

인수인 경쟁구조 분석

2015. 10. 1.

이 석 훈
자본시장연구원



한국 투자은행(IB)의 역사

❖ 제도를 기준으로 한 한국 투자은행(IB)의 역사는 15년?

- 기업공개명령기, 기업공개권고기를 거쳐 1999년 수요예측제도 도입
- 인수인이 신규공모시장의 관리자 기능을 수행할 수 있는 제도적 기반 마련

1973년 ~ 기업공개명령기

- ❖ 법정 요건을 충족하는 기업공개 적격기업을 명령을 통해 강제 상장시킴으로써 정부 주도의 신규공모시장 형성 (기업공개촉진법 1973년 1월 시행)
 - 기업의 직접금융 활성화를 위해 1972년 8.3조치를 통해 기업공개 요건을 마련한 후 기업공개명령제도 시행

1988년 ~ 기업공개권고기

- ❖ 기업공개촉진법과 기업공개명령제도가 폐지되고 기업공개권고제도가 시행 (자본시장 육성에 관한 법률 1988년 1월 시행)
 - 기업공개권고제도 이후 주식시장이 과열되자 1989년 11월 발행시장 수급조절대책을 발표하며 주식 발행물량에 대해 통제하는 등 발행시장에서의 정부관리체제 지속

1999년 ~ 문지기 시장 이행기

- ❖ 정부의 기업공개요건 및 인수심사제도가 폐지되고, 수요예측제도 도입으로 일단 신규공모시장 자율화의 제도적 기반이 형성됨 (유가증권인수업무규정 1999년 개정)
 - 그러나 수요예측의 방법과 절차에 대한 세세한 규제도 같이 도입되어 시장의 완전자율화는 미흡; 2007년 시장선진화 방안 도입으로 인수인의 재량권이 크게 높아짐

미국 수요예측제도의 의의

❖ 인수인과 '수요예측(bookbuilding process)'

- 미국 신규공모시장의 운영관행(market practice)
- '경매(auction)'와 대비되는 독특한 판매방식으로서 인수인이 중심
 - ①(참여범위)인수인이 장기관계가 있는 기관투자자 중심으로 초청
 - ②(가격결정)인수인이 수요예측정보를 종합하여 재량 결정
 - ③(물량배정)인수인이 수요예측참여 투자자들에게 재량 배정

❖ 투자은행의 기원

- '투자은행(Investment Bank)'의 교과서적 정의: 정보시장(information marketplace)의 관리자, 문지기(gatekeeper)
- 정보시장 관리자로서 투자은행의 역사적 기원
 - 19세기 이후 미국에서 신규공모시장의 인수인 기능이 진화하며 탄생

개관의 관점: 미국형 명성 문지기 시장

- ❖ 미국형 명성 문지기 시장은 과점적 경쟁구조, 높은 수수료율, 적정 가격 발견, 성장기업 발굴 등이 특성으로 지적

경쟁구조	명성 문지기가 지배하는 과점 체제
신규공모주 저평가	낮은 저평가
가격(인수수료)	Rent 성격의 높은 수수료율(7% rule)
상장기업 특성	미래 수익성/성장성 기준

“명성 인수인은 수요예측과정의 효율적 관리로 정보를 수집하고, 이를 기반으로 적정공모가격을 책정하여 신규공모주 저평가를 축소; 그에 대한 대가로 높은 수수료를 수취; 명성 문지기의 가격발견 역량을 바탕으로 현재 수익이 없는 기업도 상장가능”

❖ 신규공모주 저평가 현상

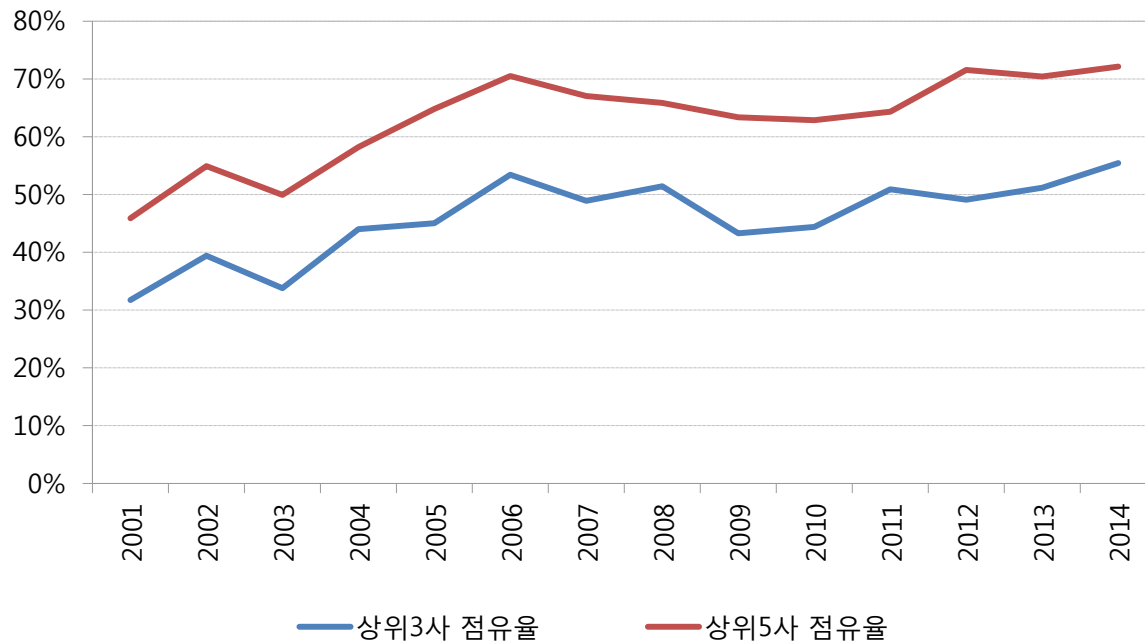
- 신규공모주식의 주가가 상장직후 일정 기간 상승하는 현상
- 정보비대칭에 기인한 현상으로서 발행기업이 자본시장 진입을 위해 지불해야 하는 '비용'으로 간주됨

현황: 1) 경쟁구조 추이

❖ 국내 인수인 시장은 전체적으로는 과점시장으로의 변모가 지속

- 2003~2006년 기간 상위 인수인의 시장점유율이 급상승; 이후 안정세인 가운데 약간의 부침이 지속; 최근 미약하지만 재상승 조짐
- 현재 국내 인수인 시장의 과점도는 미국에 비해 상당히 높은 수준
 - 2014년 기준 미국은 상위 3사 시장점유율은 31.9%, 상위 5사는 49.4% (Thompson Reuter); 동년 국내 상위 3사와 5사가 각각 55%와 72%를 점유

시장점유율추이



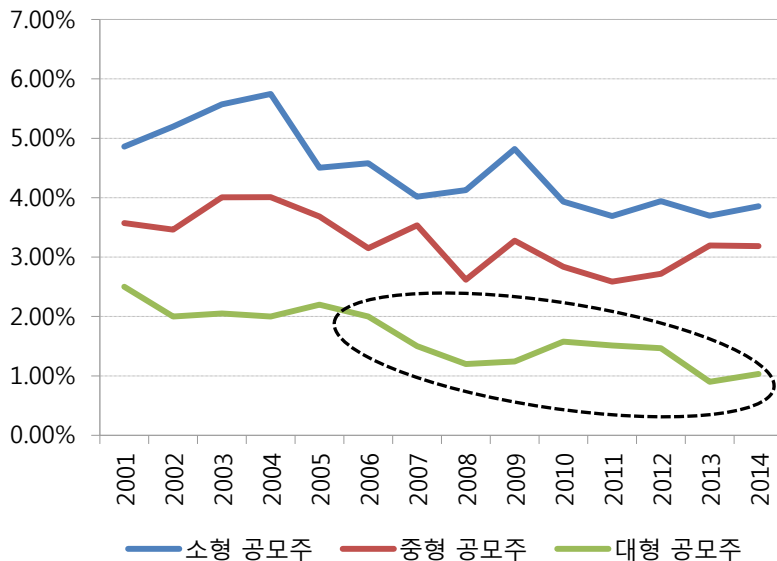
주: 인수수수료 수익 기준 시장점유율

현황: 2) 인수수수료를 추이

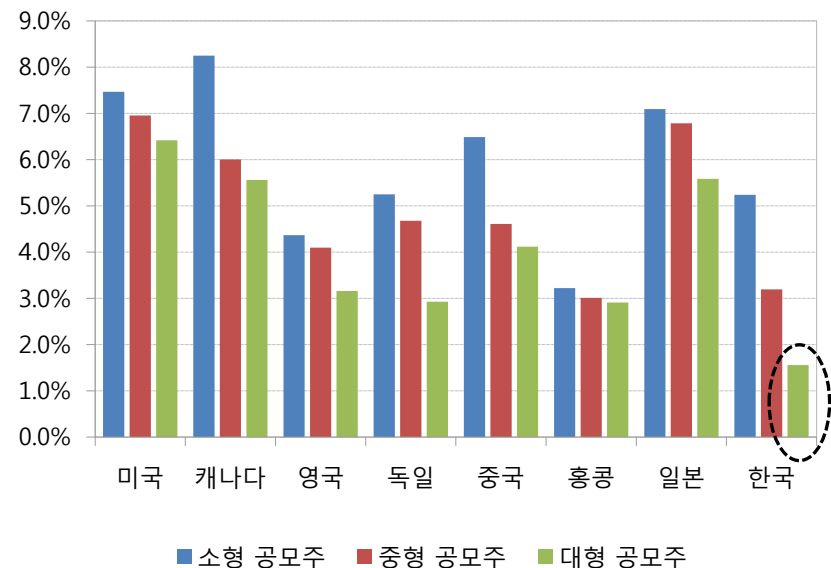
❖ 국내 인수수수료율은 2000년대 초반 이후 꾸준한 하락세

- 국내 인수수수료율은 2000년대 초반 이후 모든 공모규모에서 지속 하락
- 특히 대기업 인수수수료율의 하락세가 현저하며, 대형 공모의 인수수수료율은 국제적으로 크게 낮은 수준

인수수수료율 추이



인수수수료율 국제비교



소형: 공모금액 200억 이하, 중형: 200~1,000억, 대형: 1,000억 초과

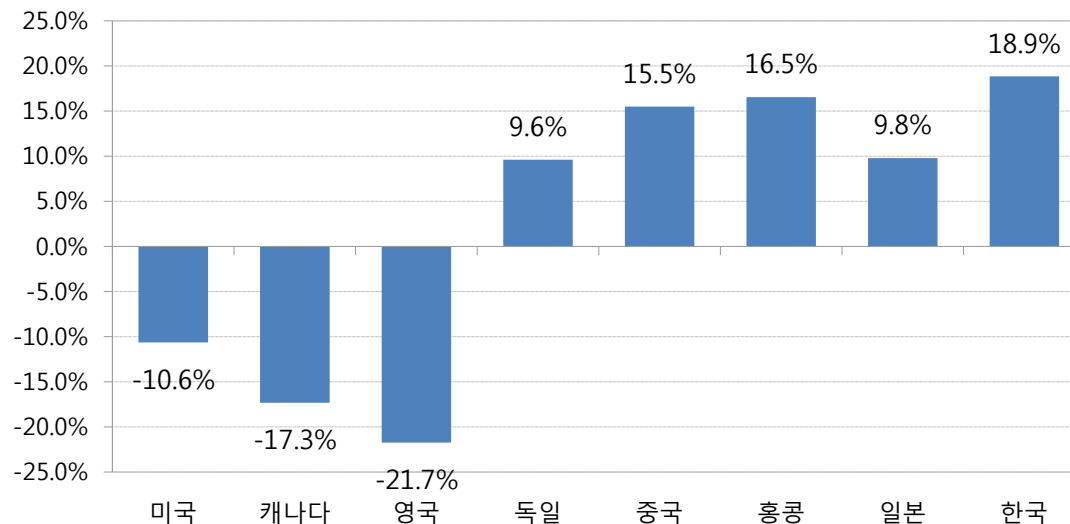
주: 2001~2014년 신규공모기업 평균, 자료: Dealogic

현황: 3) 신규상장기업의 특성

❖ 국내 신규상장기업은 가치평가가 비교적 용이한 표준화된 기업들

- 중견이상 기업의 신규상장이 많은 미국 시장뿐 아니라 국내와 같이 소기업 상장이 많은 캐나다와 영국도 적자 기업 상장이 활발한 것과는 대조적
- 아시아 주식시장의 공통된 특성에 해당되는 것이기도 함

신규상장기업 수익성(상장직전) 국제비교



주: 2001~2014년 신규공모기업 평균, 자료: Dealogic

1. 신규공모시장의 경쟁원리

❖ 가격경쟁과 서비스 경쟁의 의미

- 가격경쟁은 인수인의 역할은 제한적. 서비스 개선보다 저가경쟁을 위한 비용 효율성에 집중 → 높은 시장점유율과 낮은 수수료율
- 서비스 경쟁은 인수인의 역할을 강화. 인수인 기능 강화를 통한 가격 프리미엄을 지향 → 높은 시장점유율과 높은 수수료율

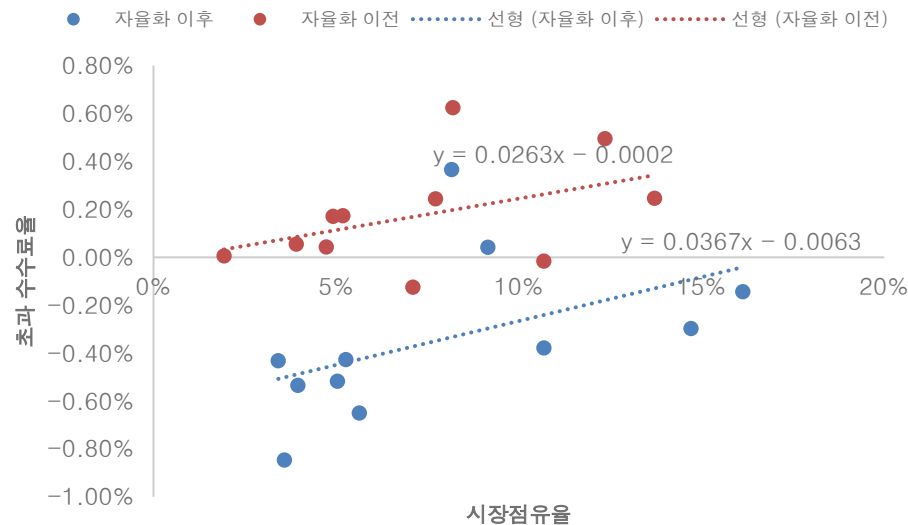
❖ 신규공모시장의 지배적 경쟁행태('가격경쟁' vs. '서비스 경쟁')를 검토하기 위하여 다음을 분석

- 개별 증권사 별 시장점유율과 수수료율 관계
- 개별 증권사 별 시장점유율 변화와 수수료율 변화 관계
- 명성 인수인시장에 대한 평가

시장점유율과 수수료율 간 관계

❖ 가격경쟁과 서비스 경쟁이 혼재

- 공격적인 가격정책이 과점적 지위 확보를 보장하지 못함
- 전반적인 초과수수료율 하락은 가격경쟁을 함의



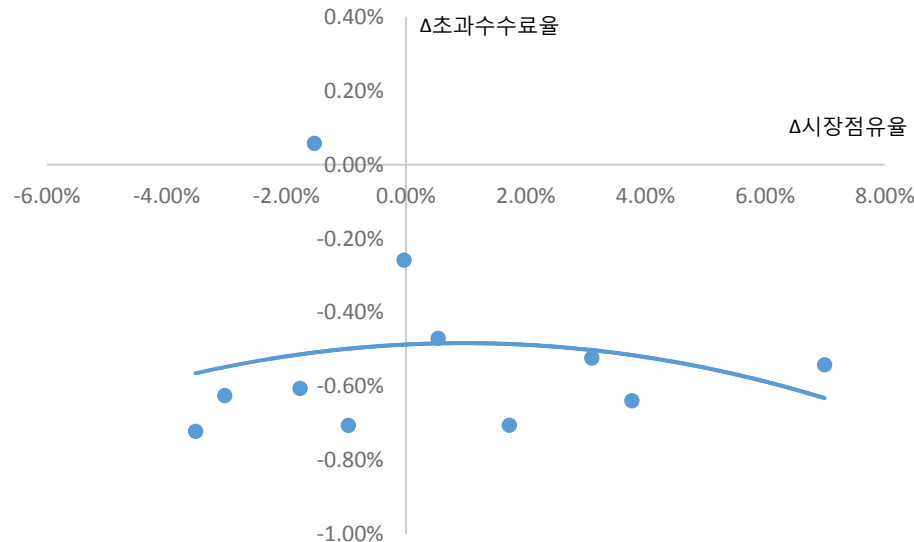
주: 시장점유율은 2008년 이후와 이전 연평균 시장점유율
초과수수료율은 2008년 이후와 이전 평균 초과수수료율

초과수수료율: 공모규모, 시장조건 등 수수료율 결정에 미치는 외부적 요인을 조정한 인수수수료율
특히, 2001년~2014년까지 전체 샘플에 대한 초과수수료율 평균이 영(0)이 되도록 조정

시장점유율 변화와 수수료율 변화 간 관계

❖ 증권사별 시장점유율이 2007년 이후 크게 변동하여 이 기간 경쟁격화를 시사

- 대부분의 증권사가 경쟁격화에 가격인하로 대응
- 시장점유율을 높이면서도 초과수수료율을 높인 증권사는 거의 없음



주: Δ 시장점유율은 2008년 이후와 이전 연평균 시장점유율 차이
 Δ 초과수수료율은 2008년 이후와 이전 평균 초과수수료율 차이

초과수수료율: 공모규모, 시장조건 등 수수료율 결정에 미치는 외부적 요인을 조정한 인수수수료율
특히, 2001년~2014년까지 전체 샘플에 대한 초과수수료율 평균이 영(0)이 되도록 조정

2. 가격경쟁의 원인

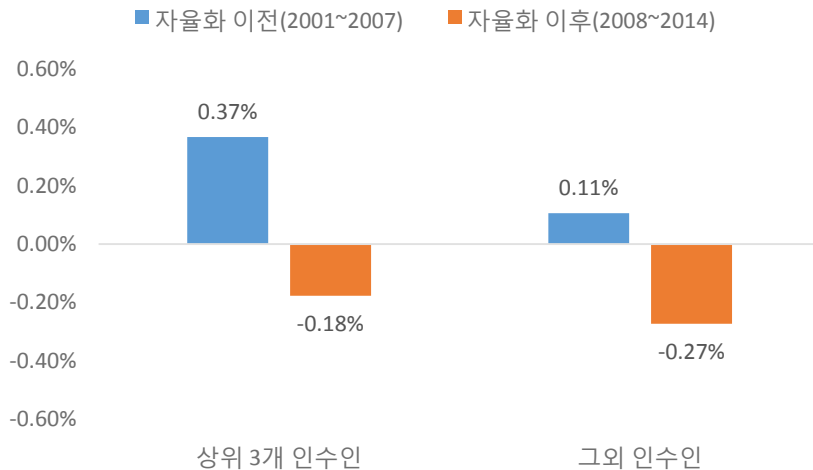
- ❖ 가격경쟁 촉발(특히 2007년 이후에 더욱 활성화된 이유)의 원인으로는 다음의 세 가지 가능성을 상정할 수 있음
 - 시장점유율 경쟁 - 명성중심의 경쟁 부재
 - 신규공모기업 수가 감소하며 전체 시장이 위축
 - 2007년 선진화 방안 시행으로 '인수인 책임과 위험'이 축소
 - (모든 기간에 해당되는 것으로서) 인수인의 법적 책임이 낮은 수준이고 자율적으로 부담하는 인수인 책임과 위험, 즉 서비스경쟁에 차별성이 미흡
 - 국제비교상 인수수수료율이 낮은 현상에 대한 원인이기도 함

시장점유율 경쟁(1)

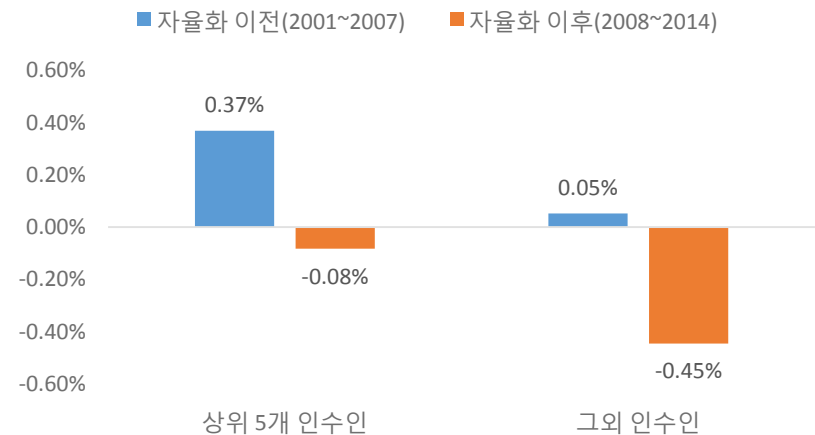
❖ 상위권 인수인의 초과수수료율 하락이 더욱 심화

- 상위권 인수인 간 시장점유율 확보를 위한 가격경쟁이 치열

상위3개 인수인 vs 여타 인수인



상위5개 인수인 vs 여타 인수인



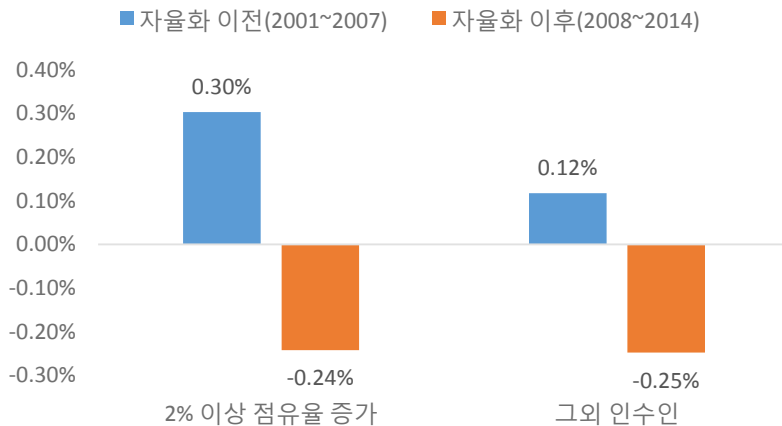
주: 시장점유율은 2008년 이후와 이전 연평균 시장점유율
초과수수료율은 2008년 이후와 이전 평균 초과수수료율

초과수수료율: 공모규모, 시장조건 등 수수료율 결정에 미치는 외부적 요인을 조정한 인수수수료율
특히, 2001년~2014년까지 전체 샘플에 대한 초과수수료율 평균이 영(0)이 되도록 조정

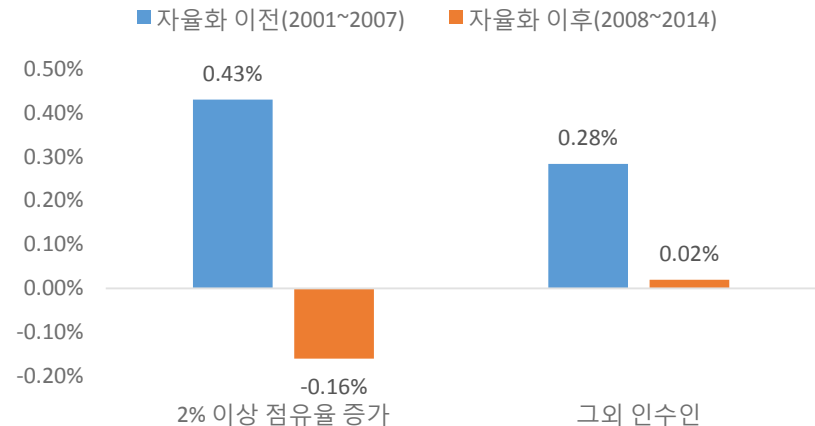
시장점유율 경쟁[2]

❖ 시장점유율 증가 인수인의 초과수수료를 하락이 더욱 심화

전체 인수인 대상



상위 5개 인수인 대상



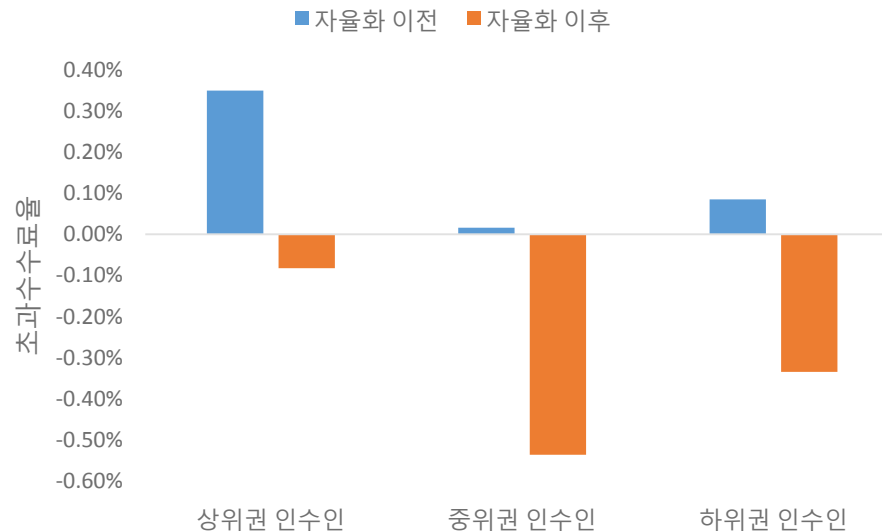
주: 시장점유율은 2008년 이후와 이전 연평균 시장점유율
초과수수료율은 2008년 이후와 이전 평균 초과수수료율

초과수수료율: 공모규모, 시장조건 등 수수료율 결정에 미치는 외부적 요인을 조정한 인수수수료율
특히, 2001년~2014년까지 전체 샘플에 대한 초과수수료율 평균이 영(0)이 되도록 조정

신규공모기업의 감소

❖ 적극적인 가격전략은 주로 중위권 이하 증권사에 의해 추구

- 시장이 위축되자 시장 내 지위가 취약한 증권사들이 적극적인 가격전략을 택하였을 가능성



상위권 인수인은 1~5위 인수인, 중위권 인수인은 6~10위, 하위권 인수인은 11위 이하

초과수수료율: 공모규모, 시장조건 등 수수료율 결정에 미치는 외부적 요인을 조정한 인수수수료율
특히, 2001년~2014년까지 전체 샘플에 대한 초과수수료율 평균이 영(0)이 되도록 조정

2007년 선진화 방안에 의한 인수위험 감소

- ❖ 2007년 풋백옵션 의무 폐지도 가격경쟁 촉발의 부분적 원인일 가능성
 - 의무폐지로 인수인의 위험부담이 감소하자 전반적으로 인수인의 수수료를 하락 요인으로 작용하였을 수 있음
 - 인수인의 자발적인 시장조성 의무 부담계약은 나타나지 않았으므로 논리적으로는 수수료를 인하가 타당

	인수수수료율		
	자율화 이전	자율화 이후	변화율
소형 공모주	5.36%	4.06%	-24.20%
중형 공모주	3.52%	2.95%	-16.32%
대형 공모주	2.08%	1.28%	-38.48%
	초과수수료율		
	자율화 이전	자율화 이후	차이
소형 공모주	0.15%	-0.33%	-0.48%p
중형 공모주	0.19%	-0.08%	-0.27%p
대형 공모주	0.24%	-0.25%	-0.49%p

낮은 인수인의 법적 책임

	한 국	미 국	홍 콩
발행공시 부실기재 손해배상책임	<ul style="list-style-type: none"> 직접 인수 의뢰를 받고 인수 조건을 정하는 대표 주 관 사 만 이 책임 (자본시장법시행령 135조) 	<ul style="list-style-type: none"> 원 칙 적 으 로 모 든 인수인(underwriter)이 책임을 지고 전문가 의견, due diligence 항변 등을 통해 면책 (1933Act §11) 	<ul style="list-style-type: none"> 투자설명서 발행을 승인한 모든 주 관 사 (sponsor) 가 책임을 부담하고 전문가 의견, due diligence 항변 등을 통해 면책 (CAP 32 §40)
부실기재에 대한 제재	<ul style="list-style-type: none"> 증권신고서 중 '인수인 의견'란에 중요 사항에 관하여 부실기재한 경우에만 과징금 부과 (고심 행정법원 판결) 	<ul style="list-style-type: none"> 증권법령을 위반 (§11 위반 등)한 인수인에 대해 민사상 과징금 부과 (1933Act §20) 	<ul style="list-style-type: none"> 투자설명서 발행을 승인한 인수인은 원칙적으로 부실기재에 대한 형사상 책임을 부담하고, 고의 및 과실 없음을 인수인이 입증 (CAP 32 §40A)
인수인의 판매행위책임	<ul style="list-style-type: none"> 판매자로서의 인수인 책임에 관한 명확한 근거규정이 없음. 공시책임과 판매책임에 관한 구분 모호 (자본시장법 제125조) 	<ul style="list-style-type: none"> 발행공시책임과 별도로, 부실기재 투자설명서를 교부하며 발행증권을 판매한 행위에 대해 민사상 책임 부과 (1933Act §12) 	<ul style="list-style-type: none"> 미국과 같이 증권신고서 부실기재 책임과 별도로 판매행위에 따른 민사상 책임 부과 (CAP 571§108)
인수인 책임의 명확성 및 예측가능성	<ul style="list-style-type: none"> 중국 고심 판결에서 나타난 바와 같이 인수인 책임의 내용과 범위에 관해 불확실성이 큼 	<ul style="list-style-type: none"> 인수인 책임에 관해 Rule 176 등과 같은 SEC Rule, 다수의 비조치의견서, 법적 효력을 지니는 다수의 법원 판례 존재 	<ul style="list-style-type: none"> SFC가 직접 나서 적극적으로 인수인의 민·형사상의 책임에 관해 유권해석을 하고 규정 재·개정

❖ 인수인의 법적 책임이 낮으면 인수인의 인증 효과가 떨어져 높은 인수수수료를 기대하기 어렵고 인수업계의 과당경쟁이 지속될 수 있음

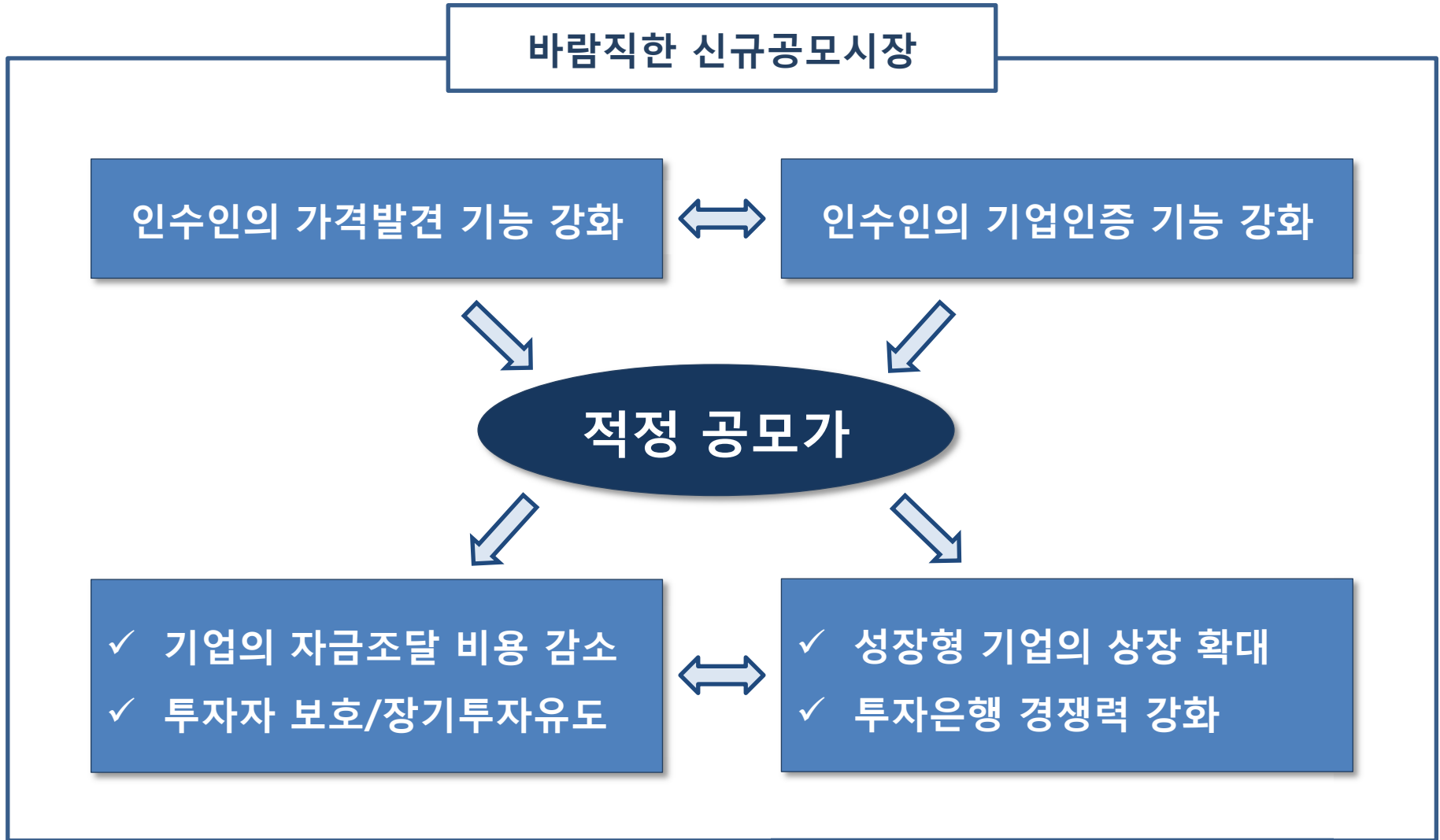
❖ 신규공모시장의 경쟁행태는 혼돈

- 과점도가 상승하고 있으나 서비스 경쟁(명성경쟁) 보다는 시장위축과 점유율 경쟁의 영향인 측면
- 시장위축과 점유율 경쟁의 영향으로 경쟁이 격화되면서 증권사 간 차이는 없지 않으나 전체적으로 가격경쟁이 전개

❖ 가격경쟁의 원인에는 획일화된 서비스, 선도적인 명성인수인의 부재

- 가격경쟁이 지배적인 이면에는 서비스 경쟁의 제도적 여건 미흡이 원인으로 작용
 - 2007년 인수인 재량강화가 자율적인 서비스 경쟁 보다는 인수인 역할 감소로 전개되면서 가격경쟁 활성화 요인으로 작용
 - 그 근거에는 인수인의 법적 책임이 국제비교상 낮고 불확실하고 인수인이 체감하는 '인수위험'이 낮다는 점이 놓여 있음

바람직한 신규공모시장



- ✓ **인수인의 서비스 경쟁 유도: 인수업무 방식의 자율성 제고**
 - 공모시장 운영방식의 자율화, 수요예측제도의 운영자율화 등
- ✓ **MS 중심의 리그테이블 공시를 지양: 공모주 성과 지표를 중심으로 전환**
 - 시장은 MS를 중심으로 인수인의 역량을 평가, 시장의 인식 전환이 필요
- ✓ **인수인의 법적 책임을 강화**
 - 주관사 역할을 하는 인수인만 손해배상의무자로 규정(125조) → 실질적으로 증권신고서를 인증하는 인수인에게 125조 증권신고서 부실기재책임을 부과
 - 발행공시서류 작성자에게 과징금을 부과(425조1항1호) → 발생공시서류를 승인한 인수인을 과징금 부과 대상자로 규정
- ✓ **애널리스트 부문과의 시너지**
 - 미국에서는 인수인 선택에서 애널리스트 부문의 경쟁력이 중요한 결정요인
- ✓ **선도적인 인수인의 등장이 필요**
 - 기존의 관행적인 인수업무 서비스를 개선, 새로운 표준방식을 마련할 필요