



IPO와 유상증자 時 주주권익 보호 강화

27일 금융감독원은 IPO 제도 개선, 유상증자 심사 방향 등에 대하여 업계와 논의

▶ Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

[간담회 주요 논의내용]

IPO 제도 개선방안 및 실태 점검 결과

(주주권익 훼손 가능성 있는) 유상증자 심사 강화

주관업무 관련 불공정거래 유의사항 및 검사방향

[2025년 1월 21일 발표 IPO 제도 개선방안]

대분류	중분류
기관투자자 의무보유 확약 확대	의무보유 확약 우선배정 제도 도입 및 가점 확대
	정책펀드 배정 혜택에 의무보유 확약 조건 부과
	의무보유 확약 위반자에 대한 제재 강화
수요예측 참여 자격·방법 합리화	기관투자자의 수요예측 참여 자격 강화
	초일참여 가점 제도 합리화
	코너스톤투자자·사전수요예측 제도 도입
주관사 역할·책임 강화	주관사의 내부 공모주 배정기준 구체화
	주관사의 상장기업주식 사전취득분 의무보유 강화

[중점심사 유상증자 선정 사유]

주식가치 희석화 우려	① 증자비용
	② 할인율
일반주주 권익 훼손 우려	③ 신사업투자 등
	④ 경영권 분쟁 발생
재무위험 과다	⑤ 한계기업 등
주관사의 주의의무 소홀	⑥ IPO 실적 과다 추정
	⑦ Due Diligence 소홀

27 일 오전, 금융감독원은 IPO 및 유상증자 주관업무와 관련하여 증권사 16사와 간담회를 개최하고, IPO 제도 개선, 유상증자 공시 심사 방향, 주관업무 관련 불공정거래 사례 및 검사방향 등에 대하여 업계와 논의하는 시간을 가졌다.

(주요 논의내용1) IPO 제도 개선방안 및 실태 점검 결과

감독당국은 지난 수 년 간 다방면으로 IPO 제도 개선책을 도입해 왔다. 그러나 일련의 제도 개선에도, 단기 차익 목적의 IPO 참여 과열이 해소되지 않아 공모가 산정에 왜곡이 지속되고 있다는 지적이 있었다. 이에 올해 1월 21일, 감독당국은 업계·학계 등이 참여하는 세미나를 통해 IPO 제도 개선 방안을 발표하였다.

지난 2024년 5월 발표된 「IPO 주관업무 개선방안」에 따라 주관사는 내부통제기준, 공모가 산정 내부규정 등을 마련해야 하는 바, 금융감독원은 주요 주관사에 대하여 주관업무 관련 실태 점검을 실시하고 실무자 회의를 통해 업계 애로사항 등을 청취하였다. 2024년 5월 발표 이후 주관 계약을 체결한 19개 주관사를 대상으로 점검한 결과, 점검 대상 모두 제도 개선방안에 따라 내부통제기준, 공모가 산정 내부기준을 갖추고 있는 것으로 확인되었으나, 기관투자자에 대한 배정기준, 공모가 산정기준, 기업실사팀 구성 등에서 일부 미흡사항이 발견되었고 기준 구체화 등을 통한 보완이 필요한 것으로 평가되었다.

(주요 논의내용2) (주주권익 훼손 가능성 있는) 유상증자 심사 강화

주식가치 희석화, 일반주주 권익 훼손 우려, 주관사의 의무 소홀 등 7개 사유 중 하나에 해당하는 경우 '중점심사 유상증자'(전환사채, 신주인수권부사채 등 발행 포함)로 선정된다. 그 후 공통 심사항목 및 중점심사 지정 사유별 심사항목에 따라 유상증자 당위성, 의사결정 과정, 이사회 논의 내용, 주주 소통계획 등 기재 사항을 집중심사한다. 현행 IPO 심사 절차를 준용하여 증권신고서 제출 1주일 내 집중심사 및 최소 1회 이상 대면협의를 실시하는 것을 원칙으로 한다.

(주요 논의내용3) 주관업무 관련 불공정거래 유의사항 및 검사방향

금융감독원은 금번 간담회에서 IPO 과정에서 매출 급감 사실을 숨기는 등 주관업무 관련 불공정거래 조치 사례를 공유하였다. 올해 감독당국은 IPO 등 주관업무 수행 과정에서 증권사의 이익을 우선하고 투자자 신뢰를 훼손하는 행위를 중점 점검할 예정이다.

[주요 논의내용 1] IPO 제도 개선방안 및 실태 점검 결과

IPO 제도 개선방안 감독당국은 지난 수 년 간 다방면으로 IPO 제도 개선책을 도입해 왔다([표1] 참고). 그러나 일련의 제도 개선에도, 단기 차이 목적의 IPO 참여 과열이 해소되지 않아 공모가 산정에 왜곡이 지속되고 있다는 지적이 있었다. 이에 올해 1월 21일, 감독당국은 업계·학계 등이 참여하는 세미나를 통해 IPO 제도 개선 방안을 발표하였다([표2] 참고).

[표1] 2022~2024년 IPO 제도 개선방안

대분류	중분류	내용
허구성 청약 방지 등 IPO 건전성 제고 방안 (2022.12)	허구성 청약 방지	기관투자자가 주금 납입능력 내에서 수요예측에 참여하도록 하고 주관사에 확인 의무 부과
	수요예측 내실화	기관투자자가 충분한 가치평가 후 신중하게 수요예측에 참여할 수 있도록 예측 기간을 2일 → 5일로 연장
	가격 왜곡 축소	상장일 가격 변동폭을 63~260% → 60~400%로 확대하여 상장 초기 가격 발견 기능 강화 ('따상', '따상상' 방지)
기술특례상장 제도 개선방안 (2023.7)	기술 평가 개선	첨단기술 기업이 충분한 시장 평가를 받은 경우 '복수 기술 평가 의무 → 단순 평가 허용'으로 부담 완화
	상장 유형 체계화	혁신기술 트랙(기술평가기관 평가 중심), 사업모델 트랙(증권사 사업성 평가 중심)으로 이원화·차별화
	주관사 책임 강화	기특상장 기업이 조기 부실화 ^{주1} 되면 주관사는 향후 3년 간 혁신기술 트랙 주관 시 풋백옵션(6개월) ^{주2} 의무화
IPO 주관업무 개선방안 (2024.5)	실사 업무 강화	기업실사 세부 방법을 「인수업무규정」에 반영하고 위반 시 제재 근거 마련, 공모가 산정 내부기준 의무화
	증권신고서 공시 강화	상장 예비심사 시 지적·개선사항 사항 등을 공시하도록 하여 투자리스크 안내 강화
	수수료 합리화	업무 단계별 수수료를 계약에 명시하도록 하고, 발행기업 - 주관사 간 수수료 이면계약 ^{주3} 금지

주1: 최근 3년 이내 주선한 기업이 상장 2년 이내 관라투자환기 중목 지정, 상폐 사유 발생

주2: 사업모델 트랙은 주관업무 자체를 금지 중

주3: (예) 공모가에 연동해 주관사에 '추가 수수료'를 지급하기로 하여 공모가 상승 유도

자료: 금융감독원 등 유관기관, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 2025년 1월 21일 발표 IPO 제도 개선방안 (다음 페이지에 계속)

대분류	중분류	내용	기대효과
기관투자자 의무보유 확약 확대	의무보유 확약 우선배정 제도 도입 및 가점 확대 ^{주1}	- 정책펀드 외 기관투자자 배정 물량 중 40% 이상을 의무보유를 확약한 기관투자자에게 우선배정하고, 만약 의무보유 확약 물량이 40%에 미달하는 경우에는 주관사가 공모 물량의 1%(상한금액 30억원)를 취득한 후 6개월 동안 보유할 의무를 부과 - 또한 의무보유 확약기간에 따라 공모주 배정 시 3개월(5점), 1개월(4점), 15일(1.5점)로 가점을 받는 현행 규정에서, 최대 가점기간을 3개월에서 6개월로 하고 가점을 확대하여 6개월(7점), 3개월(5점), 1개월(3점), 15일(2점)으로 개정될 예정	단기 매도 지양, 기업 가치평가 기반의 신중한 수요예측 참여 유도
	정책펀드 배정 혜택에 의무보유 확약 조건 부과 ^{주1}	현재 정책펀드인 하이일드펀드, 코스닥벤처펀드의 활성화 목적으로 공모물량의 5~25%를 별도 배정하는 혜택을 부여하고 있지만, 이러한 정책펀드가 공모주를 상장일에 매도하여 단기 차익만 얻는 사례가 증가했다는 지적에 따라 별도 배정 혜택은 의무보유(최소기간 15일)를 확약한 물량에 대해서만 부여하기로 함	
	의무보유 확약 위반자에 대한 제재 강화 ^{주2}	- 현행 기관투자자의 의무보유 확약 위반, 대금 미납입 등에 대하여 수요예측 참여 제한 등 제재를 부과하고 있으나 제재금으로 갈음하거나 면제 가능하며 감경기준도 계량화되어 있지 않아 실효성이 낮았음 - 금번 제도 개선을 통해 제재금 감경기준을 명확히 계량화하고, 수요예측 참여 제한 위주로 제재하되 최종 제재수준이 낮은 경우에만 예외적으로 제재금으로 갈음하는 것을 허용	
수요예측 참여 자격·방법 합리화	기관투자자의 수요예측 참여 자격 강화 ^{주1}	- 기업가치 평가 역량이 부족한 소규모 기관투자자들의 수요예측 참여가 많아 수요예측의 적정 공모가 발견 기능에 기여하지 못할 뿐 아니라 동일한 기관투자자라도 수요예측 참여 재산의 종류(고유재산, 펀드재산, 일임재산)에 따라 다른 자격 요건을 적용하는 것이 비합리적이라는 지적이 있었음. 이에 기존에 고유재산 참여 시에만 존재하던 자격요건(등록 후 2년 경과 + 3개월 일평균 총 위탁재산 50억원 이상 또는 3개월 일평균 총 위탁재산 300억원 이상)을 펀드운용재산에도 동일하게 적용하되, 사모운용사·일임사가 3개월 이상 의무보유 확약 시 펀드일임재산 참여 자격은 기존 요건을 유지하기로 함 - 한편, 재간접펀드구조인 경우 투자·피투자펀드가 동시에 펀드재산 전체 규모로 수요예측	수요예측 시 비합리적인 참여 과열을 야기하는 요소 개선

		참여 시 주금 납입능력 제도를 우회하여 중복 참여하는 효과가 나타나므로, 이를 방지하기 위하여 주금 납입능력에서 피투자펀드 출자금은 원칙적으로 제외 · 외국기관투자자의 경우, 거래 실적이 없고 실적성 파악이 어려운 외국기관투자자는 공모주 배정 시 제외하는 것을 원칙으로 하되, 해외에서 업무를 영위하고 있다는 구체적인 증빙자료를 제출한 경우에 한하여 실적성을 인정하기로 함	
	초일참여 가점 제도 합리화 ^{주2}	· 종전에는 수요예측에 대한 선제적 참여를 유도하기 위해 초일참여 가점제를 도입하였으나, 오히려 초일 솔림 현상을 야기하고 가격에 대한 신중한 검토 없이 배정수량을 늘리기 위하여 무조건 공모가 상단 초과 가격으로 수요예측 초일에 참여하는 관행이 생김에 따라, 참여 시점에 대한 전반적 가점을 낮추는 방향으로 개선	
주관사 역할·책임 강화	코너스톤투자자·사전수요 예측 제도 도입 ^{주3}	· 코너스톤투자자 제도는 일정 기간 보호예수를 조건으로 특정 기관투자자에 대한 사전(증권신고서 제출 전) 배정을 허용하여 중·장기 투자를 확대하고자 하는 제도이며, 사전 수요예측 제도의 경우 기관투자자들의 투자 수요를 사전에 파악함으로써 공모가 밴드 설정 단계부터 시장의 평가를 고려할 수 있게 됨 · 위 두 제도의 도입을 위하여 법 개정을 추진하고, 불공정거래 및 이해상충 예방 등 구체화 필요사항도 하위 법령에 마련할 예정	주관사의 합리적 공모가, 중·장기 투자자 확보' 노력 유도
	주관사의 내부 공모주 배정기준 구체화 ^{주1}	· 지난 2024년 5월 「IPO주관업무 개선방안」에서 공모주 배정 내부 기준 마련을 의무화하였으나 그 구체적인 기준이 미비하였으므로, 내부기준 마련 시 필수적으로 포함해야 하는 요소들을 구체화함 - ① 의무보유확약 우선배정 방법, ② 그룹(Tier) 설정 및 그룹별 할당 기준, ③ 가중치 부여 기준, ④ 예외적용 기준, ⑤ 내부 승인체계, ⑥ 자료보관 방법 등 포함	
	주관사의 상장기업주식 사전취득분 의무보유 강화 ^{주1}	· 현행 자본시장법상 주관사는 해당 주식을 상장일로부터 2년 이내 취득한 경우 30일 이내 양도하는 것이 금지됨 · 다만, 코스닥시장은 6개월 이내 해당 주식을 취득하고 가격괴리율(공모가·사전취득 시 취득가격)이 큰 경우 보다 강화된 의무보유 기간을 적용하고 있는데, 가격괴리율의 기준, 의무보유 기간 등이 다소 느슨하여 책임성 확보 효과가 다소 부족하다는 평가에 따라 금번 개선안에서는 가격괴리율 기준을 축소하고(50%→30%), 의무보유 기간을 확대(1개월→3개월)함으로써 코스닥시장 상장 시 주관사의 책임성을 강화하기로 함	

주1: 2025.7.1. 시행 예정

주2: 2025.4.1. 시행 예정

주3: 2025 상반기 자본시장법 개정안 국회 제출 예정

자료: 금융감독원 등 유관기관, 법무법인 김앤장, 한화투자증권 리서치센터

주관업무 실태 점검

지난 2024년 5월 발표된 「IPO 주관업무 개선방안」에 따라 주관사는 내부통제기준, 공모가 산정 내부규정 등을 마련해야 하는 바, 금융감독원은 주요 주관사에 대하여 주관업무 관련 실태 점검을 실시하고 실무자 회의를 통해 업계 애로사항 등을 청취하였다. 2024년 5월 발표 이후 주관 계약을 체결한 19개 주관사*를 대상으로 점검한 결과, 점검 대상 모두 제도 개선방안에 따라 내부통제기준, 공모가 산정 내부기준을 갖추고 있는 것으로 확인되었으나, 기관투자자에 대한 배정기준, 공모가 산정기준, 기업실사팀 구성 등에서 일부 미흡사항이 발견되었고 기준 구체화 등을 통한 보완이 필요한 것으로 평가되었다.

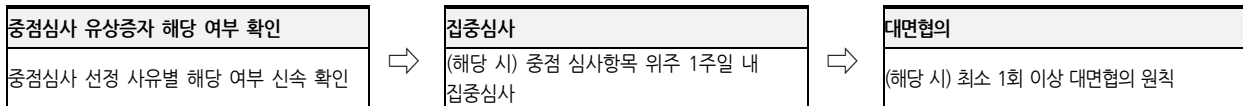
[*NH, KB, 삼성, 한투, 미래, 신한, 키움, 한화, 하나, 대신, 유안타, 교보, 신영, 유진, iM DB, SK, BNK, IBK]

[주요 논의내용 2] (주주권의 훼손 가능성 있는) 유상증자 심사 강화

개선방안의 내용 주주권의 훼손 우려가 있는 유상증자에 대해 증권신고서가 주주와의 공식적 소통창구가 될 수 있도록, 금융감독원 등은 그간 심사 사례를 검토하여 심사 절차 및 기준을 정비하였고 이를 금번 간담회에서 공개하였다.

개선방안이 시행되면 주식가치 희석화, 일반주주 권익 훼손 우려, 주관사의 의무 소홀 등 7개 사유 중 하나에 해당하는 경우 ‘중점심사 유상증자’(전환사채, 신주인수권부사채 등 발행 포함)로 선정된다([표4] 참고). 그 후 공통 심사항목 및 중점심사 지정 사유별 심사항목에 따라 유상증자 당위성, 의사결정 과정, 이사회 논의 내용, 주주 소통계획 등 기재 사항을 집중심사한다([표5] 참고). 현행 IPO 심사 절차를 준용하여 제출 1주일 내 집중심사 및 최소 1회 이상 대면협의를 실시하는 것을 원칙으로 한다([표3] 참고).

[표3] 심사절차 개선(안)



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 중점심사 유상증자^{주1} 선정 기준

선정 사유		선정 기준 ^{주3}
주식가치 희석화 우려	① 증자비용	증자규모 및 증자비용 등 고려
	② 할인율	증자규모 및 할인율 등 고려
일반주주 권익 훼손 우려 ^{주2}	③ 신사업투자 등	자금 사용목적의 타법인출자 또는 신규사업 연관성 고려
	④ 경영권 분쟁 발생	경영권 분쟁 소송이 진행되었거나 진행 중
재무위험 과다	⑤ 한계기업 등	최근 3년 연속 재무실적 부실 또는 재무구조 악화 등
주관사의 주의의무 소홀	⑥ IPO 실적 과다 추정	IPO 후 실적 괴리율 등 고려
	⑦ Due Diligence 소홀	다수의 정정요구를 받은 주관사의 인수·주선 참여

주1: 전환사채, 신주인수권부사채 등 발행 포함

주2: ③, ④ 외 정성적 중점심사 유상증자 기준을 탄력적으로 운용 예정

주3: 규모, 비용 등 계량기준은 비공개 운영

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 중점 심사항목

중점심사 선정 사유	심사항목
공통	유상증자 당위성 및 의사결정 과정, 동 사항들의 이사회 논의 여부 및 그 논의 내용, 소액주주 등의 이해 고려 여부 및 주주보호 방안 관련 개선 계획, 기업실사 합리적 수행 여부 등
증자비용, 할인율	증자비용, 할인율 적정성에 대한 검토 여부 및 검토 내용, 이에 대한 이사회 논의 여부 및 그 내용 등
신사업투자 등	신규사업 진출 위험, 기존 사업에 미치는 영향, 타법인 인수 시 가격 적정성 검토 여부 및 주요 검토 내용 등
경영권 분쟁 발생	경영권 분쟁 상황에서 유상증자 추진 배경 및 목적, 관련 법률적 위험 등
한계기업 등	재무지표 악화 경위, 이로 인해 발생할 수 있는 위험 및 이를 극복하기 위한 회사의 대응방안 등
IPO 실적 과다 추정	상장 시 자금사용 계획과 달리 자금이 추가로 필요하게 된 경위, 괴리율 발생 원인 및 회사의 대응방안 등

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

기대효과 기업 입장에서는 심사절차 및 기준을 참고하여 미리 준비할 수 있어 정정요구 등에 따른 증자일정 변경에 대한 불확실성을 최소화하고, 주주 보호 관련 이사회의 책임있는 심층 논의를 유도할 수 있게 된다. 투자자 입장에서는 주요 투자위험요소에 대한 공시가 강화됨에 따라 보다 정확한 투자 의사판단이 가능할 것으로 예상된다. 아울러, 주관사로 하여금 중점 심사항목 관련 투자위험 등을 충실히 기재토록 함으로써 Due Diligence가 제고될 것으로 기대된다.

[주요 논의내용 3] 주관업무 관련 불공정거래 유의사항 및 검사방향

금융감독원은 금번 간담회에서 주관업무 관련 불공정거래 조치 사례를 공유하였다([표6] 참고).

올해 감독당국은 IPO 등 주관업무 수행 과정에서 증권사의 이익을 우선하고 투자자 신뢰를 훼손하는 행위를 중점 점검할 예정이다. 특히, 고객과의 정보비대칭 등을 악용하여 자기이익만을 추구하는 불건전 영업행위(실권주 인수 등으로 보유한 주식을 상장 직후 대량 매도하는 행위 등)에 대해서는 적발 시 엄중히 조치할 것임을 예고하였다.

[표6] IPO 주관업무 관련 불공정거래 조치사례

구분	내용	증선위 조치
사례1	- A사의 대표이사 등은 상장 예비심사 및 증권신고서 제출 과정에서 주요 거래처의 발주 중단 등에 따른 향후 매출 급감 영향을 반영하지 않고 공모가격을 산정하여 코스닥시장에 상장 - 주관사인 B증권사는 A사 상장으로 수취할 거액의 수수료 등을 목적으로 상장 예비심사 시 기재한 예상 매출액보다 더 큰 금액을 증권신고서에 기재하여 공모가격을 산정하는 과정에서 A사와 공모	A사 및 B증권사 관련자에 대해 수사기관 통보 조치
사례2	C사의 대표이사 등은 코스닥 상장 예비심사 청구를 앞두고 상반기 매출이 저조함에 따라 전년 대비 매출성장률이 둔화되어 공모가격이 Pre-IPO 매매가격을 하회할 것으로 예상되자, 거래처와 공모하여 허위 매출을 인식하고 회사가 성장하는 것처럼 허위 외관을 형성하여 높은 공모가격을 산출하여 투자자를 유인	C사 경영진(2인)에 대해 수사기관 통보 조치

자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.