

금융겸업방식간 성과 차별성에 관한 연구: 기존 연구 서베이를 중심으로

김 자 봉*

요약

국내에 금융지주회사법이 도입된 지 내년이면 10년을 맞는다. 그럼에도 불구하고 국내 금융겸업의 발전과 학문적인 논의의 수준이 초기단계를 벗어났다고 판단하기가 어려운 상황이다. 이에 따라 본고는 겸업을 둘러싼 해외에서의 학문적인 논의를 정리하고 이를 통해 학문적 논의의 활성화를 위한 단초를 마련하고자 하였다. 겸업에 대한 논의는 크게 1기와 2기로 구분될 수 있다. 1기에는 전업과 겸업에 대한 비교연구가 주된 관심이었으며, 2기에는 다양한 겸업방식 간 비교가 주된 관심이었다. 1, 2기 논의에 있어서 가장 중요한 이슈는 이해상충문제였다. 전업주의, 내부겸영 및 외부겸영(지주회사 내 자회사방식)은 모두 이해상충문제의 가능성과 해결방안에 있어서 견해를 달리한다. 1, 2기 동안 이루어진 연구결과에 따르면 전업주의는 이해상충문제에 대해 가장 강한 형태의 대응방식에 해당하며, 외부겸영은 내부겸영에 비하여 더 강한 방식이다. 국내에서 내년 2월 시행예정인 자본시장통합법은 내부겸영을 기본원칙으로 채택하고 있는데, 이는 해외의 연구결과에 따르면 이해상충 우려가 가장 큰 겸업방식이라는 점에서 많은 주의와 관심을 기울여야 할 필요가 있다.

주제분류 : B020620, B030603

핵심 주제어 : 겸업주의, 전업주의, 합리적 할인가설, 인증가설

I. 문제제기

지난 1999년 공정거래법이 개정되고, 2000년 금융지주회사법이 도입된 이래 국내 금융산업에서도 지주회사방식에 의한 겸업이 발전하여 왔다.

* 한국금융연구원 연구위원, e-mail: jbkim@kif.re.kr 02-3705-6277.

2001년 4월 우리금융지주가 국내 최초의 금융지주회사로 설립되었고, 2001년 9월 신한지주, 2002년 12월 한국투자금융지주, 2005년 7월 하나지주가 설립되었다. 최근 2008년 9월에는 국민은행이 지주회사로 전환하였다. 이들 이외에도 국내 및 국외계열 금융기관들이 지주회사로의 전환을 위해 준비 중인 것으로 알려지고 있다.

2009년 시행될 예정인 자본시장통합법 역시 겸업을 더욱 확대하는 계기가 될 것으로 보인다. 또한 최근 금융산업의 주요 의제인 '규제완화' 혹은 '규제합리화'는 겸업이 보다 확대될 수 있는 금융환경을 형성하고 있다.

그런데 주지하는 바와 같이 자본시장통합법은 금융지주회사법의 지주회사방식과는 달리 '내부겸영'방식을 허용하고 있다.¹⁾ 이에 따라 겸업방식에 대하여 국내에서는 금융지주회사법에 의한 지주회사방식과 자본시장통합법에 의한 내부겸영이 동시에 허용될 예정이다. 이와 같이 상이한 겸업원칙의 동시 채택은 해외 사례를 비추어 보아서 상당히 드문 예에 속한다.²⁾ 그 까닭은 흔히 제도의 일관성 뿐 아니라 운용 및 감독의 효율성 측면에서 단일한 원칙의 채택이 일반적이기 때문이다. 가까운 예로 미국, 일본 등은 은행 뿐 아니라 자본시장에 대해서도 지주회사방식을 단일하게 채택하고 있다.

지주회사방식은 다양한 금융서비스를 사업의 독립성을 갖는 자회사로 하여금 영위하도록 하고 이들 자회사 간 기능을 결합함으로써 범위의 경제를 추구한다. 이와 달리, 내부겸영은 단일 회사 내로 다양한 금융서비스를 영위하는 독립된 회사들의 조직과 기능을 통합함으로써 범위의 경제를 추구한다.

이 두 방식은 고객계좌를 유지하는데 있어서도 차이를 가진다. 특정 고객 甲이 지주회사의 서비스를 이용하는 경우 고객 甲의 계좌는 이 지주회사가 제공하는 금융서비스 유형에 따른 자회사별로 서비스계좌가 독립적으로 유지된다. 반면, 甲이 내부겸영방식을 취한 금융회사의 서비스를 이용하는 경우 서비스의 종류에 관계없이 고객의 계좌는 통합된 단일 계좌로

1) 금융위원회 보도자료(2008년 10월).

2) 본고에 대한 익명의 심사자는 저자와는 다른 견해라고 밝혔으며, 심사자의 요청에 따라 아래와 같이 인용한다. "자본시장통합법 상의 내부겸영허용은 일부 예외적인 기능이 포함되어 있기는 하지만 자본시장과 관련된 제한된 범위 내에서의 겸영만을 허용하고 있다. 따라서 우리나라의 겸업 원칙을 (해외 사례에 비추어) '상이'하다고 보기는 어려운 측면이 있다."

유지된다. 고객의 계좌를 자회사별로 독립적으로 유지하는 방식과, 이와 달리, 통합하여 단일 회사 내에서 유지하는 방식은 흔히 지적하는 효율성 및 이해상충문제와 관련을 갖는다. 효율성은 독립된 계좌와 통합계좌 간 비용의 차이, 두 겸업방식 간 범위 및 규모의 경제 효과의 차이를 말한다. 이해상충문제³⁾는 금융서비스의 수요자와 공급자 간 목적함수의 상충이 지주회사방식과 내부겸업방식 가운데 어느 경우에 더 빈번하게 나타나고 현실화될 가능성이 큰가 하는 것에 의해 결정된다. 금융서비스의 다양성과 복잡성이 클수록 수요자와 공급자 간 목적함수의 충돌에 의한 이해상충이 현실화될 가능성도 더욱 커질 수 있을 것이다.

이와 같은 효율성비교와 이해상충문제에 대한 판단은 이론적이고 실증적인 연구를 필요로 한다. 아쉽게도 그 동안 학계에서는 이러한 이슈에 대한 연구가 아직 충분히 이루어지지 않았다. 사실, 금융지주회사법이 도입될 당시 국내 사정을 되돌아보면 외국의 지주회사제도를 소개하는 자료는 상당 수 있었으나, 지주회사제도에 대한 이론적이고 실증적인 연구는 충분히 이루어지지 못한 것으로 보인다. 외국의 지주회사제도가 어떻게 운영되고 있는지에 대한 소개는 어느 정도 이루어졌으나, 지주회사뿐 아니라 겸업의 다양한 방식을 이론적이고 실증적으로 비교분석한 내용은 거의 없었던 것으로 보인다.

이에 본고는 겸업에 대한 이론적이고 실증적인 연구에 앞서 지금까지 우리보다 먼저 겸업제도를 채택해 온 해외에서 학자들을 중심으로 이루어진 겸업에 대한 논의를 정리하고 보다 나은 논의를 위한 디딤돌을 마련해보고자 한다.

지주회사방식과 내부겸업방식이 도입된 각국의 사례를 보면, 다양한 스펙트럼을 지니고 있다. 그만큼 겸업에는 다양한 방식이 있다. 그런데 다양한 겸업 방식이 관심의 대상이 되는 이유는 겸업의 방식이 금융회사의 수익성 및 건전성 뿐 아니라 금융시스템의 안정성에 큰 영향을 주기 때문이다. 금융상품 차원에서 보면, 겸업은 예금상품과 투자상품의 결합이다. 그런데 예금과 투자는 많은 부분에서 본질을 달리한다. 예를 들어 예금은 원금이 보장되는 금융상품인 데 비해, 투자는 원금이 보장되지 않는 금융상

3) 이해상충에 대한 자세한 사례는 Krosner and Rajan(1994) p.810-811을 참조하기 바란다.

품이다. 또한 예금은 위험을 회피하는데 비해, 투자는 위험을 적극적으로 인수한다. 위험에 대한 태도가 본질적으로 다른 금융상품에 대한 상이한 경영방식은 당연히 상이한 경영방식 간 금융회사의 예상수익과 위험프로파일에 영향을 미치게 된다. 더구나 대출과 투자의 결합은 이해상충을 야기할 수 있으며, 이해상충이 금융시스템에 대한 불신으로 이어지는 경우 시스템의 안정성도 위협할 수 있게 된다.

본고는 해외논의를 정리함에 있어서 이를 1,2기로 구분하여 행하고자 한다. 여기에서 1,2기의 구분은 우선적으로 이슈를 중심으로 이루어진다. 1기를 이루는 주요 이슈는 논의 구성으로 볼 때 2기의 전단계에 해당하는 것으로, 전업주의와 겸업주의의 상대적인 비교에 관한 것이었다. 반면, 2기의 주요 이슈는 겸업주의 내에서 겸업방식 간 어떤 차이에 관한 것이었다. 이러한 이슈구분에 따르는 1,2기에 대한 시기구분은 다음과 같다. 즉, 1기는 1986년 영국의 금융빅뱅과 1987년 미국의 겸업허용을 기점으로 시작되고, 2기는 1기의 논의가 대체로 종결되는 시점인 1990년대 중반 즉 GLB법의 제정이 있기 불과 몇 년 전부터 시작된다.

1,2기를 엄밀히 구분한 논의는 다음 장으로 미루고, 여기에서는 1,2기 논의의 전체 맥락을 간단히 소개하고자 한다. 1986년 영국에서의 겸업허용을 통한 금융빅뱅의 추구와 1987년 미국에서 Section 20 Subsidiary 도입으로 겸업이 크게 발전할 수 있는 여건이 마련되었다. 이를 계기로 학자들은 전업주의에 비교하여 겸업주의가 어떤 장점을 갖고 있는지에 대하여 큰 관심을 갖게 되었다. 또한 겸업주의 안에서 내부겸영(within-house)과 지주회사-자회사 형태(arm's length affiliate)의 외부겸영(between-house)의 상대적 효과에 대해서도 논쟁이 있어 왔다. 이 논쟁은 이론적인 논의보다는 미국 내에서 내부겸영 및 외부겸영이 자유롭게 허용된 유일한 역사적 시기인 1920~30년대를 대상으로 한 실증분석을 수단으로 하여 이루어져 왔는데, 그 대표적인 예가 Manju(1993)와 Krosner and Rajan(1994a, 1994b), Rajan(1995) 등에서 비롯하는 논쟁이다.

이들의 논쟁은 1999년 Gramm-Leach-Bliley(GLB) Act의 제정에 큰 영향을 미치는데, 내부겸영을 금하는 Glass-Steagall Act 조항은 여전히 유지한 채 지주회사방식을 통한 겸업을 허용하기로 결정한 것은 이들의 논

쟁으로부터 영향을 받은 것이다. 예를 들어, Krosner and Rajan과 Rajan은 외부겸영이 내부겸영에 비하여 수익성과 이해상충의 방지 측면에서 더 바람직하다는 연구결과를 내놓았으며, GLB Act는 이러한 연구결과를 반영했다고 할 수 있다.

내부겸영은 기관을 중심으로 이루어지는 반면, 외부겸영은 기능을 중심으로 이루어진다. 내부겸영은 동일한 금융회사에서 다양한 금융서비스를 제공하는 반면, 외부겸영은 기관은 달리하면서도 다양한 서비스기능을 결합한다. 전업주의(specialized banking)와 겸업주의(universal banking)의 차이는 업무영역의 분리 여부를 기준으로 한다면, 내부겸영과 외부겸영의 차이는 겸업주의 안에서 겸업방식의 차이로 구분된다. 여기에서 외부겸영이 갖는 중요한 특징은, 서비스기능을 결합하는 금융회사들이 여전히 독립된 법인체(legal entity)라는 사실이며, 이로 인하여 종래 적용되던 전업주의와 충돌하지 않는다는 점이다. 물론 내부겸영은 전업주의와 정면에서 충돌한다. 내부겸영은 독일, 프랑스 등 주로 유럽지역에서 주로 채택되고 있고, 지주회사-자회사 형태(arm's length affiliate)의 외부겸영은 영국 및 미국 등에서 채택되고 있다.

만일 모든 정보가 완벽하게 공개되어 경제주체 간 정보비대칭성이 없고 거래비용 및 감독비용이 전혀 없다면, 이해상충가능성 또한 없을 것이며 이에 따라 내부겸영과 외부겸영 간 차이도 존재하지 않을 수 있을 것이다. 설령 정보비대칭성이 존재하더라도 충분한 신용평가인프라, 회계 및 투명성기준, 엄격하고 충분한 금융감독이 이루어진다면, 이 경우에도 역시 내부겸영과 외부겸영 간 차이는 거의 없을 것이다.

하지만 현실세계에서는 충분한 신용평가인프라, 엄격한 회계 및 투명성기준, 충분한 금융감독이 제대로 이루어지는 것은 쉽지 않다. 우선 완벽한 감독은 매우 높은 비용을 야기할 것이며, 감독 자체도 얼마든지 실수(errors in monitoring of regulators)를 행할 수 있다. 또한 감독대상을 두고 관할권 다툼이 발생하게 되면(bureaucratic turf battles), 효율적인 감독 배분이 저해될 수 있다. 물론 감독 뿐 아니라 신용평가인프라 및 회계투명성 역시 경제적으로 많은 비용을 야기한다.

여기에서 더 나아가, 설령 충분한 신용평가인프라, 회계 및 투명성기준, 엄격한 금융 감독이 이루어진다고 하더라도, 예금과 투자에 대한 보험제도

의 인센티브구조가 전혀 다르다. 예금에 대한 보험은 예금 자체를 보장하기 위한 것인 반면, 투자에 대한 보험은 투자 자체를 보장하기 위한 것이 아니라 투자자금에 대한 보관기능(custodian)을 보완하기 위한 것이다. 그런데 정보비대칭성이 전혀 없는 경우가 아니라면, 예금업무와 투자업무의 내부겸영에 예금보험이 적용되는 경우 투자의 손실이 예금보험으로 전이되는 가능성을 배제하기 힘들게 된다. 하지만, 예금업무와 투자업무가 독립되어 외부겸영으로 이루어진다면 이해상충의 가능성은 충분히 낮아질 수 있을 것이다.

또 하나 지적되어야 하는 점은, 내부겸영과 외부겸영이 서로 다른 내생적인 인센티브 구조를 형성한다는 점이다. 서로 다른 인센티브 구조를 형성하는 원인은 내부겸영의 경우 사적 비용함수(private cost function)와 사회적 비용함수(social cost function) 간에 괴리가 있기 때문이다. 여기에서 사회적 비용은 이해상충에 의해 야기되는 사회적 손실이다. 내부겸영에서는 이해상충 가능성에 대하여 사전적으로 뿐 아니라 사후적으로도 정확한 모니터링이 불가능하다. 이에 비해 외부겸영에서는 적어도 정확한 사후적인 모니터링이 가능하다. 따라서 외부겸영에서는 사적 비용함수와 사회적 비용함수가 일치되는 반면, 내부겸영에서는 이 두 비용이 서로 다르다. 그러므로 사회적인 관점에서 볼 때 외부겸영이 내부겸영보다 더 바람직하다고 할 수 있다.

본고는 서론을 포함하여 총 4개의 장으로 구성되어 있다. II장에서는 초기단계를 대상으로 한 논의 즉 전업주의와 겸업주의에 관한 연구를 살펴보았으며, III장에서는 후기 단계에서 다양하게 발전하고 있는 겸업방식에 대하여 논의하고 있다. IV장은 결론 및 향후 필요로 하는 연구 이슈를 담고 있다.

II. 겸업에 대한 1기 논의: 전업과 겸업의 대비

1986년 영국의 금융 빅뱅과 1999년 미국의 Gramm-Leach-Bliley (GLB)법 제정 이전의 겸업방식은, 1920~30년대 초반 미국의 경우를 제외하면, 독일 등 유럽식 겸업주의에 따른 내부겸영 뿐이었다.

대공황을 배경으로 미국에서 비롯된 전업주의 은행은 영국, 캐나다 등 세계 주요 국가에서 수용되었다. 전업주의 은행의 특징은 내부겸영 혹은 지주회사, 자회사 등 어떤 방식에 의하든 관계없이 상업은행기능과 투자은행기능 간 겸영을 전혀 허용하지 않는다는데 있다.

하지만, 1986년 금융 빅뱅이후 영국에서 자회사방식을 통한 은행의 증권업 겸업이 허용되고, 1999년 미국에서 GLB법의 제정으로 지주회사를 통한 은행의 증권업겸업이 허용되면서 겸업방식은 내부겸영과 함께 자회사·지주회사방식의 외부겸영으로 확대되었다.

이러한 사실에 기초해 볼 때 겸업화의 발전과정은 두 단계로 구분하여 이해할 수 있다. 첫째 단계는 방식에 관계없이 모든 형태의 겸업을 반대하는 전업주의와 이와 달리 거의 제한 없이 폭 넓게 겸영을 허용하는 내부겸영이 대비되던 시기이며, 둘째 단계는 내부겸영(in-house)과 함께 제한된 방식으로 겸업을 허용하는 자회사·지주회사방식(Financial Holding Company, FHC-affiliate)의 외부겸영이 가능해진 시기이다. 비교의 관점에서 보면, 전자는 겸업과 겸업 아닌 것이 뚜렷하게 대비되는 시기이며, 후자는 겸업주의 안에서 다양한 겸업방식 간 비교가 이루어지는 시기에 해당한다.

후자의 경우 겸업방식의 비교는 겸업구조가 업무조직을 중심으로 하느냐 혹은 업무기능을 중심으로 하느냐에 의해 특징지어 진다. 내부겸영과 같이 업무조직을 중심으로 겸업구조가 이루어지는 경우를 기관중심 겸업(institutional universality)이며, 자회사·지주회사방식과 같이 업무기능을 중심으로 겸업구조가 이루어지는 경우를 기능중심 겸업(functional universality)이다.

겸업주의에 대한 학문적인 연구는 겸업의 발전단계를 반영하여 이루어졌다. 앞에서 간단히 지적한 바와 같이, 연구의 주요 이슈를 기준으로 볼 때, 겸업에 대한 연구는 크게 1,2기로 구분할 수 있다. 1기에 이루어진 연구의 대부분은 미국에서 대공황 이후 은행의 증권업 겸업을 금지한 Glass-Steagall 법을 대상으로 한다. 즉, Glass-Steagall 법이 당시 법 취지로 제시한 점들이 당시 사실에 비추어 합리적이었는지 그 여부를 확인하고자 하는 것이었다. 그러한 연구의 대표적인 사례로는 White(1986), Krosner & Rajan(1994) 등을 들 수 있다. 본 장에서는 이러한 1기의

논의 내용을 중심으로 살펴보고자 한다. 내부겸영과 외부겸영 간 상대적인 장단점을 파악하고자 하는 연구가 주를 이루는 2기의 논의 내용은 다음 장에서 살펴볼 계획이다.

1. Glass-Steagall 법에 대한 논의

겸업주의와 전업주의에 대한 비교연구는 주로 GLB법이 제정되기 이전의 시기에 이루어졌다. 이러한 비교연구는 영국에서 금융 빅뱅이 이루어진 시기인 1986년을 전후로 하여 시작되었다. 관심의 대상은 영국의 금융 빅뱅에서 은행의 증권업 겸업을 허용한 것을 계기로 하여, 상업은행과 투자은행간 겸업이 그렇지 않은 전업 투자은행의 인수업무에 비하여 더 우월한 결과를 창출하는지 여부에 관한 것이었다.

대표적인 연구사례로는 Krosner and Rajan(1994), White(1986) 등이 있는데, 이들은 1933년에 제정된 Glass-Steagall 법이 기초하고 있는 논리적 가정이 부분적으로는 오류에 기초하고 있음을 밝혔으며, 특정 조건하에서는 겸업주의가 전업주의에 비하여 더욱 우월한 결과를 낳을 수 있음을 밝히는데 기여하였다. 그리고 이들의 이러한 연구결과는 미국에서 1999년 GLB법이 제정되도록 하는데 긍정적인 영향을 주었다.

Glass-Steagall 법은 두 가지 가정에서 있다. 아래 <표 1>에서 보는 바와 같이, 첫째, 모든 형태의 은행과 증권업 겸업은 은행의 건전성을 약화시킨다.(본고는 이를 '제1가정'이라고 부른다.) 둘째, 모든 형태의 은행과 증권업 겸업은 이해상충을 야기한다.(제2가정'이라고 부른다.) 그러나 위에 언급한 Krosner and Rajan(1994), White(1986) 등은 Glass-Steagall 법의 이러한 가정이 특정 조건에서는 사실이 아닐 수 있음을 지적한다.

이들의 연구는 우선 은행의 겸업방식은 다양한 형태로 이루어진다는 점에 주목한다. 즉, 은행의 증권업 겸업의 방식은 크게 두 가지로 이루어지는데, 하나는, 은행이 직접 증권업을 영위하는 내부겸영방식이며, 다른 하나는 자회사 및 지주회사를 통한 외부겸영방식이다. 그런데 이들 연구결과가 관심을 갖는 겸업방식은 외부겸영방식이다. 즉, 내부겸영의 경우는 Glass-Steagall 법의 가정이 타당할 수 있으나, 외부겸영의 경우에는 그

러한 가정이 타당하지 않을 뿐 아니라 오히려 반대의 결과를 낳았다는 것이다. 아래에서는 이들의 연구결과를 간략히 설명하고자 한다.

【표 1】 Glass-Steagall 법안의 두 가지 가정

| 가 정 | 내 용 |
|--------|----------------------------------|
| 제 1 가정 | 모든 형태의 은행과 증권업 겸업은 은행건전성을 약화시킨다. |
| 제 2 가정 | 모든 형태의 은행과 증권업 겸업은 이해상충을 야기한다. |

가. 제 1 가정에 대한 검토

White(1986)는 Glass-Steagall 법이 기초한 제 1 가정을 분석대상으로 하고 있다. Glass-Steagall 법안의 제정 취지는 은행의 증권업 겸업으로 인하여 약화된 은행시스템의 건전성과 대공황을 치유하기 위한 것이었다. White는 바로 이러한 법 제정 취지가 타당한 것이었는지 묻는다. 그는 은행대출과 증권인수의 외부겸업방식에 따른 결합이 은행 및 금융시스템의 건전성에 영향을 주었는지에 대하여 1920년대 은행 파산 관련 자료를 대상으로 분석하였다. 그 결과, 내부겸업의 경우에는 타당할지 모르나, 적어도 외부겸업방식에 따른 상업은행의 증권인수 업무 참여는 은행시스템의 건전성에 영향을 주지 않았던 것으로 판단하였다. 오히려 건전성을 강화시키는 효과를 지니고 있음을 계량분석을 통하여 추정하였다.

이러한 연구결과는 Glass-Steagall Act를 제정한 상원 위원회의 입장, 즉 은행의 건전성은 증권사와의 결합을 통해 약화되었다는 주장과는 전혀 상반된 것이다. 당시 Glass상원의원이 위원장으로 있던 금융통화위원회(Committee on the Banking and Currency)가 문제 삼은 내용은 다음과 같다.

- ① 증권업 영위가 은행파산 가능성을 증가시킨다.
- ② 고객예금이 증권인수 자금으로 이용될 인센티브가 형성된다.
- ③ 증권업의 경기변동이 은행에 부정적 영향을 준다.
- ④ 은행 부채상환능력(solvency)과 유동성(liquidity)에 부정적인 영향을 준다.

하지만 White의 분석은 미국 상원 금융통화위원회의 이러한 가설에 대하여 정반대의 결과를 도출하였다. 1930-33년 사이 은행 전체의 26.3%가 파산했으나 증권사를 자회사로 거느린 은행의 부도율은 6.5%에 불과했

다. 또한 은행 내부조직에서 증권업을 겸업했던 145개의 내부겸업 은행의 부도율은 7.6%였다.

이와 같이 증권사를 자회사로 보유하는 경우 은행의 부도율이 오히려 낮았던 이유는 증권사를 자회사로 보유하고 있는 은행의 규모 때문이었다. 즉, 증권사를 자회사로 보유한 은행은 상대적으로 규모가 컸으며, 이에 따라 자회사를 통해 위험분산과 규모의 경제를 누릴 수 있었던 것이다. 대공황시기에 파산한 은행의 대부분은 소규모은행이었다. 상업은행과 투자은행의 수익은 높은 상관관계를 지니지 않았으며 단지 낮은 수준의 상관관계(weak correlation)를 가질 따름이었다. 이는 은행업과 증권업의 내부겸업 혹은 자회사를 통한 겸업이 위험을 분산시키는 효과를 가지고 있었음을 보여준다. White의 분석결과에 따르면, 대공황의 원인은 은행이 증권업을 겸업했기 때문이 아니었으며, 증권업 겸업이 은행의 자본과 유동성을 체계적으로 저해하지 않았다.

【표 2】 증권자회사 보유가 은행부도율에 미친 영향 Logit 분석

| 변 수 | 추정치 |
|---|--------------------|
| 상수항 | 1.0478** (0.6852) |
| 자산대비 자본금(Capital/assets) | -1.7212* (0.8015)* |
| 자산대비 정부채권(U.S. Government bonds/assets) | 1.5301* (0.7361) |
| 자산대비 기타 채권(Other bonds/assets) | 0.3504 (0.5308) |
| 자산대비 대출(Loans/assets) | 1.2645* (0.5738) |
| 예금대비 현금보유(Cash items/deposits) | -4.4362* (1.2072) |
| 자산대비 예금(Deposits/assets) | -1.2718* (0.8831) |
| 자산대비 부채(Bills payable and other liabilities/assets) | 3.3927* (1.0017) |
| 자회사더미변수(Security affiliate dummy) | -0.9143* (0.4930) |
| 내부겸업더미(Bond department dummy) | 0.1081 (0.4807) |
| Likelihood ratio test | 19.97* |

주 : 괄호안의 추정치는 표준오차 추정치. *표시는 0.05수준에서, **는 0.10수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

출처: White(1986)

이러한 결과가 <표 2>에 나타나 있다. 표에 의하면, 자산대비 자본금이 클수록, 예수금 대비 현금보유비중이 클수록, 또한 증권사를 자회사로 보유한 경우에 은행의 부도율은 낮아지는 모습을 보였다. 반면, 자산대비 대출과 부채가 많을수록, 부도율이 증가하는 경향을 보였다. 은행이 증권업

을 내부 겸영한 경우에는 부도율이 오히려 증가할 수 있는 가능성을 안고 있는 것으로 추정되었으나 통계적 유의성을 갖지는 못하였다.

이러한 분석결과를 전제로 하여, White는 Glass-Steagall Act의 제정으로 모든 형태의 겸업을 금지하고 은행과 증권업의 분리를 규정한 것은 은행으로 하여금 위험한 결정(risky decisions)을 내리지 못하도록 하는 데에는 성공했으나, 한편으로는 규모의 경제 및 상호보완성 등을 발전시킬 수 있는 기회를 차단해버리는 효과를 낳았음을 지적하였다.

나. 제 2 가정에 대한 검토

Krosner and Rajan(1994)은 은행자회사인 증권사와 은행의 자회사가 아닌 전업 투자은행이 인수한 채권의 부도율을 비교함으로써 은행과 증권사의 겸업이 이해상충문제를 야기하는지 검토하였다. 이들은 1921~1929년 사이에 발행된 채권 가운데 각각 은행계 투자은행과 전업 투자은행에 의해 인수된 채권을 분석대상으로 하였다. 이들의 연구결과에 따르면, Glass-Steagall 법이 전제로 삼았던 제 2 가정과는 달리, 은행자회사인 증권사가 인수한 채권의 부도확률은 전업 투자은행이 인수한 채권의 부도확률보다 더 낮았다.

따라서 Krosner and Rajan에 따르면, 이해상충을 우려하여 은행업과 증권업의 겸업을 금지한 Glass-Steagall 법은 내부겸영의 경우에는 타당할지 모르나 외부겸영에 대해서는 타당하지 않은 것이었다. 이해상충은 은행자회사인 증권사가 신용등급이 낮고 위험이 높은 증권을 인수하여 이를 고객에게 판매함으로써 의도적으로 고객의 이익을 침해하는 행위를 의미한다. 하지만, 1920년대 은행자회사 증권사의 채권인수 성과를 분석해 보면 그러한 이해상충현상이 나타나지 않으며 오히려 은행자회사 증권사가 인수한 채권의 시장가격이 전업 투자은행이 인수한 채권에 비해 더 높고 신용등급도 우월한 것으로 판명되었다. 은행자회사 증권사가 인수한 증권의 부도율은 투자은행이 인수한 증권에 비해 더 낮았다. 이러한 사실은 은행이 자회사를 통하여 증권인수업을 영위하는 경우 고객의 이해를 훼손하는 이해상충의 문제점이 나타나지 않았거나 전업 투자은행보다 덜 심각했음을 의미한다.

당시 은행자회사인 증권사와 전업 투자은행이 인수한 채권의 부도율을

비교해 볼 수 있다. 1921-1929년 사이에 발행되어 은행계 증권사와 전업 투자은행에 의해 인수된 채권에 대하여 1921-1940년 사이에 부도 처리된 채권의 비중(부도율)을 보면, 은행계 증권사의 경우 23.1%이고, 전업 투자은행의 경우 32.2%였다. 즉, 은행계 증권사의 부도율이 전업 투자은행의 부도율보다 9.1% 더 낮았다.

부도금액을 기준으로 보더라도, 동일한 분석기간 동안, 은행 자회사 증권사의 경우 인수금액의 약 11%인 8천만 달러가 부도났으나 전업 투자은행의 경우 인수금액의 약 28%에 이르는 1억3천만 달러가 부도 처리되었다. 이러한 결과는 <표 3>에 정리되어 있다. 아래 <표 4>는 White와 Krosner & Rajan의 논의 내용을 간략히 요약하고 있다.

[표 3] 1921-1929년 발행 채권에 대한 인수의 부도율 비교

단위: 건수(%)

| 연도 | 은행자회사인 증권사의 인수 채권 | | | 전업 투자은행의 인수 채권 | | |
|------|-------------------|----------|----------|----------------|-----------|----------|
| | 정상회수 | 잔액 | 부도 | 정상회수 | 잔액 | 부도 |
| 1921 | 0(0.0) | 8(100.0) | 0(0.0) | 0(0.0) | 9(100.0) | 0(0.0) |
| 1922 | 0(0.0) | 20(95.2) | 1(4.7) | 0(0.0) | 25(100.0) | 0(0.0) |
| 1923 | 2(4.6) | 41(93.2) | 1(2.3) | 1(2.2) | 45(97.8) | 0(0.0) |
| 1924 | 4(7.6) | 47(88.7) | 2(3.8) | 2(3.7) | 51(94.4) | 1(1.9) |
| 1925 | 6(9.4) | 56(87.5) | 2(3.1) | 6(9.1) | 58(87.9) | 2(3.0) |
| 1926 | 8(9.9) | 71(87.7) | 2(2.5) | 10(11.4) | 74(84.1) | 4(4.6) |
| 1927 | 13(13.0) | 84(84.0) | 3(3.0) | 13(12.6) | 84(81.6) | 6(5.8) |
| 1928 | 24(21.4) | 84(75.0) | 4(3.6) | 23(19.7) | 87(74.4) | 7(6.0) |
| 1929 | 32(26.5) | 84(69.4) | 5(4.1) | 29(24.0) | 85(70.3) | 7(5.8) |
| 1930 | 40(33.1) | 76(62.8) | 5(4.1) | 30(24.8) | 80(66.1) | 11(9.1) |
| 1931 | 42(34.7) | 71(58.7) | 8(6.6) | 32(26.5) | 69(57.0) | 20(16.5) |
| 1932 | 43(35.5) | 60(49.6) | 18(14.9) | 37(30.6) | 56(46.3) | 28(23.1) |
| 1933 | 45(37.2) | 55(45.5) | 21(17.4) | 38(31.4) | 49(40.5) | 34(28.1) |
| 1934 | 51(42.1) | 45(37.2) | 25(20.7) | 44(36.4) | 39(32.2) | 38(31.4) |
| 1935 | 59(48.8) | 36(29.8) | 26(21.5) | 56(46.3) | 27(22.3) | 38(31.4) |
| 1936 | 71(58.7) | 23(19.0) | 27(22.3) | 66(54.6) | 16(13.2) | 39(32.2) |
| 1937 | 77(63.6) | 16(13.2) | 28(23.1) | 72(59.5) | 10(8.3) | 39(32.2) |
| 1938 | 79(65.3) | 14(11.6) | 28(23.1) | 75(62.0) | 7(5.8) | 39(32.2) |
| 1939 | 81(66.9) | 12(9.9) | 28(23.1) | 78(64.5) | 4(3.3) | 39(32.2) |
| 1940 | 81(66.9) | 12(9.9) | 28(23.1) | 79(65.3) | 3(2.5) | 39(32.2) |

주 : 정상회수(retired)는 만기 혹은 만기일 이전에 상환된 채권, 부도는 원금 혹은 이자의 지불불능상황에 빠진 채권을 의미함.

출처: Krosner and Rajan(1994)

【표 4】 GLB법 제정 이전 겸업에 대한 연구

| 연구자 | 내용 |
|-----------------------|---|
| White(1986) | 증권사를 자회사로 둔 은행과 그렇지 않은 은행의 부도율을 비교함으로써 은행의 자회사를 통한 증권업겸업이 은행의 건전성을 약화시키지 않았음을 실증 분석함. |
| Krosner & Rajan(1994) | 은행자회사 투자은행과 전업 투자은행이 인수한 채권의 상대적 부도율을 비교하여, 금융시스템의 안전성 측면에서 은행자회사 투자은행이 더 우월했음을 실증함. |

2. 겸업주의와 전업주의의 비교논의

Glass-Steagall 법의 제정 취지에 대한 검토가 이루어진 이후, 이를 이어 나타난 주요 연구결과로는 Manju(1996)와 Boot and Thakor (1997)가 있다. Manju(1996)는 은행과 증권사의 겸업을 통한 투자은행 서비스가 왜 전업 투자은행에 비하여 더 우월한 결과를 낼 수 있는지에 대하여 분석한다. Boot and Thakor(1997)는 독일식 내부겸영이, 비록 은행과 증권사 간 겸업의 한 형태이기는 하지만, 외부겸영과는 달리 미국식 전업주의에 비해서 왜 더 열등한 결과를 낳는지에 대하여 논의한다.

Manju(1996)에 따르면, 은행의 증권업 겸업은 독자적인 투자은행의 증권업에 비하여 더 큰 편익을 낳는다. Manju는 Glass-Steagall 법이 제정되기 이전 시기를 대상으로, Ang and Richardson(1994), Krosner and Rajan(1994), Manju(1994) 등이 사후적인 부도확률(ex post default probability)을 통해 은행 증권인수의 이해상충 가능성문제에 대해 분석한 것과는 달리, 사전적인 가격결정(ex ante pricing) 과정을 분석대상으로 하였다. Manju(1996)는 사전적인 가격결정이 예상부도확률을 반영한다고 가정하고, 은행과 증권사의 겸업을 통한 인수업무가 야기할 수 있는 이해상충의 크기는 별로 크지 않다고 보았다.

Manju가 이와 같이 판단하는 이유는 겸업은행이 전업투자은행에 비하여 더 많은 정보를 보유하고 이를 효율적으로 활용할 수 있기 때문이며, 또한 평판에 민감하게 반응하므로 이해상충문제의 가능성을 최소화한다는 전제에 따른 것이다. 은행의 장점은 대출서비스를 제공하면서 기업고객에 대한 정보를 취득한다는 점이다. 이 때문에 상업은행은 투자은행에 비하여 더 낮은 비용으로 더 많은 정보를 갖게 된다. 이에 따라 겸업은행의 증권

인수업무는 전업 투자은행에 비하여 더 우월한 정보를 바탕으로 이루어지므로 인수증권의 신용등급에 대한 판단이 더 신뢰할만하다는 인증효과(certification effect)를 낳는다.

이와 같이 겸업은행은 전업투자은행에 비하여 더 효율적인 결정을 내릴 수 있을 뿐 아니라 동시에 이해상충의 발생이 은행의 평판에 심각한 손실을 초래한다는 사실도 정확히 이해한다. 은행은 평판위험을 회피하기 위해 증권인수를 함에 있어서 인수 대상 증권의 가치를 정확히 평가하여 인수하고자 노력한다. 이러한 노력을 통해 이해상충가능성은 최소화된다.

따라서 정확한 정보에 기초한 인수결정과 평판위험에 대한 적극적인 반응의 결과, 겸업은행이 이해상충을 야기할 가능성은 상당히 낮아 졌으며, 겸업은행이 인수한 증권의 가격은 전업투자은행이 인수한 증권에 비하여 시장에서 높게 평가되었다. 만일 이해상충여지가 매우 커서 이 부정적 효과가 인증효과를 지배한다면, 은행자회사 증권사가 인수한 증권의 시장가격은 전업 투자은행이 인수하는 경우에 비하여 더 낮았어야 할 것이다.

Boot and Thakor(1997)에 따르면, 독일식 내부겸영은 투자은행부문의 개혁을 추구하는 인센티브를 낮추며 이로 인해 전업주의방식에 비하여 금융개혁동기가 낮아지게 된다. 투자은행부문은 상업은행부문과의 결합으로 자신의 비용을 상업은행부문으로 전가할 수 있게 됨에 따라 효율성을 추구하는 동기가 크게 하락하기 때문이다.

상업은행은 대출 후 차입자의 도덕적 해이에 대한 모니터링에 있어서 전문성을 지니고 있는 반면, 투자은행은 자본시장에서 차입자의 자금조달을 지원하고 그들의 자본비용을 낮출 수 있도록 금융혁신을 통하여 증권을 설계하는 것에 대하여 전문성을 지닌다. 내부겸영이 허용되지 않고 단지 전업주의만 허용되는 경우에는, 상업은행과 투자은행은 각자 자신의 전문성을 극대화함으로써 최적의 선택을 행하며 그 결과 고객은 각 은행의 금융 개혁에 의한 편익을 향유할 수 있다.

하지만, 내부겸영이 이루어지는 경우에는, 투자은행이 자신의 금융개혁에 따르는 비용을 상업은행에 전가하는 행위를 함으로써 금융시장의 효율성제고에 부정적 영향을 끼칠 수 있다. 이 경우 내부겸영 금융시스템의 균형은 전업주의 금융시스템의 균형에 비하여 더 열등한 결과를 초래한다.

Boot and Thakor에 따르면, 금융시스템의 경쟁력에 영향을 미치는 두

가지 변수는 내부겸영의 정도와 금융시장의 경쟁 정도이다. 내부겸영은 흔히 은행산업에 있어서 높은 집중도를 가져오며, 이는 은행산업의 경쟁력을 저하시키는 요인으로 작용한다. 하지만, 1920년대 미국에서 부분적으로는 은행과 증권사간 내부겸영이 존재했음에도 불구하고 금융개혁이 지속될 수 있었던 이유는 은행산업 내 경쟁이 높았기 때문이다. 미국과 유럽의 상대적인 경쟁력의 차이는 바로 이러한 제도적인 차이에 기인한 것이었다.

아래 <표 5>는 이상의 논의를 간략히 요약하고 있다.

[표 5] 전업주의와 겸업주의의 비교 연구

| 연구자 | 내용 |
|-----------------------|--|
| Manju(1996) | 겸업은행은 잠재적 이해상충 문제를 안고 있으나 한편으로는 투자은행이 갖지 못한 기업고객에 대한 대출정보를 통한 우월한 사적 정보를 활용하여 인증효과(certification effect)를 창출하므로 전업 투자은행보다 우월한 결과를 생성 |
| Boot and Thakor(1997) | 독일식 내부겸업은행의 금융개혁 동기는 미국식 전업주의 은행에 비하여 더 낮음. |

Ⅲ. 겸업에 대한 2기 논의: 겸업방식 간 대비와 겸업 성공의 조건

1. 겸업방식의 다양화

Saunders and Walter(1997)는 겸업의 유형을 완전겸업, 독일식, 영국식, 미국식 등 4개로 구분하였다. 완전겸업은 은행, 증권, 보험 등 모든 금융서비스가 동일기관에서 제공되는 경우이며, 독일식은 은행과 증권업이 동일기관에서 제공되지만 보험 및 모기지금융 등은 자회사를 통하여 제공되는 경우를 말한다. 영국식은 은행이 증권, 보험사 등을 자회사로 보유하는 방식이다.

이에 비해 미국식은 지주회사가 자회사로 은행, 증권, 보험사를 보유하는 방식이다. 넓게 정의하면, 미국 상업은행들은 투자은행서비스를 1812년에서 1933년에 이르는 오랜 기간 동안 직접 제공하여 왔다. 하지만

Glass-Steagall 법의 제정이후에는 모든 형태의 겸업이 금지되었다. 다만, 최근 1999년 GLB법의 제정으로 지주회사를 이용한 겸업이 허용되었다.

독일의 경우, 다른 나라에 비하여 상대적으로 넓은 영역에 걸쳐 내부겸영이 허용되고 있으나 그 범위에 제약이 없는 것은 아니다. 상업은행서비스와 투자은행서비스는 내부겸영이 허용되지만, 보험, 모기지금융, 뮤추얼펀드 등은 반드시 자회사를 통하여 이루어지도록 법에서 규정하고 있다.

Allen and Gale(2001)은 미국과 독일의 금융시스템이 정반대의 형태를 이루고 있다고 지적한다. 이들에 따르면, 내부겸영방식과 지주회사·자회사방식 가운데 어느 것이 채택되느냐 하는 것은 은행과 자본시장의 균형 정도에 의존한다. 독일에서는 은행의 집중도가 높고 금융시장의 자원배분 역할의 대부분을 은행이 행하지만, 미국에서는 은행의 집중도가 낮으며 자원배분에 있어서 자본시장의 역할이 중요하다. 이와 같이 금융시스템이 은행중심 혹은 자본시장중심 여부에 따라 겸업이 금지되거나 혹은 허용 및 허용방식 등에 있어서 차이를 낳는다. 미국에서는 은행의 투자은행 내부겸영이 금지되어 왔으며, 독일에서는 금융시장이 은행중심으로 이루어져 오면서 내부겸영이 허용되어 왔다. 영국도 미국과 같이 자본시장 중심 국가에 해당하며, 독일과 같이 은행 중심국가로는 프랑스가 있다.

김우진·이건범(2005)은 내부겸영, 자회사 및 지주회사를 상세히 비교하여 차이점과 공통점을 제시하고 있다. 이들에 따르면, 사업에너지 측면에서 내부겸영의 장점으로 강력한 통합기능을 통한 규모 및 범위의 경제를 들고 있으며, 자회사의 장점으로는 모회사의 리더십과 넓은 범위의 금융서비스제공이 가능하다는 점을 들었다. 지주회사의 장점은 그룹차원에서의 의사결정에 따른 시너지효과와 효율적인 자원배분기능이며, 또한 넓은 범위의 금융서비스 제공이 가능하다는 점이다.

김·이가 지적한 내부겸영의 단점으로는 부문간 이해상충이 발생가능하다는 점과, 자회사 및 지주회사와는 달리, 폭넓은 금융서비스제공이 가능하지 않을 수 있다는 점을 들었다. 자회사방식의 단점으로는 인허가(license) 획득을 위한 비용이 발생하고, 모회사의 의사결정이 우선시 되는 경우 이해상충이 발생할 수 있음을 지적한다. 지주회사의 단점으로는 자회사방식과 마찬가지로 인허가(license) 획득을 위한 비용이 발생하고 또한 지주회사조직의 전문성이 떨어질 경우 그룹 전체적으로 비효율이 발

생활 수 있다는 점이다. <표 6>은 김·이(2005) 및 Saunders and Walters(1997), Walters(2007)의 내용을 정리하고 있다. 표에는 사업 에너지 측면 뿐 아니라 경영체제에 대해서도 장단점을 내부겸영, 자회사 및 지주회사 각각의 경우에 대하여 정리 비교한 내용을 담고 있다.

【표 6】 겸업방식의 비교

| | | In-house 방식 | 자회사 방식 | 지주회사 방식 |
|-----------|----|---|---|---|
| 내용 | | • 동일 금융회사가 은행·비은행 업무 동시 영위 | • 모회사-자회사관계 | • 지주회사가 다양한 기능의 금융자회사 소유 |
| 사업 시너지 | 장점 | • 동일 회사 내 업무 종합으로 범위의 경제 실현 용이 • 인가 및 업무이전 등 관련한 규제·업무조정 비용 최소화 | • Full Financial Service 제공 가능 • 모회사 중심의 Service 체계 형성 | • Full Financial Service 제공 가능 • 그룹차원의 의사결정으로 시너지 창출 및 효율적 자원배분 가능 |
| | 단점 | • 이해상충가능성으로 인하여 Full Financial Service 제약 발생 가능 • 서비스별 분업체계 미비로 부문별 전문성 확보가 어려워 규모의 경제가 곤란 가능 | • 서비스별 License 획득 비용 추가적으로 소요 • 모회사와 자회사간 전략 방향 상충 시 모회사의 의사결정이 우선하여 자회사 사업구조가 지배되고, 자회사주주 이익 훼손 | • 서비스별 License 획득을 위한 추가비용 • 지주회사 전문성 취약 시 범위의 비경제야기 |
| 경영 체제 | 장점 | • 서비스 기능 및 내용의 변화에 대한 조직 내 탄력적 대응이 용이 | • 모회사의 자회사에 대한 강한 리더십 체제 구축 용이 | • 자회사의 독립/투명 경영 보장 • 각 서비스 기능에 적합한 유연한 조직구조와 전문적 인력관리 체제 구축용이 |
| | 단점 | • 비은행 업무에 필수적인 유연한 조직구조와 경쟁적 인력관리 체제 구축이 매우 곤란 • 전문인력 영입이 어려움 • 은행 건전성 훼손 우려 • 조직 효율성 및 안정성 저하 | • 자회사의 체계적 독립경영이 어려움. • 모자회사간 전문성, 차별성이 부각되기 어렵고 중복서비스 발생 • 비은행 업무에 적합한 유연한 조직구조 구축이 어려움. | • 지주회사의 전문성 및 조정능력이 체계화 되지 못할 경우 산만한 조직으로 전략가능성 |
| 전제 조건 | | • 내부겸영에 대한 법적 규제 변화 • 기존 자회사 유지할 경우 서비스 중복문제 해결 | • 자회사 설립인가 획득 | • 지주회사 인가획득 • 자회사의 지주회사 편입요건 완비 |

출처: 이견범·김우진(2005), Saunders and Walters(1997), Walters(2007)

2. 겸업방식 간 성과비교: 합리적 할인가설과 인증가설

영국에서는 1986년 금융 빅뱅 이후 그리고 미국에서는 1987년 Section 20를 통해 겸업이 크게 확대되었다. 1999년 GLB법이 제정된 이후에는 지주회사방식의 금융그룹화가 크게 확대되었다. 이에 따라 겸업주의 서비스는 종래의 내부겸업과 함께 지주회사·자회사방식의 외부겸업으로 구분되었다.

하지만 이 두 가지방식의 겸업현상에 대한 비교연구가 지금까지 충분히 이루어진 것은 아니다. 특히 두 방식을 체계적으로 비교하는 이론적인 관점에서의 연구는 더욱 그런 상황이다.

이론적인 논의를 전개하지는 않지만, 내부겸업과 외부겸업에 대하여 명시적으로 데이터를 통해 두 방식의 차이를 비교 분석한 논문으로는 Rajan(1995), Manju(1996), Saunders and Walter(1997), Allen and Gale(2001) 등을 예로 들 수 있다.

Rajan(1995)은 은행이 직간접방식을 통하여 증권업을 겸업하는 경우 나타나는 편익과 비용을 정리하고 내부겸업이 효율성을 발휘하기 위해서는 특정한 조건이 충족되어야 한다고 지적한다. Rajan에 따르면, 겸업서비스가 창출하는 편익은 범위의 경제(economies of scope)이다. 또한 겸업은 은행과 기업 간 접촉범위(points of contacts)를 확대시키고 그 결과 기업의 경영권에 대한 레버리지능력을 높임으로써 궁극적으로 대리인비용을 하락시킬 수 있다. 그리고 기업의 자금조달 기회가 확대됨에 따라 기업의 자본비용이 절감되는 효과를 얻을 수 있다.

하지만, 상업은행의 투자은행업 겸업은 비용도 수반한다. 또한 겸업은행제도 하에서는 인수서비스보다는 대출서비스로의 편향이 발생한다. 겸업은행의 인수서비스는 전업 투자은행에 비하여 비효율적이다. 그럼에도 불구하고 겸업은행으로부터 대출서비스를 받고 있는 기업의 입장에서는 인수서비스를 위해 거래은행을 전업 투자은행으로 변경하는 데에는 주저하게 된다. 겸업은행으로부터의 대출서비스 중단을 초래할 수도 있기 때문이다. 이러한 비용은 겸업은행제도가 초래하는 전환비용(cost of switching)에 해당한다. 또한 겸업은행제도가 경쟁에 노출되지 않고 비효율적으로 운영되는 경우, 고객에 대하여 지대추구행동을 하게 된다. 따라서 기업의 입장

에서는 자금조달비용이 증가하는 상황에 직면하게 된다.

Rajan은 1920년대에 대한 분석을 통하여, 위에서 지적한 공통된 특징에도 불구하고 당시 겸업의 유형이었던 내부겸업과 외부겸업의 성과는 서로 상이하았음을 밝혔다. 당시 자료에 대한 통계적 분석을 통하여 Rajan은 내부겸업 은행이 인수한 채권에 비하여 외부겸업 자회사 투자은행이 인수한 채권의 시장가격이 더 높았다는 점을 밝혔다. 이는 곧 내부겸업방식보다 외부겸업방식이 시장에서 더 좋은 평판을 얻었고 더욱 효율적이었음을 의미했다.

이와 같이 겸업의 방식에 따른 효율성 차이는 당시 시장에 잘 알려져 있었고 그 결과, 대부분의 인수업무는 내부겸업보다는 자회사를 통하여 제공되기에 이르렀다. 물론 당시 미국정부가 은행으로 하여금 인수업무를 자회사방식으로 전환하도록 유도하는 정책 혹은 제도를 마련하지는 않았다. 내부겸업방식에서 외부겸업방식으로의 전환은 시장에서 은행들의 자발적인 결정을 통하여 이루어졌다. 하지만, Rajan은 왜 외부겸업(자회사)방식의 인수업무가 내부겸업의 인수업무에 비하여 더 효율적으로 이루어졌는지에 대한 이론적인 분석은 제시하지 않았다.

Krosner and Rajan(1995)은 두 가지 가설을 제기하고 이를 계량적으로 검증한다. 첫 번째 가설은 소위 '합리적 할인 가설'(rational discounting hypothesis)이고, 두 번째 가설은 소위 '인증 가설'(informed certification hypothesis)이다. 합리적 할인 가설에 따르면, 투자자들은 이해상충에 대한 우려 때문에 내부겸업 은행이 인수한 증권에 투자하는 경우 보다 큰 할인율을 적용하여 높은 수익률(higher yield)을 요구한다. 이에 비해, 인증 가설에 따르면, 내부겸업 은행은 대출정보를 활용하여 인수증권의 잠재가치를 보다 정확히 판단할 수 있으므로 투자자에게 제공되는 수익률은 전업투자자의 인수증권이 제공하는 수익률에 비하여 더 낮게 된다.

Krosner and Rajan은 위의 두 가설 가운데 어느 가설이 더 타당한지 판단하기 위하여 1920년대 24개의 내부겸업 은행과 33개의 자회사 증권사에 의한 893개의 인수증권 사례를 대상으로 분석하였다. IPO에서 제시된 암묵적 만기수익률(the implied yield to maturity)에서 정부의 장기채권수익률을 차감한 수익률을 초기 수익률(initial net yield)로 정의하

고, 내부검영과 은행자회사 증권사 각각의 초기수익률은 도출하고 이를 비교하였다. 만일 할인율이 높으면 이에 상응하여 더 높은 만기수익률을 보장해야 한다. 그 결과, 은행자회사 증권사가 인수하여 IPO를 행한 증권에 대한 초기수익률의 평균(mean)과 중앙값(median)이 각각 2.02%와 1.99%로 내부검영 은행의 IPO 증권에 대한 초기수익률에 비하여 각각 35, 50 basis point만큼 낮았다. 이러한 결과는 내부검영이 인수한 증권이 시장에서 더 크게 할인되었고 시장가치가 더 낮았음을 나타내며 은행자회사 증권사의 IPO 증권 가격이 평균적으로 내부검영 은행 IPO 증권가격보다 더 높았음을 의미한다. <표 7>은 내부검영 은행의 IPO 증권에 대한 만기수익률이 은행자회사인 증권사의 IPO에 비하여 0.192~0.278의 범위에서 더 크다는 점을 보여 주고 있다.

[표 7] 내부검영과 은행자회사 증권사의 인수증권 초기수익률 비교(1925-1929)

| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
|------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 내부검영 더미변수 (D=1) | 0.239 (4.116) | 0.214 (3.596) | 0.192 (3.315) | 0.278 (4.300) | 0.210 (2.809) |
| log(기업의 총자산) | -0.127 (-7.670) | -0.114 (-6.367) | -0.091 (-5.158) | -0.063 (-3.154) | -0.107 (-3.947) |
| log(기업연수) | -0.083 (-4.219) | -0.082 (-4.221) | -0.071 (-3.744) | -0.084 (-4.326) | -0.057 (-2.038) |
| 상장더미변수 (D=1) | 0.070 (1.221) | 0.046 (0.783) | 0.028 (0.491) | 0.002 (0.038) | 0.054 (0.620) |
| 자산대비 부채비율 | | -0.246 (-1.821) | 0.121 (0.844) | 0.124 (0.861) | 0.147 (0.640) |
| 철도관련기업 더미변수 (D=1) | | | -0.460 (-4.762) | -0.430 (-4.414) | -0.681 (-3.387) |
| public utility 기업 더미변수 (D=1) | | | -0.311 (-5.233) | -0.249 (-4.067) | -0.388 (-3.782) |
| 전국은행 더미변수 (D=1) | | | | 0.254 (4.017) | |
| log(은행연수) | | | | -0.147 (-2.892) | |
| log(은행자본) | | | | -0.011 (-0.460) | |
| #(obs.) | 441 | 441 | 441 | 431 | 183 |
| R-square | 0.276 | 0.280 | 0.334 | 0.360 | 0.339 |

출처: Krosner and Rajan(1995)

Krosner and Rajan은 이러한 결과가 초래된 근본적인 이유는 투자자들이 내부겸영 은행의 IPO 증권에 대하여 이해상충에 대한 우려 때문에 할인을 행하기 때문이라고 판단한다. 이러한 분석결과에 따르면, 현실에서 확인되는 것은 '인증가설'보다는 '합리적 할인 가설'이 더 타당한 것이었음을 알 수 있다.

Manju(1996) 역시 1920년대를 분석의 대상으로 삼고 두 가설에 대한 계량적 검증을 시도하였다. 그는 1927년 1월~1929년 8월에 이루어진 389건의 인수증권을 대상으로 겸업방식 간에 성과를 대상으로 내부겸영 은행이 인수한 증권의 수익률과 외부겸영방식의 자회사 투자은행이 인수한 증권의 수익률 차이를 비교 분석하였다. Manju에 따르면, 내부겸영 은행이 인수한 증권의 시장가격은 전업 투자은행이 인수한 증권의 시장가격보다 통계적으로 유의한 수준에서 더 낮았다. <표 8>에서 보는 바와 같이, 투자은행이 인수한 채권과 내부겸영 은행이 인수한 채권의 수익률 차이(IN-IH)는 0.231이고 이 때 t-값은 2.35이다. 또한 투자은행이 인수한 주식과 내부겸영 은행이 인수한 주식의 수익률 차이(IN-IH)는 0.531이고 이 때 t-값은 3.00이다. 이러한 결과는 내부겸영의 인수업무 수익률은 투자은행의 수익률보다 유의한 수준에서 더 낮음을 보여주는 것이다.

외부겸영 자회사 투자은행이 인수한 증권의 시장가격은 전업 투자은행이 인수한 증권의 시장가격과는 통계적으로 유의한 수준에서 차이가 존재하지 않는 것으로 드러났다. <표 8>을 보면, 전업 투자은행이 인수한 채권과 외부겸영 은행이 인수한 채권의 수익률 차이(IN-IH)는 0.133이고 이 때 t-값은 1.54이다. 그런데 전업 투자은행이 인수한 주식과 외부겸영 은행이 인수한 주식의 수익률 차이(IN-IH)는 0.285이고 이 때 t-값은 1.65이다. 이러한 결과는 외부겸영의 인수업무 수익률과 전업 투자은행의 수익률은 통계학적인 의미에서 차이가 없음을 보여주는 것이다. 하지만 <표 8>에서 보는 바와 같이, 외부겸영이 인수한 증권의 시장가격은 내부겸영이 인수한 증권의 시장가격과도 통계적 차이가 존재함을 입증하기 어려웠다.

이상의 두 결과를 결합하면, 외부겸영방식의 은행자회사 투자은행이 인수한 증권의 수익률이 내부겸영 은행이 인수한 증권의 수익률보다 더 높았는지 혹은 낮았는지 알 수 없었다.

하지만, 이와 같은 통계적인 분석결과에도 불구하고, Manju는 왜 그와

같은 차이가 발생하는지에 대한 이론적인 연구는 행하지 않았다.

【표 8】 1920년대 인수증권의 사전적 수익률(ex: ante yield) 비교

(단위: %)

| 인수기관 | 채권(industrial bond) | 주식(preferred stock) |
|------------------------------------|---------------------|---------------------|
| 내부경영 (in-house, IH) | 2.4392 | 2.8522 |
| 외부경영 투자은행 (affiliate, AF) | 2.5364 | 3.0886 |
| 전업 투자은행 (investment-house, IN)) | 2.6698 | 3.3731 |
| IN-IH (difference) | 0.2306 (2.35) | 0.5209 (3.00) |
| IN-AF (difference) | 0.1334 (1.54) | 0.2845 (1.65) |
| IH-AF (difference) | 0.0972 | 0.2364 |

주 : 괄호 안은 t-value

출처: Manju(1996), p.392.

Manju와 Krosner and Rajan의 분석결과를 간단히 요약하면 다음과 같다. Manju(1996)는 기본적으로 겸업이 전업에 비하여 더 우월함을 보이고자 한다. 그에 따르면, 겸업은 전업에 비하여 더 효율적인 정보 집합(information set)을 지니므로 증권인수업무에 있어서도 더 우월하며, 이에 따른 인증효과(certification effect)를 낳는다. Manju는 전업과 겸업에 대한 비교뿐만 아니라, 겸업 가운데 내부겸업과 외부겸업에 대한 연구결과도 포함하고 있다. 하지만 아쉽게도 외부겸업과 내부겸업 가운데 어느 방식이 더 좋은 성과를 내는지 결론지을 수 없다고 판단한다.

Krosner and Rajan과 Rajan은 미국의 1925년 1월~1929년 12월에 이루어진 주식(보통주, 우선주), 채권(장단기), 및 정부채권에 대한 893건의 인수사례를 대상으로 겸업방식별 성과를 분석한 결과, 외부겸업이 내부겸업에 비하여 더 효율적이었다고 지적한다. 미국의 1920년대에는 미국의 금융역사에서 매우 흥미로운 시기인데, 매우 다양한 형태의 겸업이 제한 없이 이루어졌다. Rajan은 이 시기에 외부겸업이 인수한 증권과 내부겸업이 인수한 증권에 대한 시장에서의 가격을 비교한 결과, 외부겸업이 인수한 증권의 시장가격이 더 높았음을 밝혀내고, 이는 곧 외부겸업이 내부겸업보다 더 바람직한 것임을 의미한다고 판단하였다. Rajan에 따르면,

이와 같은 차이는 내부겸영이 안고 있는 잠재적인 이해상충(potential conflict of interest) 위험에 대한 우려로 인하여 시장에서 내부겸영이 인수한 증권을 저평가하였기 때문이었다.

Manju가 지적한, 겸업의 인증효과(certification effect)는 전업과 겸업 간 정보 집합의 차이에서 기인한다. 하지만, 방식만 달리하는 내부겸영과 외부겸영의 경우, 서로의 정보 집합이 얼마나 차이가 나는지 불분명하다. 만일 차이가 있다면 이는 두 방식 간 인수업무의 효율성에 영향을 미칠 것이다. 정보 집합이 서로 어떻게 차이가 나는지에 대한 판단은 이론적인 논의를 통해 명백해질 것이다. 겸업방식에 따라 이해상충 가능성의 크기가 다르고, 비용함수의 구조가 상이하므로 이러한 차이는 정보 집합의 구조 및 인센티브에 영향을 미칠 것이며, 이로 인하여 정보 집합에 있어서의 실질적 차이를 야기할 것이다.

사실 Manju와 Krosner and Rajan의 실증분석에는 두 겸업방식 간 차이를 정확히 판단하는데 곤란한 점이 있다. 우선, 그들이 분석대상으로 삼은 데이터가 서로 다르다. Manju는 389개 사례를 대상으로 하는 반면, Krosner and Rajan은 893개 사례를 분석대상으로 하였다. 또한 분석대상 기간도 다소 다르다. 이와 같은 데이터의 차이가 분석결과의 차이를 가져올 가능성은 충분히 있다. 다만, 보다 많은 수의 데이터를 대상으로 하는 Krosner and Rajan의 분석결과가 갖는 신뢰성이 더 클 개연성이 있다. 겸업방식 간의 명백한 차이를 논하기 위해서는 이론적인 논의의 필요성이 크다고 할 것이다. 앞서서도 지적한 바와 같이, 이들의 논쟁은 GLB법의 제정에 큰 영향을 미친 바 있으므로 이 논쟁의 논점을 이론적으로 더욱 명확히 하는 것은 그 의의가 매우 크다.

3. 겸업주의 성공의 조건 검토

Kantas and Qi(2003)와 Drucker and Manju(2003) 등의 겸업에 대한 분석은 시기적으로 GLB법이 제정된 이후에 이루어졌음에도 불구하고, 1기 논의의 관심이었던 겸업주의와 전업주의를 비교하고 당시 논의에서 사실상 누락되었던 겸업의 성공조건에 대하여 논의하고 있다.

Kantas and Qi(2003)에 따르면, 겸업은행의 장점은 규모와 범위의

경제를 실현함으로써 정보비용이 하락하고 고객의 편익이 증가한다는 점이다. 반면 단점은 전업투자은행보다 혁신성이 낮다는 점이다.

1999년 GLB법의 제정에 따라 1933년 제정된 Glass-Steagall 법의 일부와 1956년 은행지주회사법이 폐지되었고 이에 따라 윈스톱쇼핑이 가능한 겸업은행 즉 금융 슈퍼마켓(financial supermarkets)이 등장하였다. 내부겸업은 여전히 금지되었으나 지주회사를 통한 업무기능의 통합(functional integration)이 가능해졌다.

겸업의 가장 큰 편익은 윈스톱 쇼핑(one-stop shopping)으로 일컬어지는 범위의 경제이다. 윈스톱쇼핑은 고객입장에서 탐색비용의 하락을 가져오기 때문에 기존의 전업주의 금융기관에 비해 저렴한 수수료로 투자은행 관련 서비스를 제공할 수 있다. 겸업은행의 입장에서는 교차판매의 가능성이 증가하므로 이를 새로운 수익의 원천으로 삼을 수 있다.

하지만 겸업은행은 증권인수와 함께 대출서비스(bank loan)를 제공하기 때문에 전업 투자은행에 비하여 증권인수에 대한 인센티브가 약하다. 인수증권의 판매에 실패할 경우 대출자산을 운용할 수 있기 때문에 투자은행서비스 제공에 대한 동기가 전업투자은행에 비해서는 낮은 것이다.

규모의 경제효과는 겸업은행의 입장에서 볼 때 정보생산비용의 절감에 관한 것이다. 투자은행의 증권인수는 증권을 발행한 기업에 대한 정보, 즉 재무적·비재무적 정보를 필요로 하며, 이러한 정보를 얻기 위하여 지출되는 비용은 일종의 고정비용에 해당한다.

그런데 겸업은행은 상업은행업무를 영위하면서 취득한 정보를 증권 인수 업무에 활용할 수 있기 때문에 증권인수를 위한 비용이 전업 투자은행에 비하여 더 낮게 된다. 상업은행이 대출차입관계를 통하여 얻을 수 있는 정보는 기업의 사업전략, 해당 기업제품관련 시장상황, 경쟁의 양태 및 정도, 신용등급 등 증권인수를 위하여 매우 유용한 정보들이다. 상업은행서비스를 제공하면서 취득한 정보가 투자은행서비스를 위해 활용될 수 있을 뿐 아니라 투자은행서비스를 제공하면서 취득한 정보는 상업은행서비스를 제공하는데 활용될 수 있다. 이와 같이 상업은행과 투자은행 간 정보 공유를 통해 정보비용 절감이라는 시너지효과를 낳게 된다.

이상의 논의를 정리해보면, 겸업은행의 장점은 규모와 범위의 경제를 통하여 더욱 낮아진 서비스가격이며, 반면 단점은 자본시장에서의 자금조달

능력이 전업 투자은행에 비해 상대적으로 낮다는 점이다. 따라서 고객의 선택기준은 겸업은행이 제공하는 상대적으로 저렴한 수수료의 금융서비스와 전업 투자은행의 상대적으로 높은 자본시장에서의 자금조달능력이 갖는 편익의 비교에 의존하게 될 것이다.

Drucker and Manju(2003)에 따르면, 겸업은 새로운 후생효과를 낳지만, 다른 한편 만일 모니터링기능이 최적 수준 이하로 약화되는 경우 궁극적으로 겸업의 편익은 소멸될 수도 있다.

상업은행의 대출서비스는 투자은행의 증권인수와 높은 상관관계를 이룬다. 성공적인 대출경험은 증권인수 가능성을 높이며, 성공적인 증권인수 경험은 상대적으로 낮은 대출할인을 혜택을 누릴 수 있게 된다. 일종의 교차 지원(cross subsidy)효과이다.

하지만, 겸업은행에서 상업은행부문의 모니터링기능은 전업주의 상업은행의 경우에 비하여 약화될 수 있다. 투자은행부문의 높은 수익률을 얻기 위하여 겸업은행은 상업은행기능을 약화시키고 투자은행부문을 더 강화시키고자 하는 유인을 가지며, 이에 따라 대출서비스의 감소는 모니터링 인센티브기능의 약화를 가져오게 된다. 그리고 이러한 모니터링 기능의 약화는 궁극적으로는 투자은행부문의 증권인수에 대한 유인을 약화시키는 역효과(adverse effect)를 낳게 된다. 만일 겸업은행의 모니터링 기능이 최적 수준이하로 크게 약화되는 경우 겸업은행의 후생효과(welfare effect)는 부정적인 것이 될 수 있다.

모니터링에 대한 인센티브의 약화는 또한 기업의 도덕적 해이를 야기할 수 있다. 모니터링이 약화되는 경우 기업은 예정된 투자계획보다는 다른 목적의 지대추구(pursuit of private rents) 유인을 갖게 될 것이기 때문이다.

아래 <표 9>는 이상의 논의 내용을 간단히 정리하고 있다.

【표 9】 겸업주의 성공 조건의 검토

| 연구자 | 내용 |
|-------------------------|--|
| Kantas and Qi(2003) | universal banking의 통합된 기능의 가장 중요한 요소는 정보의 흐름, 장점은 정보비용 하락으로 인한 낮은 수수료, 단점은 투자은행에 비해 낮은 혁신성, 증권인수에 대한 낮은 인센티브 |
| Drucker and Manju(2003) | 성공적인 대출경험은 증권인수 가능성을 높이며, 성공적인 증권인수 경험은 상대적으로 낮은 대출할인을 혜택을 누릴 수 있게 됨. 일종의 cross subsidy효과 |

IV. 결 론

1999년 공정거래법 개정과 2000년 금융지주회사법의 도입 이후 현재 국내에서는 우리금융지주 등 4개의 은행 중심 금융지주회사가 설립되어 운영되고 있다. 또한 1개의 비은행 중심 금융지주회사인 한국투자금융지주가 설립되어 운영되고 있다. 이들 이외에도 향후 국내 및 국외계열 은행 및 비은행 금융회사들이 지주회사로의 전환을 위해 준비 중인 것으로 알려지고 있다. 한편, 내년부터 시행될 예정인 자본시장통합법은 부분적으로 내부겸영방식을 기본 원칙으로 하고 있다. 기존의 증권업과 자산운용업 등을 포함한 모든 형태의 자본시장 금융서비스를 동일 금융회사 내에서 영위할 수 있도록 할 예정이다. 이에 따라 국내에서는 지주회사에 의한 외부겸영 뿐 아니라 자본시장에서의 부분적인 내부겸영이 동시에 이루어질 전망이다.

그럼에도 불구하고 국내에서 금융겸업의 발전단계는 아직 초기단계에 해당하고 또한 금융겸업에 대한 이해 즉 겸업이 어떤 편익과 비용을 야기하는지, 겸업방식 간 차이는 수익성 및 금융안전성에 어떤 영향을 미치는지 등에 대한 이해가 충분하다고 보기에는 힘든 상황이다. 이에 따라 본고는 금융겸업이 가장 발전하여 온 국가 가운데 하나인 미국에서의 겸업을 둘러싼 학자들의 논의를 정리하고 겸업에 대한 보다 진전된 논의의 단초를 마련하고자 하였다.

영국, 미국 등 해외 금융 선진국에서 금융겸업화는 우리나라에 비하여 역사도 길 뿐 아니라 광범위한 영역에 걸쳐 진행되어 왔다. 영국에서는 1986년 추진된 금융빅뱅을 거치면서 은행과 증권사 간 자회사방식의 겸업이 발전되어 왔다. 미국에서는 1999년에 제정된 금융현대화법인 Gramm-Leach-Bliley(GLB) 법 이후 은행, 증권, 보험 등 전체 부문을 포괄하는 금융지주회사가 발전되고 있다. 일본에서도 1998년 은행법 개정을 통하여 금융지주회사에 의한 겸업이 허용되었으며, 내부겸영을 중심으로 겸업이 이루어지고 있던 독일에서도 내부겸영방식에 대한 회의론이 제기되고 있는 것으로 알려지고 있다.

겸업의 가장 큰 편익은 범위 및 규모의 경제(economies of scope and scale) 효과를 달성하는 것이다. 겸업은 새로운 수익의 원천을 마련하는

계기일 뿐 아니라 고객의 정보를 보다 저렴한 비용으로 수집할 수 있게 함으로써 대리인비용을 감소시키는 데 기여한다. 이러한 편익과는 달리, 겸업에 따른 비용으로 가장 크게 지적되는 것은 겸업에 따른 시장집중도의 증가와 그로 인한 독점가격의 형성 및 이해상충 가능성의 증가이다.

겸업이 편익 혹은 비용 어느 하나만이 아니라 둘 다를 낳는다는 점에서 각국의 사례에서 보는 것처럼 겸업정책의 추진과정은 쉽지 않았다. 특히 미국에서는 1999년 GLB법의 도입을 앞두고 겸업을 허용하는 방식과 관련한 논쟁이 이루어졌다. 그 논쟁은 1920~30년대를 대상으로 하여 진행되었는데, 그 까닭은 1920~30년대에는 자회사방식 뿐 아니라 내부겸영 방식 등 모든 형태의 겸업이 허용되었고 따라서 겸업방식의 차이가 미치는 영향을 분석할 수 있는 유일하고도 유용한 기간이었기 때문이었다. GLB법이 내부겸영방식을 불허하고 지주회사방식을 채택한 것은 당시 이루어진 학문적인 논쟁으로부터 영향 받은 바 크다. 이 논쟁이 가장 주목한 점은 내부겸영과 지주회사에 의한 외부겸영이 이해상충의 가능성에 노출되는 정도가 서로 다르다는 점이었다.

본고는 기존 연구의 성과를 정리함으로써 전업주의와 겸업주의, 그리고 외부겸영과 내부겸영은 서로 어떤 점에서 다른지, 그리고 어느 방식이 더 적절한 것인지 여부를 판단하는데 기여할 수 있을 것이라 본다. 특히 자본시장통합법의 제정 및 규제완화를 통하여 금융업무 간 겸업확대를 기하고자 하는 정부의 정책목표를 달성하기 위해서는 겸업방식의 차이가 성과에 있어서 어떤 차이를 가져오는지 이해가 필요하며, 본고는 이러한 이해에 도움이 될 것이다.

최근 미국에서 비롯된 금융위기로 인하여 국내 금융산업도 그 영향으로부터 자유롭지 못하고 있는 실정이다. 이러한 상황에서 국내에서 추진되고 있는 금융겸업화는 어느 정도 속도조절이 불가피하다. 하지만, 금융위기가 진정된 이후에는 다시 겸업화확대가 다시 추진될 것이다. 그러나 이러한 겸업화의 추진은 겸업화의 단순한 확대가 아니라 합리적 확대와 발전을 이룰 수 있도록 해야 하며, 이를 위해서는 겸업화에 대한 이론적이고 실증적인 논의가 향후 필요하다. 좀 더 구체적으로 보면, 겸업화가 낳는 규모 및 범위의 경제효과는 구체적으로 어떤 조건에서 실현될 수 있는지, 겸업방식간 차이는 이론적으로 어떻게 정리될 수 있는지 등에 대한 이론적 및 실증

적인 분석이 필요하다. 또한 국내에서 자본시장통합법의 제정 및 규제완화 등을 통해 이루어지고 있는 겸업화가 내부겸영과 외부겸영을 동시에 허용하고 있으며, 이로부터 비롯할 수 있는 겸업화의 복잡성을 어떻게 이해하고 해결할 것인지에 대한 논의도 필요하다고 할 수 있다.

◆ 참고문헌 ◆

- 손상호 · 구본성 · 임병철 · 김자봉 · 남재현 · 이석호, 『금융겸업화의 가능성과 한계』, 정책조사보고서 2005-01, 한국금융연구원, 2005. 9.
- 이건범 · 김우진, 『금융지주회사의 효율적 운용을 위한 제도개선 방안연구』, 한국금융연구원, 2005. 12.
- Allen F. and D. Gale (1995), "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US," *European Economic Review*, 39, 179-209.
- Ashcraft, Adam B. (2004), "Are bank holding companies a source of strength to their banking subsidiaries?," *FRB New York Staff Reports*, No. 189.
- Athey S. and W. Imbens (2006), "Identificatiion and Inference in Nonlinear Difference-in-difference Models," *Econometrica*, 7492, 431-498.
- Benston, G.J. (1994), "Universal Banking," *Journal of Economic Perspective*, 8(3), 121-143.
- Boot and Thakor (1997), "Banking Scope and Financial Innovation," *Review of Financial Studies*, 10, 1099-1131.
- Fields, L.P. and D.R. Fraser (1999), "On the Compensation Implications of Commercial Bank Entry into Investment Banking," *Journal of Banking and Finance*, 23, 1261-1276.
- Jay Pil Choi (2004), "Universal Banking and Corporate Governance," BOK Institute Working Paper, No. 195.
- Johnson, W.C. and J. Marietta-Westberg (2005), "Universal Banking, Asset Management and Stock Underwriting," mimeo.
- Kantas and Qi (2003), "Integration of Lending and Underwriting: Implications of Scope Economies," *Journal of Finance*,

1167-1191.

- _____ (1998), "Underwriting by Commercial Banks: Incentive Conflicts, Scope Economics, and Project Quality," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30(1), 119-133.
- Kroszner, R.S. and R.G. Rajan (1994a), "Is the Glass-Steagall Act justified? a Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933," *American Economic Review*, 84(4), 810-832.
- Randall S. Kroszner and Raghuram G. Rajan (1994b), "The Role of Firewalls in Universal Banks: Evidence from Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act," University of Chicago.
- Mainert, Alf (1996), "The German Universal Banking System, Experience and Perspectives," 『Universal Banking』, Korea Institute of Finance.
- Manju Puri (1996), "Commercial Banks in Underwriting Banking Conflict of Interest or Certification Role?," *Journal of Financial Economics*, 40, 373-401.
- _____ (1999), "Commercial Banks as Underwriter: Implications for the Going the Public Process," *Journal of Financial Economics*, 54, 133-163.
- Rajan, R. (1995), "The Entry of Commercial Banks into the Securities Business: a Selective Survey of Theories and Evidence," Conference on Universal Banking, Chicago University.
- Saunders (1996), "Financial System Design: the Costs and Benefits of Universal Banking," *Universal Banking, Korea Institute of Finance*, 141-162.
- White, Eugene (1986), "Before the Glass-Steagall Act: an Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks," *Explorations in Economic History*, January 1986, 23(1), 33-55.

Performances Comparison of Diverse Universal Banking Types: Survey of Previous Studies Since 1986 to the Recent

Jabonn Kim*

Abstract

The objective of this paper is to survey the academic studies on the financial universalization actively discussed in the foreign countries such as the U.K. and U.S. especially since 1986 when financial universalization had begun to start in the U.K. or 1987 when section 20 subsidiary is introduced in the U.S. Banking Act. It will be 10th year in 2009 since the Financial Holding Company Act (FHCA) has been introduced in Korea. However, the development of financial universalization and academic studies are still in the early stage. The academic studies in the U.K. and U.S. can be divided into two periods. During the 1st period, the academic studies were focused on the comparison between the universal banking and separate banking systems, while during the 2nd period, the comparison between in-house type ('integrated' form of universal banking) and financial holding company types ('subsidiary' form of universal banking). During the whole academic studies, the most seriously concerned issue was the conflict of interests between financial companies and consumers. Separate banking is a system that is most strongly against the conflict of interests. In-house system is the weakest form against the conflict of interests among the universal banking systems. In Korea, Capital Market Consolidation Act which will be effective since February 2009 allows the in-house type business structure, and this may create high potentiality of conflicts of interests. According to the survey, however, it is undesirable to allow the weakest form of in-house type business structure in keeping consumer's interests so that careful attention should be paid to prevent capital market players from creating the conflicts of interests.

KRF Classification: B020620, B030603

Key Words: universal banking, separate banking, rational discount hypothesis, certification hypothesis

* Korea Institute of Finance, Research Fellow