

증권산업에서의  
이해상충에 관한 연구 Ⅱ :  
주식발행업무

2003. 11

정윤모 조성훈 한상범  
박현수 이종은 강대일

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

한국에서도 기업의 자금 조달에 있어서 증권의 발행에 의한 직접금융의 비중이 지속적으로 증가하고 있고, 이에 따라 국민경제에서 자본시장이 차지하는 중요성 역시 커지고 있다. 특히 위험을 감수할 수 있는 장기적 성격의 자금의 조달이 요구되는 장치산업 및 IT 산업의 비중이 높은 한국 경제의 구조적 특성을 고려할 때, 주식발행시장의 활성화는 매우 중요한 의미를 가진다고 하겠다.

주식발행시장에 참여하는 발행회사, 투자자, 그리고 증권회사는 각자 자신의 목표와 이익을 추구하는 과정에서 각각의 이해관계가 상충되는 경우가 발생하게 된다. 이러한 이해상충의 존재 및 발행회사와 투자자 사이의 정보 비대칭이 크다는 주식발행시장의 특성은 시장의 활성화를 위해서는 이해상충의 효과적인 통제가 필수적인 요건임을 시사해주고 있다. 특히 발행회사와 투자자를 연결해주는 역할을 수행하는 증권회사의 주식발행업무가 공정하고 효율적으로 수행되도록 하는 것은 주식발행시장의 양적·질적 성장 뿐 아니라 증권산업 전체의 신뢰성 제고를 통한 장기적 성장 기반의 마련을 위하여 매우 중요하다.

본 보고서는 한국 증권산업의 신뢰성 제고를 위해서는 증권산업에서의 다양한 이해상충의 효과적인 통제가 필수적 과제라는 인식에 입각하여 본 연구원이 수행중인 광범위한 연구의 두 번째 단계로서 수행된 증권회사 주식발행업무에서의 이해상충 문제를 다루고 있다. 특히 본 보고서는 주식발행업무에서의 이해상충 통제를 증권회사의 주식발행업무, 즉 대표주관업무 수행에 대한 시장 메카니즘에 의한 규율이라는 관점에서 접근하고 있다. 증권회사의 행위를 규율하는 가장 강력한 시장 메카니즘은 시장에서의 경쟁이며, 주식발행업무의 경쟁력을 결정하는 가장 중요

한 요소는 업무 수행에 대하여 시장에서 형성된 평판이다. 따라서 본 보고서에서는 시장 참여자들이 증권회사들의 주식발행업무 수행 실적 및 역량을 정확하게 평가하고, 올바른 평판을 형성하는 것을 용이하게 하기 위한 평가 도구를 제시하고 있다. 아무쪼록 본 보고서의 내용이 한국 증권회사의 주식발행업무의 신뢰성을 제고하고 역량을 강화하여 경쟁력을 확보하고 장기적인 성장을 이룩하는 데 도움이 될 수 있기를 기대한다.

본 보고서는 본 연구원의 정윤모, 조성훈, 한상범 연구위원 및 박현수, 이종은, 강대일 연구원에 의하여 작성되었다. 이들의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 한국의 주식발행시장 및 증권회사 주식발행업무의 현황 및 발전 방향에 관하여 귀중한 도움과 조언을 아끼지 않으신 금융감독원과 증권업협회의 관계자, 주요 증권회사의 관계 임직원 여러분, 그리고 연구의 수행에 필요한 방대한 자료를 제공해 주신 (주)S-IPO와 코스닥증권시장의 관계자 여러분께도 깊은 감사의 뜻을 표한다. 본 보고서의 전체적 내용에 관한 조언을 통하여 보고서의 개선에 큰 도움을 준 본 연구원의 정재만 박사와 원고 정리와 편집을 담당한 김선옥 연구조원에게도 고마움을 전하고 싶다.

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

2003년 11월  
한국증권연구원  
원장 박 상 용

# 목 차

---

---

I. 서론 .....	3
1. 연구의 의의 .....	3
2. 연구의 목적 .....	7
3. 연구의 범위 및 보고서의 구성 .....	8
II. 주식발행업무 개관 및 참여자 .....	11
1. 주식발행 절차 .....	11
2. 주식발행업무 참여자(players) .....	15
III. 대표주관계약 및 발행공시 관련 이해상충 .....	21
1. 이해상충의 본질 및 현상 .....	21
2. 한국의 주식발행업무 시장 현황 .....	28
3. 이해상충 사례 .....	35
4. 관련 규제 제도 현황 .....	41
5. 개선 방향 .....	63
IV. 공모가격 결정 관련 이해상충 .....	67
1. 이해상충의 본질 및 현상: 저가발행(underpricing) .....	67
2. 한국의 저가발행 현상 .....	69

3. 관련 규제 제도 현황 .....	73
4. 개선 방향 .....	82
<b>V. 물량배정(allocation) 관련 이해상충 .....</b>	<b>85</b>
1. 대표주관회사의 물량배정 재량권과 관련 이해상충 .....	85
2. 이해상충 사례: 미국의 CSFB 사건 .....	87
3. 관련 규제 제도 현황 .....	95
<b>VI. 증권회사 주식발행업무 평가지표 개발 .....</b>	<b>111</b>
1. 평가 항목 및 평가지수 산출 방법 .....	111
2. 평가 항목의 계산 .....	116
<b>VII. 맺음말 .....</b>	<b>141</b>
<b>참고 문헌 .....</b>	<b>149</b>

## 표 목 차

<표 III-1> 증권회사 그룹 분류 .....	29
<표 III-2> 증권회사별 상장/등록 대표주관회사 실적 건수 .....	31
<표 III-3> 대표주관회사 규모별 IPO 평균 규모 (2002. 1 ~ 2003. 8) .....	33
<표 III-4> 대표주관회사 규모별 IPO 평균 수수료율 (2002. 1 ~ 2003. 8) .....	34
<표 IV-1> 대표주관회사 규모별 IPO 최초거래일 수익률 (2002. 1 ~ 2003. 8) .....	70
<표 IV-2> 주요국의 IPO 최초거래일 수익률 .....	71
<표 IV-3> 전체 발행주식 수 대비 IPO 공모주식 수 비율 (2002. 1 ~ 2003. 8) .....	73
<표 V-1> 공모주식 배정비율의 변천 추이 .....	98
<표 VI-1> 증권회사 그룹별 평균 보유기간수익률 .....	117
<표 VI-2> 증권회사 그룹별 표준화 평균 보유기간수익률 .....	118
<표 VI-3> 증권회사별 장기주가성과 .....	119
<표 VI-4> 증권회사 규모별 IPO 성공률 .....	120
<표 VI-5> 증권회사별 IPO 성공률 .....	121
<표 VI-6> 증권회사 규모별 등록취소 기업 수 .....	123
<표 VI-7> 증권회사 규모별 투자유의종목 지정 건수 .....	124
<표 VI-8> 증권회사별 등록기업 조기시장퇴출 .....	125
<표 VI-9> 증권회사별 등록기업 투자유의종목 지정 .....	126
<표 VI-10> 증권회사별 인수규모에 따른 성과 구분 .....	128
<표 VI-11> 연도별 유상증자 건수 .....	130

<표 VI-12> 증권회사 규모별 유상증자 주관 실적 .....	130
<표 VI-13> 증권회사 규모별 유상증자 주관업무 유지율 .....	132
<표 VI-14> 증권회사별 유상증자 주관업무 유지율 .....	132
<표 VI-15> 증권회사별 <i>URI</i> 지표 .....	134
<표 VI-16> 증권회사 그룹별 <i>URI</i> 지표 평균값과 각 항목별 평균값 .....	135
<표 VI-17> $\kappa$ 을 포함하여 계산한 증권회사별 <i>URI</i> 지표 .....	136

## 그림 목 차

---

---

<그림 I-1> 한국기업의 자금조달 추이 .....	5
<그림 II-1> 주식발행 절차 개요 .....	15

## 약 어 표

---

---

IPO	Initial Public Offering
NASD	National Association of Securities Dealers
SEC	Securities and Exchange Commission

## Executive Summary

국민경제에서 주식시장이 차지하는 중요성이 증대되고, 기업의 자금조달에서 주식 발행에 의한 조달(equity financing)의 비중이 증가함에 따라 주식발행시장에서 발행회사와 투자자를 연결해 주는 증권회사의 주식발행업무의 중요성 역시 점차로 커지고 있다. 증권회사의 주식발행업무는 주식을 발행하여 자금을 조달하고자 하는 기업에 대한 가치평가, 주식의 공모가격 결정, 발행 주식의 인수 및 투자자들에게의 매각, 공모 후 서비스, 그리고 유가증권신고서와 같은 등록서류(registration statements)의 작성 및 감독기관에의 등록과 같은 주식 발행과 관련된 법규상의 요구사항에 대한 서비스 등이 포함된다.

주식발행시장에 참여하는 발행회사, 투자자, 그리고 증권회사는 각자 추구하는 목표와 이해관계가 있으며, 이들이 서로 상이한 이익을 추구하는 과정에서 이해상충이 발생하게 된다. 주식의 발행을 통하여 기업활동에 필요한 자금을 조달하려는 발행회사는 가능한 한 높은 가격에 주식을 발행하여 적은 수의 주식발행으로 많은 자금을 조달하는 것이 1차적 목표이며, 기존 주주의 초기 투자의 회수 혹은 소유구조의 변경을 통한 기업지배권에의 변화 추구도 주식 발행의 동기가 될 수 있다. 이와는 반대로 투자자는 발행되는 주식에의 투자를 통하여 자신의 부를 극대화하는 것이 중요하며, 따라서 저가발행(underpricing)을 선호할 유인이 있다. 한편 증권회사는 수수료를 통한 수익을 얻기 위하여 주식발행업무를 수행

하며, 주식발행업무에서의 경쟁력을 강화하기 위하여 우수한 평판을 확립하고, 발행회사 및 투자자들과의 장기적 사업관계를 구축하려 노력한다. 또한 발행의 실패에 따른 잔여물량 인수의 위험을 최소화하는 것도 중요시한다.

주식발행시장, 특히 최초공모(IPO) 시장은 발행회사의 진정한 가치에 관하여 발행회사와 투자자간의 정보 비대칭이 심각한 전형적인 “레몬시장(market for lemon)”의 특징을 가지며, 따라서 발행회사의 가치에 관한 정확하고 충분한 정보가 투자자들에게 제공되는 것이 주식발행시장의 양적·질적 성장을 위하여 필수적이다. 이와 같은 주식발행시장의 특성과, 시장 참여자가 각자 자신의 이익을 추구하는 과정에서 이해상충이 발생할 수 있다는 점을 고려할 때 특히 증권회사는 발행회사와 투자자 사이에서 공정하고도 효율적으로 주식발행업무를 수행하는 것이 중요하다.

그러나 대표주관회사를 맡은 증권회사는 투자자의 이익보다는 자신에게 수수료를 지불하는 발행회사의 이익을 더 중시하며 주식발행업무를 수행할 유인을 가질 수 있다. 증권회사의 이러한 유인은 대표주관업무 수입을 둘러싼 증권회사간의 경쟁이 치열하고, 증권회사의 행위에 대한 시장 및 투자자들로부터의 감시와 규율이 취약할 때 더 커질 것이다. 특히 증권회사의 주식발행업무 수행 실적이나 역량에 관한 정확하고 충분한 정보가 부족하여 정확한 평판이 형성되지 않을 때, 증권회사들은 주식발행업무의 공정성과 효율성에 기초한 장기적 경쟁력 배양보다는 발행회사의 요구에 순응하여 단기적 이익을 추구하는 행동을 할 가능성이 높아진다.

대표주관회사가 발행회사의 이익에 입각하여 주식발행업무를 수행함으로써 인하여 나타나는 가장 중요한 문제점은 due diligence

가 부실해지고, 이에 따라 투자자들에게 제공되는 발행회사에 관한 정보가 부정확, 불충분해진다는 것이다. 이에 따라 투자자들이 피해를 입게 되고, 장기적으로는 주식발행시장의 위축이 초래된다.

주식발행에서 발생하는 또 하나의 중요한 이해상충 현상은 공모가격의 결정과 관련된 것으로서 저가발행 현상이다. IPO 공모주식의 저가발행은 전 세계적으로 보편적인 현상으로서 그 원인에 대해서 많은 연구들을 통하여 다양한 가설들이 제시되어 왔다. 발행되는 주식의 공모가격이 발행회사의 진정한 가치에 비하여 낮은 수준에서 결정된다는 것은 발행회사의 기존 주주로부터 공모주식을 배정받는 투자자에게로 부가 이전됨을 의미한다. 미국을 비롯한 주요국에 비하여 한국에서의 저가발행은 그 정도가 더욱 심하며, 이러한 현상의 원인으로 생각될 수 있는 제도적 요인으로는 대표주관회사가 부담하는 시장조성의무, 그리고 고수익증권투자신탁에의 배정 등 물량배정 기준의 설정에 따른 수요예측에서의 과점 현상으로 인한 소수 기관투자자의 공모가격 결정에의 영향력 과다를 들 수 있다.

주식발행업무를 둘러싼 또 다른 중요한 이해상충 현상은 물량배정과 관련된 것이다. 대부분의 국가에서 많이 사용되고 있는 “bookbuilding”은 대표주관회사가 공모주식의 배정에 있어서 전적인 재량권을 가진다는 특징이 있다. 저가발행이 보편적인 IPO에 있어서 투자자들은 가능한 한 많은 물량을 배정받기 위하여 경쟁하게 되며, 대표주관회사를 맡은 증권회사는 자신의 재량권과 투자자들간의 경쟁을 자신의 사적 이익을 위하여 이용할 수 있다. 미국에서는 2002년에 IPO 물량배정 문제가 큰 이슈로 대두된 바 있으며, CSFB를 비롯한 주요 투자은행들이 SEC, NASD 및 검찰

로부터 조사를 받았다. 구체적으로 나타난 행위로는 기관투자자로부터의 kickback을 통한 profit-sharing, spinning 등이 있다. 미국과는 달리 물량배정에 있어서 대표주관회사의 재량권이 상당히 제한되어 있는 한국에서는 아직까지 이와 관련된 이해상충 혹은 불공정행위가 문제가 되고 있지는 않다.

증권회사의 주식발행업무와 관련된 이와 같은 이해상충과 관련하여 한국 주식발행시장의 현황을 평가하면 현재까지는 큰 문제가 제기되지는 않았으나 개선의 여지가 많은 일종의 열등한 균형(inferior equilibrium) 상태인 것으로 생각된다. Due diligence 및 발행공시의 충실성 확보를 위하여 대표주관회사에게 시장조성의무를 부과하였으나, 이는 발행시장에 참여하는 투자자들에게 손실을 볼 가능성을 완전히 제거해줌으로써 오히려 충실한 발행공시를 요구할 유인을 감소시키는 결과를 초래하였다. 동시에 증권회사의 주식발행업무 실적 및 역량에 대한 정확하고 충분한 정보가 제공되지 않고, 투자자도 그러한 정보를 요구하지 않음에 따라 정확한 평판이 형성되지 않았고, 따라서 증권회사는 주식발행업무를 공정하고 효율적으로 수행하기보다는 발행회사의 이익에 입각하여 수행함으로써 단기적 이익을 추구할 유인을 가질 수 있었다. 즉 부실한 발행공시를 시장조성의무 및 저가발행으로 보완해 온 셈이다. 따라서 투자은행으로의 발전에 있어서 필수적 요소인 주식발행업무의 역량이 축적되고 제고되는 것을 기대하기가 매우 곤란하였다.

본 보고서는 주식발행과 관련된 이해상충의 요인 및 그로 인하여 나타날 수 있는 현상들을 증권회사의 주식발행업무 수행과의 관련에서 살펴보았다. 주식발행시장이 양적·질적으로 성장하기 위해서는 이러한 이해상충을 효과적으로 통제하는 것이 필수적이며,

본 보고서에서는 이해상충의 통제를 증권회사가 증권발행업무를 공정하고 충실하게 수행하도록 규율하는 관점에서 파악하였다. 그리고 그렇게 하기 위해서는 주식발행업무 수행에 있어서 증권회사의 자율성과 재량권은 최대한 부여하되, 공정성과 신뢰성은 투자자 및 발행회사와 같은 시장참여자에게 의한 감시 및 규율에 의하여 확보되도록 발전시켜 나가는 것이 바람직하다는 관점에서 개선 방향을 모색하였다. 한국의 주식발행업무에 관련된 제도는 이미 이러한 방향으로 많은 개선이 이루어지고 있고, 따라서 본 보고서에서 추가적으로 제안할 수 있는 제도 개선 사항은 많지 않다. 특히 시장조성의 범위가 대폭 축소됨으로써 투자자들의 유인과 행동에 변화가 나타날 것으로 예상된다. 다만 물량배정에 있어서의 대표주관회사에게 보다 많은 재량권이 부여될 필요가 있고, 특히 고수익증권투자신탁에의 배정은 보다 신속하게 폐지되는 것이 바람직하다.

주식발행업무에 있어서 증권회사의 행위를 규율하는 가장 강력한 힘은 주식발행업무 시장에서의 증권회사간 경쟁이며, 경쟁력을 결정하는 가장 중요한 요소는 시장참여자들 사이에서 형성된 주식발행업무 역량에 대한 평판이다. 따라서 시장 메카니즘에 의한 규율이 효과적으로 이루어지도록 하기 위해서는 증권회사에 대한 정확한 평판이 형성되도록 해야 하고, 그러기 위해서는 증권회사별 주식발행업무 실적에 대한 정확하고 충분한 정보가 시장에 공급되어야 한다. 아울러 시장참여자들이 이러한 정보를 기반으로 증권회사별 비교 평가를 쉽게 할 수 있도록 하는 것이 필요하다.

본 보고서에서는 이러한 인식에 따라 증권회사들의 주식인수업무 평판을 형성하는 데 중요하다고 생각되는 요소들을 파악하고,

이들을 종합하여 하나의 숫자로 평판을 나타낼 수 있는 지수를 개발·소개하였다. 여기에 포함되는 항목으로는 발행회사의 상장(등록) 후 1년간의 주가 성과, 상장(등록)심사 통과율, 상장(등록) 후 조기 퇴출 혹은 투자유의종목 지정 건수, 공모 규모, 감독당국의 징계 여부 등이 포함된다. 물론 이 지수는 하나의 시안(試案)이며, 지속적인 수정·보완이 필요한 것이지만, 적어도 증권회사의 평판을 계량화하는 최초의 시도라는 점에서 그 의미를 찾을 수 있을 것이다.

## I. 서론

---

1. 연구의 의의
2. 연구의 목적
3. 연구의 범위 및 보고서의 구성



# I. 서론

## 1. 연구의 의의

### 가. 주식발행업무의 의의

증권발행(issue of securities)업무는 증권회사가 담당하는 핵심적 기능의 하나로서, 유가증권의 발행을 통한 기업 또는 정부 등의 자금 조달, 즉 직접금융 관련 업무를 지칭하는 것으로 이해할 수 있다. 그 중에서 주식을 대상으로 하는 증권발행업무를 주식발행업무로 볼 수 있다.

주식발행업무에는 주식을 발행하여 자금을 조달하고자 하는 기업(즉 발행회사)에 대한 가치평가(valuation), 주식의 공모가격(offer price) 결정, 발행 주식의 인수(underwriting) 및 투자자들에게의 매각, 공모 후 서비스(aftermarket service), 그리고 유가증권신고서와 같은 등록서류(registration statements)의 작성 및 감독기관에의 등록과 같은 주식 발행과 관련된 법규상의 요구사항에 대한 서비스 등이 포함된다. 실무계에서는 “인수업무”라는 용어가 보다 일반적으로 사용되고 있다. 그러나 증권거래법 제2조 제6항의 규정<sup>1)</sup>에 의하면, “인수”는 주식발행업무의 한 부분이며, 증권회사가 수행하는 증권발행업무의 범위는 훨씬 넓다. 따라서 본 보고서에서는 “주식발행업무”라는 표현을 사용하기로 한다.

1) 본 조항은 “인수”를 다음 중의 하나로 규정하고 있다.

- ① 유가증권을 발행함에 있어서 이를 매출할 목적으로 그 유가증권의 발행인으로부터 그 전부 또는 일부를 취득하는 것
- ② 유가증권을 발행함에 있어서 이를 취득하는 자가 없는 때에 그 잔여분을 취득하는 계약을 하는 것
- ③ 수수료를 받고 발행인을 위하여 당해 유가증권의 모집 또는 매출을 주선하거나 기타 직접 또는 간접으로 유가증권의 모집 또는 매출을 분담하는 것

## 나. 주식발행시장 및 업무의 중요성

기업의 입장에서 주식의 발행시장은 기업의 활동에 필요한 자금을 조달하는 원천으로서의 직접금융의 수행을 위한 중요한 기반을 제공한다. 전 세계적으로 금융의 증권화가 빠른 속도로 진행되고 있으며, 주요 증권회사들은 증권의 합성을 통하여 새롭고 혁신적인 금융상품을 개발하여 이러한 추세를 더욱 가속화하고 있다. 이에 따라 기업의 자금 조달 (corporate financing) 역시 전 세계적으로 은행을 통한 간접금융에서 증권을 발행하여 투자자들로부터 직접 자금을 조달하는 직접금융으로 전환되고 있으며, <그림 I-1>에서 볼 수 있듯이 한국도 예외가 아니다. 동시에 직접금융 중에서도 주식에 의한 자금 조달(equity financing)은 기업의 장기 투자자금의 기본적 조달원으로서 그 중요성이 커지고 있다. 이러한 환경에서 기업의 자금 조달을 원활하게 하여 사업활동을 왕성하게 하고, 기업이 계속 성장·발전해 나가도록 하기 위해서는 주식발행시장이 효율적이고 원활하게 작동하는 것이 매우 중요하다.

또한 최초공모(initial public offering, 이하 IPO라 함)를 중심으로 한 주식발행시장의 활성화는 벤처캐피탈리스트(venture capitalist)와 같이 기업의 초기 단계에 참여한 투자자들에게 효과적으로 자신의 자본을 회수할 수 있는 출구(exit) 경로를 제공함으로써 벤처캐피탈의 활성화를 위한 중요한 역할을 수행한다.<sup>2)</sup>

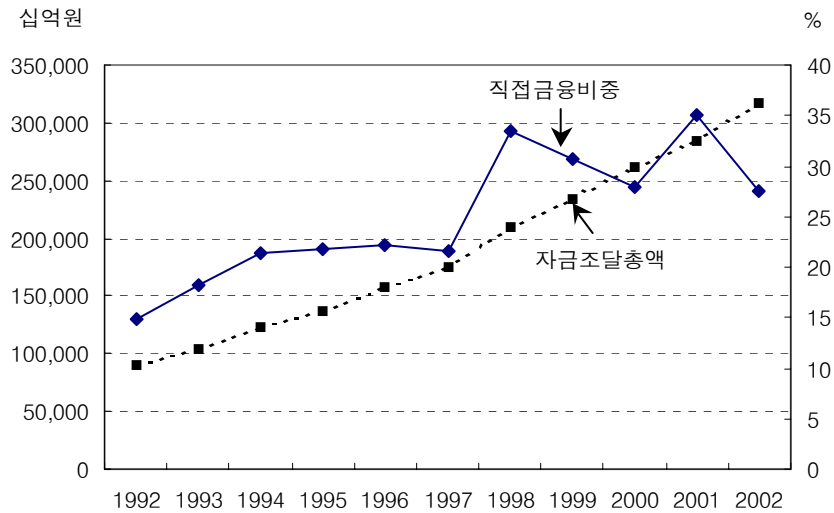
주식발행시장, 특히 IPO 시장은 주식을 발행하는 발행회사와 그 주식에의 투자를 고려하고 있는 투자자 사이의 정보 비대칭(information asymmetry)이 크다는 특성을 가지고 있다. 즉 일반적으로 투자자들은 발행되는 주식의 가치를 평가하는 데 필요한 정보를 발행회사보다 훨씬 적게 가지게 된다. 그리고 이러한 정보 비대칭이 해소되지 않으면, 투자

---

2) Black and Gilson(1998)

자들은 자신이 처한 역선택(adverse selection) 위험에 대한 보상을 요구하여 높은 가격을 지불하려 하지 않게 된다. 즉 IPO 시장은 전형적인 “레몬시장(market for lemon)”의 특성을 가지며,<sup>3)</sup> 따라서 발행회사의 가치에 관한 정확하고 충분한 정보를 투자자들에게 제공하는 것이 이 시장의 활성화를 위하여 매우 중요하다.

<그림 1-1> 한국기업의 자금조달 추이



주) 직접금융은 상장 및 등록법인의 주식 및 채권발행액, 간접금융은 가계와 정부부문을 제외한 산업대출액을 의미하며, 자금조달총액은 직접금융과 간접금융의 합계임.

자료: 한국은행 경제통계 Database, 금융감독원 증권통계

3) Black(1999)

## 6 증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II : 주식발행업무

증권회사의 주식발행업무는 이와 같은 특성을 가진 주식발행시장에서 발행회사와 투자자 사이에서 이들을 연결시켜 주는 역할을 한다. 발행회사에 대해서는 자금조달을 위한 주식 발행 관련 업무 서비스를 제공하고, 투자자들에게는 새로운 투자 대상 및 기회를 제공한다. 이 과정에서 주식발행업무가 수행하는 가장 중요한 기능은 발행회사의 가치 평가에 필요한 정보를 투자자에게 전달·제공함으로써 발행회사와 투자자 사이의 정보 비대칭을 감소시키는 것이라고 할 수 있다. 증권회사가 발행회사의 수익성과 위험에 관한 충분하고도 정확한 정보를 수집하여 투자자에게 전달하고, 이 정보에 입각한 합당한 가격을 설정함으로써 투자자들은 자신에게 적합한 투자의사결정을 내림에 있어서 그 선택의 폭을 넓힐 수 있게 되며, 발행회사는 자신의 가치에 합당한 가격에 주식을 매각함으로써 기업 활동에 필요한 자금을 조달할 수 있다. 또한 발행되는 주식의 매입을 원하는 투자자들에게 공정하고도 효율적인 방법과 절차를 통하여 배정하는 것 역시 주식발행에 있어서 증권회사가 담당하는 중요한 역할이다. 정확한 발행가격 산정과 발행 절차의 투명성 확보는 주식발행시장, 넓게는 자본시장에 대한 투자자의 신뢰를 제고하여 자본시장의 양적·질적 성장의 토대를 마련하게 하며, 이는 국민경제 전체 차원에서도 매우 중요하다.

또한 주식을 포함한 증권의 발행업무는 위탁매매업무(brokerage), 자기매매업무(proprietary trading) 등과 더불어 증권회사가 수행하는 주요 업무의 하나로서 중요한 수익의 원천이 된다. 특히 증권발행업무는 가장 핵심적이고 기초적인 투자은행업무(investment banking)로서, 투자은행을 지향하는 증권회사는 반드시 갖추어야 할 핵심 역량이라는 점에서 중요성을 갖는다.

## 2. 연구의 목적

주식발행시장의 주요 참여자, 즉 발행회사와 투자자, 그리고 이들을 연결해 주는 증권회사의 3자는 각자가 추구하는 목표와 이해관계가 있다. 그리고 이 이해관계들이 항상 동일한 방향으로 일치하지는 않으며, 서로 상충되는 경우가 많다. 시장 참여자들 사이의 이해 상충(conflict of interests)의 존재는 주식발행시장의 효율적이고 원활한 작동을 저해한다. 특히 발행회사와 투자자 간의 이해상충은 이들 사이의 정보 비대칭을 심화시킬 수 있으며, 이는 주식발행시장의 위축으로 연결된다. 따라서 주식발행업무를 수행하는 증권회사의 역할이 중요하다. 증권회사가 발행회사의 이해와 투자자의 이해 사이에서 불공정하게 어느 한쪽으로 편향되거나, 자신의 이해에 입각하여 주식발행업무를 불공정하게 수행하는 경우, 이는 자본시장 및 증권산업에 대한 신뢰를 떨어뜨리고, 장기적 성장의 저해 요소로 작용하게 된다.

본 연구는 이러한 배경 및 문제의식 하에서 신뢰성 제고를 통한 주식발행시장 및 주식발행업무를 활성화 및 장기적 성장 토대의 마련을 위한 효과적인 이해상충 통제 방안의 모색을 그 목표로 하고 있다. 우선 주식발행시장 및 주식발행업무와 관련된 참여자들의 다양한 이해관계 속에서 나타나는 이해상충 현상을 파악하고, 그 현상을 야기하는 요인이 무엇인지 규명한다. 그리고 이러한 이해상충 요인을 효과적으로 통제하기 위해서 취할 수 있는 방안으로서 제도적인 측면에서 개선할 점은 무엇인지를 모색하고, 시장 및 투자자로부터의 규율의 효과성을 제고하기 위한 도구로서 증권회사의 주식발행업무에 대한 평가 지표를 개발, 제시한다.

### 3. 연구의 범위 및 보고서의 구성

기업이 직접금융을 통해 자금을 조달하기 위하여 발행할 수 있는 유가증권에는 주식 뿐 아니라 회사채, 자산유동화증권(ABS) 등 다양한 선택이 존재하며, 이러한 유가증권들은 모두 증권회사의 증권발행업무(혹은 광의의 인수업무)의 대상이 된다. 본 연구에서는 이 중에서 주식의 발행에 관련된 사항만을 다룬다. 따라서 IPO 및 유상증자에 따른 발행업무가 본 보고서의 분석 대상이다. 일반적으로 유상증자보다는 IPO의 업무 범위가 넓고 관련 이슈도 다양하기 때문에 본 보고서에서는 IPO를 중심으로 주식발행업무에 관한 논의를 전개하고 있으며, 유상증자 관련 이슈의 대부분이 IPO에 관한 논의에 포함되어 다루어질 수 있다. 증자 방식 및 관련 제도와 같은 유상증자 고유의 이슈는 물론 별도로 다루었다.

또한 본 연구는 기업의 주식발행 중에서도 발행회사와 불특정 다수의 투자자가 개입되는 공모(public offering) 만을 분석의 대상으로 하며, 공모의 실시 여부에 있어서 증권회사의 주식발행업무 수행과 관련되는 문제만을 다룬다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. 제II장에서는 주식발행업무가 수행되는 개략적인 절차 및 참여자에 관하여 서술한다. 제III장에서 제V장까지의 3개 장에서는 주식발행업무상의 주요 단계에서 발생할 수 있는 이해상충의 본질 및 현상, 한국의 현실, 관련 제도 등을 살펴보고, 이러한 이해상충의 효과적 통제를 위한 발전 방향을 모색한다. 제III장에서는 대표주관계약과 발행공시, 제IV장에서는 공모가격의 결정, 제V장에서는 물량배정을 다룬다. 제VI장에서는 한국 증권회사의 주식발행업무 실적을 분석하고, 이를 토대로 주식발행업무 역량을 평가할 수 있는 지표를 개발, 제시하고, 마지막으로 제VII장에서 이해상충의 효과적 통제를 위한 전체적 방향에 대한 서술로 보고서를 맺는다.

## II. 주식발행업무 개관 및 참여자

---

1. 주식발행 절차
2. 주식발행업무 참여자(players)



## II. 주식발행업무 개관 및 참여자

### 1. 주식발행 절차<sup>4)</sup>

증권회사의 주식발행업무 수행과 관련된 이해상충 현상 및 요인을 파악하기 위해서는 주식발행업무가 어떠한 절차에 의하여 이루어지는지에 대한 이해가 선행되어야 한다. 본절에서는 IPO를 중심으로 하여 주식의 발행 및 공모 절차를 간략하게 소개한다. 본절에서 소개하는 주식발행 절차는 미국, 영국 등 선진국에서 일반적으로 이루어지고 있는 절차로서, 한국에서도 일부 세부적 사항 및 시간 일정을 제외한 전체적인 업무의 흐름은 큰 차이가 없다.

#### 가. 회사의 주식발행 의사결정 및 주식발행업무 담당 팀의 구성

기업이 IPO 혹은 유상증자를 통하여 주식을 투자자들에게 매각함으로써 자금을 조달하기로 결정하게 되면, 이에 따른 주식발행업무 서비스를 담당할 팀을 구성하게 된다. 이 팀에는 대표주관회사<sup>5)</sup>를 비롯한 인수회사, 법률고문(법무법인), 회계법인 등이 포함된다.

이 중에서 가장 핵심적인 역할을 담당하는 것은 대표주관회사(lead manager 혹은 lead underwriter)를 담당하는 증권회사 혹은 투자은행

4) Credit Suisse First Boston(2001), Goldman Sachs(2001), KPMG(1995), Lehman Brothers(2001), Geddes(2003) 등을 종합하여 정리하였다.

5) 금융용어 개정작업의 결과로 과거 “주관회사”는 “대표주관회사”로, “주관사계약”은 “대표주관계약”으로 변경되었다. 본 보고서에서도 이를 따르기로 한다.

(investment bank)이다. 인수회사(underwriter)는 주식공모를 하고자 하는 기업의 주식을 투자자에게 매각하는 경로의 역할을 담당하며, 공모 규모가 커서 복수의 인수회사들이 참여하는 경우에는 이들 인수회사들로 인수단(syndicate)을 구성하게 된다. 대표주관회사는 인수단의 조직을 주도하고, 주식의 최종적 공모가격(offer price) 결정의 책임을 지며, 매각 주식을 인수단 구성회사들에게 배정하는 역할을 담당한다. 또한 대표주관회사는 시장 상황에 대한 정확하고 풍부한 지식을 바탕으로 공모 주식의 가격을 정확하게 결정하고, 원활한 매각을 위한 주식의 유통 채널을 확보하며, 지속적인 공모 후 서비스(aftermarket service)를 제공한다. 따라서 주식을 발행하고자 하는 기업이 가장 먼저 해야 할 일은 자신의 주식발행이 가장 효율적으로 원활하게 이루어질 수 있도록 주식발행업무 서비스를 제공할 수 있는 유능한 증권회사를 찾아 대표주관계약을 체결하는 것이다.

#### 나. 등록서류 작성과 due diligence

주식의 발행을 통하여 투자자들로부터 자금을 조달하려는 기업 및 그 주식발행업무의 대표주관회사를 맡은 증권회사는 발행회사의 가치와 관련된 정확하고도 충분한 정보를 투자자에게 제공하여야 하며, 이러한 발행공시와 관련하여 각국은 주식발행과 관련된 모든 사항을 담은 사업설명서(prospectus), 유가증권신고서 등의 등록서류(registration statements)를 규제당국에 등록(file)해야 한다. 그리고 규제당국은 등록된 서류가 필요한 요건을 충족하고 있는지를 심사하여 승인을 하게 되고, 이에 따라 등록서류의 효력이 발생한다. 등록서류의 효력이 발생된 후에야 발행주식의 매매 또는 인도가 가능해진다. 등록서류의 등록일(filing date)로부터 효력 발생일(effective date)까지의 기간을 대기기간(waiting period)이라 한다.

사업설명서를 비롯한 등록서류는 발행회사에 관한 모든 중요한 정보를 정확하고 빠짐없이 수록하고 있어야 하며, 부실하게 작성된 등록서류에 대하여 발행회사 및 대표주관회사는 법적인 책임을 져야 한다. 명시적인 법적 규정이 존재하지 않는 경우에도 투자자들로부터의 소송 가능성, 평판 및 신뢰의 하락에 따른 불이익을 감수하여야 한다. 이러한 등록서류의 작성과 관련하여 발행회사, 대표주관회사, 법률고문, 회계법인 등이 모여 주식발행의 타당성을 포함하여 발행회사가 제시하는 각종 정보의 내용의 진위를 확인하는 조사, 회의 등의 일련의 절차를 due diligence라 한다.

#### 다. 마케팅 활동

등록서류를 등록하고 규제당국의 승인이 이루어지기까지의 대기기간 중 발행회사와 대표주관회사는 주식 발행을 “hot issue”로 만들어 발행되는 주식을 높은 가격에 원활하게 매각하기 위하여 투자자들을 대상으로 마케팅 활동을 전개하게 된다. 이 마케팅 활동은 보통 투자설명회(roadshow)의 형태로 이루어진다.

대기기간을 포함하여 주식발행이 진행되고 있는 일정 기간 중에는 사업설명서에 포함된 정보 이외의 발행회사에 관한 정보를 투자자에게 제공하는 것이 금지되어 있으며 이 기간을 발간금지기간(quiet period)이라고 한다. 따라서 투자설명회를 비롯한 마케팅 활동은 주로 예비사업설명서(preliminary prospectus)를 이용하여 이루어지게 된다.

## 라. 공모가격의 결정 및 물량배정

등록서류의 효력이 발생하여 주식의 발행이 최종적으로 확정되면 발행회사와 대표주관회사는 공모가격(offer price)을 결정하게 된다. 공모가격을 결정하는 방법에는 고정가격 공모(fixed-price offering), bookbuilding, 경매(auction) 등의 방법이 있으며, 이 중에서 bookbuilding이 가장 널리 사용되고 있다. 이는 공모에 참여하고자 하는 기관투자자들로부터 매입하기를 희망하는 수량과 가격을 받아 발행주식에 대한 수요 현황을 파악하고, 이를 바탕으로 발행회사와 대표주관회사가 협의하여 공모가격을 결정하는 방법이다.

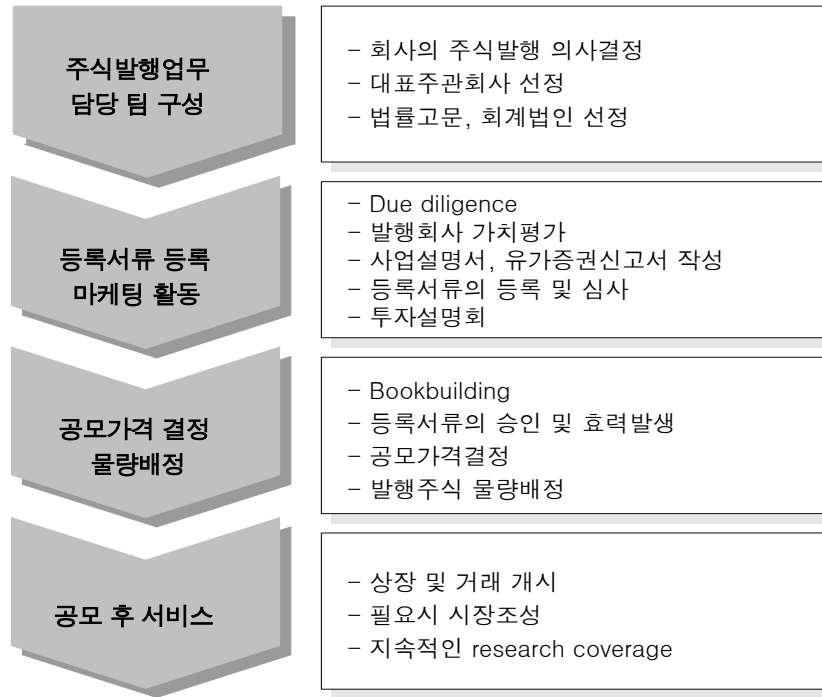
공모가격이 결정되면 대표주관회사는 bookbuilding 참여시 제출한 가격 및 수량, 기타 자신이 설정한 기준에 의하여 투자자들에게 공모주식을 배정한다.

## 마. 상장, 거래개시 및 공모 후 서비스

발행된 주식은 거래소(즉 유통시장)에 상장되어 거래가 시작되며, 대표주관회사는 법규, 혹은 발행회사와의 계약에 따라 최초거래일 이후 일정기간 동안 발행주식의 가격 안정과 시장 조성을 위한 여러 가지 공모 후 서비스(aftermarket service)를 제공한다. 또한 발행회사에 대하여 지속적으로 조사분석을 행하여 조사분석보고서를 발간하는 것 역시 중요한 공모 후 서비스의 하나이다.

이상과 같은 주식발행의 일반적인 절차를 그림으로 간단하게 나타내면 <그림 II-1>과 같다.

<그림 II-1> 주식발행 절차 개요



## 2. 주식발행업무 참여자(players)

### 가. 발행회사(issuer)

기업이 주식을 발행하고, 이를 다수의 투자자들에게 매각하는 1차적인 목적은 기업 활동에 필요한 자금을 조달하는 것이다. 따라서 발행회사의 입장에서는 가능한 한 높은 가격에 주식을 발행·매각하여 적은 수의 주식 발행으로 많은 자금을 조달하는 것이 중요하다.

자금 조달 이외에 벤처캐피탈리스트와 같은 기업의 기존 주주가 회사 설립시에 공급한 자신의 초기 투자를 회수하는 것 역시 주식 발행, 특히 IPO를 실시하는 목적이 될 수 있다. 또한 회사의 소유 구조를 변화시키고, 이에 따라 회사의 지배권에 변화를 가져오기 위하여 주식을 발행할 수도 있다. 이와 같은 경우, 주식을 발행하는 회사의 기존 주주(혹은 경영자)는 발행 가격이 높게 설정되는 것을 중요하게 생각하지 않을 수도 있다.

## 나. 투자자

주식발행시장에 참여하는 투자자의 목표는 당연히 발행되는 주식에의 투자를 통하여 자신의 부를 극대화하는 것이다. 따라서 공모가격이 낮게 설정되는 저가발행(underpricing)을 선호할 유인이 있다. 또한 저가발행이 보편적으로 이루어지고 있는 IPO의 경우, 가능한 한 많은 수의 공모 주식을 확보하려고 노력하게 된다.

제 I 장에서 언급한 바와 같이 주식발행시장, 특히 IPO 시장은 발행되는 주식의 진정한 가치에 대하여 발행회사와 투자자 사이의 정보 비대칭이 심각한 시장으로 전형적인 레몬시장의 성격을 가진다. 따라서 투자자들에게 발행회사의 가치 평가에 필요한 정확하고 충분한 정보가 제공되는 것이 매우 중요하며, 이는 주식발행시장의 효율성 제고 및 장기적 성장을 위한 기본 조건이 된다.

## 다. 증권회사(대표주관회사, lead manager)

주식발행업무에 있어서 대표주관회사를 맡은 증권회사는 발행회사와 투자자를 연결하는 역할을 담당한다. 즉 발행회사에게는 원활한 주식 매

각을 위한 주식발행업무 서비스를 제공하고, 투자자에게는 발행회사의 가치에 합당한 가격으로 투자 대상(즉 발행되는 주식)을 공급한다. 이러한 주식발행업무를 통하여 증권회사가 수행하는 경제적 기능은 다음의 세 가지로 요약할 수 있다.<sup>6)</sup> 첫째, 공모가격이 발행회사의 진정한 가치를 정확하게 반영하고 있음을 투자자들에게 인증(certification)하는 기능, 둘째, due diligence를 중심으로 한 주식발행업무의 수행을 통하여 발행회사를 효과적으로 감시(monitoring)하는 기능, 셋째, 발행되는 주식을 자신의 투자자 네트워크를 통하여 원활하게 매각하는 마케팅(marketing) 기능이다.

증권회사는 주식발행시장에서 담당하는 이와 같은 역할 이외에 수익성을 추구하는 기업으로서, 주식발행업무의 수행을 통하여 수수료(fee) 수입을 극대화하는 것이 중요한 목표가 된다. 이를 위해서는 매 주식발행 건(deal)별 수수료 수준을 가능한 한 높이는 것도 중요하지만, 장기적으로는 발행회사 및 투자자들 사이에서 우수한 평판을 확립하고, 이들과의 지속적 사업관계를 통한 미래 사업기회를 유지·확대하는 것 역시 중요하다.

또한 직접적인 수수료 수입 이외에 주식발행업무를 통하여 맺어진 투자자들과의 사업 관계를 위탁매매업무(brokerage) 부문에서의 위탁매매수수료 수입 증대를 위하여 이용하는 것과 같이 회사 내 타 부문의 이해 역시 증권회사의 주식발행업무 수행에 있어서의 고려 사항이다. 그리고 총액 또는 잔액인수의 경우 매각에 실패하여 잔여 물량을 떠안게 되는 위험을 극소화하는 것도 증권회사의 주요 관심사이다.

한국의 경우에는 종합증권회사로서의 위상과 주식발행시장에서의 존재 유지도 증권회사가 주식발행업무를 수행하는 동기의 하나로 꼽을 수 있다.

---

6) Smith(1986), James(1992), Hansen and Torregrosa(1992), Altinkihc and Hansen(2000)



### III. 대표주관계약 및 발행공시 관련 이해상충

---

1. 이해상충의 본질 및 현상
2. 한국의 주식발행업무 시장 현황
3. 이해상충 사례
4. 관련 규제 제도 현황
5. 개선 방향



### III. 대표주관계약 및 발행공시 관련 이해상충

주식발행시장에는 앞에서 살펴본 바와 같이 발행회사, 투자자, 그리고 대표주관회사를 맡은 증권회사의 세 가지 주요 참여자가 있으며, 이들은 각각 자신이 추구하는 이해를 가지고 있다. 그리고 이러한 이해들은 서로 상충되는 경우가 많으며, 이와 같이 상충되는 이해관계들이 적절하게 통제되지 않는 경우, 이는 주식발행시장에서의 여러 가지 불공정행위의 원인을 제공하고, 장기적으로 주식발행시장의 효율성과 신뢰성을 저하시키는 결과를 초래하게 된다. 이하에서는 3개 장에 걸쳐 주식발행업무상의 주요 단계에서 발생할 수 있는 이해상충의 본질 및 현상, 한국의 현실, 관련 제도 등을 살펴보고, 이러한 이해상충의 효과적 통제를 위한 발전 방향을 모색한다. 본장에서는 첫 번째로 발행회사와 대표주관회사를 맡은 증권회사와의 관계에서 발생하는 이해상충 문제를 살펴본다.

#### 1. 이해상충의 본질 및 현상

##### 가. 증권회사가 발행회사의 이익을 우선시하게 만드는 요인

첫 번째로 살펴볼 이해관계는 발행회사와 대표주관회사를 맡은 증권회사간의 관계이다. 앞에서 언급한 바와 같이 대표주관회사는 주식발행시장에서 발행회사와 투자자를 연결해 주는 역할을 담당하며, 이 양자 사이에서 공정한 입장을 유지해야 한다. 그러나 수수료 수입을 대가로 주식발행업무(즉 대표주관업무)를 수행하는 증권회사는 수수료 수입의 원천을 제공하는 발행회사의 이익을 투자자의 이익보다 우선시할 가능성이 있으며, 이는 주식발행 과정에서의 문제점, 특히 부실한 due

diligence 및 이로 인한 부정확하거나 불충분한 발행회사 정보의 제공이라는 문제로 연결된다. 대표주관회사가 투자자의 이익보다 발행회사의 이익에 입각한 증권발행업무를 수행할 유인을 제공할 수 있다고 생각되는 요인들에는 다음과 같은 것들이 있다.

### 1) 주식발행업무 시장에서의 증권회사간 경쟁

첫 번째 요인은 기업들의 주식발행에 있어서 대표주관회사를 맡기 위한 증권회사간의 경쟁이다. 경쟁이 치열할 때 증권회사들은 대표주관회사 업무를 맡기 위하여 발행회사의 요구에 순응적이 될 가능성이 있다. 발행회사는 자신의 주식발행업무를 담당하여 수행할 대표주관회사를 선정함에 있어서 여러 가지 사항을 고려한다. 이들 고려 사항이 주식발행업무 시장에서 증권회사의 경쟁력을 결정하는 요소가 될 것이다. 그 중에서 가장 중요한 경쟁 요소는 각 증권회사의 증권발행업무 역량에 대한 시장의 평판(reputation)이다. 즉 평판은 증권회사 주식발행업무의 경쟁력을 결정하는 핵심 성공 요소(key success factor)인 것이다. 평판을 형성하는 요소로는 과거의 주식발행업무 실적(track record), 주식발행업무 담당 인력의 경험 및 전문적 능력, 증권회사 조사분석(research) 부서의 역량, 발행되는 주식을 원활하게 매각할 수 있는 마케팅 능력, 공모 이후 유통시장에서의 지속적인 서비스(예를 들면 지속적인 조사분석보고서의 발간 등)를 제공할 수 있는 능력 등이 포함된다. 각 증권회사별로 평판 형성 요소에 관한 정확하고 충분한 정보가 시장에 제공되면, 발행회사는 그 정보에 입각하여 증권회사를 평가하게 되고, 그에 따라 자신의 주식발행업무를 가장 잘 처리해 줄 것으로 판단되는 증권회사에게 대표주관업무를 맡기게 될 것이다. 또한 투자자 입장에서도 대표주관회사가 어느 회사인지에 따라 해당 주식발행 건에 대한 평가가 이루어지게 될 것이다. 따라서 이러한 환경에서 증권회사는 효율적이면서도 공정

한 주식발행업무의 수행을 통하여 자신의 평판을 제고하려고 노력할 유인을 가진다.

그러나 증권회사의 주식발행업무를 평가할 수 있는 정보가 불충분하거나 부정확하여 객관적이고 정확한 평판이 형성되지 못하는 경우에 증권회사는 장기적인 관점보다는 단기적인 관점에서 발행회사의 이익에 입각한 증권발행업무를 수행하고, 발행회사로부터 그에 대한 대가를 받음으로써 이익을 추구할 유인을 가질 수 있다.

다음으로 생각할 수 있는 경쟁 요소로는 증권회사가 요구하는 수수료 수준을 들 수 있다. 발행회사의 입장에서는 동일한 수준의 증권발행업무가 제공된다면 낮은 수수료를 제시한 증권회사를 대표주관회사로 선택할 것이다. 또는 반대로 투자자들에게 충분한 매력을 가지지 못하는 발행회사에게 이러한 사실을 감추고 실제보다 과장된 정보를 투자자들에게 제공하면서 주식발행을 성공시켜 주는 대가로 통상적인 수준보다 높은 수수료를 요구하거나, 그러한 발행 건의 대표주관회사를 기꺼이 맡는 경우도 상정해 볼 수 있다.

세 번째 가능한 경쟁 요소는 증권회사가 제시하는 발행가격의 수준이다. 즉 저가발행의 정도를 최소화하여 높은 가격에 발행되는 주식을 매각해 주겠다는 증권회사가 대표주관회사로 선택될 가능성이 높다.

그러나 실제로 수수료 수준이나 발행가격 수준(혹은 저가발행의 정도)은 발행회사의 대표주관회사 선정에서 중요한 요소로 고려되고 있지 않다는 것이 실증적 연구의 결과로 알려지고 있다. 미국의 경우 대부분의 IPO 수수료는 7% 수준에서 결정되고 있으며(Chen and Ritter(2000)), 증권회사들간 수수료 수준의 차별화는 활발하게 이루어지고 있지 않다. Krigman et al.(2001)은 IPO와 그 이후의 유상증자시 대표주관회사를 교체한 회사의 경우 교체의 이유가 수수료 수준이나 저가발행 때문은 아님을 실증분석을 통하여 보였다.

Dunbar(2000)는 발행가격(저가발행 혹은 고가발행), 장기성과(1년 초과수익률), 통상적인 수준 이상의 수수료, 애널리스트의 평판, 공모 취소 건수 등이 IPO 시장에서의 증권회사의 주식발행업무 시장점유율에 영향을 미치는 요소임을 보였다. 또한 Beatty et al.(1998)은 SEC의 조사 대상이 된 증권회사의 평판은 하락하며, 이는 그 증권회사의 주식발행업무 시장점유율 하락 및 고객 기업의 주가 하락으로 연결됨을 보였다.

네 번째로 생각할 수 있는 경쟁 요소는 발행회사와 증권회사간의 특수한 관계이다. 예를 들어 IPO시 대표주관회사를 담당했던 증권회사는 그때 축적한 발행회사에 관한 정보 및 지식, 그리고 발행회사와의 사업관계를 기반으로 유상증자시에도 계속하여 대표주관회사를 맡게 될 가능성이 높다. 증권회사의 입장에서 발행회사와의 지속적인 사업관계를 유지하기 위하여 발행회사의 요구에 순응하게 될 유인이 있다. Krigman et al.(2001)은 IPO 이후 3년 이내에 유상증자를 실시한 기업 중에서 30%만이 대표주관회사를 교체하였음을, 즉 70%의 기업이 IPO시 대표주관회사를 유상증자시에도 계속하여 사용하였음을 발견하였다. 한국에서의 특수한 관계의 예로 재벌과 같이 소유·지배로 연결된 관계를 생각할 수 있으나, 이는 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」에 의하여 금지되어 있다.<sup>7)</sup> 이 외에 미래에 주식을 발행할 가능성이 있는 잠재적 고객에게 사전에 대출을 제공하여 사업관계를 형성하는 “tying”(Drucker and Puri(2002)), 잠재적 고객의 경영자에게 타 기업의 공모주식을 배정해 줌으로써 사업관계를 맺는 “spinning” 등의 사례가 있다.<sup>8)</sup>

결국 증권회사 주식발행업무의 경쟁력을 결정하는 가장 중요한 요소는 평판으로서, 이는 정확한 평판 형성에 필요한 충분한 정보가 시장과 투자자들에게 제공되는 것이 증권회사의 행동을 효과적으로 규율하는데 매우 중요함을 시사한다.

#### 7) 제6조

8) Spinning은 2002년에 CSFB의 IPO 물량배정에 대한 조사에서 가장 문제가 되었던 부분의 하나로서, 자세한 내용은 제IV장에 소개되어 있다.

## 2) 증권회사에 대한 시장 및 투자자로부터의 취약한 규율

증권회사가 주식발행업무를 공정하고, 효율적으로 수행하도록 유도하는 가장 중요한 힘의 하나는 시장 및 투자자들로부터의 규율이다. 그리고 이 규율을 작동하게 하는 첫 번째 요소로는 시장에서 형성되는 평판을 들 수 있다. 증권회사의 주식발행업무 실적 및 역량에 대한 충분하고 정확한 정보가 제공되면 시장에서는 그 정보에 입각하여 평판이 형성된다. 발행회사는 앞절에서 논의한 바와 같이 대표주관회사를 선정할 때 이 평판을 중요한 요소로 고려할 것이며, 투자자들은 어느 증권회사가 대표주관회사를 맡고 있는지에 따라서 해당 주식발행 건의 가치 및 신뢰성을 평가하게 될 것이다.

그러나 증권회사의 업무 실적 및 역량에 관한 정보가 정확하지 않거나 충분하게 제공되지 않을 경우, 정확한 평판이 형성될 수 없다. 따라서 발행회사나 투자자들이 주식발행업무를 공정하고 효율적으로 수행하는 증권회사와 그렇지 못한 증권회사를 구별해 내기가 곤란해진다. 이러한 경우 증권회사는 평판을 덜 중요하게 생각하게 되고, 자신이 담당할 주식발행업무를 굳이 공정하게 수행하려고 노력하기보다는 발행회사와의 유착을 통하여 단기적 이익을 추구할 유인을 가지게 된다.

투자자들이 증권회사의 불공정한 주식발행업무로 인하여 피해를 입은 경우 효과적인 구제 수단의 존재 여부도 증권회사의 행동에 영향을 줄 수 있다. 소송을 제기할 수 있는 요건이 지나치게 까다롭게 설정되어 있다든지, 소송의 제기에 소요되는 비용이 매우 높아서 투자자들이 증권회사의 불공정행위로 인한 피해를 구제받을 수 있는 길이 매우 제한적일 때, 증권회사는 발행회사의 요구에 순응하여 단기적 이익을 얻고 그로 인하여 발생하는 비용은 투자자들에게 전가할 가능성이 있다.

투자자들이 증권회사의 주식발행업무를 감시하고 평가할 유인을 갖지 못하게 하는 요인도 있다. 예를 들어 시장조성제도<sup>9)</sup>는 대표주관회사

에게 공모 후 주가를 일정 수준 이상으로 유지할 것을 의무화함으로써 due diligence의 질을 높이고, 공모가격을 합당한 수준으로 설정하며, 공모에 응하는 투자자들을 보호하기 위한 취지로 도입되었다. 이러한 시장 조성제도의 존재는 공모주식을 매입한 투자자들이 손실을 입을 가능성을 없애주는 역할을 한다. 그리고 이는 투자자들로 하여금 투자 의사결정을 내리기 전에 사업설명서 등을 통한 발행회사에 대한 충분한 정보 수집을 할 유인을 크게 감소시키며, 따라서 엄격한 due diligence나 정확한 사업설명서를 요구하지 않게 만드는 등 본래의 도입 취지와는 반대의 효과를 나타내도록 작용했을 수 있다.

#### 나. 발행회사의 이익에 입각한 주식발행업무 수행의 결과로 나타나는 현상

대표주관회사를 맡은 증권회사가 투자자의 이익을 무시하고 발행회사의 이익에 입각하여 주식발행업무를 수행할 때 그 결과로 나타나는 가장 중요한 현상은 due diligence의 부실화 및 그로 인한 사업설명서와 유가증권신고서 등 발행공시 자료의 부실한 작성을 들 수 있다.

앞에서 언급한 바와 같이 주식발행시장은 발행회사와 투자자 사이의 정보 비대칭이 유통시장에 비하여 훨씬 크다는 특징을 가지며, 이러한 정보 비대칭을 줄이는 데 있어서 대표주관회사의 역할이 대단히 중요하다. 그리고 이 역할은 due diligence의 실시 및 투자자들에게 제공·공시되는 사업설명서와 유가증권신고서의 작성을 통하여 수행된다.

9) 시장조성제도는 공모주식이 시장에서 거래되기 시작한 뒤 일정 기간 동안 주가가 정해진 수준(예를 들면 공모가격의 90%)을 하회하는 경우 대표주관회사가 시장에서 이 주식을 매입하여 가격을 유지하도록 한 제도이다. 2003년 9월의 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 개정으로 시장조성제도는 일반청약자에 대한 put-back 옵션 부여로 대체되면서 폐지되었다.

Due diligence란 발행회사의 가치 평가에 필요한 정확하고 충분한 정보를 투자자들에게 전달하기 위하여 발행회사의 비전, 경영전략, 사업영역, 재무적 성과, 소유·지배구조, 시장환경 등 모든 측면들에 대하여 필요한 조사를 행하는 것을 말한다. 이는 대표주관회사가 인증(certification) 및 감시(monitoring) 기능을 제대로 수행하기 위해서 반드시 필요한 핵심적 단계이다. Due diligence를 통하여 주식의 공모에 있어서 필수적으로 작성하여 감독당국에 등록·공시하여야 하는 사업설명서 및 유가증권신고서가 만들어진다. 투자자들은 이들 등록서류들을 통하여 발행회사에 관한 정보를 획득하여 가치를 평가하게 된다. 또한 due diligence는 대표주관회사의 입장에서도 등록서류의 부실기재와 관련하여 투자자로부터의 소송 등 법적 문제가 발생한 경우 항변(affirmative defense)의 근거를 제공하기 때문에 매우 중요하다. 그러나 주식발행업무 수행에 있어서 평판이 정확하게 형성되지 않고, 따라서 중요시되지 않으며, 투자자로부터의 소송의 가능성이 매우 낮은 환경에서는 증권회사가 due diligence를 충실하게 수행할 필요가 없다는 인식을 가지게 될 가능성이 있다.

이는 결국 투자자들에게 발행회사에 관한 정확하지 않은 정보가 제공되거나, 중요한 사실을 누락한 불충분한 정보가 제공되는 결과를 초래한다. 공모를 “hot issue”로 만들고 공모가격이 높게 결정되도록 하기 위하여 발행회사의 회계자료를 조작하거나, 발행회사가 영위하는 사업에 관한 중요한 정보를 왜곡하는 행위가 그 대표적인 예이다. 또한 주식발행의 일차적인 동기가 기존 주주의 초기 투자의 회수, 혹은 소유구조의 변화를 통한 기업지배권의 변화를 가져오려는 데 있는 경우에 이러한 동기를 투자자들에게는 감추고 기업 활동에 필요한 자금 조달이 목적인 것처럼 등록 서류를 작성하는 경우도 있을 수 있다.<sup>10)</sup>

10) 이러한 경우는 발행회사의 기존 주주(혹은 경영자)가 회사의 이익보다는 자신의 사적 이익을 앞세우는 대리인 문제의 한 사례이며, 이러한 주식발행의 대표주관회사를 맡아서 투자자들에게 왜곡된 정보를 전달하는 증권

이와 같은 발행공시의 부실화, 즉 투자자에게 전달되는 발행회사에 관한 정보의 정확성과 충분성의 저하는 여러 가지 문제를 야기한다. 첫째로는 투자자 피해로서, 발행회사의 실제 가치보다 더 높은 가격을 지불하고 발행되는 주식을 매입한 투자자는 이후 주가의 하락에 따른 손실을 입게 된다. 그리고 이 손실은 투자자의 부(wealth)가 발행회사(혹은 그 기존 주주) 및 대표주관회사로 이전된 것으로 볼 수 있는 것이다. 둘째로는 신뢰성 상실에 따른 발행시장의 위축이다. 레몬시장의 성격을 가지고 있는 주식발행시장에서 투자자들이 발행회사의 진정한 가치를 평가할 수 있는 신뢰성 있는 정보가 충분하게 제공되지 않을 때, 투자자들은 그 시장을 떠날 것이며, 또한 자신의 가치에 합당한 가격에 주식을 발행할 수 없게 된 우량 기업들도 그 시장에서는 주식을 발행하지 않을 것이다. 이는 전체적인 발행시장의 위축을 불러오고, 그에 따라 증권회사들의 주식발행업무 수익의 기반 역시 축소되는 결과를 초래한다.

## 2. 한국의 주식발행업무 시장 현황

이하에서는 한국의 주식발행업무 시장의 현황을 알아본다. 주식발행 건수 및 참여 증권회사 수의 분석을 통하여 대표주관회사 업무에서의 증권회사간 경쟁의 정도를 평가하고, 수수료 수준을 알아본다.

---

회사는 발행회사 기존 주주의 이익에 따라 주식발행업무를 수행하는 것으로 볼 수 있다.

가. 주식발행업무 시장 경쟁 현황

「증권거래법」 제2조 제2항 및 동 시행령 제14조에서는 주식발행업무 (유가증권의 인수업무)를 수행할 수 있는 증권회사의 자격 요건을 최저자 본금 500억원으로 규정하고 있으며, 2003년 8월 현재 국내 증권회사 중에서 이 요건을 충족하고, 주식발행업무를 수행하고 있는(즉 “종합증권회사”로 등록되어 있는) 증권회사의 수는 31개사이다. 본 보고서에서는 이 31개사를 영업수익의 크기 및 업력에 따라 4개 그룹으로 나누어 분석하였다.<sup>11)</sup> 증권회사의 그룹별 분류 내역은 <표 Ⅲ-1>에 나타나 있다.

<표 Ⅲ-1> 증권회사 그룹 분류

대형 (5)	대신, 대우, 삼성, 현대, LG투자
중형 (10)	교보, 굿모닝신한, 동양종합금융, 동원, 메리츠, 세종, 신영, 우리, 한화, SK
소형 (10)	동부, 부국, 브릿지, 서울, 신흥, 유화, 하나, 한누리투자, 한양, KGI
신설·전환 (6)	미래에셋, 키움닷컴, 대한투자, 제일투자, 한국투자, 현투

<표 Ⅲ-2>는 1999년 1월부터 2003년 8월까지 IPO를 통하여 한국증권거래소(이하 “거래소”라 함)와 코스닥증권시장(이하 “코스닥”이라 함)에 상장 혹은 등록된 기업의 수를 대표주관회사를 맡은 증권회사별로 나타낸 것이다. 이 기간 동안 거래소에서는 44개, 코스닥에서는 645개 기업이 신규로 상장 혹은 등록되었다. 거래소의 경우 대형사가 대표주관회사

11) 이 분류는 김형태 외(2002)에 의한 것이다.

를 맡은 경우가 절반을 상회하는 수준이고, 소형사가 대표주관회사를 맡은 경우는 한 건도 없었다. 반면 코스닥의 경우에는 대형사의 비중이 크게 줄어들고 중형사가 약 절반을 차지하고 있고, 소형사도 10%를 상회하는 점유율을 보이고 있다. 조사 대상 기간 중 제일투자를 제외한 모든 증권회사가 최소 2건 이상의 대표주관회사 실적을 보이고 있다. 동시에 약 5년에 걸친 기간 동안 대표주관회사 실적이 10건에 미달하는 증권회사가 10개(코스닥)에 달하고 있다. 이러한 점들을 종합해 볼 때, 한국의 주식발행시장의 규모에 비하여 대표주관회사를 맡기 위한 증권회사간의 경쟁은 비교적 치열하다고 볼 수 있다. 이러한 치열한 경쟁에는 수수료 수입 이외에 종합증권회사로서의 위상 및 주식발행시장에서의 존재 유지를 위한 유인도 어느 정도 작용을 하고 있는 것으로 생각된다.

<표 Ⅲ-2> 증권회사별 상장/등록 대표주관회사 실적 건수

A. 거래소

증권회사명		1999	2000	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	계
대형	대신	1					1
	대우	3		1	1	1	6
	삼성	3			2	3	8
	현대		2				2
	LG투자	3			5		8
소계		10	2	1	8	4	25
(%)		(63)	(67)	(33)	(62)	(44)	(57)
중형	동양종합	2	1	1	1		5
	동원	3			1	1	5
	메리츠				3	2	5
	SK	1					1
	소계		6	1	1	5	3
(%)		(38)	(33)	(33)	(38)	(33)	(36)
소형		0	0	0	0	0	0
(%)		(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
신설 전환	미래에셋					1	1
	키움닷컴			1			1
	한국투자					1	1
소계		0	0	1	0	2	3
(%)		(0)	(0)	(33)	(0)	(22)	(7)
계		16	3	3	13	9	44
증권회사 수		7	2	3	5	6	

a) 8월까지의 실적임.  
자료: 한국증권거래소

## B. 코스닥

증권회사명		1999	2000	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	계
대형	대신	12	9	8	1	1	31
	대우	8	21	15	9	2	55
	삼성	1	12	5	9		27
	현대	14	20	14	7	1	56
	LG투자	7	7	7	4	2	27
	소계 (%)	42 (44)	69 (39)	49 (29)	30 (20)	6 (12)	196 (30)
중형	교보	2	10	10	8	6	36
	굿모닝신한	6	10	7	9	1	33
	동양종합	15	15	15	5	5	55
	동원	6	12	14	14	4	50
	메리츠		6	2	4		12
	세종		3	1	5		9
	신영	2	2	3	6		13
	우리	1	6	15	11	3	36
	한화	7	11	8	14	5	45
	SK	5	8		1		14
소계 (%)	44 (46)	83 (47)	75 (44)	77 (50)	24 (48)	303 (47)	
소형	동부		2				6
	부국		1	5	4		8
	브릿지		3	5	2		8
	서울	4	1	1	1		7
	신흥		1	4	5		9
	유화		4	2	1	3	7
	하나	1	61	41			17
	한누리투자	4	1	1	2	1	2
	한양		1	3		1	5
	KGI		1	4	4	2	11
소계 (%)	9 (9)	21 (12)	24 (14)	19 (12)	7 (14)	80 (12)	

증권회사명		1999	2000	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	계
신설 전환	미래에셋		1	8	7	5	21
	키움닷컴			2	7	3	12
	대한투자			2	5	1	8
	한국투자			4	4	3	11
	현투		2	6	5	1	14
소계		0	3	22	28	13	66
(%)		(0)	(2)	(13)	(18)	(26)	(10)
계		95	176	170	154	50	645
증권회사 수		16	27	27	27	19	

a) 8월까지의 실적임.  
자료: 코스닥증권시장

**<표 III-3> 대표주관회사 규모별 IPO 평균 규모  
(2002. 1 ~ 2003. 8)**

	거래소		코스닥	
	건수	공모규모(백만원)	건수	공모규모(백만원)
대형 평균	6	192,464	33	12,363
중형 평균	6	28,265	99	7,994
소형 평균	0	-	23	5,524
신설·전환 평균	2	20,617	39	7,770
전체 평균		97,544		8,400

자료: S-IPO 및 금융감독원 전자공시시스템

<표 III-3>은 2002년 1월부터 2003년 8월 까지의 기간 중 거래소와 코스닥에서 실시된 IPO의 평균 공모 규모를 대표주관회사의 규모별로 나타낸 것이다. 코스닥보다는 거래소의 공모 규모가 훨씬 크고, 또한 공모 규모는 대표주관회사의 규모와 비례 관계에 있음을 알 수 있다.

### 나. 수수료 현황

<표 III-4>는 이들 IPO에 있어서 발행회사가 대표주관회사에게 지급한 수수료율의 평균을 보여준다. 표에 의하면 공모 규모가 클수록 수수료율이 낮아지는 경향을 뚜렷하게 볼 수 있다. 즉 코스닥보다는 거래소 IPO의 수수료율이 낮고, 대표주관회사의 규모가 클수록 수수료율이 낮다. 수수료는 공모 규모 대비 비율로 정해지는 것이 일반적이거나, 최근에는 코스닥을 중심으로 소규모의 IPO가 많아지면서 수수료의 하한이 2억 5,000만원에서 3억원 정도의 수준으로 정해지는 추세를 보이고 있다. 즉, 소규모 IPO의 경우 수수료 계약을 “공모금액의 4%와 3억원 중 큰 금액”과 같은 방식으로 체결하는 사례가 점차 증가하고 있다.

**<표 III-4> 대표주관회사 규모별 IPO 평균 수수료율  
(2002. 1 ~ 2003. 8)**

(단위: %)

	거래소	코스닥
대형 평균	3.53	5.48
중형 평균	4.34	6.46
소형 평균	-	6.67
신설·전환 평균	4.50	5.96
전체 평균	4.02	6.22

자료: S-IPO 및 금융감독원 전자공시시스템

### 3. 이해상충 사례

본 절에서는 대표주관회사가 발행회사의 이익에 입각한 주식발행업무를 수행함에 따라 발행회사의 가치에 대한 부정확한 정보를 제공함으로써 투자자들에게 큰 피해를 입힌 대표적인 두 사건을 소개한다.

#### 가. 신정제지 사건

1992년 발생한 신정제지 사건은 공인회계사, 대표주관회사 등이 발행회사와 공모하여 공개요건을 충족하지 못하는 회사를 충족하는 것처럼 분식하여 IPO를 실시하고, 상장 이후에도 주가 조작을 통하여 기존 주주가 사적 이익을 챙기고 일반 투자자들에게 피해를 입힌 사건이다.

##### 1) 사건의 개요

신정제지는 1985년 12월 26일 설립된 회사로서 백상지, 아트지, 미색지, 서적지 등의 지류 가공생산 및 판매, 원료 수입 및 판매를 주요 사업으로 영위하는 기업이다.

신정제지의 대표이사 겸 주요주주인 유홍진은 회사의 IPO를 추진하면서 공인회계사 운영채 등과 공모하여 분식회계를 통해 신정제지가 기업공개요건을 갖추도록 조작하였으며, 또한 대표주관회사인 대한증권의 박선준 등은 신정제지의 분식회계 사실을 묵인하였다. 즉, 공인회계사인 운영채, 황준영, 서창원 등은 신정제지로부터 사례비를 받고 1990년 60억원, 1991년 50억원 적자인 신정제지의 재무제표를 1990년 11억원, 1991년 13억원의 흑자 재무제표로 조작하고, 감사의견을 적정의견으로

허위 기술함으로써 기업공개요건을 갖추도록 허위 감사하였다. 대표주관 회사인 대한증권도 재무제표의 조작을 묵인하고, 동 기업이 수익성이 높은 기업인 것으로 기업분석을 하여 투자자들의 투자를 유인하였다.

신정제지는 대표이사 유홍진과 직원의 명의로 회사를 설립하고, 이 회사가 발행한 용통어음을 실제 거래처로부터 받은 진성어음인 것처럼 위장하는 방법으로 21억 8,000만원을 과대 계상하였다. 외상매출금은 실제 거래처의 명판 및 도장을 위조하여 14억 4,500만원을 허위로 계상하였다. 또한 실제로 지불하지도 않은 원료구입대금을 선급한 것으로 조작하고, 존재하지도 않는 재고를 존재하는 것으로 조작하여 70억원 가량의 재고자산을 증가시켰다.

이와 같은 분식회계 이외에도 유홍진은 우성창업투자의 대표이사인 한광호와 결탁하여 신정제지 공모주의 시초가 조작을 공모하였다. 그들은 증권회사에 차명계좌를 개설하고 이를 통해 기준가 결정일에 고가의 매수주문을 내어 시초가를 조작하기로 계획하였다. 이에 따라 유홍진과 한광호는 각각 S증권 명동지점 등 6개 점포에 7개의 차명계좌를 개설하고 신정제지의 주식 상장일인 1992년 1월 23일의 시초가 결정시 의도적으로 높은 가격인 14,200원~15,000원대로 740주의 매수주문을 내어 주식의 공모가격인 6,000원의 2.4배에 달하는 14,500원에 시초가가 결정되도록 조작하였다<sup>12)</sup>. 유홍진, 한광호의 주가조작이 없었다면 상장 당일 8,500원에 결정될 시초가가 이들의 개입으로 적정 수준보다 상승한 것이다.

이후 신정제지의 기존 대주주들은 내부정보를 이용하여 기업이 부도가 날 것이라는 사실을 파악하고, 주가가 높게 형성되어 있던 1992년 2월중에 보유주식의 절반에 해당하는 71만주를 매도하였다. 주가가 12,000원대에 형성되어 있던 1992년 2월에 유홍진과 그의 특수 관계인이

12) 이는 신규상장회사의 경우 상장당일 매수주문만 받아, 전체 매수주문의 1/2에 해당하는 고가의 매수주문가를 기준으로 시초가를 결정하는 당시 시초가 결정방식을 악용한 것이었다.

16만주, 또 다른 주요주주인 대신개발금융 및 대한침단투자조합이 48만주를 매도하였고, 그 결과 동 기업의 주가는 상장 당일 13,000원대에서 3개월 만에 6,000원대로 급락하였다. 대신개발금융은 보유주식의 매각을 통해 28억원의 부당이득을 취득하였으며, 동 기업의 대표 나영호는 액면가 5,000원에 배당받은 보유주식을 주당 11,300원에 매각하여 역시 28억원의 부당이득을 취득하였다. 전북은행과 동 은행 강남역지점장 정형우는 부도 공시전날인 2월 29일 부도사실을 미리 알고 71,000주의 담보주식을 매각하였다. 또한 대신증권 대표 최경국은 전북은행의 신정제지 매각대금 4억 2,000만원을 임의로 인출하였다. 일반인들이 보유한 공모주식수가 56만주인데도 불구하고 1992년 2월 20일 하루 동안 거래된 주식의 양은 77만주였다.

한편 주가가 급락함에 따라 대표주관회사인 대한증권은 공모가격 6,000원을 유지하기 위해 1992년 4월 20일부터 시장조성을 시작하였다. 결국 신정제지는 상장 3개월만인 1992년 4월 30일에 최종 부도처리되었다. 부도로 인해 21,000여명의 소액투자자들이 39억원의 손실을 보았으며, 금융기관의 대출금 480억원, 회사채 지급보증액 110억원 등 총 660억원의 피해가 발생하였다.

## 2) 사건의 결말

### 가) 증권감독원의 조치

유홍진, 나영호, 정형우, 한광호, 윤영채, 황준연, 서창원 등 7명과 대신개발금융, 전북은행 등을 검찰에 고발하였다. 대신증권에 법인경고를 하였으며, 대신증권 임직원 8명에 대해 정직·감봉·주의 등의 조치를 내렸다. 외부감사를 맡았던 영화회계법인에 주의조치를 하고, 담당공인회계사 윤영채 등에 대해 1~2년의 업무정지를 재무부에 건의하였다. 그리

고 신정제지의 IPO 대표주관회사인 대한증권에 대해서는 1년 6개월간 주식인수단 참여금지조치를 내렸다.

나) 은행감독원의 조치

부도처리 된 신정제지에 대한 과도한 대출로 은행경영이 어렵게 된 책임을 물어 전북은행에 대해 기관경고를 하였다.

다) 서울지방법원의 판결(1992.11.13 및 11.28) 및 기타 조치

신정제지의 최대주주인 유흥진에게는 공인회계사와 결탁하여 회계장부를 조작하는 방법으로 적자기업을 공개한 뒤, 보유주식을 모두 매각하여 부당이득을 챙긴 혐의로 징역 3년을 선고하였고, 공인회계사 운영채에게는 동일한 혐의를 적용하여 징역 1년에 추징금 2,800만원을 선고하였으며, 관련피고인 10명에게 각각 최고 징역 1년 6개월, 집행유예 2년에서 벌금 2백만 원까지를 선고하였다.

특히 재무부는 1992년 8월 28일 분식회계를 묵인해 준 혐의로 운영채에 대해 공인회계사 자격을 취소하는 중징계를 조치하였으며 황준연, 서창원에 대해서 동일한 혐의로 1년 6개월간 직무정지조치를 내리는 등 11명의 공인회계사를 징계하였다.<sup>13)</sup>

대신개발금융에 대해서는 내부자거래금지 규정을 위반한 혐의를 적용하여 15억원의 벌금을 부과하였으며, 동 기업의 대표 나영호에게 동일한 혐의를 적용하여 징역 1년 6개월의 실형을 선고하였다. 대한증권의 인수 공모부장 박선준과 차장 김룡남을 특정경제범죄가중처벌법 위반으로 사법처리하였다. 마지막으로 신정제지의 기업공개감사를 담당했던 증권감

---

13) 분식회계를 묵인해 준 혐의로 공인회계사 자격을 취소한 최초의 조치이다.

독원 검사4국 감사실장 이동구 등 3명에 대해 날짜가 소급 기재된 주식  
보유현황신고서를 접수한 혐의로 증권감독원에 자체 징계를 요청하였다.

## 나. 신동방 사건

1999년 발생한 신동방 사건은 부실한 기업이 그 사실을 숨기고 유가  
증권신고서 등 발행공시 자료를 허위로 작성하여 유상증자를 실시함으  
로써 증자 공모에 참여한 투자자들에게 피해를 입힌 사건이다.

### 1) 사건의 개요

(주)신동방은 1966년 설립된 식용유, 배합사료, 전분, 당류 등 동식물  
성 유지 제조·판매를 주요 사업으로 영위하는 기업으로서, 1977년 IPO  
를 실시하여 상장되었다.

신동방그룹의 신명수 회장은 신동방이 부도위기에 몰렸던 1999년 1  
월 순조로운 유상증자를 위하여 재정본부장 임용석 상무를 통해 “전반  
적인 내수 침체에도 불구하고 성장세를 유지하고 있다”는 내용으로 사  
업설명서 및 유가증권신고서를 허위로 기재하여 금융감독위원회와 증권  
회사에 제출하였다. 신동방의 경영진들은 회사 영업실적이 부진하고 재  
무상태가 부실한 상태임을 알면서도 유가증권신고서에는 이런 사실을  
밝히지 않고 오히려 회사의 성장성과 수익성을 과장하여 기록하였다. 감  
사보고서의 주석에 약 103억원의 계열사 채무보증내역을 기재하지 않았  
으며, 1996년 8월 미국과 태국의 해외법인에 투자하였다가 5,110만 달러  
의 손실을 입고도 이를 사업보고서에 기재하지 않았다.

1999년 3월 24일, 신동방이 부도위기였음에도 불구하고 이와 같이 허  
위 내용이 기재된 유가증권신고서를 제출하고 유상증자를 함으로써 투자

자로부터 보통주 3백만 주(주당 9,500원)에 대한 285억원의 납입대금을 받았다. 실권주 공모에 청약한 일반인만도 1만 8,478명에 이르렀고, 청약 경쟁률은 19.5대 1에 달했으며, 유상증자에 응한 기존주주도 3,500여명에 달하였다. 대주주를 제외한 일반 주주의 총 납입금은 173억원이었다.

신동방은 납입일 다음날인 25일 주채권은행인 한빛은행에 신동방, 해표푸드서비스, 해표, 코코스 등 4개 계열사에 대한 워크아웃을 신청해 납입을 마친 소액투자자들에게 손실을 입혔다. 워크아웃 신청 직전 13,450원이었던 신동방 주가는 4,000원대로 하락하여 증자에 참여한 투자자들은 막대한 손실을 보았다.

## 2) 사건의 결말

### 가) 금융감독원

신동방 대표이사 신명수 및 임용석 상무이사를 검찰에 고발하였다. 또한 현대증권에 대해서는 대표주관회사로서 회사의 기업현황과 재무상태를 제대로 분석하지 않은 이유로 3개월간 주식인수업무 정지조치를 내렸다.

### 나) 서울지방법원 판결(2000년 4월 7일)

신동방의 대표이사 신명수에게 징역 3년에 집행유예 4년, 벌금 5억원 및 추징금 77억 9,170만원을 선고하였다. 재정본부장 임용석에게는 징역 1년에 집행유예 2년을 선고하였고, 신동방 법인에 대해서는 벌금 5억원을 선고하였다.

## 4. 관련 규제 제도 현황

### 가. 대표주관회사의 선정 및 인수계약 체결

불특정 다수의 투자자들을 대상으로 발행회사가 주식을 공모하는 경우에는 발행시장의 전문가인 증권회사의 도움을 받는 간접공모방식에 의하는 것이 일반적이다. 이 경우 발행회사는 자신의 주식발행을 지원해 줄 증권회사를 선정하고 인수계약을 체결하여야만 한다. 현재 증권회사의 인수업무에 대한 대부분의 규제가 자율화되었다고 하지만 아직까지도 당사자간의 이해상충을 방지하고 시장의 공정성을 확보하기 위한 일부의 규제는 존재한다. 이러한 형태의 규제가 존재한다는 점은 미국의 경우에도 마찬가지이다. 이하에서는 대표주관회사나 인수회사의 선정과 관련된 대표주관계약의 체결시기 및 기재사항, 주관회사의 결격사유, 그리고 인수의 개념과 관련하여 현행 총액인수계약이 지니고 있는 이슈들에 대하여 검토해 보기로 한다.

#### 1) 주식공모에의 증권회사의 관여

주식의 발행회사가 자신의 명의로 발행과 관련한 위험 등을 부담하고 제반 발행사무를 직접 담당하면서 증권을 공모할 수도 있지만,<sup>14)</sup> 증권발행에 관한 전문적 지식이 없는 발행회사가 전문가인 증권회사의 도움 없이 불특정 다수인을 상대로 공모방식으로 필요한 자금을 조달하기는 쉽지 않다. 따라서 발행회사는 인수회사 또는 발행사무 대행회사 등

14) 이러한 직접공모(direct public offering: DPO)방식은 일반적으로 주주 또는 특정인을 대상으로 하는 유가증권의 공모에 주로 이용된다. 금융감독위원회 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」은 제13조 내지 제16조에서 직접공모의 허용을 전제로 하는 규정들을 두고 있다.

중개인을 통하여 유가증권을 발행하는 방법을 취하는 것이 일반적이다.<sup>15)</sup> 발행회사가 전문적인 지식과 조직을 가진 증권회사 등에 발행사무를 위탁하여 증권을 발행하기 위해서는 대표주관회사를 비롯한 인수회사를 선정하여야 한다. 대표주관회사는 IPO의 성공에 결정적인 역할을 수행하며, 발행회사 주식의 마케팅 및 판매를 주관할 뿐만 아니라 유가증권신고서를 준비하는 데도 적극적으로 참여한다.<sup>16)</sup>

대표주관회사는 허위·부실공시에 대해 손해배상책임을 지게 될 뿐만 아니라 발행증권의 가치가 하락하는 경우에는 평판에 손상을 입게 되므로 발행회사가 제시하는 정보의 신뢰성 여부를 엄격하게 검토할 유인이 있다. 이러한 대표주관회사의 활동은 결과적으로 투자자의 이익을 보호하는 기능을 하며,<sup>17)</sup> 발행회사 입장에서 보면 대표주관회사는 발행회사의 부족한 평판을 보완하는 기능이 있다.

발행회사가 증권회사의 대표주관업무 실적에 대해 파악할 수 있다면, 어떤 증권회사를 대표주관회사로 선정할 것인가에 대한 참고자료로 활용할 수 있다. 또한 증권회사들의 실적이 공표됨으로써 시장에서 해당 증권회사에 대한 평판이 형성될 수 있으므로, 인수시장의 자율성을 확립하는데도 도움이 될 수 있다. 따라서 현재 대표주관업무를 담당한 증권회사는 공모주식의 상장·등록일로부터 3년간 자사의 홈페이지에 주관업무실적을 게시하고 있다. 또한 증권업협회도 증권사별로 대표주관업무실적을 상호 비교하여 공시할 수 있는 시스템을 구축하여 협회 홈페이지에 게시하고, 대표주관업무 수행실적을 순위로 표시하여 정기적으로 보도자료를 배포하도록 하는 동시에, 유가증권신고서에도 대표주관회사실적을 기재하도록 하고 있다.<sup>18)</sup>

15) 증권업협회의 「유가증권협회등록규정」 제4조 제2항에 의하면, 협회에 신규등록을 하기 위해 등록예비심사청구를 하는 법인은 등록주선인(증권회사)을 통해서만 심사청구서를 제출할 수 있도록 되어 있다.

16) Reicin et al.(2002)

17) 김건식(2002)

## 2) 대표주관계약의 체결시기 및 필요적 기재사항

대표주관계약은 원칙적으로 주권예비상장심사청구서 또는 등록예비심사청구서 제출일로부터 6월 전에 체결하도록 규정하고 있다.<sup>19)</sup> 또한 증권회사가 발행회사와 대표주관계약을 체결한 때에는 계약체결일로부터 5 영업일 이내에 계약서 사본을 첨부하여 증권업협회에 신고하도록 하고 있다.<sup>20)</sup> 또한 대표주관계약서에는 발행회사의 경영실적이나 재무항목에 대한 자료확인 및 현지조사, 상장요건 또는 협회등록요건에 관한 협의 등의 내용이 포함되어 있어야 한다.<sup>21)</sup>

이와 같이 일괄적으로 정한 6개월이라는 기간이 실효성 있는 기업실

- 
- 18) 대표주관회사는 자사의 인터넷홈페이지에 자신이 주관업무를 담당했던 발행회사에 관하여, 그 소속시장, 공모가격, 액면가, 상장일 또는 등록일, 매매개시일 및 시초가, 현재가 또는 전일종가, 매매개시일로부터 1개월 평균종가, 매매개시일로부터 6개월 후 종가, 매매개시일로부터 1년간 최고가 및 최저가, 시장조성여부, 액면분할·액면병합·권리락·배당락 등에 대해 게시하여야 한다. 또한 증권업협회도 이러한 내용을 자신의 인터넷홈페이지에 게시할 수 있다(「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제17조).
- 19) 다만 협회등록법인이 거래소시장에 주권을 상장하는 경우, 주권상장법인이 협회중개시장에 주권을 등록하는 경우, 기업공개 또는 협회등록공모와 해외적격거래소에 주권(주식예탁증서를 포함)을 동시에 신규로 상장 또는 등록하기 위하여 국내외 동시상장공모를 하는 경우, 그리고 천재지변 및 금융위기 등 불가항력적인 사태의 발생으로 증권협회장이 불가피하다고 인정하는 경우 등에는 그러하지 아니하다(「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제3조 제2항).
- 20) 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제3조 제1항.
- 21) 좀더 자세하게는 ① 발행회사의 경영실적, 영업관련 사항 및 주요 재무항목 등에 대한 자료확인 및 현지조사에 관한 사항, ② 발행회사의 재무회계 및 세무관리에 대한 지도 및 점검에 관한 사항, ③ 상장요건 또는 협회등록요건과 관련한 협의 및 지도에 관한 사항, ④ 유가증권신고서의 기재사항 점검 등에 관한 사항, ⑤ 발행회사 및 그 최대주주 등에 대한 평판 등의 점검에 관한 사항이 계약서에 기재되어야 한다(「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제3조 제3항).

사를 하기에 충분한 기간인가에 대한 문제가 제기될 수 있다. 대표주관업무의 실효성이 확보되기 위해서는 재고자산 실사에 참여하는 등 재무제표에 대한 감사과정에 직·간접적으로 참여할 수 있어야 하는데 6개월로는 기업실사의 실효성을 확보하기 곤란할 수도 있다.<sup>22)</sup> 따라서 대표주관업무를 효과적으로 수행할 수 있는 기간을 융통성 있게 확보할 필요가 있다.

### 3) 주관회사의 결격사유

이러한 계약체결시기에 대한 규제를 제외하고는 발행회사가 주관회사를 선정하는 데 있어서 적극적으로 따라야 할 규제는 거의 존재하지 않는다. 다만 공모의 공정성을 확보하기 위하여 기업공개, 협회등록공모 또는 비상장·비등록법인공모시에 발행회사와 증권회사 간에 일정한 관계가 존재하는 경우에는 주식공모의 주관회사를 제한하는 결격요건이 있다.<sup>23)</sup>

이러한 결격요건에 대해 종전에는 주관업무 제한기준이 너무 엄격하여 인수영업을 지나치게 제한한다는 논의가 있어, 최근 인수영업의 자율성을 보장하기 위하여 주관회사의 제한기준을 완화하되<sup>24)</sup> 발행회사와 주관회사의 관계를 충분히 시장에 공시하도록 하는 방향으로 변경되었다.<sup>25)</sup>

22) 금융감독원(2003)

23) 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제6조. 이 경우 증권금융회사, 투자신탁회사 그리고 부동산투자회사가 발행하는 주식에 대해서는 적용되지 아니한다.

24) 자격제한의 기준이 되는 상호출자비율한도를 3%에서 5%로 완화하는 동시에, 계열분리기업을 이해관계인의 범위에서 제외하였다. 아울러 발행회사의 임원이 인수업무를 담당할 증권회사의 주식을 1% 이상 보유하는 경우라고 하더라도 해당 증권회사가 주관업무를 담당할 수 있도록 하였다.

25) 유가증권신고서에 주관회사·인수회사와 발행회사의 관계를 공시하여 시

그 구체적인 내용을 살펴보면 우선 발행회사 또는 주관회사가 상대방의 주식을 5% 이상 보유하고 있는 경우에는 주관업무를 담당하지 못한다. 또한 주관회사의 임원이 발행회사의 주식을 1% 이상 보유하고 있는 경우에도 역시 당해 발행회사의 주관업무를 담당할 수 없다. 이러한 제한 이외에도 주관회사 또는 발행회사의 임원이 발행회사 또는 주관회사의 이해관계인인 경우에도 이해상충의 소지가 존재하므로 주관업무를 담당할 수 없다.

미국의 경우에도 발행회사와 주관회사간에 일정한 관계가 존재하면 인수업무에 있어서 이해상충이 존재하는 것으로 보아 주관회사 활동을 제한하고 있다. 즉 NASD 회원 또는 그의 제휴인·모회사·보조인이 발행회사와 이익이 상충하는 경우에는 회원 또는 회원의 제휴인은 그 발행회사의 주식공모의 분매에 참가하여서는 아니 된다.<sup>26)</sup> 여기서 회원 또는 그 제휴인, 모회사나 지배관계자가 합하여 회사의 기발행된 채무의 10% 이상을 실질적으로 소유하거나, 이들이 발행회사 보통주의 10% 이상을 실질적으로 소유하는 경우 등에는 이해상충이 존재하는 것으로 추정한다.<sup>27)</sup>

#### 4) 인수계약

##### 가) 공모주식 인수의 형태 및 관행

인수는 발행시장에서의 공모를 용이하게 하기 위하여 필요한 업무를 담당하거나 발행된 증권의 소화를 떠맡는 등의 방식으로 증권발행회사와 투자자간의 거래를 중개하는 행위이다. 발행인이 신규로 증권을 공모하는 경우에는 그 전부가 투자자에게 소화되지 아니하고 잔액이 생길

장에 의한 선택이 이루어지도록 하였다.

26) NASD Rule 2720(a)(2).

27) NASD Rule 2720(b)(7).

위험성이 항상 존재한다. 이와 같은 위험은 원래 발행인이 부담하여야 하지만, 간접발행과 같이 일정한 경우에는 증권회사가 발행인이 부담하는 위험을 대신 부담할 수도 있다.

현재 증권거래법은 증권회사의 업무와 관련하여 인수를 위험의 부담 정도에 따라 3가지로 형태로 구분하고 있다. 증권거래법상의 인수란 1) 증권을 발행함에 있어서 이를 매출할 목적으로 그 증권의 발행인으로부터 그 전부 또는 일부를 취득하거나, 2) 증권을 발행함에 있어서 이를 취득하는 자가 없는 때에 잔여분을 취득하는 계약을 하거나, 또는 3) 수수료를 받고 발행인을 위하여 당해 증권의 모집 또는 매출을 주선하거나 기타 직·간접적으로 증권의 모집 또는 매출을 분담하는 것이다.

먼저 증권발행시에 발행증권 전량을 인수회사가 자신의 명의로 매입하여 투자자들에게 분매함으로써 증권발행에 따른 위험을 인수회사가 전적으로 부담하는 것을 총액인수(firm commitment underwriting)<sup>28)</sup>라고 하는데, 인수회사가 공모총액을 자기계산으로 취득하였다가 이를 다시 재매매하여야 하므로 발행에 따른 위험이 크다. 물론 증권거래법에 의하면 공모증권의 일부를 취득하는 경우도 가능하나 실무계에서는 대부분 전부를 인수대상으로 하고 있다. 둘째, 투자자에게 소화되지 않고 남은 공모잔량을 인수회사가 전량매입하는 것을 잔액인수(standby underwriting)<sup>29)</sup>라고 한다. 이러한 방식의 경우에도 인수회사가 어느 정도 발행위험을 부담하게 된다. 발행인이 공모발행업무를 담당하고 인수인은 잔액만을 인수하는데 그치는 경우도 있지만 공모의 취급도 담당하는 경우가 많다고 한다.<sup>30)</sup> 그리고 마지막으로 인수회사가 수수료를 받고 모집·매출을 주선하거나 직·간접으로 모집·매출을 분담하는 것을 모집·매출의 주선(best efforts underwriting)<sup>31)</sup>이라 한다. 인수회사는 발

28) 증권거래법 제2조 제6항 제1호.

29) 증권거래법 제2조 제6항 제2호.

30) 김건식(2002)

행인의 위탁을 받아 발행인의 계산으로 단순히 발행 및 판매사무만을 맡을 뿐이며, 증권의 모집·매출 결과 발생하는 매도잔량에 대해서는 인수책임을 부담하지 않는다.

증권발행 실무에서는 모집주선이 유상증자에 주로 이용되고 있는 반면, 총액인수는 IPO에 주로 이용되고 있다. 과거에는 IPO시에 증권발행 물량의 확실한 소화를 담보하기 위하여 증권당국이 총액인수를 강제하였던 적도 있지만 현재는 자유화되어 특정한 인수형태를 이용하도록 유도하는 직·간접적인 규제는 존재하지 않는다. 다만 협회가 작성하는 표준인수계약서는 총액인수 형태만을 규정하고 있을 뿐이다.

최초공모와 관련된 총액인수계약을 보면, 대표주관회사는 공모규모 등을 고려하여 발행회사와 협의하여 인수단을 구성하고 인수단은 발행회사와 주식의 모집·매출을 위한 총액인수계약을 체결한다. 동 계약의 주요내용은 모집 및 인수가액에 관한 사항, 인수단별 인수수량의 배분, 모집 및 매출요령, 신주의 배정 방법, 인수수수료율 및 배분에 관한 사항 등이다. 인수단은 발행회사와 협의를 거쳐 유가증권분석결과 및 시장 상황, 공모규모, 공모기업의 사업성 등을 종합적으로 감안하여 수요예측 시 제시할 공모희망가액을 결정한다. 실무계에서 사용되는 총액인수 및 공모계약서를 보면 발행회사, 대표주관회사 그리고 인수단이 모두 당사자로서 참여하며, 총액인수의 내용도 증권거래법에서 말하는 순수한 형태의 총액인수는 아니다.

#### 나) 협회의 총액인수계약서 권고안

증권업협회는 2000년 12월에 대표주관회사와 발행회사의 편리를 도모하기 위하여 이들 간에 체결되는 총액인수계약을 정형화한 표준적인 「총액인수계약서 권고안」을 마련하였다. 이러한 권고안은 대표주관회

31) 증권거래법 제2조 제6항 제3호.

사들이 인수업무를 영위하는 과정에서 투자자를 대변하여 발행회사에 대한 실사를 성실하게 이행하도록 하는 동시에, 유가증권신고서의 진실성을 제고하여, 투자자들로 하여금 이를 검토하고 보다 정확하고 객관적인 투자결정을 할 수 있도록 하기 위한 것이다. 또한 사전에 시장에 대한 수요예측을 실시하여 시장에서 소화할 수 있는 정도의 발행가격을 정할 수 있게 하며, 발행회사가 시장상황 및 시장에서의 평가를 반영하여 가장 높은 가격으로 증권을 발행할 수 있게 하는 동시에 인수단의 위험도를 최소화하기 위한 것이다.

권고안은 증권거래소 상장이나 협회등록을 전제로 하는 기업의 공개에 사용될 수 있도록 작성된 것으로서, 말 그대로 표준적인 권고안에 지나지 않기 때문에 계약체결시마다 각 조항에 대한 검토와 관련 규정의 적합성 여부를 수시로 검토하면서 사용하여야만 한다. 권고안은 용어정의에서부터 공모대상 주식, 청약, 배정, 수수료 및 배분, 발행책임, 분쟁처리 방법 등에 관한 지침을 포함하고 있다.<sup>32)</sup>

#### 다) 총액인수 개념과 관련된 몇 가지 논의

현행 실무에서 사용되는 인수계약서를 증권거래법상의 인수개념을 전제로 살펴보면, 그 법률관계가 체계적으로 파악하기 어렵게 작성되어 있음을 알 수 있다. 이는 증권회사의 인수업무와 관련된 개념들이 법규와 실무계 사이에서 정확히 일치하지 않고 상당 부분 유리된 상태에서 이용되고 있기 때문인 것으로 보인다.

일례로 실제 계약서를 살펴보면 인수계약서(주식총액인수 및 일반공모계약서)라는 표제 하에 발행회사는 인수단에게 발행주식의 총액인수

32) 이 외에도 주금납입 및 주권교부, 공고, 인수단의 주금납입의무, 발행회사의 보장, 발행회사의 선약, 인수단의 보장 및 선약, 인수업무의 분장, 계약해지, 발행비용 부담 등에 대한 내용도 포함하고 있다.

를 위탁하기로 하는 내용이외에 인수단의 책임과 업무에 대한 내용이 포함되어 있다.<sup>33)</sup>

그렇지만 계약서의 내용만으로는 인수업무를 담당할 대표주관회사와 인수단이 발행회사로부터 발행총량을 먼저 취득하고 이를 일반청약자에게 되파는 형태를 취하는 것인지, 아니면 증권업협회의 배정비율규정<sup>34)</sup>에 따라 배정을 한 이후에 남은 잔존물량만을 취득하는 것인지가 불분명하다. 또한 투자자들의 입장에서 청약의 상대방이 발행회사인지 아니면 인수업무를 담당할 증권회사인지의 여부가 불분명하다.<sup>35)</sup>

실무계에서 이용되고 있는 총액인수계약이 증권거래법상 엄격한 의미에서의 총액인수개념에 해당되는지, 아니면 그것과는 좀 다른 형태의 인수개념에 해당되는지를 살펴보기로 한다. 실무계에서는 투자자들은 인수회사를 상대로 하여 청약을 하고, 발행회사에 대해서는 인수회사가 납입을 하는 형태로 처리하고 있다는 견해가 있다. 이러한 견해에 따르면 인수계약형식은 증권거래법에서 말하는 총액인수의 개념이 여전히 남아 있게 된다.

그러나 실제로 작성되는 총액인수계약서에 설령 총액인수라는 용어가 사용되고 있다고 하더라도 계약서를 체계적으로 분석해보면 단순한 총액인수계약 형태가 아니라, 공모의 주선과 잔액인수의 개념이 혼용된 것임을 알 수 있다. 또한 법률적으로 매매거래가 여러 단계에서 발생되

33) 보다 구체적으로 인수단이 각각 얼마의 비율로 주식을 인수하고, 주식인수에 따른 개별적인 채무이행에 관한 내용이 포함되는 외에, 인수단의 청약자에 대한 배정업무에 관한 내용과 인수에 따른 최종책임의 부담 등에 관한 내용이 포함되어 있다.

34) 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제9조.

35) 엄밀한 의미에서 총액인수의 경우에는 분매를 위한 청약의 법적 당사자가 투자자와 증권회사가 되지만, 잔액인수의 경우에는 그 당사자가 투자자와 발행회사가 되기 때문에 그 법적 구조는 투자자보호 측면에서도 매우 중요한 의미를 가진다.

는 형태는 비현실적이며, 극히 예외적인 경우가 아니라면 발행인과 투자자 사이에 계약관계가 성립하는 것으로 보는 것이 타당할 것이다.<sup>36)</sup> 그러므로 현재 실무계에서 사용되고 있는 총액인수계약서상의 인수는 실제로는 발행물량 전체에 대한 “공모의 주선”과 소화되지 않은 잔량에 대한 “잔액인수”<sup>37)</sup>가 혼합된 형태에 가까운 것으로 볼 수 있다.<sup>38)</sup>

현재 저가발행의 관행과 강제배정으로 인하여 증권회사의 발행·인수업무에 잠복되어 있는 여러 가지 복잡한 법적인 문제들이 표면화할 가능성은 별로 없어 보이지만, 향후 시가에 근접한 공모가격의 결정이 일반화되면 지금과는 달리 발행시장에 참가하는 당사자간에 이해관계가 첨예하게 대립될 수도 있다. 따라서 공모발행시에 증권이 이전되는 과정에서 발생할 수 있는 분쟁의 소지를 사전에 제거하기 위해서는, 인수계약서나 주식청약서 등에서 증권의 이전과 관련된 법률관계를 명확하게 확정하여야 할 것이다.

한편 발행물량의 강제배정에 대한 규제가 해제되어 증권회사가 자유롭게 배정을 할 수 있게 된다면 본래의 총액인수형태가 활용될 수도 있을 것이다. 예를 들어 대표주관회사와 인수단이 발행회사로부터 전체 발행물량을 취득하였다가, 일정 금액을 추가하여 투자자들에게 재판매하는 형태도 증권회사 업무의 자율화 차원에서 고려해 볼 필요가 있다.

36) 김건식(2002)

37) 증권거래세법상은 청약된 주권총수가 매출하고자 하는 주권총수에 미달된 주권을 인수인이 인수하는 경우에는 증권거래세가 비과세되는 양도로 본다(동법 제6조 제2호). 따라서 인수인이 잔액인수하는 경우 비과세양도로 인정된다.

38) 우리 실무상의 총액인수는 일본에서 말하는 매취인수에 해당한다고 볼 수 있다는 견해가 있다. 일본에서는 총액인수와 매취인수를 구별하여, 총액인수는 인수단이 발행전량을 일단 매입하여 시기를 보아 매각하는 경우를 가리키는데 반하여, 매취인수는 인수한 증권을 바로 전매하는 경우를 가리킨다. 실무상 매취인수의 경우에는 인수인은 투자자가 납입한 청약증거금을 그대로 발행회사에 납입하는 통로역할을 수행할 뿐이다(김건식(2002)).

### 나. 증권회사의 주의의무(due diligence) 이행

주식을 공모발행할 때, 회사의 실질적인 내용이나 전후 사정에 대하여 가장 잘 아는 것은 주식을 발행하는 회사 자신이며, 궁극적으로 공시의 진실성(integrity)에 대한 책임도 발행회사가 진다. 하지만 발행회사의 입장에서는 가능한 한 회사의 내용이나 구체적인 사정을 최대한 낙관적으로 평가하여 공시하고자 하는 유인이 있을 수밖에 없는데, 그렇다면 발행회사의 공시 내용에 대한 신뢰를 어떠한 방식으로 확보할 것인가에 대한 과제가 남는다.

회사가 직접 공모발행을하기로 결정하는 예외적인 경우가 아니라면, 통상의 경우 회사는 여러 가지 사정을 고려하여 인수회사를 선정하여 인수인을 통해 공모발행을 하는 간접발행 방식을 따른다. 인수업무를 담당하는 증권회사는 발행회사와 함께 유가증권신고서를 작성하는 것을 시작으로 공모발행절차 전반에 참여한다. 증권거래법은 이러한 인수회사를 발행회사와 함께 공모활동, 특히 공시의 진실성과 관련하여 손해배상 책임이 발생하는 경우 이를 연대하여 책임지도록 함으로써 투자자를 보호하는 체계를 취하고 있다.<sup>39)</sup> 이러한 연대책임을 통해 인수인으로 하여금 발행회사가 공시내용을 지나치게 낙관적으로 과대평가하여 공시하는 것을 막고, 공모발행과 관련된 발행회사의 구체적인 사정과 내용에 대하여 객관적으로 조사하여 공시하도록 요구하는 것이다.

이처럼 인수인에게 발행공시와 관련하여 손해배상책임을 지우고 있지만, 인수인이 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 허위나 중요사항의 누락에 대해 알 수 없는 경우까지 인수인의 책임을 묻는 것은 지나칠

---

39) 발행공시에 관한 감독당국의 노력에도 불구하고, 감독당국의 규제만으로는 발행회사가 제출한 공시의 정확성이나 완전성을 구체적으로 확보할 수는 없다.

수 있으므로 이러한 경우에는 책임을 면제해 주고 있다. 여기서 인수인이 책임면제를 받기 위해서는 자신이 발행회사에 대한 due diligence를 다했음을 입증해야 한다.<sup>40)</sup>

이와 같은 인수인의 객관적인 조사에 대하여 현행 법규가 어떻게 규제하고 있고, 실제 주식발행절차에서 어떻게 이행되고 있으며, 앞으로 증권회사의 주의의무가 어떤 역할을 수행해야 하는지에 대해 살펴하기로 한다.

### 1) 인수회사의 due diligence

증권거래법 제14조는 주식발행관련 공시에서 부실기재가 있는 경우 인수회사로 하여금 발행회사와 함께 책임을 지도록 하는 동시에, 이러한 배상책임을 면제받기 위해서는 상당한 주의를 기울였음을 입증하도록 요구하고 있다.

그러나 이러한 주의의무에도 불구하고 종래 우리 나라에서 발행회사의 현장방문이나 임직원 면담과 같은 구체적이고 직접적인 실사가 보편적으로 이루어졌던 것은 아니다. 손해배상책임을 면책을 위한 기업실사의 필요성에 대한 증권회사의 인식이 확고하지 않았기 때문에 기업실사에 관한 전문인력 투입이 부족했고, 실제로 기업실사를 위한 기간도 충분하지 않은 것이 대부분이었다. 따라서 기업실사는 주로 발행회사가 제공하는 재무제표 등의 서류를 형식적으로 검토하는 방식으로 이루어졌으며, 공모 후 기업경영에 중대한 영향을 미칠 만한 잠재적 가능성이나 공모가격의 급락 등 투자판단에 영향을 미칠 만한 중요사항의 누락 등에 대한 점검은 거의 이루어지지 않았다.

---

40) 1933년 미국 연방증권법 제11조는 “합리적인(reasonable) 근거”라는 용어를 사용하고 있지만, 통상 이를 due diligence 항변이라고 한다. 기존의 법률규정에서 언급하고 있는 합리적인 주의의무와 구분하여 이하에서는 due diligence로 지칭하기로 한다.

현재 우리나라 대부분의 공모발행은 대부분 저가발행의 형태로 이루어졌으므로, 기업실사 미비로 인한 공모가의 부당평가 여부가 본격적으로 문제된 적이 없기 때문에, 기업실사의 중요성에 대한 인식이 크지 않은 것은 사실이다. 그렇지만 인수업무를 담당하는 증권회사의 발행회사에 대한 실사업무는 단순히 손해배상책임의 면책만을 위한 것이 아니라, 유가증권 발행회사의 실질에 대해 객관적으로 판단하고 투자자에게 투자판단을 위한 정확한 정보를 전달한다는 목적도 가지고 있다. 또한 증권회사의 기업실사업무는 증권거래소, 증권업협회, 금융감독위원회와 같은 규제기관이 유가증권 발행회사의 공시에 대한 구체적·실질적 심사를 할 수 없는 공백을 보충하는 역할도 담당하는 것이므로, 어떠한 형태로든 기업실사의 실효성이 담보될 수 있어야 한다.

이하에서는 현재 증권회사의 합리적인 기업실사의무의 이행을 확보하기 위한 제도와 향후 과제에 대하여 살펴보기로 한다.

#### 가) 손해배상책임 면제요건으로서의 due diligence

유가증권신고서와 예비사업설명서 및 간이사업설명서를 포함한 사업설명서상에 허위기재가 있거나 중요한 사항의 누락으로 인해 유가증권의 취득자가 손해를 입은 경우, 이에 대한 손해배상을 청구할 수 있다. 증권거래법 제14조는 미국의 1933년 연방증권법 제11조와 같이 발행공시와 관련된 허위기재나 누락에 대한 민사책임을 규정하고 있는 대표적인 규정으로서, 손해배상청구권자와 손해배상의무자와 면책요건 등에 대한 내용을 포함하고 있다.

허위기재 또는 중요사항이 누락된 공시서류를 신뢰하고 발행시장에서 유가증권을 취득하거나 매수한 자 또는 전득한 자는 유가증권의 발행회사 및 발행관계자들을 상대로 손해배상을 청구할 수 있다. 증권거래

법 제14조가 인수회사와 발행회사에게 특히 중요한 것은 동 규정이 발행회사와 인수회사 등 발행관계자에게 발행공시에 관한 궁극적인 책임과 면책에 관하여 규정하고 있기 때문이다. 동 규정에서는 손해배상책임을 면하기 위한 전제로서 공시의 내용에 관하여 상당한 주의를 기울여 조사하도록 요구하고 있는데, 이 때 대표주관회사 등 인수인이 상당한 주의를 기울여 발행회사에 대해서 조사하고 검토하는 작업이 바로 *due diligence*이다.

#### (1) 손해배상책임의 주체

증권거래법 제14조는 허위 기재 혹은 중요사항의 누락 등으로 인한 민사책임의 주체로서, 발행회사뿐 아니라 유가증권신고서 및 사업설명서의 작성에 관련된 거의 모든 자<sup>41)</sup>를 포함하고 있다. 이 때 발행회사 못지않게 중요한 주체가 바로 발행인과 인수계약을 체결한 자이다. 유가증권의 발행에 있어 공모주식에 대한 기초적인 정보를 제공하는 것은 1차적으로 발행회사 자신이지만, 발행회사가 제공한 이들 정보의 사실 여부와 진실성을 검토하고 이를 투자자에게 제공하는 것은 주식발행업무를 담당하는 인수회사이다. 따라서 이들 인수회사는 유가증권신고서의 허위 기재 혹은 중요사항의 누락에 대한 민사책임을 지며, 이것은 투자자에 대한 일종의 보험과 같은 기능을 한다. 또한 주식발행업무를 담당하는 인수회사로 하여금 발행회사에 대하여 보다 책임 있고 정확한 실사를 하도록 강제하기 위한 것으로도 볼 수 있다. 이 때 주목할 점은 증권거래법 제14조는 그 책임의 범위를 “발행인과 인수계약을 체결한 자”로 규정하여, 단순히 대표주관업무를 담당하는 증권회사뿐 아니라, 인수계약에 참여한 모든 증권회사를 손해배상책임의 범위 내에 포함하고 있다

41) 유가증권신고 당시 발행회사의 이사 또는 유가증권신고서의 작성에 참여한 공인회계사, 감정인 혹은 신용평가기관도 허위 기재 혹은 중요사항의 누락에 대해 손해배상책임을 부담한다(증권거래법 제14조 제1항 제1호 및 제2호).

는 점이다. 이것은 손해배상책임을 부담하는 자들의 범위를 확대함으로써, 투자자보호를 강화하려는 것으로 보인다.<sup>42)</sup>

미국의 1933년 연방증권법의 경우에도 발행회사 외에 유가증권신고서의 작성에 참여한 자와 인수회사를 모두 포함하여 민사책임을 지도록 규정하고 있다.<sup>43)</sup>

## (2) 인수회사의 면책요건

증권거래법 제14조 제1항에서는 부실기재로 인한 손해배상책임을 부담하는 자들을 규정하면서, 그 단서에서 배상책임을 져야 하는 자가 상당한 주의를 하였음에도 불구하고 이를 알 수 없었음을 증명하거나, 혹은 유가증권의 취득자가 취득 청약시에 그 사실을 안 때에는 면책을 인정하고 있다. 이것은 미국의 1933년 연방증권법 제11조 (b)항에서 인정하고 있는 due diligence 항변과 동일한 성격의 것으로 동 규정 역시 손해배상책임자가 “상당한 주의”를 하였음을 적극적으로 입증하는 경우, 책임이 면책될 수 있음을 규정하고 있다.

그렇지만 두 규정 모두 면책을 위한 “상당한 주의”의 기준과 내용에 대하여는 구체적으로 언급하고 있지 않다.<sup>44)</sup> 미국의 1933년 연방증권법

42) 인수업무에 참여하지 않은 경우라도 사업설명서를 작성하거나 교부한 자도 총체적으로 손해배상책임을 범위에 포함시키고 있다. 사업설명서를 교부한 자에게도 손해배상책임을 부과한다는 점은 특기할 만하다(증권거래법 제14조 제1항 제4호).

43) 1933년 미국 연방증권법 제11조 (a)항은 민사책임의 피고적격자에, 유가증권신고서에 서명한 자와, 유가증권신고서 제출 당시 이사, 유가증권신고서의 작성에 참여한 회계사, 엔지니어, 평가사 등 전문가, 인수인을 포함시키고 있다.

44) 다만 우리 나라의 경우 신정제지사건(서울지법 1994. 5. 4. 92가합11689 판결)에서 법원이 신정제지사의 대표주관회사였던 대한증권에 대해, 상당한 주의를 다했음을 인정하여 손해배상책임의 면책을 인정한 바 있다. 이 사

의 경우 제11조 (c)항에서 합리성의 기준으로 “분별있는 사람이 자신의 재산을 관리하는 경우에 요구되는 정도”를 제기하고 있지만 이것만으로는 그 구체적인 내용을 짐작하기 어렵다. 또한 SEC가 발행회사 이외의 관련자, 특히 인수회사의 due diligence에 관하여 Rule 176을 제정하여 합리적인 조사를 하는 과정에서 고려해야 할 요소들을 제시하였지만 역시 그 내용이 매우 추상적이어서 due diligence를 이행하는 과정에서 고려해야 할 최소한의 내용을 제시하는 수준에 그칠 뿐이다.<sup>45)</sup>

#### 나) 증권회사의 행위준칙으로서의 due diligence

그 동안 due diligence는 주식발행과 관련하여 발행회사와 인수회사 등이 발행공시의 부실기재 등으로 손해배상책임을 지는 경우에도 상당한 주의를 기울여 조사를 했다면 책임으로부터 면제될 수 있다는 소극적인 요건으로서 기능하여 왔다. 그렇지만 증권회사는 인수인으로서 유

---

건에서 대한증권은 신정제지주식회사의 기업공개업무를 맡기로 하고, 기업공개에 따른 대표주관계획서 작성 및 유가증권분석에 필요한 자료를 얻기 위해, 2차에 걸쳐 현지에 출장하고 외부감사인이 작성한 감사보고서와 그 감사를 거친 재무제표를 검토하는 등, 상당한 주의를 다하였다고 주장하였는데 이것이 받아들여진 것이다. 한편, 미국의 경우에도 BarChris 판결 (Escott v. BarChris Construction Co., 283 F. Supp. 643 (S.D.N.Y 1968))에서 대표주관회사의 due diligence가 문제된 바 있으나, 법원이 합리성의 구체적인 기준이나 내용에 대해 다루지는 않았다.

45) Rule 176에서 합리적인 조사를 위해서 고려해야 할 요소로서 제시한 것들은 다음과 같다. ① 발행회사의 유형, ② 증권종류, ③ 책임을 추궁당할 자의 자격, ④ 피고가 임원인 경우 그 직위, ⑤ 피고가 이사인 경우 발행회사와 다른 관계가 있는지 여부, ⑥ 임직원 기타 직무상 특정한 사실을 알고 있어야 할 자에 대한 합리적인 신뢰, ⑦ 인수인의 경우, 인수계약의 내용, 당해 피고의 인수인으로서의 역할, 발행회사의 정보에 대한 접근 가능성, ⑧ 어떤 사실이나 서류가 인용된 경우, 피고가 그 인용된 사실이나 서류가 포함된 유가증권신고서를 제출할 때 그 사실이나 서류에 관하여 책임을 지고 있었는지의 여부이다.

가증권의 발행과 관련하여 투자자보호 및 거래의 공정을 저해하거나 증권업의 신용을 추락시키는 행위를 하지 말아야 할 의무도 있는데,<sup>46)</sup> 이러한 측면에서 증권회사의 주식발행업무와 관련된 행위준칙으로서 due diligence를 요구하기도 한다. 그리하여 증권거래법시행령에서는 주식발행업무와 관련하여 증권회사 또는 그 임직원이 하여서는 안 되는 금지행위를 구체적으로 열거하고 있다.

증권거래법 시행령은 유가증권의 인수계약을 체결한 발행인이 유가증권신고서, 예비사업설명서 및 간이사업설명서를 포함하는 사업설명서에 허위기재를 하거나 중요사항을 누락하는 것을 방지하기 위해 필요한 적절한 주의를 기울이지 아니하는 행위를 금지행위로 규정하고 있으며,<sup>47)</sup> 이를 위반하는 경우 금융감독위원회에 의한 행정적 제재조치를 받을 수 있다. 증권거래법시행령은 금지행위의 형태로 내용을 규정하고 있지만, 실질적으로는 주식발행업무를 담당하는 증권회사로 하여금 발행회사가 허위기재나 중요사항의 누락을 하지 못하도록 하기 위한 “적절한 주의”를 기울이도록 요구하고 있는 것이다.

증권거래법 제14조에서는 “상당한 주의”라고 표시하고 있는 것에 비해, 증권거래법 시행령 제35조의 3에서는 “적절한 주의”라는 용어를 사용하고 있다. 그렇지만 이것이 내용상의 구체적인 차이를 가지고 있는 것으로 보기는 어려우며, 결국 미국의 1933년 연방증권법 제11조에서 규정하고 있는 합리적인 주의의무, due diligence의 의무와 같은 내용으로 보아야 할 것이다.

다만 due diligence의 체계적 지위와 관련하여, 증권거래법시행령 규정을 통해 인수회사의 due diligence 의무를 유가증권신고서의 부실기재로 인한 손해배상책임에 대한 항변이라는 소극적인 면책요건으로서만이 아니라, 증권회사의 보다 적극적인 의무로 해석할 수 있는 여지가 있다.

46) 증권거래법 제52조 제3호.

47) 증권거래법시행령 제36조의3 제1호 가목.

Due diligence 의무를 단순히 소극적인 의미로만 파악하는 경우에는 소송법적으로 인수회사가 손해배상책임을 면하기 위한 일종의 항변에 불과하다. 그렇지만 증권거래법시행령에서는 인수업무를 담당하는 증권회사로 하여금 부실기재나 허위공시에 대한 적절한 주의를 기울이지 않은 경우 증권회사에 대해 금융감독위원회가 적극적으로 제재조치를 부과할 수 있도록 함으로써 증권회사의 건전영업행위준칙으로서의 의미도 지니게 되었다.

#### 다) 자율규제기관에 의한 due diligence 규제

자율규제기관인 증권업협회도 증권발행시장과 증권회사 인수업무의 공정성과 건전성을 확보하기 위하여 증권회사의 due diligence에 관련된 여러 규정을 두고 있는데, 이에는 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」과 「대표주관업무 모범기준」이 있다.

##### (1) 유가증권 인수업무에 관한 증권업협회규칙

「유가증권 인수업무에 관한 규칙」은 제3조에서 대표주관계약에 발행회사의 경영실적, 영업관련사항 및 주요재무항목 등에 대한 자료확인 및 현지조사, 발행회사의 재무회계 및 세무관리에 대한 지도 및 점검, 유가증권신고서의 기재사항 점검, 발행회사 및 그 최대주주 등에 대한 평판 등에 대한 점검 등의 내용을 포함하도록 하고 있다. 이들 내용과 관련하여 보다 구체적인 내용은 증권업협회의 「대표주관업무 모범기준」에 제시되어 있다.

(2) 증권업협회의 대표주관업무 모범기준

증권업협회는 모범기준에서 대표주관회사의 업무처리에 관한 기본원칙을 확인하고, 대표주관계약의 체결 전과 체결과정, 체결 후를 나누어 각 단계에서 대표주관업무 처리에 필요한 구체적인 내용을 제시하고 있다.<sup>48)</sup>

동 모범기준은 대표주관회사가 발행회사에 대한 대표주관업무를 수행하는 과정에서 투자자의 입장을 우선적으로 고려해야 하며, 발행회사에게 불리하더라도 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 정보는 적극적으로 공개하도록 해야 한다는 원칙을 제시하고 있다. 이 점은 투자자와 발행회사의 매개자로서의 대표주관회사의 역할을 발행회사가 아닌 투자자의 이익에 보다 초점을 맞추도록 한 것으로 보인다.

모범기준에서 주목할 만한 점은 대표주관계약을 체결하기 전에 발행회사의 신뢰도 즉 발행회사 및 그 최대주주, 주요 주주 및 임원 등의 도덕성·윤리성, 신용도 및 법규위반여부 등에 대한 평가를 하도록 권장하고 있다는 것이다. 대표주관계약의 체결 후의 기업실사에 관하여 증권업협회의 모범기준은 매우 구체적인 검토사항을 제시하고 있다. 예를 들어 기업실사 전에 발행회사의 사업분야에 정통한 직원을 실사담당에 배치하도록 하거나, 구체적인 실사계획을 작성하도록 권장한다. 발행회사로

48) 증권업협회에서는 2002년 11월에 대표주관업무 모범기준을 작성하여 공시하고, 2003년 2월에는 due diligence를 위한 체크리스트를 작성하였다. 동 체크리스트에서 제시하고 있는 내용의 상당 부분이 미국의 기업공개과정에서 due diligence의 이행을 위해 참조하는 내용과 유사하다. 그 예로 검토가 필요한 서류목록으로, 회사의 설립 관한 서류 일체, 정관, 이사회와 주주총회의 회의록, 회사의 경영조직에 관한 기록, 등록 및 정부기관 관련 제출 서류, 회계서류 및 관련 내부 정보, 발행회사의 재무구조, 회사의 사업과 관련된 중요계약(예를 들면, 합병이나 회사분리, 합작투자 등), 고용 관련 서류 및 주주관계, 환경법에 따른 회사의 잠재적인 책임여부에 관한 검토서류, 회사의 소송 및 관련 서류, 회사소유의 부동산 및 지적재산권을 포함한 무체재산권 관련 서류 일체, 세금관련 서류, 기타 관련 서류 일체 등을 제시하고 있다.

부터의 일반적인 조직 및 인원 관련 자료, 영업 및 계약 관련 자료, 재무·회계·세무 관련 자료, 생산 관련 자료 및 기타 관련산업 자료에 이르기까지 발행회사와 관련된 다양한 자료의 검토를 요구하고 있다. 이러한 서류 검토 이외에도 발행회사의 주요시설을 방문하고 임·직원 및 주요주주 면담을 하도록 권장하고 있다.<sup>49)</sup>

물론 증권업협회의 기업실사 모범기준이나 *due diligence* 체크리스트가 모든 유형의 발행회사 및 기업공개에 적용될 수 있는 것은 아니며, 해당 기준이나 점검사항을 완료하였다고 해서 그것이 완전한 기업실사임을 보장하는 것은 아닐 것이다. 그렇지만 종래 형식적인 서류검토에 그치던 기업실사 관행을 지양하고, 본래적인 기업실사의 모범을 제시하는 기준으로서 의미는 충분하다고 본다.

## 2) 증권회사 *due diligence*의 중요성 증가

미국의 1933년 연방증권법 제11조의 내용에서 알 수 있듯이, 주식발행업무를 담당하는 증권회사의 손해배상책임을 면하기 위한 항변의 일종이었던 합리적인 주의의무의 이행이 오늘날 주식발행업무과정에서 보다 중요해지는 이유에 대해서 생각해 볼 필요가 있다. 왜냐하면 이것은 단순히 면책을 위한 하나의 항변에서 그치는 것이 아니라, 규제기관의 부족한 심사기능을 보충하고 투자자를 위한 일종의 보험으로서 작용하기 때문이다.

증권거래법에서는 유가증권의 발행과 관련하여 발행회사로 하여금 다양한 내용의 공시의무를 이행하도록 강제하고 있고, 증권업협회나 증권거래소, 금융감독위원회 등 유가증권발행 관련 규제기관들이 유가증권

49) 이 때 임·직원 면담과 관련하여 주로 임원의 능력 및 자질, 직원의 전문성이나 숙련도, 근무 만족도, 회사의 위험 및 향후 전망, 발행회사의 경쟁력 등에 대한 평가 등에 관한 내용을 제시하고 있다.

발행을 위한 예비심사나 유가증권발행의 신고를 담당하고 있다. 그렇지만 이들 규제기관들이 과연 발행회사가 제출하는 유가증권신고서 및 기타 관련서류의 내용이 진실하고 객관적인 것인가에 대해 구체적으로 심사할 수 있는 충분한 인력과 시간, 그에 따른 권한을 가지고 있는가는 의문이다. 결국 발행회사가 제공하는 유가증권신고서 및 사업설명서 등의 공시관련서류의 내용에 대한 실질적인 진실성(integrity)은 누가 확인할 수 있을 것인가에 대한 문제가 남게 된다. 발행회사로서는 가능한 한 높은 가격으로 유가증권을 발행하고자 하기 때문에, 가능한 한 긍정적이고 낙관적인 정보에 대해서만 공개하려 할 것이고 불리하거나 잠재적으로 위험한 사항에 대해서는 침묵하려 할 것이다. 따라서 공시내용의 정확성과 진실성을 발행회사에게 맡길 수는 없다.

바로 이러한 점에서 주식발행업무를 담당하는 증권회사의 역할이 중요해진다. 인수인으로서의 증권회사는 투자자와 발행회사의 매개자인 동시에, 규제기관으로서도 발행회사에 비해 신뢰할 수 있는 당사자로서의 역할을 기대할 수 있기 때문이다. 따라서 증권거래법은 주식발행업무를 담당하는 증권회사에게 발행과정에서 공시의 부실이행이나 허위공시가 있는 경우 그에 대한 손해배상책임을 부담시키고 있다. 이것은 법이 증권회사가 발행회사와 함께 유가증권발행의 중요한 당사자임을 인정하는 것이라고도 볼 수 있을 것이다. 다만 증권회사는 주식발행의 직접적인 주체가 아니기 때문에, 허위기재나 중요사항의 누락으로 인한 손해배상 책임을 면하기 위한 방편으로 그 주체인 발행회사에 대한 합리적이고 적정한 조사를 하도록 법을 통해 간접적으로 강제하는 것이다.

결국 증권발행시장의 신뢰성 제고에 있어 가장 중요한 문제라고 할 수 있는 공시 내용의 진실성을 주식발행업무를 담당하는 증권회사의 합리적인 주의의무를 통해 확보하려는 것이라고 볼 수 있다. 즉 투자자는 주식발행업무를 담당하는 증권회사의 전문적인 조사를 통해 발행회사에 대한 보다 정확한 분석 정보를 얻을 수 있고, 규제기관은 공시 관련 서

류의 실질적 정확성을 간접적으로나마 확보할 수 있게 되는 것이다.

미국의 경우에도 마찬가지지만, 특히 우리나라의 경우 공모발행은 저가발행이 대부분이었고, 시장이 평가하는 적정 가격에 비해 매우 낮게 발행되어서 공모발행주식은 대부분 투자자에게 고수익을 보장하는 중요한 투자수단이였다. 또한 주식발행업무를 담당한 증권회사에게 강도 높은 시장조성의무를 부과함으로써, 가격 급락으로 인한 위험도 상당히 낮았다. 이러한 저가발행 상황에서는 적정한 공모가격의 결정을 위한 기업실사가 사실상 의미를 가지기 힘들다. 기업실사가 충분히 이루어지지 않았음을 이유로 공모가격이 부당하게 높게 책정됨으로써 투자자가 실제로 손해를 보는 일이 많지 않을 것이기 때문이다.

그렇지만 향후 저가발행의 관행이 상당부분 수정되어 시가에 가까운 공모가격 책정이 이루어지는 경우, 증권회사의 시장조성의무도 폐지된 상황에서 투자자의 위험도가 그만큼 높아질 수밖에 없다. 이에 투자자는 과연 공모가격이 적정한 것이었는가에 대한 의문을 제기할 수 있고, 그 과정에서 주식발행업무를 담당한 증권회사가 기업실사를 제대로 했는가에 대해 문제가 제기될 것이다. 주식발행업무를 담당하는 증권회사의 입장에서라도 발행시장에서의 자신의 평판이나, 투자자들의 손해배상소송제기 등을 고려하여 발행회사에 대하여 보다 철저히 조사할 수밖에 없을 것이다. 따라서 증권회사의 합리적인 주의의무(due diligence)의 중요성은 앞으로도 더욱 증대될 것이다. 그러나 그 구체적인 내용이나 기준을 법에서 정하기보다는 발행회사에 대한 실사를 담당하는 증권회사의 자율에 맡기는 것이 바람직할 것으로 보인다.

## 5. 개선 방향

이상에서 살펴본 바에 따르면, 증권회사의 주식발행업무 수행의 질에 대한 평가가 정확하게 이루어지지 않고, 그에 따른 시장으로부터의 규율이 확실하게 작동하지 않을 때 증권회사는 발행회사의 이익에 입각하여 주식발행업무를 수행함으로써 단기적 이익을 추구할 유인을 가질 수 있다. 따라서 주식발행업무 수행의 공정성 및 발행공시의 충실성을 확보하기 위해서는 시장 규율의 효과성을 제고하는 것이 가장 중요하며, 이를 위해서는 증권회사별 주식발행업무에 대한 정확한 평판이 형성될 수 있도록 하는 것이 필요하다. 주식발행업무의 불공정한 수행으로 얻을 수 있는 단기적 이익의 가치보다 그로 인하여 가해지는 시장으로부터의 벌(penalty)의 가치가 훨씬 크다면 증권회사들은 그러한 행위를 하지 않게 될 것이다. 그리고 그 벌은 주식발행업무 시장에서의 경쟁력 약화 및 시장점유율의 하락이라는 형태로 나타나게 되며, 경쟁력을 결정하는 가장 중요한 요소는 주식발행업무 역량에 대한 시장의 평판이다. 즉 시장 참여자들이 증권회사별 옥석을 정확하게 가려낼 수 있도록 만드는 것이 중요한 관건이며, 이러한 필요성에 따라 본 보고서에서는 제Ⅵ장에서 주식발행업무에 대한 평가지표의 한 형태를 제시하고 있다.



## IV. 공모가격 결정 관련 이해상충

---

1. 이해상충의 본질 및 현상: 저가발행(underpricing)
2. 한국의 저가발행 현상
3. 관련 규제 제도 현황
4. 개선 방향



## IV. 공모가격 결정 관련 이해상충

### 1. 이해상충의 본질 및 현상: 저가발행(underpricing)

공모가격의 결정은 주식발행, 특히 시장가격이 존재하지 않는 IPO에 있어서 가장 핵심적인 문제이며, 발행회사와 투자자의 이해가 가장 첨예하게 부딪치는 이슈이다. 발행회사는 공모가격을 가능한 한 높게 하여 적은 수의 주식 발행으로 많은 자금을 조달하려고 할 것이고, 투자자는 가능한 한 낮은 가격에 주식을 매입하여 기대수익률을 높이려고 할 것이다.

IPO에서 공모가격과 최초거래일 증가로 계산된 수익률이 매우 높은 현상은 많은 국가에서 보편적으로 관찰되는 현상으로서, 그 이유에 대한 다양한 설명이 시도되어 왔다. 첫 번째 그룹의 설명은 어떤 이유로 인하여 대표주관회사가 공모가격을 의도적으로 낮게 설정한다는 저가발행(underpricing)이다. 정보 비대칭(Rock(1986), Beatty and Ritter(1986)), 발행회사의 위험도(Ritter(1987)), 대표주관회사의 법적 책임의 회피(Tinic(1988), Hughes and Thakor(1992)), 미래 편익을 위한 신호(Allen and Faulhaber(1989)), 정보의 연쇄파급효과(information cascade) 방지(Welch(1992)), 대표주관회사의 시장조성(market stabilization) 부담(Schultz and Zaman(1994), Aggarwal(2000)) 등이 이 그룹에 속하는 대표적인 설명들이다. 두 번째 그룹의 설명은 불합리한 수준의 과도한 공모주에 대한 투자자들의 수요(Aggarwal and Rivoli(1990), Ritter(1991)) 때문에 높은 최초거래일 수익률이 나타난다는 것이다. 본 보고서에서는 저가발행에 초점을 맞추어 논의를 진행한다.

IPO 저가발행이 야기하는 이해상충은 발행회사의 기존 주주로부터 IPO 주식을 배정받는 투자자에게로 부의 이전을 발생시킨다는 점에 있

다. 예를 들어 현재 기업의 가치가 7억원이고 주식 수가 7만주로서 1주당 가치가 1만원인 기업이 3만주의 신주를 발행하여 IPO를 실시하는 경우를 생각해 보자. 공모가격이 5,000원이라고 하면 이 회사는 1억 5,000만원(3만주×5,000원)의 자금을 조달하게 되어 기업가치는 8억 5천만원이 된다. 그리고 총 발행주식 수는 10만주로 증가하여 1주당 가치는 8,500원이 된다. 따라서 기존 주주의 부는 주당 1,500원씩 총 1억 500만원이 감소하게 되며, 이 부는 IPO 주식을 매입한 투자자에게 이전된다. 이들 신규 주주들이 투자한 금액은 1억 5,000만원이지만 IPO 후 가치는 2억 5,500만원(3만주×8,500원)이 되는 것이다.

아울러 발행회사는 저가발행으로 인하여 자신의 가치에 합당한 만큼의 자금을 조달하지 못하게 된다. 앞의 예에서 공모가격이 기업의 가치를 정확히 반영하는 1만원으로 결정되었다면 이 기업은 3억원을 조달할 수 있었을 것이며, 기존주주 보유 주식 가치의 희석(dilution)은 발생하지 않는다.<sup>50)</sup> 공모가격과 최초거래일 종가와의 차이에 공모주식 수를 곱한 금액을 “money left on the table”이라고 하며, 최초거래일 종가가 기업가치를 반영하는 가격이라고 한다면 이 금액이 저가발행으로 인하여 기업이 조달하지 못한 금액의 크기가 된다.

그렇다면 발행회사 및 기존 주주가 이와 같이 자신에게 손실을 가져오는 저가발행, 즉 지나치게 낮게 결정되는 공모가격을 용인하는 이유가 무엇인지가 관심의 대상이 된다. 앞에서 언급한 바와 같이 저가발행을 이유로 유상증자시에 대표주관회사가 교체되거나, 해당 증권회사의 평판이 저하되었다는 뚜렷한 증거는 없다. 이에 대한 가능한 설명으로 Loughran and Ritter(2002)는 “prospect theory”를 제시하였다. 즉 기존 주주는 저가발행으로 인한 손실과 상장 이후 가격의 상승으로 인한 자신의 보유지분 가치의 상승을 비교하여 후자의 기대치가 더 큰 경우 저가

50) 5,000원의 공모가격으로 3억원을 조달하기 위하여 6만주의 신주를 발행한다면 희석의 정도는 훨씬 심화될 것이다.

발행을 용인한다는 것이다. 앞의 예에서 상장 이후 주가가 어떤 이유로 인하여 1만원 이상으로 상승한다면 기존 주주의 부는 증가하게 된다. 인터넷 버블 시기와 같이 IPO를 실시하는 기업들의 미래 전망에 대한 기대가 비정상적으로 높고, 따라서 주가가 높게 형성되는 경우에 이러한 현상이 가능하다. 그리고 Ljungqvist and Wilhelm(2003)은 인터넷 버블 시기의 극단적인 저가발행이 이 이론에 의하여 설명될 수 있음을 보였다.

## 2. 한국의 저가발행 현상

저가발행 현상은 한국에서도 예외가 아니며, 그 정도는 미국 등 주요 선진국보다 더 심하다. <표 IV-1>은 2002년 1월부터 2003년 8월까지의 기간 중 거래소 및 코스닥에서 이루어진 IPO를 대상으로 저가발행의 정도, 즉 최초거래일 수익률의 대표 통계량을 보여주고 있다. 이 기간 중 최초거래일 수익률의 평균은 거래소가 33.6%, 코스닥이 56.45%로 코스닥에서의 저가발행이 더 심했음을 알 수 있다. 대표주관회사의 규모와 저가발행의 정도 사이에는 뚜렷한 상관관계가 보이지 않는다. 또한 수수료율과 저가발행의 정도 사이에서도 뚜렷한 상관관계를 발견할 수 없으며,<sup>51)</sup> 이는 발행회사가 직접비용인 수수료율을 높게 책정하는 대신 저가발행의 정도를 줄임으로써 간접비용(즉 부의 이전)을 줄인다는 가설을 뒷받침하지 않는다.

<표 IV-2>는 주요국의 저가발행 정도를 보여주고 있다. <표 IV-1>과 비교할 때 한국의 저가발행 정도가 현저하게 크다는 것을 알 수 있다. 이와 같이 한국에서 저가발행의 정도를 더 크게 만드는 한국 특유의 요

51) 수수료율과 최초거래일 수익률간의 상관관계는 거래소의 경우 -0.09, 코스닥의 경우 0.15이다.

인으로서 지적될 수 있는 것으로 우선 대표주관회사의 시장조성의무를 들 수 있다(김정호(2002)). 발행된 주식에 대한 상장 후 시장의 안정성 확보를 위하여 대표주관회사가 개입하는 market stabilization이 발행회사와 대표주관회사간의 계약에 의하여 이루어지며, 대부분 초과배정옵션(overallotment options)을 통하여 이루어지는 외국과는 달리, 한국에서는 2003년 8월까지 대표주관회사의 시장조성은 공모주식 전량에 대하여 실시해야 하는 규정상의 의무사항이었다.

**<표 IV-1> 대표주관회사 규모별 IPO 최초거래일 수익률  
(2002. 1 ~ 2003. 8)**

(단위: %)

		거래소	코스닥
대형	평균	40.09	55.15
	Min	0.00	-9.05
	Median	24.74	50.00
	Max	130.00	100.00
중형	평균	12.76	59.11
	Min	-10.00	-10.00
	Median	13.18	66.67
	Max	38.94	127.27
소형	평균		26.42
	Min		-10.00
	Median	-	16.32
	Max		100.00
신설·전환	평균	76.63	67.67
	Min	23.25	-3.23
	Median	-	100.00
	Max	130.00	100.00
전체	평균	33.60	56.45
	Min	-10.00	-10.00
	Median	22.10	56.19
	Max	130.00	127.27

자료: 증권거래소, 코스닥증권시장, S-IPO

&lt;표 IV-2&gt; 주요국의 IPO 최초거래일 수익률

(단위: %)

국가	조사 기간	최초거래일 수익률
프랑스	1983-1998	9.5
홍콩	1980-1996	15.9
일본	1970-2000	26.4
영국	1959-2000	17.5
미국	1960-2000	18.4

자료: Ritter(2003)

즉 후술하는 바와 같이 공모가격 결정에 매우 큰 영향력을 행사하고 있는 주요 기관투자자 배정 물량까지도 시장조성의 대상에 포함시킴으로써 대표주관회사가 공모가격 결정에 있어서 가질 수 있는 권한과 시장조성에서 부담해야 하는 의무가 일치하지 않게 되었다. 또한 시장조성 여부를 공모가격을 기준으로 설정함으로써 시장 전체적 요인에 따른 주가하락까지도 대표주관회사가 책임을 져야 하는 결과를 초래하였다. 따라서 대표주관회사가 느끼는 시장조성의무 부담은 외국보다 훨씬 클 것으로 생각되며, 따라서 대표주관회사는 시장조성에 돌입하게 될 확률을 줄이기 위하여 공모가격을 낮게 결정할 유인이 있다는 것이다.

또한 공모가격의 결정 방식 역시 저가발행을 초래할 수 있는 원인으로 지적할 수 있다.<sup>52)</sup> 한국에서는 IPO 공모가격은 기본적으로 수요예측이라고 불리는 일종의 bookbuilding의 결과를 토대로 발행회사와 대표주관회사의 협의에 의하여 결정된다. 그러나 대표주관회사가 물량배정(allocation)에 있어서 전적인 재량권(discretion)을 가지며, bookbuilding에 참여하는 기관투자자들간에 참여 가격을 통한 치열한 물량배정 경쟁이 이루어지는 외국과는 달리, 한국에서는 물량배정 기준이 규정으로 정

52) 공모가격의 결정 방식과 저가발행의 관련성에 대한 일반적인 논의는 Ritter(2003)를 참고 바람.

해져 있어서 대표주관회사의 재량권이 제한되며,<sup>53)</sup> 수요 측면에서의 경쟁이 활발하게 이루어지지 않고 있다. 특히 고수익증권투자신탁에의 배정을 의무화함으로써 이를 운용하고 있는 3~4개 대형 투신사의 수요예측에서의 영향력이 매우 커지게 되었다. 따라서 이들 대형 투신사들이 수요예측 가격을 낮게 제시하면 그에 따라 공모가격 역시 영향을 받는 현상이 나타나게 되었다. 이는 결과적으로 발행회사로부터 고수익증권투자신탁 투자자에게로 부의 이전을 초래하는 것으로 볼 수 있다.

한국에서도 기존 주주가 IPO를 통한 보유 주식의 가치 제고를 목적으로 저가발행을 용인한다는 prospect theory가 설득력을 얻고 있다. 기존 주주의 입장에서는 회사의 전체 발행주식 중에서 공모로 매각되어 시장에서 유통되는 주식의 수가 적을수록, 즉 발행주식의 공급을 줄일수록 공모 후 높은 가격 상승을 기대할 수 있다는 기대를 가질 수 있다. 2002년 1월부터 2003년 8월 사이 기간 중 이루어진 IPO의 공모 비율, 즉 전체 발행주식 수 대비 공모주식 수의 비율은 <표 IV-3>과 같으며, 거래소와 코스닥 모두 30% 정도의 수준을 보이고 있다.<sup>54)</sup> 최초거래일 수익률과 공모 비율간의 상관관계는 거래소의 경우 0.08로 매우 낮은 반면, 코스닥의 경우 -0.23으로 어느 정도 추론과 일치하는 결과를 보여주고 있다.

53) 현재 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」에 규정되어 있는 물량배정 기준은 다음과 같다. 거래소 상장외의 경우 우리사주조합 20%, 고수익증권투자신탁 45%, 일반청약자 20%, 기관투자자 15%. 코스닥 등록외의 경우 고수익증권투자신탁 55%, 일반청약자 35%이며, 일반청약자 배정분 중 20%까지 우리사주조합에 배정이 가능하다.

54) 이 수준을 외국과 직접 비교하는 것은 자료의 미비로 곤란하였다. 다만 미국의 Netscape사 IPO시 전체 발행주식 수 3,812만주 대비 공모주식 수는 500만주로서 공모비율은 13.1%였다. 이와 비교할 때 우리나라의 공모비율이 외국에 비하여 낮다고 말하기는 어려운 것으로 판단된다.

<표 IV-3> 전체 발행주식 수 대비 IPO 공모주식 수 비율  
(2002. 1 ~ 2003. 8)

(단위: %)

거래소		코스닥	
평균	25.07	평균	27.69
Min	10.26	Min	10.70
Median	30.00	Median	30.00
Max	31.72	Max	36.06

### 3. 관련 규제 제도 현황

앞에서 살펴본 바와 같이 주식발행시 공모가격의 결정은 가장 핵심적인 문제이고, 발행회사와 투자자의 이해가 가장 첨예하게 부딪치는 이슈이다. 현재 IPO시의 공모가격 결정에 대한 규제는 거의 존재하지 않는다. 발행회사와 대표주관회사가 서로 협의하여 발행물량이 시장에서 충분히 소화될 수 있는 가격으로 결정하는 것으로 충분하다. 그러므로 적어도 공모가격의 결정에 관한 한 시장원리에 근거한 제도가 마련되었다고 볼 수 있다. 그러나 강제배정제도라든지 의무적 put-back option 제도로 인해 공모가격의 결정을 자율화한 조치는 사실상 그 의미가 많이 퇴색되었고 저가발행의 관행이 형성되었다.

공모가격을 적절하게 정하는 것이 중요한 이유는 발행회사의 입장에서는 발행주식의 가격을 제대로 평가받을 수 있어야 필요자금을 효율적으로 조달할 수 있기 때문이며, 수요자인 투자자의 입장에서는 적절한 가격에 공모주식을 취득하여야 투자수익을 얻을 수 있기 때문이다. 따라서 발행회사와 투자자의 중개자 입장에 있는 대표주관회사는 양자의 이

익을 조정하면서 공모발행에 참여하는 모든 당사자들이 win-win할 수 있는 적절한 공모가를 발견하여 공모발행을 성공적으로 유도하여야 할 책임이 있는 것이다.

이하에서는 먼저 공모가격 결정이 자율화된 내용을 검토하고, 이어서 시장조성제도를 폐지하고 새로이 도입된 put-back option 제도를 살펴보기로 한다. 그리고 마지막으로 IPO와 대비되는 유상증자시의 공모가격 결정방식에 대해 살펴보기로 한다.

### 가. 공모가격 결정의 자율화

일반적으로 발행회사는 공모가격을 높게 책정하고자 한다. 만약 공모가격이 회사의 내재가치에 비해 낮게 정해지면, 충분한 자금조달에 차질이 생길 뿐 아니라, 기업 이미지도 훼손되어 장기적인 성장에 지장을 받을 가능성이 있기 때문이다. 한편 투자자는 가급적이면 저렴한 가격으로 주식을 취득하고자 할 것이다. 대표주관회사가 발행회사의 요구를 전적으로 수용하여 공모가격을 지나치게 높여서 실제 발행 후 가격이 폭락한다면 투자자들의 불만이 폭증할 수 있다. 또 투자자의 요구와 향후 시장조성의무만 고려해서 지나치게 저가로 발행가격을 결정하려는 경우에는 주관업무를 위임받지 못하게 될 것이다. 따라서 인수회사는 상반된 입장에 있는 투자자와 발행회사의 입장을 적절하게 고려하여 발행가격을 결정해야 한다.

현재 기업공개나 협회등록공모를 위한 주식공모의 경우 원칙적으로 수요예측결과를 감안하여 인수회사와 발행회사가 가격을 협의하여 정하도록 되어 있다.<sup>55)</sup> 기존에 적용되던 획일적인 주식가치 분석기준과 부실

55) 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제5조 제1항.

분석에 대한 제재가 폐지되어 자유화되었으며,<sup>56)</sup> 수익가치 산정을 위한 미래 추정실적에 대한 공표의무 역시 면제되었다. 수요예측방법을 자율화<sup>57)</sup>하여 공모가격 결정에 관한 제한을 폐지하고, 특히 공모금액이 50억 미만인 경우에는 수요예측 실시 의무마저 면제하였다.<sup>58)</sup>

공모가 결정의 자유화 조치에도 불구하고 현재 증권회사들의 발행회사 가치평가(valuation) 방법은 큰 차이를 보이지 않고 있다. 대부분의 경우 P-multiples(PER, PBR, PSR 등), EV/EBITDA 등 유사기업과의 비교를 통하여 공모 희망가격을 결정하는 경우가 대부분이다. 50억 미만의 소규모 공모에 대해 수요예측의무를 면제하는 등 공모가격 결정방식을 자율화하였으나 대다수의 기업들이 모두 수요예측으로 공모가격을 결정하고 있다. 또한 수요예측을 통한 공모가격 결정방식도 과거 증권업협회

---

56) 기존에는 일정 기준을 가지고 주식의 본질가치와 상대가치를 분석하고 그 결과를 유가증권신고서에 기재하도록 의무화하는 한편, 주식가치 분석기준에 따라 예측한 손익과 실제손익을 사후에 비교하여 협회가 부실분석에 대해 제재조치를 부과하였다. 그러나 개선방안에서는 대표주관회사가 다양한 방법으로 주식가치를 평가할 수 있도록 유가증권분석기준을 폐지하고, 분석결과의 유가증권신고서 기재여부는 대표주관회사와 발행회사가 자율적으로 결정토록 하였으며, 이러한 유가증권분석의 자율화에 따라 부실분석에 대한 제재도 함께 폐지하였다.

57) 수요예측의 방식, 수요예측 참가기관에 대한 공모주식의 배정기준, 공모금액의 결정기준 등은 기존 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」에 의하던 것을 2002년에 자유화하였다. 종전에는 수요예측에 대해 수요예측 참여대상 및 절차를 규제하였고, 공모가격은 수요예측 평균금액의  $\pm 30\%$ 이내에서 결정하도록 하였다.

58) 공모예정금액이 50억원 미만인 경우에는 ① 인수회사와 발행회사가 협의하여 정한 단일가격으로 하던지, ② 대표주관회사가 사전에 정한 방법에 따라 청약자로부터 경매의 방식으로 청약을 받은 후 최저공모가격 이상의 청약에 대해 배정하는 경우에는 당해 청약자의 청약가격으로 하던지, 또는 ③ 대표주관회사가 사전에 정한 방법에 따라 청약자로부터 경매의 방식으로 청약을 받은 후 산정한 단일가격을 공모가격으로 할 수 있다. 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제5조 제1항.

가 제시하던 방법을 그대로 답습하여 시행함으로써 공모가격 결정방식의 자율화를 통한 IPO시장의 효율성 제고라는 제도개선 취지는 다소 퇴색하였다.

이러한 현상은 새로운 공모가격 결정방식이 갖고 있는 한계점이 검증되지 않은 상태에서 새로운 방식을 쉽게 적용하기 어렵고, 경매방식의 경우 공모가 예측이 어려운데도 시장조성의무가 적용되었던 점에 따른 위험을 부담하여야 하는 제도적 요인도 작용한 것으로 분석된다.<sup>59)</sup> 그리고 감독당국에 친근한 기존의 분석방식을 사용함으로써 유가증권신고서 심사를 용이하게 하려는 취지도 담겨있는 것으로도 보인다.

주식의 공모가격을 자유롭게 결정할 수 있도록 한 조치는 IPO시장이 시장원리에 근거하여 운영될 수 있도록 하였다는 측면에서 바람직하다고 판단된다. 기업가치를 평가하는 작업 자체가 획일적인 모형에 의해 이루어지기 어려운 것이므로, 유가증권 분석의 자율화는 적절한 조치였으며, 대표주관회사가 주식발행업무를 보다 효율적으로 할 수 있도록 한다는 점에서 긍정적이다. 시장조성의무를 폐지한 것도 인수회사의 인수 위험(underwriting risk)을 줄이기 위해 공모가격을 너무 보수적으로 산정하게 되어 발행회사 입장에서는 자금조달 비용의 증대로 귀결되는 것을 방지하기 위한 조치라고 보여진다. 또한 공모가격 결정방식을 발행회사의 성격에 따라 경매나 확정공모가, 수요예측방식 등으로 보다 다양하게 하는 것도 바람직한 방법이라고 판단된다.

그러나 공모주식 배정비율 및 put-back option에 대한 제한이 여전히 남아 있어, 주식발행업무의 핵심적인 요소인 공모가격의 결정 및 공모주식의 자율적 배분이 제한됨으로써 자율성 제고를 통한 IPO시장의 효율성 확보 및 증권회사의 투자은행으로의 발전이라는 제도개선 취지가 퇴색된 점이 없지 않다. 배정비율의 강제, 특히 고수익증권투자신탁에 상당 부분

---

59) 금융감독원(2003)

을 배정함으로써 수요의 과점 현상을 초래하여 공모가격이 낮게 정해지는 원인이 되고 있으며, 결국 이 과정에서 발행회사가 손해를 감수할 수밖에 없게 된다. 따라서 현재와 같이 발행회사의 희생을 전제로 한 주식 발행체계를 보다 market mechanism에 충실하도록, 발행회사가 실제 가치에 근거하여 주권을 발행할 수 있는 제도가 설계되어야 할 것이다.

발행시장에 참여하는 각 당사자들은 자신들의 정당한 이익을 대변할 수 있어야 한다. 따라서 주식발행업무의 자율성을 제한하는 여러 가지 제도적 요인과 불필요한 규제를 지속적으로 완화·폐지하고, 동시에 주식발행업무의 건전성에 대한 사후감독시스템 및 시장평판에 의한 주식발행업무 질서가 확립될 수 있는 환경이 구축될 수 있도록 해야 할 것이다. 이를 위해서는 감독당국의 증권회사에 대한 행정적인 제재 보다는 시장의 평판에 의한 제재가 더욱 중요하다. 공모가격의 결정이 과연 적정했는지 여부에 대해 사후적으로도 투자자나 발행회사가 검증해 볼 수 있도록, 당해 증권회사나 증권업협회 홈페이지에 공모된 주식의 공모가는 물론이고 공모이후의 시장에서 형성된 가격에 관한 자료의 게시를 강화할 필요가 있다.

미국의 경우에도 공모가격은 발행회사와 인수회사들간의 협의에 의해 결정된다. 발행회사는 공모되는 주식의 분매를 용이하게 할 수 있는 한, 가장 높은 가격을 원한다. 반면 인수회사들은 당해 공모수량 이상으로 청약되고 유통시장에서도 강세가 유지될 수 있는 수준으로 공모가격을 정하고자 한다. 이러한 이해상충요인으로 인해 드물지만 양 당사자들이 가격에 대해 합의하지 못하고 공모가 좌절되기도 한다.<sup>60)</sup>

---

60) Reicin et al.(2002)

## 나. 시장조성의무의 폐지 및 일반청약자에 대한 put-back option 부여

2003년 9월부터는 인수증권회사의 시장조성의무<sup>61)</sup>를 폐지하고, 그 대신에 인수회사가 일반청약자 배정분에 한해 상장후 1월 이내에 공모가격의 90% 이상으로 장외에서 매수토록 의무화하였다.<sup>62)</sup> 기업공개 또는 협회등록공모를 위한 주식의 인수회사는 공모주식을 배정하면서, 일반청약자에게는 공모주식을 인수회사에 매도할 수 있는 권리를 부여하고 (put-back option), 일반청약자<sup>63)</sup>가 당해 권리를 행사하는 경우에는 유가증권시장 및 협회중개시장 밖에서 이를 매수해야 한다. 종전의 획일적이고 강제적인 시장조성의무를 폐지함으로써 투자자의 무분별한 투자를 억제하고 기관투자자의 신중한 수요예측 참여를 통한 공모가격의 합리적 결정을 유도할 수 있게 되었다. 한편 IPO시장의 자율적인 견제기능이 작동될 수 있는 동시에 발행회사도 보다 원활하게 자금을 조달할 수 있도록 하였다.

기존에는 기업공개 및 협회등록공모시 공모가격에 대한 인수회사의 책임을 부과하기 위하여 시장조성을 강제하였는데, 이로 인하여 여러 가지 문제점이 발생하였다. 먼저 공모주식에 대한 투자위험이 크지 않았다. 시장조성의무로 인하여 공모주식의 투자위험이 10% 정도로 낮았기

61) 주권의 상장·등록후 일정기간 모집·매출 주식의 거래를 원활하게 하기 위하여 시장조성을 수행하는 증권회사는 모집·매출가격을 초과하여 매입하거나 모집·매출가격을 하회하여 매도하여서는 안 된다(증권거래법 제 83의12 제2항).

62) 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제11조.

63) 일반투자자 중에서도 인수증권회사가 책임을 지는 대상을 공모에 직접 참여하였던 일반청약자로 제한한 것은, 이 때의 일반청약자는 가격결정에 참여하지 못한 채, 대표주관회사가 제시한 가격을 그대로 수용하여 배정받기 때문이다(price-taker로서의 일반청약자에 대한 보호).

때문에 공모주식이 안정적 투자수단으로 인식되어 일반 개인투자자들도 공모주식의 위험에 대한 부담없이 참여할 수 있었다. 하지만 이것은 자기판단과 책임에 의한 주식투자라는 기본원칙에 부합하지 않는 것이다. 둘째, 인수회사가 발행 후 시장조성 부담을 회피하기 위해서, 공모가격을 필요 이상으로 저평가하면서 기업의 원활한 자금조달이 저해되었다.<sup>64)</sup> 셋째, 증권회사의 과도한 인수부담으로 주식발행업무 영업을 활발하게 이루어지지 않았다. 넷째, 기타 주식발행과 관련된 여러 가지 왜곡현상의 원인이 되었다. 예를 들어 시장조성의무에 따라 공모주식이 10%의 손실위험만을 가지는 옵션으로 인식되어, 과다청약과 같은 가수요가 폭발적으로 증가했다. 또한 기존 주주, 수요예측에 참여하여 실제로 공모가격 결정을 주도한 기관투자자<sup>65)</sup> 및 유통시장에서 매입한 투자자도 시장조성의 대상이 되어 증권회사의 인수책임과 관련이 없는 투자자까지도 보호되는 반면, 실제 공모에 참여한 투자자는 매도기회를 상실하는 경우도 발생하였다. 그리고 증권회사가 공모가격의 결정에 직접적으로 영향을 미칠 수 없는 경매방식의 공모를 실시하기가 곤란하였다.

현재 증권업협회의 회원으로서 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」의 적용을 받는 인수회사로부터 공모주식을 취득한 일반청약자에 대해서는 인수회사가 의무적으로 공모주식을 일정한 가격으로 다시 매수해야 한다. 하지만 향후 시장원리에 입각한 인수공모제도가 정착되면, 인수회사가 시장상황이나 발행회사와의 관계 등을 종합적으로 고려하여 완전히 자율적으로 put-back option의 부여나 시장조성의무부담을 결정할 수 있도록 하여야 시장 메카니즘에 의한 통제가 이루어질 수 있을 것이다. 이를 위해서는 인수회사, 발행회사, 기관투자자, 일반투자자들이

64) 금융감독원(2003)

65) 대표주관회사 못지않은 분석능력을 보유하고 있는 기관투자자나 고수익펀드에 대해서도 의무적으로 시장조성을 해주도록 함으로써 결과적으로 이들 기관들이 공모가격 결정에 기여할 수 있는 유인을 박탈하여 객관적인 가격발견이 어렵게 되었다.

합리적으로 공모가격에 대해 판단할 능력을 보유하여야만 한다. 특히 일반투자자들의 투자판단능력 성숙이 요구되는데, 이를 위해서는 지속적인 투자자교육과 홍보를 강화할 필요가 있다. 개별 시장참가자들의 투자판단능력이 향상되어야만, 자율화에 따른 부작용 우려 없이도 우리 증시가 보다 시장친화적이면서 규제에 의존하지 않는 효율성이 높은 시스템으로 전환할 수 있을 것이다.

#### 다. 주권상장·협회등록법인의 유상증자시 공모가격 결정

주권상장법인이나 협회등록법인의 유상증자는 다수의 주주가 이해관계를 가지고 있으며, 발행가격이 공정하지 못한 경우에는 기존주주 및 신규주주 모두 피해를 입게 되므로 유상증자의 경우에도 공정성과 투명성의 확보를 위해 공모가격에 대해 일정한 제한을 가하고 있다. 현재 유상증자 공모가격에 대한 규제는 금융감독위원회의 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」이 담당하고 있다. 일반적으로 주권상장법인이나 협회등록법인의 유상증자 방식은 기존주주배정, 주주우선공모, 제3자배정(연고배정), 일반공모증자로 구분되는데, 여기서는 증권회사가 인수회사로서 관여하게 되는 일반공모증자와 주주우선공모를 중심으로 공모가격의 결정에 대해 살펴보기로 한다.<sup>66)</sup>

먼저, 일반공모증자<sup>67)</sup>의 경우에는 기존주주를 대상으로 하지 않으므로 공모가격에 대해 많은 제약을 가하고 있다. 공모가격은 청약일전 제5

66) 기본적으로 발행가액이 주식 액면가액 이상인 경우에는 시가발행에 의한 유상증자를 할 수 있다.

67) 정관의 규정에 따라 구주주의 신주인수권을 배제하고 불특정다수를 대상으로 하여 신주를 발행하는 증자방식을 말한다. 기존주주를 대상으로 하지 않으므로 신주배정기준일 공고 또는 신주인수권 통지 등의 절차가 필요하지 않아 상대적으로 단기간에 자금을 조달할 수 있다.

거래일을 기산일로 하여 기산일부터 소급한 1개월 평균증가, 1주일 평균증가, 기산일 증가 중 높은 가액(기준주가)에 할인율을 곱한 가액으로 하여야 한다. 발행회사가 자율적으로 결정할 수 있는 할인율은 30% 이내<sup>68)</sup>로 제한되어 있다.<sup>69)</sup> 이는 기존 주주 이외의 자를 대상으로 유상증자를 한다는 차원에서 과도한 할인율 적용을 통한 기업가치 희석화 및 기존주주의 피해를 방지하기 위한 것이다. 일반공모증자는 다수의 일반투자자를 대상으로 하는 것이므로 광범위한 청약에 받기 위하여 증권회사와 인수계약을 체결하여 발행하는 간접공모 형태가 일반적이다.

다음으로 주주우선공모증자방식<sup>70)</sup>의 경우에는 주주확정일전 제3거래일을 기산일로 하여 산정되는 1차발행가액<sup>71)</sup>과 우선청약권을 갖는 주주청약일전 제3거래일을 기산일로 하여 산정되는 2차발행가액<sup>72)</sup>을 비교하여 그 중에서 낮은 가액을 발행가액으로 정한다. 비록 발행가액의 산정을 위해서는 금감위규정에 따라서 기준주가를 계산하여야 하는 등 금감위규정에 의해 규제를 받지만, 그러나 기본적으로 주주우선공모시에는

- 
- 68) 종전에는 주주의 신주인수권을 보호하기 위하여 할인율을 10% 이내로 제한하였던 관계로 사실상 이 방식에 의한 유상증자가 거의 이루어지지 않았다고 한다(금융감독원(2002)).
- 69) 다만, 개별주주의 이익 보다는 공익 또는 회사의 경영정상화 등 전체주주의 이익에 반하지 않는 일정한 경우에는 할인율을 제한하지 않는다(「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제57조 제3항).
- 70) 주권상장법인이나 협회등록법인이 신주를 모집하는 경우에 기존주주와 우리사주조합에게 우선청약의 기회를 부여하고 이들이 청약하지 아니한 주식을 다시 일반투자자를 대상으로 모집하는 유상증자방식이다. 주식의 분산효과를 제고하고 주주의 자금력만으로는 자금조달이 쉽지 않은 대규모의 자금조달방식에 활용된다.
- 71) 1차발행가액 = 기준주가 × (1 - 할인율)/(1 + 무상증자비율 + 유상증자비율 × 할인율), 여기서 기준주가는 [(1개월 평균증가 + 1주일 평균증가 + 최근일 증가)/3]과 최근일 증가 중에서 낮은 가액이다.
- 72) 2차발행가액 = 기준주가 × (1 - 할인율), 여기서 기준주가는 [1주일 평균증가와 최근일 증가의 산술평균가액]과 최근일 증가 중에서 낮은 가액이다.

할인율이 자율화되어 있기 때문에<sup>73)</sup> 결국 공모가격의 결정도 자율화되었다고 보아야 할 것이다. 이는 기존주주들에게 우선적인 신주배정권을 부여하기 때문에 주가회색에 따른 주주의 피해를 방지할 수 있기 때문이다.

#### 4. 개선 방향

IPO의 저가발행은 세계적으로도 보편적으로 나타나고 있는 현상이며, 대표주관회사의 전략적 판단, 시장에서의 수요와 공급 등의 복합적 원인으로 인하여 나타나는 현상이기 때문에, 이에 대한 제도적인 장치를 마련하는 것은 매우 어렵고, 또한 바람직하지도 않다. 다만 대부분의 주요 외국에 비하여 훨씬 저가발행의 정도가 심한 한국에서는 저가발행을 심화시킬 수 있는 제도적 요인을 제거하는 것이 필요하다.

우선 대표주관회사의 시장조성의무를 들 수 있는데, 이는 최근 기관투자자에 대해서는 완전히 폐지되었고, 일반투자자들에 대해서는 put-back 옵션을 부여하는 것으로 제도가 변경됨으로써 상당한 개선을 이루었다고 볼 수 있다. 궁극적으로는 시장조성 관련 사항을 규정에서는 완전히 삭제하고, 시장조성은 발행회사와 대표주관회사간의 계약에 의하여 이루어지도록 하는 방향으로 나가는 것이 바람직한 것으로 생각된다.

다음으로 들 수 있는 것은 수요예측 및 물량배정에 있어서의 대표주관회사의 재량권 신장으로, 물량배정 기준에 대한 규정을 철폐해 나가는 것이다. 구체적으로는 수요 측면에서의 과점 현상을 유발하여 소수 기관투자자들의 공모가격 결정에의 영향력을 과대하게 만들고 있는 고수익증권투자신탁에의 배정을 가능한 한 빠른 시일 내에 폐지하여, 수요예측에서 투자자들간의 경쟁이 활성화되도록 할 필요가 있다.

73) 할인율은 발행회사의 이사회에서 자율적으로 결정된다.

## V. 물량배정(allocation) 관련 이해상충

---

1. 대표주관회사의 물량배정 재량권과 관련 이해상충
2. 이해상충 사례: 미국의 CSFB 사건
3. 관련 규제 제도 현황



## V. 물량배정(allocation) 관련 이해상충

### 1. 대표주관회사의 물량배정 재량권과 관련 이해상충

미국을 비롯한 대부분의 국가에서 IPO 공모가격은 bookbuilding을 통하여 대표주관회사가 공모되는 주식에 대한 수요 현황을 파악함으로써 이루어지며, 이 과정에서 bookbuilding이 갖는 가장 큰 특징은 공모주식을 bookbuilding에 참여한 기관투자자들에게 배정함에 있어서 대표주관회사가 전적인 재량권을 갖는다는 점이다(Jenkinson and Ljungqvist(2001), Ritter(2003)). 저가발행이 일반적인 IPO의 경우 투자자들은 보다 많은 공모주식을 배정받기 위하여 경쟁을 하게 되며, 대표주관회사는 자신의 재량권을 자신의 이익을 추구하는 수단으로 전략적으로 이용할 유인을 가질 수 있다. 즉 대표주관회사는 자신과 장기적 사업 관계를 맺고 있는 기관투자자를 물량배정에서 우대하는 경향이 있음이 여러 연구들에 의하여 알려져 있다(Benveniste and Spindt(1989), Benveniste and Wilhelm(1990), Sherman(2000), Cornelli and Goldreich(2001), Aggarwal, Prabhala and Puri(2002), Ljungqvist and Wilhelm(2002)). 또한 대표주관회사는 특정 기관투자자에게 hot IPO시 많은 물량을 배정해 주는 대가로, 이 기관투자자가 cold IPO에도 적극적으로 참여해주기를 기대한다(Hanley and Wilhelm(1995)).

이러한 이유로 인하여 미국에서는 IPO와 관련된 여러 이슈 중에서 이해상충이 가장 표면적으로 두드러지고, 따라서 관심과 우려의 대상이 되는 것이 바로 이 물량배정 문제이다. 지난 2002년 미국에서는 이 IPO 공모주식의 배정과 관련된 증권회사들의 행위에 대하여 뉴욕주 검찰 및 SEC에 의하여 광범위한 조사가 이루어졌고, 언론을 통하여 많은 관심을 끈 바 있다. 이 조사를 통하여 기관투자자 혹은 발행회사와의 통상적인

사업 관계에 입각한 물량배정 이외의 다음과 같은 몇 가지 행위들이 알려지게 되었다.<sup>74)</sup>

첫 번째는 기관투자자로부터의 kickback을 통한 이익의 분배(profit-sharing)이다. 이는 대표주관회사가 특정 기관투자자에게 물량을 많이 배정해 주는 대가로 그 기관투자자는 이후 자신의 매매거래 주문을 해당 IPO의 대표주관회사를 맡은 증권회사에게로 집중시키고, 매매거래수수료 또한 통상적인 수준보다 훨씬 높게 지불하는 것이다. 이렇게 함으로써 기관투자자가 IPO 공모주식을 배정받아 얻게 되는 이익의 상당 부분을 대표주관회사를 맡은 증권회사에게 돌려주게 된다.

두 번째는 laddering이라는 행위로서, 이는 물량배정을 받은 기관투자자가 상장 후 유통시장에서 해당 주식을 어느 정도 기간 동안 그 시점의 시가로 매입함으로써 발행 주식의 가격을 유지하거나 끌어올리는 것이다. 즉 대표주관회사가 부담해야 하는 공모 후 서비스의 일부를 기관투자자가 부담함으로써 물량배정을 많이 받은 대가를 지불하는 것이다.

세 번째는 spinning으로서, 이는 IPO 공모주식 물량 중 일부를 미래의 잠재적인 주식발행업무 고객이라고 생각되는 기업의 CEO와 CFO 등 경영자들에게 특혜로 배정해주는 것이다. 이를 통하여 그 기업의 경영자와 관계를 맺고, 주식을 발행하게 될 경우 대표주관회사 선정 경쟁에서 유리한 지위를 차지하려는 것이다.

공모가격 결정에서 언급한 바와 같이 한국에서는 수요예측을 기초로 하여 공모가격이 결정되기는 하지만, 물량배정에 있어서 대표주관회사의 재량권이 상당 부분 제한되어 있다.<sup>75)</sup> 따라서 물량배정의 재량권 사용을

74) 가장 집중적인 조사의 대상이 되었던 CSFB의 사례는 제IV장에서 자세하게 소개된다.

75) 이러한 점에서 수요예측을 미국에서와 같은 의미에서의 bookbuilding과 동일하게 보기는 곤란하다. 따라서 본 보고서에서는 의도적으로 “수요예측”과 “bookbuilding”의 두 가지 용어를 구분하여 사용하였다.

중심으로 한 미국에서와 같은 형태의 이해상충 현상은 현재로서는 나타나고 있지 않다. 그러나 고수익증권투자신탁에의 배정 비율이 점차로 감소하고 이에 따라 대표주관회사의 물량배정 재량권이 증대될 것으로 예상되기 때문에<sup>76)</sup> 한국에서도 장차 미국과 같은 형태의 이해상충 현상이 발생할 가능성은 존재한다고 볼 수 있다.

## 2. 이해상충 사례: 미국의 CSFB 사건

2001년과 2002년에 걸쳐서 미국의 IPO 시장에서 가장 큰 이슈로 대두되었던 대표주관회사의 자의적 물량배정을 둘러싼 논쟁의 중심에는 CSFB가 있다. Frank Quattrone이라는 인물을 중심으로 일어난 CSFB 사건은 SEC, NASD 등의 규제기관 및 뉴욕주 검찰의 조사를 통하여 그 내용이 알려지게 되었고, IPO 물량배정과 관련된 이해상충 현상을 잘 보여주고 있다.

### 가. CSFB의 IPO 업무 개요

#### 1) IPO 시장에서의 CSFB의 성장

IPO 시장에서 Morgan Stanley나 Goldman Sachs에 비해 상대적으로 낮은 시장점유율에 머무르고 있던 CSFB는 1998년에 IPO 시장에서 일약 선두 투자은행으로 도약하게 되었다. 닷컴으로 일컬어지던 첨단기술 기

76) 최근 발표된 개선안에 의하면 고수익증권투자신탁에의 배정 비율을 2004년 9월까지 30%까지 축소하도록 되어 있다(금융감독원(2003)).

업의 IPO가 집중적으로 이루어지던 1999년과 2000년 사이에 CSFB는 IPO 시장에서 거대한 위치를 차지하게 되었다. 1999년에는 79건의 기술주 IPO의 대표주관업무를 담당하였고, 2000년에는 60건의 IPO 대표주관업무를 맡았다. 이러한 주식발행업무로 올린 수익 실적은 다른 투자은행들에 비해 거의 두 배에 달하는 것이었다. CSFB가 1999년에 IPO 업무를 통하여 올린 수익은 630억 달러로 2위를 차지한 Morgan Stanley보다 140억 달러나 높은 것이었다.

## 2) CSFB의 IPO 업무

CSFB는 1999년과 2000년 사이의 기술주 중심의 hot IPO 시장에서 많은 수익을 올렸다. CSFB에서 IPO 업무를 수행하는 부서로는 우선 Global Investment Banking Division(IBD)이 있으며, 이 부서는 최초 대표주관계약에서부터 SEC 등록 및 효력발생에 이르기까지의 과정에서 공모주식에 대한 마케팅과 공모가격의 결정을 담당하였다. Global Equity Capital Markets Department(ECM)는 부서 내의 syndicate desk를 통하여 기관투자자들에 대한 물량배정을 결정하였다.

한편 Equity Sales Department에는 기관투자자들을 대상으로 CSFB의 조사분석보고서를 제공하고, IPO에 대한 마케팅도 수행하는 research sales 인력 및 기관투자자들의 계좌 관리를 담당하는 institutional sales trader 인력이 있었다. Private Client Services(PCS)는 기관투자자고객으로 분류하기에는 너무 규모가 작은 기관투자자고객이나 일반 개인고객으로 분류하기에는 다소 규모가 큰 고객(일명 "middle market")을 담당하는 부서이며, 그 중에서도 Technology PCS Group은 이들 고객들 중에서도 CSFB의 기술주 그룹의 middle market을 담당하는 곳이다.

IPO 물량배정은 두 가지로 나뉘어 이루어지는데, 하나는 기관투자자

들의 계좌(institutional accounts)이고 다른 하나는 소매계좌(retail accounts)이다. 기관투자자의 계좌는 대형 뮤추얼펀드에서부터 소규모 헤지펀드 및 private equity를 포함하며, 소매계좌로 분류되는 middle market의 계좌는 PCS Group과 Technology PCS Group이 관리하였다. 이 계좌들은 주로 소규모 기관투자자들이나 사모펀드 그리고 최우량 개인고객들로 구성되었다.

### 3) Frank Quattrone

CSFB가 IPO 시장에서 급속한 성장을 이룩하게 된 것은 Frank Quattrone의 영입과 맞물려 있다. Quattrone은 17년 동안 Morgan Stanley에서 일해 오다 Deutsche Morgan Grenfell(이하 DMG)을 거쳐 CSFB로 들어오게 된 인물이다.

1990년 초반 Morgan Stanley의 캘리포니아 지점에서 근무하던 시기에 Quattrone은 단지 무명의 직원이었다. 그러나 1990년대 중반부터 Quattrone이 주목했던(그러나 본사에서는 주목하지 않던) 기술주들은 크게 상승하기 시작하였고 그래도 회사가 그의 능력을 인정하지 않자 Quattrone은 몇 명의 파트너와 함께 1996년에 DMG로 옮겼다. DMG에서 그는 Carter McClelland의 도움으로 그가 Morgan Stanley에서 요구했으나 받아들여지지 않았던 사항, 즉 “firm-within-a-firm”이라는 자체 예산과 PR직원, 마케팅팀을 가지며 실리콘 밸리의 개인금융을 관리할 만한 수준 높은 핵심 브로커를 가진 회사 내의 독자적인 자치부서를 가질 수 있었다. 그러나 1998년의 아시아 금융위기 이후 DMG에서는 더 이상 Quattrone을 지원해줄 수 없었다. 그래서 그는 1998년 7월에 동료인 William Brady, George Boutros와 함께 CSFB로 옮기게 된다. 그는 CSFB로 오면서도 “firm-within-a-firm”의 구조를 고집하였다. 즉, DMG에서 Quattrone의 휘하에 있던 부서가 고스란히 이름만 바뀌어 CSFB에

자리를 잡게 된 것이다.

1998년 후반부터 2003년 2월까지 Quattrone은 CSFB의 Global Technology Group(이하 Tech그룹) 및 Technology PCS Group의 책임자로서 투자은행업무와 조사분석, 그리고 위탁매매업무에 이르는 광범위한 영역에서 수백명의 직원을 지휘하면서 재량권을 행사하였다.

## 나. 제기된 문제점들

앞에서 언급한 바와 같이 1999년과 2000년 사이의 인터넷 버블 기간 동안 기술주의 IPO 시장은 극심한 저가발행 현상을 보였다. 이들 주식들은 상장 첫날 두배 내지는 세배 이상으로 가격이 상승하였기 때문에 많은 CEO들과 벤처 캐피탈리스트에게 있어서 큰 이익의 원천이었다. 저가 발행된 IPO의 물량배정을 원하는 투자자들은 많고, 동시에 대표주관회사는 IPO 물량배정에서 독자적인 재량권을 가짐에 따라 투자자와 대표주관회사 사이에서 많은 문제점들이 제기되었다.

### 1) Spinning

CSFB의 Tech그룹이 투자은행업무에서 상위자리를 지속적으로 차지할 수 있었던 이유 중의 하나는 특정한 기술기업, 주로 미래의 잠재적인 투자은행업무 고객인 기업의 경영자들에게 hot IPO의 공모주식을 배정해 주었기 때문이다. 이 부서에서는 기업의 경영자들 중에서도 회사의 업무에 도움이 되는, 예를 들면 대표주관회사의 선정에 영향을 미칠 만한 사람들을 골라내었다. Quattrone은 소위 "Friends of Frank account"를 만들어 이러한 영향력 있는 사람들, 즉 기술관련 회사의 CEO들이나 벤처캐피탈리스트, 고액자산가들에게 계좌를 개설해 주고 IPO 공모주식

의 일부를 배정하여 이 계좌에 입고시켜 주었다. 이 계좌들은 고객 자신들이 직접 매매거래를 할 수 없도록 한 대신 매달 비공식적인 운용보고서를 고객들에게 보냄으로써 실현된 수익과 앞으로 실현될 기대수익을 보고하였다. CSFB는 이와 같은 “spin” 및 “flip”을 통해 엄청난 부를 만들어 내었다. “Friends of Frank account”는 300개가 넘게 만들어졌으며, 사실상 사업상 뇌물의 성격을 가진다고 보아야 할 것이다.<sup>77)</sup>

## 2) Kickback을 통한 profit sharing

기관투자자들이 주식거래에 대하여 증권회사에 지급하는 수수료는 NYSE에서 일반적으로 주당 5센트였다. 하지만 좋은 서비스에 대한 대가로 증권회사에 더 많은 업무를 맡기거나, 수수료를 최대 주당 5센트 정도 더 지불하는 것도 Wall Street에서는 일반적인 관례였다. 그러나 인터넷 버블 시기에 IPO 공모주식을 통한 수익률이 두 자리 수가 아닌 세 자리수로 올라가게 되자 엄청난 수익원이 되는 IPO 공모주식을 배정받는 것이 투자자들 특히 기관투자자들에게 중요한 문제로 떠오르게 되었다. CSFB는 높은 수익이 보장된 IPO 공모주식을 특정 고객에게 배정해주는 대신에 배정을 통해 얻은 수익의 일부를 그 고객으로부터 되돌려받기 원했다. CSFB는 이 목적을 달성하기 위해 고객이 얻은 수익의 일부를 그 고객의 위탁매매거래에 대하여 주당 1달러가 넘는 거액의 수수

77) 기술기업들의 CEO들은 IPO시 주주의 이익을 위하여 공모가격이 최대한 높게 결정되도록 노력해야 함에도 불구하고 낮은 공모가격에 이익을 제시하지 않았다. 왜냐하면 CEO로서의 역할도 존재하나, 자신의 개인계좌에 배정 받은 주식으로 인해 상장 직후 생기는 시세차익을 얻을 수 있었으며, 이것은 낮은 공모가로 인한 비난쯤은 충분히 감내할 만한 것이었기 때문이다. Quattrone은 이들에게 이러한 이익을 제공하는 대가로 향후 기업이 다른 거래를 할 때 CSFB를 이용할 것을 기대한 것이다. 이러한 이해상충의 소지 때문에 Ritter(2002)는 “Friends of Frank account”와 같은 편파적인 배정을 받는 계좌를 만들지 못하게 해야 한다고 주장하였다.

료를 부과하는 형태로 되돌려 받았다.

Quattrone과 “Friends of Frank account”를 담당하였던 Mike Grunwald는 PCS부서에 부임하면서 부서 사람들에게 이 방법을 통해 더 많은 수익을 벌어들이라는 압력을 넣었다. (Grunwald의 변호사는 이러한 관행이 그가 부임하기 전부터 있어왔던 것이라고 주장하고 있다.) 또한 증권회사의 브로커들에게 돌아가는 많은 액수의 돈은 브로커 개개인의 성과는 물론 팀 전체의 수익과도 관련되어 있었기 때문에 SEC의 규정 위반 여부가 이러한 관행을 거부할 수 있는 이유가 되지 않았다.

#### <사례: VA Linux IPO >

Kickback을 통한 profit sharing의 가장 대표적인 사례는 VA Linux Systems(Linux), Inc.이다. 1999년 12월 9일에 상장된 Linux의 공모가격은 30달러였으나 거래 첫날 주당 239.5달러에 마감되었다(수익률 697%).

CSFB는 대표주관회사로서 506만주의 주식 중 약 410만주를 배정하였는데, 이 IPO 공모주식을 배정 받은 대가로 일부 기관투자자들은 다음과 같은 방법으로 이익의 거의 절반을 CSFB와 나누어야만 했다. 그 사례들은 다음과 같다.

1) 1999년 12월 9일에 13,500주의 Linux 주식과 El Sito(Linux와 같은 날에 상장된 회사로 최초거래일 수익률은 108%였다.) 주식 20,000주를 배정받은 한 기관투자자는 그 대가로 200만 주의 Compaq주식을 주당 0.5달러의 수수료를 내면서 거래하는 방식으로 1백만 달러를 CSFB에 지급하였다.

2) Linux사 12,500주와 El Sito사 10,000주를 배정 받은 기관투자자는 최대 주당 3달러의 위탁매매수수료를 지급함으로써 1999년 12월 9일에 438,960달러, 10일에 295,600달러 등 총 734,560달러를 CSFB에게 지급하였다.

3) Linux사 12,500주를 배정 받은 또 다른 기관투자자는 1999년 12월 9일과 10일에 걸쳐 AT&T, Citigroup, Compaq 등의 주식을 주당 0.5달러에서 많게는 2.75달러까지 수수료를 내면서 거래하여 총 565,000달러를 CSFB에 지급하였다.

CSFB는 이러한 모든 사항에 대해 전혀 공시를 하지 않았다.

현재 Linux의 주가는 상장 이후로 끊임없이 하락하여 1달러 아래에서 머물다가, 6월 들어 상승하여 2003년 7월 24일 현재 2.07달러로 마감된 상태다.

### 3) 조사분석보고서의 왜곡

Quattrone의 부서에서는 조사분석(research)이라는 것이 투자은행업무의 이익을 위한 도구로 여겨졌고, 따라서 조사분석 부서와 투자은행 부서 사이의 차단벽은 전혀 존재하지 않았다. 그는 과장된 조사분석보고서를 요구하기도 하였고, 이익예측(earnings forecast)을 좀 더 높이기를 종용하기도 하였다. 또한 애널리스트의 성과급 지급체계를 Tech그룹이 투자은행업무로 벌어들이는 수익과 연계시킴으로써 투자은행업무 고객들에게 우호적인 보고서를 발간하고 투자등급을 유지하는 데 신경을 썼다. 애널리스트의 보상은 기본급과 성과급으로 이루어지는데, 성과급이 기본급보다 훨씬 더 많은 액수를 차지하고 있었다.<sup>78)</sup>

#### 다. 사건의 결말

NASD는 CSFB에 hot IPO 공모주식의 배정을 대가로 투자자에게 높은 수수료를 부과한 혐의로 5천만 달러의 과징금을 부과했다. 2000년 5월부터 시작된 10개월 동안의 조사 결과 CSFB는 1999년 4월부터 2000년 6월까지 어떻게든 IPO 공모주식을 배정받고자 하였던 사람들의 심리를 이용하여 그들의 이익을 나누는 방식으로 이득을 취해 온 것으로 드러났다. CSFB는 IPO 주식배정으로 인한 이익을 CSFB와 나누겠다고 약속한 고객들에게 더 많은 IPO 주식을 배정해 주었고, 한 분기동안 이러한 이익 나누기 관행으로 챙긴 높은 수수료 수익은 CSFB 전체 수수료수익의 22%에 달하였다. CSFB는 NASD의 주장에 대한 시인이나 부인 없이 총 1억 달러<sup>79)</sup>의 돈을 지불하고 사건을 종결기로 합의하였다.

SEC는 대표주관회사의 우월적 위치를 이용하여 공모주 물량배정 권한을 남용한 혐의로 CSFB를 제소했다. IPO 주식의 자의적 배정 때문에 투자자들에게 수백만 달러의 피해를 입혔다는 것이다. CSFB는 3가지 조건, 즉 1억 달러<sup>80)</sup> 납부와 연방법원에 앞으로 추가위반을 하지 않겠다는 서약을 하는 것, 그리고 새로운 절차와 규정을 채택하는 것에 동의하고 사건을 종결하기로 합의하였다.

또한 NASD는 2002년 1월 22일 Quattrone을 뇌물 제공에 따른 대리

78) Tech그룹의 선임 애널리스트는 기본금으로 10만 달러내지는 25만 달러를 받았지만 성과금으로는 5백만 달러 내지는 1천만 달러 이상을 받았다. 이러한 성과금으로 지급되는 비용은 이 부서 수입의 50%를 차지하였다.

79) 1억 달러 중 7천만 달러는 부당이익에 대한 환수의 형식으로, 3천만 달러는 민사상의 벌금 형식을 띄고 있다. 이 3천만 달러라는 금액은 민사상 벌금 중 최대 금액이다. 사건의 종결을 위한 1억 달러의 돈은 많아 보이지만, 이 회사가 1999년과 2000년 사이에 기술주 IPO 업무로 인해 벌어들인 수수료 수입은 Thomson Financial에 따르면 7억 1,750만 달러에 달한다.

80) 이 1억 달러는 NASD와 합의한 금액을 가리키는 것이다.

인 역할의 위반 및 IPO 주식 배정에 있어서의 불공정행위로 제소했으며, Quattrone은 2003년 3월에 CSFB에서 사직하였다. 그가 높은 수수료나 kickback의 형태로 사적인 부당이득을 취했다는 확실한 증거는 없다. 더욱이 Quattrone의 변호사는 이러한 높은 수수료 관행이 꼭 그에게만 국한된 것이 아닌 업계에 만연한 것이었다고 주장하고 있다. 또한 Quattrone은 자신과 자신의 부서는 CSFB에 의해 희생되었다고 주장하였다. NASD가 지적인 조사의 대상이 된 기간 동안 자신의 부서는 CSFB의 컴플라이언스 팀의 자체조사를 받아왔다는 것이 그 이유이다.

이어서 NASD는 2003년 3월 6일 Quattrone을 spinning 및 조사분석 부서의 객관성을 침해한 혐의<sup>81)</sup>로 제소하였다. 자유재량권을 가진 계좌를 통해 벌어들인 수익은 기술주 기업의 내부자들에게 Tech그룹과 계속 일할 것을 유인하는 일종의 현금성 뇌물과 같은 성격을 가지고 있기 때문에 Tech그룹이 해 온 “spinning”은 NASD Rule 3060<sup>82)</sup>과 Rule 2110<sup>83)</sup>의 위반이라는 것이 이유이다.

### 3. 관련 규제 제도 현황

대표주관회사가 공모주식을 누구에게 얼마만큼 배정할 것인가에 관한 문제는 공모주식의 가격결정을 위한 수요예측과 밀접한 관련이 있으

81) United States Code 18장 §§ 1503, 1505, 1512, 2에 대한 위반혐의. 그는 NASD와 검찰의 조사통고를 받아 이와 관련된 문서를 모두 폐기하라고 지시한 혐의에 대하여 기소되었다.

82) NASD의 회원 및 그와 관련된 사람은 1인당 1년에 100달러가 넘는 금전이나 물품을 업무와 관련된 사람과 직간접적으로 주고받을 수 없다.

83) NASD의 회원과 그와 관련된 사람은 적절하고 공정한 거래의 원칙에 충실히 따라야 한다.

며, 공모 발행 후 시장조성과도 연결된다. 만일 대표주관회사가 공모주식의 배정에 대하여 재량을 가지고 있는 경우, 공모주식에 대한 투자자의 수요와 자체분석, 시장상황 등에 근거하여 보다 시장의 평가에 가까운 공모가격을 결정할 수 있을 것이다. 또한 주식을 발행한 후에도 가급적이면 안정적으로 주식을 보유할 투자자에게 배정하는 것이 대표주관회사의 시장조성 등을 고려할 때 보다 유리할 것이다. 따라서 증권회사의 주식발행업무에 있어서, 물량배정과 관련한 자율성 여부는 주식발행 및 인수업무 전 과정에 걸쳐 공정한 시장가격의 책정을 위한 중요한 지표라고 볼 수 있다.

현재 우리 나라의 경우 물량배정과 관련하여 기관투자자에게 배정할 물량과 일반청약자에게 배정할 한도를 인위적으로 지정하고 있다. 그로 인해 발행회사의 특징이나 현재의 시장상황 등을 고려하여 전략적인 배정을 하기가 어려워, 물량배정을 통한 효율적인 발행시장의 형성에 장애요인으로 작용하고 있다.

이하에서는 공모물량의 배정에 관한 강제적인 배정비율 현황과 공모물량배정의 자율화 필요성에 관한 논의를 전개하고, 자율화로 인해 초래될 수 있는 불공정한 배정문제에 대한 보완책에 대해서도 검토해 보기로 한다. 그리고 공모발행물량의 절대규모를 조절하는 초과배정옵션제도에 대해서도 살펴보기로 한다.

## 가. 주식공모 물량의 배정에 관한 규제

### 1) 강제적인 물량배정비율

주식발행시 배정의 대상은 크게 고수익증권투자신탁을 포함한 기관투자자와 우리사주조합, 일반청약자로 나누어 볼 수 있다. 2003년 8월의

물량배정 비율에 관한 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 개정내용에 따르면, 우리사주조합원에게 기업공개시에는 공모주식의 20%를 의무배정하고 협회등록공모시에는 20%를 재량으로 배정할 수 있으며, 고수익증권투자신탁등에는 30%를 배정하고,<sup>84)</sup> 일반청약자에는 20% 이상 배정하며, 기관투자자에게는 잔여주식을 배정하도록 하였다.

기존 공모주식배정비율의 거의 절반 정도를 차지했던 고수익증권투자신탁에 대한 공모주식 배정은 당시의 경제상황과 밀접한 관련이 있었던 만큼, 금융환경이 변화하는 경우 그에 맞는 조정이 필요하다. 이는 기업구조조정작업이 마무리단계에 들어서면서 고수익증권투자신탁에 대한 공모주식우선배정의 목적이 사실상 퇴색하였으며, 고수익증권투자신탁의 설정잔고도 꾸준히 줄어들고 있음에도 불구하고, 고수익증권투자신탁에 대한 배정비율은 과거와 같이 높은 비율을 유지하면서, 일반 기관투자자에게 비교하여 고수익증권투자신탁에 과도하게 공모주식이 배정된다는 문제가 제기되기 때문이다.<sup>85)</sup> 고수익증권투자신탁을 운용하는 대형 투신사의 경우 이미 수요예측단계에서도 다른 기관투자자에게 비해 가격에 대한 영향력이 커서 저가발행을 유도하고 배정단계에서도 높은 비율의 공모주식을 우선적으로 배정받을 수 있어, 양자간의 형평성 문제가 야기되는 것이다. 이러한 측면에서 2003년 8월 배정비율 조정의 초점이 고수익증권투자신탁에 맞추어졌다는 것은 바람직한 것으로 보인다.

84) 고수익증권투자신탁 시장에의 충격을 최소화하기 위하여 유예기간을 두고 2004년 9월까지 배정비율을 점진적으로 축소하기로 하였다. 따라서 고수익증권투자신탁에 대하여 거래소상장시 45%, 협회등록시 55%를 배정하도록 한 기존비율을 2004년 3월 이후에는 거래소상장의 경우 40%, 협회등록시에는 45%로 줄이고, 2004년 9월 이후에는 개정된 규정에 따라 거래소상장과 협회등록 모두 30%로 배정비율을 축소하기로 하였다.

85) 이들 고수익증권투자신탁에 대한 배정은 배정의 효율성을 기대한 것이 아닌, 거시경제정책상의 배려에 따른 것으로 이러한 투자신탁업계에 대한 특혜성 배정은 결국 IPO시장의 자율성과 효율성을 저해하는 요소가 되고 있다.

<표 V-1> 공모주식 배정비율의 변천 추이

구 분		1998. 4	1998. 9	1999. 5	1999. 11	1999. 12	2000. 5	2000. 6	2001. 8	2004. 3	2004. 9
기업 공개	우리사주	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
	증권저축	12									
	증권금융	28									
	증권저축 /증권금융		20								
	기관(고수익)	40	60	30	40(10)	45(20)	50(30)	60(40)	60(45)	60(40)	60(30)
	일반			50	40	35	30	20	20	20	20
협회 등록 공모 <sup>a</sup>	우리사주			20 <sup>b</sup>	20 <sup>b</sup>	20 <sup>b</sup>	20 <sup>b</sup>	20 <sup>b</sup>	20 <sup>b</sup>	20	20
	증권저축 등	50	50								
	기관(고수익)	30	30	30	40(10)	50(30)	55(44)	65(50)	65(55)	60(45)	60(30)
	일반	20	20	70	60	45	35	35	35	20	20

- a) 협회등록공모의 경우 97년 12월부터 배정비율에 관한 사항을 신설
  - b) 협회등록공모의 경우 2003년 8월 개정 이전까지는 일반청약자배정분의 20%를 우리사주조합에 배정할 수 있도록 했으나, 개정을 통하여 우리 사주조합에 20%를 별도로 배정할 수 있도록 조정하였음.
- 자료: 증권업협회

이와 같이 고수익증권투자신탁에 대한 배정비율을 조정함으로써 대표주관회사의 물량배정에 관한 자율성을 어느 정도 부여하는 것으로 볼 수 있다. 그렇지만 공모주식 배정비율에 대한 제한은 여전히 남아있어 대표주관회사가 공모 후의 가격안정을 전제로 한 물량배정을 할 수 있는 재량이 크지 않다. 따라서 주식발행업무의 핵심적 요소라고 할 수 있는 공모가격의 결정과 자율적 배분 기능은 여전히 제한되고 있으며, 궁극적으로 자율성의 제고를 통한 발행·인수시장의 효율성 확보와 증권회사의 투자은행(investment bank)화라는 제도개선의 취지가 퇴색되었다는 문제는 여전히 남아 있다.

## 2) 공모물량배정의 자율화 논의

현재는 배정비율에 대해 강제하고 있기는 하지만 IPO시장의 효율성 제고와 증권회사의 투자은행화 유도 등을 고려한다면, 대표주관회사의 재량을 확대하는 방향으로 규제가 완화되어야 하고 배정비율 강제 역시 폐지하는 것이 향후 과제일 것이다. 물량배정은 시장 상황과 발행회사 및 공모주식의 특성, 투자자와의 지속적인 사업관계, 과거의 투자행태 등을 고려하여 대표주관회사가 자율적으로 배정할 수 있도록 해야 한다. 물량배정에 관한 대표주관회사의 재량이 인정되어야만 수요예측을 통해 구매력이 높고 장기투자를 할 의향이 있는 투자자에게 적절한 가격에 배정할 수 있을 것이기 때문이다.

그러나 미국의 예에서 알 수 있듯이 물량배정에 관한 대표주관회사의 자율성은 인수시장의 효율성을 확보하기 위한 필수요소이기도 하지만, 동시에 자의적이고 불공정한 물량배정<sup>86)</sup>이 이루어질 수 있다는 위험성도 내포하고 있다. 따라서 물량배정 비율의 완화를 통해 대표주관회사의 자율성을 강화하는 한편, 불공정한 배정에 대한 적절한 보완책도 요구된다. 실제로 2002년 미국에서는 대형 증권회사들이 사업관계의 유지, 향후 인수업무 위임 등을 대가로 공모주식을 불공정하게 배정하는 사례가 확인되었고, 이에 대해 SEC와 NASD가 규제에 대한 검토를 하고 있다.<sup>87)</sup>

86) 예를 들어 미국처럼 증권회사가 공모주식의 배정을 대가로 향후 기업금융이나 중개업무 등의 사업관계를 유지 또는 새로이 시작하는 것을 요구하거나, 배정받은 공모주식의 거래에 대한 매매수수료를 약정을 통해 과도하게 책정하는 방법 등이 있을 것이다.

87) Salomon Smith Barney사가 시행한 월드컴사의 IPO와 관련하여 월드컴사의 CEO 및 관련인들이 동사의 공모주식을 배정받아 큰 차익을 얻었으며, 이 과정에서 SSB사가 매매수수료를 받았다는 의혹이 제기되었으며, 이에 대해 뉴욕주 검찰이 해당 행위의 위법성을 검토한다고 발표하였으나, 아직까지 실제 소송이 제기된 것은 아니다. 대표적인 예는 CSFB사와 관련된 것으로 이들의 불공정한 공모주식 배정관행에 대하여 SEC가 이미 소송을

현재 우리나라의 경우 물량배정에 관한 대표주관회사의 재량은 한계가 명확하다. 배정비율의 한계와 그 범위가 명확하기 때문이다. 대표주관회사가 재량을 행사할 수 있는 부분은 제한된 범위 내에서 그 구체적인 배정 대상을 고려할 수 있을 뿐이다. 그렇지만 통상적으로는 수요에 측단계에서 제시한 수량을 고려하여 비율에 따라 배정하는 방식으로 이루어지며, 일반청약자의 경우에도 크게 다르지 않다. 따라서 현재 관행만을 고려할 때 대가를 전제로 한 불공정한 배정이 이루어지는 예를 확인하기는 어려울 것이다.

### 3) 불공정한 배정에 관한 규제

우리나라와 미국 모두 불공정한 배정에 대한 위험성을 인식하고 그에 대한 규제를 가하고 있다. 우리나라의 경우 2003년 증권거래법 시행령의 개정을 통해 증권회사의 인수영업시의 금지행위의 일환으로 불공정한 배정행위를 구체적으로 금지하는 규정을 두고 있다. 미국의 경우에도 실제로 SEC가 CSFB의 불공정한 IPO 주식배정 관행에 대해 소송을 제기하였으며, NASD 역시 이러한 주식배정 관행을 금지하는 규칙 개정 논의를 시작했다. 만일 SEC가 승소할 경우 NASD의 규칙 개정안도 보다 큰 설득력을 얻을 수 있을 것이며, 대형 증권회사들의 주식배정 관행에도 큰 변화가 있을 것으로 예상된다. 이하에서는 2003년에 신설된 우리나라의 증권거래법시행령 제36조의3과 2002년에 NASD가 제안한 Rule 2712 안을 중심으로 하여 살펴보기로 한다.

---

제기하였다. NASD의 경우에도 SEC와 CSFB의 소송과는 별도로 동 사에게 1억 달러의 제재금을 부과하는 동시에, Rule 2710을 개정하고, 불공정한 배정을 금지하는 것을 내용으로 하는 Rule 2712을 제안한 후 현재 업계의 의견을 수렴중이다. CSFB 사건의 자세한 내용은 제IV장에서 소개한다.

#### 4) 불공정한 인수업무의 금지 : 증권거래법시행령 제36조의3 및 유가증권인수업무규칙 제15조

2003년 2월에 증권거래법 시행령을 개정하여, 증권회사의 불건전한 인수영업 특히 불공정한 배정에 대한 제재근거를 명문화하였다. 규정의 구체적인 내용을 살펴보면, 첫째 유가증권의 발행인 또는 그 특수관계인에 대하여 유가증권의 인수를 대가로 공모 후 당해 유가증권의 매수를 요구하거나 약속하는 행위를 금지하고 있으며, 둘째 유가증권의 배정을 대가로 유가증권의 투자로 인한 이익을 직·간접적으로 분배하거나 유가증권의 추가적인 매수를 요구하는 것을 금지하고, 셋째 유가증권을 부당하게 차별하여 배정하는 행위를 금지한다고 폭넓게 규정하고 있다.<sup>88)</sup>

한편, 자율규제기관인 증권업협회 차원에서도 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」을 통하여 증권회사의 불건전한 인수행위를 금지하고 있다. 즉 증권회사는 인수와 관련하여 발행회사나 투자자에 대하여 인수계약에 명시되지 않은 청약인수, 자금지원 또는 증권의 매매 등 어떠한 형태의 반대급부도 요구할 수 없다.<sup>89)</sup>

우리나라의 경우 강제적인 물량배정원칙 때문에 아직까지는 자의적인 물량배정으로 인한 불공정이 논란이 된 바 없다. 따라서 현재와 같이 대표주관회사의 자율성이 규제되고 있는 상황에서 이러한 규정을 두는 것이 시기상조라고 볼 수도 있을 것이지만, 물량배정 비율 규제의 완화와 대표주관회사의 자율성 강화라는 추세를 고려하면 점차 그 필요성은 증대될 것이다.

88) 증권거래법 시행령, 제36조의3 제1호 나, 다, 라목.

89) 유가증권 인수업무에 관한 규칙 제15조.

가) 미국 NASD에 의한 불공정배정의 규제 : Rule 2710 개정 및 Rule 2712 제정안

종래 NASD는 회원사들의 영업행위에 있어서 일반기준에 관한 규정으로 Rule 2110을 두고 있었으며, 동 조항은 회원사들로 하여금 영업행위과정에서 높은 수준의 상도의와 공정하고 공평한 거래원칙을 준수하도록 규정하고 있다. 동 규정에 관한 NASD의 해석<sup>90)</sup>에서도 기업공개 및 인수업무와 관련하여 회원사들은 선의(bona fide)에 따라 분매할 의무가 있으며 인위적인 가격조정이나 불공정한 분매행위는 Rule 2110을 위반하는 것이라고 보았다. 그러나 Rule 2110은 일반적인 행위규칙으로서, 단지 이 규정만으로는 대표주관회사의 자의적인 배정에 관한 충분한 규제를 할 수 없다는 의견이 제기되었다. 이에 NASD는 기업공개시 물량배정에 관한 대표주관회사의 권한 남용을 방지하기 위해 유가증권의 분매 및 인수업무에 관한 규칙인 Rule 2710을 개정하고, 특히 배정과 관련하여 Rule 2712 제정안(Proposed Rule 2712)을 마련하였다.

(1) Rule 2710 개정

기업금융에 관한 NASD Rule 2710의 내용 가운데, 특히 인수조건 및 인수계약에 관한 내용 중, 기업공개를 하는 발행회사의 임원진에 대한 공모주식의 배정이 있었는가에 대해 공시하도록 개정되었다. 기업공개를 하고자 하는 발행회사와 해당 업무를 담당하는 대표주관회사는 유가증권신고서, 인수계약서 등 기업공개 관련 중요 서류를 SEC와 주의 증권위원회 및 기타 규제기관에 제출하여야 한다.<sup>91)</sup> 이 때의 서류제출과 관련하여 개정이 이루어졌는데, 동 문서를 통해 공시되어야 할 내용 중에, 발행회사의 이사 혹은 임원이 공모발행 과정에서 대표주관회사로부터

90) NASD, Interpretive Memorandum 2110-1.

91) NASD Rule 2710(b)(4).

주식을 배정받았는지의 여부, 혹은 발행 후 일정기간 내에 대표주관회사로부터 기업공개에 따른 주식을 취득하였는지의 여부를 공시하도록 요구하고 있다.<sup>92)</sup>

(2) Rule 2712 제정안

NASD Rule 2712 제정안은 공모발행시 물량배정에 관한 대표주관회사의 자율적인 권한을 존중한다는 기존 원칙 하에서, 이로 인하여 발생하는 부수적인 문제에 대처하기 위한 규정이다. 동 규정은 대형 증권회사들의 공모발행 주식배정에 관한 재량의 남용으로부터 증권시장에 대한 투자자의 신뢰회복을 위한 것이다.

동 규정의 핵심 내용을 살펴 보면, 우선 대표주관회사가 실시하고 있는 주식발행업무 이외에 다른 업무를 해당 증권회사에게 위임한 경우 이에 대한 추가적인 보상 지급 혹은 주식발행업무 이외의 다른 업무를 위임하도록 유인하기 위한 방편으로 공모발행 주식을 배정하는 것은 금지된다.<sup>93)</sup> 또한 공모발행주식의 배정을 조건으로 주식발행 후 대표주관

92) NASD Rule 2710 (b)(6)(vii)의 경우 공모발행을 위한 서류 제출일로부터 180일 이전에 대표주관회사로부터 주식발행회사의 임원 또는 이사가 공모발행에 따른 주식을 배정받은 경우, 이하의 내용을 제출 서류에 기재해야만 한다.

a. 해당 임원 또는 이사의 성명 b. 공모발행 날짜, 공모발행을 실시한 발행회사의 명칭, 임원 또는 이사가 배정받은 주식의 수와 매입가격 c. 공모발행에 따른 주식을 배정받은 임원 또는 이사가 대표주관회사를 선정할 수 있는 권한이 있었는가의 여부

Rule 2710 (b)(6)(viii)의 경우 공모발행이 실시된 후 180일 이내에 발행회사의 임원 또는 이사가 대표주관회사가 공모발행에 따른 지분을 취득하는 경우, 역시 이상의 규정에서 정하고 있는 바와 같은 내용의 정보를 기재하도록 개정하였다.

93) NASD proposed rule 2710(a) : Prohibition of Abusive Allocation Arrangement.

업무를 담당했던 증권회사를 통해 거래하거나 추가적인 주식매입을 하도록 요구하는 것을 금지한다. 이와 같이 공모발행주식의 배정을 조건으로 공모발행 후의 주식거래를 연계하도록 하는 것은 결국 증권회사의 인수업무를 중개업무와 연계시켜 증권회사의 이익을 극대화하려는 의도이기도 하다.<sup>94)</sup>

아울러 공모발행과 관련하여 특정 증권회사에게 대표주관업무를 위임하는 것을 조건으로 발행회사의 임원이나 이사에게 공모발행주식을 배정하는 것을 금지하고 있다. 이 때 공모발행 주식은 반드시 당해 회사의 공모발행 주식 외에도, 대표주관회사가 수행하고 있는 다른 인수업무와 관련된 공모발행의 주식도 포함된다고 본다.<sup>95)</sup> 동 규정은 이러한 배정으로 인해 발행회사의 임원이나 이사에게 회사에 이익이 되기보다는 자기 자신에 이익이 되는 증권회사를 대표주관회사로 선정할 유인이 부여되는 것을 사전에 차단하기 위한 것이다. 이와 관련하여 발행회사의 임원이나 이사에게 배정하는 것 자체를 금지하는 것은 아니지만, Rule 2710를 개정하여 배정받은 임원이나 이사의 성명, 배정받은 주식의 수와 매수가격 등에 대하여 공시하도록 하고 있다.

이 밖에도 인수단(underwriting syndicate)에 대한 위약금(penalty bid)부과를 제한하는 규정을 두고 있다. 이것은 기관투자자와 협회등록 대리인(registerd representative)간에 공모발행주식의 단기매도(flipping)로 인한 위약금 부과를 차별하는 것을 방지하기 위한 것이다. 기관투자자가 배정받은 주식을 단기매도하는 경우 해당 기관투자자는 향후 다른 IPO 주식의 배정에서 불이익을 받을 수는 있지만, 대표주관회사가 그에

94) NASD proposed rule 2710(b) : Prohibition of Aftermarket Tie-in Agreements. 실제로 CSFB의 경우 공모발행 지분의 배정을 조건으로 주식발행 후의 거래를 CSFB를 통해 하도록 했으며, 이 때의 수수료를 통상의 경우보다 훨씬 높은 비율로 부과하여 거액의 수수료 수입을 취득한 바 있다.

95) NASD proposed rule 2710(c) : prohibition of spinning.

대한 위약금을 부과할 수 있는 것은 아니다. 그렇지만 배정받은 주식을 단기매도한 일반청약자를 고객으로 두고 있는 협회등록대리인에게는 대표주관회사가 위약금을 부과할 수 있도록 함으로써, 협회등록대리인이 일반청약자들에게 부당하게 장기보유하도록 중용할 수 있다는 우려가 있다.<sup>96)</sup>

본래 배정받은 주식을 단기매도하는 행위 자체가 대표주관회사가 인수단에게 위약금을 부과하는 것 자체가 위법한 것은 아니며, 발행 후 가격안정을 위해서는 필요한 것이기도 하다. 다만 기관투자자와 협회등록대리인에 대한 차별적인 위약금부과는 형평에 어긋날 수 있으며, 공모발행주식의 대부분이 기관투자자에게 배정되고 공모발행후 오히려 기관투자자들이 장기보유할 필요가 더 크다는 점을 고려할 때, 형평성 제고 차원에서 위약금부과를 제한할 필요가 있다고 본 것이다.

#### 나) 불공정 배정을 규제하기 위한 비교법적 검토

2003년 2월에 신설된 시행령의 내용은 2002년 5월에 NASD가 발표한 Rule 2712 제정안의 내용과 상당 부분 유사하다. 다만 NASD Rule 2712의 경우 실제로 대형 증권사들이 인수업무와 중개업무 부분을 연계하여 공모발행 주식을 배정하고 그에 따른 고액의 중개수수료를 챙긴 사건이 직접적인 계기가 된 것이어서, 우리 나라의 규정에 비해 훨씬 구체적이며 공시에 관한 내용도 보다 강화하고 있음을 알 수 있다. 동 규정은 공모발행과 관련하여 광범위하게 인정되던 대표주관회사의 배정에 관한 재량을 다소간 제한하려는 시도로 보이며, 실제로 Rule 2712에 대한 증권업계나 학계의 반발도 예상되고 있다.<sup>97)</sup>

96) Rule 2712(d)는 Regulation M의 Rule 101에 따른 위약금(penalty bids)이 아니라면, 증권회사들이 자사를 통해 매입한 공모발행 지분을 단기매도하려는 고객을 보유하고 있는 등록대리인(registered representative)에게 부당하게 위약금을 부과하지 못한다고 규정하고 있다.

그러나 우리 나라의 경우 아직까지도 물량배정에 관하여 배정비율의 강제가 존재하고 대표주관회사는 해당 범위 내에서 부분적으로 누구에게 얼마나 배정할 것인가에 관한 재량을 가지고 있을 뿐이다. 그럼에도 불구하고 이 과정에서 대표주관회사가 일정한 대가를 전제로 배정을 할 수 있을 가능성은 얼마든지 존재한다. 또한 현재 배정비율에 대한 조정에도 불구하고 여전히 배정 부분을 강제하는 규정이 있기는 하지만, 그 궁극적인 방향은 강제적인 배정비율의 폐지를 통한 대표주관회사의 자율성 확보라는 점을 생각할 때, 미국에서 일어났던 불공정한 배정 관행은 우리나라에서도 발생가능한 일이다.

대표주관회사의 배정에 대한 자율성과 공정한 배정관행의 확보라는 두 가지 목적 달성을 위해서는 대표주관회사에게 배정에 관한 충분한 재량을 인정하는 동시에, 불공정한 배정에 대한 명확한 정의와 규제가 필요할 것이다. 미국의 NASD Rule 2712 제정안은 이 점을 명확하게 보여주고 있으며, 증권거래법 시행령 제36조의3 역시 불공정한 배정의 발생가능성과 규제필요성에 대해 감독당국이 충분히 인식하고 있음을 보여주는 것이다.

#### 나. 초과배정옵션(overallotment option)

이상에서 설명한 물량배정비율과 불공정배정에 대한 규제가 이미 정해진 발행주식을 누구에게 얼마나 공정하게 배정할 것인가에 대한 문제를 다룬 것이라면, 초과배정옵션은 배정할 발행주식의 물량 자체를 조절

97) 불공정거래나 기존의 Rule 2710, 2210 등으로 해결하는 것으로 충분하며, Rule 2712를 새롭게 도입하는 것은 대표주관회사의 효율적인 인수업무 수행에 바람직하지 않다는 견해도 있다. "Professional responsibility and Liability in a Post-Enron World", P.B.Kennedy, University of North Carolina School of Law Banking Institute. 7 N.C.Banking Inst. 199.

하기 위한 제도이다. 인수업무에 따른 위험과 시장조성위험에 대한 효과적인 관리수단으로서, 2002년 7월에 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」의 개정을 통해 초과배정옵션 제도가 도입되었다.

### 1) 초과배정옵션의 의미와 기능

초과배정옵션이란 공모시에 일정물량을 초과배정하고,<sup>98)</sup> 향후 시장상황에 맞추어 발행주식의 물량을 조절하는 제도이다. 대표주관회사는 주가하락 시에는 시장에서 당해 주식을 매수하고, 주가상승 시에는 발행회사에 신주를 추가로 발행하도록 하여, 공매도 포지션을 청산하게 된다. 대표주관회사는 공모예정 주식수의 15% 이내의 범위에서 추가적으로 투자자에게 배정하고, 매개개시일로부터 30일 이후 40일 이내에 옵션행사일을 정하여야 한다.<sup>99)</sup>

초과배정옵션을 통해 대표주관회사는 가격이 상승하는 경우 추가발행에 따른 인수수수료 수입을 기대할 수 있고, 가격이 하락하더라도 초과배정물량을 시장에서 매입하여 공매도 포지션을 청산함으로써, 공모가격으로 시장조성을 시행하는 효과를 기대할 수 있다. 발행회사의 경우에도 가격이 상승하는 경우에는 대표주관회사의 옵션 행사로 추가적인 발행물량만큼의 자금을 더 조달할 수 있고, 설사 가격이 하락하더라도 대표주관회사가 공매도 포지션의 청산을 위해 발행주식을 매입할 것이기 때문에 그만큼의 위험이 경감된다. 이러한 초과배정옵션은 결국 투자자 보호에 기여할 수 있고, 투자자 스스로도 발행주식을 취득할 수 있는 기회가 더 많아질 수 있다는 점에서 대표주관회사, 발행회사, 투자자 모두에게 각각 유리한 점이 있는 제도라고 볼 수 있다.

98) 실무계에서 초과배정하는 물량은 대표주관회사가 발행회사의 대주주로부터 주식대차하여 청약자들에게 교부하고, 추후에 증권시장이나 발행회사로부터 매수하여 상환하는 방법을 취한다.

99) 「유가증권 인수업무에 관한 규칙」 제10조 제1항.

## 2) 최근의 초과배정옵션제도 개선내용

그렇지만 대표주관회사, 발행회사, 투자자 모두에게 win-win 게임이라는 취지에서 도입된 초과배정옵션은 2002년에 도입된 이래 2003년 7월까지 시행된 총 64건의 공모발행 가운데 겨우 6건의 공모에서 시행되었을 뿐이다. 이것은 초과배정주식의 매입가격을 공모가격으로 제한<sup>100)</sup>함으로써, 대표주관회사로서는 초과배정으로 얻을 수 있는 이익이 옵션 행사시에 발행되는 주식의 인수수수료에 불과하여 초과배정옵션을 선호할 만한 유인이 적었고, 초과배정옵션이라는 제도의 효과에 대한 인식 자체가 부족했기 때문인 것으로 보인다. 그렇지만 실제로 초과배정옵션을 활용한 공모발행 모두 발행 후 주식 가격이 공모가격의 90% 이상을 유지하여 시장조성을 하지 않은 것으로 보아, 초과배정옵션 제도가 공모발행 초기에 가격의 급격한 하락을 예방하는데 상당한 효과가 있는 것으로 볼 수 있다.

이러한 분석을 바탕으로 초과배정옵션의 활성화를 위해 2003년 8월 증권업협회는 유가증권인수업무규칙을 개정하여, 공모발행 후 주가가 하락하는 경우 초과배정주식의 시장매입가격을 공모가격에서 공모가격의 95%로 완화하였다. 이 경우 대표주관회사는 초과배정분만큼의 추가적인 인수수수료 이외에 주가하락 시에도 공모가에 인수한 주식을 공모가의 95%에 매입하여 상환함으로써 주당 5%의 차익을 기대할 수 있게 된다. 따라서 이전의 옵션행사가격을 공모가격으로 제한함으로써 제대로 활용되지 않았던 초과배정옵션 제도에 대한 관심이 높아질 것으로 예상된다.<sup>101)</sup>

100) 미국 NASD의 경우 초과배정옵션 행사가격을 공모가격으로 정하고 있지만, 우리나라의 경우 시장조성 유지가격이 공모가격의 90%(2002년 7월 개정 전에는 80%)이므로 초과배정옵션을 통해 대표주관회사가 이익을 기대하기 어려웠다.

101) 이러한 초과배정옵션이 활성화될 것이라는 전망과는 별도로, 이러한 초과배정옵션이 기관투자자 특히 고수익증권투자신탁에 한정되는 경향이 있어, 일반투자자들이 초과배정에서 소외될 수 있다는 지적도 있다.

## VI. 증권회사 주식발행업무 평가지표 개발

---

1. 평가 항목 및 평가지수 산출 방법
2. 평가 항목의 계산



## VI. 증권회사 주식발행업무 평가지표 개발

기업의 주식발행을 둘러싼 이해상충을 효과적으로 통제하고, 증권회사가 주식발행업무를 공정하고 효율적으로 수행하도록 규율하는 시장 메커니즘이 효과적으로 작동하기 위해서는 각 증권회사의 주식발행업무 수행에 대한 정확한 평판이 형성되어야 한다. 그리고 이를 위해서는 평판 형성에 필요한 정보가 정확하고 충분하게 시장에 공급되어야 한다. 주식발행시장에 참여하는 발행회사 및 투자자들은 이 정보를 기초로 하여 증권회사의 주식발행업무 수행 역량을 평가하게 될 것이다. 본장에서는 증권회사별 주식발행업무에 대한 평판을 명시적으로 측정하여 이를 증권회사별로 비교하여 볼 수 있는 단순지표를 개발함으로써 발행회사 및 투자자 등 시장참여자들이 최적의 의사결정을 할 수 있도록 하는데 도움이 되고자 한다.

### 1. 평가 항목 및 평가지수 산출 방법

증권회사의 증권발행업무에 대한 평판을 제대로 계량화하기 위해서는, 증권회사의 업무수행 능력과 평판을 객관적으로 나타낼 수 있는 양적 및 질적 요소들을 다양하게 고려하여야 하지만, 본 보고서에서는 단순화를 위하여 다음의 6가지 항목을 기본으로 고려한다. 그리고 일곱 번째 항목은 추가적인 비교분석을 위하여 제시하였다. 여기서 고려하는 7가지 항목들은 증권회사의 서비스 대상인 발행기업과 투자자 입장에서 고려한 증권회사의 주식발행업무에 대한 평가 항목들이다. 각 항목은 최대 10점, 최소 0점의 범위를 가진다.

첫 번째 항목( $z_1$ )은 발행회사의 장기적 주가 성과로서, 증권회사별로

대표주관회사를 맡아서 IPO를 실시한 기업들의 최초거래일 후 25일을 제외한 225일(1년) 평균수익률의 상대적 성과이다. 수익률로는 시장모형을 이용하여 조정된 초과수익률을 표준편차로 나누어 표준화한 수치가 사용되었고,<sup>102)</sup> 항목은 수익률의 구간을 설정하고, 거기에 맞추어 점수를 부여하는 방식으로 다음과 같이 계산된다.<sup>103)</sup>

표준화된 수익률이 0.5를 초과하는 장기 평균수익률은 10점, 0.5 이하 0.4 초과인 경우 9점, 0.4 이하 0.3 초과인 경우 8점, 0.3 이하 0.2 초과인 경우 7점, 0.2 이하 0.1 초과인 경우 6점, 0.1 이하 0.05 초과인 경우 6점, 0.05 이하 0 초과인 경우 4점, 0 이하 -0.05 초과인 경우 3점, -0.05 이하 -0.1 초과인 경우 2점, -0.1 이하 -0.2 초과인 경우 2점, -0.2 이하 -0.3 초과인 경우 1점, -0.3 미만의 경우 0점을 배정한다.

두 번째 항목( $z_2$ )은 IPO 성공률로서, 이는 최근 3년간 IPO를 위하여 상장(또는 등록)예비심사를 청구한 발행회사 중에서 심사를 통과하여 IPO를 실시한 회사의 비율을 증권회사별로 계산한 것이다.

$$z_{2k} = \frac{\text{상장(등록)심사통과기업수}}{k\text{증권사의 최근 3년간 상장(등록)심사청구기업수}} \times 10$$

따라서 심사를 청구한 회사가 모두 통과한 경우에는 10점을 얻게 되고, 절반이 통과한 경우에는 5점을 얻게 된다.

세 번째와 네 번째 항목은 발행기업이 상장(또는 등록) 이후 제대로 건전하게 기업 활동을 수행하고 있는가를 IPO를 주관한 증권회사별로

102) 표준화 수익률의 자세한 계산 과정은 다음 절에서 서술된다.

103) 본 보고서에서는 다음과 같은 산식에 의하여 증권회사별로 상대적 성과를 계산하는 방식도 고려하였다.

$$z_{1k} = \frac{r_k - \min(r_1, \dots, r_n)}{\max(r_1, \dots, r_n) - \min(r_1, \dots, r_n)} \times 10$$

그러나 계산 결과 특이치의 영향으로 계산 결과가 왜곡되는 현상이 발생하였다.

측정하는 지표이다. 세 번째 항목( $z_3$ )은 조기 시장퇴출 여부를 기준으로 하고, 네 번째 항목( $z_4$ )은 조기 관리종목 지정 또는 투자유의 종목 지정 여부를 평가기준으로 삼고 있다. 이 두 항목은 상보적인 관계로서 지표를 계산할 때에는 비중을 반으로 줄여 두 항목의 합이 최대 10점이 되도록 조정한다.

세 번째 항목의 산출방법을 보다 자세히 설명하면, 대표주관회사 입장에서 IPO를 주관하여 상장(또는 등록)된 기업이 얼마나 최근 3년 이내에 시장에서 퇴출되었는가 여부를 증권회사별로 다음에 주어진 식을 이용하여 산출한다.

$$z_{3k} = 10 \times e^{-3.45x_k}$$

이때,  $x_k$ 가 2를 초과하는 경우에는  $z_{3k} = 0$ 이다.  $x_k$ 의 계수 -3.45는  $x_k$ 의 값이 2일 때, 함수  $w = e^{\gamma x_k}$ 의 값이 0.001에 해당하는 계수  $\gamma$ 값을 소수 셋째 자리에서 반올림하여 산출한 값이다.

여기서  $x_k = 0.7 \times s_{1k} + 0.2 \times s_{2k} + 0.1 \times s_{3k}$ 로 정의되는데,  $s_{1k}$ 는 k-증권회사가 대표주관회사를 맡아 상장(또는 등록)시킨 발행회사 중에서 상장(등록)후 1년 이내에 상장폐지(등록취소)된 회사의 수이고,  $s_{2k}$ 는 2년 이내에 상장폐지(등록취소)된 회사의 수, 그리고  $s_{3k}$ 는 3년 이내에 상장폐지(등록취소)된 회사의 수이다.

네 번째 항목은 세 번째 항목과 유사하게 상장(또는 등록)된 기업들 중 최근 3년 이내에 시장에서 관리종목 또는 투자유의종목에 얼마나 지정되었는지의 여부로서, 증권회사별로 다음 식에 의하여 측정한다.

$$z_{4k} = 10 \times e^{-2.30y_k}$$

단,  $y_k$ 가 3을 초과하는 경우  $z_{4k} = 0$ 이다.  $y_k$ 의 계수 -2.30은  $y_k$ 의 값

이 2일 때, 함수  $w = e^{\delta y_k}$ 의 값이 0.001에 해당하는 계수  $\delta$ 값을 소수 셋째 자리에서 반올림하여 산출한 값이다.

여기서  $y_k = 0.7 \times t_{1k} + 0.2 \times t_{2k} + 0.1 \times t_{3k}$ 로 정의되는데,  $t_{1k}$ 는 k-증권회사가 대표주관회사를 맡아 상장(또는 등록)시킨 발행회사 중에서 상장(등록)후 1년 이내에 관리종목(또는 투자유의종목)으로 지정된 회사의 수이고,  $t_{2k}$ 는 2년 이내에 지정된 회사의 수, 그리고  $t_{3k}$ 는 3년 이내에 지정된 회사의 수이다.

다섯 번째 항목( $z_5$ )은 증권회사의 인수 능력을 평가하는 측정치로서, 공모금액이 1,000억원을 초과하는 경우 10점, 600억원에서 1,000억원 사이인 경우 7.5점, 300억원에서 600억원 사이인 경우 5점, 100억원에서 300억원 사이인 경우 2.5점, 100억원 미만인 경우 0점을 부여한다.

여섯 번째 항목( $z_{6k}$ )은 최근 2년 이내에 발행기업의 IPO 또는 유상증자 과정에서 감독당국의 제재조치를 받았는지 여부를 증권회사별로 측정하는 것이다. 제재가 없는 경우 10점을 기준으로 하며, 경징계의 과징금의 경우 5점, 상장(또는 등록) 추진 중단과 같은 중징계의 경우 0점으로 한다. 중징계의 경우에는 1건 이상 있으면 무조건 0점을 부여하고, 경징계의 경우에는 4건 미만의 경우에는 5점, 4건 이상의 경우에는 중징계의 경우와 같이 취급한다.

일곱 번째 항목( $z_7$ )은 부가적인 기준으로 IPO시의 대표주관회사가 지속적으로 상장(또는 등록)된 발행회사의 컨설팅업무를 수행하여, 그 회사가 나중에 유상증자를 하는 경우에도 동일한 증권회사를 대표주관회사로 이용하는 정도를 측정하는 것이다.<sup>104)</sup>

104) IPO를 실시한 기업이 유상증자시 대표주관회사를 교체하는 것은 증권회사의 평판에 부정적일 수도 있고 긍정적일 수도 있다. 대표주관업무를 부실하게 수행했기 때문일 수도 있지만, 발행회사의 부당한 요구에 순응하

$$z_{7k} = \frac{\text{유상증자 주관 기업중에서 IPO시에 도 주관 업무를 수행한 건수}}{k\text{증권사의 최근 3년간 유상증자 대표주관업무 건수}} \times 10$$

이상과 같은 6가지의 항목들을 이용하여 k-증권회사의 증권발행 업무 수행에 대한 평가지표를  $URI_k$ (Underwriter's Reputation Indicator)라고 할 때, 이는 다음과 같이 계산된다.

$$URI_k = 2 \times (z_{1k} + z_{2k} + \frac{z_{3k}}{2} + \frac{z_{4k}}{2} + z_{5k} + z_{6k})$$

이 지표는 앞에서의 각 항목별 정의에 의해 최고값 100과 최저값 0점을 가지는데, 이 평판지표를 각 증권회사에 대해 계산하게 되면, 각 증권회사의 증권발행업무에 대한 평판 비교가 쉽게 이루어질 수 있게 된다.

그리고 일곱 번째 항목을 포함하는 경우의 k-증권회사의 증권발행 업무수행에 대한 평판지표  $URI_k$ 는

$$URI_k = 2 \times (z_{1k} + z_{2k} + \frac{z_{3k}}{2} + \frac{z_{4k}}{2} + z_{5k} + z_{6k} + z_{7k})$$

와 같이 계산되며, 각 항목별 정의에 의해 최고값 120과 최저값 0점을 가지게 된다.

---

지 않았기 때문일 가능성도 있기 때문이다. 따라서 본 보고서에서는 본 항목을 부가적인 요소로만 고려하였다.

## 2. 평가 항목의 계산

본절에서는 1999년 1월부터 2003년 8월 사이의 기간 중 코스닥에서 IPO를 실시하여 등록된 기업들을 대상으로 IPO의 대표주관회사를 담당 한 증권회사들의 평가지표( $URI_k$ )를 실제로 계산해 보았다.

### 가. 장기주가성과( $z_1$ )

첫 번째 항목은 등록된 기업의 장기주가성과에 관한 것이다. 코스닥에서 IPO를 실시한 기업의 장기주가성과(1년)를 대표주관회사별로 비교해 보기 위하여 장기보유기간평균수익률을 살펴보았다. 표본은 2001년에서 2002년까지 2년 사이에 코스닥에 등록된 기업 330개를 선정하였다. 비교 대상은 영업일 기준 225일의 보유기간수익률로서, 기업별 225일<sup>105)</sup>간의 보유기간수익률을 단순평균한 수익률, 단순조정 보유기간수익률, 그리고 시장모형으로 조정한 보유기간수익률을 구한 후 이를 비교분석하였다<sup>106)</sup>.

그룹별 표본수는 대형, 중형, 소형, 그리고 신설·전환 그룹별로 각각 113개, 151개, 43개, 그리고 23개 등이다. <표 VI-1>에 정리되어 있는 평균보유기간수익률을 비교하여 보면, 신설·전환 증권회사 그룹을 제외한 모든 그룹에 대해서 단순평균 보유기간수익률이 지수수익률보다 더 높

105) 여기서 225일의 보유기간수익률은 상장(또는) 등록이후 종가 기준으로 26일째 거래일부터 225일째 거래일까지의 기간 동안의 수익률을 의미한다.

106) 단순조정 보유기간수익률은 기업의 일별 수익률에서 일별 지수 수익률을 차감하여 조정한 보유기간수익률을 의미하며, 시장모형으로 조정한 보유기간수익률은 기업의 일별 수익률에서 기업의 시장베타추정치를 일별지수수익률에 곱한 후 이를 차감한 보유기간수익률을 의미한다.

은 것으로 나타났다. 단순평균 보유기간수익률이 지수수익률보다 성과가 좋은 그룹에 대해서는 단순조정 또는 시장모형으로 조정된 보유기간수익률이 양(+)의 값을 가짐을 알 수 있다. 시장모형으로 조정된 평균보유기간수익률은 시장에서 설명된 성과로 설명되지 않는 기업고유의 성과를 증권회사별로 평균한 결과로서 양(+)의 값이 가지는 의미는 시장수익률보다 좋은 성과를 보이고 있는 것을 나타낸다. 음(-)의 값은 그 반대를 의미한다.

신설 및 전환 증권회사 그룹은 단순평균 보유기간수익률뿐만 아니라 시장모형으로 조정된 보유기간수익률에서도 여전히 부정적인 성과를 나타내고 있다. 대형 및 소형 증권회사 그룹의 시장모형조정 보유기간수익률은 지수수익률보다 약 5~6%포인트 정도 우수한 성과를 보이고 있으며, 중형 증권회사 그룹의 시장모형조정 보유기간수익률은 지수수익률과 비슷하다.

**<표 VI-1> 증권회사 그룹별 평균 보유기간수익률**

(단위: %)

보유기간 수익률	단순		단순조정		시장모형		지수	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
대형	-19.94	58.22	13.19	79.07	12.83	75.49	-25.31	22.22
중형	-26.45	45.46	8.25	81.33	6.08	70.11	-26.38	21.60
소형	-22.23	38.50	22.42	111.14	14.46	71.02	-27.97	22.12
신설·전환	-38.97	40.72	-23.35	49.39	-24.93	48.42	-18.52	17.57

<표 VI-2>에는 평균수익률을 표준편차로 나누어 표준화한 각 그룹별 평균 보유기간수익률이 계산되어 있다. 표준화된 조정 평균 보유기간수익률은 증권회사별 평균 보유기간수익률이 시장평균성과에서 어느 정도 벗어나 있는가를 나타내고 있다고 볼 수 있다. 즉, 표준화된 시장모형조정 보유기간수익률이 0에 가깝다는 것은 증권회사별 수익률이 시장성과와 비슷하다는 것을 의미한다고 볼 수 있다. 따라서 표준화된 시장모형조정 보유기간수익률이 양(+)이라는 것은 시장성과보다 좋다는 의미로, 음(-)이라는 것은 시장성과보다 좋지 않다는 의미로 해석할 수 있다.

**<표 VI-2> 증권회사 그룹별 표준화 평균 보유기간수익률**

보유기간수익률	단순	단순조정	시장모형	지수
대형	-0.51	0.15	0.15	-1.15
중형	-0.71	0.03	0.02	-1.13
소형	-0.85	0.15	0.20	-1.43
신설·전환	-1.65	-6.59	-2.26	-1.18

이상에서 시장모형으로 조정한 225일 평균 보유기간수익률을 이용하여 증권회사별 장기주가성과( $\alpha_1$ )를 증권회사별로 계산한 결과가 <표 VI-3>에 제시되어 있다.

<표 VI-3> 증권회사별 장기주가성과

증권회사	순위	표준화 평균보유기간수익률	z <sub>1</sub>
○○증권	1	31.95 <sup>a</sup>	10.00
○○증권	2	0.58	10.00
○○증권	3	0.55	10.00
○○증권	4	0.46	9.00
○○증권	5	0.38	9.00
○○증권	6	0.32	9.00
○○증권	7	0.31	9.00
○○증권	8	0.25	8.00
○○증권	9	0.21	8.00
○○증권	10	0.20	7.00
○○증권	11	0.14	7.00
○○증권	12	0.13	7.00
○○증권	13	0.13	7.00
○○증권	14	0.11	7.00
○○증권	15	0.05	5.00
○○증권	16	0.00	4.00
○○증권	17	0.00	4.00
○○증권	18	0.00	4.00
○○증권	19	-0.03	4.00
○○증권	20	-0.11	2.00
○○증권	21	-0.16	2.00
○○증권	22	-0.30	0.00
○○증권	23	-0.35	0.00
○○증권	24	-0.40	0.00
○○증권	25	-0.56	0.00
○○증권	26	-0.74	0.00
○○증권	27	-0.79	0.00
○○증권	28	-1.66	0.00
○○증권	29	-3.57	0.00
○○증권	30	-17.19	0.00

a) 이 증권회사의 경우 표본이 2개에 불과하며, 두 표본의 시장 모형조정 보유기간수익률의 값이 비슷하여 표준편차가 매우 작아짐에 따라 극단적인 수치가 나타났다.

**나. IPO 성공률( $z_2$ )**

IPO 성공률은 코스닥을 대상으로 하여 2000년 1월부터 2003년 8월까지의 자료를 이용하여 계산되었으며, 필요한 자료는 (주)S-IPO의 도움으로 쉽게 수집이 가능하였다. 따라서 분석은 이 기간 동안 코스닥에 등록심사를 신청한 937개 기업을 대상으로 한다. <표 VI-4>는 증권회사 규모별 등록 성공과 등록 실패에 대한 수치를 보여준다. 표에서 IPO 성공률이 의미하는 것은, 동 기간 동안의 증권회사별 총 등록심사 신청건수 중에 실제로 심사를 통과하여 코스닥 등록에 성공한 건수로서 이를 퍼센트로 나타낸 것이다.

**<표 VI-4> 증권회사 규모별 IPO 성공률**

구분	2000		2001		2002		2003. 8		합계		IPO 성공율
	등록	실패	등록	실패	등록	실패	등록	실패	등록	실패	
대형	66	38	47	30	30	30	6	2	149	100	60%
중형	80	40	73	50	77	61	24	19	254	170	60%
소형	22	17	23	25	19	36	7	6	69	84	45%
신설·전환	3	4	22	16	27	17	13	6	65	46	59%
합계	171	99	165	121	153	144	50	33	537	400	57%

자료: S-IPO

표를 살펴보면, 증권회사 규모별로 IPO 성공률이 높은 집단은 대형 및 중형 증권회사 그룹인데 약 60%의 성공률을 보이고 있는 반면, 소형 증권회사 그룹의 경우에는 50% 미만의 IPO 성공률을 보이고 있다. 그리고 신설 및 전환 증권회사의 경우에는 59% 정도의 IPO 성공률을 나타내고 있다. 연도별 IPO 성공률은 50~60% 내외이고, 2000년 이후 IPO 성공

률은 감소하다가 2003년에 이르러 다시 높아지는 경향을 보이고 있는데, 이는 2002년 8월의 인수·공모제도의 변화 이후 증권회사가 보수적으로 업무를 수행하게 된 것과 관련이 있는 것으로 판단된다. 이를 토대로 증권회사별로  $z_2$  점수를 계산한 결과는 <표 VI-5>에 제시되어 있다.

<표 VI-5> 증권회사별 IPO 성공률

증권회사	순위	$z_2$
○○증권	1	7.50
○○증권	2	7.24
○○증권	3	7.08
○○증권	4	6.72
○○증권	5	6.67
○○증권	6	6.67
○○증권	7	6.44
○○증권	8	6.34
○○증권	9	6.25
○○증권	10	6.18
○○증권	11	5.91
○○증권	12	5.83
○○증권	13	5.71
○○증권	14	5.65
○○증권	15	5.63
○○증권	16	5.38
○○증권	17	5.29
○○증권	18	5.22
○○증권	19	5.07
○○증권	20	5.00
○○증권	21	5.00
○○증권	22	4.88

증권회사	순위	$z_2$
○○증권	23	4.71
○○증권	24	4.62
○○증권	25	4.62
○○증권	26	4.44
○○증권	27	4.40
○○증권	28	2.78
○○증권	29	2.73
○○증권	30	1.43

**다. 시장퇴출( $z_3$ ) 및 투자유의종목 지정( $z_4$ )**

증권회사의 주식발행업무 성과를 평가하기 위한 세 번째 항목은 상장 또는 등록된 기업의 조기 퇴출 여부이다. 코스닥에서 1999년 1월부터 2003년 8월 사이에 피흡수합병<sup>107)</sup>이나 거래소 상장<sup>108)</sup> 이외의 사유로 등록이 취소된 기업<sup>109)</sup>은 총 86개이다. <표 VI-6>은 1999년 1월부터 2003년 8월 사이에 피흡수합병이나 거래소 상장 이외의 사유로 코스닥에서 등록이 취소된 기업의 수를 해당 대표주관회사의 규모별로 나타내고 있다.

- 
- 107) 코스닥에서 1999년 1월부터 2003년 8월 사이에 피흡수합병된 기업은 총 11개이며, 그 가운데 이 기간 중 코스닥에 등록되었다가 피흡수합병된 기업은 4개이다.
  - 108) 코스닥에서 1999년 1월부터 2003년 8월 사이에 거래소로 이전상장된 기업은 총 16개이며, 그 가운데 이 기간 중 코스닥에 등록되었다가 거래소로 상장된 기업은 8개이다.
  - 109) 거래소의 경우, 1999년 1월부터 2003년 8월 사이에 143개 기업이 상장폐지되었으며, 동원증권이 지주회사에 흡수된 것을 제외하고 142건이 감사의견 부적정, 부도, 자본전액잠식 등의 사유로 상장폐지되었다.

&lt;표 VI-6&gt; 증권회사 규모별 등록취소 기업 수

구분	1999	2000	2001	2002	2003. 8	합계
대형	13	11	4	6	6	40
중형	11	9	2	6	5	33
소형	4	2	-	2	2	10
신설·전환	-	-	-	-	1	1
합계	28	22	6	14	19	84 <sup>a</sup>

a) 시장에서 퇴출된 고려증권과 도이치증권이 대표주관회사였던 기업이 각각 1999년과 2000년에 1개씩 등록이 취소되었다.

등록이 취소된 84개 기업 가운데 약 절반인 40개가 대형 증권회사 그룹에서 발견되었으며, 중형 증권회사 그룹은 33개, 소형 증권회사 그룹은 10개, 신설 및 전환 증권회사 그룹은 1개로 나타나고 있다. 연도별로 등록취소기업의 수는 큰 편차를 보이고 있지는 않으나, 2001년을 기점으로 점점 등록취소 기업이 증가하는 추세이다. 특히 대형증권회사 그룹에서 이 기간 동안 한 특정 증권회사에서 공모한 기업 중에 3개 이상이 등록 취소되는 일이 발생하였다. 한편 86개의 표본 가운데 이 기간 동안 신규로 등록된 기업 중에서 피흡수합병과 거래소 상장 이외의 사유로 등록취소된 기업은 17개에 달한다. 이는 이 17개 기업을 표본으로 하여 계산된다.

네 번째 항목은 상장 또는 등록된 기업의 조기 관리종목 지정 또는 조기 투자유의종목지정 여부이다. 이는 IPO를 실시한 기업이 비록 퇴출까지는 가지 않았더라도 상장(또는 등록)된지 얼마 되지 않아 영업실적이 악화되거나 유동성 부족 등의 경영상의 어려움이 발생했는지를 봄으로써 그 IPO를 주관한 증권회사의 기업에 대한 선별 및 분석 능력을 살펴보기 위함이다.

1999년 1월부터 2003년 8월 사이에 코스닥에 등록된 기업 가운데 투자유의종목으로 1회 이상 지정된 기업은 총 33개이다. <표 V-7>에는 증권회사 규모별로 투자유의종목으로 1회 이상 지정된 기업의 수가 나타나 있다.<sup>110)</sup> 투자유의 또는 관리종목으로 1회 이상 지정된 기업의 대표주관회사를 그룹별로 살펴보면, 대형 증권회사 그룹 12개, 중형 증권회사 그룹 14개, 소형 증권회사 그룹 6개, 신설 및 전환 증권회사 그룹 1개로 비교적 고르게 분포하고 있음을 알 수 있다.

<표 VI-7> 증권회사 규모별 투자유의종목 지정 건수

구분	1999	2000	2001	2002	2003. 8	합계
대형	-	-	2	5	5	12
중형	3	-	2	3	6	14
소형	-	1	-	2	3	6
신설·전환	-	-	-	-	1	1
합계	3	4	4	10	15	33

자료: 코스닥증권시장

<표 VI-7>에서는 해가 갈수록 투자유의종목 지정회수가 증가하고 있는 특징을 발견할 수 있다. 이는 영업실적이 악화되어 부실이 심화되거나 유동성 부족 또는 불성실공시 등을 하는 코스닥 등록기업들이 많아진 때문이기도 하겠지만, 규제가 강화되어 나타난 현상이기도 하다. 2001년과 2002년은 세계적으로 회계부정 스캔들이 발생하고 이에 대한 각국의 규제가 강화된 시기로, 우리나라의 감독당국도 이에 맞추어 증권시장 신뢰회복을 위한 제도적 장치를 정비하고 등록유지에 관한 요건

110) 거래소의 경우 1999년부터 2003년 8월 사이에 관리종목으로 지정된 수는 42개이다.

강화가 이 시기에 이루어졌다.

이 자료를 토대로  $z_3$ 와  $z_4$  수치를 증권회사별로 계산한 내역 및 결과는 <표 VI-8>과 <표 VI-9>에 각각 제시되어 있다. 여기서 소형 증권회사와 신설 및 전환 증권회사의 경우에는 표본의 수가 적기 때문에 해석에 있어서 주의가 필요하다.

**<표 VI-8> 증권회사별 등록기업 조기시장퇴출**

증권회사	순위	$z_3$	$x$	$s_1$	$s_2$	$s_3$
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	1	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
○○증권	2	3.54	0.10	0.00	0.00	1.00
○○증권	2	3.54	0.10	0.00	0.00	1.00
○○증권	2	3.54	0.10	0.00	0.00	1.00



증권회사	순위	$z_4$	$y$	$t_1$	$t_2$	$t_3$
○○증권	1	5.00	0.00	0	0	0
○○증권	1	5.00	0.00	0	0	0
○○증권	2	3.97	0.10	0	0	1
○○증권	2	3.97	0.10	0	0	1
○○증권	2	3.97	0.10	0	0	1
○○증권	3	3.16	0.20	0	1	0
○○증권	3	3.16	0.20	0	1	0
○○증권	3	3.16	0.20	0	1	0
○○증권	3	3.16	0.20	0	1	0
○○증권	4	1.58	0.50	0	2	1
○○증권	5	1.00	0.70	1	0	0
○○증권	5	1.00	0.70	1	0	0
○○증권	6	0.63	0.90	1	1	0
○○증권	6	0.63	0.90	1	0	2
○○증권	7	0.16	1.50	2	0	1
○○증권	8	0.03	2.30	3	1	0
○○증권	9	0.02	2.40	3	1	1

#### 라. 공모 규모( $z_5$ )

다섯 번째 항목은 증권회사의 인수규모 또는 인수능력에 대한 것으로서, 자료를 입수하는 데 있어서의 한계로 인하여, 2002년 1월부터 2003년 8월 사이에 공모된 기업 표본 자료만을 사용하였고, 증권회사별 공모금액합계를 기준으로 성과를 측정하였다. <표 VI-10>에 증권회사별 인수규모에 따른 지표  $z_5$ 의 값이 나타나 있다.

<표 VI-10> 증권회사별 인수규모에 따른 성과 구분

(단위: 백만원)

증권회사	순위	공모합계액	%
○○증권	1	744,267.65	10.00
○○증권	1	445,578.94	10.00
○○증권	1	420,519.00	10.00
○○증권	1	216,746.84	10.00
○○증권	1	151,797.71	10.00
○○증권	1	143,497.01	10.00
○○증권	1	143,217.22	10.00
○○증권	1	136,495.65	10.00
○○증권	2	87,457.55	7.50
○○증권	2	68,195.00	7.50
○○증권	2	65,933.00	7.50
○○증권	3	58,868.80	5.00
○○증권	3	50,923.20	5.00
○○증권	3	49,482.00	5.00
○○증권	3	47,937.73	5.00
○○증권	3	45,782.80	5.00
○○증권	3	36,230.51	5.00
○○증권	4	29,264.82	2.50
○○증권	4	28,484.00	2.50
○○증권	4	23,042.00	2.50
○○증권	4	18,385.00	2.50
○○증권	4	17,280.00	2.50
○○증권	4	13,279.95	2.50
○○증권	4	12,612.98	2.50
○○증권	5	5,400.00	0.00
○○증권	5	5,375.00	0.00
○○증권	5	3,582.80	0.00
○○증권	5	1,276.00	0.00
○○증권	5	-	0.00
○○증권	5	-	0.00

### 마. 감독당국의 제재 조치( $z_6$ )

여섯 번째 항목은 주식발행업무 수행과 관련한 감독당국의 징계 여부인데, ○○증권을 제외한 모든 증권회사가 최근 2년 사이에 상장(또는 등록) 업무로 인한 징계조치가 없어 10점이 되었으며, ○○증권의 경우 2003년 1월 16일 ○○통신의 등록추진 중단과 관련한 금융감독원의 인수업무 정지 조치로 인하여 0점이 되었다.

### 바. 유상증자시 주관회사 유지율( $z_7$ )

코스닥에서 1999년 1월부터 2003년 9월까지 전체 887건의 유상증자가 이루어졌다. <표 VI-11>은 연도별 유상증자 건수를 유상증자 방식별로 나타내고 있다. 이 표로부터 주주 배정 및 우선공모의 경우는 해가 지날수록 줄고 있는 반면, 제3자 배정과 일반공모는 증가추세를 나타내고 있음을 알 수 있다. 특히 2001년과 2002년에 비하여 2003년 1월부터 9월까지의 일반공모에 의한 유상증자 건수는 3배 이상 증가하였으며 제3자 배정의 경우에는 같은 기간을 비교하였을 때 2배 가량 증가하였다.

<표 VI-11> 연도별 유상증자 건수

구분	주주 배정 및 우선공모	일반공모	제3자 배정
1999	134	5	38
2000	139	1	51
2001	82	11	69
2002	63	9	59
2003. 9	76	36	114
합계	494	62	331

자료: 코스닥증권시장

<표 VI-12>에는 각 연도의 증권회사 규모별 유상증자 건수를 유상증자 방식별로 나타내고 있다. 구할 수 있는 데이터의 제약 때문에, 1999년 1월부터 2003년 9월까지의 기간 가운데 유상증자를 주관한 증권회사를 파악할 수 있는 경우는 전체 887건 가운데 310건에 불과하였다. 주관 증권회사별로 이들이 수행한 유상증자의 방식을 구분하여 살펴본 결과, 증권회사별로는 뚜렷한 유상증자방식의 차이가 나지 않음을 알 수 있다.

<표 VI-12> 증권회사 규모별 유상증자 주관 실적

구분	1999			2000			2001		
	주주배정 일반공모	일반 공모	제3자 배정	주주배정 일반공모	일반 공모	제3자 배정	주주배정 일반공모	일반 공모	제3자 배정
대형	18	4	-	39	1	-	24	7	-
중형	27	-	-	28	-	-	25	4	-
소형	1	-	-	1	-	-	7	-	-
신설·전환	-	-	-	1	-	-	-	-	-
합계	46	4	-	69	1	-	56	11	-

구분	2002			2003. 9			합계			합계
	주주배정 일반공모	일반 공모	제3자 배정	주주배정 일반공모	일반 공모	제3자 배정	주주배정 일반공모	일반 공모	제3자 배정	
대형	10	2	1	19	5	-	110	19	1	130
중형	12	6	-	20	4	-	112	14	-	126
소형	14	-	1	8	7	-	31	7	1	39
신설·전환	1	-	-	6	1	2	8	1	2	11
합계	37	8	2	53	17	2	261	41	4	306

$z_7$ 의 계산을 위해서 등록 당시의 대표주관회사가 유상증자를 계속해서 주관하는가 여부를 조사하여 보았다. 분석대상은 1999년 1월부터 2003년 9월까지 코스닥에 등록되고 유상증자를 실시한 기업으로서 대표주관회사의 표본을 구할 수 있는 기업으로 한정하였다. 1999년 1월부터 2003년 9월까지 코스닥시장에 등록된 기업은 총 657개인데, 그 가운데 현재까지 등록되어 있는 기업은 628개이며, 이 중 대표주관회사의 표본을 구할 수 있는 유상증자 실시 기업의 표본 수는 176개이다. <표 VI-13>은 등록 당시의 대표주관회사가 유상증자의 경우에도 이를 주관하는지 여부를 1999년부터 2003년 9월까지 계산한 결과를 증권회사 규모별로 보여주고 있다.

증권회사 규모별 유지율을 보면, 대형 증권회사의 경우 평균 31%, 중형 증권회사의 경우 34%, 소형 증권회사의 경우 22%, 그리고 신설 및 전환 증권회사의 경우 43%이다. 소형 증권회사와 신설 및 전환 증권회사의 경우에는 전체 표본의 크기가 작고 하나의 기업이 두 번 이상 유상증자를 하는 경우 계속해서 맡는 사례도 포함되어 있으므로 유상증자 표본이 상대적으로 많은 대형 및 중형 증권회사와의 직접적인 비교에는 주의가 필요하다.

<표 VI-13> 증권회사 규모별 유상증자 주관업무 유지율

구분	1999		2000		2001		2002		2003. 9		합계		유지율
	유지	변경	유지	변경	유지	변경	유지	변경	유지	변경	유지	변경	
대형	-	-	4	11	6	9	3	10	7	14	20	44	31%
중형	2	2	6	11	9	10	3	11	9	23	29	57	34%
소형	-	1	-	1	-	4	3	6	1	2	4	14	22%
신설·전환	-	-	-	-	-	-	-	1	3	3	3	4	43%
합계	2	3	10	23	15	23	9	28	20	42	56	119	32%

이를 토대로 증권회사별로  $z_7$  수치를 계산한 결과는 <표 VI-14>에 제시되어 있다.

<표 VI-14> 증권회사별 유상증자 주관업무 유지율<sup>a,b</sup>

증권회사	순위	$z_7$
○○증권	1	10.00
○○증권	1	10.00
○○증권	1	10.00
○○증권	2	7.78
○○증권	3	6.00
○○증권	4	5.56
○○증권	5	5.38
○○증권	6	4.38
○○증권	7	3.33
○○증권	8	2.78

증권회사	순위	$z_7$
○○증권	9	2.14
○○증권	10	2.00
○○증권	10	2.00
○○증권	10	2.00
○○증권	11	1.67
○○증권	11	1.67
○○증권	12	1.36
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00
○○증권	13	0.00

- a) 한누리투자증권, 한양증권, KGI증권, 한국투자신탁증권의 경우 표본이 존재하지 않아  $z_7$ 측정에서 제외하였다.
- b) 증권사별로 상장(또는 등록) 주관이후 유상증자 업무 유지율을 계산하기 위한 표본 수가 3개 이하인 증권회사 수는 9개 회사이다.

### 사. URI 지표의 계산

이제, 위에서 구한 각 항목별로 증권회사의 증권발행업무 실적을 계량화한 지표  $z_1, z_2, z_3, z_4, z_5, z_6$ 을 사용하여 각 증권회사별로 *URI* 지표를 계산하여 <표 VI-15>에 나타내었다.

<표 VI-15> 증권회사별 URI 지표

증권회사	순위	URI 지표	$z_1$	$z_2$	$z_3$	$z_4$	$z_5$	$z_6$
○○증권	1	80.98	8.00	5.71	1.78	5.00	10.00	10.00
○○증권	2	78.86	7.00	5.65	1.78	5.00	10.00	10.00
○○증권	3	77.20	7.00	6.44	5.00	0.16	10.00	10.00
○○증권	4	74.80	2.00	7.24	5.00	3.16	10.00	10.00
○○증권	5	74.23	10.00	4.62	5.00	5.00	2.50	10.00
○○증권	6	73.71	10.00	5.38	5.00	3.97	2.50	10.00
○○증권	7	71.92	7.00	4.88	5.00	1.58	7.50	10.00
○○증권	8	69.39	9.00	6.67	0.06	3.97	5.00	10.00
○○증권	9	69.03	4.00	6.34	3.54	0.63	10.00	10.00
○○증권	10	68.04	8.00	6.72	1.78	0.02	7.50	10.00
○○증권	11	66.67	7.00	5.29	3.54	5.00	2.50	10.00
○○증권	12	66.39	9.00	6.25	0.45	5.00	2.50	10.00
○○증권	13	65.95	9.00	5.00	5.00	3.97	0.00	10.00
○○증권	14	65.71	9.00	5.91	0.45	5.00	2.50	10.00
○○증권	15	64.23	0.00	4.62	5.00	5.00	7.50	10.00
○○증권	16	62.87	5.00	6.18	0.22	0.03	10.00	10.00
○○증권	17	62.17	4.00	7.08	5.00	5.00	10.00	0.00
○○증권	18	61.90	4.00	4.44	2.51	5.00	5.00	10.00
○○증권	19	61.67	0.00	5.83	5.00	5.00	5.00	10.00
○○증권	20	60.31	7.00	5.00	5.00	3.16	0.00	10.00
○○증권	21	57.45	10.00	2.73	5.00	1.00	0.00	10.00
○○증권	22	56.48	0.00	5.07	2.51	3.16	7.50	10.00
○○증권	23	56.25	0.00	5.63	5.00	5.00	2.50	10.00
○○증권	24	54.41	0.00	4.71	5.00	5.00	2.50	10.00
○○증권	25	54.23	0.00	6.67	0.45	5.00	5.00	10.00
○○증권	26	51.75	0.00	5.22	5.00	3.16	2.50	10.00
○○증권	27	51.34	4.00	7.50	3.54	0.63	0.00	10.00
○○증권	28	50.80	0.00	4.40	5.00	1.00	5.00	10.00
○○증권	29	49.56	2.00	2.78	5.00	5.00	0.00	10.00
○○증권	30	33.75	0.00	1.43	0.45	5.00	0.00	10.00

<표 VI-16>은 *URI* 지표를 계산하기 위하여 측정된 각 항목  $z_1, z_2, z_3, z_4, z_5$ 의 값을 증권회사 규모별로 평균하여 나타내었다. 계산된 그룹별 *URI* 지표의 평균값을 보면 대형 증권회사 그룹이 가장 높은 수치를 나타내었고, 그 다음으로는 중형, 신설 및 전환, 소형 증권회사 그룹 규모의 순서를 보이고 있다.

증권회사가 상장(또는 등록)을 주관하여 최근 상장(또는 등록)된 기업의 225일 장기 평균수익률 성과를 측정한 지표인  $z_1$ 의 경우, 소형 증권회사 그룹과 신설 및 전환 증권회사 그룹이 큰 차이를 보이고 있는데, 두 경우 모두 표본의 수가 적어 극단치의 영향을 받는다는 점을 감안한다면 해석에 유의할 필요가 있다. 증권회사가 IPO를 주관하는 발행대상 기업에 대한 성공적인 업무 수행을 측정하는 기준으로 마련한 IPO 성공률 ( $z_2$ )의 경우, 대형 증권회사 그룹이 가장 우수하게 평가되었으며, 소형 증권회사 그룹이 가장 낮은 수치를 나타내고 있다. 상장(또는 등록) 기업의 조기 시장퇴출을 기준으로 한 지표  $z_3$ 와 상장(또는 등록)기업의 조기 관리종목 지정 또는 투자유의 종목 지정을 기준으로 한 지표  $z_4$ 의 측정 결과, 모두 신설 및 전환 증권회사 그룹에서 우수한 평가가 나타나고 있다.

**<표 VI-16> 증권회사 그룹별 *URI* 지표 평균값과 각 항목별 평균값**

구분	<i>URI</i> 지표	$z_1$	$z_2$	$z_3$	$z_4$	$z_5$	$z_6$
대형	67.98	6.40	5.87	2.47	2.24	7.50	10.00
중형	65.51	5.10	6.01	2.93	3.21	6.50	9.00
소형	58.77	5.70	4.29	4.09	3.81	1.50	10.00
신설·전환	61.87	0.40	5.81	4.09	4.63	6.00	10.00

<표 VI-17>은  $z_7$ 을 포함하여 계산된 URI 지표의 결과를 보여주고 있다.

<표 VI-17>  $z_7$ 을 포함하여 계산한 증권회사별 URI 지표

증권회사	순위	URI지수	$z_1$	$z_2$	$z_3$	$z_4$	$z_5$	$z_6$	$z_7$
○○증권	1	94.80	2.00	7.24	5.00	3.16	10.00	10.00	10.00
○○증권	2	94.23	10.00	4.62	5.00	5.00	2.50	10.00	10.00
○○증권	3	93.71	10.00	5.38	5.00	3.97	2.50	10.00	10.00
○○증권	4	91.75	8.00	5.71	1.78	5.00	10.00	10.00	5.38
○○증권	5	83.14	7.00	5.65	1.78	5.00	10.00	10.00	2.14
○○증권	6	83.03	7.00	4.88	5.00	1.58	7.50	10.00	5.56
○○증권	7	81.20	7.00	6.44	5.00	0.16	10.00	10.00	2.00
○○증권	8	81.03	4.00	6.34	3.54	0.63	10.00	10.00	6.00
○○증권	9	77.72	4.00	7.08	5.00	5.00	10.00	0.00	7.78
○○증권	10	73.60	8.00	6.72	1.78	0.02	7.50	10.00	2.78
○○증권	11	72.12	9.00	6.67	0.06	3.97	5.00	10.00	1.36
○○증권	12	71.62	5.00	6.18	0.22	0.03	10.00	10.00	4.38
○○증권	13	70.90	0.00	4.62	5.00	5.00	7.50	10.00	3.33
○○증권	14	70.00	7.00	5.29	3.54	5.00	2.50	10.00	1.67
○○증권	15	66.39	9.00	6.25	0.45	5.00	2.50	10.00	0.00
○○증권	16	65.95	9.00	5.00	5.00	3.97	0.00	10.00	0.00
○○증권	17	65.71	9.00	5.91	0.45	5.00	2.50	10.00	0.00
○○증권	18	65.24	4.00	4.44	2.51	5.00	5.00	10.00	1.67
○○증권	19	61.67	0.00	5.83	5.00	5.00	5.00	10.00	0.00
○○증권	20	60.48	0.00	5.07	2.51	3.16	7.50	10.00	2.00
○○증권	21	60.31	7.00	5.00	5.00	3.16	0.00	10.00	0.00
○○증권	22	57.45	10.00	2.73	5.00	1.00	0.00	10.00	0.00
○○증권	23	56.25	0.00	5.63	5.00	5.00	2.50	10.00	0.00
○○증권	24	55.75	0.00	5.22	5.00	3.16	2.50	10.00	2.00
○○증권	25	54.41	0.00	4.71	5.00	5.00	2.50	10.00	0.00
○○증권	26	54.23	0.00	6.67	0.45	5.00	5.00	10.00	
○○증권	27	51.34	4.00	7.50	3.54	0.63	0.00	10.00	0.00
○○증권	28	50.80	0.00	4.40	5.00	1.00	5.00	10.00	
○○증권	29	49.56	2.00	2.78	5.00	5.00	0.00	10.00	
○○증권	30	33.75	0.00	1.43	0.45	5.00	0.00	10.00	

전반적으로 항목  $z_7$ 을 추가하였을 때, 소형 증권회사의 변화로 인한 순위변화가 상당히 나타나고 있다. 그러나 소형 증권회사의 표본의 수가 적은 점을 감안할 때 해석의 주의가 필요하다. 또한 앞에서 지적한 바와 같이 발행기업이 유상증자시 IPO 때에 이용했던 주관회사를 바꾸는 이유가 주관회사로서 증권회사가 제공한 서비스가 만족스럽지 못했기 때문인 경우만 있는 것이 아니라 매우 다양한 이유가 있을 수 있기 때문에 이 항목을 이용하여 인수업무의 평판을 판단하는 데에는 조심하여야 할 것이다.

증권회사가 대표주관회사로서 수행한 증권발행업무에 대해서 그 수행 능력이나 수행결과를 종합하여 그들의 평판을 계량화한 시도는 우리나라 뿐만 아니라 전 세계적으로도 아직 없었다. 이는 이러한 계량화를 통한 평판의 수치화가 별 쓸모가 없어서라기보다 이러한 시도가 매우 쉽지 않은 일이기 때문일 것이다. 따라서 지금까지 본 보고서에서 증권회사의 평판을 계량화하기 위해 시도한 방법들과 그로부터 나온 결과들도 매우 시험적일 수밖에 없다. 좀 더 다양한 시뮬레이션과 더 많은 데이터를 사용하여 여기서 제시한 증권회사의 평판 지표가 더욱 의미가 있도록 개선을 해야 할 것이다. 그리고 후속 연구를 통하여 위에서 나온 결과들을 증권회사의 평판을 대리할 수 있는 다른 변수들 또는 설문조사 등의 방법을 이용한 조사 결과와 비교분석하고, 그 상관관계를 살펴봄으로서 URI 지표의 유효성을 검증하여야 할 것이다. 그러나 적어도 본 보고서에서의 시도는 이러한 의미 있는 일의 첫 시도로서 지금까지 그저 상식이나 주관적 판단에 의존하였던 증권회사의 인수업무에 대한 평가를 객관적으로 시도하였다는데 그 의의가 있다고 할 수 있을 것이다.



## VII. 맺음말

---



## VII. 맺음말

국민경제에서 주식시장이 차지하는 중요성이 증대되고, 기업의 자금 조달에서 주식 발행에 의한 조달(equity financing)의 비중이 증가함에 따라 주식발행시장에서 발행회사와 투자자를 연결해 주는 증권회사 주식발행업무의 중요성 역시 점차로 커지고 있다. 발행회사와 투자자간의 정보 비대칭이 심각하다는 주식발행시장의 특성과, 시장 참여자가 각자 자신의 이익을 추구하는 과정에서 이해상충이 발생할 수 있다는 점을 고려할 때 특히 증권회사는 발행회사와 투자자 사이에서 공정하고도 효율적으로 주식발행업무를 수행하여야 한다.

본 보고서는 주식발행과 관련된 이해상충의 요인 및 그로 인하여 나타날 수 있는 현상들을 증권회사의 주식발행업무 수행과 관련해서 살펴 보았다. 주식발행시장이 양적·질적으로 성장하기 위해서는 이러한 이해상충을 효과적으로 통제하는 것이 필수적이며, 본 보고서에서는 이해상충의 통제를 증권회사가 증권발행업무를 공정하고 충실하게 수행하도록 규율하는 관점에서 파악하였다.

본 보고서에서 살펴본 바를 종합하여 한국의 주식발행업무 현황 및 관련된 잠재적 이해상충 요인을 평가하면, 현재로서는 대표주관회사가 발행회사의 이해에 따라 주식발행업무를 수행함에 따라 발생하는 발행공시의 부실화로 인한 투자자 피해가 가장 우선적 문제인 것으로 판단된다. 그러나 일부 소수의 사례를 제외하고는 지금까지 주식발행업무, 특히 IPO와 관련하여 이해상충의 문제가 심각하게 제기된 바가 없고, 피상적으로는 발행회사, 투자자, 증권회사의 3자 사이의 분쟁이 발생한 바도 매우 드물다. 그러나 그렇다고 해서 현재의 주식발행시장에서 이해상충이 효과적으로 통제되고 있으며, 시장이 효율적으로 운영되고 있다고 단정하기는 곤란하다.

한국의 IPO 시장은 지금까지 공모주식에 투자하는 투자자를 보호하고 발행공시의 충실성을 확보하기 위하여 대표주관회사에게 시장조성의무를 부과해 왔다. 그러나 이러한 시장조성의무의 부과는 공모주식에 투자하는 투자자들이 손실을 입을 가능성을 완전히 없애버림으로써 오히려 발행회사의 진정한 가치를 평가하는 데 필요한 정보의 수집 등 자신의 투자의사결정에 있어서 신중을 기할 유인을 상당히 감소시켰을 가능성이 있다. 투자자들이 사업설명서나 유가증권신고서 등의 발행공시 자료를 면밀하게 검토하지 않게 됨에 따라, 발행회사와 대표주관회사는 이들 발행공시 자료를 충실하게 작성해야 할 유인이 크지 않고, 그에 따라 *due diligence*를 충실하게 수행해야 할 강한 유인을 갖기 어렵게 된다. 발행회사와 대표주관회사는 발행공시의 충실도를 높이는 대신 저가발행을 선택함으로써 투자자들을 만족시킬 수 있는 것이다. 그리고 발행회사의 기존 주주는 공모 및 상장 이후 자신의 보유지분 가치의 증가 및 투자자금의 회수 기회의 마련이라는 이유로 인하여 저가발행을 용인해 왔을 가능성이 높다.

한국의 IPO 시장은 현재까지 이러한 상황에서 3자간의 일종의 균형을 이루어 왔다고 볼 수 있으나, 이는 시장의 효율성과는 거리가 있는, 개선의 여지가 있는 열등한 균형(*inferior equilibrium*)인 것으로 생각된다. 우선 발행회사는 저가발행으로 인하여 자신의 가치에 합당한 가격으로 자금을 조달하지 못하게 되고, 기존 주주의 보유지분 가치는 희석된다. 또한 발행공시의 충실성이 요구되지 않고, 증권회사의 대표주관회사 업무에 대한 평판이 중요시되지 않게 됨에 따라 주식발행시장에서의 정보 비대칭은 점차로 심화된다. 따라서 본질적 가치가 높고, 기업지배구조가 잘 확립된 기업은 자신의 가치에 합당한 가격에 주식을 발행할 수 없는 시장을 떠나게 되며, 증권회사 역시 효율성과 공정성에서 차별화된 주식발행업무 역량을 축적하고 제공할 유인을 갖지 못하게 된다. 그리고 이는 주식발행시장 및 증권업계 전체적인 주식발행업무의 위축을 초래

한다. 2003년 9월부터 시장조성의무가 사실상 폐지됨에 따라 이러한 현재 상황에 상당한 변화가 나타날 것으로 예상된다. 자신이 투자한 공모주식의 가격에 대한 유지 장치가 사라짐에 따라 투자자들은 자신의 투자의사결정에 있어서 보다 신중을 기하게 될 것이고, 이에 따라 보다 충실한 발행공시 자료를 요구하게 될 것으로 기대된다. 이는 주식발행시장의 발전을 위하여 바람직한 방향이며, 이해상충의 통제 방안 역시 이러한 변화에 따라 모색되어야 할 것이다.

증권회사의 행위를 규율하는 첫 번째 방법은 이해상충의 소지가 있는 부분이 무엇인지 파악하여 각각의 경우에 대하여 증권회사가 취할 수 있는 행위 양식을 사전적으로 규정하는 것이다. 2002년 8월까지 존속되었던 「유가증권 인수업무에 관한 규정」상의 유가증권 분석기준 및 방법의 규정이 그 대표적 예이다. 그러나 이와 같은 규율 방법은 발생 가능한 모든 상황을 완전하게 파악하고, 그에 대한 행위 양식을 완전하게 설정할 수 없다는 완전계약(complete contracting)의 불가능성과 실제로 규정이 지켜지고 있는지를 완벽하게 감시할 수 없다는 완전감시(complete monitoring)의 불가능성으로 인하여 항상 불완전할 수밖에 없다. 뿐만 아니라 이와 같은 사전적인 행위 규제는 규제 대상자의 자발적인 노력의 유인을 감소시키는 단점이 있다. 유가증권 분석 규정의 경우 발행회사의 가치평가 절차 및 방법을 제도적으로 규정해놓음으로 인하여 증권회사들은 타 회사와 구별되는 독자적인 기업가치 평가기법 및 역량을 구축·제고해야 할 유인을 갖지 못했고, 따라서 투자은행으로의 발전에 필수적인 역량을 축적하지 못하게 하는 효과를 가져왔다.

따라서 주식발행업무 수행에 있어서 증권회사의 자율성과 재량권은 최대한 부여하되, 공정성과 신뢰성은 투자자 및 발행회사와 같은 시장참여자에게 의한 감시 및 규율에 의하여 확보되도록 발전시켜 나가는 것이 바람직하다. 그리고 한국의 주식발행업무에 관련된 제도는 이미 이러한 방향으로 많은 개선이 이루어지고 있다. 2002년 8월의 「유가증권 인

수업무에 관한 규정」의 대폭 개정으로 유가증권 분석 방법 및 기준, 부실분석에 대한 제재 규정이 완전히 삭제되었고, 공모가격의 결정에 있어서도 신축성이 부여되었다. 따라서 본 보고서에서 추가적으로 제안할 수 있는 제도 개선 사항은 많지 않다. 다만 물량배정에 있어서의 대표주관 회사에게 보다 많은 재량권이 부여될 필요가 있고, 특히 고수익증권투자신탁에의 배정은 보다 신속하게 폐지되는 것이 바람직하다.

주식발행업무에 있어서 증권회사의 행위를 규율하는 가장 강력한 힘은 주식발행업무 시장에서의 증권회사간 경쟁일 것이다. 그리고 경쟁력을 결정하는 가장 중요한 요소는 제Ⅲ장에서도 언급한 바와 같이 시장 참여자들 사이에서 형성된 주식발행업무 역량에 대한 평판이다. 따라서 시장 메카니즘에 의한 규율이 효과적으로 이루어지도록 하기 위해서는 증권회사에 대한 정확한 평판이 형성되도록 해야 하고, 그러기 위해서는 증권회사별 주식발행업무 실적에 대한 정확하고 충분한 정보가 시장에 공급되어야 한다.<sup>111)</sup> 아울러 시장참여자들이 이러한 정보를 기반으로 증권회사별 비교 평가를 쉽게 할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 본 보고서에서는 이러한 인식에 따라 증권회사들의 주식인수업무 평판을 형성하는 데 중요하다고 생각되는 요소들을 파악하고, 이들을 종합하여 하나의 숫자로 평판을 나타낼 수 있는 지수를 개발·소개하였다. 물론 이 지수는 하나의 시안(試案)이며, 지속적인 수정·보완이 필요한 것이지만, 적어도 증권회사의 평판을 계량화하는 최초의 시도라는 점에서 그 의미를 찾을 수 있을 것이다.

마지막으로 지적할 점은 주식발행시장, 특히 IPO 시장에 참여하는 투자자들의 인식 전환이 필요하다는 것이다. IPO 시장은 현재의 시장가격이 존재하지 않고 투자자가 발행회사의 진정한 가치를 평가하기가 매우 어려운, 따라서 위험이 큰 시장이다. IPO 시장에서의 저가발행 현상,

111) 2003년 8월 발표된 개선방안에 의하여 주식발행업무 실적에 대한 공시가 대폭 강화되었다(금융감독원(2003)).

그리고 시장조성제도에 의하여 한국에서 IPO 공모주식은 확실하게 양 (+)의 수익률을 보장하는 투자대상으로 인식되어 온 것이 사실이다. 그러나 시장조성제도는 저가발행을 심화시키고, 투자자들이 발행공시의 충실성을 요구할 유인을 감소시키는 효과가 있는 만큼, 앞으로 시장조성은 제도적 규정이 아닌 발행회사와 대표주관회사와의 계약에 의하여 선택적으로 이루어지는 방향으로 개선되는 것이 바람직하다. 그렇게 되면 투자자들은 자신의 투자 결과에 대한 책임을 스스로 져야 하고, 따라서 자신의 투자의사결정에 있어서 더욱 신중해져야 한다. 투자자들의 이러한 변화가 있어야만 증권회사의 주식발행업무에 대한 시장 규율이 효과적이고 강력하게 이루어질 수 있을 것이다.



## 참고 문헌

---



## 참고 문헌

### < 국내 문헌 >

금융감독원, 2002, 『기업공시제도 해설』 .

금융감독원, 2003, “인수·공모제도 개선방안 마련,” 보도자료, 8. 19.

김건식, 2002, 『증권거래법』, 두성사.

김정호, 2002, 『신주발행제도의 경제학』, 자유기업원 신회사법시리즈 18.

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

S-IPO, 2003, 『2002년 코스닥 IPO 연감』 .

S-IPO, 2003, 『IPO News』, 각월호.

### < 외국 문헌 >

Aggarwal, Reena, 2000, Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 55, 1075-1103.

Aggarwal, Reena and Pietra Rivoli, 1990, Fads in the IPO Market?, *Financial Management* 19, 45-57.

Aggarwal, Reena, Nagpurnanand R. Prabhala and Manju Puri, 2002, Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence, *Journal of Finance* 57, 1421-1442.

- Allen, Franklin and Gerald R. Faulhaber, 1989, Signaling by Underpricing in the IPO Market, *Journal of Financial Economics* 23, 303-323.
- Altinkihc, Oya and Robert S. Hansen, 2000, Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs, *Review of Financial Studies* 13, 191-218.
- Beatty, Randolph P. and Jay R. Ritter, 1986, Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Beatty, Randolph P., Howard Bunsis and John R. M. Hand, 1998, The Indirect Economic Penalties in SEC Investigations of Underwriters, *Journal of Financial Economics* 50, 151-186.
- Benveniste, Lawrence M. and Paul A. Spindt, 1989, How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
- Benveniste, Lawrence M. and William J. Wilhelm, 1990, A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments, *Journal of Financial Economics* 28, 173-207.
- Black, Bernard S., 1999, Creating Strong Stock Markets by Protecting Outside Shareholders, *presented at OECD/KDI Conference on Corporate Governance in Asia*, Seoul, Korea, March 3-5.
- Black, Bernard S. and Ronald J. Gilson, 1998, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets?, *Journal of Financial Economics* 47, 243-277.

- Chen, Hsuan-Chi and Jay R. Ritter, 2000, The Seven Percent Solution, *Journal of Finance* 55, 1105-1131.
- Cornelli, Francesca and David Goldreich, 2001, Bookbuilding and Strategic Allocation, *Journal of Finance* 56, 2337-2369.
- Credit Suisse First Boston (Hong Kong), 2001, *IPO Process Handout*, presentation material.
- Drucker, Steven and Manju Puri, 2002, Tying Knots: Lending to Win Equity Underwriting Business, Stanford University Working Paper.
- Dunbar, Craig G., 2000, Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share, *Journal of Financial Economics* 55, 3-41.
- Economist, 2002, Ex-friends of Frank, September 26.
- Fortune, 2001, The Trouble with Frank, August 13.
- Geddes, Ross, 2003, *IPOs and Equity Offerings*, Securities Institute Global Capital Markets Series, Butterworth-Heinemann.
- Goldman Sachs (Asia), 2001, *International Equity Offering Process*, presentation material.
- Hanley, Kathleen Weiss and William J. Wilhelm, 1995, Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics* 37, 239-257.
- Hansen, Robert S. and Paul Torregrosa, 1992, Underwriter Compensation and Corporate Monitoring, *Journal of Finance* 47, 1537-1555.

Hughes, Patricia J. and Anjan V. Thakor, 1992, Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Review of Financial Studies* 5, 709-742.

James, Christopher, 1992, Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriter Services, *Journal of Finance* 47, 1865-1885.

Jenkinson, Tim and Alexander Ljungqvist, 2001, *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, 2nd edition, Oxford University Press, New York.

KPMG, 1995, *Selling Securities in the United States*.

Krigman, Laurie, Wayne H. Shaw and Kent L. Womack, 2001, Why Do Firms Switch Underwriters?, *Journal of Financial Economics* 60, 245-284.

Lehman Brothers, 2001, *IPO Process: Overview Pages*, presentation material.

Loughran, Tim and Jay R. Ritter, 2002, Why Don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?, *Review of Financial Studies* special 15, 413-443.

Ljungqvist, Alexander and William J. Wilhelm, 2002, IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?, *Journal of Financial Economics* 65, 167-201.

Ljungqvist, Alexander and William J. Wilhelm, 2003, IPO Underpricing in the Dot-com Bubble, *Journal of Finance* 58, 723-752.

RedHerring, 2001, The art of the tie-in, May 2.

\_\_\_\_\_, 2001, Commission, or bribe?, May 3.

- \_\_\_\_\_, 2001, Flipping made easy, May 4.
- \_\_\_\_\_, 2001, One IPO's wild ride, May 7.
- \_\_\_\_\_, 2001, The making of a scapegoat, May 8.
- \_\_\_\_\_, 2001, Where was the SEC?, May 9.
- \_\_\_\_\_, 2001, Breaking the habit, May 10.
- Reicin, Cheryl V., David A. Cifrino, Philip L. Colbran and John K. Robinson, 2002, *An Insider's Guide to Going Public*, RR Donnelley Financial.
- Ritter, Jay R., 1987, The Costs of Going Public, *Journal of Financial Economics* 19, 269-281.
- \_\_\_\_\_, 1991, The Long-run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, 3-27.
- \_\_\_\_\_, 2002, The Future of the New Issues Market, draft, University of Florida.
- \_\_\_\_\_, 2003, Investment Banking and Securities Issuance, forthcoming in *Handbook of the Economics of Finance* edited by George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, North-Holland.
- Rock, Kevin, 1986, Why New Issues Are Underpriced, *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.
- Schultz, Paul H. and Mir A. Zaman, 1994, Aftermarket Support and Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics* 35, 199-219.

Sherman, Ann E., 2000, IPOs and Long-Term Relationships: An Advantage of Book Building, *Review of Financial Studies* 13, 697-714.

Smith, Clifford, 1986, Investment Banking and the Capital Acquisition Process, *Journal of Financial Economics* 15, 3-29.

Tinic, Seha M., 1988, Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock, *Journal of Finance* 43, 789-822.

Welch, Ivo, 1992, Sequential Sales, Learning, and Cascades, *Journal of Finance* 47, 695-732.

< 웹사이트 >

금융감독원, <http://www.fss.or.kr/>

금융감독원 전자공시시스템, <http://dart.fss.or.kr/>

코스닥증권시장, <http://www.kosdaq.or.kr/>

한국은행, <http://www.bok.or.kr/>

한국증권거래소, <http://www.kse.or.kr/>

Findlaw, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/csfb/usquattrone51203i-nd.pdf>.

\_\_\_\_\_, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/csfb/usquattrone42103-cmp.pdf>.

\_\_\_\_\_, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/csfb/nasdquatt30603ts-tcmp.pdf>.

\_\_\_\_\_, <http://news.findlaw.com/hdocs/docs/csfb/nasdquatt30603s-pincmp.pdf>.

SEC, <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17327.htm>.

\_\_\_\_\_, <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17327.htm>.

\_\_\_\_\_, <http://www.sec.gov/litigation/complaints/judglr17327.htm>.

\_\_\_\_\_, <http://www.sec.gov/news/press/2002-14.txt>.

NASD, [http://www.nasdr.com/news/pr2003/release\\_03\\_010.html](http://www.nasdr.com/news/pr2003/release_03_010.html).

\_\_\_\_\_, [http://www.nasdr.com/news/pr2002/release\\_02\\_005.html](http://www.nasdr.com/news/pr2002/release_02_005.html).