

우리나라 投資銀行業의 現況과 向後 課題

2004. 12

이 자료는 서정의 과장(4급)이 작성하였으며 자료의 내용은 집필자의 개인의견으로 한국은행의 공식견해를 나타내는 것은 아님 (자료 문의 : ☎ 759-4182)

調査局 金融産業팀

調査研究資料

우리나라 投資銀行業의 現況과 向後 課題

2004. 12

調査局 金融産業팀

차 례

< 要 約 >

I. 檢討 背景	1
II. 投資銀行 概要	3
III. 投資銀行業의 主要 內容	15
IV. 우리나라의 主要 投資銀行業 業務別 現況	30
V. 投資銀行業 活性化를 위한 課題	44

< 參 考 >

1. 美國 投資銀行의 發展過程	5
2. 美國 商業銀行의 投資銀行業 進出	9
3. 投資銀行의 業務와 관련된 美國의 法律	12
4. 投資銀行과 金融工學(Financial Engineering)	28
5. 美國 證券市場에서의 市場造成者(Market Makers) 役割	50
6. 投資銀行과 關係投資(Relationship Investment)	53

I. 檢討 背景

□ 최근 우리나라에서는 美國 특유의 금융기관인 投資銀行과 이들이 수행하는 投資銀行 業務에 대한 관심이 크게 높아지고 있음

○ 이러한 관심 증대는 美國 資本市場의 발달에 크게 기여한 것으로 평가되는 投資銀行의 經驗을 바탕으로 우리나라도 이와 유사한 금융기관을 도입·활용하면 直接金融의 活性化를 통해 資本市場의 安定的인 發展을 도모할 수 있을 것이라는 기대감이 표출된 것으로 이해

— 美國이 직접금융 위주의 금융시스템을 유지·발전시켜 올 수 있었던 기본적인 배경으로는 직접금융을 선호하는 기업의 자금조달행태가 흔히 지적되고 있으나

이러한 기업의 금융수요를 효과적으로 뒷받침해온 投資銀行의 존재 또한 직접금융 위주의 금융시스템을 발전시키는 데 큰 역할을 담당한 것으로 일반적으로 인정

○ 특히 資本市場의 기능을 활성화함으로써 그간 은행을 중심으로 구축되어 온 간접금융 위주의 금융시스템을 直接金融과 間接金融이 균형 있게 발전하는 金融시스템으로 전환하여야 할 필요성이 크게 제기되고 있는 점도 이러한 관심 증대에 기여

□ 그러나 아직 우리나라에서는 美國 投資銀行制度에 대한 체계적인 이해가 부족한 것으로 보이며 이에 따라 투자은행과 관련한 다양한 주장이 산만하게 제기되고 있어

미국 투자은행제도가 지니고 있는 장점을 우리나라의 금융제도에 접목시키기 위해서는 우선 制度的인 측면을 중심으로 미국 투자은행제도의 개념을 정리하는 작업이 선행되어야 할 것으로 판단됨

- 이러한 개념 정리를 바탕으로 우리나라의 現行 金融制度에 비추어 미국의 투자은행은 우리나라의 관련 금융기관과 어떠한 差異點을 가지고 있는지 등을 파악하고

나아가 美國의 投資銀行이 수행하는 특정 업무를 우리나라에서 활성화하기 위해서는 制度的인 側面에서 어떠한 부분들이 보완되어야 할 것인지 등을 점검해야 할 것임

- 이하에서는 미국의 투자은행이 수행하고 있는 업무를 정리한 다음 이러한 업무들이 우리나라에서는 어떠한 금융기관에 의해 얼마나 활발히 이루어지고 있는지 個別 投資銀行 業務別로 현황을 살펴보고

우리나라 금융기관이 특정 투자은행 업무를 제대로 수행하고 있지 못하다면 이는 어떠한 構造的인 問題點에 기인하는 것인지 그리고 제도적인 차원에서 개선의 여지는 있는지 등을 살펴보고자 함

II. 投資銀行 概要

□ 이하에서는 投資銀行 및 投資銀行業의 개념, 投資銀行 現況, 投資銀行에 대한 規制 體系 등을 중심으로 투자은행의 概要를 살펴보고자 함

(投資銀行 및 投資銀行業의 概念)

- 投資銀行은 資本市場을 중심으로 하는 美國의 金融環境에서 발전해 온 美國 特有의 金融기관으로 現行 金融제도에 비추어 볼 때 우리나라에는 존재하지 않는 金融기관 형태임
 - 投資銀行은 비록 名稱에 銀行이라는 단어를 포함하고 있으나 預金 債務를 바탕으로 하는 信用創造機能을 갖고 있지 않기 때문에 金融仲介機關(Financial Intermediary)으로 분류되지 않음
- 美國 證券產業에서는 “有價證券 引受를 통해 기업에 자금을 공급하는 金融業務”를 投資銀行業(Investment Banking)으로 불려왔는데 이에 따라 자연스럽게 有價證券 引受業務를 主業務로 하는 기관을 投資銀行(Investment Bank)으로 통칭하게 되었음
 - Mishkin(1997)은 브로커(broker) 및 딜러(dealer)의 경우 流通市場 業務를 전문으로 수행한다는 점에서 發行市場 業務, 즉 有價證券 引受業務를 담당하는 投資銀行(Investment Bank)과 구별
 - 그러나 投資銀行은 애초부터 브로커 및 딜러가 영위하는 流通市場 業務도 일반적으로 같이 수행
 - 따라서 投資銀行業(Investment Banking)이라는 용어는 金融產業을 金融圈域別로 구분하고자 일반적으로 쓰이는 銀行業, 證券業, 保險業 등과 다른 개념

- 그러나 1970년대 중반 이후 금융환경이 급변함에 따라 투자은행은 경쟁력 제고를 목적으로 취급업무의 범위를 점차 넓혀왔음
 - 오늘날의 投資銀行은 전통적인 의미의 投資銀行業인 有價證券 引受業務 이외에 有價證券 委託賣買, 固有計定에 의한 有價證券 賣買, 뮤추얼펀드 販賣 및 管理 등을 일반적으로 수행하고 있으며 아울러 資產管理, 冒險資本, 企業 引受・合併(M&A) 仲介 등의 업무도 활발하게 취급
- 이에 따라 근래에는 投資銀行의 業務範圍 확대를 반영하여 投資銀行業을 狹義로는 “투자은행의 전통적 업무인 有價證券 引受業務”로, 廣義로는 “投資銀行이 영위하는 모든 業務”로 해석하고 있음
 - 狹義의 의미에 있어서도 投資銀行業이라는 용어가 전통적 업무인 有價證券 引受業務와 함께 업무 진행과정에서 유가증권 인수를 수반할 수 있는 企業 引受・合併(M&A) 仲介業務를 포괄하는 의미로 흔히 확대되어 사용
- 한편 투자은행이 취급하는 업무는 이처럼 水平的으로 넓어졌을 뿐만 아니라 1980년대 이후 본격화된 金融工學(Financial Engineering)의 발전에 힘입어 垂直의으로도 크게 심화되어 왔음
 - 金融工學의 발전은 각종 先物(Futures), 옵션(Options) 등 派生金融商品(Financial Derivatives)의 확산을 불러왔으며 이들 파생금융상품은 투자은행이 취급하는 각종 업무에 탄력적으로 응용되어 투자은행 업무의 質的 深化에 기여
- 본 자료에서는 Mishkin(1997)의 구분을 따라 美國 證券産業에 종사하는 事業者 가운데 有價證券 引受業務를 영위하는 사업자를 의미하는 뜻으로 投資銀行이라는 용어를 사용함
 - 개별 금융기관의 선택에 따라 “투자은행이 영위할 수 있는 모든 업무”를 영위하지 않더라도 有價證券 引受業務를 취급하는 금융기관일 경우 投資銀行으로 간주

- 投資銀行業이라는 용어는 때로는 狹義로, 즉 “有價證券 引受業務 및 企業 引受・合併(M&A) 仲介業務”를 뜻하는 것으로, 때로는 廣義로, 즉 “投資銀行이 영위하는 모든 業務”를 뜻하는 것으로 사용함

< 參考 >

美國 投資銀行의 發展過程

- 美國의 投資銀行은 1933년 글래스-스티걸法의 制定으로 투자은행업과 상업은행업이 분리된 이래 고정적으로 운용되어 온 각종 手數料에 힘입어 안정적인 영업을 지속해 왔음
 - 특히 1950~60년대 기간중 美國經濟가 지속적인 호황을 보임에 따라 직접 금융을 통해 자금을 조달하려는 기업이 늘게 되고 이에 따라 투자은행은 높은 수익을 향유
- 그러나 1970년대 들어 投資銀行은 완전히 새로운 金融環境에 직면하게 되었는데 특히 1975년 단행된 전면적인 手數料 自律化는 投資銀行의 正體性(Identity)을 바꾸는 근본적인 요인으로 작용하였음
 - 金利리스크, 換리스크 등 이전에는 볼 수 없었던 각종 리스크에 직면하게 된 데다 유로시장이 출현하면서 直接金融市場을 둘러싼 경쟁도 격화
 - ・ 石油波動 이후의 인플레이션을 배경으로 이루어진 金利自由化는 金利리스크를, 브레튼우즈體制 붕괴 이후의 變動換率制는 換리스크를 야기
 - ・ 政府規制가 없는 자유로운 유로市場이 출현함에 따라 美國市場이 아닌 유로市場에서 자금을 조달하고자 하는 미국 기업이 증가
 - 전면적인 手數料 自律化는 불가피하게 증권산업 내부의 경쟁 격화를 불러왔으며 이에 따라 증권산업 내부에서 引受・合併이 급격히 진행
- 이러한 환경변화는 “경쟁력 있는 投資銀行”의 의미를 “대규모 기업과 가까운 業務關係를 유지하여 有價證券 引受 등에서 유리한 위치를 점하고 있는 투자은행”에서 “기업, 투자자 등 金融消費者의 수요에 맞는 金融서비스를 제공할 수 있는 능력을 지닌 투자은행”으로 변화시키게 되었음

- 金融環境 變化는 리스크헤징, 보다 저렴한 資金調達手段(또는 보다 높은 收益率을 제공하는 金融手段), 節稅 등에 대한 수요를 폭발적으로 증가시키게 되었으며 이에 따라 이러한 수요에 얼마나 효과적으로 대응할 수 있느냐 여부에 따라 投資銀行의 競爭力이 결정
 - 투자은행들은 이러한 변화에 대응코자 金融工學(Financial Engineering) 技法을 바탕으로 高收益債券(Junk Bond), 資産擔保附證券(Asset-Backed Securities: ABS) 등을 도입·활성화하는 한편 派生金融商品(Financial Derivatives)도 적극적으로 개발·활용
 - 또한 尤로市場에도 적극적으로 진출하여 美國 및 尤럽 企業들을 대상으로 다양한 金融技法을 이용하여 활발한 營業을 수행
- 한편 1982년 美國 證券管理委員會(SEC)는 一括登錄制(Shelf Registration)를 도입하였는데 이는 制度的인 側面에서 證券市場이 질적으로 발전할 수 있는 계기를 제공하였음
 - 一括登錄制의 골자는 “일정한 자격요건을 갖춘 기업이 尤가증권을 발행할 경우 일정 기간(2년)에 걸쳐 證券管理委員會(SEC)에 대한 추가적인 發行申告 없이 尤가증권을 발행할 수 있도록 허용”한 것임
 - 이에 따라 그간 有價證券 登錄에서부터 引受까지 모든 營業을 수행하던 투자은행들이 尤가증권 등록 과정에서 배제되는 경우가 많아지게 되어 결과적으로 尤가증권 引受과정의 변화가 보다 신속하게 이루어지게 하는 결과를 유도
 - 證券管理委員會(SEC)가 이러한 제도를 도입한 취지는 有價證券 引受市場의 경쟁을 제고하여 그간 과도하게 높게 형성되어 온 手數料을 낮추고 有價證券 發行企業이 보다 많은 혜택을 누릴 수 있도록 하는 데 있었던 것으로 평가
- 金融環境 變化에 적극적으로 대응하고자 하는 投資銀行의 營業戰略은 끊임 없이 이루어지고 있는데 企業 引受·合併(M&A) 仲介 및 資産管理 業務를 수행하기 위한 기능을 크게 확충하고 있는 것이 그 대표적인 예라 할 것임
- 1980년대 중반 이후 늘어나기 시작한 企業 引受·合併(M&A)은 1990년대 중반 이후 情報技術(Information Technology) 산업의 발달을 배경으로 크게 활성화되었으며 투자은행은 이의 중개를 통해 막대한 이익을 향유
 - 특히 미국의 투자은행은 尤럽聯合(European Union)의 출범으로 尤럽 지역에서 활발히 이루어지고 있는 企業 引受·合併(M&A)에도 적극 참여
- 또한 1990년대 중반 이후 社會構成員의 高齡化가 급속히 진행되는 가운데 一括金融서비스(One-Stop Financial Services)에 대한 수요가 크게 증가함에 따라 金融諮問機能(Financial Advisory Services)과 펀드管理機能(Fund Managing Services)을 강화하여 資産管理業務 영위를 위한 역량을 배양

(投資銀行 現況)

- 美國 證券産業에는 投資銀行 이외에도 소규모 仲介會社 등 많은 사업자가 종사하고 있는데 이들 사업자의 數는 美國 證券去來委員會 (Securities and Exchange Commission: SEC) 등록 기준 2001년말 현재 7,029개에 달하고 있음
 - 이들 사업자는 大型 投資銀行, 地域特化 投資銀行, 專門會社, 仲介會社 등으로 나뉘어 매우 폭넓은 스펙트럼을 보이고 있음
 - 大型 投資銀行(National Full Line): 美全域 나아가 全世界를 대상으로 투자은행이 영위할 수 있는 모든 업무를 수행하는 금융기관
 - 地域特化 投資銀行(Regional Full Line): 중서부 또는 북동부 등 특정 지역을 대상으로 업무를 영위
 - 專門會社(Boutique): 투자은행이 영위하는 업무 가운데 일부 업무에 전문화
 - 仲介會社(Brokerage Firm): 유가증권 위탁매매업무 취급
- 證券産業에 종사하는 사업자가 매우 많음에도 불구하고 미국 증권산업은 産業集中度가 매우 높은 獨寡占産業으로 인식되고 있음
 - 실제 뉴욕證券去來所(New York Stock Exchange: NYSE)에 회원으로 등록된 사업자는 2001년말 현재 證券去來委員會(SEC)에 등록된 전체 사업자의 4%에도 미달하는 261개사에 불과하나 이들이 증권산업 전체 총자산의 81%를 보유

뉴욕證券去來所(NYSE) 登録 事業者의 證券産業에서의 比重

(%, 개)

	항 목			사업자 수	
	수 입	자 산	자 본	NYSE	총 사업자수
1980	81	86	67	386	5,248
1985	77	87	71	370	8,957
1990	76	84	73	329	8,437
1995	67	78	71	310	7,722
2000	70	82	70	271	7,258
2001	70	81	70	261	7,029

자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

— 특히 자본규모 기준 상위 10개 大型 投資銀行이 이들 261개 뉴욕증권거래소(NYSE) 회원 사업자의 總收入과 總資本 가운데 59%와 56%를 각각 차지

- 이를 상위 25개 투자은행으로 확대하면 총수입과 총자본 두 항목에서 모두 이들 25개 상위 투자은행이 각각 79%의 비중을 차지

뉴욕證券去來所(NYSE) 登録 事業者 가운데 上位 25個社의 比重

(%)

	수입(Revenue)			자본(Capital)		
	1-10	11-25	금액 ¹⁾	1-10	11-25	금액 ¹⁾
1980	52.9	20.1	16.0	50.7	18.8	6.7
1985	57.5	19.7	38.6	63.2	14.8	21.9
1990	56.9	21.1	54.0	63.6	15.9	35.8
1995	51.2	24.0	96.3	59.3	18.1	64.3
2000	50.8	26.3	245.2	53.8	23.1	141.5
2001	58.7	20.3	194.8	56.3	22.3	148.8

주 : 1) 10억달러, 뉴욕證券去來所(NYSE)에 등록된 전체 사업자 기준
 자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

- 한편 1990년대 이후 상업은행이 투자은행업을 적극 취급하기 시작함에 따라 최근 들어서는 전통적인 商業銀行과 投資銀行의 구분이 모호해지고 있음

— 商業銀行을 모태로 하는 Citigroup과 JP Morgan Chase 등은 유가증권 인수업무에서 投資銀行들인 Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs 등과 대등한 실적을 시현

美國 主要 商業銀行 및 投資銀行의 有價證券 發行市場 占有率

(2001년중 주간사 실적 기준)

(%, 10억달러)

	國際 債券		美國 債券		國際 株式		美國 株式	
	점유율	금액	점유율	금액	점유율	금액	점유율	금액
Citigroup	11.6	205.0	14.6	73.8	10.5	10.6	12.1	4.6
JP Morgan Chase	8.1	143.3	12.0	61.0	0.6	0.6	1.5	0.6
Morgan Stanley	8.6	152.1	8.7	44.1	11.8	11.5	23.7	9.1
Merrill Lynch	7.6	134.8	10.4	52.4	14.0	14.1	2.6	1.0
Lehman Brothers	5.5	96.9	10.2	51.4	3.7	3.7	4.5	1.7
Goldman Sachs	5.4	95.2	7.3	36.8	13.1	13.2	33.7	12.9

자료 : International Financing Review (2002.1.5)

< 參考 >

美國 商業銀行의 投資銀行業 進出

- 美國 商業銀行은 1933년 글래스-스티걸法(Glass-Steagall Act)에 의해 投資銀行業 영위가 금지된 이래 投資銀行業에의 再進出을 지속적으로 모색하여 왔으며 특히 1980년대 이후에는 美聯準을 대상으로 투자은행업 영위를 허가해 줄 것을 강하게 요구하여 왔음
- 이러한 商業銀行의 요구는 投資銀行業의 높은 收益性을 향유하는 한편 일괄적인 金融서비스(One-Stop Financial Services)를 요구하는 金融消費者의 수요에 적극적으로 대응해야 할 필요성이 증가된 데 따른 것임
- 투자은행은 1980년대 전반에 걸쳐 상업은행에 비해 높은 수익성을 시현

商業銀行과 投資銀行의 收益性 推移
(稅後 ROE 기준)

(%)

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000	2001
商業銀行	12.06	8.82	11.68	14.62	14.0	17.3
投資銀行 ¹⁾	17.54	9.02	9.98	15.78	17.3	7.9

주: 1) 뉴욕證券去來所(NYSE) 등록 사업자 기준
자료: Securities Industry Fact Book 2002

- 이에 따라 美聯準은 1987년 商業銀行이 投資銀行業과 관련한 子會社를 둘 수 없도록 규정한 글래스-스티걸法 제20조*를 재해석하여 投資銀行業과 관련한 子會社의 收益이 해당 자회사 전체 수익의 5%**를 넘지 않을 경우 글래스-스티걸法 제20조를 위반하지 않는 것으로 간주하도록 결정함으로써 商業銀行의 投資銀行業 영위를 허가하기에 이르렀음
- * 聯邦準備銀行制度에 가입한 은행은 有價證券 引受業務를 主業務로 하는 회사와 계열관계를 맺을 수 없음
- ** 이후 美聯準은 수차례 걸쳐 동 비율을 인상하였으며 1997년에는 25%까지 확대
- 이러한 美聯準의 결정은 상업은행이 투자은행업에 재진출할 경우 발생할 수 있는 範圍의 經濟 실현, 資源配分の 효율성 증대 등에 따른 이익이 발생 가능한 폐해에 비해 큰 것으로 판단한 데 기인
- 與信 위주의 商業銀行業과 有價證券 引受 위주의 投資銀行業은 동일한 企業情報를 바탕으로 하기 때문에 範圍의 經濟가 존재할 가능성이 충분

- 短期受信에 주로 의존하는 商業銀行의 경우 滿期構造 不一致에 따른 부담 때문에 長期投資에 조심스러울 수밖에 없으며 따라서 경제 전체적으로 過少投資(Under-Investment)를 야기할 가능성
- 글래스-스티걸法 제정 당시에 제기된 商業銀行業과 投資銀行業 사이의 利益相衝(Conflict of Interests) 문제는 同法 제정 이후 지속적으로 정비·강화된 證券市場 關聯制度(內部情報 有用 금지, 企業公開 및 公示 관련 투명성 강화, 內部者去來에 대한 규제 강화 등)에 힘입어 충분히 방지 가능한 것으로 판단
- 學界의 다양한 연구결과도 대체적으로 글래스-스티걸法에 의한 상업은행의 투자은행업 영위 금지가 바람직하지 못하다는 시사점을 제시함으로써 美聯準의 결정을 뒷받침
- 美議會는 1999년 金融서비스現代化法(Gramm-Leach-Bliley Act of 1999)의 제정을 통해 글래스-스티걸法을 폐지함으로써 持株會社方式에 의한 상업은행의 투자은행업 영위를 법제화하였음
- 그러나 이는 “商業銀行의 投資銀行業 영위”에 관한 한 이미 金融市場에서 충분히 진행된 변화를 사후 추인한 것에 불과한 것으로 실제 金融서비스現代化法의 제정이 金融産業 構造에 미친 영향은 미미한 것으로 평가

(投資銀行에 대한 規制 體系)

- 美國의 경우 投資銀行을 규율하는 단일한 법률은 존재하지 않으며 投資銀行은 영위하는 業務에 따라 證券法, 證券去來法, 投資會社法, 投資諮問法, 信託證書法 등 다양한 법률의 규제를 받아야 함
- 證券法(Securities Act of 1933)
- 證券去來法(Securities Exchange Act of 1934)
- 投資會社法(Investment Company Act of 1940)
- 投資諮問法(Investment Advisers Act of 1940)
- 信託證書法(Trust Indenture Act of 1939)

- 이들 법률에서는 규제의 구체적인 범위와 내용이 필요할 경우 證券去來委員會(SEC)로 하여금 이를 규정하도록 하고 있는데 동 위원회는 다시 많은 自律規制機構(Self-Regulatory Organizations: SROs)를 활용하여 규제의 실효성을 높이고 있음
- 自律規制機構에는 全國딜러聯合會(NASD), 뉴욕證券去來所(NYSE), 美國證券去來所(AMEX), 시카고옵션去來所(CBOE), 地方政府證券規定委員會(MSRB) 등이 포함
 - ・ 全國딜러聯合會(National Association of Securities Dealers)
 - ・ 뉴욕證券去來所(New York Stock Exchange)
 - ・ 美國證券去來所(American Stock Exchange)
 - ・ 시카고옵션去來所(Chicago Board Options Exchange)
 - ・ 地方政府證券規定委員會(Municipal Securities Rulemaking Board)
- 自律規制機構(SROs)들은 證券去來委員會(SEC)의 事後承認을 받아 유가증권 거래, 시장운영 등을 통할하는 각종 규정을 制・改正하는 한편 시장을 감시하고 불공정거래행위를 하는 시장참가자를 제재하는 등의 역할을 수행
- 한편 투자은행은 필요에 따라 從業員退職所得保障法の 적용을 받아 勞動部(Department of Labor)에서 정하는 규정을 준수하여야 할 경우가 있으며 개별 州法에서 정하는 年金基金에 대한 규제도 받아야 함
 - ・ 從業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act of 1974): 私的年金基金(private pension plan)의 자금을 投資會社에 편입할 수 있도록 허용하는 한편 동 자금을 편입한 投資會社에 대해서는 엄격한 자산운용기준을 적용하여 은퇴한 종업원이 안정적인 소득을 향유할 수 있도록 하는 데 목적이 있음
- 투자은행은 각종 年金基金 등으로부터 투자를 받아 뮤추얼펀드를 조성하고 이를 바탕으로 冒險資本業務 등을 수행하는 경우가 많기 때문에 해당 연금기금이 從業員退職所得保障法の 적용을 받는 기금인 경우 勞動部 規定을 반드시 지켜야 함

< 參考 >

投資銀行의 業務와 관련된 美國의 法律

- 證券法은 有價證券의 新規 發行(Issuance of New Securities)을 규율함
 - 유가증권을 신규로 발행하고자 하는 자는 해당 유가증권을 證券去來委員會(Securities and Exchange Commission: SEC)에 등록하여야 하며 관련 財務情報 등을 제공하여야 함
 - 그러나 私募發行(Private Placement)인 경우, 발행금액이 일정 금액 이하일 경우 등에 대해서는 등록을 면제
 - 投資銀行은 主幹事 또는 幹事團의 일원으로 有價證券 引受業務를 수행하기 때문에 證券法의 직접적인 규제대상이 됨
- 證券去來法은 공정하고 질서있는 유가증권 거래를 목적으로 公示, 不公正行爲 禁止, 市場運營 및 市場參加者 關聯 規制 등을 규정함으로써 有價證券 流通市場(Secondary Market Trading)을 규율함
 - 브로커 및 딜러의 登錄에 관한 사항도 同法에서 규정
 - 同法에서는 證券去來委員會(SEC)에 등록된 브로커 및 딜러에 대해 의무적으로 證券딜러聯合會(National Association of Securities Dealers: NASD)에 회원으로 가입하도록 규정
 - 이에 따라 證券去來委員會(SEC)에 등록하고자 하는 브로커 및 딜러는 證券딜러聯合會(NASD) 앞으로 신청서를 제출해야 하며 동 신청은 證券딜러聯合會(NASD)의 1차 심사, 그리고 證券去來委員會(SEC)의 2차 심사를 통해 승인여부가 결정
 - 거의 모든 投資銀行은 有價證券 發行市場 뿐만 아니라 브로커 및 딜러로서 流通市場에도 참여하고 있기 때문에 投資銀行은 證券去來法의 직접 대상이 됨
- 投資會社法은 投資會社(Investment Company)의 登錄과 營業行爲를 규제하기 위한 법률임
 - 表面金額證書會社, 單位投資信託, 管理會社 등 세 가지 형태로 설립 가능한 投資會社는 同法에서 정한 일정 요건을 갖춘 후 證券去來委員會(SEC)에 등록할 수 있음

- 證券去來委員會(SEC)에의 등록이 의무적인 것은 아니나 등록이 되지 않을 경우 州間營業이 금지되는 등 투자회사의 활동이 크게 제약
 - 表面金額證書會社(Face-Amount Certificate Company): 채권 발행을 통해 조성되는 뮤추얼펀드(Mutual Fund)의 일종으로 채권보유자는 주기적으로 채권발행자에게 일정 금액을 납부해야 하며 만기에 債券 表面金額을 돌려받게 됨
 - 單位投資信託(Unit Investment Trust): 受益證券 발행을 통해 고정된 유가증권 포트폴리오에 투자하는 투자회사임. 보유자산이 활발하게 변동·관리되는 뮤추얼펀드와 달리 單位投資信託은 보유자산이 초기에 고정되는 특징을 지니고 있음
 - 管理會社(Management Company): 表面金額證書會社와 單位投資信託을 제외한 모든 投資會社를 가리킴. 管理會社는 다시 中途還賣가 가능한 開放型(Open-End Company)과 그렇지 않은 閉鎖型(Closed-End Company)으로 법률상 구분됨
- 同法에서는 投資會社가 발행한 有價證券의 販賣와 還買 등 여타 사항도 아울러 규정
- 投資銀行은 주로 管理會社의 하나인 뮤추얼펀드를 조성·운용하고 뮤추얼펀드를 판매하는 등 직간접적으로 投資會社와 연계되어 있기 때문에 同法의 규제대상이 됨
- 投資諮問法은 投資諮問業을 영위하는 事業者(Investment Advisors)의 登錄과 業務를 규제하기 위한 법률임
- 有價證券 投資에 대한 諮問業務를 수행하거나 투자자를 위하여 有價證券에 관한 報告書를 작성하는 업무를 수행하고자 하는 事業者는 의무적으로 證券去來委員會(SEC)에 등록하여야 함
- 다만 銀行 및 銀行持株會社, 政府 發行 有價證券에 대한 諮問業務를 수행하는 事業者 등은 대상에서 제외
- 아울러 同法은 諮問記錄 管理, 諮問契約, 諮問 手數料 등에 관한 내용도 규정
- 投資銀行은 株式, 債券 등의 有價證券 뿐만 아니라 CD, RP 등 短期金融商品도 포괄하여 매우 폭넓은 금융상품을 대상으로 金融諮問業務(Financial Advisory Services)를 수행하기 때문에 投資諮問法의 직접적인 규제대상이 됨
- 信託證書法은 일정 금액 이상의 채권을 발행하여 일반투자자에게 판매하고자 할 경우 공신력있는 受託機關에게 동 채권을 수탁하여 관리하도록 규제함으로써 投資者 保護를 기하고자 하는 것임

- 이에 따라 1억달러 이상의 채권을 공모로 발행하고자 하는 자는 의무적으로 受託機關을 선정하고 債券保有者の 이익을 대변하게 되는 동 受託機關과 협의하여 信託證書(Trust Indenture)를 작성하여야 함
- 아울러 受託機關이 갖추어야 할 資格要件(Trustee Eligibility Requirements)을 규정하여 이러한 요건을 갖추지 못한 기관에 대해서는 수탁기관이 될 수 없도록 규제
- 會社債 引受・發行은 투자은행이 수행하는 主業務의 하나인 만큼 信託證書法에 의한 규제내용은 투자은행의 업무와 직결

Ⅲ. 投資銀行業의 主要 內容

- 美國 投資銀行은 크게 有價證券 引受, 固有計定을 통한 證券投資, 委託賣買, 資産管理 등 네 가지의 업무를 수행하고 있음
- 이하에서는 위의 구분을 바탕으로 投資銀行의 業務 現況을 개관한 다음 有價證券 引受, 企業 引受・合併(M&A) 仲介, 冒險資本(Venture Capital), 資産管理(Asset Management) 등 美國 投資銀行이 수행하는 特徵的인 業務의 現況을 보다 구체적으로 살펴보고자 함
- 우리나라에서도 이미 익숙한 固有計定에 의한 有價證券 賣買, 委託賣買, 뮤추얼펀드 販賣 등의 업무는 생략

(概觀)

- 뉴욕證券去來所 登録事業者의 總收益을 기준으로 投資銀行의 收益構造를 살펴보면 委託賣買 手數料의 비중이 계속 줄어드는 가운데 企業 引受・合併(M&A) 仲介 手數料 등의 비중이 크게 늘어나고 있음
- 한편 美國의 경우 證券法에서 규정하는 有價證券의 범위가 우리나라와 달리 先物, 옵션과 같은 派生金融商品을 모두 포괄하기 때문에 이와 관련한 去來收益도 固有計定이나 委託賣買에 포함
- ・ 美國 證券法에 의한 有價證券의 定義:
The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, pre-organization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.
(US Code [TITLE 15 - CHAPTER 2A - SUBCHAPTER I - SECTION 77b](#))

NYSE 登録 証券事業者의 收益構造
(總收益 기준)

(%, 10억달러)

	투자은행업			고유계정 ²⁾	위탁매매 ³⁾	자산관리 ⁴⁾		합계
		증권인수	M&A 수수료 등 ¹⁾				펀드판매 ⁵⁾	
1980	4.2(26.2)	1.3(8.1)	2.9(18.1)	3.7(23.0)	5.7(35.4)	2.4(14.9)	0.1(0.6)	16.0
1985	14.3(37.1)	4.3(11.2)	10.0(25.9)	11.0(28.6)	8.2(21.3)	5.1(13.2)	1.6(4.2)	38.6
1990	25.2(46.6)	3.2(5.9)	22.0(40.7)	12.9(23.9)	8.9(16.5)	7.0(13.0)	1.7(3.1)	54.0
1995	47.4(49.9)	7.8(8.1)	39.6(41.1)	18.9(19.6)	16.0(16.6)	14.1(14.6)	3.4(3.5)	96.3
1998	57.4(57.4)	14.7(8.6)	83.4(48.8)	21.3(12.5)	24.1(14.1)	27.3(16.0)	6.2(3.6)	170.8
1999	83.7(45.6)	16.0(8.7)	67.7(36.9)	38.8(21.2)	29.3(16.0)	31.6(17.2)	6.7(3.7)	183.4
2000	119.0(48.5)	17.0(6.9)	102.0(41.6)	46.6(19.0)	33.7(13.7)	45.9(18.7)	7.7(3.1)	245.2
2001	110.3(56.6)	15.6(8.0)	94.7(48.6)	25.2(12.9)	26.8(13.8)	32.3(16.6)	6.3(3.2)	194.8

주 : 1) 기업 인수·합병(M&A) 중개 수수료, 투자유가증권 배당·이자 등

2) 유가증권 매매손익 및 투자유가증권 손익

3) 폐쇄형펀드 판매 수수료 포함

4) 對顧客計定 利子收入 포함

5) 개방형펀드 판매 수수료

6) ()내는 비중

자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

○ 費用構造 측면에서는 成果報酬와 利子費用이 전체의 80% 내외를 차지하는 특징을 보이고 있음

— 成果報酬의 높은 비중은 高級 專門人力을 활용해야 하는 知識集約型 業種으로서의 投資銀行業의 특성에서 비롯

— 높은 이자비용은 투자은행의 자금조달이 還買條件附債券(Repo) 매매를 중심으로 단기부채에 크게 의존하고 있다는 점을 반영

NYSE 登録 証券事業者의 費用構造

(%, 10억달러)

	성과보수	이자비용	교섭비용	임대료 등	기타	합계
1980	6.3(45.7)	3.4(24.6)	1.6	0.5	2.0	13.8
1985	14.6(42.3)	10.1(29.3)	3.2	1.8	4.8	34.5
1990	17.7(32.7)	22.7(41.9)	4.0	3.1	6.7	54.2
1995	30.3(34.1)	38.2(43.0)	5.6	3.4	11.4	88.9
1998	47.3(29.4)	83.0(51.6)	8.5	4.7	17.5	161.0
1999	60.1(36.0)	70.3(42.1)	9.5	5.3	21.9	167.1
2000	69.0(30.8)	110.5(49.3)	10.6	6.6	27.5	224.2
2001	60.6(32.9)	81.6(44.3)	9.7	7.6	24.9	184.4

주 : 1) ()내는 비중

자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

○ 한편 Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers 등 大型 投資 銀行의 收益構造(純收益 기준)를 보면 개별 투자은행별로 重點 事業分野가 상이하게 나타나고 있음

— Goldman Sachs와 Lehman Brothers의 경우에는 固有計定을 통한 有價證券 賣買 및 投資有價證券 收益이 상대적으로 높으며 특히 Lehman Brothers의 경우에는 有價證券 引受業務를 수행하는 과정에서 발생하는 수수료의 비중이 높게 나타남

— Merrill Lynch는 다른 대형 투자은행에 비해 委託賣買 및 資產管理 業務에서 발생하는 수입이 높은 비중을 차지

大型 投資銀行의 收益構造
(純收益 기준)

(%, 10억달러)

		투자은행업 ¹⁾		고유계정 ²⁾	위탁매매	자산관리 ³⁾	기타	합계
		증권인수						
Goldman Sachs	2003	2.7(16.9)	1.5(9.4)	7.9(49.4)	2.5(15.6)	2.9(18.1)	—	16.0
	2002	2.8(20.1)	1.3(9.4)	5.6(40.3)	3.0(21.6)	2.5(18.0)	—	14.0
Merrill Lynch	2003	2.6(12.9)	1.6(8.0)	7.3(36.3)	4.4(21.9)	4.7(23.4)	1.1	20.2
	2002	2.4(12.8)	1.5(8.0)	5.9(31.6)	4.7(25.1)	4.9(26.2)	0.8	18.6
Lehman Brothers	2003	1.7(19.5)	1.3(14.9)	5.1(58.6)	0.9(10.3)	0.9(10.3)	0.1	8.7
	2002	1.7(27.9)	1.3(21.3)	2.6(42.6)	1.0(16.4)	0.8(13.1)	0.0	6.2

주 : 1) 유가증권 인수 및 기업 인수·합병(M&A) 중개 수수료

2) 유가증권 매매손익 및 투자유가증권 손익, 투자유가증권에 대한 배당·이자 포함

3) 對顧客計定 利子收入 포함

4) ()내는 비중

자료 : 각 투자은행 Annual Report 2003

(個別 投資銀行 業務 現況)

1. 有價證券 引受

○ 투자은행은 企業公開(Initial Public Offering: IPO), 有價增資 또는 債券發行을 통해 자금조달을 희망하는 기업을 위해 다양한 證券設計 (Security Design) 기법을 활용하여 有價證券 引受業務를 수행함

— 투자은행은 자금조달을 희망하는 기업의 現金흐름, 保有危險, 經營權 등을 다각적으로 분석하고 이를 바탕으로 해당 기업의 입장에서 어떤 형태의 有價證券을 어떠한 방식으로 발행하는 것이 가장 유리할 것인지를 자문

· 有價證券의 형태에 있어서는 基礎證券으로 할 것인지, 構造化된 證券(Structured Security)으로 할 것인지 등을 결정하고, 發行方式에 있어서는 公募로 할 것인지, 私募로 할 것인지 등을 결정

— 유가증권의 형태가 결정되면 발행기업과 협의하여 有價證券의 價格, 引受方法 및 引受手數料(Underwriting Spreads)를 결정

· 株式의 경우 公募價格은 시장수요를 유인하기 위해 시장에서 형성될 것으로 보이는 가격에 비해 조금 낮게 설정하는 것이 일반적이는데 그 차이는 통계적으로 15% 내외인 것으로 나타나고 있음

· 引受方法을 보면 債券은 約定引受가 일반적이며 株式은 상황에 따라 約定引受(Firm Committment) 또는 最善努力(Best Efforts) 가운데에서 선택

· 約定引受(Firm Committment): 투자은행이 발행 유가증권을 일정한 가격에 모두 매입하고 이를 일반투자자에게 매각하는 방식으로 투자은행은 매입 유가증권의 市場價格 변동에 따른 리스크를 부담하게 됨

· 最善努力(Best Efforts): 투자은행은 주식 발행기업을 위해 주식을 매각하는 작업을 수행하나 주식을 발행기업으로부터 매입하는 것은 아니며 또한 시장가격을 일정 가격 이상으로 유지해야 할 의무를 지니는 것도 아님

- 引受手数料는 기본적으로 유가증권 발행회사의 리스크를 바탕으로 결정되는데 債券은 발행금액 대비 1% 미만(優良債券)에서부터 3%(高收益債券) 사이에서, 株式은 최대 10% 이내에서 결정

— 아울러 투자은행은 證券去來委員會(SEC)에의 유가증권 등록 등과 같은 각종 법규의 규제사항들을 처리

— 한편 주요 투자은행은 國債專門딜러(Primary Dealer)로서 장단기 國債發行市場에 인수기관으로 참여하며 地方政府債(Municipal Bond)도 적극적으로 인수

○ 美國의 有價證券 發行市場을 보면 債券이 主種을 이루고 있음

— 2001년중 발행된 유가증권 가운데 채권은 2조 3,654억달러로 전체의 93.3%를 차지

— 채권 가운데에서는 一般債券의 비중(2001년중 63.9%)이 가장 높으며 資産擔保附證券(ABS)도 활발히 발행되고는 있으나 그 비중은 1990년중 61.6%에서 2001년에는 35.2%로 감소

美國의 會社債 및 株式 引受 推移
(約定引受 기준)

(%, 10억달러)

	회사채					주식	합계
	일반채권		전환사채	ABS			
	고수익						
1990	288.4(92.4)	107.7	1.4	4.7	176.1	23.9(7.7)	312.3
1991	511.5(87.1)	203.6	10.0	7.8	300.0	75.9(12.9)	587.4
1992	753.8(88.1)	319.8	37.8	7.1	427.0	101.8(11.9)	855.7
1993	932.5(87.7)	448.4	55.2	9.3	474.8	130.8(12.3)	1,063.4
1994	639.5(89.3)	381.2	33.3	4.8	253.5	76.9(10.7)	716.4
1995	625.3(86.6)	466.0	28.9	6.9	152.4	97.1(13.4)	722.4
1996	827.0(84.5)	564.8	37.2	9.3	252.9	151.9(15.5)	979.0
1997	1,163.9(88.4)	769.8	31.4	8.5	385.6	153.4(11.7)	1,317.3
1998	1,715.6(91.8)	1,142.5	42.9	6.3	566.8	152.7(8.2)	1,868.3
1999	1,768.0(90.2)	1,264.8	36.6	16.1	487.1	191.7(9.8)	1,959.8
2000	1,646.6(89.0)	1,236.2	25.2	17.0	393.4	204.5(11.0)	1,851.0
2001	2,365.4(93.3)	1,511.2	30.6	21.6	832.5	169.7(6.7)	2,535.1

주 : 1) () 내는 비중

자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

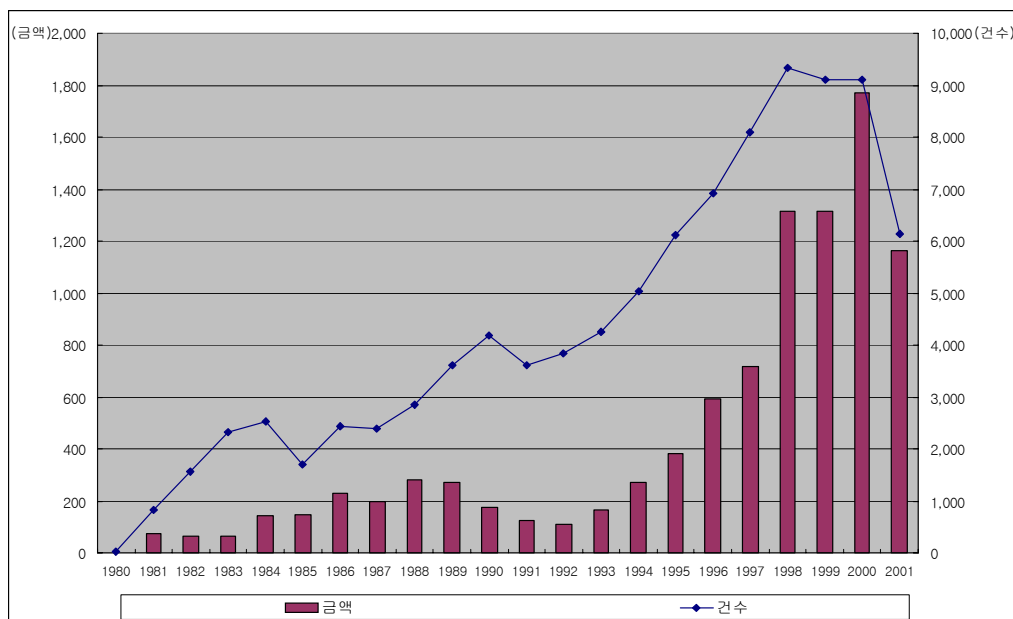
2. 企業 引受・合併(M&A) 仲介

- 투자은행은 企業 引受・合併(M&A) 市場에서 探索者(finder)의 역할을 수행하고 있으며 引受・合併(M&A) 대상기업이 결정되면 동 기업을 대상으로 諮問者(advisor)로서의 역할을 수행함
 - 이를 위해 다양한 업종의 기업을 대상으로 買受 또는 賣却과 관련한 유인을 면밀히 검토하고 타당성이 있다고 판단되면 引受・合併(M&A)을 권고・주선
 - ・ 企業買受者の 誘因: 시너지效果 발현, 市場支配力 강화, 節稅, 代理人問題 해결, 低評價企業 매수를 통한 수익 창출 등
 - ・ 企業賣却者の 誘因: 채무조정, 모험자본 정리(exit), 기업가 은퇴 등
- 企業 引受・合併(M&A) 주선을 통해 투자은행이 얻는 수수료는 다양한 방식에 의해 결정되는데 가장 널리 알려진 手數料 算定方式으로는 Lehman 5-4-3-2-1 公式(formula)이 있음
 - Lehman 5-4-3-2-1 공식에 의하면 100만달러 단위로 매각대금의 5%, 4%, 3% 및 2%를 수수료로 받고 400만달러를 초과하는 거래에 대해서는 1%의 수수료를 징수
 - 통상적으로 소규모 거래에서는 매각대금 대비 5% 내지 10%를 수수료로 받고 있으며 대규모 거래에서는 1% 미만의 수수료를 징구
- 한편 투자은행은 企業 引受・合併(M&A)이 결정되면 稅金 등 여러 가지 문제를 고려하여 買受者 및 賣却者 모두가 만족하는 방식으로 대금결제가 이루어지도록 하는 업무를 수행하며 아울러 동 引受・合併에 관계되는 다양한 법적인 문제를 처리하는 업무도 수행함
 - 代金決濟는 보유현금, 보통주/우선주/채권/전환사채 등을 발행하여 조달한 자금, 또는 브리지론(bridge loan) 등을 이용하여 수행
 - ・ 브리지론(bridge loan): 長期安定資金이 조달될 때까지 어느 정도의 기간이 소요될 것으로 예상될 경우 그 기간 동안 운용할 목적으로 조달하는 短期借入資金

- ・ 만약 企業 引受・合併(M&A)이 銀行 등으로부터의 借入資金에 의
해 이루어지고 동 차입자금이 전체 매각대금의 70%를 상회할 경
우 이를 통상 借入買受(Leveraged Buyout: LBO)로 호칭
- 투자은행이 감안해야 할 법적인 사항으로는 反獨占法에 의한 규제
(Antitrust Concerns), 증권거래위원회(SEC) 제출서류 작성, 國稅廳
(IRS) 제출서류 작성, 從業員退職所得保障法(ERISA) 관련 규제, 해
당 州法에 의한 규제 등임
- 美國의 企業 引受・合併(M&A) 동향을 보면 1990년대 초반 잠시 주춤
하기도 하였으나 1990년대 중반 이후 매우 활발한 거래실적을 보이고
있음
- 유로모니터誌의 분석에 따르면 美國의 경우 2007년에 이르면 企業
引受・合併(M&A)의 市場規模가 投資銀行業과 관련한 전체 시장규
모의 50%를 상회할 전망

美國의 企業 引受・合併(M&A) 推移
(實積 기준)

(件數, 10억달러)



자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

3. 冒險資本

- 투자은행은 冒險資本 對象企業을 탐색하는 작업부터 冒險資本 對象企業(Portfolio Company)을 위한 資金調達(Fund Raising), 經營參與, 동기업의 賣却 또는 企業公開를 통한 整理(Exit) 등에 이르기까지 모험 자본과 관련한 전반적인 업무를 모두 취급하고 있음
- 때로는 단순히 외부의 冒險資本基金(Venture Capital Funds)의 조성을 위하여 자금을 지원하는 업무만 수행하기도 하나 일반적으로는 자금조달에서부터 펀드운용에 이르기까지 모두 취급
- 일반적으로 冒險資本基金(Venture Capital Funds)은 節稅를 목적으로 私募를 통해 合資會社(Partnership) 형태로 설립됨
- 投資銀行은 주로 基金運用을 전담하는 無限責任 社員(General Partner)으로 참여하며 有限責任 社員은 주로 年基金, 銀行, 保險會社 등 機關 投資家로 구성
 - 美國 國稅廳(IRS)은 킨트너規定(Kintner Regulations)을 정하고 “存續與否가 流動인 法人(Flow-through Entity)”을 대상으로 법인소득세를 면제해주고 있는데 이러한 법인으로 인정받기 위해서는 無限責任試驗(Unlimited Liability Test), 經營分權化試驗(No Centralized Management Test), 利益無償移轉禁止試驗(No Free Transferability of Interest Test), 期間存續試驗(Limited Life Test) 등 네 가지 항목의 심사에서 최소한 둘 이상의 조건을 충족하여야 함
- 투자은행은 冒險資本基金에 참여할 경우 주로 자신의 固有計定에서 必要資金을 조달하기 때문에 투자은행의 冒險資本業務는 흔히 머천트뱅크(Merchant Banking)으로 분류되고 있으며 이 점에서 手數料 收入을 목적으로 하는 企業 引受・合併(M&A) 仲介 業務와 구별
 - 美國 證券産業에서 머천트銀行(Merchant Bank)은 ① 美國의 投資銀行과 유사한 업무를 수행하는 英國의 금융기관 또는 ② 多國籍企業(Multinational Companies)을 대상으로 投資銀行業務를 영위하는 美國의 일부 大型 投資銀行을 의미하는 용어로 쓰이고 있으나 美國에서 쓰이는 머천트뱅크(Merchant Banking)이라는 용어는 이와 별도로 “投資銀行이 固有計定の 資金을 이용하여 企業, 不動產 등을 매입하고 이를 관리하여 가치를 향상시킴으로써 投資收益을 얻고자 하는 업무”라는 뜻으로 사용

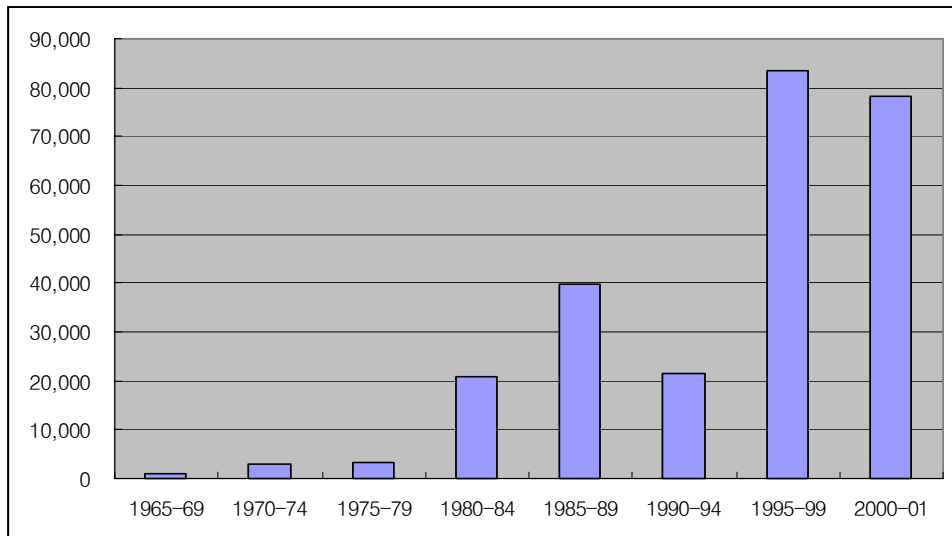
- 冒險資本 對象企業에 대한 자금 지원은 보통주, 우선주, 또는 전환사채의 인수 등 다양하게 이루어질 수 있으며 對象企業과의 협의하에 구체적으로 결정
- 한편 특정 冒險資本基金이 非公開企業(주로 新生企業)을 대상으로 운용될 경우에는 “非公開株式(Private Equity)이 基金運用의 主對象”이라는 의미에서 이를 PEF(Private Equity Fund)로 통칭
- 冒險資本業務의 收益性은 모험자본 대상기업의 공개하거나 매각함으로써 결정되는데 업무수행에 통상 7~10년의 장기간이 소요되는 데다가 속성상 실패의 위험이 크기 때문에 모험자본에 대한 투자은행의 期待收益率은 연 20~50% 범위에서 높게 형성됨
- 收益配分은 事前協商에 의해 결정되며 일반적으로는 無限責任 社員(投資銀行)이 20%, 有限責任 社員(여타 資本供給者)이 80%를 차지
- 투자은행은 이외에도 약정투자금액의 1.5% 내지 2.5%를 매년 對象企業으로부터 管理手数料(Management Fees)로 징구
- 한편 투자은행은 新生企業(Seed-Stage Company)뿐만 아니라 成熟企業(Full-Fledged Company)도 冒險資本業務의 대상으로 포함하고 있음
- 成熟企業을 대상으로 하는 冒險資本基金도 주로 私募 형태로 조성되는데 투자은행은 이렇게 조성된 자금을 企業買受(Buyouts) 혹은 企業構造調整(Corporate Restructuring) 등을 목적으로 투자
- 투자은행이 企業買受 또는 企業構造調整 등을 목적으로 조성하는 펀드에 대해서는 이를 목적에 따라 LBO펀드(Leveraged Buyout Fund), 特殊目的펀드(Specialized Fund) 등으로 호칭

○ 美國의 冒險資本 現況을 보면 市場規模가 1990년대 중반 이후 비약적으로 증가하고 있음

— 유로모니터誌의 분석에 따르면 美國의 冒險資本 市場規模는 2007년까지 연평균 17.4% 지속적으로 성장할 전망

美國의 冒險資本(Venture Capital) 實積 推移

(백만달러, 1983년 불변가격 기준)



자료 : Ueda & Hirukawa, University of Wisconsin - Madison (2003)

4. 資産管理

○ 투자은행의 資産管理業務는 뮤추얼펀드 판매를 통한 資産運用, 랩어카운트 관리, 資産運用과 관련한 각종 컨설팅 등으로 구분됨

— 주요 투자은행은 1990년대 중반 이후 資産運用會社の 引受를 통해 資産運用業務에 적극 진출

- 이러한 투자은행의 자산운용업무 진출은 金融消費者의 一括金融 서비스(One-Stop Financial Services)에 대한 수요 증대에 적극 대응함으로써 경쟁력을 높이는 한편 동 업무의 수행을 통해 안정된 收益흐름을 확보하기 위한 목적으로 추진

○ 투자은행은 資産管理業務를 수행함에 있어 投資會社法에서 규정하는 모든 종류의 投資會社, 즉 表面金額證書會社, 單位投資信託 및 管理會社를 설립하고 운용할 수 있으나 일반적으로는 管理會社의 하나인 開放型 뮤추얼펀드를 주로 활용하고 있음

- 뮤추얼펀드의 構成: 이사회(Board of Directors), 투자자문가(Financial Advisor), 자산보관자(Custodian), 사무처리자(Administrator), 뮤추얼펀드 인수자(Principal Underwriter), 주주(Shareholders)

- 뮤추얼펀드에 대한 主要 規制

- 投資會社法에 의한 규제: 동일종목 투자한도는 펀드자산의 5%, 뮤추얼펀드 인수자 및 그 관계자와의 거래 금지, 이사회 구성원의 40% 이상은 투자은행과 관계없는 인사로 선발, 펀드자산은 별도 관리자(주로 銀行)에 의해 보관 등
- 投資諮問法에 의한 규제: 證券管理委員會(SEC)에 등록된 뮤추얼펀드와 계약한 투자자문가는 의무적으로 證券管理委員會(SEC)에 등록, 투자자문가의 자격요건, 투자자문 수수료 등
- 證券法에 의한 규제: 뮤추얼펀드는 일반투자자를 대상으로 한 연속적인 판매를 그 특징으로 하기 때문에 유가증권을 證券管理委員會(SEC)에 등록할 때 발행 규모를 정하지 않아도 되도록 허용 등
- 證券去來法에 의한 규제: 뮤추얼펀드 인수자는 證券管理委員會(SEC)에 등록된 브로커나 딜러로 한정 등

— 투자은행은 이사회 참여, 뮤추얼펀드 인수·배분, 뮤추얼펀드 운용 방향에 대한 자문 등의 업무를 수행

— 투자은행은 뮤추얼펀드의 마케팅 및 배분과 관련하여 최대 펀드자산의 0.75%를 수수료로 징구할 수 있으며 또한 平均純資産의 0.25%를 뮤추얼펀드 판매와 관련한 成果報酬로 확보 가능

- 투자은행은 뮤추얼펀드 운용방향에 대한 자문과 관련하여 추가적인 수수료 수입을 올리고 있는데 이는 매년 뮤추얼펀드 平均純資産의 0.5% 내지 1.5% 정도

○ 뮤추얼펀드는 株式, 債券, 短期金融資産 등으로 운용됨

— 종전에는 短期金融資産(MMF)에의 운용비율이 압도적으로 높았으나 1990년대 중반 이후에는 株式이 운용자산의 대중

美國 뮤추얼펀드의 資産運用 推移

(10억달러)

	주식	채권	MMF	기타	합계
1985	116.9(23.6)	122.6(24.7)	243.8(49.2)	12.0(2.4)	495.4
1990	239.5(22.5)	291.3(27.3)	498.3(46.8)	36.1(3.4)	1,065.2
1995	1,249.1(44.4)	598.9(21.3)	753.0(26.8)	210.5(7.5)	2,811.5
1998	2,978.2(53.9)	830.6(15.0)	1,351.7(24.5)	364.7(6.6)	5,525.2
1999	4,041.9(59.0)	808.1(11.8)	1,613.1(23.6)	383.2(5.6)	6,846.3
2000	3,962.0(56.9)	811.1(11.6)	1,845.2(26.5)	346.3(5.0)	6,964.7
2001	3,418.2(49.0)	925.1(13.3)	2,285.3(32.8)	346.3(5.0)	6,975.0

주 : ()내는 비중

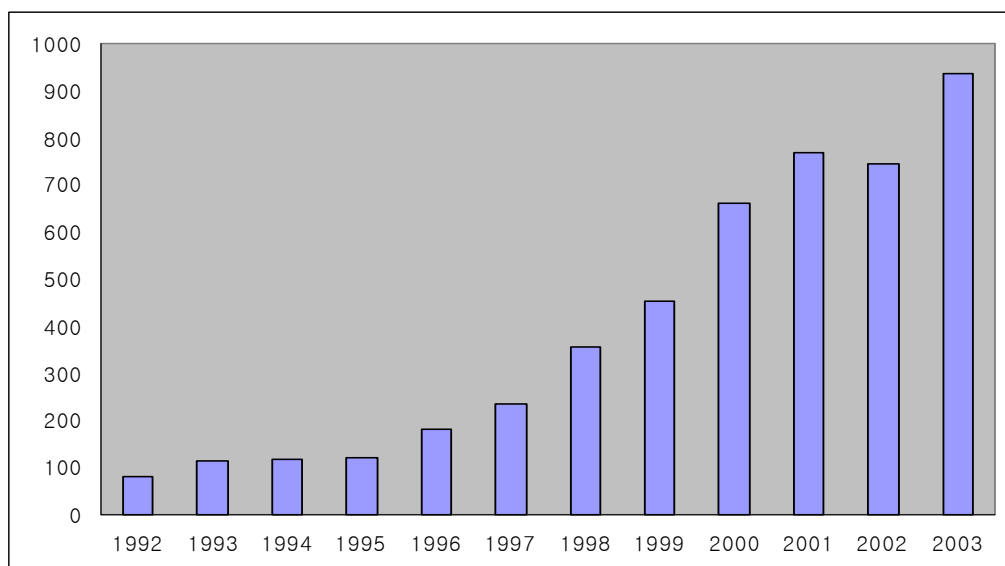
자료 : Securities Industry Association, Securities Industry Fact Book 2002

- 투자은행은 랩어카운트(Wrap Account)를 설정하고 일정한 手數料를 代價로 巨額 餘裕資金을 보유한 일반고객으로부터 자금을 위탁받아 고객의 投資性向 등을 바탕으로 포트폴리오 구성, 보유자산 모니터링, 주문·결제 등의 업무를 일괄적으로 처리해주는 업무를 수행함
 - 金融消費者는 일정한 手數料를 지급하는 대신 보유자산의 포트폴리오 구성에서부터 결제업무까지 자산운용과 관련한 모든 업무를 證券專門家를 통해 한꺼번에 해결할 수 있는 편리함을 향유
 - 投資銀行은 경제여건의 변화에 따라 變動性이 나타날 수밖에 없는 委託賣買 手數料(commission)를 통한 수입 대신에 일정한 주기(보통 1년)에 한번씩 안정적으로 手數料(Fee) 수입을 올릴 수 있는 이점을 보유
- 투자은행에서 취급하는 랩어카운트에는 뮤추얼펀드랩(Mutual Fund Wrap), 브로커랩(Fee-based Brokerage Wrap), 컨설턴트랩(Consultant Wrap) 등이 있음
 - 뮤추얼펀드랩에서는 뮤추얼펀드 위주로, 브로커랩에서는 株式과 債券 위주로 투자은행이 자산을 一任型으로 운용
 - 컨설턴트랩의 경우 투자은행은 고객에게 자산운용에 대한 諮問業務를 수행하며 최종적인 자산운용은 투자자가 결정

- 랩어카운트를 개설하기 위한 最低金額은 랩어카운트의 성격상 비교적 높게 설정되는데 大型 投資銀行의 경우 10만~20만달러 정도를 요구
 - 資産運用専門會社들이 판매하는 랩어카운트(주로 뮤추얼펀드랩)의 경우에는 1만~2만달러 내외
- 랩어카운트 운영과 관련하여 금융소비자가 지급해야 하는 手數料는 일반적으로 연간 운영자산 대비 1~3% 정도인데 구체적인 手數料率은 資産規模(규모가 클수록 낮은 手數料率을 적용), 資産運用經費 등을 감안하여 결정
- 美國의 랩어카운트 시장규모는 대형 투자은행의 활발한 업무취급에 힘입어 최근 들어 대폭 확대되었으며 여타 資産運用業에 비해서도 두드러진 신장세를 보이고 있음

美國의 랩어카운트 推移
(實積 기준)

(10억달러)



주 : 1) 2002년 및 2003년은 예상치
자료 : JP Morgan, Wrap Accounts: Factor in Driving ADR Investment (2004)

- 랩어카운트는 Merrill Lynch, Smith Barney(Citigroup의 子會社), Morgan Stanley 등 大型 投資銀行이 활발히 취급하고 있으며 실제 상위 5개 투자은행(UBS 및 Prudential/Wachovia 포함)이 2003년중 전체 시장의 60% 이상을 차지
- JP Morgan에 따르면 1999~2003년 기간중 뮤추얼펀드에서 운영하는 자산의 규모는 연평균 7% 증가하였으나 랩어카운트에서 운영하는 자산의 규모는 연평균 22% 증가

< 參考 >

投資銀行과 金融工學(Financial Engineering)

- 金融工學(Financial Engineering)은 “證券設計(Security Design)를 뒷받침하는 모든 關聯知識 및 研究分野를 포괄하는 용어”로서 이의 궁극적인 목적은 리스크헤징, 저렴한 비용의 資金調達(收益率 제고), 節稅 등 金融消費者의 다양한 수요에 부응하고자 하는 것임
- 金融革新(Financial Innovation)의 대부분은 투자은행이 證券產業 내부의 경쟁 격화에 대응하여 보다 나은 서비스를 金融消費者에게 제공함으로써 경쟁력을 높이하고자 노력하는 과정에서 탄생하였으며 이를 실질적으로 가능하도록 뒷받침한 존재가 바로 金融工學
- 金融工學을 바탕으로 이루어진 金融革新의 事例들을 그 유형별로 살펴보면 다음과 같음
 - 리스크管理(Risk Management)
 - 先物(Futures), 옵션(Options), 스왑(Swaps), 信用派生商品(Credit Derivatives) 등은 “危險의 再分配”(Risk Reallocation)를 기초로 설계된 증권
 - 예를 들어 信用派生商品은 銀行 등의 貸出에서 信用危險(Credit Risk)만을 분리하여 이러한 위험을 기꺼이 감수함으로써 수익을 내하고자 하는 투자자에게 판매하는 것으로 信用危險을 金融機關에서 投資者에게로 이전

- 通貨스왑(Currency Swaps), 金利스왑(Interest Rate Swaps) 등은 결국 換리스크, 金利리스크의 거래를 목적으로 개발된 증권

— 새로운 資金調達源(New Funding Sources)의 개발

- 가장 대표적인 예는 1977년 개발된 高收益債券(Junk Bonds)으로서 투자 은행은 高收益債券의 期待收益이 危險을 상회한다는 점을 명확히 보임으로써 高收益債券에 대한 수요를 창출하였으며 이를 통해 中小規模의 기업이 直接金融市場에 접근할 수 있는 통로를 제공
- 通貨스왑連繫債券(Debt Structured with Currency Swaps)은 기업의 자금조달원을 국내에서 해외로까지 넓히는 효과를 낳았으며 이밖에 資產流動化證券(ABS), 指數連繫債券(Index-related Notes) 등도 이러한 취지에서 개발

— 資金調達費用의 경감 및 資產의 流動性 제고

- 資產流動化證券(ABS), 모기지證券(MBS) 등이 대표적인 사례
- 단순히 發行機關의 信用만을 바탕으로 채권을 발행하는 경우에 비해 現金흐름이 비교적 안정적인 자산을 담보로 채권을 발행하는 경우 보다 저렴한 비용으로 자금을 조달하는 것이 가능

— 節稅

- 節稅를 목적으로 개발된 증권으로는 제로쿠폰債(Zero-Coupon Bonds)가 대표적
- 제로쿠폰債는 割引方式으로 채권을 발행하여 자금을 조달할 경우 동 채권의 이자비용에 적용되는 費用償却方式이 여타 방식으로 발행되는 채권의 이자비용에 적용되는 방식보다 채권발행자에게 유리하다는 稅法의 허점을 바탕으로 개발
- 이에 따라 제로쿠폰債의 발행이 활발하게 이루어지자 美議會는 1982년 稅金均等 및 財政責任에 관한 法律(Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982)의 제정을 통해 이러한 허점을 봉쇄하였는데 이러한 일련의 과정은 政府規制와 이를 회피하고자 하는 金融機關의 노력이 맞물리면서 진행되어온 美國 金融制度 發展過程의 한 단면이라 할 것임

IV. 우리나라의 主要 投資銀行業 業務別 現況

- 이하에서는 美國 投資銀行의 業務가 우리나라에서는 어떠한 틀로 制度化되어 있는지를 먼저 파악하고 이를 토대로 關聯 金融機關의 業務現況을 보다 구체적으로 살펴보고자 함
- 우리나라 금융기관의 投資銀行業 取扱現況을 살펴봄에 있어서는 美國 投資銀行의 業務 取扱現況과 비교가 가능할 수 있도록 앞서 본 미국 투자은행의 특징적인 업무(有價證券 引受, 企業 引受・合併(M&A) 仲介, 冒險資本, 資産管理) 구분에 맞추어 정리하고자 함

(概觀)

- 현행 우리나라의 金融制度를 감안할 때 美國의 投資銀行은 우리나라의 證券會社, 資産運用會社, 投資諮問會社, 冒險資本會社, 先物會社 등을 합친 개념으로 이해할 수 있음
- 우리나라의 金融機關 가운데 制度的인 측면에서 美國의 投資銀行에 가장 가까운 금융기관은 證券會社
 - ・ 證券會社는 미국의 투자은행이 영위하고 있는 업무 가운데 冒險資本業務와 資産運用業務를 제외한 모든 업무를 취급
- 銀行과 保險會社는 기업 인수・합병(M&A) 중개, 자산관리 등의 업무를 취급할 수 있으나 投資銀行業의 核心이라 할 수 있는 企業發行 有價證券 引受는 취급 불가
- 新生企業을 대상으로 하는 冒險資本業務는 新技術事業金融會社, 中小企業創業投資會社 등이 영위
 - ・ 企業構造調整과 관련한 冒險資本業務는 企業構造調整專門會社, 資産運用會社 등이 수행

— 이밖에 資産運用會社, 先物會社, 投資諮問會社 등도 부분적으로 투자은행의 업무를 수행

우리나라 金融機關의 投資銀行 業務 取扱範圍

業 務	金融機關	業務內容	根據法規
有價證券 引受・賣買	증권회사	- 유가증권 인수・매출	증권거래법 제2조
		- 유가증권 위탁매매	
		- 유가증권 매매・중개	
		- 장외파생금융상품 거래	증권거래법 시행령 제36조의2
		- 선물거래 매매・중개	
	은행	- 국채 인수	은행업무중 부수업무의 범위에 관한 지침
		- 국공채 및 회사채 매매	
		- 장외파생금융상품 거래	
	선물회사	- 선물거래 매매・중개	선물거래법 제3조
企業 引受・合併 (M&A) 仲介	증권회사	- 인수・합병(M&A) 중개	증권거래법 시행령 제36조의2
	은행		부수업무 지침
	보험회사		보험업법 시행령 제16조
	기업구조조정전문회사		산업발전법 제14조
冒險資本	신기술사업금융회사	- 창업 지원	역신전문금융업법 제41조
	중소기업창업투자회사		중소기업창업지원법 제7조
	기업구조조정전문회사	- 기업구조조정	산업발전법 제14조
	기업구조조정투자회사		기업구조조정투자회사법 제11조
	자산운용 회사		간접투자자산운용업법 제141조
	사모투자전문회사		간접투자자산운용업법 제144조의7
資産管理	증권회사	- 투자자문	증권거래법 시행령 제36조의2
		- 일임형 랩어카운트	
		- 간접투자증권 판매・환매	간접투자자산운용업법 제26조
	자산운용 회사	- 투자자문	간접투자자산운용업법 제145조
		- 일임형 랩어카운트	
		- 투자신탁의 설정・해지	간접투자자산운용업법 제4조
		- 투자신탁 재산의 운용	
		- 투자회사 재산의 운용	
		- 간접투자증권 판매・환매	
	투자자문 회사	- 투자자문	간접투자자산운용업법 제145조
		- 일임형 랩어카운트	
	은행	- 투자신탁의 설정・해지	은행법 시행령 제18조의3
		- 투자신탁 재산의 운용	
		- 투자회사 재산의 운용	
		- 간접투자증권 판매・환매	간접투자자산운용업법 제26조
	보험회사 ¹⁾	- 간접투자증권 판매・환매	간접투자자산운용업법 제26조
	선물회사	- 간접투자증권 판매・환매	간접투자자산운용업법 시행령 제34조
	증권금융회사		

주 : 1) 보험회사도 연금저축계약, 퇴직보험계약, 변액보험계약 등에 의한 자산에 대해서는 간접투자자산운용업법 제4조에 의한 자산운용이 가능

2) 은행과 증권회사를 제외한 일반 금융기관도 업무와 관련한 實需要 범위 이내에서 장외파생금융상품을 거래(외국환거래법 시행령 제14조)

3) 종합금융회사는 구분에서 제외

(個別 投資銀行 業務 現況)

1. 有價證券 引受

- 우리나라에서 企業을 대상으로 有價證券 引受業務를 수행하는 金融기관은 證券會社임
- 綜合金融會社도 有價증권 引受業務를 영위할 수 있으나 2004년 8월 말 현재 2개 綜合金融會社(금호, 한불)만 남아 있는 金融여건을 감안할 때 사실상 證券會社가 유일
- 우리나라의 證券會社는 2004년 8월 말 현재 42개가 영업중인데 이중 有價증권 引受業務를 영위할 수 있는 綜合證券會社는 총 33개

우리나라 證券會社 現況 (2004년 8월 말 현재)

	종합증권회사 ¹⁾	중개전문증권회사 ²⁾	기관수
일반	삼성, LG투자, 대우, 대신, 현대, 교보, 굿모닝신한, 동부, 동양종합금융, 동원, 메리츠, 미래에셋, 부국, 브릿지, 서울, 세종, 신영, 신한, 우리, 유화, 하나, 한누리투자, 한양, 한화, KGI, SK, 도이치, 씨티	비엔지증권중개, 코리아RB증권중개, 피데스증권중개, KIDB채권중개, 비엔피파리바, CLSA	34
온라인	키움닷컴	리딩투자, 이트레이트	3
전환	대한투자, 제일투자, 한국투자, 푸르덴셜	동양오리온투자	5
기관수	33	9	42

주 : 1) 有價증권 引受業務, 有價증권 매매업무, 有價증권 위탁매매업무를 모두 영위

2) 有價증권 위탁매매업무 또는 有價증권 매매업무와 위탁매매업무를 영위

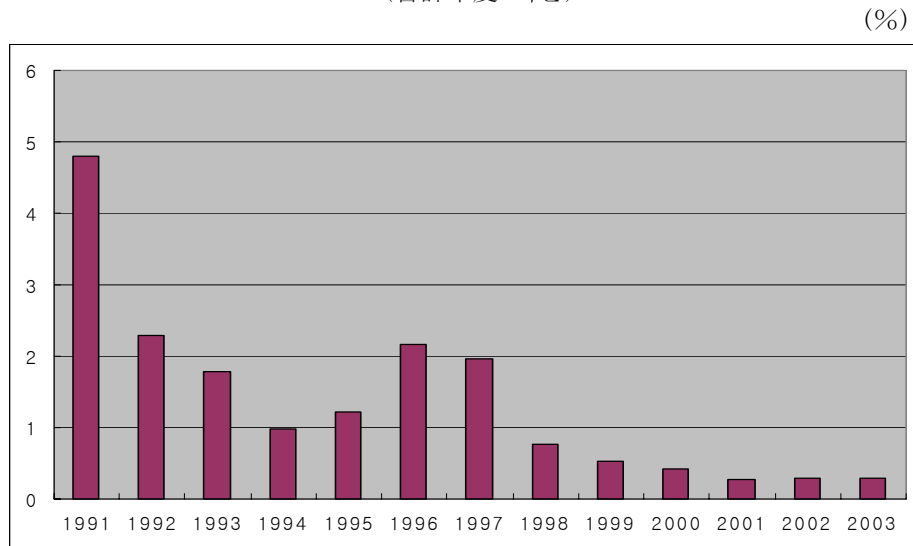
3) 외국증권회사 국내지점 제외

○ 證券會社가 有價證券 引受業務를 수행하면서 받는 手數料는 현재 매우 낮은 수준에 머무르고 있음

— 2003년중 引受實積 對比 手數料率은 0.28%에 불과

— 有價證券 引受 手數料率 推移를 보면 1991년중 5%에 가까운 모습을 보이기도 하였으나 이후 일부 기간을 제외하고는 지속적으로 하락하였으며 특히 1998년 이후에는 1%를 하회하는 가운데 계속 하락

우리나라 證券會社의 有價證券 引受 手數料率 推移
(會計年度 기준)



자료 : 금융감독원, 금융통계월보

○ 우리나라 有價證券 發行市場의 현황을 보면 2001년을 정점으로 시장 규모가 위축되는 모습을 보이고 있음

— 株式 發行市場은 外換危機 직후인 1999년을 정점으로 시장규모가 감소 내지는 정체된 모습을 시현

— 債券 發行市場의 규모도 2001년 이후 줄어들고 있으며 2000년중 크게 확대되었던 資産流動化證券(ABS) 발행시장의 규모도 2001년 이후 점차 감소

우리나라의 會社債 및 株式 引受 推移

(10억원)

	주 식			회사채	ABS	합계
		기업공개	유상증자			
1991	2,687.1(17.4)	226.9	2,180.2	12,717.5(82.6)		15,404.6
1992	2,349.9(17.4)	81.7	1,711.2	11,155.3(82.6)		13,505.1
1993	3,258.8(17.3)	181.2	2,788.9	15,599.9(82.8)		18,858.6
1994	6,247.8(23.8)	579.5	5,378.7	20,050.2(76.2)		26,298.0
1995	6,266.5(21.0)	580.1	5,583.9	23,598.2(79.0)		29,864.7
1996	5,285.8(15.0)	1,391.4	3,651.5	29,904.9(85.0)		35,190.7
1997	3,408.8(9.0)	676.9	2,677.8	34,322.1(91.0)		37,730.9
1998	14,252.8(20.3)	299.2	13,452.1	56,000.3(79.7)		70,253.1
1999	41,114.0(53.9)	3,831.5	35,847.0	30,671.4(40.2)	4,444.7(5.8)	76,230.1
2000	14,348.6(12.6)	2,550.7	10,363.7	58,662.8(51.5)	40,994.4(36.0)	114,005.8
2001	12,167.9(8.8)	1,527.8	6,356.9	87,194.9(62.7)	39,618.9(28.5)	138,981.7
2002	9,899.0(8.5)	2,348.1	6,731.3	77,522.0(66.6)	29,026.4(24.9)	116,447.4
2003	11,253.5(11.2)	1,137.9	8,281.7	61,757.5(61.3)	27,673.6(27.5)	100,684.6

주 : 1) ()내는 비중

2) 1998년 이후 KOSDAQ 실적 포함

자료 : 금융감독원, 금융통계월보

○ 한편 有價證券 引受實積을 개별 증권회사별로 보면 상위 5개 증권회사가 전체 有價證券 引受 收益의 50%(2002회계연도 기준)를 차지하고 있는 것으로 나타나고 있음

— 株式의 경우 상위 5개 증권회사가 차지하는 비중은 65%이며 債券의 경우에는 48%

우리나라 證券會社의 引受 手數料 收益 順位 (2002會計年度 기준)

(%)

순위	총계	주식	회사채	외화증권
1	LG투자증권(16)	LG투자증권(25)	현대증권(12)	한누리투자증권(56)
2	현대증권(13)	현대증권(16)	SK증권(10)	브릿지증권(16)
3	대우증권(8)	대우증권(12)	삼성증권(10)	SK증권(10)
4	삼성증권(8)	삼성증권(8)	LG투자증권(9)	현대증권(7)
5	SK증권(5)	동원증권(5)	대우증권(7)	동원증권(6)

주 : 1) ()내는 전체 증권회사의 인수 수수료 수익에서 차지하는 비중

자료 : 금융감독원, 보도자료(2003.12.1)

2. 企業 引受・合併(M&A) 仲介

○ 우리나라에서 制度的으로 企業 引受・合併(M&A) 仲介 업무를 수행할 수 있는 금융기관으로는 銀行, 證券會社, 保險會社 및 企業構造調整專門會社가 있음

— 이중 證券會社의 실적을 보면 2002회계연도 기간중 기업 인수·합병 중개를 통해 총 433억원의 수익을 기록

• 외국계 증권회사는 증권회사 附隨業務 전체 수익의 74%를 차지

證券會社 附隨業務 收益 實積
(會計年度 기준)

(억원, %)

	2000	2001	2002
부수업무 수익	596	769	691
유가증권 평가	12(2)	47(6)	10(1)
M&A 중개	359(60)	449(58)	433(63)
경영상담	226(38)	273(36)	247(36)

주 : 1) ()내는 비중
자료 : 금융감독원, 보도자료(2003.12.1)

○ 證券會社의 기업 인수·합병 중개 실적에 비추어 볼 때 이에 관한 우리나라 금융기관의 전반적인 경쟁력은 그다지 높지 않을 것으로 판단됨

— 그러나 기업 인수·합병과 관련한 그간의 제도 변화를 감안할 때 우리나라의 M&A 시장은 아직 초기단계에 있다 할 것이므로 지금까지의 실적만으로 이와 관련한 우리나라 금융기관의 競爭力을 평가하는 것은 곤란

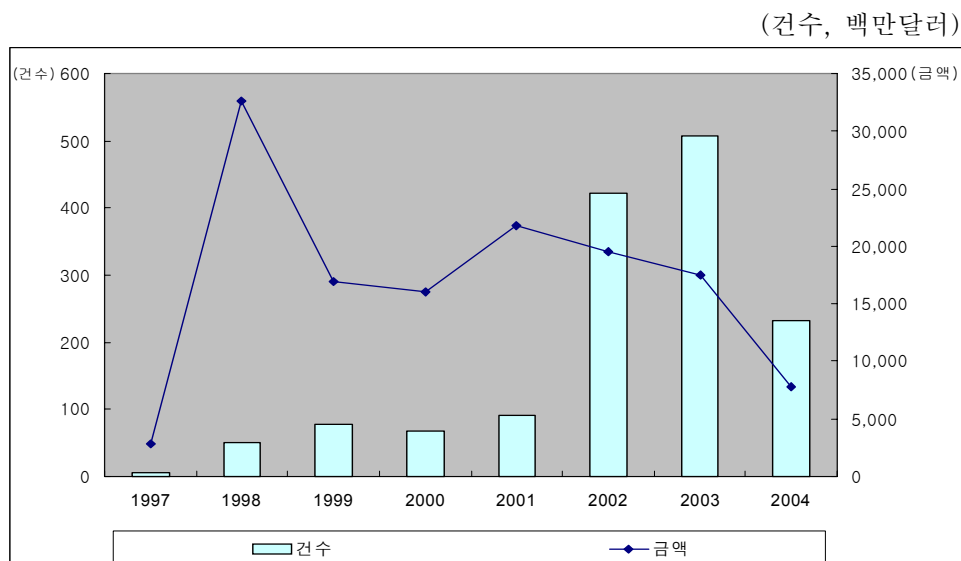
• 敵對的 企業 引受・合併과 관련한 제도 도입이 이루어진지 겨우 5년 남짓 경과하였을 뿐인데다 그동안도 상당기간 金融構造調整이 추진되었음을 감안할 때 우리나라의 금융기관이 이에 대한 역량을 체계적으로 배양하기는 무리

企業 引受・合併(M&A) 關聯 制度 變化

시기	조치내용
1998. 4	- 적대적 기업 인수·합병(M&A) 허용 · 증권거래법을 개정하여 증권시장에서 기업 발행주식 25% 이상을 취득하고자 하는 자는 발행주식 총수의 50%에 1주를 더한 주식을 의무적으로 공개매수하도록 한 조항을 삭제
2001. 3	- 기업 인수·합병(M&A) 전용펀드 허용 · 증권투자회사법을 개정하여 소수투자자(49인 이하)를 대상으로 기업 인수·합병(M&A)을 목적으로 하는 사모펀드를 설립할 수 있도록 하고 동 펀드에 한해 사모펀드에 적용하던 중립적 의결권 행사(Shadow Voting) 의무를 폐지
2001. 3	- 적대적 기업 인수·합병(M&A) 절차 개선 · 증권거래법을 개정하여 공개매수를 하고자 할 경우 금융감독위원회에 사전신고하도록 하던 것을 사후신고하도록 변경하고 공개매수 대기기간을 종전 신고서 제출 이후 7일에서 3일로 단축
2004.10	- 기업 인수·합병(M&A) 전용펀드 관련제도 개선 · 간접투자자산운용업법을 개정하여 증권투자회사 이외에 합자회사(Limited Partnership) 형태의 사모펀드(사모투자전문회사) 설정을 허용하고 동 펀드에 대해서는 공시, 회계감사 등 펀드의 조성·운용에 관한 규제를 대폭 완화

- 우리나라의 기업 인수·합병 현황을 보면 올해 들어 다소 주춤하긴 하나 1998년중 크게 활성화된 이후 꾸준한 모습을 보이고 있음

우리나라의 企業 引受・合併(M&A) 推移 (終了去來 기준)



주 : 금액이 알려지지 않은 거래는 제외
자료 : Bloomberg

- 우리나라의 기업 인수·합병 추이를 보면 1998~2001년 기간중에는 金融 및 企業 構造調整과 관련하여 대규모 M&A가 많았던 반면 2002~03년 기간중에는 소규모 M&A가 크게 활성화

3. 冒險資本

- 우리나라에서 新生企業을 대상으로 冒險資本業務를 영위할 수 있는 금융기관은 新技術事業金融會社 및 中小企業創業投資會社임
- 銀行, 證券會社, 保險會社 등도 出資制限 범위 이내에서 他企業의 주식을 보유할 수 있으나 동 제한의 엄격한 비율을 감안할 때 미국의 투자은행이 수행하고 있는 방식의 冒險資本業務를 수행하기는 곤란
 - 銀行은 銀行法(제37조, 의결권 있는 발행주식 총수의 15%), 證券會社는 金融產業의 構造改善에 관한 法律(제24조, 의결권 있는 발행주식 총수의 20%), 그리고 保險會社는 保險業法(제109조, 의결권 있는 발행주식 총수의 15%)에서 정한 出資制限에 따라 각각 他企業의 주식보유가 엄격히 제한되기 때문에 冒險資本 對象企業의 經營, 企業公開 또는 賣却의 결정 등에 주도적으로 참여하기는 무리
- 新生企業을 대상으로 하는 우리나라의 冒險資本 현황을 專業 新技術事業金融會社의 사업 위주로 살펴보면 新技術資産(投資 및 貸出의 합계)의 규모가 2000~01년 기간중 크게 늘었다가 최근 감소하고 있음
 - 專業 新技術事業金融會社는 7개(兼業 與信金融專門會社를 합칠 경우 21개)로 평균 자본금은 2003년말 현재 1,067억원인데 中小企業創業投資會社의 평균 자본금은 250억원 내외임

新技術事業金融會社의 事業 現況

(10억원)

	회사수	자본금	총자산	新技術資産		당기순이익
				투자잔액	대출잔액	
1998	4	280.9	4,672.8	377.2	2,944.6	-117.6
1999	3	885.8	2,726.8	405.9	1,168.9	134.8
2000	3	552.3	2,083.8	1,155.9	1,227.1	189.1
2001	6	747.1	1,797.3	1,281.1	723.9	28.8
2002	7	772.1	2,091.0	815.5	195.3	-92.7
2003	7	747.2	1,654.2	654.4	88.4	-7.3

자료 : 금융감독원, 금융통계월보

- 成熟企業을 대상으로 하는 冒險資本業務는 制度的으로 企業構造調整專門會社(Corporate Restructuring Company: CRC), 資産運用會社, 私募投資專門會社(Private Equity Fund: PEF) 등에 의해 수행될 수 있음
 - 企業構造調整投資會社(Corporate Restructuring Vehicle: CRV)도 企業構造調整業務를 수행할 수 있으나 이는 한시적 법률들인 企業構造調整促進法과 企業構造調整投資會社法에 의거 債權金融機關이 企業改善計劃約定을 체결한 企業을 대상으로 企業構造調整을 보다 효율적으로 수행할 수 있도록 지원하기 위한 목적으로 도입되었기 때문에 企業구조조정을 일상적인 목적으로 취급하는 企業構造調整專門會社(CRC), 資産運用會社 등과는 차이가 있음
- 企業構造調整專門會社(CRC)는 産業發展法에 의거 설립되는 회사로서 企業 引受・合併(M&A), 不實債權의 매입・정리 등을 통해 企業構造調整을 수행
 - 新技術事業金融會社 및 中小企業創業投資會社도 産業發展法에 의거 企業構造調整專門會社(CRC)로 등록 가능
- 資産運用會社는 企業構造調整을 목적으로 조성되는 企業構造調整證券投資會社(Corporate Restructuring Fund: CRF)의 資産을 운용함으로써 冒險資本業務를 수행
 - 企業構造調整證券投資會社(CRF)의 예로는 1998년 中小企業 및 벤처企業의 資金難 완화를 위해 1조 6,000억원(은행 1조 3,000억원, 보험사 2,000억원, 기타 1,000억원) 규모로 설립되고 全額 外國의 資産運用會社에 의해 운용된 4개 構造調整基金(서울부채조정기금, 한강・아리랑・무궁화 구조조정기금)을 들 수 있는데 이는 사실상 정부 주도로 이루어진 조치인데다 이후에는 새로이 설립된 企業構造調整證券投資會社가 없는 상황
- 私募投資專門會社는 私募로 조성된 資金을 企業 引受・合併(M&A) 등 企業構造調整에 전문적으로 운용하는 合資會社 형태의 투자회사
 - 改正 間接投資資産運用業法(2004년 12월 6일 시행)에서는 私募投資專門會社가 투자資産을 운용함에 있어서는 “임원의 임면 등 투자하는 회사의 주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력 행사가 가능하도록 투자”하여야 한다고 규정
 - 間接投資資産運用業法에서는 私募投資專門會社의 財産운용방법을 규정하고 있으나 투자대상기업의 성격에 대해서는 별다른 제한을 두지 않고 있기 때문에 私募投資專門會社는 新生企業을 대상으로 冒險資本業務를 영위하는 것이 가능

- 成熟企業을 대상으로 하는 우리나라의 冒險資本 現況을 企業構造調整 專門會社(CRC) 위주로 살펴보면 역시 2001년을 정점으로 감소하는 모습을 보이고 있음

企業構造調整專門會社の 投資 推移

(10억원)

	CRC	조합 ¹⁾	합계
1999	162.2	122.6	284.8
2000	497.5	295.7	793.2
2001	1,391.4	271.8	1,663.2
2002	679.3	523.2	1,202.5
2003	248.9	323.0	571.9

주 : 1) 기업구조조정조합
자료 : 산업자원부

4. 資産管理

- 우리나라에서 投資信託 및 證券投資會社の 資産을 운용하는 업무는 資産運用會社가 전담하고 있음
 - 銀行도 金融監督委員會의 인가를 받아 자산운용업무를 겸영할 수 있으나 현재까지 間接投資資産運用業法에 기초한 실적은 뚜렷하게 나타나지 않고 있는 상태
 - ・ 間接投資資産運用業法이 제정·시행될 당시에는 附則(제14조)을 통해 은행이 6개월 이내에 일정 자격을 갖추는 경우 資産運用業務 兼營을 인가받은 것으로 간주하도록 하였으나 金融監督院의 심사 결과 합당한 자격을 갖춘 은행은 하나도 없었음
- 우리나라의 資産運用業務 現況을 보면 投資信託이 대중을 이루는 가운데 전체 규모는 1998~99년 기간중 큰 폭으로 증가한 이후 정체된 모습을 보이고 있음
 - 投資信託은 公社債型이 전체적으로 70% 이상을 차지하는 가운데 부분적으로 市況에 따라 株式型이 30%를 상회

投資信託 設定 推移

(10억원)

	회사수	주식형	공사채형	합계
1991	14	8,723.9(32.7)	17,941.9(67.3)	26,665.8
1992	14	7,999.7(23.1)	26,614.1(76.9)	34,613.8
1993	14	8,369.5(17.4)	39,800.3(82.6)	48,169.8
1994	14	14,176.1(24.7)	43,271.6(75.3)	57,447.7
1995	14	14,441.9(22.4)	50,158.7(77.6)	64,600.6
1996	29	15,134.2(20.4)	59,148.5(79.6)	74,282.7
1997	49	12,412.5(13.2)	81,707.4(86.8)	94,120.0
1998	35	8,671.5(4.4)	189,983.0(95.6)	198,654.5
1999	33	56,667.7(29.9)	132,964.5(70.1)	189,632.2
2000	28	49,905.5(37.6)	83,016.2(62.4)	132,921.7
2001	31	48,228.7(32.7)	99,134.1(67.3)	147,362.8
2002	32	54,686.0(33.4)	109,276.3(66.6)	163,962.3
2003	33	40,525.3(30.0)	94,579.0(70.0)	135,104.3

주 : ()내는 비중

자료 : 금융감독원, 금융통계월보

- 證券投資會社の 總資産 규모는 제도를 도입한 첫해에 가장 높은 수치를 기록한 이후 크게 감소하였다가 2003년에 8조 6,000억원을 기록하는 등 서서히 증가하는 모습을 보이고 있는데 자산별로는 채권이 대부분을 차지

證券投資會社 資産運用 推移

(10억원)

	회사수	주식	채권	기타	합계
1999	84	5,374.8 (52.3)	1,154.2 (12.3)	2,856.2 (30.4)	9,385.2
2000	73	1,007.4 (26.5)	451.2 (11.8)	2,348.3 (61.7)	3,806.9
2001	153	1,278.2 (19.8)	3,477.2 (53.5)	1,745.4 (26.8)	6,500.8
2002	271	2,093.1 (24.9)	4,603.5 (54.7)	1,725.0 (20.5)	8,421.6
2003	377	2,309.8 (26.8)	4,923.3 (57.2)	1,376.7 (16.0)	8,609.8

자료 : 금융감독원, 금융통계월보

- 投資諮問業 및 投資一任業의 경우에는 우리나라에서 投資諮問會社, 資産運用會社, 그리고 證券會社에서 취급하고 있음

- 投資諮問業 및 投資一任業 取扱機關 변화 추이:
 - 1987.11, 投資諮問業 도입
 - 1997.01, 專業 投資諮問會社에 一任型 랩어카운트 허용
 - 1999.02, 投資諮問會社 설립을 認可制에서 登録制로 전환
 - 2001.02, 證券會社 諮問型 랩어카운트 취급 개시
 - 2003.10, 證券會社 一任型 랩어카운트 취급 개시

○ 投資諮問業 및 投資一任業 동향을 보면 전체적으로 資産運用會社가 90% 가까운 市場占有率을 보이고 있음

— 市場規模는 2003년중 一任契約 실적이 전년대비 두배 신장하는 데 힘입어 전체적으로도 60% 가까운 증가세를 시현

우리나라의 投資諮問 및 投資一任 契約 實積
(會計年度末 기준)

(10억원)

		전업사	겸업사				합 계
			자산운용	투신운용	증권회사	소계	
2002	자문계약	3,065.4	1,373.5	16,501.3	1,792.5	19,667.3	22,732.7
	일임계약	3,620.1	2,198.8	10,262.8	-	12,461.6	16,081.7
	합 계	6,685.5	3,572.3	26,764.1	1,792.5	32,128.9	38,814.4
2003	자문계약	2,113.1	24,570.9		1,542.7	26,113.6	28,226.7
	일임계약	4,764.8	25,840.6		2,050.1	27,890.7	32,655.5
	합 계	6,877.9	50,411.5		3,592.8	54,004.3	60,882.2

자료 : 금융감독원, 보도자료(2004.6.14)

5. 派生金融商品 去來

○ 우리나라에서 場內 先物을 去來하거나 委託去來, 委託의 仲介・周旋을 취급할 수 있는 금융기관은 先物會社와 證券會社임

— 先物會社는 모든 종류의 先物去來를 취급(先物去來法 제3조)할 수 있는 반면 證券會社는 株式 및 株價指數의 先物・옵션만 가능(證券去來法 施行令 제36조의2)

우리나라의 派生金融商品市場 開設 推移

	종목 및 개설 시기
금리	CD금리선물(1999.4) → 3년 國채선물(1999.9) → 3년 國채선물옵션(2002.5) → 통안증권 금리선물(2002.12) → 5년 國채선물(2003.8)
주가	KOSPI200선물(1996.5) → KOSPI200옵션(1997.7) → 코스닥50선물(2001.1) → KOSPI200 선물스프레드(2001.9) → 주식옵션(2002.1)
통화	미국달러선물 및 옵션(1999.4)

○ 場內 派生金融商品 거래현황을 보면 株價指數 관련 거래가 대중을 이루고 있는 가운데 일부 金利先物을 제외한 여타 거래는 아직 미미한 수준에 머무르고 있음

- 株價指數 先物 및 옵션은 모두 제도 도입 이후 그 규모가 큰 폭으로 신장되고 있는데 대부분의 거래는 株價指數 先物에 집중

우리나라 派生金融商品市場의 規模
(총약정금액 기준)

(10억원)

	KOSPI200 선물	KOSPI200 옵션	합 계
1996	61,379.8(100.0)		61,379.8[--]
1997	207,213.6(100.0)		207,213.6[237.6]
1998	811,806.9(100.0)		811,806.9[291.8]
1999	1,642,817.4(99.0)	17,263.2(1.0)	1,660,080.6[104.5]
2000	1,719,422.3(98.1)	33,242.0(1.9)	1,752,664.3[5.6]
2001	2,257,227.5(96.0)	94,688.5(4.0)	2,351,916.0[34.2]
2002	3,998,822.4(94.1)	250,455.6(5.9)	4,249,278.0[80.7]
2003	5,356,459.5(94.4)	319,372.9(5.6)	5,675,832.4[33.6]

주 : 1) ()내는 비중 2) []내는 전년대비 증가율
자료 : 증권거래소

- 金利先物の 일종인 國債先物은 2003년중 일평균 거래대금이 4조 6,111억원에 이르는 등 꾸준히 성장

2003年中 場內 派生金融商品 日平均 去來代金

(억원)

	KOSPI 200		국채선물		미달러	통안증권	코스닥50
	선물	옵션	3년	5년			
거래대금	108,421	6,465	45,325	786	3,628	1,596	381

자료 : 선물거래소

- 場外에서는 대부분의 금융기관이 직접 영위하는 금융업과 관련하여 派生金融商品을 거래할 수 있음

- ・ 銀行은 원칙적으로 派生金融商品을 자유롭게 거래(銀行業務中 附隨業務의 範圍에 관한 指針)
- ・ 證券會社는 2002년 7월 이후 겸영업무의 일환으로 通貨, 有價證券, 一般商品 및 通貨・有價證券・一般商品の 價格 또는 利子率이나 이를 기초로 하는 指數를 대상으로 場外 派生金融商品을 거래하거나 거래의 중개・주선을 취급(證券去來法 施行令 제36조의2)
- ・ 그밖에 保險會社, 信託會社 등도 업무와 관련한 實需要 범위 이내에서 派生金融商品을 거래(外國換去來法 施行令 제14조)

- 去來現況을 보면 2003년중 거래규모가 2,083조원을 기록하여 전년대비 58.7% 증가하는 등 활발한 모습

- 금융기관별로는 銀行이 거래의 대부분을 차지하고 있으며 證券會社의 경우 場外派生金融商品 去來業務가 아직은 초기단계에 있어 전체 시장에서 차지하는 비중은 미미

場外 派生金融商品 去來 現況

(10억원)

	2002	2003					
		은행	증권	보험	신탁	기타	합 계
주식 관련	933	12,182	4,042	21	1,245	-	17,490
이자율 관련	229,576	283,252	679	1,127	11,581	1,342	297,981
통화 관련	1,081,686	1,741,637	9,909	10,264	222	5,451	1,767,483
기타	-	3	-	-	-	-	3
합 계	1,312,195	2,037,074	14,630	11,412	13,048	6,793	2,082,957

자료 : 금융감독원, 보도자료(2004.6.12)

V. 投資銀行業 活性化를 위한 課題

- 우리나라 投資銀行業의 現況을 美國의 경우와 비교하여 평가해보면 有價證券 引受, 企業 引受・合併(M&A) 仲介, 冒險資本, 資産管理 등 거의 모든 업무에서 전반적으로 취약한 모습을 보이고 있다고 판단됨
 - 다만 企業 引受・合併(M&A) 仲介 業務의 경우에는 제도 도입 초기단계라는 점을 감안할 때 동 업무 수행에 대한 우리나라 金融機關의 競爭力을 판단하기는 아직 무리
 - 投資一任業에 의한 資産管理, 派生金融商品 去來 등의 업무는 비교적 활발한 모습을 시현
- 이하에서는 지금까지 살펴본 우리나라 및 美國의 投資銀行業 現況을 바탕으로 우리나라에서 이루어지고 있는 投資銀行業의 問題點을 보다 구체적으로 살펴보고 나아가 이를 제도적인 측면에서 개선하기 위한 方案을 모색해보고자 함

(有價證券 引受市場의 正常化 모색)

- 현재 우리나라 증권회사가 수행하는 有價證券 引受業務에 있어 가장 큰 문제점은 동 업무 수행에 따른 手數料가 매우 낮은 수준에 머무르고 있다는 것임
 - 이는 기본적으로 證券會社의 증가로 有價證券 引受市場 내부의 경쟁이 격화된 데 기인한 것으로 실제 그동안의 金融構造調整에 따라 은행과 보험회사의 수는 줄어든 반면 증권회사의 수는 오히려 증가
 - ・ 銀行 數는 1997년말 33개에서 2004년 6월말 현재 19개로, 保險會社 數는 같은 기간 동안 50개에서 48개로 각각 감소한 반면 證券會社 數는 25개(1990년말) → 33개(1995년말) → 36개(1997년말) → 42개(2004년 6월말)로 순차적으로 증가

— 과거에는 中小型 證券會社들이 有價證券 引受에 따른 리스크를 감
안하여 유가증권 인수업무 취급을 꺼리기도 하였으나 최근에는 영
업수익 확대를 위해 거의 모든 종합증권회사가 동 업무를 수행

· 예를 들어 2002회계연도를 보면 종합증권업을 인가받은 33개 국내 증권회사 가
운데 32개 증권회사가 유가증권 인수업무를 수행

· 이는 온라인證券會社の 출현 등으로 委託賣買市場에서의 경쟁이
크게 격화되어 委託賣買 手數料率이 계속 감소함에 따라 증권회
사들이 수행 가능한 모든 업무에서 이익을 내고자 하는 데 기인

우리나라 證券會社の 委託賣買 推移 (會計年度 기준)

(조원)

구 분	1999	2000	2001	2002
주식위탁거래규모	2,444	1,893	1,846	1,533
위탁수수료율(%)	0.33	0.21	0.19	0.17
위탁수수료 수익	8.0	3.9	3.4	2.6

자료 : 황준웅(2004)

— 이에 따라 증권회사 전체의 營業收益 가운데 引受 手數料가 차지하
는 비중이 급격히 감소하고 있으며 2003년중에는 2%에도 미달

우리나라 證券會社の 手數料 收益 推移 (會計年度 기준)

(백만원, %)

	영업수익				당기순이익
		수수료			
			수탁 수수료	인수 수수료	
1991	2,882,871	1,508,026	578,865(20.8)	740,133(25.7)	-10,104
1992	3,178,950	1,525,625	941,804(29.6)	310,577(9.8)	386,506
1993	4,352,403	2,127,035	1,674,793(38.5)	334,699(7.7)	647,807
1994	4,469,913	2,225,985	1,844,880(41.3)	259,224(5.8)	511,265
1995	3,363,086	1,658,869	1,175,805(35.0)	364,432(10.8)	-612,337
1996	4,131,461	2,278,771	1,377,687(33.4)	759,024(18.4)	-664,421
1997	5,309,493	2,628,925	1,679,159(31.6)	743,502(14.0)	-2,887,263
1998	8,178,714	4,092,198	2,388,624(29.2)	532,234(6.5)	386,647
1999	18,744,067	11,058,236	6,948,336(37.1)	383,279(2.0)	522,710
2000	12,777,311	6,318,229	2,491,702(19.5)	301,825(2.4)	-385,865
2001	12,177,909	5,810,675	2,643,067(21.7)	271,740(2.2)	632,333
2002	10,269,991	4,717,479	3,263,405(31.8)	253,984(2.5)	-851,082
2003	10,907,037	4,333,007	3,240,930(29.7)	207,732(1.9)	1,007,747

주 : ()내는 영업수익 대비 비중
자료 : 금융감독원, 금융통계월보

○ 이러한 引受 手數料率의 저하는 비단 證券會社の 收益性を 악화시키는 데 그치는 것이 아니라 有價證券 引受業務 전반의 質을 떨어뜨리게 되어 결국 우리나라 證券市場의 장기적인 成長潛在力을 저하시키는 요인으로 작용하게 될 가능성이 큼

— 證券會社の 입장에서는 引受 手數料가 營業收益에 크게 도움이 되지 못하는 상태에서 有價證券 引受에 따른 리스크를 적극적으로 취할 이유가 없기 때문에 유가증권 인수과정에서 자연스럽게 리스크 최소화에만 주력

- 有價證券 引受에 따른 리스크를 줄이는 방법은 株式의 경우 公募價를 낮추고 債券의 경우에는 支給利率을 높이는 것이므로 이는 결국 有價證券의 發行價格을 과도하게 하락시키게 될 가능성

- 또한 증권회사의 입장에서 引受 有價證券을 보유하지 않고 최대한 빨리 여타 機關投資家나 一般에게 매각함으로써 리스크 자체를 제거하고자 하는 유인도 클 수밖에 없어 有價證券 發行價格을 산정하는 과정이 엄밀하게 이루어지지 않을 가능성도 상존

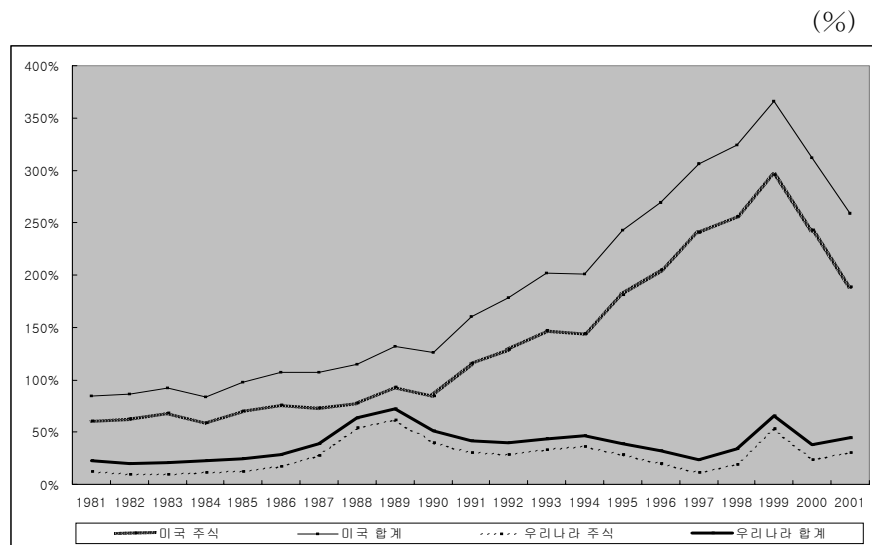
- 최근 코스닥시장에서 발행된 주식의 가격이 公募價 이하로 떨어지는 상황이 다수 발생하였는데 이와 같이 증권회사의 공모가 산정방식이 정확하게 이루어지지 못한 이면에는 발행주식의 가격이 공모가 이하로 떨어지더라도 引受株式을 모두 매각한 증권회사의 입장에서는 리스크 부담이 별로 없다는 점이 작용하였을 가능성이 있음

— 企業의 입장에서 볼 때 有價證券 發行價格이 지나치게 낮게 설정되거나 그렇지 않더라도 발행된 有價證券의 價格이 적절한 수준에서 유지되지 못할 경우에는 資金調達費用 측면에서 간접금융이 오히려 유리할 수도 있기 때문에 직접금융 자체를 기피할 우려

- 한편으로는 認知度가 높은 기업이 유가증권을 발행하고자 하는 경우에는 증권회사들이 과도한 引受競爭을 벌이게 되고 그렇지 못한 기업에 대해서는 증권회사들이 인수 자체를 기피하게 되어 결과적으로 有望 中小企業의 直接金融市場 접근이 곤란해지는 상황도 발생 가능

- ・ 間接金融과 直接金融의 상대적인 비중을 총유동성(M3) 대비 上場 有價證券의 時價總額 규모를 기준으로 보면 美國의 경우에는 꾸준히 상승하다가 최근의 市況 부진으로 주춤하는 모습을 보이고 있는 반면 우리나라의 경우에는 일부 市況이 좋았던 시점을 제외하고는 지속적으로 50%를 하회하는 모습을 시현

우리나라와 美國의 上場 有價證券 時價總額 推移
(總流動性(M3) 대비)



- 이와 같은 상황이 장기간 지속될 경우 證券市場의 규모가 상대적으로 축소될 뿐만 아니라 有價證券 發行價格에 대한 市場의 信賴가 저하될 수밖에 없어 有價證券 市場價格의 變動幅이 커지는 등 流通 市場의 質까지도 동반 저하될 우려
- 이러한 問題點을 개선하기 위해서는 證券會社가 유가증권을 인수하는 과정에 적절한 리스크가 형성될 수 있도록 강제하고 이를 통해 引受 手數料가 상향 조정될 수 있도록 하는 것이 긴요하다고 판단됨
- 유가증권 인수과정에 수반되는 리스크가 증가하더라도 인수 수수료가 충분히 상향 조정될 경우 證券會社는 유가증권 인수과정에서 수반되는 리스크를 적극적으로 부담할 誘因을 보유

- 이러한 과정에서 有價證券 引受市場이 일부 대형 증권회사 위주로 재편되는 것은 불가피할 것으로 예상되나 이는 美國의 경우를 감안할 때 오히려 바람직한 市場構造로 판단
- 美國의 경우 상위 10개 投資銀行이 株式 및 債券(投資等級 會社債 기준) 發行市場에서 차지하는 비중은 2001년 기간중 각각 94.2% 및 95.2%를 기록
- 有價證券을 발행하고자 하는 기업의 경우 당장에는 手數料 인상이 부담요인으로 작용할 수 있으나 높은 수수료를 부담하더라도 보다 유리한 조건으로 유가증권을 발행할 수 있다면 이를 충분히 수용
- 기업 입장에서는 유가증권 발행가격의 설정, 발행된 유가증권의 가격 관리 등에 있어 높은 手數料에 상응하는 良質의 서비스를 요구하게 될 것이고 이는 증권회사로 하여금 보다 정밀하게 有價證券 評價・審査 業務를 수행해야 할 압력요인으로 작용
- 구체적으로는 有價證券 引受業務를 취급하는 證券會社에 대하여 美國의 投資銀行이 하고 있는 市場造成機能(Market Making)을 수행하도록 강제하는 것을 검토할 필요가 있다고 생각함
- 引受 有價證券에 대해서는 市場造成者(Market Maker)로서 기간에 제한 없이 買入・賣渡價格(Bid/Ask Price)을 지속적으로 공표하고 동 가격범위 이내에서 제시되는 市場參加者の 去來要求는 무조건 수용
- 일정 규모(주식의 경우 1,000주 또는 2,000주)의 유가증권 거래 이 후에는 증권회사가 매입・매도가격을 재조정
- 종전에는 기업공개(또는 협회등록공모) 주식을 인수한 증권회사에 대하여 동 주식의 시장가격을 공모가격의 80% 이상으로 1개월 이상 유지하도록 하는 의무를 부과하였으나 2003년 8월 이를 폐지하고 다만 전문적 분석능력이 없는 개인투자자를 보호할 목적으로 일반투자자에게만 배정주식을 인수 증권회사에 공모가격의 90% 이상으로 매도할 수 있는 권리(Put-back Option)를 1개월 동안 부여

- 현재 우리나라 證券市場에서 이루어지고 있는 有價證券 賣買方式은 그대로 유지
 - 仲介(Brokerage)를 통해 이루어지는 현행 장내 증권거래방식과 함께 딜링(Dealing)을 통해 이루어지는 장외거래방식을 병치함으로써 증권회사가 유가증권의 市場價格 결정을 선도할 수 있는 창구를 마련
- 유가증권 발행기업이 다른 증권회사를 통해 채권을 발행하거나 유상증자를 할 경우 종전에 거래하였던 증권회사에 대해서는 市場造成義務 면제
 - 그러나 종전에 거래하던 증권회사가 희망할 경우 계속 市場造成者로서 참가할 수 있도록 하여 유가증권의 가격 설정이 경쟁적으로 형성될 수 있도록 유도
- 한편 이와 같은 방식의 市場造成體系가 정착될 경우 證券會社와 有價證券 發行企業 사이에 相互信賴를 바탕으로 하는 長期投資關係(Long-Term Investment Relationship)가 형성되는 이점도 부수적으로 가능할 것으로 기대
 - 市場造成이 매개될 경우 證券會社와 有價證券 發行企業는 상호 협조관계를 유지하여야 할 유인이 있기 때문에 현재와 같이 쌍방간의 業務關係가 一回性으로 종료되는 상황에 비해 상호 관계를 보다 긴밀하게 유지해야 할 필요성을 보유
 - 본래 증권회사는 인수 유가증권의 시장가격이 공모가격을 하회할 경우 유가증권 인수업무의 수행과 관련한 市場評判(Market Reputation)이 훼손되어 추후 업무수행에 곤란을 겪게 되므로 발행가격을 신중하게 산정해야 할 유인을 보유
 - 그러나 市場造成機能을 함께 수행하게 되면 價格스프레드에 의한 수익을 추가로 얻을 수 있기 때문에 유가증권 발행 이후에도 동 유가증권의 시장가격에 변동을 미칠 수 있는 기업성과에 지속적으로 관심을 가져야 할 필요
 - 有價證券 發行企業의 입장에서든 既發行 有價證券의 가격이 적정 수준에서 유지되어야 추가적인 자금이 필요할 경우 보다 유리하게 자금을 조달할 수 있기 때문에 증권회사와 긴밀한 관계를 유지하는 것이 바람직

< 參考 >

美國 證券市場에서의 市場造成者(Market Makers) 役割

- 일반적으로 證券市場에서 市場造成(Market Making)이라 함은 法人 또는 個人이 특정 유가증권에 대하여 買入・賣渡價格을 동시에 제시하고 동 가격에 의하여 유가증권을 매입 또는 매도하고자 하는 일반투자자의 요구에 대해서는 무조건 수용하는 營業行爲를 말함
 - 市場造成者(Market Maker)의 收益源泉은 買入・賣渡價格 사이의 스프레드
 - 우리나라의 證券去來所나 協會仲介市場(KOSDAQ), 그리고 日本의 東京證券去來所(Tokyo Stock Exchange: TSE)는 이러한 市場造成方式이 아니라 純粹注文締結方式(Pure Order Limit Book System: POLBS)을 유가증권 매매방식으로 채용
- 최근의 많은 연구들은 유가증권 매매방식으로 市場造成制度(Market Making Dealer System)를 채용한 증권시장이 그렇지 않은 증권시장에 비해 流動性(Liquidity), 去來費用(Transaction Cost), 價格變動性(Volatility) 등의 측면에서 훨씬 우월하다는 결과를 제시하고 있음
 - 市場造成者가 존재할 경우 기본적으로 有價證券의 流動性이 확보될 뿐만 아니라 흔히 발생할 수 있는 특정 유가증권에 대한 需給不均衡도 원활하게 해소 가능
 - Charitou and Panayides(2004)는 최근의 많은 연구결과들을 소개하는 한편 29개국의 30개 證券去來所를 대상으로 有價證券 賣買仲介方式을 조사하였는데 그 결과 일본의 東京證券去來所(TSE)를 제외한 모든 증권거래소가 市場造成者를 이용한 賣買仲介方式을 도입
- 美國의 뉴욕證券去來所(NYSE)와 나스닥(NASDAQ)도 市場造成制度를 유가증권 매매방식으로 채용하고 있음
 - 뉴욕證券去來所(NYSE)는 純粹注文締結方式(POLBS)을 기본적으로 채용하고 있으나 동시에 이른바 스페셜리스트(Specialist)로 불리우는 市場造成者들을 활용하는 이중적인 유가증권 매매방식을 채용
 - ・ 현재 뉴욕證券去來所(NYSE)에는 7개의 스페셜리스트가 활동하고 있는데 모든 상장회사는 그중 하나의 스페셜리스트를 동 회사 주식의 市場造成者로 선택

- 뉴욕證券去來所(NYSE)에서는 평균적으로 일중거래량의 85%가 純粹注文締結方式(POLBS)에 의해, 나머지 15%가 市場造成者를 통해 소화
- 나스닥(NASDAQ)에서의 유가증권 매매는 완전히 市場造成者에 의존하고 있는데 JP Morgan, Lehman Brothers 등 주요 투자은행은 모두 市場造成者로 참여
- 나스닥(NASDAQ)에는 500여개의 市場造成者가 존재하며 기본적인 자본요건 등을 갖출 경우 市場造成者로서 영업행위를 하는 것이 가능
- 나스닥(NASDAQ)에서는 하나의 주식에 대하여 다수의 市場造成者가 買入・賣渡價格을 제시하고 있으며 이에 따라 市場造成者들은 제시가격을 둘러싸고 상호 경쟁

(投資銀行 業務의 시너지效果 提高 도모)

- 우리나라와 美國에서 이루어지고 있는 投資銀行業을 비교할 때 나타나는 가장 큰 차이점은 美國의 경우 有價證券 引受를 둘러싼 일련의 업무가 投資銀行을 통해 有機的으로 이루어지고 있는 반면 우리는 그렇지 못하다는 점임
- 企業이 탄생하고 繼續營業을 이루어나가는 과정을 時間的인 순서로 보면 企業의 입장에서는 冒險資本, 企業公開(IPO), 有償增資 등을 통한 資金調達, 企業 引受・合併(M&A)을 통한 市場支配力 강화 등을 連續的으로 필요로 하게 되는데 美國의 投資銀行은 同一企業을 위해 이러한 모든 업무를 수행하는 것이 가능
- 그러나 우리나라의 경우에는 有價證券 引受業務를 담당하는 證券會社와 冒險資本業務를 담당하는 金融機關(新技術事業金融會社 등) 사이에 體系的인 業務協調關係가 이루어질 수 있는 制度的인 연결고리가 미약하여 개별 업무가 斷續的으로 추진될 가능성이 농후

- 일부 證券會社(한화증권, 동양증권, 동원증권, 굿모닝신한증권 등)는 業務間 連繫性에 대한 인식을 바탕으로 新技術事業金融會社 또는 中小企業創業投資會社를 계열회사로 두고 있는 경우가 있으나 구체적으로 업무를 수행함에 있어서는 뚜렷한 協調關係가 형성되지 못한 채 각각 독자적으로 수익을 추구하는 것으로 파악
- 이와 같은 投資銀行業 遂行方式의 상이함은 결과적으로 投資銀行業이 효율적으로 이루어지기 위해 반드시 필요한 金融機關과 企業 사이의 건전한 信賴關係를 형성함에 있어서도 커다란 차이를 유발할 가능성이 있다는 점에 유의할 필요가 있음
- 美國의 경우 投資銀行과 企業이 出發點에서부터 繼續營業에 이르기까지 지속적인 관계를 유지하여야 하는 만큼 상호간에 信賴關係를 安着시켜야 할 필요성을 兩者 모두 보유
 - 投資銀行은 장기간에 걸친 對企業關係를 바탕으로 體系的인 企業分析이 가능하기 때문에 新生企業의 成長性이 높다고 판단될 경우 未來의 期待收益(企業公開, 有價增資 또는 債券發行을 통한 手數料)을 목적으로 企業과의 관계를 지속적으로 강화해야 할 필요
 - 해당 기업의 입장에서조차 投資銀行과 긴밀한 관계를 유지하는 한 안정적으로 그리고 비용 측면에서 최대한 유리하게 자금을 조달할 수 있기 때문에 企業情報를 충실하게 제공하는 등 投資銀行의 업무 수행에 적극 협력하는 것이 바람직
- 그러나 우리나라와 같이 冒險資本業務, 有價證券 引受業務, 企業 引受・合併(M&A) 仲介業務 등이 斷續적으로 이루어지는 상황에서는 각 단계별 업무가 개별 금융기관과 기업 사이에 一回性으로 종결될 가능성이 높기 때문에 兩者間 信賴를 구축하기가 현실적으로 곤란

- ・ 業務關係가 一回性으로 종결되는 상황에서는 企業(資金調達費用 最小化)이나 金融機關(리스크 最小化 또는 收益 極大化) 모두 서로의 이익만을 중시하게 되고 따라서 피차 불리한 情報은 상대방에게 제공하기를 꺼리게 될 가능성
- 이에 따라 美國의 경우에는 機關投資家와 企業 사이에 자연스럽게 關係投資(Relationship Investment)가 형성될 수 있는 기반을 投資銀行이 조성하고 있다 할 것이나 우리의 경우에는 전혀 그렇지 못함
- ・ 關係投資는 企業주식의 상당 부분을 보유하고 있는 機關投資家가 투자의 효율을 높이기 위해 투자기업과 우호적인 의사소통을 통해 情報의 非對稱性을 해소함으로써 투자기업을 내부적으로 규율하는 한편 외부적으로 安定株主로서 敵對的 企業引受의 위협으로부터 투자기업을 보호하는 기능을 수행하는 投資戰略

< 參考 >

投資銀行과 關係投資(Relationship Investment)

- 關係投資(Relationship Investment)는 企業주식의 상당 부분을 보유하고 있는 機關投資家가 투자의 효율을 높이기 위해 투자기업과 우호적인 의사소통을 통해 情報의 非對稱性을 해소함으로써 투자기업을 내부적으로 규율하는 한편 외부적으로 安定株主로서 敵對的 企業引受의 위협으로부터 투자기업을 보호하는 기능을 수행하는 投資戰略
- 그러나 기관투자자가 항상 기업을 보호하는 것은 아니며 오히려 기업성도가 부실하다고 판단할 경우에는 最高經營陣의 교체를 추진하거나 他企業과의 引受・合併(M&A)를 추진함으로써 투자가치의 극대화를 도모
- 이러한 關係投資에 대한 인식은 당초 기관투자자와 기업간의 관계가 英美와는 크게 다른 독일 및 일본의 기업들이 1980년대에 걸쳐 훌륭한 성과를 보임에 따라 기관투자자가 기업경영 성과에 미치는 영향의 長短點을 국별로 비교・연구하고 이를 통해 기관투자자와 기업간의 새롭고 바람직한 관계를 모색하기 시작하면서 자리잡게 되었음

- 자본시장이 크게 발달한 미국의 경우 기업주식의 광범위한 분산으로 소유·경영이 분리되면서 주주-경영자 사이의 代理人問題가 나타나자 이를 자본시장의 市場規律方式을 통해 해소하는 방향으로 기업경영구조를 발전시켜 왔는데 기관투자자는 1980년대 이전까지 기업경영에 적극 참여하기보다는 보유주식의 매매차익 확보에 주력하여 왔음
 - 반면 독일과 일본은 자본시장의 발달이 미흡한 상태에서 자본시장의 기능을 内部化함으로써 은행이 기업경영에 적극적으로 간여해 왔는데, 즉 系列企業間 株式相互保有 또는 은행의 일방적인 對企業出資에 의해 보편화된 은행과 기업간의 자본적 연계를 기초로 금융기관 관계자가 사장단 회의(일본) 또는 감독이사회(독일)에 참여하여 기업경영을 감시하는 組織規律方式을 발전시켜 왔음
- 美國의 기관투자자(연금기금, 뮤추얼펀드)는 기업과 장기·안정적인 주식보유관계를 가지지 않은 채 발달된 자본시장을 기반으로 경영이 부실한 기업의 임원진을 교체하거나 동 기업을 인수·합병(M&A)시키는 등 企業支配權市場을 활성화시킴으로써 기업의 효율적 경영을 촉구
- 그러나 이러한 기관투자자의 활동은 기업경영진으로 하여금 경영권을 방어하는데 과다한 비용을 지출하도록 만들고 지나치게 短期業績 실현에 치중토록 유도함으로써 기술개발(R&D) 투자에 소홀하게 하는 등 기업의 장기적인 성장을 저해
- 獨逸 및 日本의 기관투자자(주로 은행)는 기업과의 긴밀하고 장기적인 결속관계를 통해 단기수익을 중시하는 주주로부터 기업경영진을 보호하여 경영자가 기술개발 등 장기적인 투자를 안정적으로 유지할 수 있도록 하는 한편 기업인수 등의 위협으로부터 經營權을 보호하는 기능을 효과적으로 수행
- 그러나 독일 및 일본에 있어서 기관투자자와 기업의 관계는 內部者去來 등 利益相衝의 소지가 많아 증권시장의 신뢰성과 효율을 저하시키고 증권산업의 건전한 발전을 저해
- 關係投資는 이러한 맥락에서 美國의 기관투자자와 기업간의 관계가 지니는 장점과 獨逸·日本의 동 관계가 지니는 장점을 취합하여 최선의 기업성과를 도모한다는 취지에서 비롯된 機關投資家の 企業經營 參與方式에 관한 하나의 概念이라 할 수 있음
- 美國의 기관투자자와 기업간의 관계로부터는 발달된 자본시장을 전제로 하는 시장규율 위주의 外部監視機能 활성화를, 그리고 獨逸 및 日本의 동 관계로부터는 기관투자자가 長期安定株主로서 행사하는 기업에 대한 内部規律機能을 각각 장점으로 흡수

○ 美國의 投資銀行은 이러한 關係投資 형성에 핵심적인 역할을 수행하고 있음

— 일반적으로 金融시스템을 구분할 때 銀行中心(Bank-based) 또는 市場中心(Market-based) 金融시스템이라는 概念을 이용하고 이들을 각각 關係金融(Relationship Financing)과 一定距離金融(Arm's Length Financing)으로 호칭하고 있으나

최근 들어서는 투자은행과 기업간에 長期投資關係(Long-Term Investment Relationship)가 형성되어 있고 또한 이러한 관계를 바탕으로 보다 나은 기업성과가 창출된다는 인식이 자리잡고 있음

· 많은 연구결과에 따르면 미국에서는 70% 이상의 기업이 企業公開 이후 有價增資를 실시할 때 기업공개를 주관하였던 투자은행을 이용

· Anand and Galetovic(2001)은 투자은행이 기업과 장기투자관계를 형성할 경우 투자은행이 企業特化情報(Firm-specific Information)를 충분히 활용할 수 있기 때문에 보다 나은 기업성과를 유도할 수 있다고 주장하는 많은 연구결과들을 제시

— 投資銀行은 스스로 기관투자자로서의 지위를 가지는 경우가 많은 데다 그렇지 않더라도 이러한 長期投資關係를 바탕으로 기업과 기관투자자의 중간에서 양자간 정보의 원활한 소통을 지원하는 한편 중요한 의사결정과정에서 주도적인 역할을 수행

○ 우리나라에서 투자은행 업무의 시너지효과가 제고될 수 있도록 하기 위해서는 冒險資本, 企業公開 및 有價增資, 企業 引受・合併(M&A) 등의 업무가 상호 긴밀하게 연결되어 있다는 인식을 바탕으로 관련제도를 정비하는 것이 필요하다고 판단됨

— 冒險資本, 企業公開 및 有價增資, 企業 引受・合併(M&A), 企業構造調整 등은 有價證券 引受를 둘러싸고 진행되는 구체적인 업무들로 파악할 수 있으며 따라서 필요한 경우 同一企業을 대상으로 이들 업무들이 連續線上에서 이루어질 수 있도록 제도적인 측면을 보완

- 구체적인 방안으로서는 지난 2000년 도입된 金融持株會社制度를 활용하는 것이 가장 무난할 것으로 보임
 - 大型 證券會社에 대하여 金融持株會社로 전환하고 子會社로 證券會社, 資產運用會社, 冒險資本會社 등을 편입하도록 유도
 - 冒險資本業務와 有價證券 引受業務 사이의 利益相衡이 별로 크지 않을 것이라는 점을 감안할 때 證券會社에 대하여 新技術事業金融會社 또는 中小企業創業投資會社 등이 영위하는 수준의 冒險資本業務를 直接兼營할 수 있도록 명시적으로 허용하는 것도 가능
 - 投資信託 및 뮤추얼펀드의 販賣 및 運用을 분리하고 있는 현행 제도의 취지를 살려 資產運用會社의 경우에는 현행대로 별도 子會社 형태로만 편입
- 한편 商業銀行業과 投資銀行業 사이의 範圍의 經濟를 충분히 향유할 수 있기 위해서는 銀行을 子會社로 두고 있는 金融持株會社에 대하여 增資 등을 통해 證券子會社의 大型化를 도모하고 이를 바탕으로 投資銀行業에 적극적으로 참입하도록 유도하는 것이 필요함
 - 우리나라의 경우 특히 大型 證券會社들이 산업자본과 연계되어 있는 경우가 많아 증권회사를 모태로 금융지주회사를 구성하더라도 銀行을 子會社로 편입하기가 곤란
 - 현재는 金融持株會社를 통해 은행과 연계된 증권회사의 수가 많지 않은 데다 그나마도 굿모닝新韓證券을 제외하면 그 규모가 영세하기 때문에 範圍의 經濟를 기대하기는 현실적으로 무리
 - 銀行을 子會社로 두고 있는 金融持株會社가 대형화된 證券子會社를 통해 적극적으로 投資銀行業을 영위하게 되면 기존에 證券産業을 지배하고 있는 “산업자본과 연계되어 있는 大型 證券會社”들도 市場 評判(Market Reputation)을 감안하여 계열 산업자본과의 거래를 자제하고 본연의 업무에 집중하게 되는 부수적인 효과도 기대

우리나라 證券會社의 所有構造
(資産規模 5,000억원 이상 기준)

(% , 억원)

		주식분포		자산 (비율)
		최대주주 및 특수관계인	기타 5% 이상	
산업 자 본	L G 투자증권	LG전자 (8.34), LG건설 (4.36), LG상사 (4.09), 구연경 (2.00), 구본준 (1.56), 구자홍 (1.14)	—	53,307 (10.6)
	삼성증권	삼성생명 (11.38), 삼성화재 (7.73), 삼성카드 (3.57) 삼성캐피탈 (1.13)	—	50,617 (10.0)
	동양종합 금융증권	동양메이저 (15.37), 동양캐피탈 (7.66), 동양생명 (5.61), 동양매직 (1.12), 자사주 (7.04)	—	47,567 (9.4)
	푸르덴셜 투자증권	하이닉스반도체 (41.92), 현대증권 (18.37), 현대상선 (1.48)	—	39,937 (7.9)
	현대증권	현대상선 (16.63)	—	32,812 (6.5)
	동원증권	동원금융지주 (36.13), 김재철 (3.41)	—	16,428 (3.3)
	한화증권	김승연 (7.69), 한화석유화학 (6.95), 한화종합화학 (6.44), 한화국토개발 (4.98), 한화증권 (2.00), 한화개발 (1.60)	—	8,831 (1.7)
	SK증권	SK건설 (14.49), SK글로벌 (14.47), SKC (12.41), 위커힐 (6.39), SK캐피탈 (1.13), 자사주 (2.52)	—	7,797 (1.5)
	제일투자 증권	CJ (28.20), 이재현 (6.11)	우리사주 (9.45)	5,123 (1.0)
비 산 업 자 본	대우증권	산업은행 (39.09)	—	33,991 (6.7)
	대신증권	양희문 (8.25), 대신생명 (7.45)	Morgan Stanley(6.52)	25,783 (5.1)
	한국투자 증권	예금보험공사 (86.60), 정부 (12.10)	—	24,134 (4.8)
	대한투신 증권	예금보험공사 (86.32), 정부 (10.36)	—	21,709 (4.3)
	굿모닝 신한증권	신한금융지주 (60.47)	—	19,970 (4.0)
	교보증권	교보생명 (51.63)	하나은행(11.69)	11,104 (2.2)
	신영증권	원국희 (14.03), 이흥순 (2.89), 원종석 (2.04)	Neuberger & Berman(7.94) OCM Fund(5.64)	9,458 (1.9)
	미래에셋 증권	미래에셋캐피탈 (47.04)	CDIB 아시아(5.67) CDIB 코리아(5.67)	6,669 (1.3)
	우리증권	우리금융지주 (40.21)	—	5,408 (1.1)
	하나증권	하나은행 (52.80)	—	5,030 (1.0)

주 : 1) 자산규모는 2003년 6월말(삼성증권은 7월말 기준), 주식분포는 2003년 3월말 기준
2) 자산규모 비율은 전체 증권회사 자산대비 기준

(投資銀行業 活性化를 위한 基礎與件 강화)

○ 投資銀行業이 활성화될 수 있도록 基礎與件을 강화하는 측면에서 보면 우선 有價證券 引受를 담당하는 證券會社가 필요한 시기에 원활하게 자금을 조달할 수 있도록 短期金融市場, 특히 還買條件附債券(RP)市場을 육성하는 것이 긴요함

— 우리나라의 경우 금융기관의 對顧客 RP거래는 비교적 활발하게 이루어지고 있으나 증권회사의 자금조달 측면에서 매우 중요한 金融機關間 RP거래는 매우 부진한 상황

- 미국의 경우 2000년말 현재 RP시장의 규모가 국채발행잔액 대비 1.26배에 이르고 있으나 우리나라의 경우에는 0.37배에 그치고 있으며 절대금액 기준으로는 미국의 0.8%에 불과한 실정
- 그나마도 RP거래의 대부분(94%)이 일반예금의 성격을 지닌 대고객 RP거래로서 금융기관간 RP거래는 전체 단기금융시장의 1.6%에 불과
- 미국, 일본 등의 경우 대고객 RP시장은 존재하지 않으며 금융기관간 RP거래가 전체 단기금융시장에서 차지하는 비중은 2004년 3월말 현재 각각 32.7% 및 28.4%에 달하고 있음(우리나라의 경우 전체 RP시장의 규모가 단기금융시장에서 차지하는 비중은 2004년 5월말 현재 26.3%)

- 이러한 金融機關間 RP市場의 부진은 콜市場의 존재로 인해 금융기관간 RP거래에 대한 유인이 크지 않았다는 점에도 원인이 있지만 한편으로는 關聯稅制의 미비로 RP거래 대상채권의 이자소득과 관련한 업무처리가 번잡하였다는 점에도 크게 기인

- 현재 법인세법 등에서는 RP대상채권의 이자소득(coupon)에 대해 지급시점에서 원천징수를 실시하도록 하고 있는데 이에 따라 채권의 소유권이 이전되는 금융기관간 RP의 경우 채권이자 명의상 소득자와 실제 소득자간 불일치 문제가 발생
 - 채권의 이자지급 및 이에 대한 원천징수는 이자지급 시점의 채권보유자(RP 매수자 등)를 대상으로 이루어지는 반면 과세방침상 동 이자소득 및 원천징수세액은 RP매도자(원 채권보유자)에게 귀속
 - 이에 따라 이자소득의 반환, 원천징수세액 부담 관련 법인세 세액공제 신청 등 복잡한 문제 발생
- 이에 더해 RP매수자가 취득한 채권을 제3자에게 재매도한 경우에는 원천징수세액 부족분이 발생하며 이를 RP매수자가 자진납세하는 과정에서 추가적인 복잡한 과세절차(지급조서의 작성, 원천징수 이행상황 신고 등)가 필요
- 한편 정부는 이러한 세제상의 미비점을 보완하고자 2004년 세제개편(안)에 금융기관의 채권이자소득에 대한 원천징수를 면제하고 대신 법인세에 합산하여 과세하도록 하는 등의 내용을 포함한 것으로 알려지고 있음

- 최근 대기업이 채권을 해외에서 발행하는 경우가 증가하고 있는데 이는 국내 채권시장에서 만기 10년 이상의 長期債가 유통되기 어려운 측면에서 비롯된 면도 있지만 다른 한편으로는 金融機關間 RP市場의 未成熟 등으로 인해 증권회사가 채권인수에 필요한 자금을 원활하게 조달할 수 없다는 점에도 일부 기인
- 올해 1~8월 기간중 국내 상장법인이 해외에서 발행한 회사채의 규모는 전년동기 대비 38.1% 증가한 3조 2,390억원
- 金融機關間 RP市場의 활성화를 위해서는 그간 지적되어 온 關聯稅制의 미비점을 보완하는 이외에 金融機關間 RP市場과 경쟁관계에 있는 콜市場을 정비하고 保險會社, 年基金 등이 金融機關間 RP市場에 적극 참여할 수 있는 통로를 개발하는 등의 노력이 병행될 필요
- 다음으로 각종 법률에서 사용되고 있는 有價證券의 概念을 정비하고 그 범위의 확대도 검토되어야 할 것으로 보임
- 우리나라에서는 商法, 證券去來法, 先物去來法, 外國換去來法, 民事訴訟法, 破產法 등에서 有價證券이라는 개념을 사용하고 있으나 통일된 의미를 가지지 못하고 있어 개념상의 혼동을 초래
 - 예를 들어 證券去來法에서는 債券, 出資證券, 受益證券, 株式 등을 有價證券으로 열거하고 大統領令이 정하는 바에 따라 그 범위를 추가할 수 있도록 하고 있는데 先物去來法에서는 先物去來의 基礎商品으로 通貨, 證券, 債券, 用役代價 및 기타 이들과 유사한 것을 포함한다고 규정하여 證券이 債券을 포함하지 않도록 하고 있음
- 證券去來法에서는 有價證券을 列舉主義에 입각하여 규정하고 있기 때문에 결과적으로 多樣性을 바탕으로 하는 金融革新을 저해하고 나아가 資本市場의 발달을 지연시키는 요인으로 작용
 - 특히 派生金融商品과 관련한 법규정이 모호하여 證券去來法 施行令에서는 株價指數先物, 株價指數옵션, 場外派生金融商品은 有價證券의 범위에 포함하고 있는 반면 여타 派生金融商品은 제외

- 證券産業 従事者에 의한 不公正行爲를 방지하고 이를 통해 證券産業에 대한 一般投資者의 신뢰를 확보하는 것도 결코 간과할 수 없는 중요한 과제임
- 金融機關의 가장 주요한 기능은 資金供給者와 資金需要者 사이에 존재하는 情報의 非對稱性(Information Asymmetry)을 해소하는 데 있으나 우리나라의 경우처럼 다수의 證券會社가 手數料를 둘러싸고 경쟁을 벌이는 상황에서는 이러한 기능이 취약할 가능성이 농후
 - ・ 실제 증권회사 등에서 빈번히 발생하고 있는 각종 不公正行爲(고객에 대한 과도한 賣買去來 권유, 機關投資家에 대한 차별적인 정보 제공, 유가증권 인수를 목적으로 특정 기업을 과대하게 우호적으로 평가하는 등의 情報歪曲 등)은 우리 證券市場에 대한 신뢰를 극도로 저하시키는 요인으로 작용
 - ・ 證券産業 従事者の 자발적인 노력 없이 감독당국의 규제만을 통해 이러한 不公正行爲를 근절하는 것은 사실상 불가능한 만큼 증권시장에 대한 일반의 신뢰를 확보하고자 하는 證券産業 従事者の 분발이 절실
- 종래에는 취약한 證券産業의 位相을 감안하여 證券産業의 發展을 염두에 두고 감독정책을 운용한 사례가 많았고 또한 일반적으로 용인되기도 하였으나 앞으로는 監督當局도 證券産業에 대한 규제의 목적을 投資者保護로 일원화함으로써 證券市場에 대한 一般投資者의 신뢰를 제고하는 데 주력할 필요
 - ・ 證券會社 또는 資産運用會社 등에 대하여 명확한 健全性基準과 일관성 있는 資産運用基準을 제시하고 엄격히 적용
 - ・ 美國 證券管理委員會(SEC)는 설립 이후 오로지 投資者保護만을 목적으로 證券産業을 규제하여 왔으며 이러한 規制政策은 결과적으로 信賴基盤을 강화하여 美國 證券産業 발전의 밑거름으로 작용

- 이밖에 證券産業 従事者 스스로도 専門人力을 확충하고 그에 걸맞은 報償體系를 갖추어 나가도록 노력해야 할 것임
- 향후 우리 금융기관이 投資銀行業을 활발히 취급할 수 있기 위해서는 取扱業務 多様化에 적절히 대응할 수 있도록 리스크管理, 證券設計, 企業 審査・評價 등에 대한 専門知識을 충분히 갖춘 高級人力을 확보하는 것이 선결과제

參 考 文 獻

- 김형태 (1999), “투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신,” 연구보고서 99-04, 한국증권연구원.
- 김형태 · 이현진 (2001), “환매조건부채권매매(Repo)의 활성화 방안,” 한국증권연구원.
- 전상준 (2003), 글로벌 투자은행업 입문, 학문사.
- 한국개발연구원 (2003), “자본시장의 질적 발전을 위한 증권관련산업 규제의 개선방안.”
- 한국증권연구원 (2004), “한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임.”
- 황준웅 (2004), “국내 증권회사의 바람직한 전문화 방향,” 금융감독원.
- 허재성 · 서정의 (1999), “기업지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할,” 조사통계월보 논총 (1999.9), 한국은행.
- Aggarwal, Reena (1999), "Stock Market Development: Role of Securities Firms and New Products," Working Paper, McDonough School of Business, Georgetown University.
- Anand, Bharat N., and Alexander Galetovic (2001), "Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry?" Working Paper 01-90, International Monetary Fund.
- Charitou, Andreas, and Marios Panayides (2004), "The Role of the Market Maker in International Capital Markets: Challenges and Benefits of Implementation in Emerging Markets," Working Paper, Yale University.
- Gardener, Edward, and Philip Molyneux (1995), *Investment Banking*, 2nd Edition, Euromoney Publications.
- Geisst, Charles R. (1995), *Investment Banking in the Financial System*, Prentice-Hall Inc.
- Herwig, Leins, Laura Covill, and Martin Setzer (2000), *Excellence in Investment Banking Operations*, Euromoney Books.

Kwan, Simon (1995), "The Economics of Merging Commercial and Investment Banking," FRBSF Weekly Letter 95-20.

Liaw, K. Thomas (1999), *The Business of Investment Banking*, John Wiley & Sons, Inc.

Mishkin, Frederic S. (1997), *Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 5th edition, Little Brown & Co.

Saunders, Anthony (2002), "The Role of Bank Advisors in Mergers and Acquisitions," Working Paper, Stern School of Business, New York University.

Securities Industry Association (2003), *Securities Industry Fact Book 2002*.

Ueda, Masako, Masayuki Hirukawa (2003), "Venture Capital and Productivity," Working Paper, University of Wisconsin, Madison.

渡部亮 (2002), "米系投資銀行發展の軌跡と今後の課題," 金融財政事情(2002.2.18~2002.3.4)