증권회사와 조사분석 대상기업이 “재무제표 등의 용어·양식 및 작성방법에 관한 규칙 8조”에 규정한 모회사·자회사·관련회사·관계회사의 관계에 있는 경우를 의미한다. 그리고 애널리스트가 조사분석 대상기업과 이해상충의 관계에 있는 경우란 ①애널리스트가 조사분석 대상기업의 임직원·고문이거나, ②애널리스트 또는 그 가족이 조사분석 대상기업의 유가증권을 보유하고 있는 경우를 의미한다.

55) 애널리스트 개인의 증권거래에 대한 대책으로서는 다음과 같은 방법이 고려될 수 있다. 즉 애널리스트가 담당하는 기업의 증권매매·보유 등을 금지하거나, 애널리스트가 담당하는 기업의 증권을 매매·보유하는 경우에는 일정한 조건에 따라서 하도록 한다. 여기서 일정한 조건이란 조사분석 부문의 장 또는 내부관리 부문의 사전승인을 받은 후에 거래를 하고, 해당 종목의 조사분석보고서의 평가 등과 상반된 내용의 거래를 하지 않으며,

조사분석 대상기업의 유가증권을 보유하고 있는 경우에는 이해상충의 소지가 있다고 판단되므로, 그 내용을 조사분석보고서에 표시할 필요가 있다. 애널리스트의 증권거래에 관한 규제의 취지를 보다 엄격히 그리고 철저히 하려면, 예컨대 애널리스트 가족의 증권거래에 관해서 사내규칙을 마련하여 감독하는 것을 고려할 수 있다고 한다.

한편 증권회사는 임직원들이 조사분석보고서를 작성·심사함에 있어서 입수한 중요정보를 이용하여 임직원 개인의 유가증권의 매매 등을 하는 일이 없도록 하여야 한다.

#### 4) 애널리스트의 자질 향상

증권회사는 애널리스트에 대하여 철저한 법령 준수를 할 수 있도록 하는 동시에, 조사분석보고서의 내용 등을 사후적으로 검증·평가하는 등 애널리스트의 자질 향상에 노력하여야 한다. 애널리스트의 자질향상을 위해서는 등급평가·목표주가의 중요한 변경에 관해 사내위원회에서 사전적 검증을 실시하거나, 등급평가·목표주가에 관해 사내위원회에서 사후적 검증을 실시할 수 있다고 예시하고 있다. 또한 사내연수를 실시하거나, 혹은 애널리스트에 대한 적절한 인사고과를 정비하는 것도 애널리스트의 자질향상을 위한 방안으로 열거되어 있다.

---

단기매매는 하지 않는 것이다.

### 3. 한국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

#### 가. 한국의 규제체계 개관

애널리스트의 이해상충 문제는 한국증권시장에서도 그다지 주목을 받지 못한 사안이었다. 애널리스트의 이해상충을 규제하기 위한 규정은 금융감독위원회의 “증권업감독규정”과 증권업협회의 “증권회사 영업행위에 관한 규정”에 극히 일부만 존재하였다. 이는 증권시장에서 애널리스트의 역할 자체가 제한되어 있었고, 실제로 애널리스트의 이해상충이 문제시된 적도 별로 없었기 때문이다.

그러나 최근 들어 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 중요성이 증가하고 미국이나 우리나라에서 현실적으로 애널리스트의 이해상충 문제가 불거지자 취약하였던 기존의 애널리스트 규제조항들이 대폭적으로 정비되기 시작하였다. 즉 2001년경부터 금융감독위원회(금융감독원)를 중심으로 증권회사 애널리스트의 이해상충 문제에 대한 검토가 시작되었으며, 2002년부터 본격적으로 금융감독위원회 규정과 증권업협회 규정상의 애널리스트 관련 조항이 정비되었다. 금년 들어서는 증권거래법 차원에서도 동법 시행령과 시행규칙을 개정하여 애널리스트의 이해상충을 규율하기 위한 일부 조항이 신설되었다. 이러한 입법론에 결정적인 참고가 되었던 것은 미국에서 애널리스트 이해상충에 대한 대책으로 나왔던 여러 규정들이었다.

현재 우리나라의 경우 증권회사 애널리스트의 이해상충을 다루기 위한 규제는 법적 규제, 자율규제, 그리고 윤리적 규제로 3원화되어 있다. 먼저 법적 규제는 “증권거래법시행령”, “증권거래법시행규칙”, 그리고 금융감독위원회의 “증권업감독규정”에 의하여 수행된다. 법적 규제를 위반하게 되면 증권거래법에 근거한 각종 제재조치가 부과될 수 있다. 자율규제는

증권업협회의 “증권회사의 영업행위에 관한 규정”에 의하여 수행된다. 이러한 협회의 규제는 투자자보호를 위하여 회원 증권회사 및 소속임직원에게 필요한 규제를 할 수 있는 자율규제기관으로서의 성격에 의하는 것이다. 따라서 이러한 자율규제에 위반하게 되면 협회 차원의 제재조치가 부과된다. 미국의 경우와 다른 것은 증권거래소(Korea Stock Exchange)가 직접 애널리스트의 이해상충을 규제하지는 아니한다는 점이다. 그리고 나머지 윤리적 규제는 한국증권분석사회가 작성한 “회원 윤리강령 및 직무행위기준”에 의해 수행된다.<sup>56)</sup> 이하에서는 윤리적 규제를 제외한 나머지 법적 규제와 자율규제에 대해 살펴보기로 한다.

## 나. 법적규제

### 1) 증권거래법령

#### 가) 선행매매의 금지

우리나라에서는 애널리스트의 이해상충 문제가 조사분석업무와 투자은행업무간의 이해상충 측면에서 발생한 것이 아니라, 애널리스트가 자신이 작성하여 발표하는 조사분석보고서가 시장에 미치는 영향력을 이용하여 증권을 선행매매하는 불공정거래행위 측면에서 주로 발생하였다. 이에

56) 2002년 1월 한국증권분석사회는 자본시장의 공정성과 투명성의 확보와 증권분석전문가의 역할에 대하여 주목하여, “회원 윤리강령 및 직무행위기준”을 새로이 작성하였다. 자본시장의 완전 개방으로 시장의 공정성과 투명성이 더욱 요구되는 상황에서 증권분석 전문인력으로서의 역할과 중요성이 한층 증가하게 됨에 따라, 한국증권분석사회는 국제적 수준과 위상에 걸맞고 전문가로서 증권분석사들의 역량에 부합하는 자발적인 행동기준을 확립하려고 하였다. 이 기준은 증권분석사(Certified Investment Analyst: CIA)가 소속한 업계나 직종에 관계없이 증권분석업무를 수행함에 있어 준수하여야 하는 규정이다.

따라 애널리스트에 대한 규범 중에서도 가장 강력한 규범력을 가지고 있는 증권거래법령에서는 이러한 불공정거래에 초점을 맞추어 애널리스트의 이해상충 문제를 다루고 있다.

우선 “증권거래법 52조 3호”는, 증권회사 또는 그 임직원의 부당권유행위 등의 금지와 관련하여, 1호 및 2호에서 정하는 행위 이외에도 증권의 발행 또는 매매 기타 거래와 관련하여 투자자의 보호 또는 거래의 공정성을 저해하거나 증권업의 신용을 추락시키는 것으로서 증권거래법시행령이 정하는 행위를 하지 못하도록 금지하고 있다.

이에 따라 “증권거래법시행령 36조의3”은 증권회사나 그 임직원이 해서는 안 되는 금지행위를 열거하고 있는데, 지난 2003년 2월 24일에 그 금지행위의 하나로서 애널리스트의 불공정거래행위를 추가하였다. “증권거래법시행령 36조의3 15호”는 특정 증권의 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 조사분석자료나 매매권유자료를 일반인에게 공표함에 있어 해당 자료의 내용이 사실상 확정된 때부터 공표 후 24시간이 경과하기 전에 해당 자료의 대상이 된 증권(증권거래법 188조 1항에 의한 주권 등에 한함<sup>57)</sup>)을 자기계산으로 매매하는 행위(증권거래법시행규칙이 정하는 경우를 제외)를 금지행위 중의 하나로 열거하여 조사분석보고서와 관련된 불공정거래행위를 규제하고 있다.

그리고 2003년 3월 10일에 증권거래법 시행규칙으로 적용제외되는 경우를 규정하였는데, 이에 해당하는 경우란 ①조사분석자료 또는 매매권유자료의 내용이 직접 또는 간접으로 해당 증권의 매매를 권유하는 것으로 보기 어려운 경우, ②조사분석자료 또는 매매권유자료의 공표로 인한 매매유발이나 가격변동을 의도적으로 이용하였다고 볼 수 없을 경우, ③공

57) 여기서 “증권거래법 188조 1항에 의한 주권 등”이라 함은 주권, 전환사채권, 신주인수권부사채권, 인주인수권을 표시하는 증권, 이익참가부사채권, 해당 법인의 주식과 교환을 청구할 수 있는 교환사채권, 개별주식옵션을 말한다.

표된 조사분석자료 또는 매매권유자료의 내용을 알지 못하고 매매하였음을 입증하는 경우를 말한다.

이러한 규정을 통하여 그 동안 금감위 규정과 증권업협회 규정을 통하여서만 규제되고 있던 애널리스트의 이해상충문제가 처음으로 증권거래법적인 차원으로까지 격상되었다. 그러나 증권거래법령은 애널리스트의 이해상충에 관하여 포괄적으로 규정하기보다는 애널리스트의 조사분석자료를 이용한 선행매매라는 불공정거래행위만을 대상으로 하여 그 규제대상범위가 매우 협소하다.<sup>58)</sup>

#### 나) 조사분석보고서 관련 증권거래법 위반에 대한 제재

증권회사 또는 그 임직원이 조사분석자료와 관련된 규정을 위반하는 경우, 금융감독위원회는 증권회사의 영업의 전부 또는 일부의 정지를 명할 수 있으며, 임원에 대해서는 이유를 제시하고 해임을 요구할 수 있다. 직원에 대해서도 동일한 조치를 취할 수 있다.

---

58) 미국의 경우 조사분석업무와 투자은행업무의 연계와 보수체제로 인하여 애널리스트의 중립성에 대한 의문이 제기된 것에 비해, 우리나라의 경우 아직 투자은행업무가 애널리스트의 조사분석업무와 연계될 만큼 발달하지 않은 것이 현실이다. 이것은 일본의 경우도 마찬가지이며, 오히려 애널리스트와 관련된 문제는 선행매매 등과 같은 불공정거래와 관련되어 있다고 보고 있다. 그렇지만 투자은행업무와 조사분석업무의 연계가 단지 미국만의 문제이며 우리나라가 이와 전혀 관계가 없다고 볼 수는 없다. 왜냐하면 수수료 자유화로 인해 증권회사가 중개수수료로 얻을 수 있는 수입은 한계가 있을 수밖에 없기 때문에, 증권회사 입장에서는 애널리스트와 투자은행업무 부문의 연계로 수입을 올리려는 유혹을 받지 않을 수 없다. 따라서 우리나라나 일본의 경우 아직 미국만큼 투자은행업무가 활발하게 이루어지지 않는 것은 사실이지만, 그렇다고 하여 이러한 논의들이 전혀 무의미한 것이라고 보기는 어려울 것이다.

또한 금융감독원의 일반적인 검사권과 관련하여 금융감독원장은 증권회사의 업무와 재산에 대해 검사하고 그 보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 하는데, 증권거래법 등의 위반사실이 있는 경우에는 그 처리에 관한 의견서를 첨부한다. 금융감독위원회는 이러한 보고서와 의견서를 심의하여 다음과 같은 조치를 취하여야 한다(증권거래법 53조 5항).

“증권거래법 55조 1항”의 경우를 제외하고 증권회사가 업무집행상 위법 또는 부당한 행위를 한 때(조사분석보고서의 공표 전 선행매매의 경우도 이에 포함된다고 판단됨)에는 영업정지명령, 임원 해임요구, 영업소 폐쇄, 기관경고, 임원에 대한 직무정지·경고, 직원의 면직·정직·감봉 등과 같은 조치를 취할 수 있다.

## 2) 금감위의 증권업감독규정

금융감독위원회는 증권회사 및 애널리스트의 건전한 조사분석업무를 통하여 투자자를 보호하기 위하여 증권업감독규정 4-4조, 4-7조, 4-16조 등에서 선행매매, 조사분석보고서의 공표시점 공개, 증권회사의 중대한 이해관계의 공시, 애널리스트의 재산적 이해관계 고지, 재산적 이익을 제공받는 행위에 대해 규제하고 있다.

### 가) 증권회사 영업의 일반원칙

증권회사는 최선의 고객이익 실현과 공정한 시장거래질서 유지를 위하여 영업원칙을 준수하여야 한다. 그 영업원칙 중 애널리스트의 이해상충과 관련된 것으로는 ①고객에게 적합한 투자권유를 하여야 하고, ②고객이 합리적인 의사결정을 하는데 필요한 중요정보를 제공하여야 하며, ③증권회사와 고객간의 이해상충이 발생하지 않도록 하여야 하며, 이해상충이 불가

피한 경우에는 그 사실을 고객에게 사전에 통지하거나 고객이 공정한 대우를 받을 수 있도록 적절한 조치를 취하여야 한다는 것 등이 있다.

나) 선행매매의 금지

증권회사는 명칭 여하를 불문하고 특정 유가증권 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 자체 조사분석자료를 일반인에게 공표하는 경우, 원칙적으로 조사분석자료의 주요 내용을 더 이상 수정하지 아니하기로 내부적으로 확정하는 등 조사분석의 내용이 사실상 확정된 때로부터 공표 후 24시간이 경과하기 전까지 조사분석자료의 대상이 된 주식을 자기계산으로 매매하지 못한다.<sup>59)</sup>

다) 조사분석보고서의 공표시점 공개

증권회사는 조사분석자료를 일반인에게 공표하기 전에 조사분석자료 또는 조사분석자료의 주된 내용을 제3자에게 먼저 제공하고 나중에 일반인에게 공표할 수 있다. 그러나 이 때에는 반드시 조사분석자료를 제3자에게 먼저 제공하였다는 사실과 최초의 제공시점을 함께 공표하여야 한다.

---

59) 다만 해당 매매가 다음에 해당하는 경우에는 규정을 위반하지 아니한 것으로 본다. 조사분석자료의 내용이 직접 또는 간접으로 해당 유가증권에 대한 매매를 권유하는 내용이라고 보기 어려운 경우이거나, 현물시장과 선물시장간의 가격차이를 이용한 차익거래 등 고유재산 운용자가 조사분석자료의 공표로 인한 매매유발이나 가격변동을 의도적으로 이용하였다고 볼 수 없는 매매의 경우, 또는 고유재산 운용자가 공표된 조사분석자료의 내용을 알지 못하고 매매하였음을 입증하는 경우는 선행매매금지외 무관하게 매매가 허용된다(4-7조).

라) 증권회사의 중대한 이해관계의 공시

증권회사는 해당 영업에서 발생하는 통상적인 이해가 아닌 다른 특별한 사유(회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 자기가 수행중인 M&A 업무대상, 발행주식총수의 1% 이상 보유 등)로 해당 유가증권의 가격이나 매매와 중대한 이해관계를 갖게 되는 경우에, 그 내용을 사전에 일반고객에게 알리지 아니하고 특정 유가증권의 매매를 권유하여서는 안 된다.<sup>60)</sup>

마) 애널리스트의 재산적 이해관계 고지

증권회사는 조사분석자료를 작성하거나 이에 영향력을 행사하는 자가 자신의 재산적 이해에 영향을 미칠 수 있는 주식 및 주식관련채권의 매매를 일반고객에게 권유하는 경우 그 재산적 이해관계를 고지해야 한다. 이 경우 재산적 이해의 범위, 고지의 내용과 방법에 관한 사항은 증권업협회가 정한다.

---

60) 그러나 다음의 어느 것에 해당하는 사유로 이를 알리지 아니한 경우에는 이 규정을 위반하지 아니한 것으로 본다. 첫째, 고객이 매매권유 당시에 해당 이해관계를 알고 있었거나 알고 있었다고 볼 수 있는 합리적 근거가 있는 경우이다. 다만 조사분석자료에 의한 매매권유의 경우에는 그러하지 아니하다. 둘째, 매매를 권유한 영업직원이 그 이해관계를 알지 못한 경우이다. 이 때에도 증권회사가 그 이해관계를 알리지 아니하고 영업직원으로 하여금 해당 유가증권의 매매를 권유하도록 지시하거나 유도한 경우에는 그러하지 아니하다. 셋째, 해당 매매권유가 고객에 대한 최선의 이익을 위한 것으로 인정되는 경우이다. 다만 조사분석자료에 의한 매매권유의 경우에는 그러하지 아니하다(4-16조).

바) 재산적 이익을 제공받는 행위 금지

증권회사는 특정 유가증권의 매매를 권유한 대가로 권유대상 유가증권의 발행인 및 그의 특수관계인 등 권유대상 유가증권과 이해관계가 있는 자로부터 재산적 이익을 제공받아서서는 안된다.

**다. 자율규제 : 증권업협회의 “증권회사의 영업행위에 관한 규정”**

증권업협회는 회원증권회사들의 객관적이고 공정한 조사분석업무를 통하여 증권투자자를 보호하고 공정한 거래질서를 유지하기 위하여 금융감독위원회의 위임에 따라 “증권회사의 영업행위에 관한 규정”에서 애널리스트의 이해상충에 대해 규제하고 있다. 동 규정 “제2장(조사분석자료의 작성 및 공표)”는 조사분석의 독립성 확보, 조사분석 대상 법인의 제한, 증권매매거래의 제한, 애널리스트의 재산적 이해관계공시, 조사분석자료의 사전심의 등 애널리스트의 이해상충을 통제하기 위한 다수의 조항을 두고 있다.

**1) 조사분석의 일반원칙**

증권회사 및 조사분석담당자는 조사분석업무를 수행함에 있어 선량한 관리자로서의 주의의무를 다하여야 한다. 증권회사 및 조사분석담당자가 조사분석의 대가로 조사분석 대상법인 등 이해관계자로부터 부당한 재산적 이익을 제공받아서서는 안된다. 또한 증권회사는 조사분석 대상법인 등 외부로부터 취득한 자료를 인용하는 경우 해당 자료의 신뢰도를 철저히 검증하여야 한다.

## 2) 조사분석의 독립성 확보

증권회사는 조사분석담당자가 해당 증권회사의 인수 및 법인영업 부문, 고유재산 운용 부문 등과 같은 기업금융 관련 부문으로부터 부당한 간섭이나 압력을 받지 아니하도록 업무수행의 독립성을 확보하여야 한다.

증권회사 및 조사분석담당자는 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하기 전에 기업금융 관련 부문 및 조사분석 대상법인에게 조사분석결과를 미리 고지하거나 열람하도록 하여서는 안된다.<sup>61)</sup> 그러나 조사분석자료 기재내용의 정확성 확인 등을 위하여 불가피하다고 인정되는 경우에는 다음에 해당하는 방법에 한하여 기업금융 관련 부문과 사전에 협의가 가능하다. 즉 조사분석 부문과 기업금융 관련 부문간의 자료교환이 준법감시 부문을 통하여 이루어지거나, 이 두 부문간의 구두에 의한 협의가 준법감시 부문의 직원의 입회 하에 이루어지고, 그 회의내용이 서면으로 기록되어야 한다. 그러나 이 경우에도 조사분석 대상법인이 발행한 유가증권의 투자등급 변경이나 목표가격 변경 등 유가증권 가치에 대한 평가와 직접적으로 관련된 부분을 협의해서는 안 된다.

증권회사는 조사분석 부문과 기업금융 관련 부문을 동일 임원이 관장하지 아니하도록 임원간 소관부문을 분리·운용하여야 한다. 그러나 외국증권업자의 국내지점 및 영업소 등 임원간 업무분장이 곤란한 경우에는 그러하지 아니하다.

## 3) 조사분석의 대상 제한

증권회사는 다음과 같은 법인에 대한 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공해서는 안 된다.

---

61) 다만 증권거래소 상장 및 협회중개시장 등록을 위한 공모가격 산정과 관련된 업무협회의 경우에는 그러하지 아니한다.

- 해당 증권회사를 공개매수사무취급자로 지정한 법인 및 해당 법인의 공개매수대상 유가증권 발행법인(단 공개매수기간 미경과에 한정)
- 해당 증권회사를 자기주식의 취득 또는 처분을 위한 위탁 증권회사로 지정한 법인(단 자기주식 취득 또는 처분기간이 경과하지 아니한 경우에 한정)
- 해당 증권회사가 주식의 모집·매출의 주선 또는 인수계약을 체결한 날로부터 유가증권시장 또는 협회중개시장에 최초로 상장 또는 등록된 후 40일이 경과하지 아니한 해당 주식의 발행법인
- 해당 증권회사가 안정조작 또는 시장조성 기간 중에 있는 유가증권 발행법인
- 해당 증권회사가 인수·합병의 중개·주선·대리, 합병비율 평가 등의 업무를 수행 중인 해당 법인(다만 조사분석담당자가 그 사실을 알지 못하였음을 입증하는 경우에는 제외)
- 해당 증권회사가 발행주식총수의 5% 이상의 주식 등을 소유하고 있는 법인
- 최근사업연도 재무제표에 대한 감사인의 감사의견이 부적정 또는 의견거절이거나 한정(감사범위제한으로 인한 경우에 한함)인 법인

증권회사는 일정한 법인에 대한 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하는 경우 조사분석 대상법인과 관계의 조사분석자료에 게재하는 등의 방법으로 조사분석자료의 이용자에게 고지하여야 한다. 여기에 해당하는 법인에는 증권회사가 보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직접 또는 간접으로 보장하고 있는 법인, 증권회사가 발행주식총수의 1% 이상의 주식 등을 소유하고 있는 법인, 증권회사와 공정거래법 2조 3호에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인, 또는 기타 해당 증권회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인이 있다.

#### 4) 증권 매매거래의 제한

증권회사 및 조사분석담당자는 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하기 전에 조사분석 과정 중 지득한 정보를 이용하여 유가증권을 매매하거나 타인으로 하여금 이를 이용하도록 하여서는 안 된다.

조사분석담당자는 “증권거래법시행령 35조 1호 및 3호 내지 13호”에 해당하는 경우 이외에는 누구의 명의로 하든지 본인의 계산으로 자신이 담당하는 업종에 속하는 법인이 발행한 주식 등의 유가증권<sup>62)</sup>을 매매하여서는 안된다. 그러나 조사분석담당자가 되기 이전에 취득한 해당 유가증권의 처분 및 신주인수권 등 권리행사에 의한 주식의 취득·처분은 그러하지 아니하다.

이러한 규제는 조사분석 부문의 임원 및 부문장 등 담당업종이 특정되어 있지 아니한 자에 대하여는 적용하지 아니한다. 다만 해당 조사분석담당자가 자신이 속해 있는 증권회사에서 공표한 종목을 매매하는 경우에는 공표 후 24시간이 경과하여야 하며, 해당 종목이 공표일로부터 15일이 경과하지 아니한 때에는 공표내용과 같은 방향으로 매매하여야 한다.

조사분석담당자는 누구의 명의로 하든지 자기 또는 배우자의 계산으로 유가증권을 매매하는 경우 해당 매매거래 내역을 다음달 10일까지 준법감시인에게 보고하여야 한다.

---

62) 이에는 ①자신이 담당하는 업종에 속하는 법인이 발행한 주식·신주인수권증서·전환사채·신주인수권부사채, ②자신이 담당하는 업종에 속하는 법인의 주식·전환사채·신주인수권부사채를 교환대상으로 하는 교환사채, ③제1호의 주식을 기초자산으로 하는 개별주식옵션, 자신이 담당하는 업종에 속하는 법인이 발행한 주식의 가격변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 해당 주식의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시하는 증권 또는 증서로서 증권거래법시행령 2조의3 6호의 규정에 따라 발행되는 증권 또는 증서가 있다.

### 5) 애널리스트의 재산적 이해관계 공시

증권회사는 조사분석담당자가 일반고객을 상대로 자신의 재산적 이해에 영향을 미칠 수 있는 주식 및 주식관련사채의 매매를 권유하는 경우 그 재산적 이해관계를 고지하도록 하여야 한다.<sup>63)</sup> 그러나 조사분석담당자가 보유하고 있는 유가증권 등<sup>64)</sup>의 보유가액의 합계가 3백만원 이하인 경우에는 고지대상에서 제외할 수 있다. 다만, 개별주식옵션은 합계액이 3백만원 이하이더라도 고지대상에서 제외되지 아니한다.

재산적 이해관계를 고지하는 경우에는 조사분석담당자의 성명, 조사분석자료의 공표일 또는 매매거래 권유일 현재의 유가증권 등의 보유내역(종류·수량·취득가액, 주식매수선택권의 경우 부여받은 일자·수량 및 행사가액), 기타 이해상충 예방을 위하여 고객에게 고지할 필요가 있는 사항이 포함되어야 한다. 그리고 이해관계의 고지는 고객이 이를 실질적으로 인지할 수 있도록 하여야 한다. 구체적으로는 조사분석자료를 공표하여 매매거래를 권유하는 경우에는 자료의 말미에 눈에 띄는 활자체로 고지하거나, 일반공중을 상대로 한 강연이나 설명회·언론기관 인터뷰·TV나 컴퓨터 등 전자통신에 의한 화상강연·개별고객에 대한 상담 등으로 매매거래를 권유하는 경우에는 구두로 고지하거나 자막으로 게재한다. 그 이외에도 고객이 용이하게 인지할 수 있는 방법으로 하면 된다.

63) 재산적 이해관계라 함은 조사분석담당자가 누구의 명의로 하든지 자기 또는 배우자의 계산으로 유가증권 또는 권리를 보유하고 있는 경우를 말한다.

64) "유가증권 등"이라 함은 매매권유 대상 기업이 발행한 주식·신주인수권증서·전환사채·신주인수권부사채, 이러한 주식을 기초로 한 개별주식옵션, 매매권유 대상 기업의 주식·전환사채·신주인수권부사채를 교환대상으로 하는 교환사채, 매매권유 대상 기업의 주식매수선택권, 매매권유 대상 기업이 발행한 주식의 가격변동과 연계하여 미리 정하여진 방법에 따라 해당 주식의 매매나 금전을 수수하는 거래를 성립시킬 수 있는 권리를 표시하는 증권 또는 증서로서 "증권거래법시행령 2조의3 6호"의 규정에 따라 발행되는 증권 또는 증서를 말한다(1-17조).

## 6) 조사분석자료의 사전심의

증권회사는 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하는 경우 일정한 사항을 사전에 심의한다. 즉 조사분석자료가 증권관련법규 및 내부규정에 비추어 적정하고 합리적으로 작성되었는지의 여부, 분석의 기본이 되는 데이터의 정확성 및 가치평가에 도달하는 논리전개의 타당성 여부, 그리고 투자성과의 보장 등 투자자의 오해를 유발할 수 있는 표현의 사용 여부를 사전에 심의하여야 한다.

## 7) 내부기준의 작성

증권회사는 조사분석자료의 작성 및 공표, 특정인에 대한 제공 등과 관련하여 내부기준을 수립·운영하여야 한다. 내부기준에는 ①조사분석자료의 공표 및 제공절차, 방법에 관한 사항, ②조사분석자료를 특정인에게 한정하여 제공하거나 공표하기 전에 특정인에게 먼저 제공하는 경우 특정인의 범위 및 선정절차, 혹은 해당 자료의 기록·유지에 관한 사항, ③조사분석자료의 정확성 및 객관성 검증을 위한 평가시스템의 구축 및 운용에 관한 사항이 포함되어 있어야 한다.

## 8) 투자등급 및 목표가격 변동추이 게재

증권회사는 조사분석자료에 투자등급의 의미와 공표일 또는 특정인에 대한 제공일로부터 과거 1년간 해당 조사분석 대상 법인에 대하여 제시한 투자등급 및 목표가격 변동추이를 게재하여야 한다. 그러나 목표가격 및 기간 등의 구체적 내용이 없이 매수·매도 등의 단순한 투자의견만을 제시한 조사분석자료는 변동추이를 게재하지 않아도 무방하다.

9) 조사분석담당자의 성명 등 명시

증권회사는 조사분석자료에 해당 조사분석에 참여한 조사분석담당자의 성명, 재산적 이해관계, 외부자료를 인용한 경우 해당 자료의 출처 등을 명시하여야 한다.

<표 IV-2> 각국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제 비교

구분	미국	일본	한국
규제 구조	3원적 규제 (법적규제/자율규제/윤리적 규제)	2원적 규제 (자율규제/윤리적 규제)	3원적 규제 (법적규제/자율규제/윤리적 규제)
규제 근거	법적규제	없음	- 증권거래법시행령 36조의3 15호 (선행매매금지) - 금융감독위원회 "증권업감독규정"
	자율규제	- 증권업협회 "애널리스트 조사분석보고서의 취득 등에 관하여 (이사회결의)" 및 "이사회결의에 대한 사고방식"	- 증권업협회 "증권회사의 영업행위에 관한 규정"
	윤리적 규제	- 증권애널리스트협회 "윤리강령 및 직무행위기준"	- 증권분석사회 "회원윤리강령 및 직무행위기준"

<표 IV-2> 각국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제 비교 (계속)

구 분		미 국	일 본	한 국
규 제 내 용	차단벽 설치	강함	약함	중간
	애널리스트 개인투자제한	강함	약함	중간
	이해상충사실 공시	강함	약함	중간
	애널리스트 보수 공시	있음	있음	없음
	조사분석 중단 사실 공시	도입추진 중	없음	없음
	인증제도	있음	없음	없음
규제 강도		강함	약함	중간

#### 4. 시사점

앞에서 살펴본 바와 같이 최근 들어 애널리스트의 이해상충에 대한 규제는 세계적으로 강화되는 추세이다. 이는 2000년대 이후 증권시장에서 애널리스트가 차지하는 비중과 영향력이 커졌고, 실제로도 애널리스트의 이해상충으로 인한 문제가 발생하였기 때문이라 판단된다. 미국, 일본 그리고 한국의 애널리스트의 이해상충에 대한 규제를 검토한 결과 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있었다.

첫째, 각국은 애널리스트의 이해상충을 통제하기 위하여 일반적으로 법적규제, 자율규제 그리고 윤리적 규제가 혼합된 형태를 채택하고 있다. 미국이나 한국은 이들을 모두 채택한 3원적 규제체계를 운영하고 있는데

비하여, 일본은 아직까지 법적 규제방식을 채택하고 있지 않은 2원적 규제 체계를 운용하고 있다. 이러한 차이는 이들 각국의 증권시장의 발달 정도가 다르고 역사적, 경제적, 법적 환경이 서로 다르다는데 기인한다. 다원적인 규제체계를 채택하고 있는 것은 다양한 형태의 이해상충 문제에 탄력적으로 대응하고, 총체적인 접근을 통하여 투자자를 보호하고, 증권시장 전반의 신뢰성을 확보하려 함에 그 근본취지가 있다.

둘째, 3개국간의 비교분석을 통해 판단해 보면, 한국은 미국보다는 아직 규제의 강도가 약하고, 일본보다는 강함을 알 수 있다. 미국의 강도 높은 규제는 2000년대 들어 Merrill Lynch 및 Citigroup을 비롯한 대형 증권회사에서 이해상충으로 인한 문제가 실제로 발생하여 커다란 경제적 파장을 불러일으키자 증권관련 기관들이 적극적으로 대응한 결과의 산물이다. 이에 비해 한국이나 일본에서는 실제 애널리스트의 이해상충으로 인한 문제가 그다지 크지 않았기 때문에 그에 대한 규제의 강도도 약하였다. 그러나 한국은 미국의 강화된 애널리스트 이해상충 관련 규제를 보다 적극적으로 수용한 결과 일본에 비해 제도가 훨씬 체계적으로 정비되고 있다.

셋째, 애널리스트에 대한 규제가 점차 법적규제 방식으로 전환되어 가는 추세이다. 과거에는 이들 국가 모두 전문가단체나 동업자단체의 윤리적 규제가 중심이 되었으나, 최근 들어 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 비중이 커지자, 이를 효과적으로 규제하기 위해 자율규제, 나아가 법적 규제를 대폭 강화하는 방향으로 나아가고 있다. 이런 면에서 가장 선도적인 나라는 미국으로, 2002년 Sarbanes-Oxley Act를 제정하여 1934년 증권거래법에 애널리스트의 이해상충을 포괄적으로 규제하는 15D조를 신설하였다.

넷째, 애널리스트의 이해상충을 통제하기 위해 가장 보편적으로 이용되는 방법은 공시이다. 이는 이해상충의 소지가 있는 사실을 낱낱이 투자자에게 공개하도록 함으로써 투자자들이 사전에 위험성을 인식하고 이에

대비하면서 조사분석보고서를 활용할 수 있도록 한다는 접근방식이다. 애널리스트의 이해상충과 관련하여 애널리스트가 공시하여야 하는 항목을 확대하는 공시주의적 접근방식이 강화되고 있다. 애널리스트의 보수 공시, 조사분석보고서에 대한 애널리스트의 인증, 조사분석 중단 종목에 대한 중단사실의 공시 등이 그것이다.

다섯째, 애널리스트 조사분석의 객관성과 독립성을 확보하기 위하여 이들에게 부당한 영향력을 행사하지 못하도록 하기 위하여 차단벽을 설치하고 있다. 물론 이러한 접근방식은 어느 나라에서나 차단장치로서의 한계점을 노출시켰고, 특히 우리나라에서 과연 이러한 방식이 효과가 있는지 의문이 제기되기도 한다. 그러나 현재 각국 모두 차단벽을 높이려는 노력을 게을리 하지 않고 있다. 이와 관련하여 조사분석 부문의 분리·독립, 특히 투자은행업무로부터의 분리·독립 문제가 미국을 중심으로 논의되고 있지만, 제도적으로 조사분석 부문의 분리·독립을 규정한 나라는 현재까지 없는 것으로 알려져 있다.

여섯째, 이러한 공시주의적 접근방식 내지 차단벽 설치방식을 통하여 애널리스트의 이해상충의 소지를 완전히 제거할 수는 없다. 이들 제도의 취지는 애널리스트의 이해상충 문제를 가능한 한 완화하고, 통제 가능한 범위내에 두겠다는 것이다. 즉 애널리스트에게 부당하게 영향을 미칠 수 있는 요인들을 차단하도록 하는 동시에, 불가피하게 왜곡의 요인이 있는 경우에는 일반투자자들에게 이를 명확하게 공시하도록 요구하는데 그치는 것이다. 따라서 이러한 규제방식의 배후에는 실제 문제 발생시 이를 효과적으로 해결할 수 있는 손해배상책임제도와 같은 법적 장치의 발전이 전제되어 있어야 한다. 또한 사전적으로도 허위 또는 왜곡된 조사분석보고서로 인한 피해를 입지 않고 조사분석보고서를 이용할 수 있는 일반투자자들의 능력 배양이 필요하다.

## V. 개선 및 발전 방향

---

1. 개선 방향 도출의 기본 원칙
2. 구체적 개선 방향



## V. 개선 및 발전 방향

지금까지 살펴본 바와 같이 증권회사의 조사분석 업무 및 그 업무를 수행하는 애널리스트에게는 다양한 이해상충 요인이 존재하고 있으며, 이는 투자자에게 제공되는 조사분석보고서의 내용에 영향을 미칠 수 있다. 애널리스트의 조사분석보고서가 이해상충으로 인하여 왜곡되면 이에 따라 투자자들이 피해를 입게 되고, 이는 다시 증권산업에 대한 투자자들의 신뢰를 저하시키고, 자본시장으로부터의 이탈을 초래하여 전체 증권산업의 위축을 가져올 수 있다. 뿐만 아니라 조사분석보고서의 왜곡은 자본시장의 효율적인 자본배분기능의 저하를 초래한다. 따라서 투자자 보호와 증권산업 및 자본시장의 건전한 발전을 위하여 애널리스트를 둘러싼 이해상충 요인은 적절한 방법을 통하여 통제되어야 한다.

이를 위하여 IV장에서 설명한 바와 같이 이미 2002년에 몇 가지의 중요한 제도상의 개선이 이루어진 바가 있다. 본 장에서는 이해상충으로 인한 조사분석보고서의 왜곡을 감소·방지하기 위하여 추가적으로 취할 수 있는 방향이 무엇인지를 모색, 제시한다.

### 1. 개선 방향 도출의 기본 원칙

증권회사의 조사분석 업무, 구체적으로는 그 업무를 수행하는 애널리스트를 둘러싼 이해상충 요인을 효과적으로 통제하기 위한 방향을 설정하고, 구체적 방안을 마련하는 데 있어서 고려해야 할 중요한 요소는 애널리스트의 본래의 기능을 위축시키는 것이어서는 안 된다는 것이다. 즉 애널리스트들 사이의 활발한 경쟁을 통하여 조사분석보고서의 충실성과 투자자들에 대한 정보제공 서비스의 질을 제고하는 시장 메카니즘의 작동을 위축시키지 않는 방향으로 이해상충에 대한 통제가 이루어져야 한다.

이해상충의 통제를 위한 방법으로 우선 법규에 의한 조사분석 부문 및 애널리스트의 행위에 대한 규제가 있다. 즉 할 수 있는 행위와 해서는 안 되는 행위를 법규상에 사전적으로 규정하여 열거하고, 또 행위의 양식도 규정하는 것이다.

이와 같은 규제는 몇 가지 문제점을 내포하고 있다. 첫 번째로는 완전 계약(complete contracting)의 불가능성이다. 즉, 애널리스트가 당면하는 모든 가능한 이해상충 요인 및 그에 따른 모든 가능한 행위들을 열거하고, 각각의 경우에 대한 합당한 규제나 행위 양식을 마련한다는 것은 불가능하다. 따라서 이러한 규제는 본질적으로 불완전할 수밖에 없다. 두 번째로는 완전감시(complete monitoring)의 불가능성이다. 즉, 설혹 거의 대부분의 이해상충 가능성에 대하여 사전적으로 규제 및 행위 양식을 마련할 수 있다고 하더라도, 그러한 규제가 완벽하게 준수되고 이행되도록 강제하거나, 이행 여부를 완벽하게 감시하는 것 역시 불가능하다. 세 번째로, 이와 같은 방식의 규제는 이러한 본질적 한계 외에도, 실제 운용상의 측면에서 애널리스트의 기본적 기능을 위축시키는 방향으로 작용할 가능성이 높다는 점이다. 예를 들어, 조사분석 대상 기업과의 사이에서 발생하는 이해상충을 방지하기 위하여 기업 정보를 얻는 방법 및 경로에 대하여 규제가 가해지고, 이에 따라 어떤 “표준화”된 절차가 강제되는 경우, 애널리스트에게는 차별화된 기업정보의 획득 경로의 확보라는 경쟁 요소를 없애는 효과를 나타내고, 기업에게는 제공되는 정보의 양과 질을 낮출 수 있는 근거를 마련해주는 결과를 빚을 가능성이 있다.<sup>65)</sup> 조사분석 정보를 투자자들에게 제공하는 측면에서도 마찬가지로의 문제점이 존재한다. 과도하게 설정된 행위에 대한 규제는 최소한의 면책요건으로 작용하여 애널리스트로

65) 이러한 경우의 실례로서, 공정공시규제(Regulation FD)의 도입 후 기업으로부터 제공되는 정보의 양과 질이 현저하게 저하되었다는 주장도 실무계 일각에서 제기되고 있다. 공정공시규제의 도입과 기업이 제공하는 정보의 양과 질의 관계에 관해서는 Healy and Palepu(2001) 및 한국증권연구원(2002)을 참고하라.

하여금 규제 속에서 안주하게 하고, 경쟁적으로 충실한 조사분석 서비스를 투자자들에게 제공하려는 유인을 약화시킨다. 그리고 이는 결과적으로 투자자들에게 제공되는 조사분석 서비스의 질과 양의 하향 평준화를 유발하는 규제의 역효과를 초래할 수 있다.

이해상충의 통제를 위한 다른 방법은 증권회사의 조사분석 부문 및 애널리스트들에 대한 규율(discipline)을 기본적으로 투자자 및 시장이 담당하고, 이러한 규율이 효과적으로 이루어질 수 있도록 하는 도구를 마련해 주고 여건을 조성하는 것이다. 본 보고서에서는 이를 기본 원칙으로 하여, 이 원칙에 입각한 개선 및 발전 방향을 모색한다. 여기에는 우선 조사분석 보고서상에 그 보고서의 내용과 관련이 있는 모든 이해상충 요소를 공시하도록 하여, 투자자들에게 알리는 것이 포함된다. 또한 투자자가 왜곡된 조사분석보고서로 인하여 피해를 입은 경우 그 보고서를 발표한 증권회사 및 애널리스트에 대하여 실질적이고도 강력한 조치를 취할 수 있는 법적 장치로서 민사상의 손해배상책임을 강화하는 것도 중요한 방법으로 고려된다. 그리고 투자자의 입장에서 “caveat emptor (Let the buyer beware)”의 정신에 입각하여, 조사분석보고서를 읽고 자신이 내린 투자의 사결정의 위험은 자신이 부담하는 자세로의 변화가 필요하다. 이를 위해서는 조사분석보고서를 대할 때 보고서에 공시되었거나 내재되어 있는 이해상충 요소 및 그에 따른 왜곡 가능성을 충분히 이해하고, 그에 따라 보고서의 내용에 대한 적절한 해석을 내릴 수 있는 능력을 제고하는 투자자 교육도 이해상충으로 인한 문제를 최소화하기 위하여 매우 중요하다.

본 보고서에서는 이외에 증권거래법상에 보다 포괄적인 규제조항을 규정하는 방안과 증권회사 내 조사분석 부문과 타부문 사이의 차단벽을 비롯한 내부통제의 실효성을 제고하는 방안 또한 검토한다. 또한 이러한 차단벽의 극단적인 형태로서 2002년에 미국에서 많이 논의되었고, Citigroup이 실제로 행한 바 있는 조사분석 부문의 완전 독립법인으로의 분리 문제를 검토한다.

## 2. 구체적 개선 방향

### 가. 애널리스트 이해상충 사실의 공시 확대

애널리스트와 투자자간의 이해상충을 방지하기 위하여 미국 등 선진국이 취한 접근방식은 잠재적인 이해상충의 소지가 있는 사항들을 최대한 공시하도록 강제하는 것이다. 이해상충의 소지가 있는 사안을 표면에 노출시킴으로써 시장에 참여하는 투자자들의 감시하에 놓이게 하는 것은, 애널리스트의 일반적인 활동을 사전적으로 규제하는 방식보다 활동의 자유를 제약하는 측면이 적으면서도 잠재적인 이해상충이 현실적으로 발현되는 것을 억제할 수 있어, 보다 효과적이고 합리적인 방안이라고 볼 수 있다.

증권회사의 애널리스트 이해상충 문제를 해결하기 위한 이러한 공시주의적 접근방법은 새로운 개념이 아니다. 증권의 발행 및 유통과 관련된 기업정보를 공시하도록 하는 것은 이미 우리나라를 포함하여 세계적으로 도입되어 운영되고 있는 증권거래법상의 대원칙인 것이다. 우리 증권거래법을 포함하여 미국의 1933년 증권법, 1934년 증권거래법, 일본의 증권거래법 등은 한결같이 증권의 발행 및 유통과 관련하여 공시주의를 채택하고 있다.

기업공시제도는 투자자에게 기업에 관련된 정보를 공개함으로써 이들이 기업의 실체를 정확히 파악하고 투자할 수 있도록 하는 제도이다. 기업정보공시는 증권에 대한 투자자의 상대적인 투자가치의 판단을 가능하게 할 뿐만 아니라 투자자를 증권거래와 관련된 사기적 행위로부터 보호하기도 한다. 따라서 기업공시제도는 증권시장에서 공정한 거래질서를 정착시키고, 증권시장의 발전을 도모하기 위해 요구되는 필수적인 요소이다.

이러한 논리는 물론 기업공시에 관해 성립되는 것이지만 이들 공시주의의 논거 중 상당부분은 그대로 애널리스트의 규제에 대해서도 인정될 수 있다고 본다. 애널리스트 이해상충의 공시는 투자자들이 애널리스트 자신, 소속 증권회사, 조사분석 대상 기업에 관련된 이해상충 사실을 정확히 파악할 수 있게 되므로 조사분석보고서의 신뢰성을 높일 수 있는 계기가 된다. 또한 애널리스트의 조사분석보고서가 투자자들이 투자판단에 필요한 정보를 제공하도록 하면서도, 애널리스트가 조사분석보고서를 부정한 이득을 획득하기 위한 수단으로 악용하지 않도록 억제하는 기능을 수행할 수 있다. 애널리스트가 처해 있는 중대한 이해상충 사실을 햇빛아래 노출시킴으로써 이해당사자 모두의 감시를 받게 되어 결과적으로 조사분석보고서를 통한 위법한 행위가 일어날 가능성을 제거한다는 것이다.

따라서 최근에 애널리스트 이해상충 문제에 대해 각국이 공시주의적 접근방식의 해결책을 제시한 것은 올바른 접근법이라고 판단된다. 우리 증권시장에서 애널리스트 또는 애널리스트의 조사분석보고서로 인한 투자자들의 피해를 최대한 방지하기 위해서는 향후에도 애널리스트의 이해상충 사실의 공시를 더욱 강화해 나가야 할 것이다. 다만 각 나라마다 문제의 심각성에 대한 인식에서 차이가 나고 실제 발생하는 문제의 성격이 각각 상이한 만큼 구체적인 해결방안에서도 이러한 차이점들이 반영되어야 함은 물론이다.

애널리스트 이해상충 사실에 대한 공시의 구체적인 확대·강화 방안으로는 다음과 같은 사항들을 들 수 있다.

### 1) 애널리스트의 인증제도 도입

최근에 애널리스트의 이해상충으로부터 투자자들을 보호하기 위한 다양한 방안들이 대폭 보강이 되었지만, 조사분석보고서의 정확성이나 완전성을 담보할 수 있는 보다 확실한 방법은 아직 마련되어 있지 않다.

미국의 경우에는 Sarbanes-Oxley Act에 근거하여 기업회계정보의 정확성을 확실히 담보하기 위하여 임원 개인의 인증제도를 도입하는 한편, 동법이 제정되기 직전에 동 법안과의 교감 하에 SEC는 Regulation AC를 제정하여 애널리스트의 조사분석보고서에도 인증제도를 도입하였다.

Regulation AC에 따르면 증권회사가 배포하는 조사분석보고서에 제시된 의견이 조사분석 대상 주식이나 발행회사에 대한 해당 애널리스트의 개인적인 의견을 정확하게 반영하고 있음을 애널리스트가 인증하거나, 조사분석보고서에 포함된 의견과 관련하여 애널리스트가 보수를 받았거나 받을 것인지 여부를 애널리스트가 인증하는 진술을 포함해야 한다. 조사분석보고서가 애널리스트의 개인적인 의견을 제대로 반영한 것이라는 사실을 애널리스트가 인증할 수 없다면, 인증이 결여된 조사분석보고서는 배포되지 못한다. 왜냐하면 그러한 보고서를 배포하게 되면 Regulation AC를 위반하게 되기 때문이다. 마찬가지로 조사분석보고서가 보수에 관한 인증을 포함하지 않은 경우 그러한 보고서를 배포하는 것 역시 Regulation AC를 위반한 것이다.

한편, 증권회사는 애널리스트의 공개출연과 관련된 기록 등을 작성해야 한다. 기록에는 공개출연시에 제시된 의견은 해당 조사분석 대상주식이나 발행회사에 대한 애널리스트의 개인적인 의견을 정확하게 반영하고 있음을 애널리스트가 인증한다는 서면진술(written statement)과 애널리스트가 받는 보수가 공개출연시 제시된 의견이나 특정 권유와 관련되어 있거나 향후 직·간접적으로 관련된 바 없음을 애널리스트가 인증하는 서면진술이 기재되어 있어야 한다.

증권회사가 공개출연과 관련하여 애널리스트의 진술을 확보하지 못한 경우, 증권회사는 애널리스트가 공개출연과 관련된 인증을 제시하지 못하는 것에 대하여는 규제기관(examining authority)에 즉시 통지해야 한다. 또한 이러한 통지 후 120일 동안 증권회사는 인증을 제시하지 않은 애널

리스트가 작성하는 모든 조사분석보고서에 해당 애널리스트가 Regulation AC에서 정하고 있는 인증을 제공하지 않았다는 사실을 공시해야 한다.

우리나라의 경우에도 조사분석보고서의 정확성 및 신뢰성을 확보하기 위해서는 조사분석보고서에 대한 애널리스트의 개인의 인증을 의무화하도록 하는 것이 바람직하다고 본다. 기업공시서류의 적정성에 대해서는 우리나라에서도 CEO나 CFO의 인증을 의무화하는 방안이 제기되고 있다.<sup>66)</sup> 그리고 인증을 거부하는 경우에는 조사분석보고서를 배포하지 못하도록 하여야 할 것이다. 이는 조사분석보고서가 각종 증권관련 법규에 부합됨을 일반투자자에게 확신시키기 위한 것이다.

이러한 장치를 통하여 애널리스트가 작성하는 조사분석보고서의 정확성 및 객관성이 크게 향상될 것으로 기대된다. 또한 인증제도를 통하여 고의를 입증하기가 보다 수월해짐에 따라 조사분석보고서에 관련한 허위표시·사기·위증 등에 대한 민사상의 손해배상청구나 형사상 사기죄 등의 소추가 보다 용이해질 수 있을 전망이다.

## 2) 애널리스트의 보수 공시

우리나라의 경우에는 특정 투자은행업무를 기준으로 하는 보수 지급을 금지하는 조항이 없다. 또한 전체 투자은행업무 성과에 따라 지급되는 보

66) 2003년 3월 25일 재정경제부·금융감독위원회·금융감독원·한국공인회계사회가 공동으로 개최한 “회계제도 선진화 방안에 대한 공청회”에서는 공개기업의 경우 사업보고서·유가증권신고서 등에 대표이사가 날인하게 되어 있으나 요식절차에 그친다는 점이 지적되었고, 개선방안으로서 미국 등과 같이 CEO·CFO에게 공시서류의 기재내용에 대한 적정성을 인증하도록 하는 제도의 도입이 제시되었다. 그 후 4월 26일에는 이러한 의견을 수용한 증권거래법 개정안이 입법예고되었다. 동 개정안은 기업회계의 투명성을 제고하기 위해 유가증권신고서, 사업보고서 등 공시서류에 대한 대표이사 등의 확인, 서명을 의무화하고 있다.

수에 대해서도 공시하도록 하는 조항이 없다. 이는 아직까지 우리 증권회사는 투자은행업무가 발달되지 않아 조사분석업무와 투자은행업무간의 상호 이해상충으로 인한 문제발생의 소지가 거의 없다는 측면에서 현재로서는 큰 문제가 없다고도 볼 수 있지만, 향후 우리 증권회사에 있어서도 투자은행업무의 활성화와 이로 인한 조사분석업무와의 이해상충의 소지는 언제라도 존재할 수 있는 것이므로 이에 대한 대책을 검토해둘 필요가 있는 것이다.

미국의 경우 NASD와 NYSE 규정은 특정 투자은행업무와 연계해서 애널리스트에게 보수를 지급하는 것은 금지하였다. 그리고 애널리스트의 보수를 투자은행업무 부문 전체 실적을 근거로 결정하고 있는 경우에는 그 사실을 공시하도록 하였다.

NASD 회원사인 증권회사는 조사분석업무를 담당하는 애널리스트에게 특정 투자은행업무의 수행을 근거로 급여나 상여금, 기타 형태의 보수를 지급하지 못하도록 금지되어 있다(NASD Rule 2711(d)(1)). 만일 투자은행업무에 대한 기여 여부에 따라 애널리스트의 보수가 연동하는 것을 허용한다면, 애널리스트의 조사분석업무의 왜곡에 대한 문제를 근본적으로 해결한다는 것이 불가능하기 때문이다.

증권회사는 조사분석보고서를 작성하는 책임이 있는 애널리스트가 동 증권회사의 투자은행부문의 수익을 근거로 보수를 받는 경우, 이를 조사분석보고서에 공시해야 한다(NASD Rule 2711(h)(2)(A)(i)). 또한 NYSE 규정도 NASD 규정과 동일한 내용을 포함하고 있다.

일본의 경우에도 증권업협회의 이사회결의는 증권회사가 애널리스트 의견의 독립성을 확보하기 위한 적절한 조직체제 및 보수체계를 정비하여야 한다고 하였다. 그러면서 애널리스트의 보수가 인수 부문 또는 투자은행업무 부문의 특정 안건에 연동되어 있는 것은 애널리스트 의견의 독립성 확보라는 차원에서 문제가 있다고 하였다.

우리의 경우에도 미국이나 일본의 경우처럼 애널리스트 의견의 독립성을 확보하기 위하여 애널리스트 보수가 특정 투자은행업무에 연계되는 것을 금지하여야 할 것이며, 전체 투자은행업무에 연동되는 경우에는 투자자들이 이를 알 수 있도록 반드시 공시하는 것이 바람직하다.

### 3) 조사분석 중단 종목의 공시

현재 일부 증권회사 또는 애널리스트는 주가가 상승할 만한 종목을 중심으로 조사분석을 하다가 사후적으로 조사분석 대상종목의 실적이 당초 예상과는 달리 저조하게 나오거나 저조하게 나올 우려가 있으면 해당 종목에 대한 조사분석을 슬그머니 중단하고 있다. 이는 애널리스트가 소속 증권회사의 투자은행업무 부문와의 관계 혹은 발행기업과의 관계에서 증권 발행기업에 비판적이거나 불리한 조사분석을 하기가 어렵다는 현실적인 이유에 기인한다고 본다. 왜냐하면 어차피 증권시장에 있는 모든 종목을 조사분석 대상으로 삼을 수 없는 바에는 구태여 발행회사의 원성을 듣거나 소속증권회사의 영업활동에 지장을 초래할 수 있는 종목에 대해서까지 불리한 보고서를 작성할 이유가 없기 때문이다. 또한 애널리스트 자신의 조사분석이 사후적으로 잘 들어맞지 않았다는 것을 공개적으로 공시하는 결과를 초래하는 측면도 있으므로 이를 회피하기 위해서도 특정 종목의 조사분석을 투자자에게 통지하지 않고 중단하게 되는 것이다.

그에 따라 애널리스트의 투자권유에 근거하여 투자판단을 내리던 투자자들은 계속 변동하는 조사분석보고서를 받아보지 못하게 되어 투자운영에 혼선이 초래되고 재산적 피해를 입을 가능성이 발생한다. 이처럼 조사분석 중단사실의 미공시는 애널리스트에 대한 투자자들의 신뢰를 저버리게 되어 애널리스트가 책임성 있는 투자가이드로서의 역할을 제대로 이행하지 못하게 되는 결과가 된다.

미국의 경우에는 지난 2002년 12월에 제안된 NASD 규정 개정안에서 애널리스트가 조사분석을 중단하는 경우 이에 대한 공시를 하도록 하는 조항을 신설하려 하고 있다. 이는 종래 증권회사들이 조사분석을 실시하다가 더 이상 분석의 실익이 없거나 불리하다고 판단하는 경우 투자자에 대해 아무런 공시 없이 조사분석을 자의적으로 중단하는 문제를 해결하기 위한 것이다. 즉 증권회사가 조사분석 대상 기업에 대한 조사분석보고를 더 이상 지속하지 않을 경우, 이러한 조사 중단에 대하여 해당 주식에 대한 분석을 시작했을 때와 같은 방식으로 통지를 하여야 하며, 이러한 통지에는 조사분석 대상 기업에 대한 증권회사의 최종 권유나 투자등급에 대한 것도 포함하여야 한다고 규정하려 하고 있다(NASD Rule 2711(f)(4)).

이러한 미국 NASD 규정 개정안은 우리의 경우에도 동일하게 적용될 필요가 있으며, 그렇게 하는 것이 조사분석보고서를 이용하는 투자자를 보호하는데 더욱 기여할 수 있을 것이다. 따라서 증권업협회의 증권회사의 영업행위에 관한 규정에 조사분석의 중단에 대한 공시를 의무화하도록 하는 내용을 추가해야 하며, 이러한 공시에서는 조사분석 대상 기업에 대한 최종 권유나 투자등급도 포함시켜야 할 것이다.

#### 나. 증권거래법에 포괄적인 규정 설치

우리나라에서는 그 동안 조사분석보고서가 시장에 미치는 영향력을 이용하여 증권을 선행매매하는 불공정거래행위 측면에서 이해상충문제가 주로 제기되었다. 이에 따라 애널리스트에 대한 규범 중에서도 가장 강력한 규범력을 가지고 있는 증권거래법령에서는 이러한 불공정거래에 초점을 맞추어 애널리스트의 이해상충에 관한 매우 간략한 조항만을 두고 있다.

“증권거래법시행령 36조의3”은 증권회사의 금지행위와 관련하여 증권

회사나 그 임직원이 해서는 안 되는 금지행위를 열거하고 있는데, 2003년 2월에 그 금지행위의 하나로서 애널리스트의 불공정거래행위를 추가하였다(증권거래법시행령 36조의3 15호). 즉 특정 증권의 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 조사분석자료나 매매권유자료를 일반인에게 공표함에 있어 해당 자료의 내용이 사실상 확정된 때부터 공표후 24시간이 경과하기 전에 해당 자료의 대상이 된 증권을 자기계산으로 매매하는 행위를 금지행위 중의 하나로 추가하였다.

이러한 규정을 통하여 그 동안 금융감독위원회 규정과 증권업협회 규정을 통하여서만 규제되고 있던 애널리스트의 이해상충 문제가 처음으로 증권거래법적인 차원으로까지 격상되었다. 물론 증권거래법 54조에 의한 금감위의 포괄적 명령권에 의해 과도한 투기거래의 방지와 공익 또는 투자자의 보호를 위하여 증권회사에 대하여 필요한 명령을 내릴 수 있다. 실제로도 그에 따라 나온 것이 증권업감독규정인데 동 규정은 애널리스트 및 조사분석보고서에 관한 일부 조항을 두고 있다. 또한 증권업감독규정은 구체적인 세부사항에 대해서는 다시 증권업협회의 규정에 위임하고 협회의 자율규제 규정을 통하여 애널리스트의 이해상충을 자세하게 규제하고 있다. 그러나 증권거래법 자체는 애널리스트의 이해상충에 관하여 포괄적으로 규정하기보다는 애널리스트의 조사분석자료를 이용한 선행매매라는 불공정거래행위만을 대상으로 하여 그 규제대상 범위가 매우 협소하다. 또한 금감위 규정이나 협회 규정에 포함되어야 할 구체적인 가이드라인을 제시하고 있지 않으며, 하위규정을 중심으로 규제하는 관계로 그 위반에 대하여 강력한 제재가 제한될 수 있다.

이에 비하여 미국의 경우 Sarbanes-Oxley Act에 의해 개정된 “1934년 증권거래법 15D조(증권애널리스트와 조사분석보고서)”를 통하여 애널리스트의 이해상충으로부터 일반투자자들을 보호하기 위하여 매우 광범위하고 포괄적인 규정을 도입하였다.

먼저 (a)항에서는 투자자에게 보다 유용하고 신뢰할 수 있는 정보를 제공하고 조사분석의 객관성을 확보할 수 있도록 하기 위해서, SEC, 등록증권업협회, 전국증권거래소는 애널리스트가 공개출연시 혹은 조사분석보고서에서 주식을 권유하는 경우에 발생할 수 있는 이해상충 문제를 합리적으로 규율할 수 있는 규정을 제정해야 한다고 하였다. 이 규정에는 ①규정들은 증권조사분석에 대한 일반 대중의 신뢰를 촉진하기 위한 것이고, 애널리스트의 독립성과 객관성을 보호하기 위한 것이어야 하며, ②증권회사가 회사공개시 인수업무를 담당하는 자로서 참여하고 있거나 참여하기로 한 경우, 해당 증권회사가 관련된 회사의 주식에 관하여 조사분석보고서를 발간하거나 배포하는 것을 금지하는 기간을 정하고 있어야 하며, ③증권회사 내부의 적절한 정보차단장치에 의해 애널리스트가 투자은행업무로부터 독립할 수 있도록 회사내부에 제도적·구조적 안전지침을 마련해야 한다는 내용이 포함되어 있어야 한다.

다음으로 (b)항에서는 애널리스트 본인이 혹은 증권회사가 알고 있거나 알았어야 하는 이해상충 사실을 공시하도록 요구하는 것과 관련하여, SEC, 등록증권업협회, 전국증권거래소가 이를 합리적으로 규율할 수 있는 규정을 채택해야 한다고 하였다. 해당 규정은 이하에 관한 내용을 포함해야 한다. 즉 ①애널리스트가 조사분석보고서 혹은 공개출연시에 조사분석 대상으로 삼았던 회사에 대하여 채무를 가지고 있거나 투자지분을 가지고 있는 범위, ②증권회사나 애널리스트가 조사분석 대상 기업으로부터 어떤 보수를 받는지의 여부, ③조사분석보고서 혹은 공개출연시에 권유한 증권의 발행인이 공개출연일 혹은 조사분석보고서 발간일을 기준으로 지난 1년간 또는 현재 등록증권회사의 고객인지의 여부, 그리고 만일 고객이라면 해당 증권회사가 발행인에게 제공한 서비스의 형태에 대한 진술, ④애널리스트가 조사분석보고서와 관련하여 증권회사의 투자은행업무 수익에 연계하여 보수를 받는지 여부, ⑤기타 SEC, 등록증권업협회 혹은 전국증권거래소가 적절하다고 인정하는 바, 투자자·애널리스트 혹은 증권회사

에 관한 중요한 이해상충 사실을 공시하도록 하여야 한다.

따라서 우리나라의 경우에도 애널리스트 이해상충에 대한 규제의 규범력을 제고하기 위해서는 미국의 1934년 증권거래법 15D를 입법례로 하여 애널리스트의 이해상충을 규율하는 법적 근거를 증권거래법으로 상향조정하고 보다 포괄적인 방식으로 규정하는 것이 규범으로서의 실효성과 위반에 대한 제재를 보다 강력하게 부과할 수 있을 것이다.

#### 다. 민사상의 손해배상책임 강화

애널리스트의 투자자를 오도하는 조사분석보고서로 인하여 다수 투자자들이 손해를 입을 수 있다. 이것은 투자자에 대한 증권시장의 신뢰성 저하 및 시장 저변의 약화로도 연결될 수 있기 때문에 문제의 심각성을 간과해서는 안된다. 이러한 문제에 효과적으로 대응하기 위해서는 애널리스트의 이해상충으로 인한 투자자의 피해를 사전적으로 예방하는 한편, 사후적으로 이로 인한 투자자의 피해를 효과적으로 구제해 줄 수 있는 체계를 마련하여야 한다. 이 가운데에서도 가장 근본적인 대응방안을 생각해 본다면 피해를 입은 투자자가 직접 가해자인 애널리스트를 상대로 하여 이해상충으로 인한 손해에 대하여 용이하게 책임을 물을 수 있도록 하는 것이다. 이러한 장치를 통하여 애널리스트나 소속 증권회사가 허위·부실한 조사분석보고서를 통하여 부당한 이익을 얻지 못하도록 차단하는 것이야말로 애널리스트의 이해상충의 소지를 제거하는 가장 근원적인 방안이라고 생각된다.

미국의 경우, 법원은 “scalping 행위”에 대해서는 증권업 종사자들에게 책임을 인정하였다. 그러나 애널리스트가 권유하는 증권에 관한 자신의 이해상충 사실을 공시하는데 있어서 고객에 대하여 애널리스트가 어떠한 법적 의무를 부담하는지는 아직 명확하지 않다.

애널리스트의 이해상충 사실을 공시하지 않고 조사분석보고서에서 특정 증권을 권유함으로써 투자자에 대한 충실의무(fiduciary duty)를 결여한 애널리스트를 상대방으로 하여 증권거래법상의 사기(fraud)에 관한 소송을 제기한 투자자에게 손해배상을 인정하여야 할 것인지에 대하여는 논란이 있었다.

아직 애널리스트의 “이해상충의 미공시”에 대하여 민사상의 손해배상을 구할 수 있는 투자자의 권리를 지지하는 선례는 부족하다. 즉 이해상충 사실을 공시하지 않고 조사분석보고서에 소개된 증권을 권유함으로써 투자자에 대한 충실의무를 결여한 애널리스트 또는 기타 다른 증권업 종사자를 상대로 1934년 증권거래법에 근거하여 증권사기에 대해 소송을 제기한 투자자에게 손해배상을 인정한 사례는 아직 없다.

조사분석보고서가 공개적으로 유포되는 경우에, 조사분석 대상주식을 소유하고 있다는 사실과 발행회사에 관한 소속 증권회사의 투자은행업무에 연계된 보상약정이 있다는 사실을 해당 애널리스트가 공시하지 않았다면, 이러한 조사분석보고서를 신뢰하였던 투자자는 “1934년 증권거래법 10조 (b)항” 및 “SEC Rule 10b-5”에 근거하여 애널리스트에게 책임을 물을 수 있다는 견해가 있다.<sup>67)</sup> 이는 이러한 미공시행위가 일반투자자가 애널리스트를 상대로 제기한 손해배상소송에서 원고가 승소하기 위해 입증해야만 하는 각 요건들을 충족한다고 보았기 때문이다. 또한 이러한 책임을 부과하는 것이야말로, 증권시장의 신뢰보호를 위한 “완전공시의 철학(philosophy of full disclosure)”을 실천하고자 하는 증권거래법의 근본적인 목적과도 일치한다고 보았기 때문이다.

현재 우리법상 애널리스트의 이해상충으로 인해 발생하는 투자자들의 피해를 보전해 주는 방법은 “민법 750조”에 의한 불법행위 책임을 묻는 것이다. 민법의 일반 불법행위 원칙에 따라 애널리스트에 대해 책임을 묻

---

67) Gross(2002)

기 위해서는 ①가해자의 고의 또는 과실에 의한 행위, ②가해자의 책임능력, ③가해행위의 위법성, ④가해행위에 의한 손해발생(손해발생 및 인과관계)이라는 불법행위의 성립요건을 피해를 청구하는 투자자가 입증하지 않으면 안된다. 그러나 주관적 요건에 해당하는 가해자의 고의 혹은 과실을 입증하는 것과 가해행위로 인한 손해발생규모와 가해행위와 손해와의 인과관계를 입증하는 것은 현실적으로 쉬운 일이 아니다.

따라서 허위 또는 부실표시를 한 애널리스트의 조사분석보고서를 신뢰하여 피해를 입은 투자자들이 애널리스트나 소속 증권회사를 상대로 하여 용이하게 손해배상을 청구할 수 있도록 증권거래법에 민법 750조의 특칙을 설치할 필요가 있다. 사실 이미 증권거래법은 발행시장 및 유통시장에서 공시 및 불공정거래와 관련하여 발생하는 투자자들의 손해를 용이하게 구제해주기 위하여 민법상의 손해배상규정에 대한 많은 특칙을 규정하고 있다(증권거래법 14조 내지 16조, 25조의3, 186조의5, 188조의3, 188조의5, 190조의2, 197조 등).

민법상의 일반 불법행위 원칙에 의해서는 애널리스트의 고의 또는 과실, 그리고 가해행위와 손해와의 인과관계나 손해액 등을 입증하기 쉽지 않다. 따라서 애널리스트의 허위 혹은 부실 조사분석보고서로 인하여 피해를 입은 투자자들이 부담하는 입증책임을 애널리스트나 증권회사에게로 전환하거나, 투자자들의 입증책임을 완화해주는 특칙을 증권거래법에 마련하여, 이들이 애널리스트의 불법행위로부터 효과적으로 손해를 배상받을 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 이와 같은 특칙을 통하여, 소송을 유지하기 위한 증거수집의 어려움, 자신이 입은 손해와 애널리스트의 행위간의 인과관계 입증의 어려움 등 일반투자자들이 소송과정에서 겪을 수 있는 문제들을 해결할 수 있을 것이다.

## 라. 투자자 교육

애널리스트 및 증권회사의 민사상 손해배상책임을 강화하여 투자자들이 왜곡된 조사분석보고서로 인한 피해를 구제 받고, 애널리스트를 규율할 수 있는 장치가 마련된다고 하더라도, 피해가 발생한 후 구제를 받는 것보다는 사전에 피해를 예방하는 것이 사회적 비용을 줄일 수 있다. 따라서 조사분석보고서의 수요자인 투자자들이 “caveat emptor”의 정신에 입각하여 자기 자신을 지킬 수 있도록 하는 것이 중요하다. 그리고 이를 위해서 투자자들은 조사분석을 담당하는 애널리스트가 당면하고 있는 이해상충 요인에는 어떤 것들이 있으며, 이러한 요인들이 조사분석보고서의 내용에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지를 이해하여, 조사분석보고서를 읽을 때 적용할 수 있는 능력을 갖추어야 한다. 동시에 투자자들의 이해상충에 대한 이해와 지식은 애널리스트에 대한 시장 규율의 효과성을 확보하는 데 있어서도 대단히 중요하다.

투자자들의 이러한 이해와 지식은 저절로 배양되는 것이 아니며 교육이 필요하다. 그리고 이러한 투자자 교육은 조사분석업무의 당사자인 증권회사가 제공할 유인이 없고, 또한 공공재적인 성격이 강한 것으로서 일차적으로는 공적인 규제·감독기관이 담당하여야 하며, 한국에서는 금융감독원이 그 중심이 되어야 할 것이다.

투자자들에게 조사분석보고서와 관련하여 주지시켜야 할 주요한 내용으로는 다음과 같은 것들을 들 수 있다.

- 조사분석보고서가 누구에 의하여 어떠한 절차로 만들어지는가?
- 조사분석보고서, 특히 투자등급의 의미는 무엇이며, 어떻게 해석해야 하는가?

- 애널리스트 및 증권회사의 조사분석 부문과 관련된 이해상충 요인에는 어떤 것들이 있으며, 이 요인들은 조사분석보고서의 내용에 어떻게 영향을 미치는가?
- 조사분석보고서와 관련된 현행의 법적 규제 장치는 어떻게 되어 있는가?
- 조사분석보고서와 관련된 이해상충 요인의 파악을 위한 자료는 어떤 것들이 있으며, 이 자료들은 어디에서 얻을 수 있는가?

미국의 경우 SEC와 NASD는 각각 애널리스트의 조사분석보고서 및 투자추천을 읽을 때 투자자가 유의해야 할 사항에 대한 설명을 웹사이트를 통하여 제공하고 있다. 이 중에서 SEC(2002)의 주요한 내용을 간략히 소개하면 <표 V-1>과 같다.

**<표 V-1> SEC(2002)의 투자자 교육 자료 주요 내용**

- 애널리스트의 역할, 고용관계에 따른 분류(Who Analysts Are and Who They Work for): 매도측, 매수측, 독립 애널리스트의 의미 및 역할을 설명
- 잠재적 이해상충(Potential Conflicts of Interest): 애널리스트가 당면하고 있는 이해상충을 요인별로 설명
  - 조사분석 대상 기업과의 투자은행업무 관계
  - 위탁매매수수료 수입을 증가시켜야 하는 애널리스트의 역할
  - 긍정적이고 낙관적인 조사분석보고서를 작성하게 유도하는 애널리스트에 대한 보상체계
  - 조사분석 대상 기업 주식의 소유

**<표 V-1> SEC(2002)의 투자자 교육 자료 주요 내용 (계속)**

- **공시 및 최근의 규정 변화(Disclosure and Recent Rule Changes):**  
2002년 5월 개정된 NYSE와 NASD의 애널리스트 이해상충 요인의 공시 규정을 소개
  - 투자은행업무의 유치를 목적으로 한 우호적 보고서의 발행 금지 및 발행금지기간의 설정
  - 투자은행업무 부문에 의한 애널리스트의 감독, 조사분석보고서의 사전 검토의 원칙적 금지. 조사분석보고서 초안을 발표 전에 대상 기업에게 제공하는 행위의 금지
  - 애널리스트 보상과 특정 투자은행업무와의 연계 금지. 투자은행업무 전체 수입에 연계된 경우에는 그 사실을 공시
  - 분석 대상 기업과의 주식발행 주간사 담당 및 기타 투자은행업무 관계의 공시
  - 애널리스트를 포함한 증권회사 직원의 주식 거래에 대한 제한
  - 증권회사가 분석 대상 기업 주식 1% 이상을 보유한 경우 그 사실을 공시
  - 투자등급에 사용되는 용어의 의미 설명. 과거 주가, 등급 및 목표 주가의 변화 추이 공시
  - 애널리스트의 TV 출연과 같은 대중매체 출연의 공시
  
- **이해상충의 투자자에 대한 의미(What Conflicts May Mean to You):** 애널리스트의 투자추천을 평가할 때 고려해야 하는 중요한 요소
  
- **이해상충을 찾아내는 법(Uncovering Conflicts)**
  - 투자 고려 대상 기업의 주식 발행시 인수업무를 맡은 증권회사가 어디인지 확인: SEC의 EDGAR를 통하여 등록신고서(registration statements)를 조회
  - 투자 고려 대상 기업의 대주주가 누구인지 확인: 등록신고서 및 연차보고서(10-K), 기타 SEC 등록 양식 조회

<표 V-1> SEC(2002)의 투자자 교육 자료 주요 내용 (계속)

- 증권회사가 투자 고려 대상 기업의 주주로서 “lock-up”에 걸려있는지의 여부 확인
- 투자자의 자기 보호 수단(How You Can Protect Yourself)
  - 조사분석보고서상의 모든 이해상충 관련 공시사항을 숙독
  - 투자 고려 대상 기업의 재무제표 검토: EDGAR 이용
  - “lock-up” 관련 사항 확인
  - 최근 인수업무 수행 여부 확인
  - 독립적인 다양한 기업 관련 정보를 참고
  - 전문가 자문

마. 차단벽의 실효성 제고

1) 차단벽 운영상의 실효성 확보

증권회사는 조사분석 및 위탁매매업무, 투자은행업무, 자기매매 등을 담당하는 주요 부문 사이에 차단벽(Chinese Wall)을 설치하고 있다. 차단벽은 IV장에서 설명한 바와 같은 법규상의 요구에 의하여 설치되어야 하는 것이다. 그러나 이러한 법적 의무가 없더라도 고객들에게 신뢰를 주기 위하여 증권회사 차단벽을 스스로 설치, 운영할 유인이 있으며, 미국의 대형 증권회사들은 이를 투자자들에게 널리 홍보하여 왔다.

법적 규제를 통하여 차단벽의 설치 및 운영이 실제로 이해상충을 효과적으로 통제할 수 있는 수준으로 이루어지도록 강제하는 데는 한계가 있다. 언급한 바와 같이 모든 이해상충 요인을 열거하는 것, 그리고 규제 이

행 여부를 완전하게 감시하고 강제하는 것은 불가능하기 때문이다. 따라서 차단벽이 실제로 효과적으로 운영되기 위해서는 증권회사 자신이 이해상충을 효과적으로 통제하는 것이 결국 자신의 사업을 위하여 장기적으로 이익이 되는 것임을 분명하게 인식하는 것이 중요하다.

한국의 증권회사에서는 아직까지 위탁매매수수료가 전체 수익에서 차지하는 비중이 절대적으로 크고, 투자은행업무의 비중이 매우 작기 때문에 부문간의 이해상충 문제가 크게 두드러지지 않고 있으나, 향후 본격적인 투자은행을 지향하는 증권회사가 등장할 경우, 이러한 증권회사에서는 효과적인 차단벽의 설치 및 운영이 매우 중요한 과제가 될 것으로 예상된다.

차단벽의 실질적 효과를 제고하기 위해서는 현행 법규상에 규정된 범위 이상으로 애널리스트의 유인 체계에 영향을 미칠 수 있는 요인들에 대한 차단이 필요하다. 첫 번째로, 애널리스트에 대한 평가 및 보상의 결정에 있어서 조사분석보고서의 충실성을 중심으로 한 조사분석 업무 역량 이외에, 타부문 업무에의 공헌도가 고려되어서는 안될 것이다. 또한 애널리스트에 대한 평가 및 보상 결정 과정에 이해상충의 소지가 있는 타 영업 부문의 책임자가 개입할 수 없도록 차단하여야 한다. 자신에 대한 보상의 결정을 위하여 실시되는 평가에 있어서 투자은행업무와 같은 타부문의 공헌도가 고려되게 되면, 애널리스트는 이러한 평가 체계에 맞추어 행동하게 될 것이며, 이는 결국 타부문의 이해에 따라 자신의 조사분석보고서를 왜곡하는 결과로 나타나게 된다. 두 번째로, 작성된 조사분석보고서에 대한 검토 및 승인에 있어서 조사분석 부문 및 준법감시 부문 이외의 투자은행업무와 같은 영업 부문이 개입하는 것도 차단하여야 한다.

## 2) 조사분석 부문의 완전 분리에 대한 검토

차단벽의 설치를 법적으로 의무화하더라도, 실질적인 이행을 효과적으로 강제하는 것은 매우 어려운 일이며, 선언적 규정으로서의 성격이 강하

다. 그리고 실제로 미국 대형 증권회사들의 조사분석보고서 왜곡 사례들은 이들 증권회사들이 차단벽을 엄격하게 운영하고 있지 않음을 보여주었으며, 이에 따라 미국 일각에서는 이해상충의 통제 수단으로서 차단벽의 효과에 대한 회의적 시각이 제기되고 있다. 그리고 이러한 시각을 제기하는 측에서는 조사분석 부문을 타부문, 특히 투자은행업무 부문과 완전히 분리하여 투자은행업무를 수행하는 회사에서는 매도측 조사분석 업무를 수행하지 못하도록 하고, 조사분석과 위탁매매 부문을 독립 법인으로 만들어야 한다고 주장하고 있다(Levitt(2002), Vinod(2002)).

조사분석 부문의 완전한 분리가 가지는 가장 중요한 의미는 타부문으로부터 더 이상 재정적으로 보조를 받지 않으며, 따라서 애널리스트의 유인 체계가 매우 달라진다는 것이다. 이는 조사분석 부문이 자체적인 독자적 수익창출 능력을 가져야 함을 의미한다. 미국에는 Sanford C. Bernstein & Co.와 같이 투자은행업무를 전혀 하지 않고, 조사분석 및 위탁매매업무만을 수행하면서(II장에서 언급한 “독립” 애널리스트로 분류된다.) 업계에서 확고한 위치를 차지하고 있는 회사가 다수 존재한다. 이들 회사들은 우선 대형 종합증권회사와 비교하여 애널리스트의 투자은행업무로부터의 독립성을 자신들의 강점으로 내세우고 있으며, 기관투자자들을 대상으로 조사분석 자료를 제공하고, 이들로부터 위탁받은 매매거래업무를 수행함으로써 수익을 창출한다.

한국은 미국과는 달리 증권회사들이 그 규모에 관계없이 위탁매매업무의 비중이 큰 수익구조를 갖고 있다. 따라서 투자은행업무를 수행하는 증권회사가 조사분석업무를 할 수 없도록 규정화하는 것이 큰 의미가 없으며, 동시에 투자은행업무로부터 분리된 독립적 조사분석 서비스를 제공한다는 것이 투자자들에게 큰 차별성으로 부각될 가능성은 매우 낮은 것으로 판단된다.<sup>68)</sup> 뿐만 아니라 독립적 조사분석 (및 위탁매매) 전문 회사가

68) 한국의 증권회사는 증권거래법 28조 3항 및 동 시행령 14조의 규정에 의

만들어진다고 하더라도 미국에 비하여 투자자, 특히 조사분석 서비스의 주 고객이 되는 기관투자자의 규모가 작아, 매우 한정된 시장을 놓고 기존의 증권회사들과 경쟁을 해야 한다는 어려움이 있으며, 따라서 이러한 회사의 수익성은 불확실하다고 하겠다. 독립적 조사분석회사가 수익을 확보하기 위해서는 조사분석 서비스의 질 이외에 조사분석으로 인하여 발생하는 투자자들의 매매거래 위탁의 처리 능력이 중요한 경쟁요소가 될 것이다. 이상과 같은 논의를 종합할 때, 한국의 현실에서는 미국에서 논의되고 있는 조사분석 부문과 투자은행업무 부문의 완전한 조직상의 분리는 애널리스트의 이해상충 통제를 위한 방안으로서 의미나 실효성이 크지 않은 것으로 판단된다.

---

하여 자본금 규모에 따라 인수업무를 중심으로 한 투자은행업무를 수행할 수 있는 자격에 제한을 받는다. 따라서 본 규정에 의하여 투자은행업무를 수행할 수 없는 증권회사의 조사분석업무는 사실상 미국의 “독립” 조사분석회사의 업무와 본질적으로 차이가 없다.

## 참고 문헌

---



## 참고 문헌

### <국내 문헌>

금융감독원, 2001, 증권사 애널리스트의 이해상충 방지 방안 추진, 보도자료, 8월 24일.

\_\_\_\_\_, 2002a, 애널리스트에 대한 모니터링 결과분석, 보도자료, 7월 16일.

\_\_\_\_\_, 2002b, 외국증권사 서울지점에 대한 부문검사 결과 조치, 보도자료, 8월 13일.

\_\_\_\_\_, 2002c, 증권사 리서치자료 투자등급 관련 이해제고방안, 보도자료, 11월.

\_\_\_\_\_, 2002d, 애널리스트에 대한 기획검사 결과 조치, 보도자료, 12월 27일.

김건식, 2002, 『증권거래법』, 두성사.

김건식·송옥렬, 2001, 『미국의 증권규제』, 홍문사.

김정수, 2002, 『현대증권법원론』, 박영사.

김형태·김근수·오승현·조성훈·한상범·김관영, 2002, 『증권회사의 경영전략』, 한국증권연구원, 조사보고서 02-05.

한국증권연구원, 2002, 『공시제도 선진화방안』, 학술연구용역보고서.

<외국 문헌>

AIMR, 2002, Research Objective Standards Analysts, <http://www.aimr.org/pressroom/02releases/02aimr-ros.html>.

Attorney General of the State of New York, 2002a, *Affidavit in Support of Application for an Order Pursuant to General Business Law Section 354*.

\_\_\_\_\_, 2002b, *Agreement between the Attorney General of the State of New York and Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, dated May 21, 2002.

Barber, Brad, Reuven Lehavy, Maureen McNichols and Brett Trueman, 2001, Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns, *Journal of Finance* 56, 531-563.

Brennan, Michael J. and Avanidhar Subrahmanyam, 1995, Investment Analysis and Price Formation in Securities Markets, *Journal of Financial Economics* 38, 361-381.

Campbell, Jaimee L., 2001, Analyst Liability And the Internet Bubble: The Morgan Stanley/Mary Meeker Case, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 235-249.

Contoudis, Karen, 2003, Analyst Conflicts of Interests: Are the NASD And NYSE Rules Enough?, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 123-149.

- Dechow, Patricia M., Amy P. Hutton and Richard G. Sloan, 1999, The Relation between Analysts' Forecasts of Long-Term Earnings Growth and Stock Price Performance Following Equity Offerings, working paper, University of Michigan.
- Easley, David, Maureen O'Hara and Joseph Paperman, 1998, Financial Analysts and Information-Based Trade, *Journal of Financial Markets* 1, 175-201.
- Easterwood, John C. and Stacey R. Nutt, 1999, Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?, *Journal of Finance* 54, 1777-1797.
- FSA, 2002, Investment Research: Conflicts & Other Issues, Discussion Paper 15.
- \_\_\_\_\_, 2003, Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities, Consultation Paper 171.
- Gross, Jill I., 2002, Securities Analyst's Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?, *Columbia Business Law Review*, 631-676.
- Healy, Paul M. and Krishna Palepu, 2001, Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature, *Journal of Accounting and Economics* 31, 405-440.
- Hong, Harrison and Jeffrey D. Kubik, 2003, Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts, *Journal of Finance* 58, 313-351.

Institutional Investor Research Group, 2002, *The U. S. Equities Investment Report*, vol. 1.

Levitt, Arthur, 2002, *Take on the Street*, Pantheon Books, New York.

Lin, Hsiou-wei and Maureen McNichols, 1998, Underwriting Relationships, Analysts' Earnings Forecasts and Investment Recommendations, *Journal of Accounting and Economics* 25, 101-127.

Llorente, Guillermo, Roni Michaely, Gideon Saar and Jiang Wang, 2002, Dynamic Volume-Return Relation of Individual Stocks, *Review of Financial Studies* 15, 1005-1047.

Michaely, Roni and Kent L. Womack, 1999, Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, *Review of Financial Studies* 12, 653-686.

NASD, 2002, Rule 2711 "Research Analysts and Research Reports," <http://www.nasdr.com/rules.asp>.

\_\_\_\_\_, 2003, NASD Guide to Understanding Securities Analyst Recommendation, [http://www.nasdr.com/analyst\\_brochure.htm](http://www.nasdr.com/analyst_brochure.htm).

NYSE, 2002, Rule 472 "Communications with the Public," <http://www.nyse.com/regulation.html>.

SEC, 2000, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

\_\_\_\_\_, 2001, Written Testimony Concerning Conflicts of Interest Faced by Brokerage Firms and Their Research Analysts, <http://www.sec.gov/news/testimony/073101tslu.htm>.

- \_\_\_\_\_, 2002, Analyzing Analyst Recommendations, <http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>.
- \_\_\_\_\_, 2003, Regulation Analyst Certification, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>.
- SIA, 2001, The Roles and Responsibilities of Securities Analysts, [http://www.sia.com/reference\\_materials/pdf/RsrchRprtWol2-7.pdf](http://www.sia.com/reference_materials/pdf/RsrchRprtWol2-7.pdf).
- Sullivan, Kelly S., 2001, Serving Two Masters: Securities Analyst Liability and Regulation in the Face of Pervasive Conflicts of Interest, *University of Missouri at Kansas City of Law Review*, 415-434.
- Trautmann, Ted and James Hamilton, 2001, *Informal Corporate Disclosure Under Federal Securities Law*, CCH.
- Twentieth Century Fund Steering Committee on Conflicts of Interest in the Securities Markets, 1980, *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Markets*, Quorum Books, 3-20.
- Vinod, Hrishikesh D., 2002, Divest Investment Banking from Financial Institutions, mimeo, Fordham University.
- 大崎 貞和, 2002, 「エンロン後」の美國資本市場制度改革, 月刊 資本市場, 45-61.
- 証券業報, 2002, 「アナリスト・レポートの取扱い等について」(理事會決議)の制定等について, 33-43.
- \_\_\_\_\_, 2003, 「アナリスト・レポートの取扱い等について」(理事會決議)の一部改正等について, 46-59.

平松 那須加, 2002, 米國における證券アナリストをめぐる規制の見直し,  
*Capital Market Quarterly*, 53-66.

證券 アナリスト ジャーナル, 2002, 證券アナリストの利益相反問題等の  
決着のため包括的和解を目指す米國當局とウォール街の證券會社の  
交渉, 111-115.

<웹사이트>

Bernstein, <http://www.bernstein.com/>

Lexis, <http://www.lexis.com/>

Merrill Lynch, [http://www.ml.com/about/press\\_release/06062002-1\\_  
stock\\_ratings\\_pr.htm](http://www.ml.com/about/press_release/06062002-1_stock_ratings_pr.htm)(Press Release, 7 June, 2002).

SEC, <http://www.sec.gov/news/press/2003-54.htm>  
(Joint Press Release, 28 April, 2003).

Wall Street Journal, [http://online.wsj.com/page/0,,2\\_0807,00.html](http://online.wsj.com/page/0,,2_0807,00.html)  
("Analyzing the Analysts").