

증권회사 애널리스트의 이해상충 규제

2003. 7

한국증권연구원
연구위원 정윤모

I. 검토 배경

그 동안 어느 나라를 불문하고 애널리스트의 이해상충 문제는 증권시장에서 그다지 주목을 받지 못하였다. 이는 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 역할이 제한적이었으며, 애널리스트의 이해상충 문제로 인하여 실제로 투자자에게 피해가 발생하거나 증권시장의 신뢰성이 침해되었던 사례가 거의 없었다는 점에 기인한다고 볼 수 있다. 그러나 2000년대 이후 증권시장에서 애널리스트가 차지하는 비중과 이들이 증권시장 및 투자자에게 미칠 수 있는 영향력이 커지면서 상황이 급변하였다.

특히 미국의 경우 Merrill Lynch나 Citigroup을 비롯한 대형 증권회사에서 애널리스트의 이해상충으로 인한 문제가 발생하여 커다란 사회적 파장을 불러일으키자, 증권관련 기관들이 적극적으로 이에 대응하면서 그 중요성이 부각되기 시작하였다. 우리나라의 경우에도 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 역할이 커지고 애널리스트의 이해상충과 관련된 불공정행위나 공시미비 등과 같은 문제들이 일부 발생하면서 서서히 주목을 받게 되었다.

미국과 한국에서 발생한 일련의 사건들은 그 내용상으로는 차이가 있지만, 애널리스트가 다양한 형태로 직면하고 있는 이해상충의 결과라는 점에서 공통점이 있다. 애널리스트에게 기업에 대한 정확한 조사분석 정보를 요구하는 투자자의 이해와 애널리스트가 회사의 이익추구에 기여하기를 바라는 증권회사의 이해, 그리고 개인적 이익을 추구하려는 애널리스트 자신의 이해는 서로 상충되는 경우가 많다. 그리고 각각의 이해가 상충되는 경우, 애널리스트가 누구의 이해관계에 따라 조사분석업무를 수행하는지의 문제는 조사분석보고서의 내용에 직접적인 영향을 미친다.

애널리스트가 작성하는 조사분석보고서는 투자자의 투자의사결정에 커다란 영향을 미치며, 투자자 보호 및 증권산업의 신뢰성 제고라는 측면에서 매우 중요한 역할을 담당하고 있다. 따라서 증권산업이 선진화되고, 특히 투자은행업무(investment banking)의 중요성이 점차로 증대될 것으로 예상되는 현 시점에서, 애널리스트를 둘러싼 다양한 잠재적인 이해상충 요인들을 정확하게 파악하고, 이를 적절하게 통제하는 것은 투자자보호 및 증권산업의 발전을 위하여 매우 중요한 과제이다.

II. 조사분석의 개념 및 이해상충 요인

1. 증권회사 조사분석업무의 의의 및 기능

증권회사가 수행하는 조사분석업무란 시장에서 주식이 거래되는 기업들을 조사·분석하고, 그 결과로 얻어진 정보를 토대로 이들 기업의 가치를 평가하여 투자등급을 부여하거나 매매권유(recommendation)를 하며, 이러한 내용들을 조사분석보고서를 통하여 투자자들에게 전달하는 것이다. 개별 기업에 대한 분석 이외에 산업 및 경제 전반에 대한 분석 역시 조사분석업무에 포함된다. 그리고 이러한 조사분석업무를 담당하는 전문인력을 애널리스트(analyst)라고 부른다.

애널리스트의 조사분석활동은 시장에서 거래되는 기업들의 가치에 관한 정보를 전문적으로 수집하고 분석하여 시장참여자, 특히 투자자들에게 전달함으로써 기업과 투자자 사이에 존재하는 정보 비대칭(information asymmetry)을 줄이는 중요한 경제적 기능을 수행한다. 투자자들, 특히 일반 개인투자자들이 기업의 진정한 가치에 대한 정보를 적극적으로 수집하고, 분석할 수 있는 능력은 매우 제한적이다. 증권회사의 조사분석 부문 그리고 애널리스트들의 조사분석보고서는 기업의 진정한 가치에 대한 전문적인 분석 및 평가를 투자자들에게 전달함으로써 이러한 정보비대칭을 감소시키고, 그에 따라 시장의 정보효율성, 즉 시장에서 형성되는 주가가 그 기업의 진정한 가치를 반영하는 정도를 높이는 중요한 기능을 수행하게 된다.

애널리스트는 매도측(sell-side), 매수측(buy-side), 독립(independent) 애널리스트로 구분될 수 있다. 첫째, “매도측” 애널리스트는 증권회사에 고용되어 조사분석업무를 수행하고, 조사분석보고서를 통하여 자사의 고객인 투자자들에게 매매권유를 하는 애널리스트를 말한다. 둘째, “매수측” 애널리스트는 기관투자자의 투자자산 운용이라는 내부적 목적을 위하여 기관투자자에 고용되어 활동하는 애널리스트를 말한다. 마지막으로 “독립” 애널리스트는 원칙적으로 매도측(즉 증권회사)이나 매수측(즉 기관투자자)과의 관련이 없이 독자적으로 조사분석하며, 조사분석보고서를 특정 고객에게 정기구독(subscription)을 통하여 판매하는 애널리스트를 가리킨다.¹⁾²⁾

1) 미국에서는 특히 투자은행업무의 수행 여부를 “독립”의 기준으로 본다. 따라서 위탁매매업무와 조사분석업무만을 수행하는 경우도 “독립적” 조사분석으로 간주한다. 이러한 형태의 대표적인 예로서 Sanford C. Bernstein & Co.를 들 수 있다.

매도측 애널리스트의 조사분석보고서는 다수의 투자자들에게 전파되고, 시장에 미치는 영향력이 크기 때문에 매수측 애널리스트나 독립 애널리스트에 비하여 보다 많은 관심의 대상이 된다. 따라서 일반적으로 애널리스트라고 하면 매도측 애널리스트를 의미하는 것으로 받아들여지고 있으며, 본 보고서에서도 별도의 언급이 없는 한 애널리스트는 매도측 애널리스트를 의미하는 것으로 보기로 한다.³⁾

2. 조사분석 및 애널리스트 관련 이해상충

조사분석의 기본적인 역할은 투자자들에게 기업의 가치에 대한 정확한 정보를 제공함으로써 이들의 투자의사결정을 돕는 것이지만, 증권회사의 조사분석부문 및 소속 애널리스트의 업무에는 상호 저촉되는 다수의 이해관계자가 관련되어 있는 것이 현실이다. 애널리스트가 그 중에서 누구의 이해에 따라 조사분석업무를 수행하느냐에 의하여 조사분석보고서의 내용이 영향을 받거나 왜곡될 수도 있다. 여기서는 조사분석 및 애널리스트와 관련된 주요한 이해상충 요인을 살펴보기로 한다.⁴⁾

가. 주요한 이해상충 요인

1) 정보우위를 이용한 부당한 개인적 이익 추구

애널리스트는 자신의 업무를 수행하는 과정에서 일반투자자들에 비하여 기업에 관한 중요한 정보를 더 많이, 그리고 더 빨리 획득할 수 있는 위치에 있으며, 이러한 정보 우위를 이용하여 자신의 개인적 이익을 추구할 유인을 가질 수 있다.

가장 대표적인 형태는 특정 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 정보를 입수하고, 조사분석보고서를 통하여 그 정보를 투자자들에게 전달하기 전에 그 정보에 근거하여 주식을 매매하는 행위이다.⁵⁾ 또한 자신이 개인적으로 보유하고 있는 주식에 대하

2) 한국에서 독립 애널리스트는 아직까지 사실상 존재하지 않는다고 볼 수 있다.

3) 유사투자자문회사의 투자정보제공이나, 소위 “사이버 애널리스트”의 문제는 그 본질상 이해상충보다는 불공정거래 및 시세조종행위로서의 성격이 강하다고 판단되어 본 연구 대상에서 제외하기로 한다.

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

5) 이러한 행위를 “선행매매(front-running)”라 한다.

여 우호적인 내용의 조사분석보고서를 발행하여 주가를 높인 다음, 자신은 그 주식을 매도하여 차익을 취하거나,⁶⁾ 특정 기업에 대하여 불리한 내용의 조사분석보고서를 발행하여 주가를 낮춘 다음, 그 주식을 매입할 가능성도 있다.

2) 증권회사의 다른 부문의 이익을 위한 조사분석보고서의 왜곡

증권회사의 조사분석 부문은 독자적인 수익을 창출하지 못하기 때문에 타 부문으로부터 재정적인 보조를 받고 있다.⁷⁾ 따라서 애널리스트들에 대한 보상 역시 애널리스트의 산출물인 조사분석보고서가 창출하는 수익이 아닌 타부문의 수익에 의하여 이루어지게 된다. 이러한 환경 하에서 애널리스트의 인센티브 체계가 조사분석보고서의 충실성에만 맞춰지기를 기대하기는 곤란하며, 다른 부문의 필요나 요구에 따라 조사분석보고서가 왜곡될 가능성이 존재한다.

미국의 대형 증권회사에서 투자은행업무는 수익성이 높은 핵심적 업무 영역으로서,⁸⁾ 고객 기업과의 지속적인 업무관계를 형성하고 유지하는 것이 매우 중요하다. 따라서 투자은행업무를 유치하고 기존의 업무관계를 유지하기 위하여 증권회사는 소속 애널리스트에게 고객 기업에 대한 우호적인 분석보고서를 발행하도록 영향력을 행사할 유인이 있다.⁹⁾¹⁰⁾

6) 이러한 행위를 “scalping”이라 한다.

7) 거의 대부분의 증권회사에서 조사분석보고서는 회사의 고객인 투자자들에게 무료로 제공되며, 따라서 조사분석 부문은 독자적으로 수익을 창출하지 못한다. 그럼에도 불구하고 증권회사가 조사분석 부문을 설치하고, 애널리스트를 고용하여 조사분석보고서를 발간하는 것은 조사분석보고서의 매매권유에 따른 투자자들의 거래를 유치하여 위탁매매 수수료(brokerage commission) 수입을 얻고, 동 보고서를 투자은행업무(investment banking) 및 자기매매업무(proprietary trading)의 수행을 위한 참고자료로 활용하기 위함이다.

8) 2000년을 기준으로 미국 증권회사에서 투자은행업무(인수, M&A 등) 수수료 수익은 전체 영업수익의 47.5%를 차지하고 있다(김형태 외(2002)).

9) 특히 IPO의 인수업무 수행에 있어서, 발행기업이 매우 우량한 기업임을 투자자들에게 인식시켜, 소위 “hot deal”을 만들기 위하여 애널리스트의 조사분석보고서가 동원될 가능성이 있다. 투자자들이 공모를 “hot deal”로 인식하게 되면, 공모가격을 보다 높게 책정하여 발행기업은 자금조달 금액을 증가시킬 수 있고, 주간사회사를 맡은 증권회사는 인수수수료 수입을 증가시킬 수 있다. 또한 인수한 주식이 최종 투자자들에게 원활하게 매각되지 않을 위험도 낮아진다. 따라서 인수업무를 수행하는 부문은 조사분석보고서를 공모주식의 유용한 마케팅 수단으로 활용하고, 경우에 따라서는 발행회사에 대하여 실제보다 훨씬 우호적으로 왜곡된 조사분석보고서의 작성을 애널리스트에게 요구할 유인이 있는 것이다.

10) 미국과는 달리 한국에서는 상대적으로 이러한 문제가 덜 심각한 것으로 보인다. 한국

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

3) 약정고와 관련된 투자자들간의 차별적 대우

증권회사의 조사분석은 원래 조사분석보고서의 매매권유를 통하여 투자자들의 주식거래를 유발하고, 이 거래를 자사의 위탁매매 부문에서 처리함으로써 위탁매매수수료 수입을 증대시키려는 목적에서 시작된 것이다. 따라서 증권회사는 투자고객들 중에서도 조사분석 서비스의 제공을 통한 위탁매매수수료의 수입증가 효과가 큰 고객, 즉 기관투자자를 상대적으로 우대할 유인이 있다. 기관투자자들은 제공되는 조사분석 정보의 질, 정보제공의 빈도, 정보제공 시점, 정보제공 방법상의 고객지향성 정도 등에서 일반 개인투자자들보다 우대를 받게 된다.

증권회사 애널리스트가 기관투자자를 우대하게 되는 유인은 매년 실시되어 발표되는 애널리스트에 대한 시장의 평가, 즉 “베스트 애널리스트”의 선정이 기관투자자의 펀드매니저들에 의하여 이루어진다는 사실로 인하여 더욱 강화된다. 베스트 애널리스트로의 선정 여부 및 애널리스트 중에서의 순위는 애널리스트 본인의 보상 및 경력에 중대한 영향을 미치기 때문에, 애널리스트로서는 기관투자자들에게 가능한 최선의 서비스를 제공하려고 노력하게 된다.

4) 발행기업의 압력행사

조사분석 대상기업이 자신에 대한 조사분석 내용에 영향력을 행사하는 경우, 이는 애널리스트의 독립성을 위협하는 중요한 이해상충 요인이 된다. 특히 자신에 대한 부정적인 조사분석보고서(주로 투자등급의 하향조정)가 발표되는 경우 해당 기업은 다양한 형태로 증권회사 및 애널리스트에게 영향력을 행사할 가능성이 있다. 신

증권회사의 영업수익에서 투자은행업무가 차지하는 비중은 2.8% 정도의 수준으로(김형태 외(2002)), 애널리스트를 동원하여 투자은행업무를 지원하게 할 유인이 미국만큼 강하지 않다.

주발행에 있어서 주간사회사로 선정해 주는 것과 같은 투자은행업무의 수임을 구실로 하여 증권회사에게 자사에 대한 조사분석보고서를 호의적으로 작성하도록 압력을 행사할 수도 있고,¹¹⁾ 애널리스트에 대한 기업정보의 제공을 중단함으로써 애널리스트의 조사분석활동에 제동을 걸 수도 있다.

나. 이해상충의 통제 필요성

이상에서 논의한 증권회사의 조사분석부문 내지 애널리스트와 관련된 여러 유형의 이해상충 요인이 가져오는 일차적인 문제는 이러한 이해상충이 투자자에게 제공되는 조사분석보고서의 내용을 왜곡하여 결과적으로 투자자에게 피해를 입힐 가능성이 있다는 점이다. 투자자들의 투자의사결정에 있어서 애널리스트의 조사분석보고서가 미치는 영향력은 상당히 크기 때문에, 투자자보호 차원에서 애널리스트의 이해상충 문제는 중요하게 인식되어야 한다. 투자자 중에서도 기관투자자는 애널리스트들의 이해상충 요인들을 잘 이해하고, 그에 따라 조사분석보고서의 내용을 적절하게 해석하여 투자의사결정을 내릴 수 있다. 그러나 일반 개인투자자들은 이러한 능력을 갖추기가 어렵기 때문에 왜곡된 조사분석보고서로 인하여 발생할 수 있는 피해에 보다 직접적으로 노출되어 있다.

애널리스트와 관련된 이해상충 요인들이 적절하게 통제되지 못하여 결과적으로 조사분석보고서가 왜곡된다는 것은 곧 투자자들이 시장에서 주식이 거래되는 기업들의 진정한 가치를 평가하는데 이용되는 정보가 왜곡된다는 것을 의미한다. 이는 증권시장에 대한 투자자들의 신뢰를 저하시키고, 투자자들의 증권시장 이탈을 초래하여 증권시장의 위축을 가져올 수 있다. 또한 증권산업의 평판이 저하되고, 그 결과 증권산업이 자신의 사업기반을 스스로 좁히는 결과를 초래할 가능성이 있다.

또한 조사분석보고서의 왜곡은 증권시장의 효율적인 자본배분기능을 저해한다. 즉 내용이 좋은 기업에게 자본이 배분되는 것이 아니라, 증권회사 혹은 애널리스트와 밀접한 관계를 맺고 있는 기업으로 자본이 배분되는 현상이 발생하며, 부당하게

11) 미국의 경우, 조사분석보고서가 작성되어 발표되기까지의 내부 검토 및 보고 계통상에 투자은행업무 부문이 포함되어 조사분석보고서의 발표 전에 이 부문의 검토를 거쳐 내용이 수정되거나, 대상기업이 사전에 내용을 검토하여 의견을 제시하고, 보고서 내용의 수정을 요구하는 경우가 있었음이 알려지고 있다(Attorney General of the State of New York(2002a)).

자본을 배분받지 못하는 우량 기업은 증권시장을 떠날 수밖에 없게 된다. 따라서 투자자 보호와, 증권시장 및 증권산업의 건전한 발전을 위하여 증권회사의 조사분석과 관련된 이해상충 요인은 적절한 방법을 통하여 통제될 필요가 있다.

Ⅲ. 미국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

1. 미국의 규제체계 개관

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

그러나 이러한 상황은 2001년 이후 급변하게 되었다. 특히 애널리스트들의 강력한 권유로 촉발된 인터넷 기술주들에 대한 급격한 버블 형성과 관련하여, 이러한 애널리스트들의 권유의견이 과연 적절한 것이었는지에 대한 의문이 제기되기 시작하였다. 뉴욕주 검찰은 2002년 초반부터 Merrill Lynch 및 기타 대형 증권회사들을 상대로 애널리스트의 조사분석보고서가 왜곡되었는지 여부에 대하여 조사하였다. 그 결과 실제로 상당 부분 애널리스트에 대하여 영향력이 행사되었으며 그로 인하여 애널리스트의 조사분석보고서가 왜곡되었음을 확인하였다.

이러한 애널리스트의 이해상충으로 인한 투자자 피해 및 증권시장의 신뢰성 저하에 직면하여, 미국의 SEC, 연방의회, 검찰, NASD, NYSE, 그리고 전문가단체 등 모든 증권관련 기관들이 총체적으로 나서서 문제를 해결하기 위한 방안의 모색에 들어갔다. 그 결과 “Sarbanes-Oxley Act of 2002”를 통하여 “1934년 증권거래법

(Securities Exchange Act of 1934)”에 애널리스트의 이해상충을 규제하기 위한 조항이 추가되고, Sarbanes-Oxley Act가 제정되기 직전인 2002년 7월에는 SEC에 의해 이 법의 지침을 받아들인 “Regulation Analyst Certification(Regulation AC)”이 제정되었다. 또한 NASD와 NYSE의 규정에 애널리스트의 이해상충을 정면으로 다룬 “Rule 2711”과 “Rule 472”가 각각 새로이 도입되었으며, 윤리적 규제를 위하여 동업자단체인 SIA(Securities Industry Association)와 전문가단체인 AIMR(Association for Investment Management and Research)에 의해 윤리기준이 작성되었다.¹²⁾

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

2. 법적규제

가. 기존의 법적규제

최근에 애널리스트에 대한 비판이 본격적으로 제기되기 이전에도, 애널리스트를 포함한 증권업 종사자에게 이해상충을 공시하도록 강제하는 규정들이 있었다. “1933년 증권법 17조 (b)항”은 애널리스트를 포함하여 누구든지 발행인, 인수인 또는 딜러로부터 수령하거나 수령할 보수를 공시하지 않고 증권자료를 발간·배포하지 못하도록 하였다. 또한 “투자자문업법(Investment Adviser Act)”도 매수측 애널리스트를 포함하여 투자자문을 제공하는 자들의 이해상충 문제를 규제하고 있었다. 그러나 매도측 애널리스트들은 투자자문업법의 적용대상에서 제외되어 있었다.

나. SEC의 Regulation FD

12) 윤리적 규제는 2001년 6월에 작성된 SIA의 “Best Practice for Research”, 그리고 AIMR이 작성한 기존의 “Code of Ethics” 및 “Standards of Professional Conduct”, 2002년 7월에 만든 “AIMR Research Objectivity Standards”에 근거한다.

SEC는 발행회사의 선별적 공시관행에 이해상충의 소지가 있다고 보았다. 즉 발행 회사들이 자신과 관련이 있는 애널리스트에게 선별적으로 기업의 내부정보에 대해 공시하는 관행이 있었고, 이것은 애널리스트에 대하여 회사가 영향력을 행사할 수 있는 원인이 되었기 때문이다. 이에 따라 SEC는 특정 애널리스트에게 선별적으로 내부정보를 제공하는 행위 자체를 금지하지 않는다면 발행회사의 애널리스트에 대한 부당한 영향력 행사가 사라지지 않을 것이라고 판단하였다. 2000년 8월 SEC는 기업이 특정 애널리스트에게 우선적으로 정보공시를 하는 것을 금지하도록 하는 Regulation Fair Disclosure(Regulation FD)를 채택하였다.

Regulation FD 그 자체는 발행회사의 공시에 관한 규정으로서, 애널리스트의 독립성과는 다소 거리가 있는 규정이라고 볼 수 있다. 그러나 선별적인 공시를 금지함으로써, 애널리스트들이 발행기업에 의해 선별적으로 공시되는 정보에 지속적으로 접근하기 위해 발행기업에 대해 우호적으로 보고서를 작성할 수밖에 없었던 압력으로부터 벗어날 수 있게 해주었다는 점에서 애널리스트의 독립성과 밀접한 관련이 있는 것이다.¹³⁾¹⁴⁾

다. “Sarbanes-Oxley Act”와 애널리스트의 이해상충 규제 강화

최근 들어서는 애널리스트의 조사분석보고서에 관한 이해상충 문제를 입법을 통해 직접적으로 규제하기 시작했다. 이것은 2001년과 2002년에 연이어 발생한 Enron이나 WorldCom 파산사건 등 대규모 회계부정 사건에 대한 대책으로 기업회계의 투명성 확보를 위해 2002년 7월에 제정된 “Sarbanes-Oxley Act”를 통해서였다. 이 법은 크게 훼손된 미국의 증권시장과 기업지배구조에 대한 신뢰를 회복하는 것을 목적으로 하는 것이지만, 아울러 애널리스트의 이해상충에 관한 문제도 다루고 있다. Sarbanes-Oxley Act는 애널리스트 및 조사분석보고서와 관련하여 1934년 증권거래법을 일부 개정하였다. 한편 동 법이 제정되기 직전에 SEC는 이 법의 지침을 받아들

13) 발행회사에 대해 부정적인 견해를 발표하는 애널리스트들은 다른 애널리스트들이 초청되는 기업설명회나 전화회의(conference call)에서 배제되는 경우가 가끔 있었다(SEC(2000)).

14) 이와 같은 공시에 대한 규제 강화는 “애널리스트란 무엇인가?” 즉 애널리스트의 역할과 목적에 대한 논의를 촉발시켰으며, 이후 SIA나 NASD, NYSE가 애널리스트의 독립성에 관한 지침을 작성하도록 만든 계기가 되었다.

여 애널리스트의 조사분석보고서에 대하여 인증(certification)을 요구하는 “Regulation Analyst Certification(Regulation AC)”를 제정하였다.

1) 증권거래법의 개정

Sarbanes-Oxley Act의 제V장(Analyst Conflicts of Interest) 501조(Treatment of Securities Analysts by Registered Securities Associations and National Securities Exchanges) (a)항은 1934년 증권거래법의 개정에 관한 내용을 규정하고 있다. 이 조항은 1934년 증권거래법에 “증권 애널리스트와 조사분석보고서(Securities Analyst and Research Report)”에 관한 15D조를 추가하도록 규정하였다.

먼저, 증권거래법 15D조 (a)항[애널리스트 보호(Analyst Protection)]은 투자자에게 보다 유용하고 신뢰할 수 있는 정보를 제공하고 조사분석의 객관성을 확보할 수 있도록 하기 위해서, SEC·등록증권업협회(registered securities association)·전국증권거래소(national securities exchange)에게 애널리스트가 조사분석보고서, 혹은 대중매체에의 공개출연에서 주식을 권유하는 경우에 발생할 수 있는 이해상충 문제를 합리적으로 규율할 수 있는 규정을 제정하도록 요구하고 있다.

이들 기관의 규정에는 조사분석에 대한 일반투자자들의 신뢰를 제고하고, 애널리스트의 독립성과 객관성을 보호하기 위한 내용¹⁵⁾이 포함되어 있어야 한다. 증권회사가 발행회사의 공개시 인수업무를 담당하는 자로서 참여하고 있거나 참여하기로 한 경우, 해당 발행회사의 주식에 관하여 조사분석보고서를 발간하는 것을 금지하는 기간을 정하도록 하였다. 또한 회사내부의 적절한 정보차단장치에 의해, 투자은행업무를 수행하는 자들의 압력으로부터 애널리스트가 독립성을 유지할 수 있도록, 증권회사 내부에 구조적·제도적 안전판을 마련하도록 하였다.

또한 증권거래법 15D조 (b)항[공시(Disclosure)]은 SEC·등록증권업협회·전국증권

15) 이들 기관의 규정에 포함되어야 할 내용은 다음과 같다.

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

거래소는 애널리스트가 공개출연을 하는 시점 혹은 조사분석보고서를 발간하는 시점을 기준으로 애널리스트 본인 혹은 증권회사가 알고 있거나 알았어야 하는 이해상충 사실을 공시하도록 하도록 하기 위하여, 이를 합리적으로 규율할 수 있는 규정을 채택하도록 요구하고 있다.¹⁶⁾

한편 Sarbanes- Oxley Act의 501조 (c)항에서는 1934년 증권거래법 15D조를 이행하기 위하여 SEC가 자신의 규정을 제·개정하거나 등록증권업협회 또는 전국증권거래소에 대해 그들의 규정을 제·개정하도록 지시할 수 있는 권한을 부여하고 있다.

2) SEC의 Regulation AC

Regulation AC의 내용은 크게 조사분석보고서에 대한 인증과 공개출연에 대한 인증으로 나누어 볼 수 있다.¹⁷⁾ 먼저 증권회사와 조사분석보고서를 작성·발간·배포하는 것을 담당하는 자에 대해 조사분석보고서에 다음과 같은 내용을 포함하도록 의무화하였다.

애널리스트는 조사분석보고서에 실린 특정 주식이나 발행회사에 대한 의견이나 권유가 자신의 정확한 의사를 반영한 것임을 인증해야 한다.¹⁸⁾ 또한 애널리스트는 자신의 보수가 조사분석보고서에 포함된 의견이나 권유와 관련하여 직·간접적으로

16) 이들 기관의 규정에는 다음과 같은 공시내용이 포함되어 있어야 한다.

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

17) Sarbanes-Oxley Act는 증권발행인이 SEC에 제출하는 정기보고서에 대하여도 CEO 및 CFO의 인증을 의무화하였다. CEO 또는 CFO는 자신이 알고 있는 정보 중에서, 합리적인 투자자가 중요하다고 여길 수 있는 모든 정보를 사업보고서(Form 10-K) 및 분기보고서(Form 10-Q)에 포함하였음을 인증하여야 한다.

18) 그 밖에도 조사분석보고서에는 대상 주식에 대한 애널리스트의 조사분석과 함께 그 주식에 대한 투자등급이 부여되는 경우가 대부분인데, Regulation AC에서 말하는 인증에는 단순히 조사분석보고서의 내용뿐만 아니라 투자등급에 관한 애널리스트의 의견에 대한 것도 포함된다.

영향을 받은 바 없음을 입증해야 한다.¹⁹⁾

조사분석보고서가 애널리스트의 개인적인 의견을 제대로 반영한 것이라는 사실을 애널리스트가 입증할 수 없는 경우 또는 조사분석보고서가 보수에 관한 인증을 포함하지 않은 경우, 애널리스트의 인증이 들어가 있지 않은 조사분석보고서를 배포해서는 안된다.

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

3. 자율규제

가. NASD 및 NYSE Rule의 제·개정

2001년 6월부터 연방하원의 금융서비스 소위원회는 애널리스트의 이해상충에 관한 청문회를 열었다. 청문회를 통해 의회는 SIA의 “Best Practice for Research”가 애널리스트가 직면한 구조적 이해상충과 그러한 이해상충 속에서 작성되어 왜곡된 조사분석보고서에 관한 문제를 해결할 수 있는 수단으로 적절하지 않다고 지적하였다. 소위원회는 자율규제기관이 애널리스트의 이해상충에 관한 새로운 규정을 제정하는 것이 이러한 문제점을 규율할 수 있는 보다 효율적인 방법이라는 결론을 내렸다.

이러한 의회의 견해를 반영하기 위하여, 2001년 11월 NASD와 NYSE는 애널리스트 및 조사분석보고서에 관한 기존 규정을 대폭 개정하기로 하였고, 이를 위하여 SIA의 “Best Practice for Research”와 AIMR의 현안보고서("Reserving the Integrity of Research")를 상당 부분 수용한 개정안을 작성하였다. 2002년 5월, SEC는 조사분석보고서와 애널리스트에 대한 규제를 강화하는 새로운 NASD Rule 2711과 이와 유사한 NYSE Rule 472를 승인하였다.²⁰⁾ 2002년 6월에 NASD와 NYSE는 새로 마련된

19) 만일 자신의 보수 가운데 일부 혹은 전부가 조사분석보고서상의 의견이나 권유와 직·간접적으로 관련이 있는 경우 그에 관한 설명을 공시하고 이를 입증해야 하는데, 이때 보수의 목적(purpose)과 금액(amount), 보수지급 원천(source)을 반드시 포함해야 한다.

Rule 2711 및 Rule 472의 해석에 관한 지침인 공동각서(Joint Memorandum)를 작성하였다. 현재도 NASD와 NYSE는 일부 내용을 보완하기 위하여 추가적인 개정안에 대해 증권업계의 의견을 수렴하고 있는 중이다.

NASD Rule 2711과 NYSE Rule 472는 그 내용이나 체계가 거의 유사²¹⁾하므로 이 하에서는 NASD Rule 2711을 중심으로 하여 조사분석업무와 투자은행업무의 분리, 애널리스트의 개인적인 투자와 관련된 이해상충, 이해상충의 공시강화에 대하여 살펴보기로 한다.

나. NASD의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

NASD의 회원 증권회사들은 새롭게 제정된 Rule 2711(Research Analysts and Research Reports)을 준수하여야 하며,²²⁾ 내부적으로도 이러한 규정을 준수하기 위

-
- 20) NASD는 주식의 권유에 관한 기존의 규정인 Rule 2210과는 별도로, 조사 분석보고서와 관련하여 새로운 Rule 2711을 제정하기로 했다. 이에 비해 NYSE는 일반 대중과의 의견 교환에 관한 Rule 472를 보다 강화하여 개정하는 방식을 채택하였다는 점에서 차이가 있다. 따라서 NASD와 NYSE가 새로운 규정의 해석에 대하여 공동으로 작성한 각서에서는, NYSE Rule 472와는 달리, NASD Rule 2210과 Rule 2711의 관계에 대하여 별도로 설명을 추가하고 있다.
- 21) NYSE도 NASD와 마찬가지로 애널리스트의 이해상충에 대해 규제하고 있다. NYSE Rule 472(Communications with the Public)도 2001년 이후에 집중적으로 부각되기 시작한 증권시장 전반의 신뢰 저하와 애널리스트의 중립성 왜곡에 대한 반성을 계기로 마련된 것이므로, NASD Rule 2711과 비교하여 그 규제 구조나 내용이 거의 유사하다. 이들 규정에 관한 해석 역시 공동각서를 통하여 일관되게 이루어지고 있다. 다만 NYSE Rule은 NYSE가 정한 일정한 자격을 갖춘 자가 조사분석보고서의 배포 전에 사전승인하도록 요구하고 있다는 점, 그리고 작성된 의견교환에 관한 기록을 보관하고 용이하게 이용할 수 있도록 했다는 점에서 NASD Rule과 다소 차이가 있다. 우선, NYSE Rule 472(a)는 투자자와의 의견교환에 관한 광고, 기타 판매자료를 투자자들에게 직접 배포하기 전에 “증권회사, 감독애널리스트(supervisory analyst), 또는 기타 NYSE Rule 342(b)(1)에 따른 자격을 갖춘 자(qualified person)”에 의한 사전 승인이 있어야 한다고 규정하고 있다. 즉 NYSE가 “Rule 344”에 따라 채택한 감독애널리스트가 사전에 조사분석보고서를 작성하거나 승인하도록 하고 있다. 다음으로 NYSE Rule 472(d)에서는 증권회사가 발간하거나 작성한 일반 투자자와의 의견교환에 관한 내용은 “NYSE Rule 440(서류 및 기록)”에 따라 반드시 보관하도록 규정하고 있다. 또한 해당 기록으로부터 자료를 작성한 자와 이를 검토하고 승인한 자의 명단을 확인할 수 있도록 하고, 필요시 이들 기록을 NYSE가 쉽게 이용할 수 있도록 하였다는 점에서 NASD Rule 2711과는 차이가 있다.
- 22) Rule 2711이 새로 제정되기 이전에 Rule 2210이 “일반대중과의 의견교환(Communication with the Public)”에 관해 규정하고 있었다. NASD Rule 2711이 기본적으로 조사분석보고서와 관련된 공시에 한정하여 규정하는 것에 비하여, NASD

한 통제절차를 구축하여야 한다. 또한 회원 증권회사의 임원은 매년 NASD에 대하여 동 증권회사가 NASD가 규정하고 있는 통제절차를 채택하여 준수하고 있음을 인증하여야 한다.

1) 조사분석업무와 투자은행업무의 분리

NASD Rule 2711 및 NYSE Rule 472가 제정된 배경에는 애널리스트의 조사분석 업무가 증권회사의 투자은행업무에 의해 왜곡되고 있다는 사실이 전제되어 있다. 투자은행업무 부문이나 주식발행회사가 애널리스트에게 부당하게 영향력을 행사하지 못하도록 이를 미리 차단할 필요가 있음을 인식하게 된 것이다. 애널리스트의 조사분석업무와 증권회사의 투자은행업무의 분리를 통해, 애널리스트에게 가해지는 부당한 영향력 행사를 차단하고 조사분석의 독립성과 객관성을 확보하고자 하는 것이 본 규정의 취지이다.

가) 조사분석 부문과 투자은행업무 부문간의 관계 제한

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

이 규정은 투자은행업무 부문이 조사분석 부문의 업무에 영향을 미칠 수 있도록 허용하는 경우, 조사분석 부문의 본래적 업무라고 할 수 있는 공정하고 객관적인 조

Rule 2210은 공시에 관하여 보다 포괄적으로 규정하고 있다. Rule 2711은 Rule 2210에 비해 그 비율이나 기간, 범위 등과 관련하여 보다 특정하여 규정하고 있다는 점에서 차이가 있다. 이러한 차이를 고려할 때 Rule 2711은 Rule 2210에 대하여 일종의 특별공시 요건에 해당하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 증권회사가 Rule 2711에 해당하는 공시를 이행하였다면 Rule 2210에 따른 공시를 별도로 해야 하는 것은 아니다. 그렇지만 Rule 2711은 그 내용상 조사분석보고서와 연계되어 있는 것이지, 증권회사의 일반적인 투자권유 전반에 적용되는 것은 아니다. 따라서 증권회사들이 조사분석보고서나 공공출연이 아닌 다른 형태로 일반투자자들에게 주식을 권유하는 경우에는 Rule 2210이 적용된다.

사분석보고서의 작성이 곤란하게 된다는 반성에 따라 투자은행업무 부문의 통제나 감독으로 인한 부당한 영향력 행사를 차단함으로써 잠재적인 이해상충의 소지를 없애기 위한 것이다.²³⁾

나) 대상기업에 의한 조사분석보고서의 검토 제한

투자은행업무 부문의 현재의 고객이거나 장래의 고객이 될 수 있는 발행회사도 애널리스트에게 압력을 행사할 가능성은 얼마든지 있다. 따라서 이러한 전체에서 “NASD Rule 2711(c)”는 조사분석 대상기업이 애널리스트의 조사분석보고서가 발간되기 전에 그 보고서를 미리 검토하거나 전달받아서 안 된다고 규정하고 있다.²⁴⁾ 또한 증권회사는 조사분석보고서를 발간하기 전에 목표주가나 투자등급에 관한 변경 사항 등도 조사분석 대상기업에게 통지하지 못한다.

다) 애널리스트의 보수 제한

NASD의 회원사인 증권회사는 조사분석업무를 담당하는 애널리스트에게 특정 투자은행업무의 수행을 근거로 한 급여나 상여금 기타 형태의 보수를 지급하지 못한다(Rule 2711(d)). 만일 특정한 투자은행업무에 대한 기여 여부에 따라 애널리스트의 보수가 연동되는 것을 허용하면, 조사분석업무를 왜곡문제를 근본적으로 해결하기가 불가능하기 때문이다.²⁵⁾

라) 유리한 조사분석보고서의 약속 금지

증권회사는 특정 회사로부터 대가를 얻거나 투자은행업무를 수입할 목적으로 해당 회사에 대하여 특정 등급이나 특정 목표주가와 관련하여 유리한(favorable) 조사

23) 이것은 SIA모범규준의 권고를 명문화한 것이기도 하다.

24) 그러나 예외적으로 해당 회사에 대한 정보의 사실적 정확성을 확인하는 차원에서 조사분석보고서의 일부분을 조사분석 대상 기업에게 제시할 수는 있다. 다만 그 일부분이 조사분석보고서의 전체적 요약 내용을 포함하거나, 투자등급이나 목표주가 등에 관한 내용을 포함하는 것이어서는 안 된다. 또한 조사분석 대상기업에게 조사분석보고서의 일부분을 제출하기 전에, 해당 조사분석보고서 전체를 반드시 증권회사 내부의 법무부문이나 준법감시부문에 제출해야 한다.

25) NASD Rule 개정안은 애널리스트의 보수를 감사하고 평가하는 위원회를 구성하도록 제안하고 있다(Rule 2711(d)(2) 참고).

분석보고서를 약속하지 못한다. 또한 증권회사가 이상의 목적으로 소속 애널리스트 혹은 조사분석 부문에게 해당 회사에 대한 투자등급이나 목표주가의 변경을 요구해서도 안 된다.

마) 발간금지기간(quiet period)의 부여

“NASD Rule 2711(f)”는 조사분석보고서의 발간과 관련하여 일정기간의 제한을 두고 있다. 증권회사가 특정 회사의 주식 공모에 관한 주간사 혹은 공동간사로서 활동하는 경우, 일정 기간 동안 해당 회사에 관한 조사분석보고서를 발간해서는 안 된다. 즉 주식의 최초공모(initial public offering)의 경우에는 발행일로부터 40일 동안, 2차공모(secondary offering)의 경우에는 10일 동안 해당 발행회사에 관한 조사분석보고서를 발간하여 동 회사의 주식에 대한 권유나 평가를 하는 것이 금지된다.²⁶⁾

2002년 12월 31일에 제출된 개정안 Rule 2711(f)(1)에서는 조사분석보고서의 경우 뿐만 아니라, 공개출연의 경우에도 해당 주식에 대해 권유하는 것을 금지하고 있다. 또한 일정 회사의 주식공모업무에 대하여 주간사 혹은 공동간사로 활동한 증권회사가 공모가 완료된 후 일정 기간 동안 조사분석 대상기업이나 그 주주들이 보유하고 있는 주식의 매도를 금지하거나 제한하는 계약(lock-up agreement)이 종료되거나 중단된 때로부터 전후 15일 동안의 기간에는 해당 회사의 주식에 대한 조사분석이나 공개출연시의 권유나 의견표시를 하는 것도 금지하고 있다.²⁷⁾

2) 애널리스트의 개인적인 투자와 관련한 이해상충

“NASD Rule 2711(g)”에서는 애널리스트의 개인 투자(personal trading)와 관련된 이해상충 문제에 관하여 규율하고 있다. 이 규정은 애널리스트 혹은 그의 가족(household)이 지위나 정보의 우위, 조사분석보고서의 판단을 이용하여 개인적인 이익을 얻지 못하도록 하기 위한 것이다. 애널리스트는 자신이 분석하고 있는 회사가 주식공모를 하기 이전에 해당 회사의 주식을 매수하거나 양도받지 못한다. 또한 애

26) 다만 이러한 규정에도 불구하고 예외적으로 조사분석보고서를 발간하는 것이 허용될 수 있다. 즉 최초공모나 2차 공모시에 해당 회사에게 영향을 미칠 만한 중요한 사건이 발생하고, 준법감시 부문이나 법무 부문의 승인을 받은 경우, 또는 활발하게 거래되는 주식의 2차 공모시에 SEC Rule 139를 준수하는 경우에 한하여 예외가 인정되어 조사분석보고서를 발간할 수 있다.

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

널리스트는 원칙적으로 자신이 분석하는 회사 주식의 투자등급이나 목표주가를 변경하는 조사분석보고서를 발간하는 경우 발간 전 30일, 발간 후 5일 동안은 해당 회사가 발행한 주식 및 관련 파생상품이나 옵션을 매도 혹은 매수하는 행위를 할 수 없다. 그리고 애널리스트가 특정 회사에 대한 조사분석을 시작하였을 때 애널리스트가 해당 회사의 주식을 보유하고 있는 경우, 증권회사는 30일 이내에 애널리스트가 보유하고 있는 주식을 매도하도록 요구할 수 있다.

한편, 애널리스트가 투자판단을 하면서 자신이 작성한 조사분석보고서의 분석이나 투자판단에 역행하는 형태의 거래도 금지된다.²⁸⁾ “NASD Rule 2711(g)(3)”에서는 애널리스트가 가장 최근에 발간한 조사분석보고서에서 자신이 권유한 방식과 반대되는 형태로 해당 주식이나 옵션, 파생상품을 거래하는 것을 명시적으로 금지하고 있다.²⁹⁾

3) 이해상충의 공시 강화

조사분석업무의 이해상충 문제가 부각되면서 기존의 Rule 2210만으로는 이해상충을 충분히 공시할 수 없다는 반성이 제기되었다. 이에 따라, 공시의 강화가 새로운 규정의 중요한 내용이 되었다(NASD Rule 2711(h)). 물론 공시 자체가 애널리스트의 이해상충 문제를 완전히 해결할 수 있는 것은 아니다. 하지만 공시를 통해 투자자에게 해당 증권회사 또는 애널리스트가 직면하고 있는 이해상충 사실을 알리고, 투자판단을 하는 과정에서 이를 참고하도록 함으로써 조사분석보고서에 대한 객관성과 신뢰를 높일 수 있다고 본다. NASD Rule 2711 뿐만 아니라 NYSE Rule 472, SIA의 모범규준 모두가 애널리스트의 이해상충 문제에 대한 자세한 공시를 요구하는 것은 공시의 이러한 기능을 고려하고 있기 때문이다.

가) 주식소유 및 실질적인 이해상충사실의 공시

애널리스트 혹은 그의 가족이 조사분석 대상기업의 주식에 대하여 경제적 이익을 가지고 있는 경우, 그 사실과 그러한 경제적 이익의 특성에 대하여 조사분석보고서

28) SEC는 애널리스트의 이해상충 문제를 조사하는 과정에서 상당수 애널리스트들이 자신이 조사분석보고서에서 권유한 방식과 반대로 거래를 하는 경우를 확인하였다.

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

와 공개출연시에 반드시 공시해야만 한다. 또한 조사분석보고서를 발간한 날 혹은 공개출연을 한 날로부터 이전의 한 달을 기준으로 증권회사 혹은 그 자회사가 조사 분석 대상기업 주식의 1% 이상을 보유하고 있으면 이를 반드시 조사분석보고서와 공개출연시에 공시하여야 한다. 그 이외에도 애널리스트는 자신이 공개출연을 하는 당시 혹은 조사분석보고서를 발간할 시점에서 애널리스트 자신이 알고 있거나 혹은 알아야 하는 소속 증권회사의 중요한 이해상충 사실이 있는 경우 이를 반드시 공시 해야만 한다.

나) 보수수령과 애널리스트 개인적 지위에 관한 이해상충의 공시

증권회사는 조사분석보고서를 작성하는 애널리스트가 동 증권회사의 투자은행업 무부문의 수익을 근거로 보수를 받는 경우, 이를 조사분석보고서에 공시하여야 한다. 또한 증권회사 혹은 그 자회사가 지난 12개월 이내에 조사분석 대상기업의 주식최초 공모에 주간사 혹은 공동간사로 활동한 경우 그 사실을 조사분석보고서에 공시하도록 규정하고 있다. 한편 해당 조사분석 대상기업에게 투자은행서비스를 제공하고 그 대가를 받았거나, 향후 3개월 이내에 그에 대한 보수를 받기로 했거나 또는 그러한 보수를 기대할 수 있는 경우에도 그 사실을 조사분석보고서에 공시하도록 하였다.³⁰⁾

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

다) 조사분석보고서의 구성내용에 대한 공시

증권회사가 발간하는 조사분석보고서의 투자등급에 관한 설명이 복잡하고 모호한 것이 많아 이를 참고하는 일반투자자들이 투자판단을 내리는데 오히려 혼란을 초래한다는 지적이 있었다. 이에 대한 반성으로 Rule 2711(h)에서는 특히 투자등급이나 가격차트, 목표주가 등에 관하여 쉽고 정확한 용어로 공시하도록 요구하고 있다.

30) 공개출연을 하는 애널리스트가 조사분석 대상기업이 자신이 소속한 증권회사 혹은 그 자회사의 투자은행업무 부문의 고객임을 알았거나 알 수 있었을 경우에는, 공개출연시 해당 사실을 공시하여야만 한다.

우선 증권회사로 하여금 발행한 조사분석보고서에 해당 증권회사가 사용하는 투자등급 체계를 정의하도록 하고 있으며, 각 등급의 정의에서 사용되는 용어는 그 본래적 의미와 일치해야 한다고 규정하고 있다. 투자등급의 의미와는 별개로 투자등급의 배분에 관하여도 규정하고 있는데, 특히 각 투자등급에 속하는 주식의 비율과 해당 주식의 투자등급과 발행회사에 대한 과거 12개월 이내의 투자은행업무 수행여부 등에 관한 세부적인 내용에 대하여도 공시하도록 요구한다는 점에서 특징이 있다.

또한 NASD Rule 2711(h)에서는 증권회사의 조사분석보고서에 해당 주식에 대한 가격차트와 목표주가를 정하는 방식 등에 대하여 공시하도록 하고 있다. 이것은 투자등급을 정하는 과정에서 애널리스트가 합리적인 근거를 가지고 분석한 것임을 공시하도록 하는 것이다.³¹⁾

라) 기타 공시 및 공시의 이행

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

그리고 NASD Rule 2711(h)은 공시를 조사보고서의 1면에 하거나 1면에 공시가 기재된 면수를 반드시 기재하도록 하고 있다. 이것은 종래 공시에 관한 내용들이 일반 투자자들이 쉽게 인식할 수 없는 각주나 부록 등으로 처리되어, 일반 투자자들이 이해상충 사실을 제대로 인식하지 못했다는 지적에 따른 것이다. 따라서 공시를 자세히 하도록 요구하는 동시에 이러한 공시들이 일반 투자자의 눈에 쉽게 띄는 (prominent) 방식으로 하도록 규정하고 있다.

마) 조사분석 중단사실의 공시 추진

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

2002년 12월의 NASD Rule 개정안은 조사분석의 중단 사실에 대해서도 공시를 의무화하고 있다. 이는 종래 증권회사들이 조사분석을 실시하다가 더 이상 분석의 실익이 없거나 불리하다고 판단하는 경우, 투자자에 대한 아무런 공시 없이 조사분석을 자의적으로 중단하던 문제를 해결하기 위한 것이다. 따라서 동 개정안은 증권회사가 조사분석 대상기업에 대한 조사분석을 더 이상 지속하지 않을 경우, 조사중단에 대하여도 조사분석을 시작했을 때와 같은 방식으로 통지를 하여야 하며, 이러한 통지에는 조사분석 대상 기업에 대한 증권회사의 마지막 권유나 투자등급을 포함시켜야 한다고 규정하고 있다.

4) 애널리스트의 NASD 등록제도 도입 추진

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

IV. 한국의 애널리스트 이해상충에 대한 규제

1. 한국의 규제체계 개관

최근 들어 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 중요성이 증가하고 미국이나 우리나라에서 현실적으로 애널리스트의 이해상충 문제가 불거지자 취약하였던 기존의 애널리스트 규제조항들이 대폭적으로 정비되기 시작하였다. 2001년경부터 금융감독위원회(금융감독원)를 중심으로 증권회사 애널리스트의 이해상충 문제에 대한 검토가 시작되었으며, 2002년부터 본격적으로 금융감독위원회 규정과 증권업협회 규정상의 애널리스트 관련 조항이 정비되었다. 금년 들어서는 증권거래법 차원에서도 동법 시행령과 시행규칙을 개정하여 애널리스트의 이해상충을 규율하기 위한 일부 조항이

신설되었다.

현재 우리나라의 경우 증권회사 애널리스트의 이해상충을 다루기 위한 규제는 법적 규제, 자율규제, 그리고 윤리적 규제로 3원화되어 있다. 먼저 법적 규제는 “증권거래법시행령”, “증권거래법시행규칙”, 그리고 금융감독위원회의 “증권업감독규정”에 의하여 수행된다. 자율규제는 증권업협회의 “증권회사의 영업행위에 관한 규정”에 의하여 수행된다. 그리고 나머지 윤리적 규제는 한국증권분석사회가 작성한 “회원 윤리강령 및 직무행위기준”에 의해 수행된다.³²⁾

2. 법적규제

가. 증권거래법령 : 선행매매의 금지

우리나라에서는 애널리스트의 이해상충 문제가 조사분석업무와 투자은행업무간의 이해상충 측면에서 발생한 것이 아니라, 애널리스트가 자신이 작성하여 발표하는 조사분석보고서가 시장에 미치는 영향력을 이용하여 증권을 선행매매하는 불공정거래행위 측면에서 주로 발생하였다. 이에 따라 증권거래법령에서는 이러한 불공정거래에 초점을 맞추어 애널리스트의 이해상충 문제를 다루고 있다.

우선 “증권거래법 52조 3호”는, 증권회사 또는 그 임직원의 부당권유행위 등의 금지와 관련하여, 증권의 발행 또는 매매 기타 거래와 관련하여 투자자의 보호 또는 거래의 공정성을 저해하거나 증권업의 신용을 추락시키는 것으로서 증권거래법시행령이 정하는 행위를 하지 못하도록 금지하고 있다. 이에 따라 “증권거래법시행령 36조의3”은 증권회사나 그 임직원이 해서는 안 되는 금지행위를 열거하고 있는데, 2003년 2월에 그 금지행위의 하나로서 애널리스트의 불공정거래행위를 추가하였다. 즉 “증권거래법시행령 36조의3 15호”는 특정 증권의 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 조사분석자료나 매매권유자료를 일반인에게 공표함에 있어 해당 자료의 내용이

32) 2002년 1월 한국증권분석사회는 증권시장의 공정성과 투명성의 확보와 증권분석전문가의 역할에 대하여 주목하여, “회원 윤리강령 및 직무행위기준”을 새로이 작성하였다. 증권시장의 완전개방으로 시장의 공정성과 투명성이 더욱 요구되는 상황에서 증권분석 전문인력으로서의 역할과 중요성이 한층 증가하게 됨에 따라, 한국증권분석사회는 전문가로서 증권분석사(Certified Investment Analyst: CIA)들의 역량에 부합하는 자발적인 행동기준을 확립하려고 하였다.

사실상 확정된 때부터 공표 후 24시간이 경과하기 전에 해당 자료의 대상이 된 증권을 자기계산으로 매매하는 행위³³⁾를 금지행위 중의 하나로 열거하여 조사분석보고서와 관련된 불공정거래행위를 규제하고 있다.

이러한 규정을 통하여 그 동안 금감위규정과 증권업협회규정을 통하여서만 규제되고 있던 애널리스트의 이해상충문제가 처음으로 증권거래법적인 차원으로까지 격상되었다. 그러나 증권거래법령은 애널리스트의 이해상충에 관하여 포괄적으로 규정하기보다는 애널리스트의 조사분석자료를 이용한 선행매매라는 불공정거래행위만을 대상으로 하여 그 규제대상범위가 매우 협소하다.³⁴⁾

나. 금감위의 「증권업감독규정」

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

1) 증권회사는 특정 유가증권 가치에 대한 주장이나 예측을 담고 있는 조사분석자료를 일반인에게 공표하는 경우, 원칙적으로 조사분석의 내용이 사실상 확정된 때로부터 공표 후 24시간이 경과하기 전까지 조사분석자료의 대상인 주식을 자기계산으로 매매하지 못한다.

33) 증권거래법시행규칙이 정하는 일정한 경우에는 적용이 제외된다. 여기서 적용이 제외되는 경우란 ①조사분석자료 또는 매매권유자료의 내용이 직접 또는 간접으로 해당 증권의 매매를 권유하는 것으로 보기 어려운 경우, ②조사분석자료 또는 매매권유자료의 공표로 인한 매매유발이나 가격변동을 의도적으로 이용하였다고 볼 수 없을 경우, ③공표된 조사분석자료 또는 매매권유자료의 내용을 알지 못하고 매매하였음을 입증하는 경우를 말한다.

34) 미국의 경우 조사분석업무와 투자은행업무의 연계와 보수체제로 인하여 애널리스트의 중립성에 대한 의문이 제기된 것에 비해, 우리나라의 경우 아직 투자은행업무가 애널리스트의 조사분석업무와 연계될 만큼 발달하지 않은 것이 현실이다. 오히려 애널리스트와 관련된 문제는 선행매매 등과 같은 불공정거래와 관련되어 있다고 보고 있다. 그렇지만 투자은행업무와 조사분석업무의 연계가 단지 미국만의 문제이며 우리나라가 이와 전혀 관계가 없다고 볼 수는 없다. 왜냐하면 수수료 자유화로 인해 증권회사가 중개수수료로 얻을 수 있는 수입은 한계가 있을 수밖에 없기 때문에, 증권회사 입장에서는 애널리스트와 투자은행업무 부문의 연계로 수입을 올리려는 유혹을 받지 않을 수 없다.

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

3) 증권회사는 해당 영업에서 발생하는 통상적인 이해가 아닌 다른 특별한 사유³⁵⁾로 해당 유가증권의 가격이나 매매와 중대한 이해관계를 갖게 되는 경우에, 그 내용을 사전에 일반고객에게 알리지 아니하고 특정 유가증권의 매매를 권유하여서는 안 된다.

4) 증권회사는 조사분석자료를 작성하거나 이에 영향력을 행사하는 자가 자신의 재산적 이해에 영향을 미칠 수 있는 주식 등의 매매를 일반고객에게 권유하는 경우 그 재산적 이해관계를 고지해야 한다.

5) 재산적 이익을 제공받는 행위는 금지된다. 증권회사는 특정 유가증권의 매매를 권유한 대가로 권유대상 유가증권의 발행인 등 권유대상 증권과 이해관계가 있는 자료부터 재산적 이익을 제공받아서서는 안 된다.

3. 자율규제

증권업협회는 금융감독위원회의 위임에 따라 “증권회사의 영업행위에 관한 규정”에서 회원 증권회사 애널리스트의 이해상충에 대해 규제하고 있다. 동 규정 “1편 2장 (조사분석자료의 작성 및 공표)”는 조사분석의 독립성 확보, 조사분석 대상 법인의 제한, 증권매매거래의 제한, 애널리스트의 재산적 이해관계공시, 조사분석자료의 사전심의 등 애널리스트의 이해상충을 통제하기 위한 다수의 조항을 두고 있다.

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

35) 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 자기가 수행중인 M&A 업무대상, 발행주식총수의 1% 이상 보유 등을 말한다.

2) 증권회사는 조사분석담당자가 해당 증권회사의 인수 및 법인영업 부문, 고유재산 운용 부문 등과 같은 기업금융 관련 부문으로부터 부당한 간섭이나 압력을 받지 아니하도록 업무수행의 독립성을 확보하여야 한다.³⁶⁾

3) 증권회사는 공개매수관련법인이나 자기주식취득 위탁법인 등 일정한 법인³⁷⁾에 대한 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하여서는 안 된다. 한편, 증권회사는 상당한 이해관계가 있는 법인에 대한 조사분석자료를 공표하는 경우 조사분석 대상법인과 관계를 조사분석자료의 이용자에게 고지하여야 한다.³⁸⁾

4) 증권회사 및 조사분석담당자는 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하기 전에 조사분석과정 중 지득한 정보를 이용하여 유가증권을 매매하거나 타인으로 하여금 이를 이용하도록 하여서는 안 된다.³⁹⁾

5) 증권회사는 조사분석담당자가 일반고객을 상대로 자신의 재산적 이해에 영향을 미칠 수 있는 주식 및 주식관련사채의 매매를 권유하는 경우 그 재산적 이해관계를 고지하도록 하여야 한다.⁴⁰⁾⁴¹⁾ 재산적 이해관계를 고지하는 경우에는 조사분석담당자의 성명, 조사분석자료의 공표일 또는 매매거래 권유일 현재의 유가증권 등의 보유내역, 기타 이해상충 예방을 위하여 고객에게 고지할 필요가 있는 사항이 포함되어야 한다.⁴²⁾

36) 이를 위하여 증권회사 및 조사분석담당자는 조사분석자료를 공표하거나 특정인에게 제공하기 전에 기업금융 관련 부문 및 조사분석 대상법인에게 조사분석결과를 미리 고지하거나 열람하도록 하여서는 안되며, 조사분석 부문과 기업금융 관련 부문을 동일 임원이 관장하지 아니하도록 임원간 소관부문을 분리·운용하여야 한다.

37) 증권회사의 조사분석이 제한되는 대상법인에 관해서는 협회규정 1-15조 1항을 참고하기 바란다.

38) 여기에 해당하는 법인에는 증권회사가 보증·배서·담보제공·채무인수 등의 방법으로 채무이행을 직접 또는 간접으로 보장하고 있는 법인, 증권회사가 발행주식총수의 1% 이상의 주식 등을 소유하고 있는 법인, 증권회사와 공정거래법 2조 3호에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인, 또는 기타 해당 증권회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인이 있다.

39) 조사분석담당자는 “증권거래법시행령 35조 1호 및 3호 내지 13호”에 해당하는 경우 이외에는 자신이 담당하는 업종에 속하는 법인이 발행한 주식 등의 유가증권을 매매하여서는 안된다. 조사분석담당자가 증권을 매매하는 경우에는 그 거래내역을 다음달 10일까지 준법감시인에게 보고하여야 한다.

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

41) 그러나 조사분석담당자가 보유하고 있는 유가증권 등의 보유가액의 합계가 3백만원 이하인 경우에는 고지대상에서 제외할 수 있다. 다만, 개별주식옵션은 합계액이 3백만원 이하이더라도 고지대상에서 제외되지 아니한다.

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

7) 증권회사는 조사분석자료의 작성 및 공표, 특정인에 대한 제공 등과 관련하여 내부기준을 수립·운영하여야 한다.⁴³⁾

8) 증권회사는 조사분석자료에 투자등급의 의미와 공표일 또는 특정인에 대한 제공일로부터 과거 1년간 해당 조사분석 대상법인에 대하여 제시한 투자등급 및 목표가격 변동추이를 게재하여야 한다.

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

V. 시사점

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

1) 애널리스트의 이해상충을 통제하기 위하여 일반적으로 법적규제, 자율규제 그리고 윤리적 규제가 혼합된 규제체계가 채택되고 있다. 다원적인 규제체계를 채택하고 있는 것은 다양한 형태의 이해상충 문제에 탄력적으로 대응하고, 총체적인 접근

42) 이해관계의 고지는 고객이 이를 실질적으로 인지할 수 있도록 하여야 한다.

43) 내부기준에는 ①조사분석자료의 공표 및 제공절차, 방법에 관한 사항, ②조사분석자료를 특정인에게 한정하여 제공하거나 공표하기 전에 특정인에게 먼저 제공하는 경우 특정인의 범위 및 선정절차, 혹은 해당 자료의 기록·유지에 관한 사항, ③조사분석자료의 정확성 및 객관성 검증을 위한 평가시스템의 구축 및 운용에 관한 사항이 포함되어 있어야 한다.

을 통하여 투자자를 보호하고, 증권시장 전반의 신뢰성을 확보하려 함에 그 근본취지가 있다.

2) 미국은 한국보다 규제의 강도가 강함을 알 수 있다. 미국의 강도 높은 규제는 2000년대 들어 Merrill Lynch 및 Citigroup을 비롯한 대형 증권회사에서 이해상충으로 인한 문제가 실제로 발생하여 커다란 경제적 파장을 불러일으키자 증권관련 기관들이 적극적으로 대응한 결과의 산물이다. 이에 비해 한국에서는 실제 애널리스트의 이해상충으로 인한 문제가 그다지 크지 않았기 때문에 그에 대한 규제의 강도도 약하였다. 그러나 한국은 미국의 강화된 애널리스트 이해상충 관련 규제를 보다 적극적으로 수용한 결과 체계적으로 규제가 정비되고 강화되고 있다.

3) 애널리스트에 대한 규제가 점차 법적규제 방식으로 전환되어 가는 추세이다. 과거에는 전문가단체나 동업자단체의 윤리적 규제가 중심이 되었으나, 최근 들어 애널리스트가 증권시장에서 차지하는 비중이 커지자, 이를 효과적으로 규제하기 위해 자율규제, 나아가 법적 규제를 대폭 강화하는 방향으로 변모하고 있다.

4) 애널리스트의 이해상충을 통제하기 위해 가장 보편적으로 이용되는 방법은 공시이다. 이는 이해상충의 소지가 있는 사실을 낱낱이 투자자에게 공개하도록 함으로써 투자자들이 사전에 위험성을 인식하고 이에 대비하면서 조사분석보고서를 활용할 수 있도록 한다는 접근방식이다. 애널리스트의 이해상충과 관련하여 공시주의적 접근방식이 강화되고 있다.

5) 애널리스트 조사분석의 객관성과 독립성을 확보하기 위하여 이들에게 부당한 영향력을 행사하지 못하도록 차단벽을 설치하고 있다. 물론 이러한 접근방식은 어느 나라에서나 차단장치로서의 한계점을 노출시켰고, 특히 우리나라에서 과연 이러한 방식이 효과가 있을지 의문이 제기되기도 한다. 그러나 현재 각국 모두 차단벽을 높히려는 노력을 게을리 하지 않고 있다.

6) 이러한 공시주의적 접근방식 내지 차단벽 설치방식을 통하여 애널리스트의 이해상충의 소지를 완전히 제거할 수는 없다. 이들 제도의 취지는 애널리스트의 이해상충 문제를 가능한 한 완화하고, 통제 가능한 범위내에 두겠다는 것이다. 따라서 이러한 규제방식의 배후에는 실제 문제 발생시 이를 효과적으로 해결할 수 있는 손해배상책임제도와 같은 법적 장치의 발전이 전제되어 있어야 한다. 또한 사전적으로도 허위 또는 왜곡된 조사분석보고서로 인한 피해를 입지 않고 조사분석보고서를 이용할 수 있는 일반투자자들의 능력배양이 요구된다.

VI. 개선 및 발전 방향

투자자 보호와 증권산업 및 증권시장의 건전한 발전을 위하여 애널리스트를 둘러싼 이해상충 요인은 적절한 방법을 통하여 통제되어야 한다. 하지만 증권회사의 조사분석업무와 그 업무를 수행하는 애널리스트를 둘러싼 이해상충 요인을 효과적으로 통제하기 위한 방향을 설정하고, 구체적 방안을 마련하는 데 있어서 고려해야 할 중요한 요소는 애널리스트의 본래의 기능을 위축시키는 것이어서는 안 된다는 것이다. 즉 애널리스트들 사이의 활발한 경쟁을 통하여 조사분석보고서의 충실성과 투자자들에게 대한 정보제공 서비스의 질을 제고하는 시장 메카니즘의 작동을 위축시키지 않는 방향으로 이해상충에 대한 통제가 이루어져야 한다. 이하에서는 이러한 원칙에 입각하여 애널리스트의 이해상충에 대한 개선 및 발전 방향을 모색해 보기로 한다.

1. 애널리스트 이해상충 사실의 공시 확대

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

따라서 최근에 애널리스트 이해상충 문제에 대해 각국이 공시주의적 접근방식의 해결책을 제시한 것은 올바른 접근법이라고 판단된다. 우리 증권시장에서 애널리스트 또는 애널리스트의 조사분석보고서로 인한 투자자들의 피해를 최대한 방지하기 위해서는 향후에도 애널리스트의 이해상충 사실의 공시를 더욱 강화해 나가야 할 것이라고 본다.

가) 애널리스트의 보수 공시

우리나라의 경우에는 특정 투자은행업무를 기준으로 하는 보수지급을 금지하는 조항이 없다. 또한 전체 투자은행업무 성과에 따라 지급되는 보수에 대하여 공시하도록 하는 조항도 없다. 이는 아직까지 우리 증권회사는 투자은행업무가 발달되지 않아 조사분석업무와 투자은행업무간의 상호 이해상충으로 인한 문제발생의 소지가 거의 없다는 측면에서 현재로서는 큰 문제가 없다고도 볼 수 있다. 그러나, 향후 우리 증권회사에 있어서도 투자은행업무의 활성화와 이로 인한 조사분석업무와의 이해상충의 소지는 언제라도 존재할 수 있는 것이므로 이에 대한 대책을 검토해 둘 필요가 있는 것이다.

미국의 경우 NASD와 NYSE 규정은 특정 투자은행업무와 연계해서 애널리스트에게 보수를 지급하는 것은 금지하였다. 그리고 애널리스트의 보수를 투자은행업무 부문 전체 실적을 근거로 결정하고 있는 경우에는 그 사실을 공시하도록 하였다. 우리의 경우에도 애널리스트 의견의 독립성을 확보한다는 차원에서 애널리스트 보수가 특정 투자은행업무에 연계되는 것을 금지하고, 전체 투자은행업무에 연동되는 경우에는 투자자들이 이를 알 수 있도록 공시하도록 하는 것이 바람직하다.

나) 조사분석 중단 종목의 공시

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

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

미국의 경우에는 2002년의 NASD Rule 개정안에서 애널리스트가 조사분석을 중단하는 경우 이에 대한 공시를 하도록 하는 조항을 신설하려 하고 있다. 이는 종래 증권회사들이 조사분석을 실시하다가 더 이상 분석의 실익이 없거나 불리하다고 판단하는 경우 투자자에 대해 아무런 공시 없이 조사분석을 자의적으로 중단하는 문제를 해결하기 위한 것이다.⁴⁴⁾

이러한 미국 NASD Rule 개정안은 우리의 경우에도 동일하게 적용될 필요가 있으며, 그렇게 하는 것이 조사분석보고서를 이용하는 투자자를 보호하는데 더욱 기여할 수 있을 것이다. 이러한 공시에서는 조사분석 대상기업에 대한 최종 권유나 투자 등급도 포함시켜야 할 것이다.

다) 애널리스트의 인증제도 도입

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

미국의 경우에는 Sarbanes-Oxley Act에 근거하여 기업회계정보의 정확성을 확실히 담보하기 위하여 임원 개인의 인증제도를 도입하는 한편, 동 법이 제정되기 직전에 동 법안과의 교감하에 SEC는 Regulation AC를 제정하여 애널리스트의 조사분석 보고서에도 인증제도를 도입하였다.

우리나라의 경우에도 조사분석보고서의 정확성 및 신뢰성을 확보하기 위해서는 조사분석보고서에 대한 애널리스트의 개인의 인증을 의무화하도록 하는 것이 바람직

44) 이에 따라 증권회사가 조사분석 대상 기업에 대한 조사분석보고를 더 이상 지속하지 않을 경우, 이러한 조사중단에 대하여 해당 주식에 대한 분석을 시작했을 때와 같은 방식으로 통지하여야 한다고 규정하려 하고 있다(NASD규정 개정안 Rule 2711(f)(4)).

하다고 본다. 기업공시서류의 적정성에 대해서는 우리나라에서도 CEO나 CFO의 인 증을 의무화하는 방안이 제기되고 있다.⁴⁵⁾ 그리고 인증을 거부하는 경우에는 조사분 석보고서를 배포하지 못하도록 하여야 할 것이다.

이러한 장치를 통하여 애널리스트가 작성하는 조사분석보고서의 정확성 및 객관 성이 크게 향상될 것으로 기대된다. 또한 인증제도를 통하여 고의를 입증하기가 보 다 수월해짐에 따라 조사분석보고서에 관련한 허위표시·사기·위증 등에 대한 민사 상의 손해배상청구나 형사상 사기죄 등의 소추가 보다 용이해질 수 있다.

2. 증권거래법에 포괄적인 규정 설치

우리나라에서는 그 동안 조사분석보고서가 시장에 미치는 영향력을 이용하여 증 권을 선행매매하는 불공정거래행위 측면에서 이해상충문제가 주로 제기되었다. 이에 따라 증권거래법령 자체는 애널리스트의 이해상충에 관하여 포괄적으로 규정하기보 다는 애널리스트의 조사분석자료를 이용한 선행매매라는 불공정거래행위만을 대상 으로 하여 그 규제대상 범위가 매우 협소하다. 또한 금감위 규정이나 협회 규정에 포 함되어야 할 구체적인 가이드라인을 제시하고 있지 않으며, 하위규정을 중심으로 규 제하는 관계로 그 위반에 대하여 강력한 제재가 제한될 수 있다.

이에 비하여 미국의 경우에는 Sarbanes-Oxley Act에 의해 개정된 “1934년 증권거 래법 15D조(증권애널리스트와 조사분석보고서)”를 통하여 애널리스트의 이해상충으 로부터 일반투자자들을 보호하기 위하여 매우 광범위하고 포괄적인 규정을 도입하였 다.

우리나라의 경우에도 애널리스트 이해상충에 대한 규제의 규범력을 제고하기 위 해서는 미국의 1934년 증권거래법 15D를 입법례로 하여 애널리스트의 이해상충을

45) 2003년 3월 25일 재정경제부·금융감독위원회·금융감독원·한국공인회계사회가 공동으 로 개최한 “회계제도 선진화 방안에 대한 공청회”에서는 공개기업의 경우 사업보고서· 유가증권신고서 등에 대표이사가 날인하게 되어 있으나 요식절차에 그친다는 점이 지적 되었고, 개선방안으로서 미국 등과 같이 CEO·CFO에게 공시서류의 기재내용에 대한 적 정성을 인증하도록 하는 제도의 도입이 제시되었다. 그 후 4월 26일에는 이러한 의견을 수용한 증권거래법 개정안이 입법예고되었다. 동 개정안은 기업회계의 투명성을 제고하기 위해 유가증권신고서, 사업보고서 등 공시서류에 대한 대표이사 등의 확인, 서명을 의무 화하고 있다.

규율하는 법적 근거를 증권거래법으로 상향조정하고 보다 포괄적인 방식으로 규정하는 것이 규범으로서의 실효성과 위반에 대한 제재를 보다 강력하게 부과할 수 있을 것이다.

3. 민사상의 손해배상책임 강화

애널리스트의 투자자를 오도하는 조사분석보고서로 인하여 투자자들이 피해를 입을 수 있다. 이러한 문제에 효과적으로 대응하기 위해서는 애널리스트의 이해상충으로 인한 투자자의 피해를 사전적으로 예방하는 한편, 사후적으로 이로 인한 투자자의 피해를 효과적으로 구제해 줄 수 있는 장치가 마련되어야 한다. 이 가운데에서도 가장 근본적인 대응방안은 피해를 입은 투자자가 직접 가해자인 애널리스트를 상대로 하여 이해상충으로 인한 피해에 대하여 용이하게 책임을 물을 수 있도록 하는 것이다. 이러한 장치를 통하여 애널리스트나 소속 증권회사가 허위·부실한 조사분석보고서를 이용하여 부당한 이익을 얻지 못하도록 차단하는 것이야말로 애널리스트의 이해상충의 소지를 제거하는 가장 효과적인 방안이라고 생각된다.

현행법상 애널리스트의 이해상충으로 인해 발생하는 투자자들의 피해를 보전해주는 방법은 “민법 750조”에 의한 불법행위 책임을 묻는 것이다. 민법의 일반 불법행위 원칙에 따라 애널리스트에 대해 책임을 묻기 위해서는 ①가해자의 고의 또는 과실에 의한 행위, ②가해자의 책임능력, ③가해행위의 위법성, ④가해행위에 의한 손해발생(손해발생 및 인과관계)이라는 불법행위의 성립요건을 손해배상을 청구하는 투자자가 입증하지 않으면 안된다. 그러나 주관적 요건에 해당하는 가해자의 고의 혹은 과실을 입증하는 것과 가해행위로 인한 손해발생규모와 가해행위와 손해와의 인과관계를 입증하는 것은 현실적으로 쉬운 일이 아니다.

따라서 애널리스트의 허위 혹은 부실 조사분석보고서로 인하여 피해를 입은 투자자들이 부담하는 입증책임을 애널리스트나 증권회사에게로 전환하거나, 투자자들의 입증책임을 완화해주는 특칙을 증권거래법에 마련하여, 이들이 애널리스트의 불법행위로부터 효과적으로 손해를 배상받을 수 있도록 하는 것이 바람직하다고 본다. 이와 같은 특칙을 통하여, 소송을 유지하기 위한 증거수집의 어려움, 자신이 입은 손해와 애널리스트의 행위간의 인과관계 입증의 어려움 등 일반투자자들이 소송과정에서

겪을 수 있는 문제들을 해결할 수 있을 것이다.⁴⁶⁾

4. 투자자 교육

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

투자자들의 이러한 이해와 지식은 저절로 배양되는 것이 아니며 교육이 필요하다. 그리고 이러한 투자자 교육은 조사분석업무의 당사자인 증권회사가 제공할 유인이 없고, 또한 공공재적인 성격이 강한 것으로서 일차적으로는 공적인 규제·감독기관이 담당하여야 하며, 한국에서는 금융감독원이 그 중심이 되어야 할 것이다.⁴⁷⁾

5. 차단벽(Chinese Wall)의 실효성 제고

우리 증권회사에서는 아직까지 위탁매매수수료가 전체 수익에서 차지하는 비중이 절대적으로 크고, 투자은행업무의 비중이 매우 작기 때문에 부문간의 이해상충 문제가 크게 두드러지지 않고 있으나, 향후 본격적인 투자은행을 지향하는 증권회사가 등장할 경우, 이러한 증권회사에서는 효과적인 차단벽(Chinese Wall)의 설치 및 운영이

46) 이미 증권거래법은 공시 및 불공정거래와 관련하여 발생하는 투자자들의 손해를 용이하게 구제해 주기 위하여 민법상의 손해배상규정에 대한 많은 특칙을 두고 있다(증권거래법 14조 내지 16조, 25조의3, 186조의5, 188조의3, 188조의5, 190조의2, 197조 등).

47) 미국의 경우 SEC와 NASD는 각각 애널리스트의 조사분석보고서 및 투자추천을 읽을 때 투자자가 유의해야 할 사항에 대한 설명을 웹사이트를 통하여 제공하고 있다.

매우 중요한 과제가 될 것으로 예상된다.

차단벽의 실효성을 높이기 위해서는 현행 법규상에 규정된 범위 이상으로 애널리스트의 인센티브 체계에 영향을 미칠 수 있는 요인들에 대한 차단이 필요하다. 첫 번째로, 애널리스트에 대한 평가 및 보상의 결정에 있어서 조사분석보고서의 충실성을 중심으로 한 조사분석업무 역량 이외에, 타부문 업무에의 공헌도가 고려되어서는 안 될 것이다. 또한 애널리스트에 대한 평가 및 보상 결정 과정에 이해상충의 소지가 있는 타 영업 부문의 책임자가 개입할 수 없도록 차단하여야 한다. 두 번째로, 작성된 조사분석보고서에 대한 검토 및 승인에 있어서 조사분석 부문 및 준법감시 부문 이외의 투자은행업무와 같은 영업 부문이 개입하는 것도 차단하여야 한다.

한편, 이해상충의 통제수단으로서 차단벽의 효과에 대한 회의적 시각을 제기하는 측에서는 조사분석 부문을 타부문, 특히 투자은행업무 부문과 완전히 분리하여 투자은행업무를 수행하는 회사에서는 매도측 조사분석 업무를 수행하지 못하도록 하고, 조사분석과 위탁매매 부문을 독립 법인으로 만들어야 한다고 주장하고 있다.⁴⁸⁾ 조사분석 부문의 완전한 분리가 가지는 가장 중요한 의미는 타부문으로부터 더 이상 재정적으로 보조를 받지 않으며, 따라서 애널리스트의 인센티브 체계가 달라진다는 것이다. 이는 조사분석 부문이 자체적인 독자적 수익창출 능력을 가져야 함을 의미한다.

그러나 한국은 미국과는 달리 증권회사들이 그 규모에 관계없이 위탁매매업무의 비중이 큰 수익구조를 갖고 있다. 따라서 투자은행업무를 수행하는 증권회사가 조사분석업무를 할 수 없도록 규정화하는 것이 큰 의미가 없으며, 동시에 투자은행업무로부터 분리된 독립적 조사분석 서비스를 제공한다는 것이 투자자들에게 큰 차별성으로 부각될 가능성은 매우 낮은 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 독립적 조사분석 전문회사가 만들어진다고 하더라도 미국에 비하여 투자자, 특히 조사분석 서비스의 주고객이 되는 기관투자자의 규모가 작아, 매우 한정된 시장을 놓고 기존의 증권회사들과 경쟁을 해야 한다는 어려움이 있다. 따라서 그 수익성은 불확실하다고 하겠다. 이상과 같은 논의를 종합해 볼 때, 한국의 현실에서는 조사분석 부문과 투자은행업무 부문의 완전한 조직상의 분리는 애널리스트의 이해상충 통제를 위한 방안으로서 의미나 실효성이 크지 않을 것으로 판단된다.

48) Levitt(2002), Vinod(2002)

인용 문헌

- 김형태 · 김근수 · 오승현 · 조성훈 · 한상범 · 김란영, 2002, 『증권회사의 경영전략』, 한국증권연구원, 조사보고서 02-05.
- AIMR, 2002, Research Objective Standards Analysts, <http://www.aimr.org/pressroom/02releases/02aimr-ros.html>.
- Attorney General of the State of New York, 2002a, *Affidavit in Support of Application for an Order Pursuant to General Business Law Section 354*.
- _____, 2002b, *Agreement between the Attorney General of the State of New York and Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, dated May 21, 2002.
- FSA, 2002, Investment Research: Conflicts & Other Issues, Discussion Paper 15.
- _____, 2003, Conflicts of Interest: Investment Research and Issues of Securities, Consultation Paper 171.
- Gross, Jill I., 2002, Securities Analyst's Undisclosed Conflicts of Interest: Unfair Dealing or Securities Fraud?, *Columbia Business Law Review*, 631-676.
- Levitt, Arthur, 2002, *Take on the Street*, Pantheon Books, New York.
- NASD, 2002, Rule 2711 "Research Analysts and Research Reports," <http://www.nasdr.com/rules.asp>.
- _____, 2003, NASD Guide to Understanding Securities Analyst Recommendation, http://www.nasdr.com/analyst_brochure.htm.
- NYSE, 2002, Rule 472 "Communications with the Public," <http://www.nyse.com/regulation.html>.
- SEC, 2000, Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.
- _____, 2001, Written Testimony Concerning Conflicts of Interest Faced by Brokerage Firms and Their Research Analysts, <http://www.sec.gov/news/testimony/073101tslu.htm>.
- _____, 2002, Analyzing Analyst Recommendations, <http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>.
- _____, 2003, Regulation Analyst Certification, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8193.htm>.
- SIA, 2001, The Roles and Responsibilities of Securities Analysts, http://www.sia.com/reference_materials/pdf/RsrchRprtWol2-7.pdf.
- Vinod, Hrishikesh D., 2002, Divest Investment Banking from Financial Institutions, mimeo, Fordham University.