

# 국내 자본시장 증권인수기능의 효율성에 관한 연구 : 은행계열과 비은행계열 금융기관 비교 분석

백재승\*\* · 임찬우\*\*\*

## <요 약>

자본시장법이 시행됨에 따라 은행과 증권회사 간 업무영역이나 활동 및 효율성에 큰 변화가 예견되고 있다. 본 연구는 자본시장에서 발행되는 채권의 인수활동에 있어서 인수기관이 상업은행(은행계열 금융기관)인가, 또는 투자은행(비은행계열 금융기관)인가에 따라 그 재무적 효과는 서로 다를 수 있다는 점에 착안하여 그 효과를 논하였다. 투자은행과 달리 상업은행은 발행기업과 대출거래를 통해 서로 연결되어 있기 때문이다.

실증연구를 통해 분석한 결과 은행계열 증권회사의 채권인수에서보다 비은행계열 증권회사가 채권을 인수하는 경우 벤치마크 수익률과 비교한 발행수익률 스프레드가 낮은 것으로 조사되었다. 또한 대규모기업집단 소속 증권사의 채권인수 표본에서 발행수익률 스프레드가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였는데, 이는 대규모기업집단 소속 증권회사일수록 계열기업의 채권발행이 빈번하게 이루어지므로 비록 동일집단 소속기업의 채권발행을 동일집단 계열증권회사가 인수하지 못하도록 되어 있지만 계열증권회사 간 발행에 있어서 평균적으로 수익률스프레드를 낮추는 것을 시사한다.

스프레드에 영향을 미치는 기업특성을 조사한 바에 의하면 총자산로그로 측정된 기업의 자산규모, 경영성과 및 현금흐름, 외국인 보유지분 및 우량 신용등급은 통계적으로 유의한 수준에서 수익률 스프레드를 낮추는 것으로 나타났다. 반면에 부채비율, 총부채 대비 회사채비율, 대주주지분 등의 변수는 수익률 스프레드를 확대시키는 것으로 분석되었다. 이 가운데 특이할만한 점은 대주주지분이 높은 기업일수록 수익률 스프레드가 높다는 것으로 대주주지분이 많을수록 그만큼 소액주주의 비율이나 기타 주주의 비율이 낮게 되므로 채권발행에 있어서 대주주의 대리인문제 등이 회석될 가능성이 높다는 것으로 해석할 수 있다. 채권발행에 있어서 외국인지분이 유의적인 작용을 한다는 것은 외국인 투자자의 역할이 채권시장에도 미치고 있음을 시사하는 결과이기도 한다. 대규모기업집단에 소속된 기업의 채권발행은 그렇지 않은 기업이 발행할 경우보다 유의적인 음(-)의 계수값을 보였다. 이는 대체로 이들 기업의 회사채가 시장에서 보다 긍정적으로 판매될 수 있음을 나타내는 것으로 판단된다.

주제어 : 자본시장법, 발행시장, 채권발행, 인수기능, 발행수익률, 스프레드, 기업특성

논문접수일 : 2009년 09월 15일 논문최종수정일 : 2010년 03월 13일 게재확정일 : 2010년 03월 12일

\* 본 연구는 2007년도 한국연구재단 기초연구지원사업(2007-B00254)의 지원을 받아 이루어짐. 연구의 성과를 높이는 데 유익한 논평을 주신 심사위원께 감사드립니다.

\*\* 한국외국어대학교 국제경영학과 교수, E-mail : jbaek@hufs.ac.kr

\*\*\* 고려대학교 기업지배구조연구소

## I. 서 론

자본시장법은 국내에서도 대형 투자은행을 육성하여 우리나라 자본시장의 체질을 강화하고 금융기관의 대외 경쟁력을 높이려는데 기본적인 취지가 있다. 자본시장은 발행시장과 유통시장으로 구성되어 있어, 발행시장(primary market)은 자본시장의 한 축으로서 유통시장과 함께 기업의 성장과 발전에 중요한 역할을 수행한다. 이 때문에 발행시장 기능의 효율성은 기업의 가치뿐만 아니라 투자자의 부에도 지대한 영향을 미치게 된다. 미국에서는 이미 자본시장에서 상업은행(commercial bank)의 증권 인수를 금지하였던 글래스스티걸법(Glass-Steagall Act)이 점진적으로 완화되면서 발행시장에서 은행이 주요한 인수기관으로 등장하게 되었다. 따라서 국내에서도 자본시장법의 효과적인 시행에 있어 발행시장 기능의 효율성 분석은 우리나라 자본시장 발전에 핵심적인 요소라고 볼 수 있다.

발행시장의 기능은 크게 기업의 증권발행활동(securities issuance)과 금융기관의 인수활동(underwriting)에 의해 좌우되므로 금융기관의 인수활동이 효율적으로 이루어지는가에 관한 연구는 금융기관의 기능에 관한 이해를 돕고 자본시장의 효율적 발전에 시사점을 제공할 수 있다. 이러한 중요성에도 불구하고 증권인수기능의 효율성에 관한 연구는 미흡한 편이며, 아시아 기업을 대상으로 한 연구는 이루어지지 않은 상황이다.

인수활동에 있어서 인수기관이 상업은행(은행계열 금융기관)인가, 또는 투자은행(비은행계열 금융기관)인가에 따라 그 재무적 효과는 서로 다를 수 있다. 투자은행과 달리 상업은행은 발행기업과 대출거래를 통해 서로 연결되어 있기 때문이다. 은행이 인수기관으로 참여할 경우 발행기업의 가치를 인증하는 역할(인증가설, *certification view*)을 수행할 수 있는 반면, 거래기업의 증권에 대한 인수활동을 통해 거래기업으로부터 이득을 얻으려는(이해상충가설, *conflict-of-interest view*) 동기도 가지고 있으므로 은행의 증권인수에는 서로 상반된 두 가지 기능이 존재하게 된다(이하 본문에서는 상업은행을 ‘은행’이라고 칭함).

인증가설은 은행(또는 은행계열 금융기관)이 인수기능을 수행할 경우 거래기업의 가치를 보다 정확하게 인증할 수 있기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 주장한다. 은행은 대출을 포함한 여러 금융서비스를 통해 기업의 정보를 수집하고 기업을 감시할 수 있는 경쟁적 우위를 가지고 있다. 따라서 거래기업이 발행한 증권의 인수거래에 은행이 참여할 경우 증권전업회사인 투자은행의 인수에 비해 투자자에 대해 기업의 가치를 인증시켜주는 효과가 강하게 나타날 수 있다. 반면 이해상충가설은 상반된 견해를 제시한다. 은행이 정보독점력을 이용, 기업을 불모로 초과이윤을 추구할

수 있다는 점에서(Rajan, 1992), 기업의 주요 투자사결정에 영향력을 미칠 수 있으며, 기업이이익의 일부를 공유함으로써 기업의 투자인센티브를 감소시킬 수 있다는 것이다. 또한 은행은 상황에 따라 발행기업보다는 그들 자신의 이익을 추구하기 위해 인수업무를 수행하려는 동기도 가질 수 있다.

따라서 인수기관이 은행계열이나, 비은행계열(즉, 증권기관)이나에 따라 발행기업의 채권 및 주식 가격에 서로 상이한 영향을 미칠 수가 있다. 은행의 증권인수업무에 관한 역할에 대해서 지금까지 상당수 실증연구가 이루어져왔지만, 은행이 인증기능을 수행하는지 이해상충을 초래하는지에 대해서는 명확한 결론이 나지 않은 상태이다.<sup>2)</sup>

우리나라의 경우, 오래 전부터 은행전업주의에 의해 은행과 증권업무가 엄격히 분리된 상황에서 은행은 제도적으로 인수기관이 될 수 없었지만 은행이 증권회사를 자회사로 두고 있는 경우 자회사인 은행계열 증권회사를 통하여 우회적으로 인수활동을 수행할 수 있었다. 따라서 지금까지의 논의에 비추어 볼 때, 국내에서도 은행계열 증권회사에 의한 인수활동(즉, 은행과 거래하고 있는 기업이 발행한 채권과 주식을 당해 은행의 자회사인 은행계열증권회사가 인수하는 경우)은 전업증권회사에 의한 인수활동과 비교하여 발행기업의 가치 및 발행가격 면에서도 서로 다른 차이를 보일 가능성이 높다.

예를 들어, A은행과 주거래관계에 있는 B기업이 증권을 발행하고 이를 A은행의 자회사인 C증권회사가 인수할 경우 은행계열이 아닌 증권전업회사가 인수업무를 수행할 때와 비교하여 발행기업에게 서로 상이한 영향을 미칠 수 있을 것이다. C증권회사는 앞서 설명한 바와 같이 A은행이 보유하고 있는 B기업의 정보를 이용하여 동 기업의 가치에 관해 긍정적 역할을 수행할 수도 있고, 반대로 모기업인 A은행의 사적 이익을 추구할 경제적 유인이 존재할 수도 있다.

국내 증권회사 인수활동의 또 다른 특징은 다수 증권회사가 기업집단(재벌)에 소속되어 있으며, 이러한 재벌 증권회사가 수행하는 인수활동은 비재벌 증권회사의 인수활동과

2) 인증가설을 입증한 미국의 연구에서는 차입을 통해 은행과 긴밀한 관계를 맺고 있는 미국기업이 발행한 증권을 해당은행이 인수할 경우 투자은행이 인수한 경우에 비해 투자자들이 높은 채권 가격(즉, 시장수익률보다 낮은 발행수익률)을 지불한다는 결과를 발견하여 은행이 기업의 가치를 인증하는 역할을 수행한다는 사실을 제시하였다(Kroszner and Rajan, 1994; Puri, 1996; Gande, Puri, Saunders, and Walter, 1997). 반면에, 이해상충가설에 관한 주장도 제기되었다. 일본기업을 대상으로 한 Kang and Liu(2006)의 연구에서는 투자은행이 인수한 경우와 비교하여 은행이 인수할 경우 투자자들이 낮은 채권 가격을 지불한다는 사실을 발견하였고, 이스라엘 IPO시장을 대상으로 한 다른 연구에서는 채권자인 거래은행이 인수한 IPO일수록 발행 첫 날 음(-)의 추가수익률을 보였으며, 이후 1년간 음(-)의 장기 추가수익률을 보여 이해상충가설을 지지하는 결과를 보였으나(Ber, Yafeh, and Yosha, 2001) 또한, Hebb and MacKinnon(2002)도 미국기업을 대상으로 한 연구에서 은행이 인수한 IPO의 경우 발행 이후 20일~40일 동안 주식이 하락하며, 이러한 시장의 반응을 이해상충 가설을 뒷받침하는 결과라고 주장하였다.

비교할 때 경제적 목적과 효과가 다르게 나타날 수도 있다는 점이다. 기업집단은 국민경제에 지대한 영향을 미치고 있으며, 순기능과 역기능을 동시에 수행할 수 있는 가능성을 지니고 있지만 그 기능에 관한 이론적 연구와 실증분석은 아직도 논쟁의 여지가 많은 상태이다. 따라서 재벌 증권회사와 비재벌 증권회사의 인수활동에 관한 비교연구는 학문적 공백을 메우고 기업집단의 효율성을 평가할 수 있는 실증적 연구결과를 제시할 수가 있다. 특히 기업집단에 속한 증권회사의 소유·지배구조 차이가 발행시장에 미치는 영향을 분석하는 것은 재벌의 경영효율성 평가에 중요한 시사점을 제공할 수 있다.

또한 본 연구는 일본을 대상으로 한 연구와 비교될 수 있다. 1993년 제정된 일본 금융개혁법<sup>3)</sup>에 의해 상업은행이 증권인수업무에 참여할 수 있게 된 1995년 이후 일본에서 은행과 증권회사가 모두 회사채인수업무에 참여하였으며, 우리나라와 같이 은행이 기업의 자금조달에 중요한 위치를 점하면서 많은 기업들이 기업집단이라 불리는 케이레츄(keiretsu)에 소속되어 있다. 따라서 은행의 증권 인수업무 기능은 양국에서 유사한 효과를 보일 수 있다. 특히, 재벌소속 증권회사와 케이레츄소속 증권회사의 인수기능을 비교함으로써 양국 기업집단에 속한 증권회사의 기능이 어떻게 다른지를 평가할 수 있어 자본시장법에 대한 시사점도 제공할 수 있다.

자본시장법 실시 등 이상과 같은 연구배경에 입각하여 본 연구에서는 크게 다음과 같은 세 가지를 조사하였다.

첫째, 자본시장법 시대를 맞이하여 국내 은행 및 증권회사의 인수기능이 자본시장 및 개별기업에 미치는 영향 분석을 통해 은행 인수기능의 효율성에 관한 실증자료를 제공한다. 구체적으로 인수기관의 형태별(은행계열, 비은행계열)로 인수기능의 경제적 효과가 상이한지, 재벌소속 증권회사와 비재벌 증권회사 간에 차이가 있는지, 발행주체와 발행방법에 있어서 차이가 있는지 분석하였다.

둘째, 인수활동에 참가하는 투자자의 부의 원천이 무엇인지, 즉 발행이익률과 시장 수익률간의 스프레드가 발행기업 또는 인수기관의 재무적 특성 및 기업집단소속여부와 어떤 관계를 가지고 있는지를 심도있게 살펴보았다.

셋째, 논문의 결과를 미국 등 앵글로색슨 국가를 대상으로 한 기존의 연구와 비교함으로써 자본시장 중심과 은행 중심 제도 하에서 은행의 인수기능이 어떻게 다른지를 살펴보았다. 이러한 비교분석은 자본시장의 효율성 제고에 기여할 수 있는 기초자료를 제공할 것으

3) 미국의 Glass-Steagall 법과 같이 일본의 증권취인법(證券取引法) 65조는 상업은행의 증권인수업무 참여를 금지하고 있었으나, 1993년 4월 1일 금융개혁법(金融改革法)의 입법에 의하여 동 금지조항이 완화됨으로써 상업은행의 증권자회사를 통한 증권업무 취급이 가능하게 되었다.

로 기대된다.

종합할 때 본 연구의 결과는 기업의 효율적인 재무정책 논쟁에 주요한 자료를 제시할 수 있을 뿐만 아니라 우리나라의 자본시장 국제화 및 자본시장법을 위한 경제정책 및 재벌정책 수립에 유용하게 사용될 수 있을 것으로 사료된다. 또한 아직까지 우리나라의 경우 많은 기업들이 은행에 의존한 경영활동을 수행하고 있을 뿐만 아니라 기업집단의 조직형태를 계속하여 유지하고 있지만 금융기관의 인수기능 제고와 기업집단구조의 효율성에 관해서는 아직도 그 연구가 미비하다는 사실을 고려할 때 이러한 연구의 필요성이 있다고 판단된다.

## II. 기존연구

미국에서는 은행 또는 은행계열 금융기관이 증권 인수기능을 수행하지 못하도록 한 글래스티걸법이 완화되면서 인수시장에서 은행이 주요한 인수기관으로 대두되고 있다. 은행이 계열증권회사를 통해 오래 전부터 인수활동을 수행하여 온 우리나라와 일본의 기업을 대상으로 은행의 역할이 미국을 비롯한 자본시장 중심의 국가와 비교하여 어떻게 다른지 살펴보는 것은 중요한 의미를 가지고 있다.

주요연구로서 Kroszner and Rajan(1994, 1997)은 글래스티걸법 시행 이전인 1921년~1929년과 1925년~1929년 사이에 상업은행과 증권회사가 채권을 인수한 표본을 비교 분석하여 은행이 증권 인수를 통하여 자신의 이득을 추구하지 않는다고 주장하였다. 이들은 규제정책을 통해 인위적으로 은행의 인수활동을 금지하는 것은 옳바르지 않고 상업은행업무와 투자은행업무를 한 금융기관에서 겸업하더라도 자본시장이나 신용평가기관이 증권인수에 대한 올바른 평가를 할 수 있기 때문에 투자자의 부를 침해할 소지는 크지 않다는 사실을 보여 주었다. 이후 Puri(1996)는 Kroszner and Rajan(1994)의 연구와 유사하게 1927년부터 1929년까지 상업은행과 투자은행이 수행한 채권인수 표본을 대상으로 실증분석한 결과 차입금을 통해 연계를 맺은 기업이 발행한 채권을 은행이 인수한 경우일수록 투자자들이 높은 가격을 지불한다는 사실을 발견하고 은행이 기업가치에 관해 인증자로서의 역할을 수행한다고 주장하였다. Gompers and Lerner(1997)는 채권이 아닌 IPO 당시 기업이 발행한 주식을 그 기업에 대해 우선적 청구권을 가진 은행이 인수하는 경우 은행이 자신의 이득을 추구하려는 유인이 존재하는가 즉 이해상충가설이 성립하는가에 관해 조사하였다. 이전의 연구가 1920년대의 자료를 이용하는데 반해 이들은 1972년~1992년 사이의 IPO 표본을 이용하여 IPO 이후 장기성과를 측정된 결과 은행

이 이해상충을 추구한다는 데 대한 증거를 발견하지 못하여 은행의 증권 인수업 참여가 자본시장에 해가 되지 않는다는 사실을 밝혔다.

보다 최근의 연구로서 Gande, Puri, and Saunders(1999)는 은행이 채권 인수시장에 진입한 이후 인수시장이 보다 경쟁적 구도로 접어들어 수익률스프레드가 감소하였다는 실증결과를 제시하였다. 또한 이들의 연구에서는 이러한 스프레드 감소가 특히 신용등급이 저조하거나 소규모 채권 발행에서 두드러지게 나타나며, 이러한 현상이 주식발행 인수시장에서는 발견되지 않음을 보여 Gompers and Lerner(1997)와는 다른 견해를 보였다.

1993년 일본의 금융시장이 겸업제도에서 유니버설뱅킹(universal banking)제도로 전환하여 은행이 인수기관으로서의 역할을 시작한 이후 은행의 증권인수 효율성을 살펴본 Konishi(2002)의 연구에서도 은행의 증권 인수는 자본시장에 긍정적인 영향을 가져온 것으로 조사되었다. 즉 일본은행의 증권 인수가 당해 발행기업의 가치를 인증하는 역할을 수행하여 이해상충가설을 기각하는 결과를 보여 주었다. 하지만 이 연구는 수익률스프레드에만 초점을 맞추었고 본 연구가 살펴보려는 여러 가지 측면에 관한 분석은 시도하지 않았다.

이와는 달리 은행의 증권 인수에 관하여 이해상충가설이 성립한다는 주장도 제시되었다. 이에 관한 대표적인 연구로 앞서 언급한 바와 같이 Ber, Yafeh, and Yosah(2001)는 이스라엘 최초공모(IPO) 시장에서 IPO기업의 최대채권자인 은행이 당해 주식을 인수할 경우 IPO 이후 1년 동안의 장기 추가수익률이 평균적으로 음(-)의 값을 보인다는 사실을 발견하였으며, 이러한 현상을 은행이 인수기관으로서 자신의 이득을 추구하는데 기인한다고 보았다. 또한 미국기업의 IPO를 대상으로 상업은행의 증권 인수기능을 실증분석한 Hebb and Mackinnon(2002)에 의하면 미국에서도 다른 통제가능한 변수를 고려한 경우 상업은행의 IPO 인수는 평균적으로 낮은 추가수익률을 나타내고 있어 이는 이해상충가설로 설명될 수 있다고 주장하였다. 마지막으로, Kang and Liu(2006)는 1995년부터 1997년 6월까지의 일본 채권 인수자료를 이용하여 은행이 인수기관으로서의 역할을 수행할 경우 투자은행의 경우에 비해 투자자들은 낮은 채권 가격을 지불하며 그 원인은 밀접한 기업-은행관계에 기인한다는 이해상충가설의 결과를 발견하였다.

따라서 은행의 증권 인수에 관한 기존의 연구에서는 긍정적인 측면(기업가치 인증가설)과 부정적인 측면(이해상충가설) 두 가지 모두가 관찰되고 있으며, 아직 논란의 여지가 많은 실정이다. 은행의 증권 인수기능을 직접 다루지는 않았지만 은행의 겸업화가 은행 자신의 경영성과나 리스크에 미치는 영향을 조사한 이재화 · 광병진 · 박광우 · 박래수(2009)는 은행이 겸업화를 통해 다양한 업무에 진출할 경우 자본건전성과 수익성이 개선될 수 있지만 자산건전성의 악화와 수지의 변동성을 통제할 수 있는 적절한 위험관리체계가 선행되어야 한다고 제시하였다.

이상에서와 같이 은행의 발행시장 참여와 이에 따른 증권인수 기능의 효율성에 관하여는 논쟁의 여지가 많은 실정이며, 우리나라 기업을 대상으로 직접적으로 인수기능의 효과에 대해 분석한 연구는 아직 진행되지 않은 것으로 조사되었다. 본 연구에서는 우리나라 은행과 증권회사, 대규모기업집단(재벌) 소속 증권회사와 비소속 증권회사의 구분을 통해 은행 및 은행계열 금융기관이 자본시장에 미치는 영향 및 기업집단의 기능을 조사하였다.

### Ⅲ. 연구내용 및 방법

#### 1. 연구내용

연구목적을 달성하기 위해 본 연구에서는 2000년 1월부터 2003년 12월까지 증권거래소 비금융 상장기업이 발행한 채권을 대상으로 인수기관의 특성(은행계열 증권회사 여부, 총부채 대비 회사채 및 은행차입금비율 등)과 발행주체 및 발행방법 등의 특성이 채권의 발행수익률(yield spread) 및 가격에 미친 영향을 실증분석하였다.

우리나라 금융산업의 경우 오랜 기간 동안 기업들이 은행으로부터 막대한 자금을 차입하고 주거래은행제도를 통해 은행과 밀접한 관계를 유지하여 오는 등 은행의존도가 높은 것으로 파악할 수 있다. 은행은 채권 소유자와 같은 외부대출자에게는 쉽게 알려지지 않는 정보를 획득할 수 있기 때문에 다른 기관에 비해 비교우위를 가지고 있는 내부대출자이며(Diamond, 1991), 통상 기업 파산시 기업채무의 후순위채권자가 되므로 기업을 감시할 강한 경제적 동기를 가지고 있다(Fama, 1985). 따라서 은행과 밀접한 관계를 유지해 온 기업일수록 은행으로부터 상대적으로 많은 지원을 받을 수 있고(Hoshi, Kashyap, and Sharfstein, 1991), 특히 주거래은행으로부터 필요한 자금을 차입할 수 있기 때문에 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 자금조달 면에서 우월한 지위를 차지할 수 있다.

하지만 은행과 기업의 연계가 긴밀한 상태에서 만일 은행이 재무적으로 곤경에 처한 경우에는 은행의 신용제공능력이 제한되기 때문에 은행으로부터 많은 자금을 차입하여 온 기업일수록 자금조달에 오히려 어려움을 겪을 수 있다. 특히 기업에 대해 차입금 뿐만 아니라 주요 제반 재무서비스를 제공하는 주거래은행과의 관계가 긴밀한 기업일수록 이러한 부정적 영향은 보다 크게 나타날 것으로 예상된다. 반면 주거래은행 의존도가 상대적으로 낮은 기업 즉 주거래은행 이외의 은행이나 외부자본시장으로부터 쉽게 자본을 조달할 수 있는 기업의 경우 주거래은행의 재무적 곤경으로 야기되는 부정적 파급효과는 적을 것으로 예상할 수 있다(Kang and Stulz, 2000). 이와 같은 은행-기업간의 관계는 증권 인수에 있어서 은행 인수기능의 상반된 두 가지 가설(기업가치 인증가설과 이해상충가설)을 가능하게 한다.

## 2. 연구내용(가설)

### 1) 기업가치 인증가설

기업가치 인증가설(certification view)은 은행이 대출과 인수활동을 병행하는 경우 은행이 가지고 있는 정보우위로 인해 당해 은행의 증권 인수가 투자자에 대하여 기업의 진정한 가치를 인증하는 역할을 수행한다는 견해이다. 반면 증권회사의 경우에는 그 증권회사와 기업 간에 아무런 차입관계가 존재하지 않으므로 은행에 비해 정보력이 뒤떨어지게 되고, 그만큼 증권 인수시 기업가치를 인증할 수 있는 능력이 저하된다. 이러한 기업가치 인증으로 인해 투자자들은 증권회사보다는 은행이 증권을 인수하는 경우를 선호하고 은행의 증권인수에 대해 더 높은 가격을 지불할 유인을 가지게 된다.

따라서 기업가치 인증가설에 의하면 은행이 인수하는 채권이 증권회사가 인수하는 채권에 비해 발행이자율이 낮을(즉, 채권가격이 높을) 것으로 기대된다. 이러한 관계가 성립한다면 발행 당시 발행수익률과 시장수익률의 차이인 수익률스프레드(yield spread) 역시 증권회사 인수보다 은행 인수에서 작게 관찰될 것으로 예상할 수 있다. 더불어 기업의 신용도가 낮아 거래은행에 의한 기업가치 인증의 중요성이 높을 때 이러한 인증가설의 효과가 더욱 커질 수 있으며, 이로 인해 신용도가 좋지 않은 기업(예: 채권신용등급이 낮은 기업)들에 대하여 은행이 인수활동을 수행할 때 증권회사가 인수활동을 수행하는 경우보다 수익률스프레드가 낮아지는 경향이 나타날 것이다.

인증가설이 성립한다면 은행을 통해 채권을 발행한 기업은 발행 이후 신용도의 하락 또는 재무적 곤경을 경험할 확률이 증권회사를 통한 발행보다 낮을 것으로 예상할 수 있으며(Krozsner and Rajan, 1994), 이러한 영향은 발행기업이 인수은행으로부터 많은 차입을 하였을 경우 또는 인수은행이 발행기업의 주식을 많이 보유하고 있을 경우(즉 은행과 기업의 관계가 밀접할수록) 더욱 커질 것으로 예상할 수 있다. 또한 재무적 곤경이 있을 경우 은행이 인수기관으로 그 역할을 수행한다면 그 은행으로부터 차입금이 증가할 가능성이 증권회사가 인수기관으로 있는 경우보다 커질 것이다.

마지막으로, 은행의 기업가치 인증기능이 존재한다면 이것은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치게 되고 따라서 채권발행의 공시효과는 은행의 증권인수시 더욱 커지는 경향이 있을 것이다. 또한 발행공시효과는 은행과 기업의 관계가 긴밀도(즉 많은 자금을 은행으로부터 빌리거나 은행의 기업주식소유가 많을수록) 및 발행 후 신용등급변화와 양(+의) 관계를 보일 것이다.

## 2) 이해상충가설

이해상충가설(conflict-of-interest view)에 의하면 은행은 당해 거래기업보다 은행 자신의 이득을 추구하는 경향이 있으며, 기업의 진정한 가치를 왜곡할 유인이 있기 때문에 은행의 증권인수는 투자자와 은행, 기업과 은행 간에 이해의 상충을 가져 올 수 있다. 예를 들어, 은행은 재무적으로 불량한 기업에게 증권발행을 통해 자금을 조달하게 한 다음 이를 차입금 상환에 사용토록 중용할 수가 있다. 즉, 성과가 부진한 거래기업에게 증권발행을 요구하고 이를 통해 조달한 자금을 대출금 상환에 쓰도록 유도한다면 이는 증권발행기업보다 은행 자신의 이익을 극대화하려는 것으로 볼 수가 있다. 또한 증권인수시 발행기업에 대해 지나치게 낙관적인 전망을 투자자에게 제시하여 인수금액을 높이고 이를 통해 이득을 얻을 수도 있다. 또한 부실기업이 발행한 증권을 은행이 인수할 경우 발행기업의 정보를 은폐 또는 축소함으로써 증권의 시장판매가격을 높이고 판매를 원활하게 이루어지도록 하려는 인센티브도 존재할 수가 있다. 이러한 은행의 유인을 알고 있는 이성적(rational) 투자자는 발행증권에 대해 낮은 가격을 요구할 것이며, 따라서 채권의 수익률스프레드는 커지게 될 것이다.

이러한 이해상충가설이 성립한다면 증권 발행 이후 기업의 신용도 변화, 발행공시시 주가에 미치는 영향, 은행과 기업의 밀접도가 스프레드 및 공시효과에 미치는 영향은 기업가치 인증가설과 반대로 나타날 것으로 예상된다.

## 3) 기업집단

아시아 신흥국가 경제에서 여전히 지대한 비중을 차지하고 있는 기업집단과 관련한 기존 연구는 기업집단체제의 기능에 관해 일치되지 않은 실증결과를 보여주고 있다. 기존 연구에서 제기하고 있는 기업집단의 순기능으로는 다각화된 기업집단의 높은 수익성과 가치(Khanna and Palepu, 2000), 계열기업간에 형성되어 있는 내부자본시장 및 상호지원기능(Hoshi, Kashyap, and Scharfstein, 1991; Stein, 1997; 박영석, 신현한, 1998; Shin and Park, 1999; 배기홍, 임찬우, 2003 외) 등을 들 수 있다. 이와 같은 순기능 관점에서 보면 재벌(또는 일본의 케이레췌)에 소속된 증권회사의 인수활동은 기업집단 내부의 자원을 효율적으로 재분배하는 내부자본시장의 역할을 수행하기 때문에 다른 계열기업의 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

이에 반하여 기업집단의 역기능으로는 기업집단이 과거 다각화 중심의 규모극대화를 추구하여 왔다는 점과 소액주주에 대리인비용을 야기할 수 있다는 점을 들 수 있다(Johnson,

La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 2000). 특히 우리나라 기업집단인 재벌의 경우 지배주주경영자와 소액주주간의 대리인문제, 계열기업 상호채무보증 및 상호주식소유, 내부 감시 및 견제기능 미약, 계열사간 부의 이전 가능성 등으로 인해 역기능의 가능성이 상대적으로 높았다고 볼 수 있다(Bae, Kang, and Kim, 2002). 이들 역기능이 존재할 경우 재벌 소속 증권회사의 증권 인수는 발행기업에 대하여 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있다. 즉, 재벌 소속 증권회사는 일반투자자의 이익과 상충되는 증권 인수를 시도할 가능성이 있으며, 이는 계열기업의 가치에 부정적 영향을 미칠 것으로 기대된다. 또한 재벌소속 증권회사와 비재벌소속 증권회사 간에 스프레드가 있을 것으로 예상할 수 있다.

#### 4) 발행주체 및 발행방법

인수주체가 은행이나 증권회사이나 뿐만 아니라, 대기업/중소기업, 재벌/비재벌 등 발행기업이 누구이냐에 따라 증권인수가격은 달라질 수 있다. 이를 설명변수에서 통제한다. 설명변수에서 이들을 통제함으로써 효과적인 결과 도출을 도모한다.

#### 5) 소유구조와 자본구조

증권 발행기업의 가치는 소유구조에 의해서도 영향을 받을 수 있다. 기존의 소유구조 관련 연구문헌은 소유구조의 분포가 기업가치에 영향을 미친다고 한다(Demsetz and Lehn, 1985; Johnson, Boone, Breach, and Friedman, 2000). 예를 들어 대주주의 존재는 경영자와 주주간의 대리인문제를 감소시키고 경영자의 이해를 주주 이해와 일치시키는 역할을 수행한다(Jensen and Meckling, 1976). 하지만 대주주의 경영권 참여와 독단적 경영, 그리고 전문성 부족은 대주주와 소액주주 간에 대리인문제를 야기하고(Barclay and Holderness, 1989; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny, 1999, 2000), 위기에 대한 효율적 대응능력을 감소시킬 수 있기 때문에 높은 대주주지분은 기업가치의 변화에 부정적 영향(즉, 수익률스프레드와 할인율 확대)을 미칠 가능성도 있다. 또한 대주주는 경영권 유지를 목적으로 계열기업 지분을 이용할 수 있으므로 높은 계열기업 지분은 기업가치에 오히려 부정적인 영향을 미칠 수가 있다(Mitton, 2002; Joh, 2003). 특히 대주주경영자가 적은 지분을 가지고 전체 계열기업을 지배하는 기업구조를 가지고 있는 조직에서 이러한 현상이 두드러지게 나타날 가능성이 높다.

외국인과 계열기업이 아닌 일반법인 즉 외부 기관투자가는 경영감시활동을 수행할 경제적 유인이 높기 때문에(Shleifer and Vishny, 1986) 이들이 보유하는 지분은 발행증권의 수익률스프레드와 음(-)의 관계가 있을 것으로 기대된다.

기업의 자본구조 또한 발행이자율에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 부채수준이 높은 기업은 채권을 통한 소요자본 조달에 어려움을 겪게 되며, 이에 따라 레버리지비율은 수익률스프레드를 확대시키는 양(+)의 관계가 있을 것으로 예상할 수 있다. 하지만 높은 부채비율에 따른 원리금 지급부담은 경영자의 위기의식을 고취시켜 경영효율화를 유도하게 되고, 이는 수익률스프레드와 음(-)의 관계[즉, 가격과는 양(+)의 관계]로 작용하는 요인이 될 수도 있다(Ofek, 1993). 또한 채권 발행에 따른 부채수준의 증가는 기업의 가치를 전달하는 신호로 작용할 수 있다(Ross, 1977).

### 6) 유동성, 기업규모, 위험도, 과거 경영성과

기업이 보유하고 있는 유동성과 기업규모 또한 발행기업의 수익률스프레드에 영향을 미칠 수 있다. 유동성이 부족한 기업은 추가 자금조달을 위해 주식 또는 채권발행을 통한 외부자본시장을 이용해야 한다. 이 경우 대리인/정보비대칭 문제로 인해 가치하락을 유발할 가능성이 크며, 따라서 수익률스프레드가 높아질 것으로 예상할 수 있다. 기업규모는 수익률스프레드와 음(-)의 관계를 가질 것으로 기대된다. 대기업일수록 외부자금조달능력 및 성장기회가 우수하기 때문에 채권발행에 유리할 것으로 예상되는 반면 중소기업의 경우 그렇지 않을 가능성이 높기 때문이다. 수익률스프레드에 영향을 미칠 수 있는 또 다른 요인으로는 기업의 위험과 과거성과를 들 수 있다. 위험(체계적, 비체계적위험)이 클수록(작을수록) 부정적(긍정적)인 영향을 받게 될 것으로 예상할 수 있으며, 현금흐름과 토빈's Q 등으로 측정된 기업의 과거 경영성과는 스프레드와 음(-)의 관계가 있을 것으로 예상된다.

## 3. 연구방법

실증분석을 위한 자료로서 2000년 1월부터 2003년 12월까지의 기간 동안 우리나라에서 비금융 상장기업이 발행한 채권의 발행기업과 인수기관을 표본으로 선정하였다. 표본기간을 이렇게 선정한 이유는 자본시장법 논의 이전에 국내 자본시장의 인수활동을 연구대상으로 두기 위한 것으로 자본시장의 기능이 활발해진 2000년 이후 2003년까지로 설정하였다.

우리나라의 경우 표본기업을 포함하여 분석에 필요한 표본기업의 채권가격, 발행수익률, 시장수익률 및 두 수익률간 스프레드는 일간신문(조선일보 및 한국경제신문), 한국신용평가주식회사의 KIS-Value, 한국증권거래소의 전자공시시스템 및 에프엔가이드(FNGuide)를 이용하여 구하였다. 채권 신용등급, 추가수익률, 은행차입금, 은행의 주식소유지분을 포함한 재무자료는 한국신용평가(주)에서 발행한 KIS-Value, 한국증권연구원에서 제작한

KSRI, 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 대차대조표 및 손익계산서, 한국증권거래소 및 금융감독원에서 공시하고 있는 사업보고서, 각 기업의 연차보고서를 사용하였다. 기업집단 관련 자료는 공정거래위원회에서 매년 4월 자산총액 기준으로 30개~50개 그룹집단을 선정하여 발표하는 대규모기업집단 지정 현황 자료를 이용하였다.

실증분석방법은 다음과 같은 방법을 이용하였다. 먼저 발행기업의 가치 변화와 기업특성 간의 관계에 관한 가설검증을 위해 발행 당시 채권 가격을 발행수익률과 시장수익률간의 수익률스프레드 계산을 이용하여 산출하였다. 그리고, 기업간 수익률스프레드가 인수기관(인수기관이 은행계열증권회사인가, 독립증권회사인가 또는 재벌소속 증권회사인가)에 따라 다른지, 소유구조를 포함한 기업의 재무적 특성에 의해 설명될 수 있는 지를 분석하기 위해 횡단면(cross-sectional) 회귀분석을 이용하였다. 회귀분석은 수익률 스프레드를 종속변수로, 직전 회계년도말 아래와 같은 기업의 특성변수를 설명변수로 하여 실시하였다.

은행과 증권회사의 인수여부가 미치는 영향은 가변수(만약 은행계열증권회사가 인수기관인 경우 “1”을 부여함)를, 은행과의 밀접도는 총부채 대비 은행차입금비율을 이용하였다. 소유·지배구조 관련변수로는 대주주 1인지분, 외국인 소유지분을 이용하였으며, 기업집단효과를 살펴보기 위해 재벌(케이레추)기업에 대한 가변수를 설명변수로 포함하였다. 자본구조와의 관련성을 측정하기 위해 부채비율을 설명변수로 사용하였으며, 이와 함께 회사채비율(회사채/총부채)을 설명변수로 추가하여 기존의 사채발행 규모가 종속변수에 미치는 영향이 어떻게 다른지 살펴보았다. 기업의 유동성을 측정하기 위해 현금흐름비율(현금흐름/총자산)을 사용하였으며, 위험도는 시장모형에 의해 산출된 체계적위험(베타계수)을 이용하였다. 과거 기업성과는 토빈 Q로 측정하였고, 산업효과를 통제하기 위해 소속산업에 대한 가변수를 통제변수로 포함하였다.

마지막으로, 증권발행 이후 2년간 발행기업이 경험한 재무적 곤경(예: 채권등급하향, 파산, 법정관리)을 은행계열인수와 비은행계열 증권회사인수로 구분하여 살펴보고 재무적 곤경을 경험한 기업에 대한 은행대출금이 동기간 동안 어떻게 변화하였는지를 분석하여 인수기관으로서의 은행의 역할을 재차 검증하였다.

## IV. 연구결과

### 1. 표 본

<표 1>은 실증분석을 위해 선정된 표본의 내용을 요약한 것으로, Panel A는 연도별 및 발행기업의 대규모기업집단소속 여부에 따른 분류이다. 총 904건의 표본은 표본기간

에 걸쳐 고루 분포되어 있으며, 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단 소속기업이 발행한 건수는 모두 544건으로 표본의 60.0%를 차지하였다. 이렇게 대규모기업집단 소속기업의 발행이 50% 비중을 넘은 것은 표본의 대상을 일반사채로 구성한 관계로 일반사채를 발행할 수 있는 기업이 대규모기업집단인 경우가 많은데 기인한 것으로 보인다.

<표 1> 표 본

표본은 2000년부터 2003년까지 4년 간 연도별로 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융 상장기업이 발행한 일반사채의 공시내용을 수집한 것이며, 연도별 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 대규모기업집단 소속 여부는 공정거래위원회가 매년 4월 경 자산총액 순으로 발표하는 대규모기업집단소속기업을 기준으로 하였다. ( )의 수는 연도별로 대규모기업집단소속기업이 발행 공시한 표본의 수이다. 인수기관 형태의 기업집단증권회사는 대규모기업집단소속증권회사, 은행계열증권회사는 은행에 소속된 계열증권회사를 의미한다.

Panel A : 연도별 및 발행기업의 대규모기업집단소속 여부에 따른 분류

	일반사채 발행
표본 전체	904(544)
2000	284(155)
2001	208(112)
2002	250(173)
2003	162(104)
대규모기업집단 소속기업 수(구성 비중)	544(60.0%)

Panel B : 연도별 및 인수기관 형태에 따른 분류

	독립증권회사	기업집단증권회사	은행계열증권회사	기 타
표본 전체	319	397	52	136
2000	106	154	16	8
2001	65	88	19	36
2002	90	102	10	48
2003	58	53	7	44
표본 전체에서의 구성 비중	35.29%	43.91%	5.76%	15.04%

Panel C : 연도별 및 채권신용등급에 따른 분류

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	B미만, 기타
표본 전체	91	78	217	352	139	17	10
2000	4	4	55	108	97	7	9
2001	43	18	72	62	12	1	0
2002	30	43	62	100	13	2	0
2003	14	13	28	82	17	7	1
표본 전체에서의 구성 비중	10.06%	8.62%	24.00%	38.93%	15.37%	1.88%	1.10%

<표 1>의 Panel B는 연도별 및 발행기업의 인수기관 형태에 따른 분류이다. 연구목적에 부합하게 인수기관의 형태는(비은행계열) 독립증권회사, 대규모기업집단 소속증권회사, 은행계열증권회사 및 기타 등의 네 가지로 나누었다. 독립증권회사와 기업집단증권회사의 비율은 각각 35.3%와 43.9%이었고 은행계열증권회사의 비율은 이보다 다소 낮은 5.8%에 불과하였다. 이러한 구성비중은 회사채 인수업무에 있어 은행계열증권회사보다 독립증권회사와 기업집단증권회사가 보다 적극적으로 참여하고 있다는 것을 암시한다. 15.0%의 비율을 나타낸 기타 부문은 국내 은행 중 유일하게 회사채인수가 가능한 산업은행의 비중이다.

<표 1>의 Panel C는 연도별 및 채권 신용등급에 따른 분류이다. AAA등급을 받은 91건(10.1%)을 포함하여 A등급 이상을 받은 채권발행은 386건으로 표본의 42.7%를 차지하였고 투자적격등급(investable grade)인 BBB 이상을 포함하면 738건으로 표본의 81.6%에 달하였다. 이는 본 연구의 분석대상으로서 투자적격채권이 많이 포함되어 인수기관에 따른 채권가격의 변화를 측정하는데 적절한 표본이 될 수 있음을 보여주는 것이기도 하다. 본 연구에서는 투자비적격 이외에 회사채 발행 이후 1년 이내에 채무불이행(default) 상태에 처한 발행기업을 따로 분류하여 <표 2>에 보고하였다.

<표 2>는 표본으로 조사된 채권발행 내역과 채권발행기업 내역으로 구분한 표본의 요약통계량이다. 앞서와 같이 표본은 한국거래소 유가증권시장(코스피시장)에 상장된 비금융 상장기업이 발행한 일반사채의 공시내용을 수집한 것이며, 연도별 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 대규모기업집단 소속 여부는 공정거래위원회가 매년 4월 경 자산총액 순으로 발표하는 대규모기업집단 소속기업을 기준으로 하였다.

<표 2>의 Panel A는 채권발행내역으로서 발행금액의 평균값은 705억 원(중앙값 416억 원)으로 산출되었고, 이 금액은 권면금액 평균 730억 원(중앙값 450억 원)의 96.6%인 것으로 조사되었다. 대규모기업집단 여부에 따라서는 대규모기업집단 소속 기업의 경우가 발행금액과 권면금액 모두 비대규모기업집단 소속기업에 비해 두 배 가까이 큰 금액을 나타냈다. 발행수익률과 국고채수익률 간 차이로 구한 스프레드는 평균 2.39%(중앙값 1.94%)이었으며, 대규모기업집단 소속 여부가 통계적으로 차이를 보이지는 않았다. 하지만 표면이자율로 구분한 경우 대규모기업집단 소속기업이 그렇지 않은 경우보다 평균적으로 20bp 가량 낮은 수치로 발행되었다. 한편 발행금액 규모가 대규모기업집단 소속 여부에 따라 다르게 조사된 만큼 발행과 관련한 비용인 인수수수료와 기타 발행비용에 있어서도 대규모기업집단 소속기업에서 크게 측정되었다.

<표 2> 표본의 요약 통계량

표본은 2000년부터 2003년까지 4년간 연도별로 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융 상장기업이 발행한 일반사채의 공시내용을 수집한 것이며, 연도별 재무자료 이용이 가능한 기업을 대상으로 하였다. 대규모기업집단 소속 여부는 공정거래위원회가 매년 4월 경 자산총액 순으로 발표하는 대규모기업집단소속기업을 기준으로 하였다. 각 통계량은 표본의 4년간의 수치를 평균한 값이며, 평균 아래 [ ]은 중앙값을 나타낸다. 차이값 검정의 위수치는 평균을 이용한 t-test의 p-값이며, 아래 ( )안의 수치는 중앙값을 이용한 wilcoxon z-test의 p-값이다.

Panel A : 채권발행 내역

	표본 전체	대규모기업집단 소속 여부		차이값 검정 t-test (wilcoxon z-test)
		소속기업	비소속기업	
권 면 총 액 (억 원)	730.7 [450.0]	913.8 [500.0]	453.99 [300.0]	0.001 (0.001)
발 행 총 액 (억 원)	705.6 [416.8]	880.1 [480.6]	441.88 [288.57]	0.001 (0.001)
표면이자율	0.0717 [0.0700]	0.0709 [0.0700]	0.0730 [0.0700]	0.020 (0.006)
발행수익률 스프레드 (발행수익률-국고채수익률)	0.0239 [0.0194]	0.0238 [0.0185]	0.0240 [0.0199]	0.930 (0.325)
만기상환비율(%)	97.54 [100.00]	97.44 [100.00]	97.71 [100.00]	0.822 (0.318)
인수수료 (천원)	19,564.9 [11,920.0]	23,628.5 [14,750.0]	12,150.6 [6,000.0]	0.001 (0.001)
기타 발행비용 (발행분담금+신용평가수수료+기타)	119.6 [40.5]	171.95 [76.86]	38.70 [19.94]	0.076 (0.001)
채무불이행 비중	1.89%	2.56%	0.84%	

Panel B : 채권발행기업 내역

	표본 전체	대규모기업집단 소속 여부		차이값 검정 t-test (wilcoxon z-test)
		소속기업	비소속기업	
총 자산 (억 원)	5,133.7 [2,139.0]	5,334.2 [2,936.1]	5,007.8 [736.0]	0.494 (0.001)
부채비율 (총부채 ÷ 총자산)	0.6267 [0.6355]	0.6530 [0.6521]	0.5848 [0.5879]	0.001 (0.001)
총부채 대비 회사채 비율	0.2550 [0.2383]	0.2650 [0.2394]	0.2389 [0.2309]	0.007 (0.006)
현금흐름비율 (현금흐름 ÷ 총자산)	0.0534 [0.0499]	0.0509 [0.0479]	0.0578 [0.0546]	0.088 [0.386]
토빈's Q	0.9582 [0.8125]	0.8670 [0.8038]	1.1035 [0.8278]	0.001 (0.015)
대주주지분율	0.3420 [0.3028]	0.2983 [0.2720]	0.4121 [0.3997]	0.001 (0.001)
외국인지분율	0.1194 [0.0657]	0.1326 [0.0890]	0.0979 [0.0391]	0.001 (0.001)

<표 2>의 Panel A는 채권발행기업의 재무 통계량을 요약한 것이다. 총자산의 평균값은 5,133억 원(중앙값 2,139억 원)이고 이는 대규모기업집단 여부 간에 차이가 없었다. 이렇게 두 집단 간 차이를 보이지 않은 것은 비대규모기업집단 소속기업 중 대체로 자산 규모가 큰 기업이 일반사채(무보증사채)를 발행하는 경우가 많기 때문인 것으로 분석할 수 있다. 국내기업을 대상으로 한 이전의 연구와 유사하게 대규모기업집단에 소속된 기업의 부채비율이 높고, 현금흐름비율이 낮으며, 성과측정지표의 하나인 토빈's Q는 낮은 것으로 나타나 본 연구의 표본기업이 국내기업을 대상으로 한 다른 연구들과 유사한 특징을 보인 것을 알 수 있다. 소유구조의 분포 또한 동일한 맥락을 보였다. 즉, 대규모기업집단 소속기업일수록 대주주(지배주주)의 평균 보유지분이 낮은(29.8%와 41.2%) 반면 외국인투자자의 평균 보유지분은 높은(13.3%와 9.8%)것으로 조사되었다. 이상과 같은 조사 내역은 본 연구의 표본이 국내기업의 재무적인 특성을 잘 반영하는 것으로 판단된다.

## 2. 증권인수기능의 효율성

표본으로 조사된 증권발행 및 인수내역을 기초로 <표 3>은 본 연구의 주요 목적의 하나인 인수기관별 발행수익률 스프레드를 정리한 것이다. 기존의 연구에서는 은행인수기능의 인증가설과 이해상충가설이 아직 대립되어 논란의 여지가 많은 실정이다.

<표 3> 인수기관별 발행조건 및 발행수익률 스프레드

표본기간 동안 인수기관별로 구분한 채권의 발행조건 및 발행수익률 스프레드이다. 스프레드는 국고채수익률 및 동일 신용등급의 3년 만기 회사채수익률을 벤치마크수익률로 하여 발행수익률과 국고채수익률 및 동일 신용등급의 회사채수익률의 차이값으로 산출하였다. 각 통계량은 평균값이며, 평균값 아래 [ ]은 중앙값을 나타낸다. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타낸다.

	독립증권회사 (n = 319)	기업집단증권회사 (n = 397)	은행계열증권회사 (n = 52)	기 타 (n = 136)
발행수익률(A)	0.0912 <sup>***</sup> [0.0890] <sup>***</sup>	0.0889 <sup>***</sup> [0.0885] <sup>***</sup>	0.0922 <sup>***</sup> [0.0912] <sup>***</sup>	0.0947 <sup>***</sup> [0.0948] <sup>***</sup>
국고채수익률(B)	0.0659 <sup>***</sup> [0.0667] <sup>***</sup>	0.0672 <sup>***</sup> [0.0667] <sup>***</sup>	0.0639 <sup>***</sup> [0.0593] <sup>***</sup>	0.0710 <sup>***</sup> [0.0679] <sup>***</sup>
동일 신용등급 회사채수익률(C)	0.0895 <sup>***</sup> [0.0873] <sup>***</sup>	0.0875 <sup>***</sup> [0.0866] <sup>***</sup>	0.0895 <sup>***</sup> [0.0890] <sup>***</sup>	0.0923 <sup>***</sup> [0.0918] <sup>***</sup>
수익률 스프레드(a) = (A)-(B)	0.0253 <sup>***</sup> [0.0197] <sup>***</sup>	0.0217 <sup>***</sup> [0.0169] <sup>***</sup>	0.0273 <sup>***</sup> [0.0230] <sup>***</sup>	0.0236 <sup>***</sup> [0.0193] <sup>***</sup>
수익률 스프레드(b) = (A)-(C)	0.0017 <sup>***</sup> [0.0025] <sup>***</sup>	0.0014 <sup>***</sup> [0.0012] <sup>***</sup>	0.0027 <sup>***</sup> [0.0030] <sup>***</sup>	0.0024 <sup>***</sup> [0.0029] <sup>***</sup>
표면이자율	0.0724 <sup>***</sup> [0.0700] <sup>***</sup>	0.0700 <sup>***</sup> [0.0700] <sup>***</sup>	0.0744 <sup>***</sup> [0.0700] <sup>**</sup>	0.0733 <sup>***</sup> [0.0700] <sup>***</sup>

본 연구의 표본에서는 <표 3>에서와 같이 은행계열증권회사가 인수한 경우 수익률 스프레드가 가장 크게 나타났고, 독립증권회사, 기업집단증권회사의 순서로 수익률 스프레드가 낮은 것으로 밝혀졌다. 발행수익률과 표면이자율 또한 동일한 추이를 보였다. 은행계열증권회사의 인수에서 가장 높은 수익률 스프레드가 관찰된 것은 은행이 개입된 증권인수에서 “인증가설”보다는 “이해상충가설”이 나타날 가능성이 높다는 점을 암시하는 것이기도 하다. 동일 신용등급 회사채수익률을 적용하여 산출한 수익률 스프레드도 국고채 수익률을 이용한 경우와 유사한 패턴을 나타냈다.

<표 4> 상관분석

회귀분석에 사용된 주요 특성 변수간의 상관분석 결과이다. 위쪽의 수치는 Pearson 상관계수이고, 아래쪽 수치는 Spearman 상관계수이다. 각 상관계수 아래 ( )안의 수치는 p-값이다.

	spr	logta	lever	bigone	Q	foreign	bondTL	cfta	dum
spr	1	-0.409 (0.001)	0.378 (0.001)	-0.095 (0.006)	-0.206 (0.001)	-0.416 (0.001)	0.060 (0.080)	-0.071 (0.038)	-0.001 (0.966)
logta	-0.397 (0.001)	1	-0.050 (0.001)	0.027 (0.438)	0.259 (0.001)	0.438 (0.001)	0.068 (0.047)	-0.053 (0.121)	0.325 (0.001)
lever	0.410 (0.001)	-0.058 (0.090)	1	-0.098 (0.001)	-0.257 (0.001)	-0.344 (0.001)	0.179 (0.001)	-0.181 (0.001)	0.269 (0.001)
bigone	-0.106 (0.002)	0.001 (0.986)	-0.079 (0.021)	1	0.184 (0.001)	-0.068 (0.046)	-0.110 (0.001)	-0.056 (0.103)	-0.294 (0.001)
Q	-0.133 (0.001)	0.253 (0.001)	0.143 (0.001)	-0.009 (0.779)	1	0.139 (0.001)	-0.047 (0.166)	-0.009 (0.784)	-0.201 (0.001)
foreign	-0.492 (0.001)	0.562 (0.001)	-0.361 (0.001)	-0.096 (0.005)	0.100 (0.003)	1	0.004 (0.001)	0.214 (0.001)	0.125 (0.001)
bondTL	0.068 (0.048)	0.080 (0.019)	0.189 (0.001)	-0.125 (0.001)	0.075 (0.027)	-0.024 (0.480)	1	0.031 (0.001)	0.093 (0.006)
cfta	0.016 (0.637)	-0.128 (0.001)	-0.077 (0.024)	-0.102 (0.002)	-0.046 (0.173)	0.083 (0.015)	0.004 (0.897)	1	-0.058 (0.089)
dum	0.035 (0.297)	0.316 (0.001)	0.266 (0.001)	-0.302 (0.001)	-0.083 (0.014)	0.201 (0.001)	0.094 (0.006)	-0.009 (0.771)	1

주) 변수의 구체적인 정의는 다음과 같다.  
 spr: 발행수익률과 국고채수익률 스프레드  
 logta: 로그(총자산)  
 lever: 부채비율(총부채÷총자산)  
 bigone: 대주주 1인지분율  
 Q: 토빈 Q  
 foreign: 외국인지분율  
 bondTL: 총부채 대비 회사채 비중  
 cfta: 현금흐름 비율  
 dum: 대규모기업집단더미(재벌더미)

<표 5> 횡단면회귀분석(1)

회귀분석의 종속변수로 사용한 채권발행 스프레드는 3년 만기 국고채수익률을 벤치마크수익률로 하여 각 발행수익률과 국고채수익률의 차이값으로 산출하였다. 설명변수로는 해당기업의 특성변수를 사용하였다. 기업 특성변수는 <표 4>의 설명과 동일하다. 회귀식의 결과는 어업·광업, 제조업, 건설업, 서비스업의 네 가지 산업으로 분류한 산업더미를 포함한 수치이다. 추정치 아래 ( )는 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타낸다.

	종속변수 : 채권발행 수익률 스프레드				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
절편	0.428*** (3.03)	0.378*** (2.99)	0.443*** (3.19)	0.486*** (3.338)	0.328** (2.56)
로그(총자산)	-0.194*** (-3.77)	-0.202*** (-3.90)	-0.224*** (-4.24)	-0.254*** (-4.71)	-0.229*** (-4.25)
부채비율	0.017*** (4.03)	0.027*** (5.13)	0.028*** (5.17)	0.044** (7.22)	0.039*** (6.83)
발행금액÷총자산			1.245*** (4.12)	1.239*** (4.10)	1.327*** (4.39)
대주주 1인지분율			0.010* (1.82)	0.012* (1.87)	0.014* (1.92)
토빈의 Q			-0.002** (-2.30)	-0.003** (-2.51)	-0.002** (-2.39)
외국인지분율			-0.022*** (-5.71)	-0.024*** (-5.90)	-0.024*** (-5.92)
총부채 대비 회사채 비율			0.050 (1.47)	0.162* (1.88)	0.149* (1.70)
총부채 대비 은행차입금 비율			0.204** (1.99)	0.243** (2.13)	0.220** (2.10)
현금흐름÷총자산			-0.327** (-2.01)	-0.401** (-2.17)	-0.169* (-1.85)
위험도(베타)			0.002 (1.10)	0.002 (1.12)	0.001 (0.90)
발행기업의 기업집단소속 더미 (소속 1, 비소속 0)	-0.015 (-1.65)	-0.019* (-1.70)		-0.023* (-1.76)	-0.024* (-1.81)
독립증권회사 인수더미 (비은행인수 1, 은행인수 0)	-0.061* (-1.72)	-0.063* (-1.74)		-0.075* (-1.87)	-0.104** (-2.00)
기업집단증권회사 인수여부 더미		-0.004*** (-3.50)			-0.005*** (-4.02)
채권신용등급 더미 (투자등급 1, 기타 0)	-0.021*** (-12.42)	-0.020*** (-11.97)	-0.020*** (-11.48)	-0.022*** (-12.85)	-0.024*** (-13.77)
산업더미			Yes		
Adjusted R2	0.340	0.353	0.413	0.408	0.425
F-value	54.75	56.62	41.19	39.45	43.20
관찰표본수	844	844	869	781	781

이는 미국연구인 Puri(1996), Gompers and Lerner(1997), Gande et al.(1999) 등과 일본 금융산업을 대상으로 한 Konishi(2002), Kang and Liu (2006)의 결과와 다소 대치된 결과이고, 이스라엘 IPO시장을 대상으로 한 Ber, Yafeh, and Yosha(2001), 미국 IPO시장을 조사한 Hebb and MacKinnon(2002)의 연구와 유사한 것이다. 국고채를 벤치마크로 한 수익률과 비교할 때, 일본과 달리 우리나라에서 은행이 개별기업 채권을 인수하는 경우 발행수익률의 스프레드가 크에도 불구하고 은행인수를 통해 자금을 조달한다는 것은 가격 측면과는 다른 요인이 개입할 소지가 많다는 의미로 해석할 수 있기 때문이다. 전통적으로 금융산업에서 은행의 비중이나 역할이 높아 기업의 은행의존도가 높은 우리나라에서는 은행이 자본시장 기능을 수행함에 있어서 증권가격 이외 거래관계 유지, 채권인수를 통한 대출거래 등과 같은 다른 고려사항이 포함되어야 한다는 것으로도 추론할 수 있다. 이는 <표 5>의 회귀분석 결과에서도 제시된다.

<표 4>와 <표 5>는 기업측면에서 발행수익률 스프레드에 영향을 미치는 재무적 결정요인에 관한 분석결과를 정리한 것이다. 총자산로그로 측정된 기업의 규모는 통계적으로 유의한 수준에서 수익률 스프레드를 낮추는 것으로 나타났다. 자산규모가 큰 기업일수록 발행수익률에 유리하다는 점을 확인할 수 있다. 반면에 총자산 대비 총부채 비율로 측정된 부채비율은 수익률 스프레드를 확대시키는 것으로 분석되었다. 따라서 적정 부채비율을 유지하는 것이 채권발행 수익률에 긍정적으로 작용한다는 점을 시사하고 있다.

발행금액 또한 수익률 스프레드에 영향을 미칠 수 있는데 분석결과 발행금액과 스프레드는 통계적으로 유의한 양(+의) 관계를 보여 발행금액이 채권가치에 부정적으로 작용하였다. 소유구조 상 대주주지분율은 10% 수준에서 통계적으로 유의하게 수익률 스프레드를 증가시켰다. 대주주지분이 높은 기업일수록 그만큼 소액주주의 비율이나 기타 주주의 비율이 낮게 되므로 채권발행에 있어서 대주주의 대리인문제 등이 희석될 가능성이 낮다는 것으로 해석할 수 있다. 총자산 대비 회사채 비율과 총자산 대비 은행차입금 비율은 양자 모두 양(+의) 계수값을 나타내어 레버리지 관련비율이 회사채 스프레드에 부정적으로 작용한다는 것을 알 수 있다. 즉, 은행과의 밀접도를 대용한 은행차입금 비율이 스프레드를 크게 한다는 결과는 은행차입금을 많이 사용할수록 이 기업이 발행한 채권의 은행인수과정에서 이해상충이 발생할 가능성이 높은 이해상충가설과 일맥상통한 내용으로 이해할 수 있다. 따라서 이해상충가설 하에서 은행을 통해 채권을 발행한 기업은 발행가격의 하락을 경험할 확률이 증권회사를 통한 발행보다 높고(Krozsner and Rajan, 1994), 이러한 영향은 발행기업이 인수는행으로부터 많은 차입을 하였을 경우(즉 은행과 기업의 관계가 밀접할수록) 또는 기존 회사채 발행규모가 클수록 높아질 것으로 예상할 수 있다. 또한 기존에 회사채를 포함한 부채 규모가 많아 재

무적 곤경이 있을 경우 은행이 인수기관으로 그 역할을 수행한다면 시장에서 평가하는 발행기업의 가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다고 추론할 수 있다.<sup>4)</sup>

채권의 신용등급이 BBB이상인가로 구분한 채권신용등급 더미변수와 과거 경영성과를 대변하는 토빈's Q는 예상대로 이 비율이 큰 기업일수록 발행수익률 스프레드를 낮추는 결과를 보였다. 채권의 신용등급이 기업가치에 중대한 영향을 주는 재무적 사건이 될 수 있으며, 현금흐름이 좋을수록 통계적으로 유의하게 발행수익률을 낮춘다는 것과 함께 경영성과는 채권발행가격에 매우 중요한 영향을 미친다는 점을 확인시켜 주는 결과이다. 이는 <표 6>에서와 같이 신용등급을 투자등급으로 나누어 더미변수로 사용하지 않고 직접 신용등급을 회귀모형의 설명변수로 사용한 경우에도 유사한 결과를 보였다. 즉, 신용등급이 우수할수록 스프레드가 작아지며, 신용등급이 불량할수록 스프레드가 커진다는 점을 확인할 수 있다.

회귀분석에 나타난 주목할 만한 결과로서, 외국인이 소유구조 상 주식을 얼마나 보유하고 있는가를 나타낸 외국인 지분율은 5%의 유의적인 수준에서 수익률 스프레드를 감소시켰는데, 채권발행에 있어서 외국인 지분이 유의적인 작용을 한다는 것은 외국인 투자자의 역할이 채권시장의 채권가격에도 영향을 미치고 있음을 시사하는 결과이기도 하다.

대규모기업집단에 소속된 기업의 채권발행은 그렇지 않은 기업이 발행할 경우보다 유의적인 음(-)의 계수값을 보였다. 이는 비록 통계적 유의수준이 10%로 비교적 유의수준이 낮은 결과이기도 하지만 대체로 이들 기업의 회사채가 시장에서 보다 긍정적으로 판매될 수 있음을 나타내는 것으로 판단된다. 회귀분석의 마지막 결과로서 기업집단 소속 증권회사가 인수하는 경우 스프레드가 낮은 것으로 조사되었다. 이는 <표 3>의 대규모기업집단 소속 증권회사의 채권인수 시 발행수익률 스프레드가 낮은 결과와 일관된 것이다. 대규모기업집단 소속 증권회사의 채권인수가 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보인 것은 대규모기업집단 소속 증권회사일수록 계열기업의 채권발행이 빈번하게 이루어지므로 비록 동일집단 소속기업의 채권발행을 동일집단 계열증권회사가 인수하지 못하도록 되어 있지만 계열증권회사 간 발행에 있어서 평균적으로 수익률 스프레드를 낮추는 것을 시사한다.<sup>5)</sup>

4) 본문에 보고하지는 않았지만, 은행과의 관계가 인수활동에 미치는 영향을 조사한 결과 은행과 관계도가 높은 기업이 해당 은행계열 증권회사에서 채권을 발행하는 경향이 강하고, 이러한 인수에서 채권 발행수익률 스프레드가 높아졌다.

5) 발행수익률과 동일 신용등급의 회사채 수익률의 차이를 스프레드 즉, 종속변수로 하고, 채권의 신용등급 더미변수 이외 변수를 동일하게 포함시켜 회귀분석을 한 결과도 대동소이하게 나타났다.

<표 6> 횡단면회귀분석(2)

채권신용등급의 투자등급 더미 대신 채권신용등급을 사용한 결과이다. 회귀분석의 종속변수로 사용한 채권 발행 스프레드는 3년 만기 국고채수익률을 벤치마크수익률로 하여 각 발행수익률과 국고채수익률의 차이값으로 산출하였다. 설명변수로는 해당기업의 특성변수를 사용하였다. 추정치 아래 ( )는 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 나타낸다.

	종속변수 : 채권발행 수익률 스프레드				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
절 편	0.032** (3.44)	0.032** (3.31)	0.018* (1.90)	0.016* (1.76)	0.015 (1.47)
로그(총자산)	-0.092** (-2.13)	-0.090*** (-2.08)	-0.058 (-1.55)	-0.055 (-1.54)	-0.048 (-1.39)
부채비율	0.010*** (2.59)	0.010*** (2.57)	0.012* (1.82)	0.011* (1.77)	0.010 (1.65)
발행금액÷총자산			1.779*** (3.43)	1.733*** (3.24)	1.734*** (3.29)
대주주 1인지분율			0.012*** (2.86)	0.011*** (2.84)	0.012*** (2.70)
토빈의 Q			-0.001* (-1.95)	-0.001* (-1.96)	-0.001* (-1.95)
외국인지분율			-0.015*** (-2.04)	-0.015** (-2.06)	-0.016** (-2.24)
총부채 대비 회사채 비율			0.006 (0.92)	0.006 (1.00)	0.006 (1.15)
총부채 대비 은행차입금 비율			0.102* (1.94)	0.102** (2.01)	0.103** (1.92)
현금흐름÷총자산			-0.117 (-0.91)	-0.126 (-0.92)	-0.164 (-1.02)
위험도(베타)			0.003 (1.04)	0.003 (0.91)	0.004 (1.56)
발행기업의 기업집단소속 더미 (소속 1, 비소속 0)	-0.035 (-1.46)	-0.047 (-1.58)		-0.015 (-0.83)	-0.017 (-0.92)
독립증권회사 인수더미 (비은행인수 1, 은행인수 0)	-0.014* (-1.72)	-0.014* (-1.69)		-0.002 (-0.33)	-0.002 (-0.32)
기업집단증권회사 인수여부 더미		0.004*** (-2.87)			-0.004*** (-2.70)
채권신용등급 AAA	-0.008* (-1.85)	-0.008* (-1.84)	-0.009 (-0.85)	-0.008 (-0.82)	-0.010 (-0.82)
채권신용등급 AA	-0.007* (-1.70)	-0.007* (-1.67)	-0.011 (-0.97)	-0.010 (-0.81)	-0.011 (-0.97)
채권신용등급 A	-0.008 (-1.09)	-0.008 (-1.06)	-0.004 (-0.78)	-0.004 (-0.77)	-0.004 (-0.78)
채권신용등급 BBB	0.009 (1.68)	0.010* (1.73)	0.009 (0.90)	0.009 (0.81)	0.008 (0.77)
채권신용등급 BB	0.018*** (3.42)	0.018*** (3.43)	0.017** (2.14)	0.017** (2.08)	0.015** (2.01)
채권신용등급 B 이하	0.025*** (6.69)	0.025*** (6.70)	0.024** (2.22)	0.025** (2.29)	0.024** (2.11)
산업더미			Yes		
Adjusted R2	0.444	0.434	0.422	0.406	0.436
F-value	62.20	59.83	40.04	30.77	43.53
관찰표본수	844	844	869	781	781

## V. 요약 및 결론

자본시장법이 시행됨에 따라 은행과 증권회사 간 업무영역이나 활동 및 효율성에 큰 변화가 예견되고 있다. 본 연구는 자본시장에서 발행되는 채권의 인수활동에 있어서 인수기관이 은행계열 금융기관인가, 또는 비은행계열 금융기관인가에 따라 그 재무적 효과는 서로 다를 수 있다는 점에 착안하여 그 효과를 논하였다. 비은행계열 금융기관과 달리 은행은 발행기업과 대출거래를 통해 서로 연결되어 있기 때문이다.

2000년부터 2003년까지 국내기업이 발행한 일반사채 표본을 대상으로 실증연구를 통해 분석한 결과 은행계열 금융기관의 채권인수에서보다 비은행계열 금융기관(증권회사)이 채권을 인수하는 경우 벤치마크 수익률과 비교한 발행수익률 스프레드가 낮은 것으로 조사되었다. 전통적으로 기업의 은행의존도가 높은 우리나라에서는 은행이나 은행계열증권회사가 인수하는 경우 인증가설보다는 이해상충가설이 성립될 가능성이 높은 것으로 해석된다. 또한 대규모기업집단 소속증권회사의 채권인수가 발행수익률 스프레드가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였는데, 이는 대규모기업집단 소속증권회사일수록 계열기업의 채권발행이 빈번하게 이루어지므로 비록 동일집단 소속기업의 채권발행을 동일집단 계열증권회사가 인수하지 못하도록 되어 있지만 계열증권회사 간 발행에 있어서 평균적으로 수익률 스프레드를 낮추는 것을 시사한다.

개별기업 측면에서 발행수익률 스프레드에 영향을 미치는 특성을 조사한 바에 의하면 총자산로그로 측정된 기업의 자산규모, 경영성과 및 현금흐름, 외국인 보유지분은 통계적으로 유의한 수준에서 수익률스프레드를 낮추는 것으로 나타났다. 발행기업의 신용등급이 우수할수록 수익률스프레드가 낮아진다는 점도 확인할 수 있었다. 반면에 부채비율, 총부채 대비 회사채비율, 대주주지분 등의 변수는 수익률 스프레드를 확대시키는 것으로 분석되었다. 이 가운데 특이할만한 점은 대주주지분이 높은 기업일수록 수익률스프레드가 높다는 것으로 대주주지분이 많을수록 그만큼 소액주주의 비율이나 기타 주주의 비율이 낮게 되므로 채권발행에 있어서 대주주의 대리인문제 등이 희석될 가능성이 높다는 것으로 해석할 수 있다. 채권발행에 있어서 외국인지분이 유의적인 작용을 한다는 것은 외국인 투자자의 역할이 채권시장에도 미치고 있음을 시사하는 결과이기도 한다. 대규모기업집단에 소속된 기업의 채권발행은 그렇지 않은 기업이 발행할 경우보다 유의적인 음(-)의 계수값을 보였다. 이는 대체로 이들 기업의 회사채가 시장에서 보다 긍정적으로 판매될 수 있음을 나타내는 것으로 판단된다.

본 연구는 자본시장법 시행과 관련하여 우리나라 은행과 증권회사 인수기능이 자본

시장 및 개별기업에 미치는 영향분석을 통해 이들 두 기관의 역할을 이해하는데 필요한 결과를 제시하고 있다. 인수기관 형태별로 인수기능의 경제적 효과가 상이한 지 즉, 은행계열증권회사와 증권전업회사, 기업집단소속 증권회사와 비기업집단소속 증권회사 간에 차이가 있는 지를 분석하였기 때문에, 연구의 결과는 발행시장에서의 은행과 기업집단구조의 역할 및 발행시장 인수기능의 중요성을 이해하는데 유용한 자료로 사용될 수 있다. 은행과 기업집단은 국민경제에 지대한 영향을 미치며, 경제적으로 순기능과 역기능을 동시에 수행할 수 있는 가능성을 지니고 있지만 이들 기능에 관한 이론적 연구와 실증분석은 아직도 논쟁의 여지가 많기 때문이다. 따라서 본 연구의 결과는 이러한 학문적 공백을 메우고 은행과 기업집단의 효율성을 평가할 수 있는 중요한 실증 결과를 제공한다.

또한 본 연구의 결과는 미국 등 앵글로색슨 국가를 대상으로 한 기존의 연구와 비교 분석함으로써 자본시장의 국제화 및 자본시장법의 효율성 제고에 기여할 수 있을 것이며, 겸업금융업(universal banking) 추세에 대응하기 위한 정부의 금융정책 및 재벌정책 수립에 필요한 학문적 자료로도 사용될 수 있다.

종합할 때, 금융산업의 특성과 기업측면의 제반 재무특성변수를 광범위하게 고려한 발행시장 인수기능의 효율성에 관한 연구가 미흡하다는 점에서 본 연구는 은행, 기업 재무, 증권발행시장과 관련된 문헌에 공헌을 할 수 있고, 특히 기존연구에서 자세히 다루지 않은 기업집단 소속 증권기관의 인수기능 효율성을 조사함으로써 자본시장법의 효과적인 정착에 시사점을 제시할 수 있어 의의가 크다고 볼 수 있다.

향후 연구방향으로서 본 연구에서는 자본시장법 논의 이전을 은행계열(상업은행)과 비은행계열(투자은행)의 인수기능 효율성을 다루었지만, 자본시장법 제정 이후의 시점을 포함한 보다 확장된 기간을 대상으로 한 발행시장 효율성 분석은 또 다른 경제적 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 박영석, 신현환, “기업집단의 내부자본시장과 투자의사결정”, 재무연구, 제15호, 1998, 1-22.
- 배기홍, 임찬우, “기업집단의 상호지원과 기업집단 소속기업의 주가수익률 특성 : 조건부 왜도에 관한 실증적 연구”, 재무연구, 제16권 제1호, 2003, 39-68.
- 이재화, 곽병진, 박광우, 박래수, “겸업화와 은행의 경영성과 : 66개국 상업은행 자료를 이용한 실증연구”, 한국증권학회지, 제38권 제1호, 2009, 53-75.
- Ang, J. and Richardson, T., The underwriting experience of commercial bank affiliates prior to the Glass-Steagall Act : A re-examination of evidence for passage of the act. *Journal of Banking and Finance*, 18, (1994), 351-395.
- Aoki, M. and Patrick, H., The Japanese main bank system : Its relevance for developing and transforming economies, *Oxford University press*, New York, (1993).
- Bae, K. H., Kang, J.-K. and Kim, J. M., Tunneling or value addition? Evidence from merger by Korean business groups, *Journal of Finance*, 57, (2002), 2695-2740.
- Barclay, M. and Holderness, C., Private benefits from control of corporations, *Journal of Financial Economics*, 25, (1989), 371-395.
- Ber, H., Yafeh., and Yosah, O., Conflict of interest in universal banking : Bank lending, shock underwriting, and fund management, *Journal of Monetary Economics*, 47, (2001), 189-218.
- Chaplinsky S. and Erwin, G. R., Commercial banks as equity underwriters. Unpublished working paper, University of Virginia, (2001).
- Demsetz, H. and Lehn, K., The structure of corporate ownership : cause and consequence, *Journal of Political Economy*, 93, (1985), 375-390.
- Diamond, D., Monitoring and reputation : the choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy*, 99, (1991), 689-721.
- Fama, E., What's different about the bank? *Journal of Monetary Economics*, 15, (1985), 29-40.
- Gande, A., Puri, M., Saunders, A., and Walter, I., Bank underwriting of debt securities : Modern evidence. *Review of Financial Studies*, 10, (1997), 1175-1202.

- Gande, A., Puri, M., Saunders, A., and Walter, I., Bank entry, competition, and the market for corporate securities underwriting, *Journal of Financial Economics*, 54, (1999), 165-195.
- Gibson, M. S., Can bank health affect investment? Evidence from Japan, *Journal of Business*, 68, (1995), 81-308.
- Gompers, P. and Lerner, J., Conflict of interest and reputation in the issuance of public securities : Evidence from venture capital, *Journal of Law and Economics*, 22, (1999), 1-29.
- Hebb, G. M. and MacKinnon, G. H., Valuation uncertainty and IPO's : Investment banks, commercial bank underwriters, Unpublished working paper, *Saint mary's University*, (2002).
- Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D., Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*, 106, (1991), 33-60.
- James, C., Some evidence on the uniqueness of bank loans, *Journal of Financial Economics*, 19, (1987), 217-235.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Joh, S. W., Corporate governance and firm profitability : Evidence from Korea before the economic crisis, *Journal of Financial Economics*, 68, (2003), 287-322.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and Friedman, E., Corporate governance in the Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 58, (2000), 141-186.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., Tunneling, *American Economic Review Papers and proceedings* 90, (2000), 22-27.
- Kang, J.-K. and Liu, W.-L., Is universal banking justified? Evidence from bank underwriting of corporate bonds in Japan, *Journal of Financial Economics*, 64, (2006), 165-195.
- Kang, J.-K. and Stulz, R. M., Do banking shocks affect borrowing firm performance? An analysis of the Japanese experience, *Journal of Business*, 73, (2000), 1-23.
- Khanna, T. and Palepu, K. G., Is group affiliation profitable in emerging markets : An analysis of diversified Indian business groups, *Journal of Finance*, 55, (2000), 867-891.

- Konish, M., Bond underwriting by banks and conflicts of interest : evidence from Japan during the pre-war period. *Journal of Banking and Finance*, 26, (2002), 767-793.
- Kroznor, R. S. and Rajan, R. G., Is the Glass-Steagall Act justified? A study of the U.S. experience with universal banking before (1933), *American Economic Review*, 84, (1994), 810-832.
- Kroznor, R. S. and Rajan, R. G., Organization structure and credibility : Evidence from commercial banks securities activities before the Glass-Steagall Act, *Journal of Monetary Economics*, 39, (1997), 475-516.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., The quality of government, *Journal of Law, Economics and Organization*, 15, (1999), 222-279.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R., Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, (2000), 3-27.
- Lins, K. and Servaes, H., International evidence on the value of corporate diversification, *Journal of Finance*, 54, (1999), 2215-2239.
- Mitton, T., A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis, *Journal of Financial Economics*, 64, (2002), 215-241.
- Puri, M., Commercial banks in investment banking : Conflict of interest or certification role? *Journal of Financial Economics*, 40, (1996), 373-401.
- Puri, M., Commercial banks as underwriters : Implications for the going public process, *Journal of Financial Economics*, 54, (1999), 133-163.
- Rajan, R. G., Insiders and Outsiders : The choice between relationship and arm's length debt. *Journal of Finance*, 47, (1992), 1367-1400.
- Rajan, R., Servaes, H. and Zingales, L., The cost of diversity : The diversification discount and inefficient investment, *Journal of Finance*, 55, (2000), 35-80.
- Reese, W. and Weisbach, M., Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, *Journal of Financial Economics*, 66, (2002), 65-104.
- Shin H. H. and Park, Y. S., Financing constraints and internal capital markets : Evidence from Korean Chaebols, *Journal of Corporate Finance*, 5, (1999), 169-191.
- Shleifer, A. and Vishny, R., Large Shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 94, (1986), 461-488.
- Stein, J. C., "Internal capital markets and the competition for corporate resources,"

*Journal of Finance*, 52, (1997), 111-133.

Weinstein, D. and Yafeh Y., On the costs of a bank centered financial system : Evidence from the changing main bank relations in Japan, *Journal of Finance*, 53, (1998), 635-672.

# The Efficiency of Bank Underwriting of Corporate Securities in Korea

Jae Seung Baik\* · Chanwoo Lim\*\*

<abstract>

In July 2007, Korean government has passed “The Capital Market and Financial Investment Services Act” to further develop the capital markets and the Act was to become effective in February 2009. Using a large sample of Korean firms, we have examined (i) the effect of underwriting activities on the firm value (bond spread) comparing commercial bank and investment bank, and (ii) the determinants of the firm value changes following underwriting activities of bank.

To test our goal, we collected a wide range of samples of data for bond issuing activities executed by Korean firms listed on the Korea Stock Exchange (KSE) between 2000 and 2003. Our paper is distinguished from previous studies on this subject in a way that we analyzed the effect of corporate bond underwriting activities with regard to commercial banking and investment banking. Initially, we set up a hypothesis that “Certification View” and “Conflict-of-interest View” are major driving forces behind cross-firm differences in performance following bond issuance.

We find that, in general, underwriting by investment bank (securities company) brings a positive effect on the firm value (spread between bench mark rate and bond issuing rate). This result indicates that firm value has been negatively affected by the bank underwriting and provides the evidence for “Conflict-of-interest View” in Korea.

Our studies have also revealed that any change in firm value following bond issuance is positively related with the firm size (total asset), operating performance, liquidity (cashflow), and equity ownership by foreign investors.

Overall, our results support the view that bank underwriting activities can play an important role in determining firm value and financial strategies under “The Capital Market and Financial Investment Services Act” of 2007.

Keywords : The Capital Market and Financial Investment Services Act, Primary Market, Underwriting, Bond Issuance, Commercial Banking, Investment Banking, Business group (Chaebol), Firm characteristics

\* Hankuk University of Foreign Studies, Korea

\*\* Asian Institute of Corporate Governance, Korea