
허수성 청약 방지 등 IPO시장 건전성 제고 방안

2022. 12. 19.

금 융 위 원 회 · 금 융 감 독 원
금 융 투 자 협 회 · 한 국 거 래 소

목 차

I. 추진 배경	1
II. 현황 및 평가	1
1. 최근 IPO 동향	1
2. 평가 및 문제점	3
III. 개선방안	4
1. 수요예측 내실화	4
2. 허수성 청약 방지	5
3. 공모주 추가급등락 방지	6
IV. 향후 추진계획	8
[참고1] IPO 공모주 청약 및 배정 절차	9
[참고2] 수요예측 참여 가능 기관투자자 범위	11

I. 추진배경

- IPO는 혁신기업이 주식시장에 진입하는 첫 관문이자 초기 투자자들의 모험자본 회수 통로(Exit) → **자본시장의 핵심 기제**
 - 기관의 허수성 청약과 시장의 단기 투자수요로 인해 특정 공모주에 대한 경쟁 과열로 기관배정의 주목적인 가격발견 기능 저해 → IPO 시장을 보다 공정하고 건전하게 관리 필요

II. 현황 및 평가

I 최근 IPO 동향

- **(상장·공모규모)** '22년초까지는 LG에너지솔루션을 중심으로 작년의 활황세가 이어졌으나, 2분기 이후 IPO시장은 다소 주춤
 - '21년 IPO 기업은 주가 상승, 유동성 증가 등에 힘입어 전년 (70사) 대비 27.1% 증가한 89개 → '22.상반기에는 30개로 감소
 - * '21년 이후 주요 상장기업 : SK바이오사이언스, SKIET, 카카오뱅크, 카카오페이, 크래프톤, LG에너지솔루션 등
 - '21년 IPO 공모금액은 전년(4.5조원) 대비 3.3배 급증한 19.7조원 (역대 최대) → '22.상반기는 13.7조원이나 LG엔솔(12.8조) 제외시 미미

< 시장별 IPO 실적 (단위: 개, 억원) >

구 분		'18년	'19년	'20년	'21년	'22.1Q	'22.2Q	'22.3Q
코스피	기업수	7	7	5	14	1	-	2
	공모금액	7,136	9,152	21,122	163,658	127,500	-	3,019
코스닥	기업수	70	66	65	75	19	10	14
	공모금액	18,985	22,949	24,304	33,426	5,054	3,986	9,970
합 계	기업수	77	73	70	89	20	10	16
	공모금액	26,120	32,101	45,426	197,084	132,554	3,986	12,989

※ 스펙·리츠·코넥스 신규 상장, 스펙합병상장, 재상장, 코스피 이전상장 제외

□ **(경쟁률)** 파상 등 고수익이 기대되는 IPO시, 공모주 물량을 확보하고자 하는 경쟁도 매우 치열했던 측면

- **(기관)** 수요예측시 기관투자자 전체에 할당된 최대 물량을 기재하는 등 주금납입능력을 초과하여 신청하는 관행 지속
- 그에 따라 수요예측 경쟁률이 올라가는 만큼, 공모가격이 밴드 상단 이상에서 결정되는 비중*도 지속 증가

* 상단 이상 결정 비중(코스닥·코스피, %) : ('19) 65.8 → ('20) 80.0 → ('21) 86.5 → ('22.上) 33.3

구 분	수요예측 참여기관 수(평균)				수요예측 경쟁률(평균)			
	'19년	'20년	'21년	'22.上	'19년	'20년	'21년	'22.上
코스피	740	1,000	1,226	1,375	417:1	830:1	1,124:1	1,330:1*
코스닥	852	1,080	1,279	1,063	615:1	874:1	1,205:1	969:1
전 체	841	1,074	1,271	1,082	596:1	871:1	1,193:1	992:1

- 기관간 경쟁 심화로 의무보유 확약(Lock-up) 비중*은 '20년 대비 크게 상승한 33.6% 수준(외국인은 9.8% 수준)

* 기관 의무보유확약 비중(코스닥·코스피, %) : ('19) 16.6 → ('20) 19.5 → ('21) 33.6 → ('22.上) 34.2

※ “의무보유확약을 한 ... 중장기 투자성향의 투자자에 대하여 우대하여 배정”
(‘21.7월, 협회 ‘대표주관업무 등 모범기준’에 명시)

- **(개인)** IPO가 활성화된 '21년 총 청약증거금은 784조원(전당 평균 8.8조원)으로 전년(342조원, 전당 평균 4.9조원) 대비 2배 이상 증가, 청약경쟁률*은 1,136:1에 달함(종목별 청약경쟁률 단순평균)

* '21년 경쟁률 상위사 : (앤비티) 4,398:1 (알비더블유) 3,707:1 (맥스트) 3,382:1
'21년 청약증거금이 가장 많이 모인 회사는 'SKIET'(‘21.4월)로 80.5조원 수준

※ LG에너지솔루션 IPO시 경쟁률(공모금액 : 12.8조원)

- **(기관)** 수요예측 경쟁률은 2,023:1에 달하며, 이를 통해 제출된 주문은 무려 1경 5,203조원* 수준

* 극단적 사례 : 순자본금 5억원, 순자산 1억원에 불과한 자산운용사가 9.5조원 수요 제출

- 국내 기관투자자의 경우 96.5%가 의무보유 확약을 한 반면, 외국인의 경우 27.1%만이 의무보유 확약

* 국내 기관 배정 10,518,750주 중 의무보유 확약물량은 10,150,528주 vs.
외국인 배정 12,856,250주 중 " " 3,478,500주

- **(개인)** 청약경쟁률 69:1, 청약증거금은 114.1조원 수준에 육박

□ **(상장 후 주가)** '21년 이후 상장법인들의 경우 상장당일 종가는 공모가 대비 평균 44%, 상장 3개월 후 종가는 평균 31% 상승

- 같은 기간 중 상장한 회사(103개) 중 SK바이오사이언스 등 33개사가 소위, '따상'(공모가 2배의 시초가 형성 & 상한가) 기록

→ 공모주에 대한 관심이 집중되면서 '따상'에 대한 기대 형성

< '21년 이후 상장된 법인의 공모가 대비 주가 등락률 >

구 분	상장일 종가	상장후 1개월	상장후 3개월	시장 전체*('21~'22.上)
코스피(총15개)	59.9%	43.5%	33.1%	△20.8
코스닥(총140개)	42.4%	36.3%	31.2%	△23.7

* '21~'22.상반기 기준, 공모가 대비 주가 등락률 평균

II 평가 및 문제점

□ **(허수성 청약)** 따상 등 고수익이 기대되는 IPO시 1주라도 더 받기 위해 기관투자자들의 허수성 청약 행태 만연

- 기관들이 규모(자본금·총자산·수탁고 등)나 자금조달능력과 상관없이 가격 기재도 없이 기관 전체에 배정된 물량을 신청하는 관행

⇒ 기관수요예측의 주목적인 적정한 공모가 산정을 저해(고평가 유도)하고 상장 이후 투자자에게 결과적으로 손실 초래 우려

□ **(물량배정 불합리)** 기관별 배정은 주관사 자율에 맡기고 있는 만큼, 평소 주관사와 업무 관계가 좋은 기관 위주로 다수 배정

* 예: 증권사에서 설립한 SPAC에 적극 투자한 기관에 대해 공모주 배정 우대

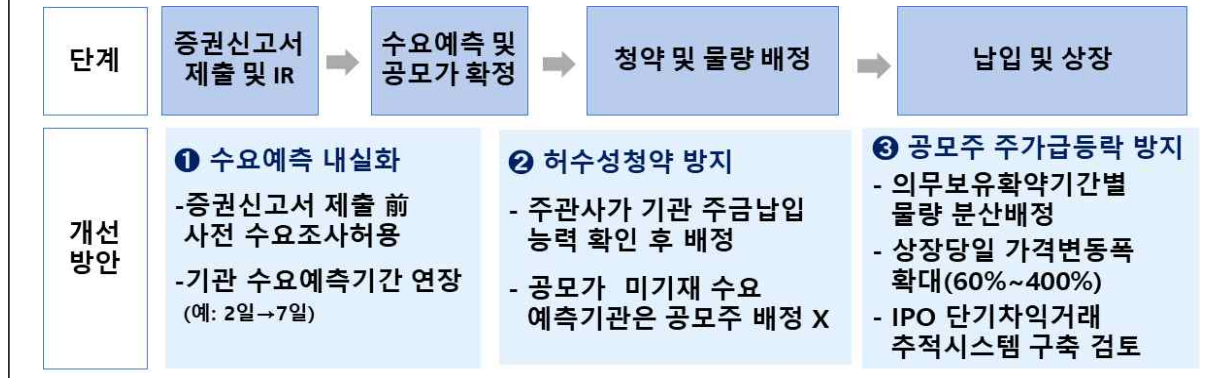
- 상대적으로 수요예측에 성실히 임했으나 적은 물량을 배정받은 기관*의 경우, 물량 배정의 공정성에 불만소지가 있으며,

* 예: 자본시장법상 펀드 내 한 종목 비중이 10%를 초과할 수 없는 공모펀드 등

- 외국인의 경우 의무보유 확약비중에 비해 많은 물량 배정
→ 상장 초기 미확약 물량이 시장에 쏟아져, 주가급변 등 야기

Ⅲ. 개선방안

◇ ①적정 공모가 산정을 위한 **수요예측**, ②납입능력에 맞는 **청약배정**을 위해 **주관사 책임성**을 제고하고 상장 후 **공모주 주가급등락 방지**



Ⅰ 수요예측 내실화

① 기관투자자 대상 **事前 투자수요 조사** 허용('Test the Waters')

- 증권신고서 제출 前 기관투자자 대상 사전 수요조사 허용
→ 주관사가 예상수요를 반영하여 공모가 범위 재평가 및 조정

* 현행 자본법 上 증권신고서 제출 前 모집·매출(50인 이상 청약의 권유) 금지

- 향후, 증권신고서 제출 前 공모주 일부를 미리 청약하는 코너스톤투자자 제도 도입과 연계하여 추진

† (참고) 美 JOBS법(the Jumpstart Our Business Startups Act)

- 기업 자금조달 활성화를 위해 적격기관투자자(QIBs) 및 기관 전문투자자 대상 사전수요조사 허용 → IPO 성공가능성 진단 및 공모조건 변경 등 대응 도모

☑ (일정) '23년중 추진, ☑ (법규) 자본시장법 개정 필요

② 내실있는 수요예측을 위하여 **기관 수요예측 기간 연장** 검토

- 관행상 2영업일간 진행되는 수요예측기간 연장(예: 7일) → 기관 주금납입능력 확인 및 공모가 범위 내 적정 공모가 선정 내실화

- 투자설명회 등 IR시 수요예측을 동시에 진행하는 방안도 검토

* (미국) IR 등과 동시에 수요예측 진행 → 참여 수량 파악 및 공모가 조정

☑ (일정) '23.1분기부터 금투협 주관 협의체를 통해 관행 개선, ☑ (법규) 해당없음

II 허수성 청약 방지

① 기관 주금납입능력에 대한 주관사 확인 및 그에 따른 배정 의무화

- 주관사가 자율적으로 미리 정한 기준·방법에 따라 수요예측 기관의 주금납입능력을 배정 前 확인·평가하도록 제도화
 - 주금납입능력에 대한 기준 및 확인방법을 증권신고서에 미리 기재토록 하고, 주금납입능력 범위 내에서만 청약물량 제출

† 기관 주금납입능력 기준 및 확인방법(예시, 주관사 자율)

- (기준) 자기자본·총자산·수탁고 규모 등 기관 성격에 맞는 기준을 마련하되, 자금조달계획을 감안, 실무적으로 유연하게 적용하는 것도 허용
 - (신탁·일임·운용사) Min(자기자본의 00%, 총자산의 00%, 수탁고의 00%)
 - (은행·증권사·연기금 등) Min(자기자본의 00%, 총자산의 00%)
- (확인) 상기 정량적 지표 관련 증빙서류 확인 또는 자금조달계획서 징구·평가 등

- 허수성 청약기관에는 미배정 또는 배정물량 대폭 축소(주관사 자율)
 - 허수성 청약기관(예: 최근 1년간 2회 이상)은 불성실 수요예측 기관 지정 ⇨ 일정기간(예: 3년) 수요예측 참여 제한

☒ (일정) '23.4월 추진, ☒ (법규) 증권인수업무규정(금투협 규정) 개정

② 상기 의무를 해태한 주관사에 대한 제재 근거 마련

- 주관사의 기관 주금납입능력 확인의무 해태 및 물량 과다배정을 불건전 영업행위로 지정 ⇨ 금감원 검사를 통해 업무정지 등 제재
 - * “증권의 공모가격 결정 및 절차 등이 협회가 정한 기준 등 건전한 시장관행에 비추어 현저히 불공정하게 이루어진 행위”는 제재가능(規 §4-19) → 그동안 제재사례 없음
- 제재의 신속성·실효성 제고를 위해 금융투자협회 차원에서 자율규제하는 방안도 병행 검토

☒ (일정) '23.4월 추진, ☒ (법규) 금융투자업규정·금투협정관·증권인수업무규정 개정

③ 수요예측시 공모가 기재*토록 유도

* 현재와 같은 가격 미기재(= 주관사가 정하는 가격에 따른다는 취지) 관행은 공모주 가격발견에 아무런 기여도 하지 않고, 공모가 인상만 야기하는 부작용

- 수요예측은 공모주의 정확한 가격발견을 위한 것인 만큼, 공모가 미기재 기관에는 불이익 부과* → 공모주 미배정

* 증권인수업무규정에 따른 공모가 미기재 의무기관(관계인수인 인수주식에 대한 수요예측 참여기관, 동 규정 제9조의2) 제외

⇒ 허수성 가격 제출 관행 개선 및 수요예측의 가격 발견기능 강화

† (참고) 대표 주관업무 등 모범기준 中 “공모주식 배정”

- 회사는 ... 수요예측에 대한 기여도를 감안하여 차등 배정할 수 있습니다.
- 회사는 ... 가격을 제시하지 않은 수요예측참여자에 대하여 우대 배정하여서는 아니되며, 과도하게 높거나 낮은 가격 제시 ... 배정물량을 축소할 수 있습니다.

☑ (일정) '23.4월 추진, ☑ (법규) 증권인수업무규정·대표주관업무 등 모범기준 개정

III 공모주 추가급등락 방지

① 의무보유 확약물량에 대한 최우선 배정원칙 마련

- 물량이 의무보유기간 종료 후 급격히 매도(오버행)될 수 있는 만큼, 주관사가 의무보유 확약기간별로 물량을 차등배정

* 예) 전체 100주 물량 중 A사 50주(확약 X), B사 40주(20주 확약), C사 30주(전량 확약) 신청시 → C사 30주, B사 20주 우선배정 후 잔여 50주는 A·B사에 자율 배정

- 차등배정 물량 외 잔여 물량에 대해서는 주관사 자율 배정

☑ (일정) '23.4월 추진, ☑ (법규) 증권인수업무규정·대표주관업무 등 모범기준 개정

② 기관투자자의 공모주 의무보유 관행 확대

- 기관의 공모주 의무보유 및 주관사 배정 관행 개선 추이를 보아가며, 기관들의 공모주 의무보유 관련 추가규제 검토

* 예) 대량 물량 신청(기관 전체 물량의 5% 이상) 또는 배정(기관 전체 물량의 1% 이상) 받은 기관은 배정물량 전체 의무보유 → 수요예측 경쟁률 등 감안, 차등 적용

☑ (일정) '23.1분기부터 금투협 주관 협의체를 통해 관행 개선, ☑ (법규) 해당없음

③ 투자자간 형평성 제고를 위해 상장 당일 가격 결정방법 개선

- 현재 상장 당일 가격변동이 제한*(공모가의 63~260%)되어 '상한가 굳히기'식 주문 행태** 등장 등 신속한 균형가격 발견이 어려움

* 공모가의 90~200%에서 기준가격을 결정하고, 기준가격±30% 가격제한폭 적용

** 기준가격 결정 직후 소수 계좌에서 빠른 속도로 매수체결을 과점(예: "교보증권 광클맨")하여, 결과적으로 주문속도가 느린 개인투자자 대부분은 거래기회 상실

⇒ 상장일 시초가와 가격제한폭을 각각 공모가 기준 60~400%*로 확대 → 신속한 균형가격 발견 및 공정한 거래기회 제공

* 종전 상장시 상장 후 공모가 대비 주가가 60~400% 범위에서 형성됨을 감안(시초가가 공모가의 200%로 결정된 경우에도 공모가의 400%까지 장중거래 가능)

† (참고) 해외사례

- 일본은 상장 당일 공모가의 25~400% 기준으로 시초가 결정
- 중국은 상장 당일, 대만은 상장일부터 4거래일동안 가격제한폭 미적용
- 미국은 상장첫날 정규시장 시작시간이 아닌 '최대한 많은 거래가 발생할 수 있는' 균형가격이 형성되었을 때 거래시작(나스닥 IPO Cross)

- 이경우 일시적으로 가격변동폭 상단(400%)에 도달시에도 균형 가격으로 조정이 예상되어, '상한가 굳히기'는 어려울 것으로 전망

※ 다만, 동 제도개선에도 불구하고 여전히 상한가 굳히기식 행태 등 가격발견 기능이 제한될 경우 상장당일 가격제한폭을 두지않는 방안까지도 추가 검토

☑ (일정) '23.上 규정개정 및 전산개발, ☑ (법규) 거래소 업무규정 시행세칙 개정

④ "IPO 단기차익거래 추적시스템" 구축 검토(중장기)

- 의무보유 미확약 기관들의 공모주 매도내역(물량·가격·시기)을 일정 기간 모니터링할 수 있는 시스템 마련 추진(협회 등)

- 모니터링 결과를 전체 주관사에 공유하여 주관사가 향후 공모주 배정시 참고(필요시 IPO 관리·감독 차원에서 금융당국과도 공유)

* (미국) '97년 예탁결제기관(DTCC)이 관련 기관(NYSE, NASD, SEC 등) 및 업계 지원 下 IPO Tracking System 구축(5년 소요) → Flipping 감시 등에 활용

- '23년 중 유관기관·업계 참여 TF(협회·거래소·예탁원 등) 구성 및 연구용역을 통해 도입여부 검토 및 세부 시스템 설계

☑ (일정) '23년중 유관기관 TF 구성 및 연구용역 추진, ☑ (법규) 증권인수업무규정 개정

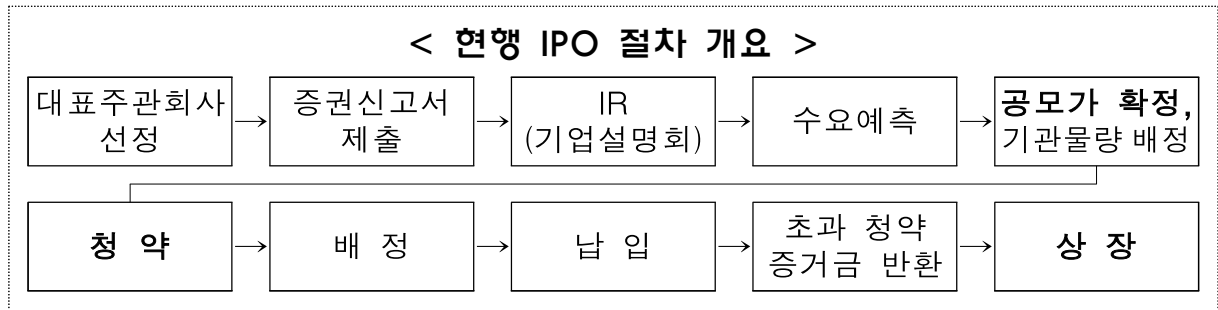
IV. 향후 추진계획

- 금번 발표한 방안의 후속조치를 내년 상반기 중 적극 추진하여 자본시장 진입의 첫 관문인 IPO 시장에 대한 신뢰를 제고
 - 상반기 중 관련 규정 개정 등 제도개선을 신속히 추진하는 한편,
 - 유관기관·업계 합동 TF를 지속 운영하여 IPO 시장 관행 개선 및 이를 뒷받침할 수 있는 인프라 보완 등 시장정착 노력 계속

추진과제	조치사항	소관	일정
1-1. 사전투자수요조사 허용	자본시장법 개정안 국회제출	금융위	'23.2분기
1-2. 기관수요예측기간 연장	금투협 주관 협의체 운영	금투협	'23.1분기
2-1. 주금납입능력 확인 및 배정 의무화	증권인수업무규정 개정	금투협	'23.4월
2-2. 주금납입능력 확인의무 이행력 확보	금융투자업규정 개정	금융위	
	금투협정관 및 증권인수업무규정 개정	금투협	
2-3. 수요예측시 공모가 미기재 기관에 불이익 부여	증권인수업무규정 및 대표주관업무모범기준 개정	금투협	
3-1. 의무보유확약물량 최우선 배정원칙 마련	증권인수업무규정 개정	금투협	'23.1분기
3-2. 기관투자자의 의무보유 관행 확대	금투협 주관 협의체 운영	금투협	
3-3. 상장당일 가격변동폭 확대	한국거래소 업무규정 시행세칙 개정	거래소	'23.1분기
	전산개발		'23.2분기
3-4. IPO 단기차익거래 추적시스템 구축검토	유관기관 TF 구성	금투협	'23.1월
	연구용역 추진		'23.5~11월
	세부방안 마련		'23.12월

참고 1

IPO 공모주 청약 및 배정 절차



① **(사전준비)** 발행사는 **상장예비심사청구 2개월 전까지** 주식 인수 및 IPO 제반 업무를 담당할 증권사와 **대표주관계약 체결**(인수업무규정 §3④)

- 주관사는 발행사의 **경영실적·영업·재무사항** 등을 점검하고 **수요예측 및 공모가 협의** 등을 진행

② **(신고서 제출)** 발행사는 거래소 **상장적격성** 심사결과를 통보 (상장 예비심사청구일로부터 45일 이내)받은 후 **증권신고서 제출**

- 주관사의 **기업실사**를 기초로 **기업가치 평가**를 통해 산정된 **주당 희망공모가격(Band)**, 모집·매출 주식수 등 발행조건 제시

③ **(IR)** 주관사는 증권신고서 제출 후 **수요예측 전까지(2주간)** 기관 투자자 대상 **기업설명회**를 진행하여 **IPO에 대한 관심 제고**

- * 주요 자산운용사와는 증권신고서 제출 직후 one on one 미팅, 그 외 다수 기관투자자 등 대상으로는 증권신고서 효력발생일 이후 대규모 IR 실시

④ **(수요예측)** 주관사는 기관투자자를 대상으로 **희망 매수가격 및 수량 등 수요상황**을 파악하는 **수요예측** 실시

- 인터넷(주관사 홈페이지)를 통해 **2일간** 진행*하며, 불성실수요 예측 참여자** 외에는 **국내·해외 기관투자자 모두 참여 가능**

- * 해외 IR 시에는 1~2주간 다양한 방법(인편·우편·유선·E-mail·Fax 등)으로 진행

- ** 미청약·미납입, 의무보유확약위반 등 사유 발생시 자율규제위원회 의결을 거쳐 지정

- 기관투자자 **유형별**(자산운용사, 연기금, 저축은행, 기타 국내외기관 등)로 나눠서 접수받고, **의무보유 확약여부, 자산·자기자본·펀드 설정규모** 등 추가정보 수집

⑤ **(공모가확정)** 수요예측 결과(가격대별 신청현황, 경쟁률 등) 등을 고려하여 발행사와 주관사가 협의하여 최종 공모가 결정

- 주관사는 실권위험 등을 감안하여 공모가를 낮추려는 유인이 있는 반면, 발행사는 자금유입 규모가 커지는 높은 공모가 선호

⑥ **(기관배정)** 기관을 유형별로 구분하여 배정물량을 할당한 후 각 그룹 내에서 참여기관별 가중치를 적용, 최종 배정수량 결정

- 의무배정 물량 우선할당(하이일드펀드 10%, 코스닥벤처펀드 30% 등) 후 수요예측 참여가격·수량, 참여자 질적특성(의무보유확약기간, 운용규모, 투자성향, 참여실적 등) 등을 고려, 배정

※ 주관사가 복수인 경우 각 주관사 수요예측 결과를 하나로 통합하여 배정하거나, 주관사 별로 물량을 나누어 각각 배정

⑦ **(청약·배정·납입)** 주관사는 2일*간 청약을 접수(중복청약 금지) 받고, 통상 청약일로부터 2영업일내 배정 공고 및 주금 납입

* 우리사주조합은 1일(청약 초일), 기관투자자 및 일반투자자는 2일간

- 일반투자자는 청약금액의 50%를 증거금*을 납부하며, 대개 50%까지는 청약주식수에 비례하여, 나머지 50%는 균등배정

* 청약증거금 부과는 자율이나 일반투자자에 대해서는 청약 불이행 방지를 위해 청약증거금을 징수하고, 기관투자자는 청약증거금 면제

- 주관사는 청약증거금을 한국증권금융에 별도로 예치한 후 납입기일에 주금으로 대체하고 초과 청약증거금은 반환

- 일반투자자에게 청약증거금에 대한 이자는 미지급

- 기관투자자는 납입 기일까지 배정금액의 1%에 해당하는 청약 수수료를 주금과 함께 납입

⑧ **(상장)** 모집·매출 완료 후 거래소가 주식분산요건 등을 확인하여 상장 승인하고 매매거래 개시

참고 2

수요예측 참여 가능 기관투자자 범위

구 분	기관투자자
금융회사 등	은행, 산은, 기은, 수출입은행, 농협·수협중앙회
	보험회사
	투자매매·중개업자(증권사 및 선물사)
	집합투자업자(공·사모 집합투자기구 포함)
	종합금융회사
	증권금융회사
	여신전문금융회사
	상호저축은행중앙회 및 상호저축은행
	산림조합중앙회
	새마을금고연합회
	신용협동조합중앙회
	투자일임회사
	신탁회사(부동산신탁회사 포함)
연·기금 및 공공기관 등	국민연금공단
	법률에 따른 기금·공제회 등
	신보, 기보
	한국주택금융공사
	우정사업본부
외국인	상기에 준하는 외국 법인

* 창업투자회사, 창투조합·신기술투자조합·벤처투자조합, 사립학교법인 등은 일반청약자에 환매청구권(putback option) 부여 전제로 수요예측 참여 허용 가능