

# 선진 투자은행의 현황분석 및 시사점

2004. 11

선임연구원 이 현 진  
연 구 원 강 대 일  
연 구 원 이 종 은

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute



## 序 言

최근 증권업을 영위하는 외국 투자은행 업계에서는 투자은행 산업의 규모 및 범위의 경제 실현을 위해 투자은행을 포함하는 금융회사간 M&A가 활발히 진행되고 있고, 이로 인해 투자은행 업계 지도가 크게 변화되고 있다. 전세계적인 투자은행 산업 변화의 영향으로 국내 증권산업 환경 역시 급변하고 있다. 환경변화에 직면한 국내 증권회사는 생존과 성장을 위해 새로운 증권회사 경영방안을 모색해야 하는 상황이다.

증권회사의 생존과 성장을 위한 경영방안 가운데 가장 대표적인 대안이 투자은행(investment bank) 부문의 강화이다. 국내 증권회사의 투자은행 부문을 강화하고 경쟁력을 제고하기 위해서는 글로벌 투자은행 업계를 선도하고 있는 우수 투자은행의 경영 현황을 조사하고 필요한 부분을 벤치마킹할 필요가 있다.

본 보고서는 투자은행을 지향하고자 하는 국내 증권회사에게 향후 시장에서의 성공요인과 경영전략 등에 관한 전반적인 방향을 제시하는 것을 목적으로 한다. 본 보고서는 연구목적을 달성하기 위하여 주요 투자은행 및 투자은행업을 영위하는 유니버설 은행(universal bank)에 대한 사례분석을 실시하였다. 세계 3대 투자은행으로 알려진 Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley의 업무영역, 수익구조, 경영전략을 파악하고, 미국 최초의 금융지주회사로 최근 투자은행 부문을 강화하고 있는 Citigroup의 성공전략을 조사하였다. 그리고 미국 또는 일본의 투자은행 인수를 통해 글로벌 투자은행으로의 도약을 꾀하고 있는 유럽 투자은행 중, UBS Investment Bank를 포함하고 있는 UBS AG와 CSFB를 자회사로 두고 있는 Credit Suisse Group에 대해서 조사하였다.

본 보고서는 본 연구원의 이현진 선임연구원, 강대일 연구원, 이종은 연구원에 의하여 작성되었다. 이들의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 자료분석 과정과 보고서 작성과정에서 귀중한 도움과 조언을 아끼지 않은 조성훈 연구위원, 보고서의 전체적 내용에 관한 조언을 통하여 보고서의 개선에 큰 도움을 준 오승현 연구위원에게도 깊은 감사의 뜻을 표한다. 그리고 원고 정리와 편집을 담당한 신경진, 주혜림 연구조원에게 고마움을 전하고 싶다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2004년 11월  
한국증권연구원  
원장 박 상 용

# 목 차

---

---

<b>Executive Summary</b> .....	<b>ix</b>
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
<b>II. 투자은행의 의의 및 현황</b> .....	<b>7</b>
1. 투자은행의 의의 .....	7
2. 투자은행의 현황 .....	14
<b>III. 선진 투자은행의 현황분석</b> .....	<b>29</b>
1. Goldman Sachs의 현황분석 .....	29
2. Merrill Lynch의 현황분석 .....	45
3. Morgan Stanley의 현황분석 .....	61
4. Citigroup의 현황분석 .....	76
5. UBS AG의 현황분석 .....	94
6. Credit Suisse Group의 현황분석 .....	109
7. 요약 .....	124

<b>IV. 시사점</b> .....	<b>141</b>
1. 증권회사의 대형화 .....	141
2. 증권회사의 업무역량 강화 .....	144
3. 증권회사의 신뢰와 평판 제고 .....	149
4. 증권회사의 네트워크 육성 및 강화 .....	150
<b>참고 문헌</b> .....	<b>155</b>



<표 III-11> UBS AG의 재무정보 .....	102
<표 III-12> UBS 투자은행 부문의 재무정보 .....	104
<표 III-13> Credit Suisse Group의 이사회 .....	114
<표 III-14> Credit Suisse Group의 재무정보 .....	118
<표 III-15> CSFB의 재무정보 .....	119
<표 III-16> 투자은행의 CEO 및 사외이사 수 .....	125

## 그 립 목 차

---



---

<그림 II-1> 한국과 미국 증권회사의 영업부문별 수익비중 .....	26
<그림 III-1> Goldman Sachs의 조직구조 .....	38
<그림 III-2> Goldman Sachs와 FTSE Global Index의 보유기간수익률 비교 .....	40
<그림 III-3> Goldman Sachs의 수익구조 .....	41
<그림 III-4> Merrill Lynch의 조직구조 .....	53
<그림 III-5> Merrill Lynch와 FTSE Global Index의 보유기간수익률 비교 .....	55
<그림 III-6> Merrill Lynch의 수익구조 .....	56
<그림 III-7> Morgan Stanley의 조직구조 .....	70
<그림 III-8> Morgan Stanley와 FTSE Global Index의 보유기간수익률 비교 .....	72
<그림 III-9> Morgan Stanley의 수익구조 .....	73
<그림 III-10> Citigroup의 조직구조 .....	86
<그림 III-11> Citigroup와 FTSE Global Index의 보유기간수익률 비교 .....	89
<그림 III-12> Citigroup Global Markets의 수익구조 .....	90
<그림 III-13> UBS AG의 조직구조 .....	101
<그림 III-14> UBS AG과 FTSE Global Index의 보유기간수익률 비교	103
<그림 III-15> UBS 투자은행 부문의 수익구조 .....	105
<그림 III-16> Credit Suisse Group의 조직구조 .....	116
<그림 III-17> Credit Suisse Group과 FTSE Global Index의 보유기간 수익률 비교 .....	119

<그림 Ⅲ-18> CSFB의 수익구조 .....	120
<그림 Ⅲ-19> 투자은행의 자산 및 자기자본 규모 비교 .....	127
<그림 Ⅲ-20> 투자은행의 수익 및 순이익 규모 비교 .....	128

## Executive Summary

한국 경제에서 IT산업과 장치산업은 높은 비중을 차지하고 경제 성장의 원동력이 되고 있다. 높은 위험을 특징으로 하는 이들 산업의 특성상 간접 자본조달 방식보다는 증권발행을 통하여 직접적으로 자본을 조달하는 방식이 효율적이다. 투자은행은 직접금융 시장의 핵심적인 참가자로서 우리나라 자본시장에서 증권회사의 투자은행 역할이 부각되고 있다.

또한, 우리나라 증권회사는 위탁매매 수수료수익 위주의 취약한 수익구조 및 과도한 경쟁으로 인하여 수익성이 악화되었다. 이와 같은 상황에서 증권회사의 생존 및 성장 전략의 일환으로 투자은행 업무의 강화를 제시할 수 있다.

본 보고서는 대형 투자은행 집단에 속하는 투자은행의 현황과 경영전략 사례를 분석하고 국내 증권회사에 제공하는 시사점을 살펴보고자 한다. 사례분석 대상은 Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Citigroup(Citigroup Global Markets), UBS AG(Investment Bank와 Asset Management), Credit Suisse Group(CSFB) 등 6개 투자은행이다. 본 보고서에서 국내 증권회사에 제공하는 시사점은 대형화와 글로벌화, 업무역량 강화, 신뢰와 평판 제고, 네트워크 육성 및 강화로 요약할 수 있다.

### 선진 투자은행 경영전략의 핵심

사례에서 분석한 핵심적인 투자은행의 경영전략은 투자은행업 선순환 구조의 확립이다. 투자은행업의 선순환 구조란 “더 많은 거래를 체결할수록, 거래의 가능성이 높아진다”는 것이다.

주요 거래를 주관한 투자은행들은 믿을 수 있는 역량을 갖춘 것으로 간주되고 이들은 증권인수 업무에서 주관회사로, M&A 업무에서 자문사로 역할을 맡게 된다. 주관회사로 참여하는 횟수가 증가할수록 성공가능성도 그만큼 높아지게 되고 이것은 결국 시장지분 확대와 수익 창출로 이어진다. 선순환 구조를 확립하기 위한 투자은행의 구체적인 경영전략은 대형화 및 글로벌화, 업무역량 강화, 신뢰와 평판 중시, 네트워크 육성 등으로 나누어 볼 수 있다.

### 대형화와 글로벌화

최근 투자은행 업무가 대리인 기능에서 직접투자 또는 직접 유가증권을 거래하는 거래주체(principal)기능으로 이동하는 상황에서, 거래주체 기능 강화를 위해서는 자본금 대형화를 통한 안정성 확보가 요구된다. 또한 투자은행은 장외파생상품 거래상대방(counter-party)으로 거래의 안전성 제고를 위해 일정 수준 이상의 자본 확보가 필요하다. 투자은행의 대형화는 자본금 규모 확대 또는 M&A를 통해 이루어진다.

자본금 확대를 통해 대형화한 최근 사례로는 1999년 파트너십 체제에서 주식회사로 전환, IPO를 단행한 Goldman Sachs를 들 수 있다. M&A를 통한 대형화 사례로는 1998년 Citicorp과 Travelers Group의 합병, 1998년 UBS와 SBC의 합병, 1997년 Morgan Stanley와 Dean Witter의 합병 등을 들 수 있다. M&A방법은 기존 시장 및 신규 시장 점유율 확보, 네트워크 확대라는 전략도 동시에 성취할 수 있다는 이점이 있다.

투자은행의 대형화 전략은 향후 글로벌화를 위한 바탕이라고 볼 수 있다. 투자은행들의 단계별 글로벌화 전략은 자국내 시장에서

입지를 구축한 후, 인근 국가로 진출, 글로벌 서비스를 제공하는 것이다. Goldman Sachs의 경우 1980년대 미국 M&A시장을 50%이상 장악한 이후, 유럽 M&A시장에 진출하였고, 최근 아시아시장 특히 중국 M&A시장을 독식하고 있다.

현재 국내 상위 5개 증권회사의 총자산과 자기자본은 상위 3개 선진 투자은행의 각각 0.7%, 5%에 불과하며 중국의 적격금융기관 투자자(Qualified Foreign Institutional Investor) 조건을 만족하는 증권회사는 전무한 실정이다. 한국경제의 특성을 고려할 때 증권회사의 대형화 추진방향은 단순한 규모측면의 대형화가 아니라 투자은행 업무에서 선도적 역할을 할 수 있는 증권회사의 출현을 유도하는 것이다. 그러나 위탁매매 수수료수익 중심의 유사한 수익구조를 가지고 있는 증권회사의 구조조정이 수반되지 않는 단순한 M&A는 무의미하다. 증권회사의 유사한 수익구조는 업무영역 규제로 고착화 되었다. 이러한 유사한 수익구조로 인해 M&A를 통한대형화의 이점은 기존 시장에 대한 시장점유율 확대와 고객 네트워크 확장 정도로 제한되고 있다. 따라서 국내 증권회사들의 투자은행 기능을 강화하고 국제경쟁력을 제고하기 위해서는 먼저 유가증권의 범위 확대, 증권업과 선물업의 겸영 허용, 증권회사 장외파생상품 취급기준 완화, 증권회사의 신용파생상품 취급 허용 등 증권회사 업무영역규제에 대한 완화가 뒷받침 되어야 한다.

### **업무역량 강화**

사례에서 분석한 투자은행은 업무역량 강화를 위해 주로 M&A 전략을 이용하였다. Goldman Sachs는 2000년 Spear, Leeds & Kellogg를 합병함으로써 주식옵션 시장조성 및 결제 역량을 강화하였고,

CSFB는 2000년 DLJ를 인수하여 채권중개업무 역량을 강화하였다. M&A전략을 통해 투자은행은 비교열위에 있는 사업부문의 역량을 단기간에 증강시킬 수 있다. 치열한 경쟁 환경 속에서 장기적 업무 역량 강화보다는 단기간에 비교우위를 선점하기 위해 M&A전략은 현실적 수단이 된다. 우리나라의 경우 대형 증권회사는 자산운용업을 위주로 하는 증권회사를 인수하여 자산운용업 부문을 보강하고 증가된 자본을 이용하여 투자은행업 부문의 경쟁력을 강화하는 방안을 모색할 수 있다.

최근 투자은행 업무 중 M&A 업무는 거래주체 기능이 강화되고 있다. M&A부문에 강점을 지닌 주요 투자은행들의 경우 M&A 자문 업무는 투자은행 부문, M&A투자 업무는 머천트 बैं킹 부서 또는 사모주식투자펀드(private equity fund)를 통해 수행하고 있다. Goldman Sachs의 경우 머천트 बैं킹 부서와 Goldman Sachs Partners를 통해 투자하고 있고, Morgan Stanley는 자회사인 Morgan Stanley Partners를 통해 구조조정 대상 기업에 투자하고 있다. 우리나라의 경우 증권회사 M&A 업무 활성화를 위해서 현재 제도화 되고 있는 사모전문투자회사를 활용하는 것이 효율적이라고 판단된다. 사모투자전문회사를 통해 M&A투자 업무를 수행할 경우 증권회사가 자금의 일부를 투자하고 외부자금을 모집하여 투자함으로써 위험을 축소할 수 있다.

자본시장이 고도로 발달함에 따라 증권회사의 증권설계 능력이 경쟁력의 핵심요소가 되었다. 국내 증권회사는 투자은행 기능을 강화하고 국제경쟁력을 제고하기 위해 증권설계 능력 배양이 필요하다. 1970년대 Merrill Lynch는 CMA를 도입하여 은행보다 높은 수익률을 제시함으로써 많은 시중의 자금을 유치할 수 있었고, 1985년에 LYON(Liquidity Yield Option Note)시장을 개척하였다.

새로운 금융상품에 대한 선발주자이익(first-mover advantage)을 보장해 주지 못하고 있는 우리나라의 경우, 증권설계 능력 배양의 제도적 인프라로써 유가증권의 개념이 재정립되고, 금융신상품에 대한 효과적인 보호가 이루어져야 한다. 우선 현행 '증권사 신상품 보호에 관한 협약'을 보다 활성화 할 필요가 있다.

증권산업의 구조적 변화에 적응하고 국제적 신인도를 제고하기 위한 일환으로 증권회사는 시장위험 및 신용위험을 평가하기 위한 내부모형을 개발할 필요가 있다. CSFB는 1990년 이후 내부 리스크 관리 체제를 정비하고, 시장위험 관리 시스템인 PrimeRisk를 개발·운영하고 있다. 국내 증권회사는 증권산업의 글로벌화에 따라 외국 증권회사와 대등한 경쟁력을 갖추고 재무건전성에 대한 국제적 신뢰도를 제고하기 위해서는 내부위험 평가모형의 개발이 필요하다.

### 신뢰와 평판 강화

고객과의 지속적이고 반복적인 접촉을 통해 거래가 이루어지는 투자은행 업무의 특성상 고객의 신뢰와 평판은 매우 중요하다. Goldman Sachs는 자사의 업무원칙에서 인력, 자본, 평판이 중요한 재산이고 특히 평판의 경우 상실되면 복구하기 어렵다는 것을 강조하고 있다. 2002년 이슈가 된 투자은행의 조사분석 부문 이해상충 사건으로 인해 투자은행은 심각한 평판의 손실을 입게 되었다.

이 사건은 투자은행 부문과 조사분석 부문의 독립성을 강화하는 계기가 되었다. 우리나라 증권회사를 상대로 설문조사한 결과 신뢰와 평판은 투자은행 핵심 성공 요인 1위로 선정되었다. 투자은행은 평판 구축을 위해서 신뢰성, 공정성, 양질의 서비스를 기반으로 해야 하고, 시장 규율에 자발적으로 참여하여 신뢰성을 제고하는 노력을 지속해야 한다.

### 네트워크 육성

투자은행 업무에서 네트워크는 거래 후 지속적인 서비스 제공, 상품의 판매경로 확보, 투자은행의 고객간 선순환 관계 정립을 위해 필수적인 요소이다. 투자은행은 네트워크 육성을 위해 고객인 기업 및 기관투자자들과 장기적이고 안정적인 사업관계를 구축해야 한다. Goldman Sachs는 업무원칙에서 고객의 이익이 최우선 목표라고 명시하고 있다. Citigroup은 Citibank를 통해 구축된 고객 네트워크를 이용하여 투자은행 업무에서 유리한 위치를 확보하게 되었고, 이는 투자은행 부문의 수익 증가로 연결되고 있다.

국내 증권회사는 기업 및 기관투자자와 효율적인 네트워크를 육성하기 위해 거래가 완료된 후에도 지속적인 후속 서비스를 제공할 필요가 있다. 기업 네트워크 육성을 위해 증권회사는 기업의 증권발행, M&A에서 주관회사로 선정된 이후 사후적으로 시장조사 결과 등을 기업의 투자자에게 지속적으로 제공할 필요가 있다. 수요예측(bookbuilding)을 위한 실질적인 book 관리의 일환으로 기관투자자와의 네트워크 육성을 위해 증권회사는 고객과 상호간 신뢰를 기반으로 하는 장기적 사업관계를 구축하도록 노력해야 한다.

## 1. 서론

---



## I. 서론

### ○ 연구의 배경

- 우리나라 금융시스템에서 자본시장의 중요성이 강조되고 있음
  - IT 산업과 장치산업은 한국 경제에서 높은 비중을 차지하고 있고, 이들 산업이 수출과 GDP 확장을 견인하면서 경제 성장의 원동력으로서 역할을 담당함
  - 높은 위험을 특징으로 하는 이들 산업의 특성상 은행 등의 금융기관을 이용한 차입과 같은 간접자본조달 방식보다는 증권발행을 통하여 직접적으로 자본을 조달하는 방식이 효율적임
- 자본시장의 핵심 참여자(player)로서 증권회사의 투자은행 부문 역할이 부각되고 있음
  - 증권회사의 투자은행 부문은 증권발행 업무를 통해서 건강한 기업을 자본시장에 소개하여 필요한 자본이 기업에 유입되도록 함
  - 시장에 소개된 기업의 증권이 활발하게 거래될 수 있도록 함으로써 증권의 유통을 원활하게 함
  - 이를 통해서 결과적으로 자본시장의 규모를 확장하고 건전한 자본시장을 육성하는데 중추적인 역할을 담당함
- 우리나라 증권회사는 위탁매매 수수료수익 위주의 취약한 수익구조 및 과도한 경쟁으로 인하여 수익성이 악화되었음
  - 이와 같은 상황에서 우리나라 증권회사는 구조조정에 직면하였고 생존 및 성장 전략을 모색하고 있음

#### 4 선진 투자은행의 현황분석 및 시사점

##### ○ 연구의 목적

- 본 보고서는 대형 참여자(player)가 주도하는 증권산업에서 대형 투자은행 집단(bulge bracket)에 속하는 투자은행의 경영전략 사례를 분석함
- 사례 분석을 통해 성공적으로 자본시장의 중개자로서 역할을 담당하고 있는 이들 투자은행의 장점을 파악하고, 수익성 악화로 증권산업의 구조개편에 직면한 국내 증권회사에 시사점을 제공하고 자 함

##### ○ 연구의 범위

- 본 보고서는 최근 투자은행 업계의 현황을 파악하고, 투자은행 업계에서 선도적인 역할을 담당하는 6개 선진 투자은행의 사례를 분석함
  - 사례분석 대상은 전통적인 투자은행으로서 Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley와 유니버설 뱅킹을 지향하는 Citigroup, UBS AG, Credit Suisse Group의 투자은행 부문인 Citigroup Global Markets, UBS 투자은행 부문<sup>1)</sup>, Credit Suisse First Boston(CSFB)임<sup>2)</sup>

---

1) UBS의 경우 다른 투자은행과 비교 가능하도록 하기 위해, Investment Bank와 Asset Management 부문을 합쳐서 투자은행 부문으로 간주하였음  
2) 우리나라 증권회사가 영위하는 형태의 영업을 미국의 경우 투자은행에서, 유럽계열 유니버설 뱅크의 경우 투자은행 부문에서 담당하고 있음. 본 보고서에서는 국내의 경우 증권회사로 해외의 경우 투자은행으로 용어를 구분하여 사용함

## II. 투자은행의 의의 및 현황

---

1. 투자은행의 의의
2. 투자은행의 현황



## II. 투자은행의 의의 및 현황

### 1. 투자은행의 의의<sup>3)</sup>

#### 가. 투자은행의 정의 및 업무

##### 1) 투자은행의 정의

- 투자은행(investment bank)은 기업과 투자자 사이에서 유가증권을 포함한 자산흐름을 중개하는 금융회사로 정의할 수 있음
    - 상업은행이 간접금융을 담당하는 금융회사라면, 투자은행은 직접금융을 담당하는 금융회사임
    - 투자은행은 증권인수(underwriting) 업무와 M&A 및 기업구조조정 자문 등의 금융자문(financial advisory) 업무를 담당하는 금융회사이나, 금융시장이 발달함에 따라 투자은행의 성격과 업무영역도 확대되고 있음<sup>4)</sup>
  
  - 투자은행의 본질적인 업무는 증권인수 업무와 M&A 및 기업구조조정 자문 등의 금융자문 업무임
    - 증권설계 업무, 자기거래 업무, 자산관리 업무, private banking 업무, 청산(clearing) 업무, 리서치 업무 등은 기본적인 투자은행 업무를 수행하는 과정에서 부수적으로 제공되는 서비스임
- 
- 3) 한국증권연구원(2003), 전상준(1998) 등을 참고·종합하여 정리하였음
- 4) 증권인수 업무와 금융자문 업무를 영위하지 않는 금융회사는 투자은행으로 분류되지 않음. 한국의 경우 기업금융 업무의 비중이 높은 대형 증권회사를 투자은행과 유사한 금융회사로 볼 수 있음

## 8 선진 투자은행의 현황분석 및 시사점

- 투자은행 업무의 네트워크적인 특성으로 투자은행의 기본적인 서비스가 부수적인 서비스를 명확하게 수반하는 관계, 즉 완전한 기본(underlying) - 파생(derivative) 관계로 볼 수 없고 종종 투자은행의 부수적인 서비스는 독립적으로 제공되기도 함

### 2) 투자은행의 업무영역

- 본 보고서에서는 투자은행의 업무영역을 증권인수 업무와 금융자문 업무를 포함하는 협의의 투자은행 업무, 중개 및 시장조성을 포함하는 증권서비스 업무, 자기거래 업무, 자산관리 업무, private banking 업무로 구분함
- 증권인수 업무는 투자은행의 전통적인 업무분야로서 발행회사 유가증권의 매입과 이와 관련된 주요 업무임
  - 발행회사 유가증권에 대한 증권인수 업무의 성패는 투자은행의 축적된 노하우에 따라 결정됨
    - 투자은행은 기업의 증권인수 과정에서 기업의 가치 즉 발행되는 증권의 가치를 평가하고 이를 자본시장에 알리는 역할을 수행함
  - 최근 금융시장의 발전으로 증권화가 진전됨에 따라 새로운 증권을 설계하는 유가증권 설계업무가 투자은행의 주요 업무로 부상하였고, 투자은행의 인수대상이 새로운 증권으로 확대되고 있음
    - 전통적인 증권의 발행이 불가능한 기업의 요구에 적합한 증권을 설계하고 인수함으로써 주식이나 채권을 통해 자금조달이 불가능한 기업의 자금조달을 가능하게 함

- 또한 투자은행은 투자자의 입장에서 자본이득을 추구하는 고객과 배당과 같은 안정적인 소득을 선호하는 고객의 니즈를 충족시킬 수 있는 펀드 또는 금융상품을 개발하고 있음

○ 금융자문 업무는 기업의 M&A 및 기업구조조정 시기에 대상 기업에 대한 자금조달을 포함한 자문서비스를 제공함

- 1980년대 LBO(Leveraged Buyout), MBO(Management Buyout), spin-off 등 기업구조조정 및 M&A에 대한 다양한 전략이 구사되면서 발전함
- 기업이 구조조정이나 M&A가 필요한 경우, 기업의 재평가 또는 퇴출 작업이 이루어지고, 이 과정에서 투자은행은 기업의 재평가 방법, 피인수기업 또는 인수기업의 자문에 관한 전문적인 업무를 담당하게 됨
- 기업구조조정 및 M&A 분야는 투자은행의 전문적인 지식과 대내외적 네트워크, 인적자원에 따라 성패가 좌우되는 고수익 분야로 알려져 있음
- 최근 들어 대형 투자은행은 자금규모의 우위를 활용하여 구조조정시장에서 직접 위험을 부담하고 기업에 투자하는 주체(principal)로서의 기능을 담당하고 있음
  - 대형 투자은행은 머천트 बैं킹 부서 또는 유한책임사원제(limited partnership) 형태의 자회사를 통해 구조조정 대상 기업에 투자<sup>5)</sup>

---

5) GLB Act section 103에서는 머천트 बैं킹 투자를 본질적으로 금융업의 성격을 갖는 업무(activities that are financial in nature)중 직접 또는 간접적으로 기업의 주식·자산·소유지분을 획득하거나 지배하는 업무로 규정하고 있음. 또한 FRB Regulation Y의 Subpart J에서는 머천트 बैं킹 투자가 사모주

10 선진 투자은행의 현황분석 및 시사점

- Goldman Sachs는 머천트 बैं킹 부서와 Goldman Sachs Partners를 통해, Morgan Stanley는 Morgan Stanley Partners라는 자회사를 통해 구조조정 대상 기업에 투자

- 증권서비스 업무는 발행회사의 증권이 유통시장에서 원활히 거래되도록 하는 일련의 서비스임
  - 증권의 활발한 거래를 통해서 기업에 대한 지속적인 시장의 평가가 이루어지게 하고 투자자에게 투자대상에 대한 지속적인 정보를 제공함
  - 최근 정보기술의 발달에 따른 거래비용 저하로 인하여 단순한 유통시장 조성의 업무는 그 수익성이 감소하고 있음
- 자기거래 업무(principal transaction)는 자기매매(principal trading)와 자기자본 투자(principal investment)를 포함
  - 자기자본 투자(principal investment)란 수수료를 목적으로 하는 대리인 기능에 대응하는 개념으로 자기자금을 투자하는 기능을 의미함
- 자산관리업무 및 private banking 업무는 투자은행업무 수행과정에서 필요한 자금을 조달하기 위해서 투자자의 투자자금을 유치하는 기능으로 볼 수 있음
  - 투자은행의 성장에 따라 투자은행의 방대한 네트워크와 정보를 바탕으로 고객의 자산을 관리함

---

식투자펀드(private equity fund)를 통해 간접적으로 이루어질 경우에 대해 규정하고 있음

### 3) 투자은행의 업무 특성

- 투자은행 업무는 네트워크 구축과 관리에 의해 업무의 효율성이 결정됨
  - 네트워크는 대고객 네트워크와 투자은행간 네트워크로 이루어진 외부 네트워크, 그리고 투자은행의 각 사업부문간 내부 네트워크로 구성됨
  
- 투자은행업무는 독립된 거래가 주요 고객과 반복되어 이루어진 신뢰(trust)와 평판(reputation)을 바탕으로 하고 있어 고객과 투자은행 간 관계(relationship)가 중요
  - 투자은행은 외부 네트워크를 통해서 평소 직접적으로 수익과 연결되지 않는 정보, 자문, 연구자료 등을 고객에게 제공하는데 이는 차후 고수익상품을 판매하기 위한 전략임
  
- 투자은행이 고객에게 제공하는 서비스는 투자은행 내부 네트워크의 시너지 효과를 통해서 제공될 때 그 가치가 고객의 필요를 만족시킬 수 있음
  - 따라서 투자은행의 조직구조는 수평적(flat)이며 융통적(flexible)일 필요가 있음

### 나. 투자은행의 경제적 역할 및 중요성

- 우리나라 경제성장 측면에서 기업의 직접 자금조달을 증대하는 투자은행 역할의 중요성이 증대되고 있음

12 선진 투자은행의 현황분석 및 시사점

- 우리나라의 현재 주력 산업인 거대 장치산업과 미래 주력 산업인 벤처산업은 금융시장에서 높은 투자위험을 감수하면서 고수익을 추구하는 장기적인 위험 자본의 대규모 조성을 요구함
- 장기적인 위험 및 고수익 추구 자본은 증권시장을 통해서 조성되는 것이 효율적이므로, 증권시장을 통한 자금중개의 주요 역할을 담당하는 투자은행의 중요성이 높아지고 있음

○ 투자은행은 다양한 금융상품을 개발하여 금융시장의 증권화를 주도하고 있음

- 투자은행은 금융상품의 혁신과정에서 신상품의 개발을 담당하고 상품의 표준화를 통한 거래량 증대에 기여
- 우리나라의 경우에도 IMF 경제위기 이후 금융시스템에서 자본시장의 상대적 비중이 증대하고 있으며 다양한 금융상품이 증권상품화 되고 있음
  - 자산유동화에 관한 법률을 정비로 유동성이 낮은 자산의 증권화가 가능해졌으며, 개별주식옵션시장 개설, 거래소 환매조건부채권(Repo) 시장 개설, 장외파생상품 도입 등으로 유동성이 증가함

○ 투자은행은 구조조정시장에서 매입자 또는 매각자를 위해 구조조정에 대한 자문업무를 수행함<sup>6)</sup>

---

6) 구조조정시장은 금융시스템(financial system)과 산업시스템(industry system)의 위험을 관리하는 역할을 하고 구조조정시장의 효율성은 국가 경제시스템의 국제경쟁력을 결정하는 주요 요인 가운데 하나로 주목받고 있음. 금융시스템에서 구조조정시장은 금융부실을 신속하게 해결하여 금융시스템의

- 매각주관회사 역할을 수행하는 투자은행은 구조조정 대상 기업에 대한 가치평가 능력, 거래구조 설계능력을 바탕으로 전략적 투자자(strategic investor)와 금융투자자(financial investor)의 투자를 유도
- 투자은행은 증권인수와 다양한 금융자문 업무를 수행하는 과정에서 구축한 광범위한 기업 및 투자자 네트워크를 활용하여 구조조정시장의 공급자와 수요자를 연결하는 기능을 수행

#### 다. 투자은행의 성공 요인

- 투자은행의 성공요인으로 가장 중요하게 인식되는 것은 투자은행에 대한 신뢰(trust)와 평판(reputation)이며, 다음으로 인적자원(human resource), 자본력(capital)을 들 수 있음
  - 신뢰와 평판을 바탕으로 투자은행은 고객과 반복적인 관계를 형성하여 거래를 성사할 수 있고 네트워크를 통해 시너지 효과를 발휘할 수 있음
  - 질적으로 우수한 인적자원은 신뢰와 평판을 좌우하는 핵심적인 요소이자 다양한 고객의 상황에 대응하여 창의력과 문제해결의 추진력을 갖추기 위한 요소임
  - 투자은행 업무는 위험을 수반하고 대규모 자금을 필요로 하기 때문에 자본력이 투자은행 경쟁력의 필수 요소가 됨

---

안정성을 제고함. 산업시스템에서 구조조정시장은 경제의 한정된 자원을 보다 효율적인 기업과 산업에 집중할 수 있도록 비효율적 기업과 산업을 퇴출시키는 역할을 수행하고 벤처기업의 경우에 IPO와 함께 M&A는 주요한 투자자금 회수방법(exit strategy)임

## 2. 투자은행의 현황

### 가. 세계 투자은행의 업무별 현황

#### 1) 증권발행 업무

- 주식·채권을 포함하는 2003년 한해의 전 세계 증권발행 규모는 5조 3,200억 달러로 2002년의 4조 2,600억 달러에 비하여 25% 증가하였음
- 이는 2002년 침체된 증권발행 시장이 상승국면으로 전환하였음을 의미함
  - 2002년 한해 전 세계 증권발행 규모는 2001년 4조 4,000억 달러에 비하여 감소하였음

<표 II-1> 증권발행 업무 순위 (2003년 말 기준)

순위	투자은행	발행규모(백만 달러)	인수건수	시장점유율(%)
1	Citigroup	542,748.5	1,872	10.2
2	Morgan Stanley	394,779.8	1,365	7.4
3	Merrill Lynch	380,318.9	1,914	7.1
4	Lehman Brothers	354,145.8	1,264	6.7
5	JP Morgan	353,900.5	1,417	6.6
계		2,025,893.5	7,832	38.0
전체 증권발행규모 및 건수		5,326,243.5	19,706	100.0

자료: Thomson Financial

- 2003년 전 세계 최대 증권발행 업무를 수행한 투자은행은 2002년에 이어 Citigroup이 차지함
  - Citigroup은 약 1,900여 건, 5,420억 달러 규모의 증권발행을 담당함
  - Morgan Stanley는 2002년에 비하여 34% 증가한 3,950억 달러로 2위에 자리하여 2002년 5위에서 4단계 상승함
  - Merrill Lynch는 2002년에 비하여 12% 증가한 3,800억 달러로 3위를 차지하였고 2002년 2위에서 1단계 하락함

## 2) 채권발행 업무

- 2003년 전 세계 채권(ABS, MBS, 면세채권 포함) 발행규모는 4조 9,400억 달러로서 2002년 3조 9,400억에 비하여 1조 달러가 증가함
  - M&A 시장 회복, 기업 자금수요 증가, 대차대조표 개선을 위한 CFO의 노력 등이 채권 발행규모 성장을 주도함
  - Citigroup은 2003년 최고의 채권분야 주관회사로서 5,010억 달러 규모의 채권발행을 주도하여 전년대비 25% 증가함
  - Morgan Stanley는 2003년 3,550억 달러의 채권발행을 주관하면서 채권분야 주관회사 순위에서는 전년 6위에서 2위로 상승함
  - 2002년 채권분야 주관회사 2위이던 Merrill Lynch는 2003년 3,490억 달러 채권발행을 주관하면서 3위를 기록하였음

<표 II-2> 채권발행 업무 순위 (2003년 말 기준)

순위	투자은행	발행규모(백만 달러)	인수건수	시장점유율(%)
1	Citigroup	501,813.5	1,655	10.2
2	Morgan Stanley	355,404.7	1,209	7.2
3	Merrill Lynch	349,252.0	1,757	7.1
4	Lehman Brothers	339,696.4	1,177	6.9
5	JP Morgan	320,981.1	1,207	6.5
계		1,867,147.7	7,068	37.8
전체 채권발행규모 및 건수		4,938,012.5	17,287	100.0

자료: Thomson Financial

- 2003년 고수의 채권발행 규모는 1,460억 달러로서 2002년 630억 달러에 비하여 2배 이상 증가하였음
  - 이는 역대 최대규모인 1998년 1,500억 달러에 이어 두 번째임
  - Credit Suisse First Boston(CSFB)은 2003년 최고의 고수익 채권분야 주관회사로서 228억 달러 규모의 고수익 채권을 인수함
    - CSFB는 DLJ 인수 이후 고수익채권분야에서 최고의 입지를 구축하고 있음
    - 2002년 CSFB의 고수익 채권 인수규모는 97억 달러로서 2003년에는 그 인수규모가 2배 이상 증가함
  - Citigroup은 2003년 고수익 채권분야 주관회사로서 2위를 차지하여 4위를 기록한 2002년에 비해 2단계 상승
    - Citigroup의 2003년 고수익 채권 인수규모는 170억 달러임

<표 II-3> 고수의 채권발행 업무 순위 (2003년 말 기준)

순위	투자은행	발행규모(백만 달러)	인수건수	시장점유율(%)
1	CSFB	22,731.3	123	15.6
2	Citigroup	17,067.2	93	11.7
3	Deutsche Bank	15,036.7	92	10.3
4	Goldman Sachs	14,854.5	60	10.2
5	JP Morgan	14,669.0	98	10.1
계		84,418.7	466	57.9
전체 채권발행규모 및 건수		145,750.4	524	100.0

자료: Thomson Financial

- Deutsche Bank는 2003년 고수의 채권분야 주관회사로 3위를 차지하여 2위를 기록한 2002년에 비해 1단계 하락
  - 2003년 Deutsche Bank의 고수의 채권 인수규모는 150억 달러이며 2002년 그 규모는 85억 달러였음
- Goldman Sachs는 전문투자은행으로서는 유일하게 고수의 채권분야에서 5위 안에 자리함

### 3) 주식발행 업무

- 2003년 전 세계 주식(주식관련 증권 포함)발행 규모는 3,880억 달러로서 2002년 3,180 억 달러에 비해 22% 증가함
- 2002년에 이어 Goldman Sachs는 2003년에도 460억 달러의 주식인수를 주관하면서 최고의 주식분야 주관회사로 선정됨

<표 II-4> 주식발행 업무 순위 (2003년 말 기준)

순위	투자은행	발행규모(백만 달러)	인수건수	시장점유율(%)
1	Goldman Sachs	46,142.0	174	11.9
2	Citigroup	40,935.0	217	10.6
3	Morgan Stanley	39,375.1	156	10.1
4	JP Morgan	32,919.4	147	8.5
5	Merrill Lynch	31,066.3	157	8.0
계		190,438.4	851	49.1
전체 주식발행규모 및 건수		388,176.1	2,418	100.0

자료: Thomson Financial

- Citigroup은 2002년 398억 달러에 이어 2003년에도 410억 달러의 주식인수를 주관하면서 주식분야 주관회사 순위 2위 자리를 고수함
  - Morgan Stanley는 2003년 394억 달러의 주식인수를 주관하면서 주식분야 주관회사 3위를 기록하여 253억 달러의 주식인수 규모를 기록한 2002년 4위에서 1단계 상승
- 전 세계 IPO 시장은 2003년 4/4분기의 활발한 IPO 활동에도 불구하고, 그 규모가 2003년 말 기준 140억 달러로서 2002년 226억 달러에서 거의 절반 가까이 감소하였음
- 이와 같은 IPO 감소는 2003년 상반기 IPO 실적이 1970년대 중반 이후 가장 낮은 수치이었기 때문임
  - 2000년 이후 4년 연속 IPO 시장이 침체되었으나, 2004년부터는 대규모 IPO가 계획 중이고 벤처캐피탈펀드가 활발히 활동함에 따라 침체 국면이 반전될 전망이다

<표 II-5> IPO 업무 순위 (2003년 말 기준)

순위	투자은행	발행규모(백만달러)	인수건수	시장점유율(%)
1	Goldman Sachs	2,659.9	13	19.2
2	Credit Suisse First Boston	2,060.3	12	14.9
3	Friedman Billings Ramsey Group	1,636.7	8	11.8
4	Merrill Lynch	1,250.7	8	9.0
5	Morgan Stanley	1,246.9	7	9.0
계		8,852.5	48	63.9
전체 주식발행규모 및 건수		13,849.2	79	100.0

자료: Thomson Financial

- Goldman Sachs는 27억 달러의 IPO를 주관하여 최고의 IPO분야 주관회사로 선정됨
- CSFB는 20억 달러로 IPO분야 주관회사 순위 2위를, Friedman Billings Ramsey는 16억 달러로 IPO 분야 주관회사 순위 3위를 차지함

#### 4) M&A자문 업무

- 전 세계 M&A 거래규모는 2003년 한해 1조 3,000억 달러가 이루어지면서 2002년 1조 2,000억 달러에 비하여 1,000억 상승하였으며 2000년 이후 급감하던 M&A시장이 반등되고 있는 신호를 보이고 있음
- M&A거래는 1990년대 후반을 기점으로 하락하였으며 2000년에서 2001년 사이 전 세계 M&A시장 규모는 50% 정도 급감하였고, 2001년과 2002년 사이에도 그 규모가 29% 정도 감소하였음

<표 II-6> M&A자문 업무 순위(2003년 말 기준)

순위	투자은행	거래규모(백만달러)	건수	시장점유율(%)
1	Goldman Sachs	392,669.5	298	29.5
2	Morgan Stanley	239,465.3	239	18.0
3	Citigroup	219,643.3	307	16.5
4	Merrill Lynch	213,485.8	191	16.0
5	JP Morgan	206,354.3	291	15.5
계		1,271,648.2	1,326	79.5
전체 M&A 규모 및 건수		1,333,275.8	27,753	100.0

자료: Thomson Financial

- Goldman Sachs는 300건에 이르는 3,920억 달러의 M&A자문을 담당하여 M&A분야 최고 자문회사로 선정됨
- Morgan Stanley는 240건에 이르는 2,390억 달러의 M&A 관련 자문을 담당하여 M&A분야 자문회사 순위 2위에 자리하였고, Citigroup은 2,190억 달러의 M&A자문을 담당하여 M&A분야 자문회사 순위 3위를 차지함

#### 나. 우리나라 증권회사의 투자은행 업무 현황<sup>7)</sup>

- 2001~2002년간 증권회사의 투자은행 부문의 영업수익에 대한 기여도는 여전히 낮지만, 증권인수 시장에서 대형 증권회사의 시장 점유율은 증대하고 있음
  - 전체 영업수익에서 인수업무 수익의 비중은 10% 미만임

7) 금융감독원(2003)을 참조하여 정리하였음

<표 II-7> 우리나라 증권회사의 인수·주선 실적

(단위: 억원)

구분	FY 2001	FY 2002
인수실적	1,703,244	1,551,869
주식	25,034	49,986
채권(회사채, ABS)	653,786	490,170
외화증권	32,191	11,326
인수·주선수수수료 실적	3,197	2,551
주식	918	1,229
채권(회사채, ABS)	1,479	946
외화증권	443	189

자료: 금융감독원(2003)

- 2002년 기준으로 증권인수 시장에서 5개 대형 증권회사는 전체 인수 수익의 49%를 차지하였고 주식인수의 경우 대형사의 비중은 65%에 육박함
- 1999~2002년간 전체 수수료수익중 IPO관련 수수료수익이 차지하는 비중은 1%내외이나 점차 증가하는 추세를 보이고 있음
  - 동기간 동안 시장조성이 실시된 경우는 IPO 기업 626사의 16%인 100개사로서 규모는 7,519억 원에 달함(총 공모금액의 7.7%)

<표 II-8> 우리나라 증권회사의 인수·주선 수수료수의 순위(FY02)<sup>ab)</sup>

순위	총계	주식	회사채	외화증권
1	LG투자증권(16%)	LG투자증권(25%)	현대증권(12%)	한누리투자증권(56%)
2	현대증권(13%)	현대증권(16%)	SK증권(10%)	브릿지증권(16%)
3	대우증권(8%)	대우증권(12%)	삼성증권(10%)	SK증권(10%)
4	삼성증권(8%)	삼성증권(8%)	LG투자증권(9%)	현대증권(7%)
5	SK증권(5%)	동원증권(5%)	대우증권(7%)	동원증권(6%)

a) 굵은 글씨는 2003.3말 현재 자산 2조원 이상 대형 증권회사  
 b) 괄호 안은 시장점유율을 나타냄  
 자료: 금융감독원(2003)

<표 II-9> 회계연도별 IPO 현황

(단위: 건, 억원)

구분	FY99	FY00	FY01	FY02	합계
IPO건수	141	165	203	117	626
조달금액	40,340	24,014	18,858	14,806	98,018
수수료수익	702	777	801	690	2,970

자료: 금융감독원(2003)

- M&A 중개업무와 경영자문 등 금융자문 업무에서는 외국계 증권회사가 전체수익의 74%를 차지하고 있음
  - 2002년 M&A 및 경영자문에 대한 실적은 691억 원으로 전체 증권회사 영업수익의 0.61%에 그쳤고, 전년 대비 감소하였음

<표 II-10> 증권회사의 M&A 및 경영 자문 업무 수익 순위<sup>a)</sup>

(FY 2002, 금액기준)

순위	총계	M&A 중개업무	경영 자문 업무
1	모간스탠리증권 서울지점	모간스탠리증권 서울지점	골드만삭스증권 서울지점
2	골드만삭스증권 서울지점	리먼브러더스증권 서울지점	씨티그룹글로벌 마켓증권
3	리먼브러더스증권 서울지점	굿모닝신한증권	대우증권
4	굿모닝신한증권	LG투자증권	JP모건증권 서울지점
5	씨티그룹 글로벌마켓증권	동원증권	현투증권

a) 굵은 글씨는 외국계 증권회사  
자료: 금융감독원(2003)

#### 다. 우리나라 증권회사와 외국 투자은행의 규모 및 수익성과 비교

- 우리나라 5대 증권회사와 미국의 3대 투자은행을 총자산, 자기자본, 직원 수 기준으로 비교하였을 때 그 규모의 차이가 확연히 드러남
  - <표 II-11>에서 2003 회계연도 평균을 기준으로 볼 때, 미국 3대 투자은행의 총자산 규모는 우리나라 5대 증권회사의 145배, 자기자본 규모는 20배, 직원 수는 16배에 달함

<표 II-11> 우리나라 5대 증권회사와 미국 3대 투자은행 규모비교

(단위: 십억 달러, 명)

구분	총자산		자기자본		직원 수	
	FY2002	FY2003	FY2002	FY2003	FY2002	FY2003
<b>국내</b>						
삼성증권	4.03	5.28	1.27	1.46	2,730	2,624
LG투자증권	4.25	4.07	1.17	1.38	2,556	2,419
대우증권	2.71	3.54	0.87	1.09	2,488	2,362
대신증권	2.06	2.00	0.97	1.14	2,055	2,009
현대증권	2.63	2.26	0.95	1.00	2,775	2,557
<b>평균</b>	<b>3.13</b>	<b>3.43</b>	<b>1.05</b>	<b>1.21</b>	<b>2,521</b>	<b>2,394</b>
<b>해외</b>						
Goldman Sachs	355.57	403.80	19.00	21.63	19,739	19,476
Merrill Lynch	449.60	494.52	22.88	27.65	50,900	48,100
Morgan Stanley	529.50	602.84	21.89	24.87	55,726	51,196
<b>평균</b>	<b>444.89</b>	<b>500.39</b>	<b>21.26</b>	<b>24.72</b>	<b>42,122</b>	<b>39,591</b>

자료: 각 증권사 2002·2003 회계연도 금감원 공시자료 및 Annual Report

- 우리나라 5대 증권회사와 미국의 3대 투자은행의 수익성과를 비교하면 우리나라 대형증권회사는 상대적으로 저조한 수익성을 나타내고 있음
  - 2003 회계연도 평균을 기준으로 미국 3대 투자은행의 영업수익 규모는 우리나라 5대 증권회사의 28배, 당기순이익 규모는 180배에 달함
  - ROE의 경우도 미국 3대 투자은행의 경우 평균 16%의 높은 수치를 보이고 있으나, 우리나라 5대 증권회사는 1%에 지나지 않음

<표 II-12> 우리나라 5대 증권회사와 미국 3대 투자은행 수익성과 비교

(단위: 십억 달러)

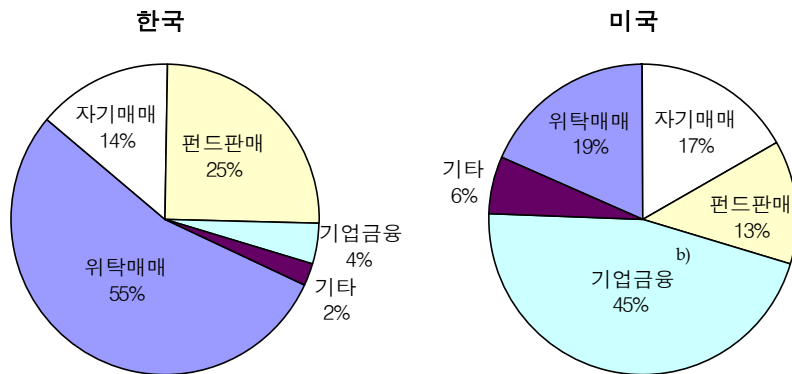
구분	영업수익		당기순손익		ROE	
	FY2002	FY2003	FY2002	FY2003	FY2002	FY2003
<b>국내</b>						
삼성증권	0.68	0.90	0.05	0.08	3.60%	5.78%
LG투자증권	0.72	0.81	0.04	0.00	3.55%	0.27%
대우증권	0.56	0.68	0.56	0.12	-5.55%	10.64%
대신증권	0.38	0.38	0.38	0.06	3.44%	5.64%
현대증권	0.55	0.57	0.55	-0.17	-5.02%	-17.30%
<b>평균</b>	<b>0.58</b>	<b>0.67</b>	<b>0.58</b>	<b>0.02</b>	<b>0.01%</b>	<b>1.01%</b>
<b>해외</b>	<b>FY2002</b>	<b>FY2003</b>	<b>FY2002</b>	<b>FY2003</b>	<b>FY2002</b>	<b>FY2003</b>
Goldman Sachs	13.99	16.02	2.11	3.01	11.30%	15.00%
Merrill Lynch	18.63	20.15	2.51	3.99	11.70%	16.10%
Morgan Stanley	19.12	20.86	2.99	3.79	14.10%	16.50%
<b>평균</b>	<b>17.25</b>	<b>19.01</b>	<b>2.54</b>	<b>3.60</b>	<b>12.37%</b>	<b>15.87%</b>

자료: 각 증권회사 2002·2003 회계연도 사업보고서 및 Annual Report

- 우리나라 증권회사와 미국 증권회사의 영업부문별 수익구조를 살펴 보면, 업무영역에는 차이가 없으나 주요수익원에 큰 차이가 있는 것으로 나타남
  - 미국 증권회사의 경우 우리나라에 비하여 투자은행 업무와 자산 관리업무로부터 수익비중이 높음
  - 미국 증권회사의 경우 위탁매매 수수료수익이 수익의 부수적인 부분을 차지하고 있으나 우리나라 증권회사의 경우 주요 수익원으로 자리잡고 있음
  - <그림 II-1>에서는 우리나라와 미국 증권회사의 영업부문별 수익 비중을 나타내고 있음

- 우리나라는 증권회사의 투자은행 업무가 증권회사의 주요 수익원으로 자리잡지 못하고 있음
  - 증권회사의 대형화, 중·소형 증권회사의 전문화, 외국증권회사의 네트워크를 활용한 M&A 주선 등으로 활로를 모색할 필요가 나타나고 있음

<그림 II-1> 한국과 미국 증권회사의 영업부문별 수익비중(FY03)<sup>a)</sup>



- a) 한국증권연구원 『자본시장 포럼』의 '증권산업 요약손익계산서' 분류기준에 따라 산출하였음
  - b) 기업금융 부분의 수익중에는 repo와 reverse repo의 이자수익이 포함되어 있으나, 이를 따로 분류할 수 없기 때문에 기업금융에 포함하였음
- 자료: 금융감독원의 증권회사 분기별 사업보고서, SIA Fact Book 2003

### III. 선진 투자은행의 현황분석

---

1. Goldman Sachs의 현황분석
2. Merrill Lynch의 현황분석
3. Morgan Stanley의 현황분석
4. Citigroup의 현황분석
5. UBS AG의 현황분석
6. Credit Suisse Group의 현황분석
7. 요약



### III. 선진 투자은행의 현황분석

#### 1. Goldman Sachs의 현황분석

##### 가. 개관

- Goldman Sachs는 글로벌 투자은행의 선두주자로서, 전 세계적으로 다양한 고객을 기반으로 다양한 분야의 금융서비스를 제공하고 있음
  - Goldman Sachs의 사업조직은 크게 Investment Banking, Trading and Principal Investment, Asset Management and Securities Services로 구성됨
  - 1869년 미국 뉴욕에 어음중개회사로 설립되어 파트너십 체제를 유지해 오다가, 주식회사로 전환, 1999년 5월 7일 IPO를 실시
  
- Goldman Sachs의 본점은 미국 뉴욕에 있으며 런던과 프랑크푸르트, 동경, 홍콩과 같은 주요 거점을 포함하여, 20개국 40개가 넘는 도시에 19,476명의 임직원들이 있음
  - 2003년 11월 현재 총자산은 4,037억 9,900만 달러, 순이익은 30억 500만 달러임
  - Goldman Sachs는 1970년에 한국에 진출하여 1998년, 서울지점을 개설하였음

## 나. 발전과정

- Goldman Sachs는 1869년 어음중개회사로 설립되었으나 1906년 인수 업무를 담당하게 되면서 투자은행으로 발전하였음
  - 1928년 Waddill Catchings는 지나치게 낙관적이고 공격적인 투자로 회사를 위협에 처하게 하였음
    - 투자신탁회사인 Goldman Sachs Trading Corporation(GSTC)은 오늘날의 폐쇄형 투자펀드와 비슷한 형태의 것이었으나 1929년의 주가폭락으로 GSTC의 주가는 329달러에서 1.75달러로 폭락하였음
    - 또한 회사 명성의 하락으로 인해 5년 동안 인수업무를 취급할 수 없게 되었으며, Goldman Sachs가 보수적인 사업성향을 가지게 되는 계기가 되었음
  
- 1930~1940년 경제 불황과 GSTC의 손실로 인한 타격 때문에 회사는 어려움을 겪었지만, CP시장에서의 주요경쟁자들을 인수하며 향후 CP시장을 지배하기 위한 초석을 마련함
  - 당시 CEO인 Sidney Weinberg는 우수한 고객을 확보함으로써 회사의 평판을 쌓아갈 수 있다고 판단, 수많은 기업의 이사회에 참가하였음
    - 수년간 수익이 발생하지 않아도 꾸준히 기업과의 폭 넓은 접촉을 하며 미래의 우수한 고객을 확보하였음
    - 이러한 기업 이사회 참석을 통해 구축한 고객과의 관계는 장기적 관점에서 Goldman Sachs가 높은 수익을 올릴 수 있게 하였음

- 1956년 당시 가장 큰 주식공모로서 6억 5,000만 달러가 넘는 규모인 Ford Motor Company의 IPO에서 대표주관업무를 담당하게 됨
- 1969년 선출된 Gus Levy는 GSTC를 통한 실패를 직접 겪지 않았기 때문에 Sidney Weinberg시대와는 달리 좀더 적극적이고 창의적인 형태로 회사를 이끌어 나갔으며 더 많은 성장을 이룩할 수 있었음
  - 대량 매매의 개념을 업계 최초로 도입
    - 2차 세계대전 이후 기업연금의 도입 등으로 미국의 주식시장에서 기관투자자의 비중이 급격히 증가하고 이에 따라 거래 규모도 커지면서 기관투자자들이 원하는 물량을 소화할 수 없게 되자 새로운 방식의 거래로서 대량 매매가 도입됨
  - 1970년 Goldman Sachs는 런던에 지점, 1974년 동경과 취리히에 지점을 개설함으로써 해외진출을 시작함
  - 1970년대의 불황으로 Penn Central Railroad가 파산하게 되면서 Goldman Sachs는 또 한번의 사업위기를 맞게 되었음
    - Goldman Sachs는 Penn Central Railroad의 부실을 알고 있었음에도 불구하고 고객에게 알리지 않았으며, 회사에 대한 조사도 하지 않았다는 혐의로 SEC의 조사를 받았으며, 결국 연방 배심원은 Goldman Sachs의 사기혐의를 인정했음
    - 8,700만 달러의 부도어음으로 인해 45건의 소송이 제기되었고, 소송은 쌍방향으로 해결되었으나 사건으로 인해 Goldman Sachs는 다시금 평판에 큰 손실을 입게 되었음

- 1976년 Goldman Sachs는 John Whitehead와 John Weinberg의 공동 대표체제로 운영하게 되었고 1980년대에는 전 사업부문에서 수익성이 큰 폭으로 증가하면서 투자은행으로서의 절정기를 맞게 됨
  - 해외사업부의 통합으로 “globally one office”를 추구
  - 1981년 상품 현물 거래기업인 J. Aron & Co.를 인수, 현물거래로의 사업 확장 및 주식·채권 인수, 자기매매와의 헤징을 추구
  - M&A분야의 성장으로 50% 이상의 시장점유율을 기록하며 높은 수익을 달성하게 됨
  - 1986년 Microsoft의 IPO 업무를 맡았으며 영국의 British Gas의 대표주관업무를 통해 공기업민영화 부문에서 국제적인 선두를 차지
  - 1987년 내부자거래 혐의로 파트너인 Robert Freeman이 구속
    - 1990년 4월에 Freeman은 혐의를 인정<sup>8)</sup>하였고 SEC에 110만 달러의 벌금과 함께 집행유예를 선고받았음
    - Goldman Sachs 자체로는 벌금이나 어떤 징계도 받지 않았으나 이 사건을 계기로 회사의 모든 사업에 법적인 결함이 있는지 면밀히 검토하게 되는 계기가 되었음

---

8) 그는 결백을 주장하였고 인정한 혐의는 단 한가지였음. 사건의 경위는 KKR이 LBO추진 시, Freeman이 알게 되었던 정보를 부당하게 이용한 것이었음. Freeman은 회사뿐만 아니라 개인계좌로 피 인수기업의 주식을 샀을 뿐만 아니라 KKR의 관계자로부터 인수에 문제가 있다는 말을 듣고 자신이 가진 주식을 매각하였으며, 회사계좌로 보유한 주식의 매수포지션을 줄였음

- 1990년대 초가 되면서 Goldman Sachs의 런던지점은 전체 수익의 25%를 차지하면서 높은 성장을 거두게 되었음
  - Goldman Sachs는 미국에서 축적한 고도의 M&A기술을 유럽 M&A시장에서 활용함으로써 유럽시장에서 성공을 거둠
  - 자사계정매매(proprietary trading)를 도입하고 전문 인력을 통해 큰 수익을 올렸음
    - 자사계정매매의 성공을 계기로 성과 보수 체계가 마련되지만 직원들이 위험을 고려한 수익률이 아닌 단순한 숫자로서의 수익률에만 치중하게 되었고 이는 회사에 많은 손해를 초래하게 됨
  - 투자은행의 업무상 위험이 따르기 때문에, 직원의 보수를 단순하게 수익에 근거할 수 없다고 판단하여 다면평가의 일환인 “360° review process”를 도입
    - 이러한 평가방식은 한 직원이 자신의 업무와 관련되는 모든 관계자들의 평가를 받는 것이며, 평가자에는 상사는 물론 다른 부서의 동료 및 하급직원들이 포함되어 있음
  
- 1994년 자기매매에서 출발한 수익성 악화를 계기로 1995년 공동대표로 임명된 Corzine과 Paulson은 전체 인원의 10%에 해당하는 대규모 감원을 실시하고 급여와 보너스의 수준을 최고 60%까지 낮춤
  - 이제까지 Goldman Sachs는 경영진들이 자기매매 담당자들의 결정에 간섭하지 않고 자율에 맡겼으나 1994년의 위기 이후 공식적인 위험관리시스템을 도입하여 모든 거래 부서에 손실 한도를 부과함

- 1999년 130년 동안 유지한 파트너십 체제를 깨고 주식회사로 전환한 후 기업공개
  - Goldman Sachs의 기업공개는 사업 확장을 위한 자본의 확충, 증가해 가는 위험에 대한 파트너들의 무한책임 면제와 같은 이점으로 인해 1960년대 후반부터 꾸준히 논의되어 왔음
  - IPO 이후 Goldman Sachs의 주가는 시초가 대비 2001년 회계연도 말 현재(11월 마지막 금요일) 68%의 상승을 보여주었음
  
- 2000년 Pear, Leeds & Kellogg를 합병함으로써 미국 시장 내에서의 주식과 옵션의 시장조성 및 결제 부문의 역량을 강화
  
- 2002년 조사분석과 관련한 이해상충의 문제로 Goldman Sachs는 SEC의 조사를 받게 됨
  - Goldman Sachs가 SEC에 낸 합의금은 벌금 2,500만 달러를 포함하여 총 1억 1,000만 달러에 이룸<sup>9)</sup>

## 다. 지배구조 및 업무영역

### 1) 지배구조

- Goldman Sachs의 이사회는 IPO이전에는 5명의 사내이사와 2명의 사외이사로 구성되어 있었으나, 현재는 <표 III-1>과 같은 인원으로 구성되어 있음

---

9) SEC Press Release, 28 April, 2003.

<표 III-1> Goldman Sachs의 이사회

구분	이름	직위
사내	Henry M. Paulson, Jr.	Chairman and CEO
	Lloyd C. Blankfein	President and Chief Operating Officer
	John F.W. Rogers	Secretary to the Board
사외	Lord Browne of Madingley	Group CEO of BP p.l.c
	John H. Bryan	Retired Chairman and CEO of Sara Lee Corporation
	Claes Dahlbäck	Nonexecutive Chairman of Investor AB
	William W. George	Former Chairman and CEO of Medtronic, Inc.
	James A. Johnson	Vice Chairman of Perseus, L.L.C.
	Edward M. Liddy	President and CEO of The Allstate Corporation
	Ruth J. Simmons	President of Brown University
Lois D. Juliber	Vice Chairman of the Colgate-Palmolive Company	

자료: <http://www.gs.com/>

— 이사회는 구성인원은 15명을 넘을 수 없으며 NYSE의 이사회 독립성 기준을 충족시키는 독립이사로 구성되어 있음

○ 이사회는 감사위원회, 보상위원회, 임명 및 지배구조 위원회 등 3가지로 구성되어 있으며 각 위원회는 최소 3명 이상으로 구성되어야 함

## 2) 업무영역

- Goldman Sachs의 부서는 크게 3가지로 나누어져 있음
  - <그림 III-1>을 보면 3가지 영역에 따른 세부 업무가 나누어져 있음
  - 다른 투자은행들에 비해 Goldman Sachs는 업무의 성격에 따라 부서명칭을 정해 놓아 각 부서에 따른 역할이 명확히 구별됨
  
- Investment Banking
  - 금융자문 업무(financial advisory)와 증권인수 업무(underwriting)로 구성됨
  - 금융자문 업무는 M&A, 사업부 매각, 분사, 기업방어업무(corporate defence activities), 기업구조조정과 관련된 자문 업무
  - 증권인수 업무는 주식과 채권부문으로 구분됨
    - 주식부문은 Goldman Sachs가 강점을 보유하고 있는 핵심 분야
    - 채권부문은 투자적격채권, 신흥시장채권, ABS, MBS, CBO 등의 구조설계증권 같은 다양한 채권을 취급함
  
- Trading and Principal Investments
  - 이 부서는 자기거래 업무를 담당함
  - Fixed Income, Currency and Commodities(FICC)
    - 고정소득(채권 등)상품, 통화 및 상품의 시장조성과 매매, 광범위한 종류의 파생상품거래를 구축하고 수행하며 자사계정 매매와 차익거래 업무

— Equities

- 주식 및 주식 관련 상품들의 시장조성, 스페셜리스트로 활동 및 매매, 주식 파생상품거래의 구축 및 수행, 자사계정 매매와 주식차익거래 업무

— Principal Investments

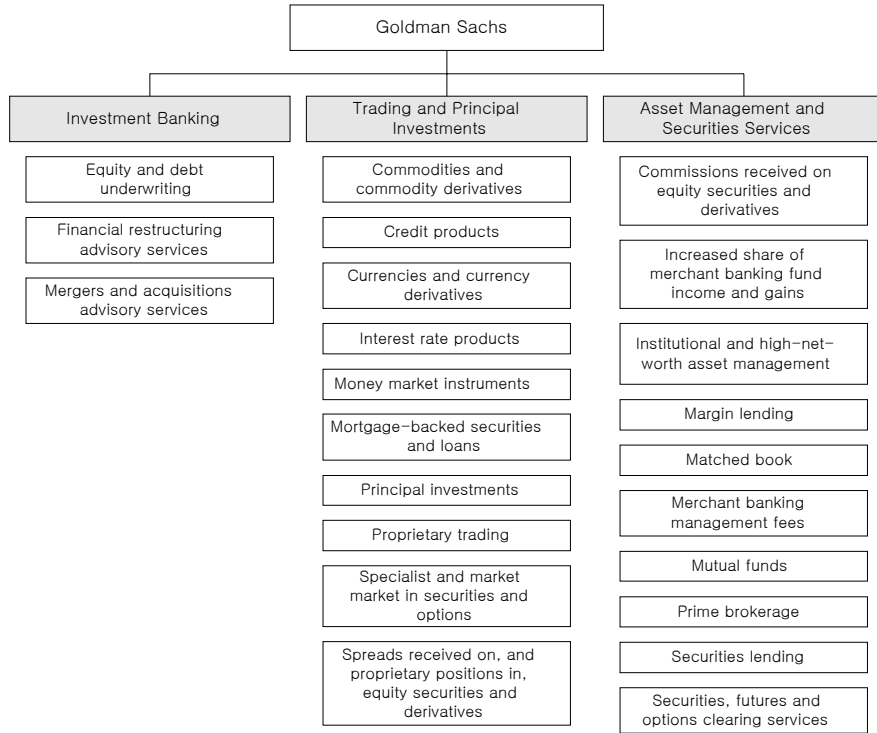
- Principal Investment는 주로 머천트 बैं킹의 투자로부터 얻은 순수익을 나타냄
- Principal Investment는 직접 투자 또는 자회사 형식의 펀드를 통해 이루어짐

○ Asset Management and Securities Services

- 이 부서는 이름 그대로 자산관리 업무와 증권서비스 두 가지 업무를 담당
- Asset Management는 기관 및 개인 등의 다양한 고객기반에게 광범위한 종류의 투자자문 서비스를 제공함으로써 보수를 받는 업무
  - 하위 부서로 Private Wealth Management가 있으며, 이 부서는 private banking 업무를 담당
- Securities Services는 우량고객 위탁매매, 금융서비스와 증권대출 및 자사의 계정일치(matched book)사업<sup>10)</sup>을 포함하며, 수수료나 금리차이의 형태로 수익을 얻음

10) 계정일치사업이란 장부상 관계있는 수익과 비용을 동일 회계기간에 대응시켜 기간 손익을 계산하는 회계방법인 대응원칙을 적용한 사업 활동을 의미함. 일반적으로 matching은 외화 자금의 유입과 유출을 통화별 및 만기별로 일치시킴으로써 자금 흐름의 불일치에서 발생할 수 있는 환차손 위험을 원천적으로 제거하는 환위험 관리기법의 일종임

<그림 III-1> Goldman Sachs의 조직구조



자료: Goldman Sachs Annual Report(2002)

라. 재무정보 및 수익구조

- 2003년 11월 회계연도 기준으로 Goldman Sachs 순이익은 30억 1,000만 달러로 전년대비 42% 증가함
  - 2001년 이후로 경기침체국면에서 벗어나 2003년에는 어느 정도 회복세를 보이고 있음

<표 III-2> Goldman Sachs의 재무정보

(단위: 십억 달러)

구 분	1998	1999 <sup>a)</sup>	2000	2001	2002	2003
총자산	217.4	250.5	289.8	312.2	355.6	403.8
자기자본	6.3	10.2	16.5	18.2	19.1	21.6
순수익	8.5	13.4	16.6	15.9	14.0	16.0
순이익	2.4	2.7	3.1	2.3	2.1	3.0
ROE(%)	-	26.7	26.9	13.0	11.3	15.0
시가총액 <sup>b)</sup>	-	34.1	36.5	42.6	37.7	45.5
EPS(Diluted, 달러) <sup>c)</sup>	-	5.57	6.00	4.26	4.03	5.87
직원 수(명)	13,033	15,361	22,627	22,677	19,739	19,476

a) 1999년에 상장되었기 때문에 그 전의 ROE와 EPS는 없음

b) 회계연도 마감일(11월 마지막 금요일)을 기준으로 한 Thomson Financial의 수치

c) 기업이 발행한 신주인수권, 스톡옵션, 전환사채가 모두 주식으로 전환되었다고 가정했을 때의 EPS

자료: Goldman Sachs Annual Report

- EPS는 5.87달러로 2002년에 비해 42%의 성장률을 보였으며, 기업 공개 이후로 두 번째로 높은 수치임
- 자기자본은 꾸준히 증가하고 있으며 총수익과 순이익 ROE, EPS 등 수익지표들은 2001년을 기점으로 감소하다 회복하고 있음
  - ROE 역시 전년대비 11% 상승해 15%를 기록

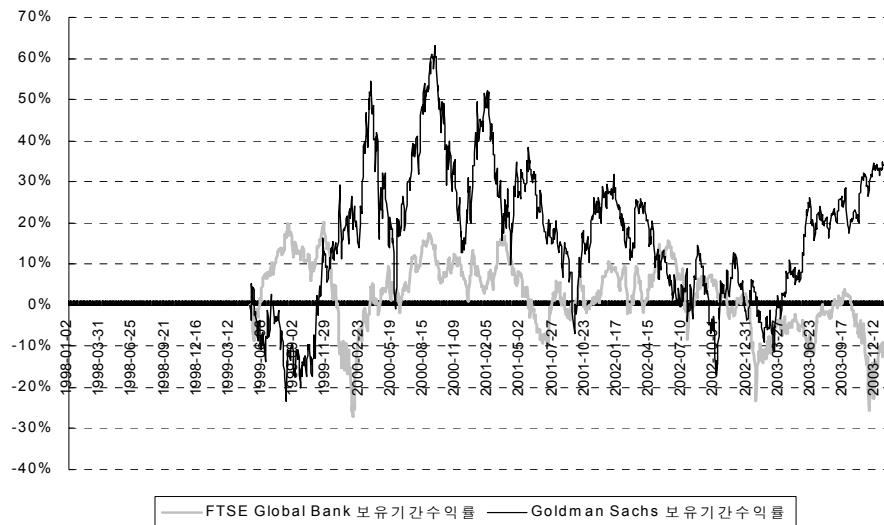
○ Goldman Sachs의 보유기간수익률<sup>11)</sup>은 2003년 들어 지속적으로 회복세를 나타냄

- 1999년 상장이후 잠시 하락세를 보이다 2000년 인터넷버블시대에 비교하여 60%이상의 높은 수익률을 보여주었음

11) 보유기간수익률은 로그누적수익률로 정의함

<그림 III-2> Goldman Sachs와 FTSE Global Bank Index의 보유기간수익률 비교

(기간: 1998년 1월 1일 ~ 2003년 12월 31일)

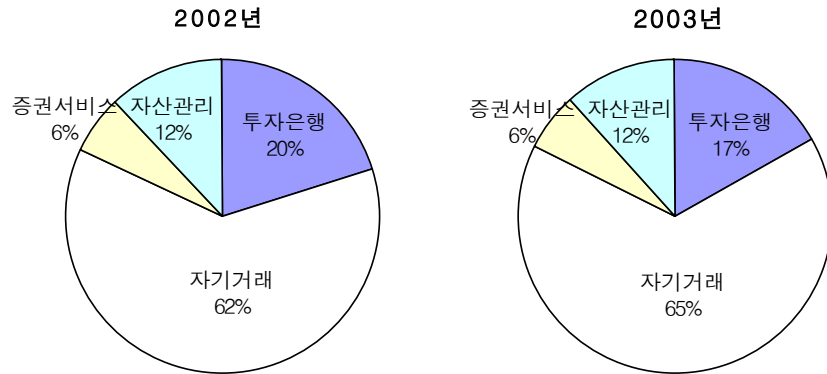


- 거품이 가라앉고 9.11테러 이후 이어지는 금융시장과 M&A시장의 침체로 Goldman Sachs를 비롯한 전 금융권에 낮은 수익률을 초래
- 현재 Goldman Sachs의 보유기간수익률은 2003년 이후 꾸준히 회복하여 2003년 12월 말 현재 주가는 98.73달러이며 33%의 보유기간수익률을 기록하였음

○ Goldman Sachs의 수익구조는 <그림 III-3>과 같음

- 각 업무영역별 수익비중에 큰 변화는 없으나, 투자은행 업무의 비중은 2003년에 비해 3% 감소하였고, 자기거래 업무의 비중은 증가하였음

<그림 III-3> Goldman Sachs의 수익구조<sup>a)</sup>



a) Goldman Sachs의 net revenue기준  
 자료: Goldman Sachs Annual Report

- 이는 다른 업무영역에 비해 투자은행 업무가 차지하고 있는 M&A시장과 IPO시장의 위축으로 인한 것으로 보임
- 이러한 투자은행 업무의 수익감소에도 불구하고 Goldman Sachs는 2002년에 가장 큰 상위 10위의 M&A거래 중 7건의 자문업무를 수행하여 업계 1위를 차지, 국제 IPO시장에서는 2위를 차지함

#### 마. 경영전략

- Goldman Sachs는 기업고객과의 관계형성을 기반으로 전형적인 전문 투자은행으로 성장함
  - 투자은행의 업무는 기밀유지가 중요시되고 이를 위해서는 신뢰를 바탕으로 한 고객과의 관계형성이 중요

- 1970년대 John Whitehead는 고객이 될만한 기업의 CEO 및 CFO와의 네트워크 형성을 만들기 위해 마케팅만을 담당하는 Investment Banking Services부서를 신설
- John Weinberg는 1980년대에 “Fourteen Commandments”를 제정하고 제1원칙을 ‘고객의 이익이 언제나 우선이며, 고객들의 만족이 곧 우리의 성공으로 연결된다.’로 규정함

○ Goldman Sachs는 Morgan Stanley, CSFB 등 다른 투자은행이 고객과의 관계를 고려치 않고 이익만을 위해 적대적 M&A업무를 수행할 때, 고객들의 이익이 최우선이라는 방침아래 한동안 피합병기업 측면에서 방어자문서비스를 제공함

— 장기적인 기업고객과의 관계형성을 기반으로 Goldman Sachs는 투자은행업계에서 글로벌 마켓리더로서 입지를 구축함

○ Goldman Sachs는 투자은행업의 약세와 미국시장의 위축으로 어려움에 직면하고 있으며, 경기에 따른 극심한 수익성 변동을 타개하기 위한 다각화를 모색 중임

— 투자은행 중심의 성장을 고수한 Goldman Sachs의 수익원은 자본시장이므로 자본시장의 상황에 따라 수익의 변동이 심하기 때문에, 최근 안정적 수익구조를 위해 상업은행 인수 추진 등의 겸업화를 추진하고 있으며, 보수(fee)에 기반을 둔 사업진출을 모색하고 있음

- 전통적인 투자은행업무는 1990년대 말 이후 금융자문 부문 수익이 감소하고 시장상황에 지나치게 민감하게 되자 좀더 안정적인 수익원을 모색하고 있음

- 1989년에는 Goldman Sachs Asset Management(GSAM) 부문을 신설하고 부유한 개인들을 대상으로 한 자산관리 업무를 시작하였음
  
- 세계 모든 지점이 실시간으로 연결되어 있으며, 모든 지점의 보수체계가 동일해 사실상 “globally one office”를 추구함으로써 기업공개 이후에도 유대관계를 유지하려고 노력함
  
- Goldman Sachs는 투자은행들 중 가장 오래된 기업들 중의 하나로 견고한 평판과 역사를 가지고 있어, 우수한 인재의 유치는 물론 새로운 고객확보에도 유리한 위치를 점하고 있음
  
- Goldman Sachs는 “최고의 인재 없이 최고의 회사가 될 수 없다”는 신념 아래 직원 선발 시 전 세계의 우수한 인재를 채용, 육성하기 위해 노력
  - 인재를 채용하는 데에 있어 우수인력을 채용하기 위해 노력함은 물론 채용 후의 관리에도 중점을 두고 있음
    - 이로 인해 Goldman Sachs의 이직률은 월스트리트에서 가장 낮은 것으로 알려짐
    - Goldman Sachs의 보수지급기준은 산업 심리학자를 고용하여 만들어낸 “360° review process”로 단순한 수익성을 넘어 여러 요인들을 고려함
  - 모든 업무에서 개인보다는 팀워크를 중시하는 조직문화 보유

- Goldman Sachs는 대형화와 지속적인 성장을 위하여 1999년 5월 7일 IPO를 통해 공개기업으로 전환함
  - Goldman Sachs는 1990년대 후반까지도 파트너십 체제를 유지함으로써 대형 투자은행들 중 마지막까지 기업공개를 하지 않았음
  - 그러나 한정된 자본 안에서 파트너들의 수가 늘어감에 따라 줄어드는 이익과 파트너들의 유출입에 따른 자본금의 불안, 새로운 사업진출에 필요한 자본의 조달의 한계로 인해 IPO를 단행함
  
- Goldman Sachs는 2003년, Ayco사<sup>12)</sup>의 인수를 통해 보다 고차원의 자문서비스를 제공하게 되었음
  - Ayco사는 수수료베이스의 재정계획 및 자문서비스를 제공하는 회사로 본 인수를 통해 Goldman Sachs는 Private Wealth Management 부서에 좀더 많은 역량을 얻을 수 있게 되었음

---

12) The Ayco Company, L.P: 미국내 465개가 넘는 주요기업의 임원들을 고객으로 확보하고 있음

## 2. Merrill Lynch의 현황분석

### 가. 개관

- Merrill Lynch는 1914년 Charles E. Merrill에 의해 Charles E. Merrill & Co.라는 이름으로 뉴욕에서 시작
  - 현재 우리가 알고 있는 Merrill Lynch & Co., Inc.는 1973년 지주회사의 형태로 설립되어, 브로커-딜러, 자금조달, 투자자문, 자산관리, 보험, 대출 및 그와 관련된 서비스를 국제적으로 제공하고 있음
  - Merrill Lynch의 사업부문은 크게 Global Markets and Investment Banking(GMI), Global Private Client(GPC), Merrill Lynch Investment Managers(MLIM)로 구성됨
  
- Merrill Lynch의 본사는 뉴욕에 위치하고 있으며 미국 외에 5개의 지역본부와 35개 국가에 지점을 보유하고 있음
  - 2003년 말 현재 총 자산은 4,945억 1,800만 달러이며, 순이익은 39억 8,800만 달러, 전 세계에 48,100명의 임직원이 근무하고 있음

### 나. 발전과정

- 1914년 Charles E. Merrill은 Charles E. Merrill & Co.라는 이름으로 사업을 시작하였고 그 해 5월에 Edmund C. Lynch와 사업을 함께 하게 됨. 그 다음해 회사의 이름을 Merrill, Lynch & Co.로 변경

- 1930년 투자은행업무에 충실하기 위해 소매 브로커리지 사업을 E. A. Pierce에 이관하고 1938년 Cassatt & Co를 인수한 후 회사명을 Merrill Lynch로 변경
  - 1940년 E. A. Pierce와 Cassatt & Co 두 회사와 모두 합병함으로써 소매 브로커리지 사업을 재개
  
- 1956년 6억 달러에 이르는 Ford Motor Company의 IPO를 위한 주관회사 중 한 회사로 선정되었고 1958년 뉴욕증권거래소(NYSE)의 회원이 됨
  
- 1960년 런던에 처음으로 지점을 개설하고 1961년 동경에 진출하면서 글로벌화를 추진함
  - 1964년 C. J Devine을 인수함으로써 채권딜러 사업 개시
    - 1억 달러에 이르는 COMSAT(Communications Satellite Corporation) IPO에서 11개 주관회사 중 하나로 참여
  
- 1971년 기업공개를 실시하였고, 1973년 업계 최초로 금융지주회사 체제로 전환하였음
  - Merrill Lynch & Co., Inc.가 모회사로 산하에 Merrill, Lynch, Pierce, Fenner, & Smith를 자회사로 두게 됨
  - 1976년 Merrill Lynch Asset Management(MLAM)가 Merrill Lynch의 자회사로 신설
  - 1977년 증권계좌, 일반계좌, 직불/신용카드계좌를 통합 관리하는 CMA(Cash Management Account)를 도입함

- CMA는 은행 예금보다 높은 수익률을 제시함으로써 많은 시중의 자금을 유치할 수 있었고, Merrill Lynch의 성장원동력이 되었음
  - 1978년에 투자은행부서를 강화하기 위하여 White, Weld & Co., Inc를 인수
  - 1985년에 외국회사로는 최초로 동경증권거래소(TSE)의 정식멤버가 되었으며, Waste Management사를 대상으로 최초의 무이표환매부 전환사채(Liquidity Yield Option Note: LYON)를 발행하며 LYON 시장 개척
    - 제로쿠폰전환사채(zero-coupon convertible bond)라고도 불리는 신종 금융상품은 월스트리트에서 개발된 금융상품 중에서 가장 성공적인 상품중 하나이며 업계와 학계에서 큰 반향을 일으킴
  - 1988년 미국 및 전 세계 채권 및 주식인수업무 부문에서 1위를 차지하면서 투자은행으로서의 입지를 구축
- 1993년 중국 최초로 외국증권회사의 설립을 인가받았고, 1995년 Smith New Court를 인수함으로써 리서치와 자기매매 부문에서 세계 최대 규모의 증권회사로 발전함
- 1996~1998년 사이에 호주 McIntosh and Centaurus, 태국 Phatra Thanalcit Securities, 스페인 FC Inversiones Bursatiles, 캐나다 Midland Walwyn, 영국 Mercury Asset Management를 인수함
    - 국제적 자산관리회사인 영국의 Mercury Asset Management를 530만 달러에 인수하여 자산관리 영업 기반을 마련함
  - 1998년 한국증권거래소(KSE)의 회원이 됨

- 2002년 미국 주요투자은행의 조사분석부문 이해상충 사건에 주요 연루자로 자사 애널리스트 Henry Blodget이 연루됨
  - Merrill Lynch의 스타급 애널리스트 중 한 명이었던 Henry Blodget은 자신의 보고서가 대상 기업에 상당한 영향을 끼칠 수 있다는 점을 악용하였음
  - 이로 인해 Merrill Lynch는 뉴욕 주 검찰의 조사를 받았고, 합의를 통해 사건을 종결
    - 핵심 인물이었던 Henry Blodget은 증권업계에서 영구 제명됨
  
- 2004년에는 ABN AMRO로부터 위탁매매부문을 매입하였으며, 신용카드업무를 시작하는 등 소매금융업무 강화에 노력

## 다. 업무영역

### 1) 지배구조

- 10명의 이사로 이사회를 이루고 있고 이사회 산하 5개의 소위원회를 구성하고 있음
  - 감사위원회, 관리 개발 및 보상 위원회, 임명 및 지배구조 위원회, 공정정책 및 책임 위원회
  - 독립이사는 NYSE에서 요구하는 독립성 요건이 적용되며 소위원회를 구성하고 있음

<표 III-3> Merrill Lynch의 이사회

구분	이름	직위
사내이사	E. Stanley O'Neal	Chairman of the Board Executive Officer and President
사외이사	Alberto Cribiore	Managing Partner and founder of Brera Capital Partners
	Joseph W Prueher	U.S. Ambassador to the People's Republic of China from 1999 to 2001
	John J. Phelan, Jr.	Member of the Council on Foreign Relations
	Aulana L. Peter	Retired Partner in the law firm of Gibson
	George B. Harvey	former Chairman of the Board, President and CEO of Pitney Bowes Inc.
	W. H. Clark	former Chairman of the Board and CEO of Nalco Chemical Company
	Jill K. Conway	Nominating and Corporate Governance Committee, Chair
	Heinz-Joachim Neubürger	Executive Vice President and CFO of Siemens AG
	David K. Newbigging	Chairman of the Board of Friends' Provident plc

자료: Merrill Lynch Annual Report

## 2) 업무영역

- Merrill Lynch는 <그림 III-4>에서 보는 바와 같이 GMI, GPC, MLIM 세 가지로 구성되어 있음(각 부서의 정식 이름과 내용은 차후 설명)
  - GMI는 투자은행 업무와 증권서비스 업무를 담당
  - GPC는 증권서비스 업무는 물론 보험 및 연금관련 서비스를 제공하며 private banking업무도 담당하고 있음
  - MLIM은 자산관리를 담당하는 부서로 채권 및 주식, 사모펀드에 이르기 까지 개인은 물론 기관의 자산관리를 담당

○ Global Markets and Investment Banking(GMI)

- 세계에서 가장 큰 증권거래와 인수 업무부서 중의 하나
- GMI는 주식과 채권거래, 자본시장서비스, 투자은행 업무, 전략적 M&A자문 서비스를 제공
- Merrill Lynch, Pierce와 Fenner & Smith Incorporated (MLPF&S) 및 Merrill Lynch International(MLI) 등의 다른 산하 부서들이 전 세계적으로 서비스를 제공함
- Investment Banking Activities
  - IPO업무, 구조설계채권의 발행업무, 프로젝트 파이낸싱과 사모 증권(privately placing securities), 모기지, 리스금융을 담당함
- Brokerage, Dealer and Related Activities
  - 미국 내에서 MLPF&S는 기업과 기관 그리고 정부투자자의 브로커 역할을 수행함과 동시에 딜러로서 주식과 우선주와 채권을 시장과 장외시장에서 매매함
  - MLPF&S와 MLI와 다른 자회사들은 미국은 물론 해외에서 주식과 채권 딜러의 역할을 담당
- Derivative Dealing and Foreign Exchange Activities
  - Merrill Lynch는 MLPF&S, MLI<sup>13)</sup>, Merrill Lynch Capital Services, Inc.(MLCS)와 Merrill Lynch Derivative Produce AG(MLDP)<sup>14)</sup>를 통해 이자율과 통화, 그리고 다른 장외파생상품에 대한 중개 및 거래주체의 역할을 함

---

13) MLI는 Merrill Lynch의 신용 및 주식 파생상품 딜러업무 담당

14) MLCS와 MLDP는 Merrill Lynch의 이자율과 통화파생상품 딜러업무 담당

— Mortgage Dealing Activities

- Merrill Lynch Mortgage Capital Inc.(MLMCI)는 모든 모기지론, 모기지 서비스, 신디케이트 론을 담당
- MLMCI는 CMO Passport<sup>®</sup> 서비스를 통해 딜러와 투자자들에게 일반적인 정보와 분석을 제공
- Merrill Lynch Mortgage Lending, Inc.(MLML)는 모기지론 등을 채권자로부터 사거나 만들어 내고, 그것을 증권화하여 투자자들에게 파는 업무를 담당

— Principal Investing and Structured Finance Activities

- Merrill Lynch는 여러 자회사들을 통해서 기관고객들에게 한시적인 금융서비스(bridge financing) 등을 제공

— Money Markets and Related Activities

- 여러 다른 자회사들을 포함, Merrill Lynch Money Markets Inc.(MLMMI)와 MLPF&S는 CP나 CD와 같은 단기금융상품에 대하여 상품의 개발과 거래 및 마케팅에 이르기까지 모든 것을 담당

— Futures Business Activities: Merrill Lynch의 선물사업은 MLPF&S와 다른 자회사들에 의해 운영됨

○ Global Private Client(GPC)

- 2002년 말, Merrill Lynch는 Private Client Group를 GPC로 변경
- GPC는 PCG의 업무와 동일한 업무를 수행함은 물론, 더 나아가 미국과 미국 외의 시장을 하나로 묶어 국적을 초월하여 고객들에게 더 많은 서비스를 제공하는 것을 목적으로 함

- GPC는 종합자산관리(wealth management) 상품과 서비스를 제공하며 위험과 투자목적대비 최대의 수익을 넘으로써 고객들의 재산을 관리함
- 또한 GPC는 소매 브로커리지, 자산부채관리(ALM), 은행업무, 개인 및 소기업대출 등과 같은 다양한 범위의 상품과 서비스를 제공함

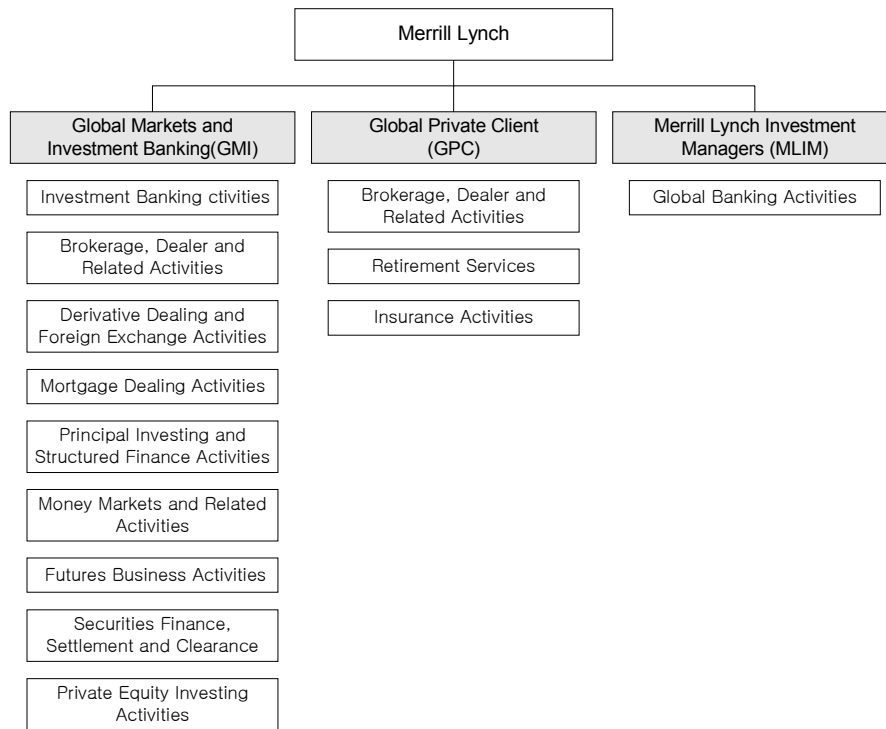
○ Merrill Lynch Investment Managers(MLIM)

- MLIM은 2003년 말 현재 관리하는 자산만 4억 6,200만 달러에 이르는 전 세계 최대 규모의 자산관리회사 중 하나임
- MLIM을 통해 관리되는 대부분의 자산들은 Merrill Lynch Investment Managers, L.P.(MLIM LP)와 Merrill Lynch Investment Managers Limited(MLIM Limited)라는 이름으로 관리됨
- MLIM가 관리중인 자산은 2002년 말 현재 S&P지수와 같은 벤치마크지수나 여타 소매 뮤추얼펀드들의 1년, 3년, 5년 수익률의 중앙값보다 높은 수익률을 보이고 있음
- Global Banking Activities
  - 2002년에 Merrill Lynch는 대출과 저축을 담당할 Merrill Lynch Global Bank Group을 신설함
  - 이로 인해 Merrill Lynch의 은행그룹, 즉 Merrill Lynch Bank USA (MLBUSA)와 Merrill Lynch Bank & Trust Co.(MLBT), Merrill Lynch's international bank, MLIB, MLCML, Merrill Lynch Bank(Suisse) S.A., Merrill Lynch Bank and Trust Company Limited(MLBT Cayman)가 일관성과 효율성을 높이기 위해 같은 관리 부서에 소속됨

○ Corporate Resources

- 마케팅, 기술, 인사 등 전사적으로 Merrill Lynch의 세 부서를 지원하는 역할을 하며, MLIM부서에 속해있었던 리서치 서비스가 2002년의 리서치 부서 이해상충사건 이후로 이곳으로 분리되었음
- Research Services: Global Securities Research & Economics Group
  - Merrill Lynch의 기관과 개인투자자에게 전 세계의 주식과 채권, 외환과 경제 분석 서비스를 제공함

<그림 III-4> Merrill Lynch의 조직구조<sup>a)</sup>



a) Merrill Lynch의 조직구조는 연차보고서에 나온 업무구분을 토대로 작성하였음  
 자료: Merrill Lynch Annual Report

**라. 재무정보 및 수익구조**

- Merrill Lynch의 총자산 및 자기자본은 꾸준히 증가하였으나 2001년 을 기점으로 수익을 나타내는 수치는 감소하다가 회복세를 보임
  - 특히 순이익은 2000년에 38억 달러였으나 6억 달러로 떨어져 급 격한 감소를 보여주었음
    - 이는 2000년 하반기부터 시작된 경기침체 및 9.11 테러에 따른 엄청난 손실로 인한 것임
  - 2003년의 ROE는 2002년보다 11.7% 상승하였으며, EPS는 전년대 비 54% 상승함

**<표 III-4> Merrill Lynch의 재무정보**

(단위: 십억 달러)

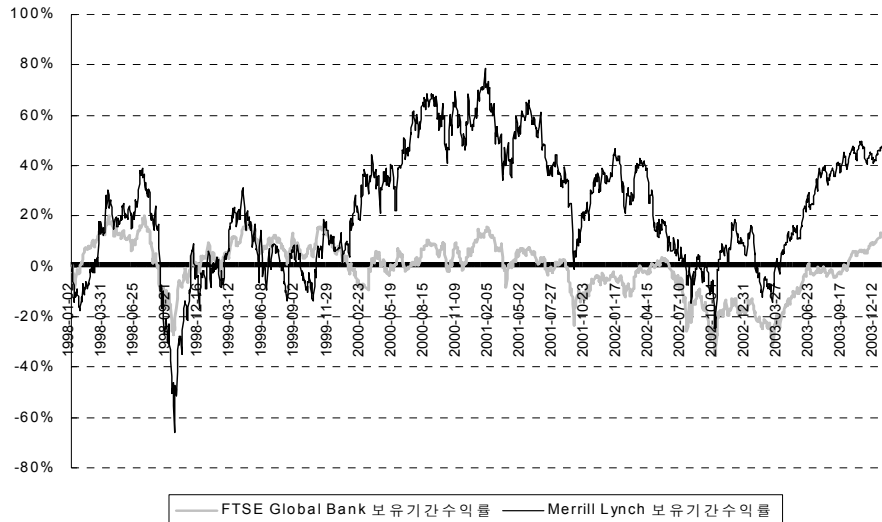
구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003
총자산	287	310	407	436	449	494
자기자본	10.3	13.0	18.3	20.0	22.9	27.7
순수익	34.9	35.4	26.8	21.9	18.7	20.1
순이익	1.3	2.7	3.8	0.6	2.5	4.0
ROE(%)	13.4	23.8	24.2	2.7	11.7	16.1
시가총액 <sup>a)</sup>	25.5	30.6	55.0	44.4	33.0	55.2
EPS(Diluted, 달러) <sup>b)</sup>	1.49	3.11	4.11	0.57	2.63	4.05
직원 수(명)	65,200	67,900	71,600	57,100	50,900	48,100

a) 회계연도 마감일(12월 마지막 금요일)을 기준으로 한 Thomson Financial의 수치  
 b) 기업이 발행한 주식인수권, 스톡옵션, 전환사채가 모두 주식으로 전환되었다고 가정했을 때의 EPS  
 자료: Merrill Lynch Annual Report

- Merrill Lynch의 보유기간수익률<sup>15)</sup>은 계속 회복세를 보이고 있음
  - Merrill Lynch의 수익률은 FTSE의 수익률의 움직임과 유사하며 수익률의 수치는 대략 FTSE를 상회하는 것으로 나타남
    - 특히 인터넷 주의 활황 기간 동안에는 60%를 상회하는 차이를 보이기도 하였음
  - 그러나 인터넷 주의 거품이 가라앉고 잇달아 드러난 애널리스트와 관련된 부정사건에 연루되면서 Merrill Lynch의 수익률은 2002년도에 점차 하락하여 마이너스를 기록하였음

<그림 III-5> Merrill Lynch와 FTSE Global Bank Index의 보유기간수익률 비교

(기간: 1998년 1월 1일 ~ 2003년 12월 31일)



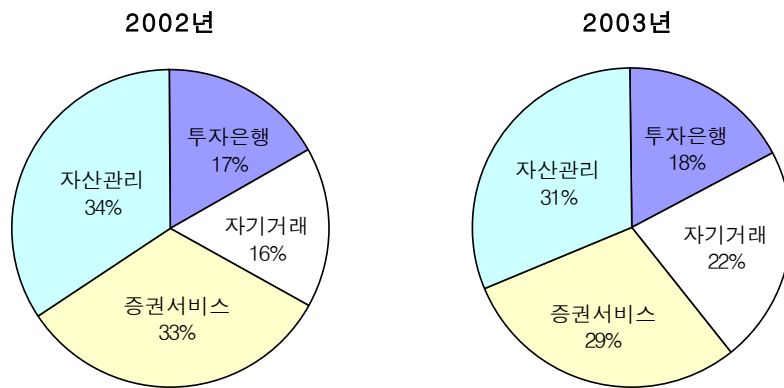
15) 보유기간수익률은 로그누적수익률로 정의함

- 현재 Merrill Lynch의 보유기간수익률은 2003년 이후 점차 상승하여 2003년 12월 말 현재 주가는 58.65달러이며 48%의 보유기간수익률을 기록하였음

○ Merrill Lynch의 수익구조는 <그림 III-6>과 같음

- 2003년 자산관리 업무의 수익비중은 31%로 2002년 대비 감소함
  - 2003년의 평균 주식시장가치의 하락으로 인해 서비스 보수(service fee)가 감소하였기 때문임
- 증권서비스 업무수익은 국제적인 상장주식과 뮤추얼 펀드의 고객의 거래 감소로 인해 비중이 29%로 감소
- 자기거래 업무 수익비중은 22%로 전년보다 증가하였음
  - 2003년 동안 이자율하락과 채권시장의 호조로 채권과 채권파생상품의 거래수익이 증가하였기 때문임

<그림 III-6> Merrill Lynch의 수익구조<sup>a)</sup>



a) Merrill Lynch의 순수익 기준  
 자료: Merrill Lynch Annual Report

## 마. 경영전략

### ○ 리서치 및 자문서비스 제공

#### — Private client group wealth management에 주력

- Merrill Lynch는 자산관리영업에 중점을 두고 금융상담원의 총원작업을 하고 있음
- 금융상담원은 고객의 주식투자에서부터 보험, 부동산, 취업, 퇴직생활에 이르기까지 모든 상담을 함

### ○ Merrill Lynch는 자사 고객을 기준으로 한 금융평가체계를 정비해 왔고 이것을 통해서 최적의 운영 및 상품조합을 만들 수 있게 함

#### — Merrill Lynch는 수평적이고 수직적인 상품의 조합을 통해 현 고객에게 다양한 서비스를 제공하고자 하며 국제시장에서 새로운 고객을 확보하는 데에 따르는 비용을 줄이고자 함

### ○ Merrill Lynch는 지주회사 산하에 거의 모든 금융업관련부분을 다루는 많은 자회사들을 둔 종합금융회사이며 각 지역별로 토착화를 추구하고 있음

#### — Merrill Lynch는 그들의 사업영역을 지역에 따라 약 20개로 분할하여 이를 토대로 각 지역에 맞는 서비스를 제공함으로써 고객의 만족을 최대화하고 있음

#### — Merrill Lynch는 인수나 합병을 통해 다른 주요 금융서비스회사와 대등한 위치를 확보하게 됨

- Merrill Lynch는 수익구조의 다변화를 통해 거시환경의 변동에 상대적으로 영향을 덜 받음
- Merrill Lynch의 새로 정비된 대고객 및 자문기준은 사업절차의 효율성을 검토하기에 용이함
  - 최고의 국제적인 주관회사로서 Merrill Lynch는 기관투자자와 개인투자자에게 다양한 투자기회를 제공함
  - 다양한 기회제공을 통해 포트폴리오를 최적으로 구성가능
- 인터넷 서비스 제공
  - Merrill Lynch는 Schwab과 같은 경쟁사에 비해 인터넷 서비스를 빠르게 제공하지 못하였으나, 현재 ML Direct와 ML Online을 통해 약 백만 명이 넘는 고객에게 인터넷 기반의 서비스를 제공하고 있음
- 상업은행 업무진출
  - 미국의 FDIC와 유타주 법에 의해 영업을 할 수 있는 면허를 확보
- 투자은행의 업무는 고객의 신뢰를 바탕으로 거래가 이루어지므로 Merrill Lynch는 직원들에게 높은 도덕성과 전문가정신을 가지고 윤리적으로 임할 것을 요구하고 있음
  - 그러나 작년에 발생한 투자은행의 조사분석부문 이해상충 발생으로 규제당국으로부터의 엄청난 벌금을 내고, SEC와 뉴욕 주 검찰

로부터 제소됨에 따라 신뢰와 평판을 상실하였음

- Merrill Lynch는 뉴욕 주 검찰과 NASD와 합의한 것 외에, 자체적으로 기존의 투자등급 조정 및 조사분석 업무의 개선방안을 발표하여 신뢰회복을 위한 노력을 기울임

○ 운영 및 관리상의 문제점

- 대부분의 투자은행과 마찬가지로 Merrill Lynch도 주식시장의 심한 변동으로 인해 저조한 성과를 내고 있음
  - 거래량 저하와 투자자들의 신뢰부족이 수익의 감소로 이어지고 있음
- 9.11 테러와 경기의 약세로 인해 Merrill Lynch는 약 만 명이 넘는 직원을 해고하였으며, 모든 해외영업부서의 크기를 줄임
- 리서치부서와 투자은행 부서간의 부적절한 행위 때문에, Merrill Lynch의 평판은 크게 떨어졌음
  - 비록 뉴욕 주 검찰과 합의에 의해 기소되지 않고 사건을 종결시켰으나 이와 관련한 투자자들의 개인적인 고소가 이어질 것으로 예상
- 인수에 대한 위협
  - Merrill Lynch를 둘러싼 인수에 대한 루머가 언제나 제기되고 있음
  - 2002년 9월, UBS Warburg가 미국시장에서의 투자은행인수를 고려한다고 했을 때, Merrill Lynch가 유력한 후보로 거론되었으나 양사 모두 이를 부인하였음

— 치열한 경쟁 환경

- 한때 Merrill Lynch가 독점적인 위치를 차지하고 있었던 도·소매 금융분야에서 지금은 Morgan Stanley와 치열한 경쟁을 하고 있음. 뿐만 아니라 다른 경쟁자들도 최고 수준의 브로커리지, 투자은행, 온라인 금융서비스업체, 상업은행들임

### 3. Morgan Stanley의 현황분석

#### 가. 개관

- 1935년 J.P. Morgan에서 분리되어 투자은행으로 창립한 Morgan Stanley는 1997년에 Dean Witter와의 합병으로 현재와 같은 종합금융 회사로 변모하였음<sup>16)</sup>
  - 2002년에 합병당시 상호인 Morgan Stanley Dean Witter & Co.를 현재의 Morgan Stanley로 변경
  
- Morgan Stanley는 전 세계적으로 금융서비스를 제공하는 회사이며, Institutional Securities, Individual Investor Group(IIG), Investment Management, Credit Services 등 각 사업조직에서 선도적인 시장 지위를 유지하고 있음
  
- 동사는 뉴욕에 본사를 두고 있으며 런던, 도쿄, 홍콩 등 주요 세계 금융센터에 지사를 두고 있음
  - 2003년 11월 현재 Morgan Stanley는 전 세계적으로 51,196명의 임직원을 고용하고 있으며, 6,028억 달러의 자산을 보유하고 있음
  - 2003 회계연도 동안 Morgan Stanley는 37억 8,700만 달러의 당기 순이익을 기록하였음

---

16) J.P. Morgan은 1933년 제정된 Glass-Steagall Act에 의해 자사의 투자은행 부문을 분리·독립하였음

## 나. 발전과정

- Morgan Stanley의 투자은행 사업부문 가운데 M&A 부문은 Morgan Stanley의 투자은행 발전과정에서 핵심적인 역할을 수행
  - 1972년 Morgan Stanley는 Goldman Sachs와 마찬가지로 고객의 니즈가 다양화되는 시장 상황에 발맞추어 CP, MBS, 지방채 등 전담부서와 M&A 및 LBO 전담부서를 창설
  - 그 중 M&A와 LBO 부서는 큰 성공을 이루었으며, 1980년대 후반 이후 동 부서의 이익이 기업 전체 이익중 50~80%를 차지
  - 한편 적대적 매수전략을 통한 고수익 부문에 대한 과도한 집중과 의존은 전통적인 인수사업의 퇴조, 고객과의 관계악화, 주식리서치의 위상하락, 사내의 알력 등 많은 문제를 야기
  
- 1990년대 후반 Morgan Stanley의 불건전한 투자은행 조직여건을 쇠신하며 투자은행 부문을 재조직함
  - 현재의 강력한 법인 네트워크를 구축한 것은 1993년 이래 투자은행 부문을 이끈 Joseph R. Perella임
  - Perella는 1988년에 First Boston으로부터 독립한 M&A 전문 Boutique인 Wasserstein Perella 설립자중 한 사람임
  - 1993년 Morgan Stanley로 이적한 후 1997년부터 2000년 9월까지 투자은행 사업부문 책임자였으며 2000년 9월 이후 현재까지 Institutional Securities 사업부문 책임자를 역임
  
- Morgan Stanley에서 Perella는 자신의 경력을 살려 Morgan Stanley의 고객관계 강화를 주도

- 2000년 초에 발표한 AOL(America On-Line)과 Time Warner의 합병에서 Morgan Stanley가 Time Warner 측의 자문으로 지명된 것은 Perella가 Wassestein Perella 시대에 Time Warner와 Warner Brothers 합병에서 자문을 담당하여 장기적인 사업 관계가 형성되었기 때문으로 추측하고 있음
- Morgan Stanley는 Dean Witter와 합병을 통해 부문의 개별성이 강한 기업문화를 혁신함
  - Morgan Stanley는 M&A 등 각 분야에서 노하우를 확립한 반면, 고객과의 종합적인 관계(relationship)의 중요성이 간과되어 인수 업무에서 Merrill Lynch, Goldman Sachs에 뒤처져 있다고 평가받는 시기가 있었음
  - 그러나 최근 Morgan Stanley는 채권·주식·M&A 등 투자은행의 각 부문에서 경쟁력 있는 투자은행으로 평가받고 있으며 특히 정보기술 분야에서 기업금융(corporate finance)의 스페셜리스트와 분석가, 상품담당 등 사내 타부서의 네트워크가 원활한 것으로 알려져 있음
  - 2002년 Morgan Stanley는 Euromoney가 선정하는 베스트 투자은행 기업으로 선정되었음
- Morgan Stanley는 Goldman Sachs와 마찬가지로 유럽의 M&A 및 기업구조조정 붐으로 큰 이익을 향유하고 있음
  - 특히 1998년, 유럽에서 지역별 세전이익이 처음으로 10억 달러를 돌파한 것은 Morgan Stanley의 대약진으로 주목되었음

- 1999년의 유럽 투자은행 부문 순위에서 M&A 자문에 있어서 Goldman Sachs에 이어 2위, 주식인수에서 1위, 채권인수에서 Deutsche Bank에 이어 2위로 선정된 것도 균형잡힌 Morgan Stanley의 수익구조를 대변하고 있음
  
- 구(舊) Morgan Stanley는 1977년 런던에 투자은행부문을 설립하고 그 후 유럽 각국에서 우수한 인재를 채용하여 현지화에 주력
  - 유럽의 자본시장이 EC의 출범으로 크게 변화되기 시작하면서 미국에서의 경험, 연금 및 기금 등 미국 투자자 네트워크, 우수한 집행 및 판매능력 등으로 Morgan Stanley는 가장 먼저 유럽 투자은행 시장에서 이익을 올리기 시작하였음
  
- 1999년 이후, Morgan Stanley는 전 세계적인 시장확장 전략을 구사하고 있음
  - 1999년 Morgan Stanley는 스페인의 최대 금융서비스사인 AB Asesores를 인수하였으며, 같은 해 National Bank of Kuwait를 인수함
  - 같은 해 Morgan Stanley는 JM Financial과 공동으로 인도에 JM Morgan Stanley를 설립
  - Morgan Stanley는 투자은행과 종합자산관리 사무소를 조지아주 아틀란타에 개설하고 미국 남동부지역에 대한 시장확장에 주력하고 있음
  - 부에노스아이레스에 투자은행 사무소 개설
  - 일본의 Sanwa 은행과 투자신탁 제공을 위한 협정 체결

- 2000년에는 더 다양한 인수와 전략적 제휴와 더불어 Morgan Stanley의 Global Internet Platforms을 통하여 기관투자자, 중간시장, 소매계정을 위한 통합 온라인 시스템을 제공
  - 또한, 스웨덴 OM 그룹과 협정을 통해 Jiway를 설립
    - Jiway는 미국과 유럽 시장에 대한 온라인 거래와 매매거래접속을 제공하는 화면기반(screen-based) 전자거래소임
  - Ansett Worldwide Aviation Services를 인수하여 세계 최대 항공기 보유사가 됨

## 다. 지배구조 및 업무영역

### 1) 지배구조

- Morgan Stanley의 현재 기업지배구조는 이사회와 경영위원회로 구성되어 있음
  - 이사회는 의장이하 10명의 이사로 구성되어 있으며, 이사 가운데 9명이 독립이사임
  - 경영위원회는 CFO와 각 사업부문 책임자를 비롯하여 13명으로 구성되어 있음
  - 1994년 이후로 독립이사로 구성된 감사위원회, 보상위원회, 임명 및 지배구조위원회가 운영되고 있음
  - 감사위원회의 위원 전원은 NYSE의 독립성 요건을 충족하고 있음
  - 감사위원회는 독립 감사에 의한 서비스 범위와 그 보상 수준을 결정하며 외부감사를 고용하는 권한이 있음

- 이사회는 정책으로서 Morgan Stanley의 이사가 컨설팅 협정 등을 통해 금전적 급부를 획득하는 것을 반대하고 있음
- <표 III-5>는 Morgan Stanley의 이사현황을 나타내고 있음

**<표 III-5> Morgan Stanley의 이사회**

구분	이름	직위
의장	Philip J. Purcell	CEO of Morgan Stanley & Director of AMR Corporation
사내이사	Robert G. Scott	COO & President of Morgan Stanley
사외이사	C. Robert Kidder	President of Borden Capital
	Michael A. Miles	Special Limited Partner in Forstmann Little & Co.
	Sir Howard Davies	The Director, London School of Economics and Political Science
	Dr. Klaus Zumwinkel	Chairman of Board, Deutsche Post AG
	John W. Madigan	Chairman/President/CEO of Tribune Company
	John E. Jacob	Executive Vice President of Global Communications of Anheuser-Busch Companies, Inc.
	Charles F. Knight	Chairman & CEO of Emerson Electric Co.
	Miles L. Marsh	Chairman & CEO of Fort James Co.
	Laura D'Andrea Tyson	Dean of London Business School

자료: Morgan Stanley Annual Report

## 2) 업무영역

- Morgan Stanley는 Institutional Securities, Individual Investor Group(IIG), Investment Management, Credit Services 네 부분의 사업조직으로 구성되어 있음
  - 업무영역별로 구분하여 살펴보면, Institutional Securities 조직에서 인수 및 M&A 중심의 협의의 투자은행 업무, 중개 및 시장조성을 포함한 증권서비스 업무, 자기거래 업무를 담당함
  - 그리고 IIG 조직에서 private banking 업무를, Investment Management에서 자산관리 업무를, Credit Services에서 여신업무를 담당하고 있음
  
- Institutional Securities 조직은 Investment banking, Institutional Sales & Trading, Research, MSCI 부문으로 이루어짐
  - Institutional Securities 조직은 전 세계적인 금융 자문과 자본조달 서비스를 다양한 국내외 기업 및 국제 기업과 기타 기관고객에게 제공하고 있으며, 주로 Morgan Stanley & Co. Incorporated(MS&Co.), Morgan Stanley & Co. International Limited, Morgan Stanley Japan Limited, Morgan Stanley Dean Witter Asia Limited와 같은 Morgan Stanley의 완전(wholly-owned) 자회사를 통해 이루어지고 있음
  - Investment banking 부서는 자문서비스, 증권인수, 기업대출(Corporate Lending) 부문으로 이루어짐
  - Institutional Sales & Trading 부문은 거래소 및 OTC에서 주식 및 고정소득(fixed income) 증권에 대하여 매출, 거래, 금융, 시장 조성 활동을 하고 있음

- 리서치 부문은 이코노미스트, 전략가, 산업분석가들이 주식, 고정소득, 고수익(high-yield) 분야에 대한 연구 활동을 수행하고 경제, 금융시장, 포트폴리오정책, 기술적 시장분석, 개별기업 및 산업발전 연구에 대한 보고서와 연구 자료를 제공
  - MSCI는 51개국을 포괄하는 10,000개 이상의 국가, 산업 및 지역 주식 및 고정소득기준 지수를 제공하며, 선진국 및 신흥시장 국가들의 5,000개 이상 기업들에 대한 기초적인 자료와 가치평가 분석 자료를 보유하고 있음
- IIG 조직은 투자자 Investor Advisory Services(IAS)와 Morgan Stanley Private Wealth Management(PWM) 부문으로 양분되어 있음
- IIG는 개인투자자의 목표와 위험성향에 따라 조정된 투자자문서 서비스와 금융계획을 고객에게 전달하고 있으며, Morgan Stanley 투자은행, 연구, 투자관리 및 기타 부문에서 후원하는 증권과 투자 상품을 제공하고 있음
  - IIG의 고객자산은 2003 회계연도 말 기준으로 5,650억 달러에 이르고 있음
  - IAS는 미국에서 Morgan Stanley가 제공하는 소매증권 사업임
  - PWM은 개인과 기관에 대하여 거래가능성, 문제에 대한 분석적 상품, 투자기회 등을 고려하여 맞춤형 자산 해법을 제공
- Investment Management 조직은 개인투자자, 기관투자자, Private Equity로 구성되어 있음
- Morgan Stanley의 Investment Management 부문은 세계 최대 조

직중 하나이며 2003 회계연도 투자관리 대상 자산은 4,620억 달러에 이르고 있음<sup>17)</sup>

- Morgan Stanley는 개인투자자에게 개방형 및 폐쇄형 뮤추얼 펀드, 401(k)와 다양한 연금 상품을 제공하고 있으며 Morgan Stanley 및 Van Kampen 브랜드 상품을 금융자문 네트워크를 통해서 공급하고 있음
- Morgan Stanley는 기관투자자에게 연금 플랜, 회사설립, 사모펀드, 비영리기구, 창립, 기부 등을 포함하는 투자 상품과 서비스를 제공하고 있음
- Morgan Stanley의 Private Equity는 무한책임사원(general partner)으로서의 역할을 담당하면서 전 세계 기업에 투자하고 있음

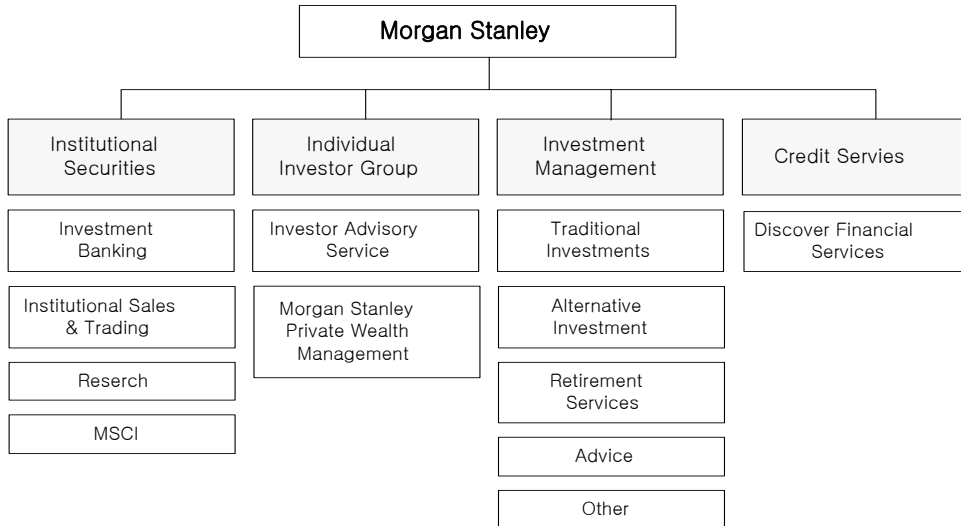
○ Credit Services 조직은 2003 회계연도 현재 4,610만 달러의 신용카드 잔고를 가진 미국 최대 신용카드사임

- Morgan Stanley의 신용서비스 사업조직은 신용카드업을 담당하는 DFS(Discover Financial Services)로 구성되어 있음
- DFS는 Discover Business Services(DBS), Morgan Stanley 가맹점 및 현금 서비스, 소비금융 상품 및 서비스로 구성되어 있음
- 신용카드 및 서비스 부문은 일반목적 신용카드로서 DBS를 통해서 제공되며, Discover Classic Card, Discover Platinum Card, Discover Gold Card, Discover Titanium Card, Morgan Stanley Card 등을 포함하고 있음

---

17) 투자관리에 속한 자산 가운데 일부는 기관증권과 IIG와 중복되어 있음

<그림 III-7> Morgan Stanley 조직구조



자료: <http://www.morganstanley.com/>

- DFS는 개인 및 가정대출, 신용보호 상품 등 소비금융 상품과 서비스를 제공

— DFS는 2003년 11월 말 기준으로 1,200만 가입자가 등록되어 있음

**라. 재무정보 및 수익구조**

- 2003년 11월 회계연도 기준으로 Morgan Stanley는 349억 달러의 매출을 기록하여 매출수준이 지난해에 비해 7.7% 상승하였음

— 2003년 순이익은 37억 8,700만 달러로서 순이익 수준은 2002년에 비하여 26.7%로 대폭 상승하였음

<표 III-6> Morgan Stanley의 재무정보

(단위: 십억 달러)

구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003
총자산	317.6	367.0	421.3	482.6	529.5	602.8
자기자본	14.1	17.0	19.3	20.7	21.9	24.9
순수익	16.1	21.7	26.1	22.1	19.1	20.9
순이익	3.3	4.8	5.5	3.5	3.0	3.8
ROE(%)	24.5	32.6	30.9	18.5	14.1	16.5
시가총액 <sup>a)</sup>	36.9	62.0	66.0	57.9	48.0	59.5
EPS(Diluted, 달러) <sup>b)</sup>	2.67	4.10	4.73	3.11	2.69	3.45
직원 수(명)	45,712	55,288	62,679	61,319	55,726	51,196

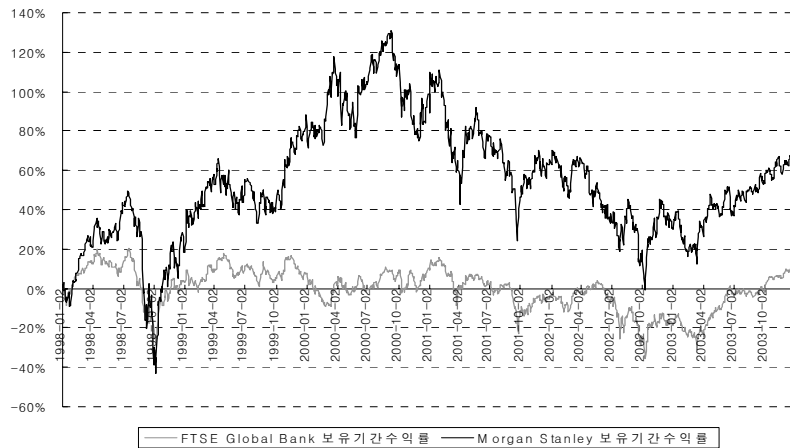
a) 회계연도 마감일(11월 마지막 금요일)을 기준으로 한 Thomson Financial의 수치  
 b) 기업이 발행한 신주인수권, 스톡옵션, 전환사채가 모두 주식으로 전환되었다고 가정했을 때의 EPS

자료: Morgan Stanley Annual Report

- 한편 2001~2002년 기간동안 순이익은 감소하는 추세에서 벗어나 2001년 순이익 35억 8,000만 달러를 상회하는 수준으로 회복됨
- 총자산은 계속 증가하고 있으며, 2000년 이후 하락하던 희석(diluted) EPS는 2003년에 시장회복과 구조조정을 통한 경영합리화로 인해 3.45달러를 기록하여 2년간 감소하던 희석(diluted) EPS는 2001년 수준을 회복함
- Morgan Stanley 주가 수준도 회복하여 2002년 11월 말 45달러에서 2003년 11월 55달러로 상승 추세를 나타내고 있음
  - 1998년부터 2000년 7월까지 보유기간수익률<sup>18)</sup>이 지속적으로 상승하였고, 2002년말 까지 침체하다 2003년 들어 회복하기 시작함

18) 여기서 보유기간수익률은 로그누적수익률로 정의함

<그림 III-8> Morgan Stanley와 FTSE Global Bank Index의  
 보유기간수익률 비교  
 (기간: 1998년 1월 1일 ~ 2003년 12월 31일)



— Morgan Stanley의 보유기간 수익률은 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률에 비하여 대체적으로 우수한 성과를 나타냄

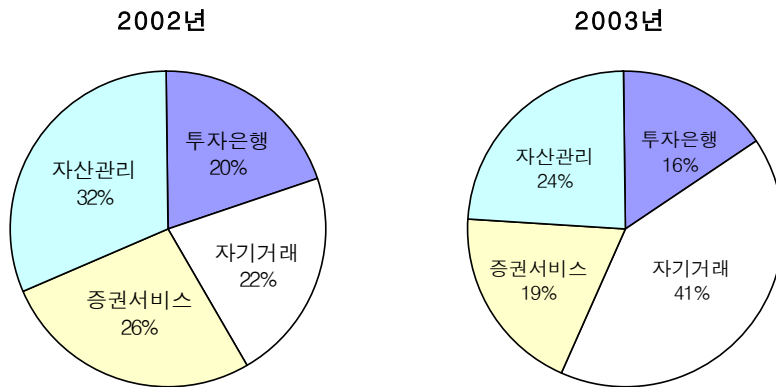
○ Morgan Stanley의 수익구조는 어느 한 부문에 치우치지 않은 균형잡힌 형태를 갖추고 있음

— 시장의 회복으로 자기거래 업무부문 수익이 크게 증가하여 2003년 들어 투자은행부문 전체 이익 중 41%를 차지함

— 증권인수 및 M&A 중심 협의의 투자은행 업무부문 수익 비중은 2002년에 비하여 다소 축소되어 16%를 나타냄

— 중개 및 시장조성 업무를 포함하는 증권서비스 부문 비중은 19%를, 자산관리 부문 비중은 24%를 나타내고 있음

<그림 III-9> Morgan Stanley의 수익구조<sup>a)</sup>



a) Morgan Stanley의 업무영역 가운데 여신업무 부문인 Credit Services 부문과 private banking 부문을 제외함

자료: Morgan Stanley Annual Report

#### 마. 경영전략

- Morgan Stanley는 고객 네트워크를 통해 투자자의 요구를 파악하며 다양한 금융상품과 투자은행 서비스를 제공함
  - 고객의 니즈가 다양화되던 1970년대 CP, MBS, 지방채 및 MBA와 LBO 전담부서를 창설
  - 1990년대 정보기술의 발달로 금융산업의 거래비용 및 정보제공 비용 등이 전반적으로 낮아졌고, Morgan Stanley는 이에 대응하여 효율적으로 비용구조를 조정하여 기업 및 고객 네트워크를 통한 효율적인 상품 판매가 이루어지도록 노력함
  - 또한, 세분화되는 투자자의 니즈를 고려하여 다양한 상품을 개발하고, 파생상품 시장의 성장을 견인하며 새롭게 부상한 스왑, 선물, 옵션 및 구조증권 시장 등에서 시장을 주도하고 있음

- 1980년대부터 1990년대에 투자은행업의 경쟁심화를 극복하기 위하여 Morgan Stanley는 고수익 사업부문인 M&A 분야를 전문화하는 동시에 다른 업종과의 합병을 통해서 종합화 및 대형화 전략을 추구하면서 위험부담 및 위험관리능력을 향상시키며 자본금 규모를 대폭 확대함
  - 투자은행 업무의 전문화를 위하여 1993년 Joseph R. Perella와 같은 전문가를 영입하고, 내부 인재육성과정을 체계적으로 발전시켰음
  - 1997년 Morgan Stanley는 Dean Witter와의 합병을 통해 대형화와 종합금융업 진출을 동시에 달성하였고, FRB의 은행지주회사관련 규정 개정 이후 유리한 위치를 선점할 수 있었으며, 기업내부문화를 혁신하는 계기를 마련함
  
- 세계적인 금융규제 환경의 완화와 금융체계의 글로벌화 환경 가운데 Morgan Stanley는 전세계적인 자사의 기업 및 고객 네트워크를 바탕으로 전사적인 글로벌화를 공격적으로 추진하고 있음
  - 1990년대 유럽에서 EU의 출범과 맞물린 기업환경 변화는 1980년대 미국의 M&A 및 기업구조조정 시장에서 주도적인 지위를 확보한 Morgan Stanley에게 새로운 사업기회를 제공
  - 영국 런던을 중심으로 현지화 및 인재 육성에 공들인 성과와 더불어 규제완화 등을 통한 유럽시장에서 활동영역의 확대에 따라 기록적인 M&A 및 기업구조조정 투자은행 사업부문의 이익을 향유
  
- 최근 3년간의 경기침체를 극복하기 위하여 비용구조의 효율성을 제고하기 위한 개선작업을 추진하고 있으며, 그중 하나는 과도한 고급인력의 보상수준을 조정한 것임

- 정보기술의 발달, 금융공학의 첨단화 등 고급인력이 수행하는 분석적 업무의 매뉴얼화 및 투자은행에 업무에 적합한 고급인력 시장의 성장 등으로 과도한 보상수준의 조정이 이루어지고 있음
- Morgan Stanley는 핵심 사업부문에서 선도적인 지위를 유지하고 있으며, 특히 Institutional Securities 사업부문은 세계 주요 시장에서 강한 경쟁력을 확보하고 있음
  - Morgan Stanley의 강점은 효과적으로 다각화된 사업부문과 매출 흐름, 핵심 사업부문의 선도적인 지위 확보, 균형 잡힌 위험구성 등을 들 수 있음
  - 자문서비스의 성장, 주식 시장의 회복 등으로 Morgan Stanley의 향후 성장 가능성은 열려 있음
  - 반면, 글로벌화의 추진에도 불구하고 여전히 미국시장과 자본시장에 대한 의존도가 높은 취약성이 있으며, 신용카드 사업의 수수료 경쟁 등에 노출되어 있음
  - 또한, 항공기 금융 산업의 불확실성 증가, 엄격한 규제환경으로 인한 제재, 최근 기관 중심 사업부문의 시장지분 감소(특히 유럽 시장)는 Morgan Stanley의 사업 위험요소로 지목되고 있음

## 4. Citigroup의 현황분석

### 가. 개관

- Citigroup은 세계 100여 개국 개인 및 기업 고객들에게 상업은행, 투자은행, 자산관리, 투자자문, 보험 등 광범위한 종합금융서비스를 제공하는 금융지주회사(financial holding company)임
  - 미국 최초로 은행, 보험, 증권 부문 최고의 경쟁력을 보유한 금융기관들이 통합하여 고객의 금융서비스 요구에 부응하는 금융기관의 신 모델을 창출하였음
    - 1998년 보험 및 투자은행 업무를 제공하는 Travelers와 상업은행 업무를 제공하는 Citicorp의 합병으로 Citigroup 탄생
  - Citigroup은 Citibank, Travelers, Citigroup Global Markets(구(舊) Salomon Smith Barney), Commercial Credit, Primerica 등 각 금융분야에서 최고의 입지를 구축하고 있는 자회사를 두고 있고, 투자은행과 증권관련 업무는 Citigroup Global Markets를 통해 수행
  
- Citigroup은 미국 뉴욕에 본사를 두고 있으며, 6대륙 100개국에서 우수한 금융서비스를 제공하고 있음
  - 2003년 말 현재 Citigroup은 전 세계적으로 25만 9,000명의 임직원을 고용하고 있음
  - 2003년 말 현재 Citigroup의 자산규모는 1조 2,640억 달러이고, 2003년의 순이익은 179억 달러에 달함
  - 2003년 말 현재 Citigroup Global Markets의 자산규모는 3,612억 달러이고, 순이익은 29억 달러임

## 나. 발전과정

### ○ 1987년 Primerica의 Smith Barney 인수

- 1912년 설립된 금융회사 Primerica Corporation은 1987년에 당시 유력한 브로커리지회사였던 Smith Barney를 인수하였고, 2년 후 Smith Barney는 Drexel Burnham Lambert의 16개 지점을 인수함
- 1933년 Primerica는 American Express로부터 브로커리지와 자산 관리업무를 제공하는 Shearson Lehman Brothers를 인수한 후 Smith Barney와 합병함

### ○ 1994년 Primera의 Travelers Corporation 인수

- 1992년 Primerica는 보험회사인 Travelers Corporation의 지분 27%를 인수해 전략적 제휴를 체결하고, 1994년 나머지 73%의 지분을 인수한 후 회사명을 Travelers Inc.로 개명
  - 이 과정에서 Smith Barney는 Travelers Inc.의 완전자회사가 됨
- 1995년 Travelers Inc.의 생명보험분야와 Metropolitan Life Insurance Company가 합병해 Travelers Group이 탄생함

### ○ 1997년 Travelers Group의 Salomon Brothers 인수

- 1997년 Travelers Group이 Salomon Brothers를 인수해 산하에 있는 Smith Barney와 합병함으로써 Salomon Smith Barney라는 투자은행이 탄생함
- Salomon Brothers는 자기매매와 채권인수 부문에 경쟁력을 보유한 투자은행이었으나, 1990년대 초 발생한 미국 재무부채권 거래

사건으로 평판이 하락하였고 이로 인해 불안정한 수익구조를 나타내고 있었음

- Smith Barney는 주로 소매금융 업무를 수행하였고, 투자은행 업무에서는 지방채 인수를 제외하고는 두각을 나타내지 못하고 있었음
- Salomon Brothers와 Smith Barney의 합병은 업무영역의 상호보완으로 인한 시너지효과로 주식·채권 인수, 소매금융 부문에서 선도적 위치를 접하게 되었음

○ 1998년 Travelers와 Citicorp의 합병으로 Citigroup 탄생

- 1998년 10월 미국 제2위 상업은행 Citicorp과 보험·투자은행·소매금융 업무 전문 금융기관 Travelers Group의 합병으로 Citigroup이 탄생하였음
  - Citigroup은 상업은행 업무 및 신용카드 업무, 투자은행 업무, 보험 업무, 위탁매매 업무, 자산관리 업무 등 종합서비스를 제공
  - Citigroup은 Citibank, Travelers Insurance, Travelers Life & Annuity Co., Citigroup Global Markets Inc., CitiFinancial, Primerica 등 각 금융분야에서 뛰어난 자회사를 보유
- Citigroup은 은행, 증권, 보험 등 모든 금융업무의 결합으로 범위의 경제 효과를 발휘하게 됨
  - 지주회사 산하의 자회사가 은행업무와 비은행업무를 모두 수행하게 되어 그룹전체 측면에서 업무다각화에 성공함
- 은행업과 증권업 사이에는 강력한 차단 벽이 존재하는 당시 미국 금융환경하에서 Citigroup의 탄생은 금융규제의 변화를 예고

○ 2000년 3월 미국 최초의 금융지주회사로 전환

— 은행지주회사인 Citigroup은 1999년 11월 미국에서 금융지주회사의 설립을 허용하는 금융서비스현대화법(Financial Services Modernization Act of 1999 : Gramm-Leach-Bliley Act)이 발효되자, 2000년 3월 가장 먼저 금융지주회사(financial holding company)로 전환하였음

- 금융서비스현대화법은 1933년 제정된 Glass-Steagall Act의 개폐를 포함하여 은행업, 증권업, 보험업의 상호진출을 가능하게 하는 포괄적 금융제도개혁법<sup>19)</sup>
- 동법의 시행으로 은행·증권·보험업을 영위하는 회사를 모두 자회사로 가질 수 있는 순수지주회사의 설립이 가능해짐

○ 1999년 이후 꾸준히 타 금융기관을 인수하고, 수익성이 낮은 사업부문을 분사하는 등 구조개편 노력을 기울이고 있음

— 1999년 3월 Salomon Smith Barney와 일본 Nikko 증권의 조인트 벤처로 Nikko Salomon Smith Barney 탄생, 11월 일본 온라인 브로커리지 Nikko Beans 지분 인수

— 2000년 5월 Salomon Smith Barney가 영국 투자은행인 Schroders PLC를 인수해 Schroders Salomon Smith Barney를 설립하고 유럽 시장에서 증권서비스를 제공함

- Schroders 인수로 유럽시장에서의 점유율이 크게 증가하여 종합서비스 투자은행 업무 제공의 기반을 확립함

---

19) 동 법안에서는 은행이 자기자본금의 20% 한도 내에서 증권회사와 보험사를 자회사로 설립하거나 기존 증권회사나 보험사를 인수할 수 있도록 하고, 증권회사나 보험사도 은행업에 진출할 수 있도록 허용하였음

- 2002년 8월 Travelers Property Casualty Corp을 분사해 12억 달러에 달하는 이득을 획득하였을 뿐 아리나 금융서비스 부문 가운데 고성장 부문에 집중하게 됨
- 2003년 7월 자산운용사 HomeDepot 인수
- 2004년 우리나라 한미은행을 인수해 11월 한국씨티은행으로 출범할 예정

○ 2002년 상반기 AT&T와 WorldCom에 대해 Citigroup Global Markets(당시 Salomon Smith Barney)가 작성한 조사분석보고서에 문제가 제기되면서 감독당국의 조사를 받게 되고 투자자들에 의해 소송이 제기됨

- Citigroup Global Markets의 AT&T에 대한 조사분석보고서와 AT&T 사업부 AT&T Wireless의 IPO 대표주관업무 사이에서 문제가 발생
  - 주식리서치부문에서 가장 영향력 있는 애널리스트중 한명으로 알려진 통신담당 Jack Grubman은 1999년 11월 Grubman이 AT&T의 주가등급을 buy로 상승시킴
  - 2000년 Citigroup Global Markets이 AT&T의 휴대전화 사업부문 AT&T Wireless의 사업부주식 IPO에서 주간사로 지명
  - 2000년 3월경부터 AT&T의 주가가 절반이하로 폭락
- 또한 미국 대형 통신회사인 WorldCom의 IPO에서 Citigroup Global Markets이 주간사를 담당하였고, IPO 수행기간동안 Grubman은 동사의 투자등급을 지속적으로 높게 유지하였음
- 이러한 투자은행과 리서치부문의 이해상충문제는 감독당국의 조

사대상이 되었을 뿐 아니라 법정소송으로 이어짐

- 이로 인해 Citigroup은 4억 달러에 달하는 벌금을 지불하였고, WorldCom 소송은 2004년 5월 11일 주주들에게 26억 5000만 달러를 지불하기로 합의함으로써 해결되었음

- 실추한 평판과 신뢰 회복을 위해 2002년 10월 투자은행 부문과 리서치 부문을 완전 분리하였음
  - Salomon Smith Barney중 리서치 부문을 포함한 Private Client Service를 독립적으로 분리하고, 가장 유명한 독립 조사분석회사 중 하나인 Sanford C. Bernstein & Co. LLC의 CEO였던 Sallie Krawcheck을 동 부서의 CEO로 임명함
  - 2003년 4월, Salomon Smith Barney의 회사명을 Citigroup Global Markets로 개명하였고, 이와 동시에 Citiroup의 Private Client Service은 Smith Barney로 개명함

## 다. 지배구조 및 업무영역

### 1) 지배구조

- Citigroup의 지배구조는 이사회와 경영위원회로 구성됨

<표 III-7> Citigroup의 이사회

구분	이름	직위
사내이사	Charles Prince	CEO, Citigroup Inc. Chairman and CEO, Global Corporate and Investment Banking Group
	Robert E. Rubin	Chairman of the Executive Committee and Member of the Office of the Chairman, Citigroup Inc.
	Sanford I. Weill	Chairman, Citigroup Inc
	Robert B. Willumstad	President & Chief Operating Officer, Citigroup Inc.
사외이사	C. Michael Armstrong	Chairman, Comcast Corporation
	Alain J.P. Belda	Chairman and CEO, Alcoa Inc.
	George David	Chairman and CEO, United Technologies Corporation
	Kenneth T. Derr	Chairman, ChevronTexaco Corporation(은퇴)
	John M. Deutch	Institute Professor, Massachusetts Institute of Technology
	Roberto Hernandez Ramez	Chairman, Banco Nacional de Mexico
	Ann Dibble Jordan	Consultant
	Dudley C. Mecum	Managing Director, Capricorn Holdings LLC
	Richard D. Parsons	Chairman and CEO, Time Warner Inc.
	Andrall E. Pearson	Founding Chairman, Yum!Brands, Inc.
Franklin A. Thomas	Consultant, TFF Study Group	
명예이사	The Honorable Gerald R. Ford	전 미국 대통령

자료: <http://www.citigroup.com/>

- 이사회에 감사위원회, 운영위원회, 인사 및 보상위원회, 공공위원회, 임명 및 지배구조위원회를 설치
  - 이사회는 법적으로 이사의 수를 결정할 수 있는 권한을 보유하고 있으며, 13~19명 사이에서 이사회에 따라 조정가능하며 현재 인원은 16명이고 그 중 1명은 명예회원으로 이사명단은 <표 III-7>과 같음
  - 이사는 선임 및 지배구조위원회가 선정한 후보 중에서 주주총회를 통해 선출되며 임기는 1년임
  - 지배구조가이드라인에 따르면 이사 중 최소 2/3 이상이 NYSE의 독립성 요건을 충족하고 있어야 하며 Citigroup의 임원진은 Citigroup의 이사와 동시에 다른 기업의 이사가 될 수 없음

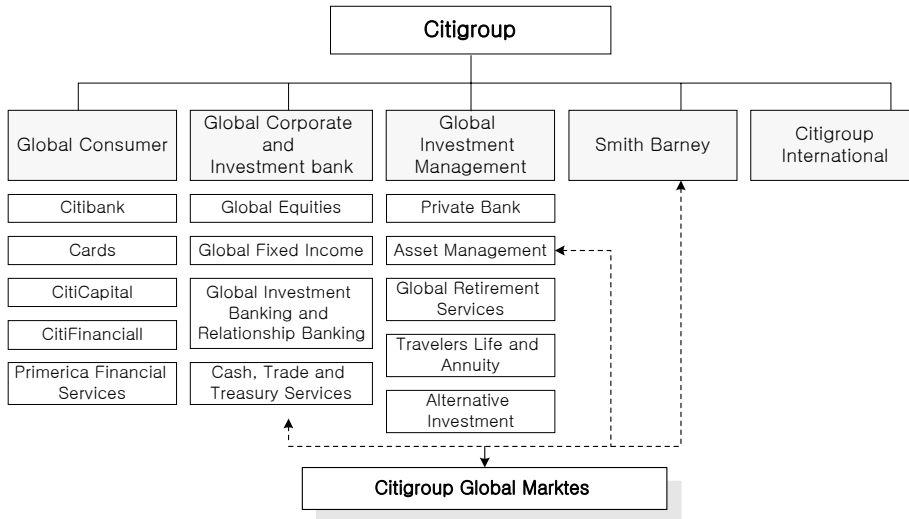
## 2) 업무영역

- Citigroup는 재무제표 작성 목적상 5개의 조직으로 분리되어 있고, 투자은행 업무는 자회사인 Citigroup Global Markets을 통해 수행됨
  - 5개 조직은 Global Consumer Group, Global Corporate and Investment Bank, Smith Barney, Global Investment Management, Citigroup International임
  - 업무영역별로 살펴보면, Global Consumer Group은 상업은행과 보험 업무를 담당하고 있음
  - Global Corporate and Investment Bank와 Smith Barney는 투자은행, 증권서비스, 자기거래 업무, 그리고 Global Investment Management는 자산관리 업무와 private banking 업무를 담당하고 있음

- 투자은행 업무, 증권서비스 업무, 자기거래 업무, 자산관리 업무는 Citigroup Global Markets에서 이루어짐
  - 이하에서는 Citigroup의 업무 전반에 대해서 그룹별로 살펴본 후, Citigroup Global Markets의 업무에 대해 설명함
- Global Consumer Group은 전 세계적으로 개인고객을 대상으로 은행, 신용카드, 대출, 보험 서비스를 제공하고 있음
- Global Consumer Group에는 Citibank, CitiCapital, CitiCard, CitiFinancial, Primerica 등 5개 자회사가 포함됨
  - 신용카드 업계에서 확고한 지위 구축, 소비자금융업무의 전 세계적인 전개, 연금-생명보험 상품의 전세계적 판매 전개로 업계에서 주요포지션을 획득하였음
- Global Corporate and Investment Banking Group(GCIB)은 기업, 정부, 개인 및 기관투자자들을 대상으로 투자은행 업무와 증권서비스 업무를 제공하고 있음
- GCIB 조직은 Capital Markets & Banking과 Global Transaction Services로 양분됨
  - Capital Markets & Banking은 증권서비스와 자기매매 업무를 수행하는 Global Fixed Income과 Global Equities, 인수 및 금융자문 등 투자은행 업무를 수행하는 Investment Banking으로 구성됨
    - 채권, 주식, IPO 인수부문에서는 선두를 유지하고 있고, 특히 IPO 인수에 있어서는 Citibank의 네트워크, 기업고객과의 관계 등을 기반으로 Goldman Sachs를 위협하고 있음

- Transaction Services는 기업, 금융기관, 정부에게 통합적인 현금관리, 자금조달 등의 서비스를 제공함
- Smith Barney는 전 세계적으로 개인 및 기관투자자, 기업, 정부, 각종 재단에 투자조언, 재무계획, 리서치를 제공하고 있음
  - Private Client Group과 Global Equity Research으로 구성됨
  - 주로 부유한 개인 투자자를 대상으로 광범위한 금융서비스를 제공하고 있음
    - 자산분배, 헤지펀드, 현금 및 포트폴리오 관리, 퇴직·교육·부동산 계획 등을 포괄하는 완전한 투자서비스 제공
    - 750만개 이상의 고객 계좌, 90억 달러 이상의 고객 자산 보유
- Global Investment Management는 전 세계적으로 부유한 개인투자자에서 기관투자자에 이르기까지 자산관리 업무와 private banking 업무를 제공하고 있음
  - Global Investment Management는 Private Bank, Asset Management, Global Retirement Services, Travelers Life and Annuity, Alternative Investments 조직으로 구분됨
  - 그 중 Asset Management는 월스트리트에서 최강의 리서치팀을 보유하고 있고, Smith Barney, Salomon Brothers, Citibank 등 3가지 명칭으로 활동하고 있음
  - Private Bank는 전세계적으로 부유한 고객을 대상으로 종합자산관리 업무를 제공하고 있음

<그림 III-10> Citigroup의 조직구조



자료: <http://www.citigroup.com/>

○ Citigroup의 자회사인 Citigroup Global Marktes은 투자은행이자 증권회사로, 사업부문은 크게 Investment Services, Private Client Services, Asset Management로 구분됨

— Investment Services 부문은 투자은행 업무와 자기거래 업무를 담당함

- 주식·채권의 인수 및 유통, M&A·사업부매각·LBO·채무구조조정 등 금융자문 업무, 채권의 자사계정매매, 파생상품 거래 등이 포함됨

— Private Client Services 부문은 증권서비스 업무를 담당함

- 투자자문, 금융자산관리, 브로커리지 서비스와 독립적인 리서치 서비스를 제공함
- Private Client Services 부문은 Citigroup중 Smith Barney에 해

당하며, 투자은행 부문과 독립적으로 운영됨

- Asset Management 부문은 자산관리업무를 담당하며, Salomon Brothers Asset Management와 Smith Barney Asset Management로 구분됨
  - 개인 및 공공 퇴직자산관리, 기금, 재단, 은행, 보험, 기업, 정부, 부유한 개인 투자자 등의 고객에게 자산관리 서비스 제공

#### 라. Citigroup과 Citigroup Global Markets의 재무정보 및 수익구조

- Citigroup의 2003년 수익은 774억 달러로 전년 대비 9% 증가하였고, 순이익은 179억 달러로 전년 대비 33% 증가하였음
  - 수익이 9% 증가하였으나 영업비용은 5% 증가에 그쳐, 비용 면에서도 Citigroup의 경쟁력을 보여주고 있음
- 2003년 말 현재 Citigroup의 총자산은 1조 264억 달러, 자기자본은 980억 달러에 달함
  - 시가총액은 2,503억 달러, 희석(diluted) EPS는 3.42달러, ROE는 19.8%임
    - 2002년 Citigroup Global Markets 조사분석보고서의 문제가 제기되면서 Citigroup의 주가가 급락하여 시가총액이 감소함
  - 자기자본이 980억 달러에 달한다는 것은 다양한 경제상황에서도 성장할 수 있는 굳건한 자본력을 보유함을 보여주고 있고, ROE도 20%에 달해 높은 수준임

<표 III-8> Citigroup의 재무정보

(단위: 십억 달러)

구 분	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
총자산	755	740	796	902	1,051	1,097	1,264
자기자본	51.0	55.4	63.2	71.1	88.4	92.9	98.0
순수익	43.5	45.0	54.8	63.6	67.4	71.3	77.4
순이익	7.7	7.0	11.2	13.5	14.1	15.3	17.9
ROE(%)	17.5	14.4	21.5	22.4	19.7	18.6	19.8
시가총액	136.5	125.4	209.8	256.4	259.9	180.9	250.3
EPS(diluted, 달러) <sup>a)</sup>	1.42	1.31	2.17	2.62	2.72	2.94	3.42
직원 수(명)	184,300	202,400	212,500	233,000	268,000	250,000	259,000

a) 기업이 발행한 신주인수권, 스톡옵션, 전환사채가 모두 주식으로 전환되었다고 가정했을 때의 EPS

자료 : <http://www.citigroup.com/>

○ 합병 전인 1999년부터 최근 2002년까지의 재무정보를 살펴보면, 연간 평균성장률이 수익 11%, 순이익 15%, EPS 16%에 달해 Citigroup의 종합화 전략이 성공하였음을 보여주고 있음

— 특히 합병 1년째인 1999년에는 순수익이 22%, 순이익이 62%, EPS가 66% 상승하였음

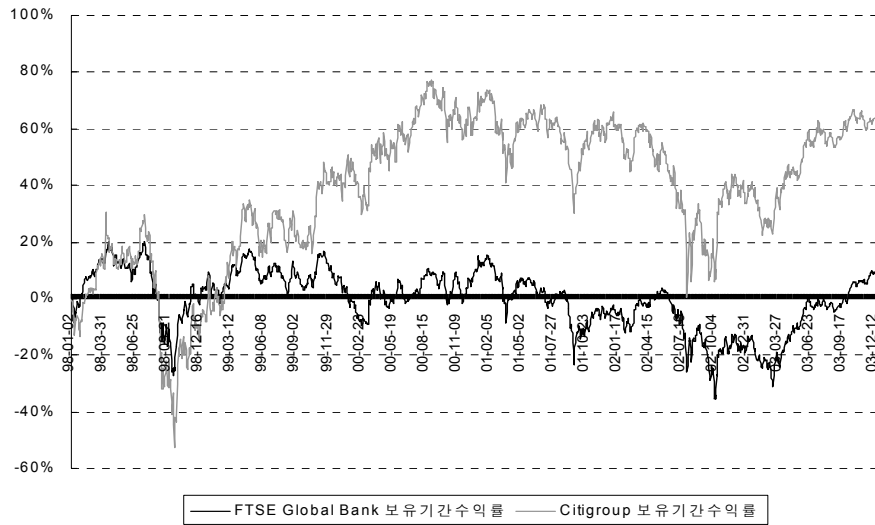
○ <그림 III-11>에서 Citigroup의 보유기간수익률과 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률을 비교하여 나타내고 있음<sup>20)</sup>

— 1998년 말부터 2000년 7월까지 보유기간수익률이 지속적으로 상승하였고, 이후 2002년 말까지 침체하다가 2002년에 8월부터 회복하기 시작함

20) 여기서 보유기간수익률은 로그누적수익률로 정의함

<그림 III-11> Citigroup와 FTSE Global Bank Index의  
보유기간수익률 비교

(기간: 1998년 1월 1일 ~ 2003년 12월 31일)



— Citigroup의 보유기간 수익률은 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률에 비하여 우수한 성과를 나타내고 있으며 2003년 말 기준으로 60% 가까운 수익률을 보이고 있음

<표 III-9> Citigroup Global Markets의 재무정보

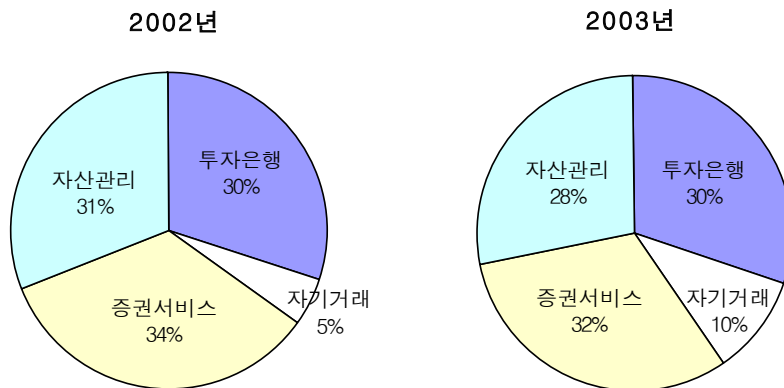
(단위: 백만 달러)

구 분	1999	2000	2001	2002	2003
총자산	220,881	237,531	300,852	291,991	361,261
자기자본	9,326	11,039	11,698	12,558	15,622
순수익	13,757	16,242	15,387	14,406	15,662
순이익	2,812	3,032	2,627	1,787	2,893

자료: Citigroup Global Markets Annual Report

- 2003년 Citigroup Global Markets의 총자산은 그룹 전체 자산의 29%, 순이익은 그룹 전체 순이익의 16%에 달함
  - 2003년의 수익은 157억 달러, 순이익은 29억 달러로 전년 대비 각각 9%, 62% 증가하였음
    - 2002년에는 자본시장의 침체, 소송비용과 벌금으로 순이익이 감소하였으나 2003년에는 금융시장의 호전으로 순이익이 증가
  - 2003년 말 현재 총자산은 3,613억 달러, 자기자본은 156억 달러로 전년 대비 각각 24% 증가하였음
  
- 2003년 Citigroup Global Markets의 수익구조를 살펴보면, 증권서비스, 투자은행, 자산관리 업무의 수익비중이 각각 30% 수준으로, 균형잡힌 수익구조를 보이고 있음

<그림 III-12> Citigroup Global Markets의 수익구조



자료: Citigroup Global Markets Annual Report

- 2002년과 비교해 볼 때, 채권자기매매의 증가로 자기거래 부문 수익이 증가하였음
- 투자은행 업무에서는 M&A자문 수수료가 감소한 반면 고수익채권 인수에서 수익이 증가함으로써 투자은행 수익이 증가함
- Citigroup Global Markets은 합병이후 Citibank가 구축한 네트워크를 통해 투자은행 업무에서 유리한 위치를 차지함에 따라 투자은행 업무에서 높은 수익을 창출하고 있음

#### 마. 경영전략

- Citigroup은 Citibank를 통해 구축된 고객네트워크를 이용해 Citigroup이 취급하는 모든 상품을 판매하고, Citigroup Global Markets 역시 Citibank의 고객네트워크를 통해 업무범위를 확장하고 있음
  - Citibank는 19세기부터 세계로 지점망을 확대해 현재 100여 개국에 1,400여개의 지점망을 구축하고 있어 유일하게 전세계적으로 소비자금융 업무를 전개하고 있음
  - 합병 후 Citigroup Global Markets은 Citibank의 고객네트워크를 이용함으로써 새로운 거래의 개척이 유리하게 되었고 이로 인해 투자은행부문 수익이 증가함
    - Citibank와 Citigroup Global Markets가 공동으로 추진한 채권 및 주식인수, M&A자문 업무가 증가하고 있음

- 시장에서의 신뢰와 평판을 중요시하고 이를 상실할 경우 회복을 위해 적극적으로 대처함
  - 2002년 투자은행과 리서치 부문의 이해상충 문제로 상실된 신뢰성 회복을 위해 조직개편을 단행함
    - 리서치 부문을 투자은행 부문으로부터 독립적으로 분리함으로써 두 조직의 이해상충 문제를 해결하고, 개인 및 기관투자자와 금융컨설턴트의 욕구에 초점을 맞춘 리서치 서비스를 제공함
    - Citigroup의 CEO였던 Weill은 개인고객대상 브로커리지 프랜차이즈를 구축하기 위해서는 고객과의 신뢰를 바탕으로 한 관계구축이 가장 큰 재산이라고 주장하였음
    - Smith Barney의 새로운 CEO인 Sallie L. Krawcheck는 사업목적이 리서치 상품의 완전성과 공정성에 대한 신뢰구축이라고 밝힘
  
- Citigroup은 은행, 보험, 증권 모든 금융업무에 대해 최고의 서비스를 제공하는 one stop provider 즉 금융슈퍼마켓을 지향함
  - 1998년 Citicorp와 Travelers Group의 합병으로 은행, 보험, 증권 업무를 총괄하는 진정한 의미의 종합금융기관 Citigroup이 탄생함
    - 이를 통해 Citigroup이라는 brand equity를 획득함
  
- Citigroup은 자사가 취약한 부문에 특화된 금융기관 또는 진출국가의 대표적인 금융기관을 합병하거나 전략적 제휴를 체결함으로써 경쟁력을 확보함
  - 특히 Citigroup Global Markets은 해외에서 전략적 제휴 및 합병

을 꾸준히 진행하고 있음

- 유럽 투자은행 Schroders 인수로 인해 유럽시장에서의 투자은행과 주식부문의 역량 강화
- Salomon Brothers International Limited in London, Nikko Salomon Smith Barney(1999년 2월 조인트 벤처 결정 Nikko 지분 51%, SSB 지분 49%), Salomon Brothers AG(프랑크푸르트) 등의 자회사를 보유하고 있음

## 5. UBS AG의 현황분석

### 가. 개관

- UBS(Union Bank of Switzerland) Group은 세계 50여 개국 및 주요 국제금융센터에서 다양한 고객들에게 종합금융서비스를 제공하는 스위스의 선도적 금융기관 중 하나임
  - 1998년 7월 스위스의 대표적 금융기관인 UBS와 SBC(Swiss Bank Corporation)가 합병하여 탄생하였음
  - UBS AG은 스위스 국내의 선도적 상업은행임과 동시에 탁월한 세계적 종합투자 서비스기업임
  - UBS AG의 사업조직은 UBS Wealth Management & Business Banking, UBS Global Asset Management, UBS Investment Bank, UBS Wealth Management USA, Corporate Center로 구성됨
  - 이중 UBS Investment Bank와 UBA Global Asset Management를 합친 조직을 UBS의 투자은행 부문으로 간주함
  
- UBS AG의 본사는 Zurich와 Basel로 구분되어 있고, Zurich에는 투자은행 부문이, Basel에는 상업은행 부문이 위치함
  - 전 세계적으로 50개국에서 활동하고 있고, 임직원은 66,000명에 이룸
  - 2003년 말 현재 총자산은 1조 3,860억 스위스 프랑(1조 1,157억 달러), 순이익은 64억 스위스 프랑(51억 달러)임

## 나. 발전과정

- 1872년 Basler Bankverein이란 회사명으로 스위스 Basel에 설립된 SBC(Swiss Bank Corporation)는 스위스 국내에서는 상업은행업무를 제공하고, 외국시장에서는 주로 기업고객 대상으로 투자은행업무를 제공하여 왔음
  - 1898년 런던에 최초의 해외지점을 설립한 이후 끊임없이 해외로의 진출을 모색하였음
  - Merrill Lynch 출신으로 투자은행 업무경력을 보유하고 있던 Marcel Ospel은 1990년 상업은행 부문과 투자은행 부문을 분리하는 기구개혁을 단행하였고, 1995년 영국 최대 머천트 뱅크인 SG Warburg를 인수해 투자은행 부문을 강화하였음
  - 1996년 Marcel Ospel이 SBC의 CEO 취임후 SBC 상업은행본체를 투자은행으로 교체함에 따라 상업은행에서 투자은행으로 변신함
  - 1997년 미국 유력 증권회사인 Dillon Reed를 인수함으로써 투자은행 부문을 강화함
  
- 1863년 창립된 Toggenburger Bank와 1862년 창립된 Bank in Winterthur의 합병에 의해 1912년 탄생한 UBS(Union Bank of Switzerland)는 SBC와 마찬가지로 스위스 국내에서는 상업은행 업무를 제공하고 외국시장에서는 주로 기업고객 대상으로 투자은행 업무를 제공하여 왔음
  - 스위스 내 수많은 은행들을 합병하여 1962년 스위스 최고 상업은행으로 자리 잡게 되었고, 1985년 Interhandel과 Phillips & Drew를 인수함으로써 영국시장으로의 진출을 모색하였음

- 1998년 7월 UBS와 SBC가 합병함으로써 UBS AG가 탄생하였음
  - UBS AG는 SBC의 투자은행 부문과 UBS의 자산운용 부문을 양측으로 하는 유럽 최대의 금융기관으로 자리매김하게 되고, 합병 당시 총자산은 1조 스위스 프랑에 달함
    - 합병당시 SBC의 총자산은 4,389억 스위스 프랑이었고, 스위스 내 288개의 지점과 해외 77개 사무소를 보유하고 있었고, 임직원수는 27,565명이었음
    - UBS의 총자산은 5,576억 스위스 프랑이었고, 스위스 내 357개의 지점과 해외 82개 지점을 보유하고 있었고, 임직원은 27,611명에 달하였음
  - 양사의 합병으로 탄생한 UBS AG의 투자은행 부문인 Warburg Dillon Read는 유럽 최강의 투자은행으로 자리매김 하게 됨
  
- UBS AG는 지속적으로 타 금융기관을 인수함으로써 경쟁력을 확보하고 있음
  - 2000년 11월 UBS AG는 미국 뉴욕에 본부를 둔 종합서비스 증권회사인 PaineWebber Inc.와 합병하여 미국 자산관리시장에 진출하였음
  - 2003년 9월 ABN AMRO의 미국 브로커리지 영업부문을 인수
  - 2003년 10월 독일 내 Merrill Lynch 개인고객사업부를 인수함으로써 유럽에서 종합자산관리 업무를 강화하기 위해 체계적인 노력을 기울이고 있음

- 2003년 중국증권감독위원회(China Securities Regulatory Commission)에서 적격외국기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investor(QFII))로 인가를 얻어 중국 증권시장에 진출하였음

## 다. 지배구조 및 업무영역

### 1) 지배구조

- UBS AG의 지배구조는 이사회와 경영위원회로 구성됨
  - 스위스 은행법에 따라, 두 그룹의 의장은 각각 별개의 사람이 맡도록 하고, 두 그룹 회원은 겸직하지 못하게 함으로써 권력을 분산함과 동시에 각각 독립성을 유지하도록 함
- 이사회는 기업의 경영과 전략, 경영진의 감독에 대해서 궁극적인 책임을 갖는 최고기구로 감사위원회, 보상위원회, 인사위원회를 구성
  - 2003년 12월말 현재 이사회는 총 10명의 이사로 구성되며 이중 사외이사는 7명으로 명단은 <표 III-10>과 같음
  - 일상적인 업무에 대해서는 경영위원회에 위임하고 경영진의 감독 및 통제권한은 이사회가 보유함

<표 III-10> UBS AG의 이사회

구분	이름	직책(소속기업)
사내이사	Marcel Ospel	chairman, UBS AG
	Alberto Tohni	executive vice chairman, UBS AG
	Stephan Haeringer	executive vice chairman, UBS AG
사외이사	Peter Böckli	partner in the law office of Böckli Bodmer & Partners
	Ernesto Bertarelli	Serono International SA
	Sir Peter Davis	Chairman of J Sainsbury plc
	Rolf A. Meyer	Chairman and CEO of Ciba Specialty Chemicals
	Helmut Panke	Sika AG
	Lawrence A. Weinbach	Chairman, President and CEO of Unisys Corporation
	Peter Spuhler	Ower of Stadler Rail AG

자료 : UBS AG Annual Review

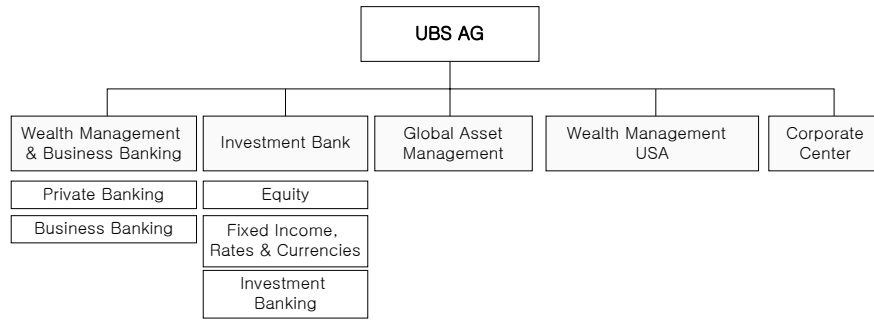
## 2) 업무영역

- UBS AG는 Wealth Management & Business Banking, Investment Bank, Global Asset Management, Wealth Management USA, Corporate Center 등 총 5개의 사업조직으로 구성되어 있음
  - 업무영역별로 구분해보면, Wealth Management & Business Banking에서는 private banking 업무와 상업은행 업무, Investment Bank에서는 투자은행 업무와 증권서비스 업무, Global Asset Management에서는 자산관리 업무, 그리고 Wealth Management USA에서는 private banking 업무를 담당하고 있음

- Wealth Management & Business Banking 조직은 140년 전통의 노하우를 바탕으로 우수한 private banking 업무와 상업은행 업무를 제공하고 있고, 특히 미국에서는 Wealth Management USA를 통해 private banking 업무를 제공하고 있음
  - Private banking 부문에서 제공하는 상품은 해당국가 고객의 금융 요구에 부응할 뿐 아니라 세계 및 규제측면에서도 부합됨
  - 전 세계 164개 지점에서 350만 고객계좌, 6,420억 스위스 프랑에 달하는 자산을 관리중임
    - 스위스 내 18만개 기업, 전 세계적으로 5,000개의 금융기관과 관계를 구축하고 있음
    - 미국에서는 대략 200만 명의 고객과 관계를 구축하고 있으며, 8,857명의 금융자문가를 보유하고 있고, 2003년 말 현재 고객자산은 4,230억 달러임
  
- Investment Bank는 투자은행 업무와 증권서비스 업무를 담당하고 있고, 증권서비스 업무에는 자기매매 업무가 포함되어 있음
  - Investment Bank조직은 투자은행, 주식, 채권 부문으로 구성되며 주식리서치와 채권·파생상품 설계에서 뛰어난 능력을 보유하고 있음
  - 투자은행 부문에서는 국제적으로 기업고객에게 최고의 자문서비스를 제공하고 있으며, 특히 국가간 M&A 자문에 강점을 보유하고 있음
  - 주식부문에서는 보통주식, 전환사채, 주식파생상품 등의 발행시장과 유통시장에서 서비스를 제공하고 있고, 인수업무에서 두각을 나타내고 있음

- 31개국에서 87개 증권거래소의 회원으로 활동하고 있음
  - 리서치업무에서는 다양한 부문의 3,400개 기업에 대한 분석을 제공하고 있음
  - 채권 및 환율부문에서는 기업과 기관투자자를 상대로 혁신적인 상품을 제공하고 있음
    - UBS는 특히 외환거래에서 강점을 나타내고 있으며 온라인 외환거래서비스를 제공하고 있음
  - 투자은행서비스는 UBS의 자회사와 지점을 통해 제공되고, 미국 내 증권관련서비스는 UBS Securities LLC를 통해 제공됨
  - 투자은행 업무와 증권서비스 업무는 전 세계적으로 서비스되고 있고, 다양한 국가의 모든 상품분야에 대한 위험을 통합적이고 국제적인 관점에서 관리함으로써 경쟁력을 확보하고 있음
  - 역사적으로 유럽 투자은행 부문에서 최고의 투자은행으로 자리 잡고 있고, 최근 3년간 미국시장에서의 확장을 도모한 결과, 미국 시장에서의 시장점유율이 크게 확대되었음
- Global Asset Management 부문은 기관투자자, 금융중개기관, 개인투자자에게 우수한 자산관리서비스를 제공하고 있음
- 동 부문은 증권분석 시 기본적 분석을 중요시하고, 헤지펀드를 비롯한 대체투자서비스와 미국, 영국, 스위스, 일본에 부동산 관리서비스를 제공함
  - 2002년 4월 Brinson Partners, Brinson Advisors, Phillips & Drew, UBS Asset Management 등 산재되어 있는 조직을 UBS Global Asset Management로 통합함

<그림 III-13> UBS AG의 조직구조



자료 : UBS AG Annual Review

— 런던, 시카고, 뉴욕, 도쿄, 취리히 등 20개국에서 5,400억 스위스 프랑에 달하는 자산을 관리하고 있음

○ Corporate Center에서는 UBS AG 전체의 활동을 조정하는 역할을 담당함

— UBS AG이 전체적으로 일관성 있고 효과적으로 운영될 수 있도록 조정하고 이는 UBS의 전체 기업목표에 부합함

**라. 재무정보 및 수익구조**

○ UBS AG의 2003년 재무정보를 살펴보면, 수익이 340억 스위스 프랑으로 전년 대비 0.4% 감소하였고, 순이익이 64억 스위스 프랑으로 전년 대비 81% 증가하였음

— 2002년에는 투자은행 부문에서 주식리서치관련 소송비용 9,000만 스위스 프랑(6,500만 달러)과 에너지거래사업의 구조조정비용 7,200만 스위스 프랑이 발생하여 당기순이익이 감소하였음

- 2003년 말 현재 UBS AG의 총자산은 1조 3,860억 스위스 프랑으로 전년 대비 17% 증가하였고, 자기자본은 354억 스위스 프랑으로 전년 대비 9% 감소하였음
  - 자기자본의 감소는 지속적인 주식재매입 프로그램(stock buyback program)을 운영하였기 때문임
  - ROE가 17.8%로 전년에 비해 큰 폭으로 증가하여 UBS의 목표수준인 15~20%를 달성함
  - 시가총액은 954억 스위스 프랑, 희석(diluted) EPS는 5.61 스위스 프랑임

<표 III-11> UBS AG의 재무정보

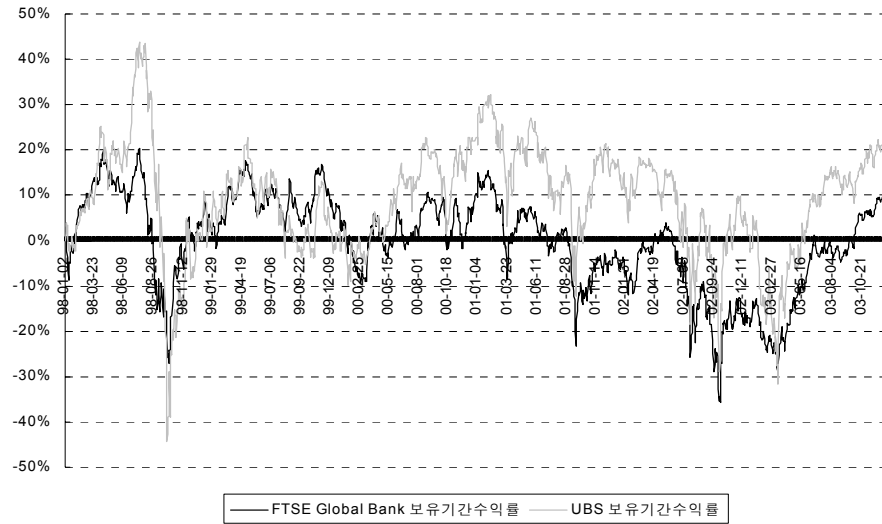
(단위: 백만 스위스 프랑)

구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003
총자산	861,282	896,556	1,087,552	1,253,297	1,181,118	1,386,000
자기자본	28,794	30,608	44,833	43,530	38,991	35,446
순수익	22,247	28,425	36,402	37,114	34,121	33,972
순이익	2,972	6,153	7,792	4,973	3,535	6,385
ROE(%)	12.0	23.6	23.4	11.4	8.9	17.8
시가총액	90,720	92,642	112,666	105,475	79,448	95,401
EPS(diluted, CHF) <sup>a)</sup>	7.20	15.07	6.35	3.78	2.87	5.61
직원 수(명)	48,011	49,058	71,076	69,985	69,061	65,929

a) 기업이 발행한 신주인수권, 스톡옵션, 전환사채가 모두 주식으로 전환되었다고 가정했을 때의 EPS

자료 : UBS AG Annual Review

<그림 Ⅲ-14> UBS와 FTSE Global Bank Index의 보유기간수익률 비교  
(기간: 1998년 1월 1일 ~ 2003년 12월 31일)



- <그림 Ⅲ-14>에서 UBS의 보유기간수익률과 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률을 비교하여 나타내고 있음<sup>21)</sup>
  - UBS의 보유기간 수익률은 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률과 유사한 방향으로 움직이지만 진폭은 더 크게 나타남
  - 개별 기업으로서 위험이 포트폴리오를 통해 감소되지 않아 경기의 흐름에 더 민감하게 반응한 것으로 판단됨

21) 여기서 보유기간수익률은 로그누적수익률로 정의함

**<표 III-12> UBS 투자은행 부문의 재무정보<sup>a)</sup>**

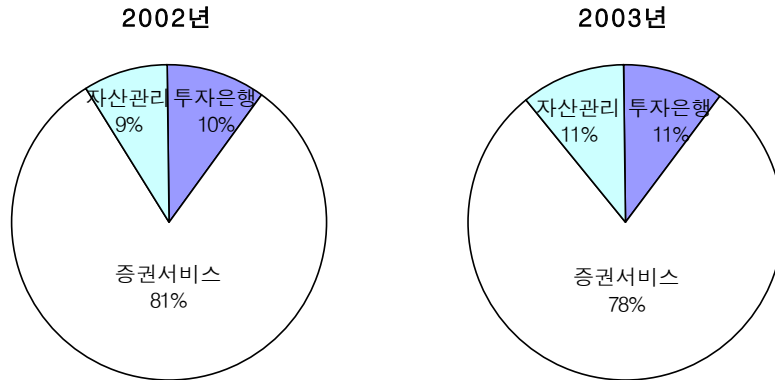
(단위: 백만 스위스 프랑)

구 분	2001	2002	2003
총자산	1,001,732	938,390	1,173,678
자기자본	15,093	14,007	14,628
순수익	16,318	14,188	15,817
순이익	2,838	1,750	4,320

a) UBS Investment Bank와 UBS Asset Management의 자료를 합산하였음  
 자료: UBS AG Annual Report

- UBS AG중 투자은행 업무와 증권서비스 업무를 담당하는 Investment Bank와 자산관리 업무를 담당하는 Asset Management의 총자산은 그룹 전체 자산의 85%, 순이익은 그룹 전체 순이익의 47%에 달함
  - 2003년 말 현재 총자산은 1조 1,737억 스위스 프랑, 자기자본은 146억 스위스 프랑임
  - 2003년의 수익은 158억 스위스 프랑, 순이익은 43억 스위스 프랑임
  
- 2003년도 UBS AG의 업무영역별 수익구조를 살펴보면, 자기매매를 포함한 증권서비스 업무가 가장 높은 비중을 차지하고 있음
  - 2002년과 비교해 볼 때 수익구조에 큰 변화가 없음
  - 투자은행 부문과 자산관리 부문은 각각 11%로 UBS AG 그룹전체 차원에서는 큰 비중을 차지하고 있지는 않는 것으로 나타남

<그림 III-15> UBS 투자은행 부문의 수익구조<sup>a)</sup>



a) UBS Investment Bank와 UBS Asset Management의 수익을 재분류하였음. 증권서비스 업무수익에는 자기매매 업무수익이 포함됨  
 자료 : UBS AG Annual Review

마. 경영전략

- 1998년 투자은행 부문에 강점을 지닌 SBC와 자산운용부문에 강점을 지닌 UBS의 합병으로 유럽최대의 금융기관인 UBS AG이 탄생하였음
  - 상업은행, 투자은행, 자산관리 서비스를 제공하며 자산규모로 Citigroup에 버금가는 금융기관으로 성장함
  
- 최근 경제발전예 대한 불확실성 증가와 투자자들의 금융기관에 대한 신뢰가 상실된 상황에서 UBS는 통합적 사업모델(integrated business model)을 개발함으로써 이에 대응함
  - 통합적 사업모델이란 고객의 이익을 위해 전문적 기술을 집중시켜 사업부문간 협조체제(cross business teamwork)를 이루어 '단

일기업(one firm)'으로 구축하는 것을 의미함

- 통합적 사업모델 하에서는 고객은 UBS가 제공하는 모든 서비스를 UBS라는 하나의 브랜드를 통해 원하는 장소와 시간에 제공받을 수 있음
  - 이는 UBS Warburg나 UBS PaineWebber 브랜드를 통해 서비스를 제공하는 것이 아니라 UBS라는 하나의 통합적 브랜드로 서비스를 제공함을 의미

○ 스위스 최고의 은행으로 입지를 구축한 후 유럽시장에서 최고의 금융기관으로 자리 잡았고, 전 세계적으로 소매은행지점부터 온라인 채널에 이르기까지 다양한 채널을 통해 전 세계적으로 신속한 서비스를 제공하고 있음

- 최근 미국에서 투자은행부문의 확장 노력에 따라, 중요고객과 관계를 구축하고 대규모 거래에 참여하게 되면서 미국내 시장점유율이 증가하고 있음
- 자산관리 부문에서는 Global Finance magazine이 선정한 Best Asset Management Bank로 선정됨

○ UBS AG는 1990년 이후 스위스 국내 상업은행 업무의 수익성이 저하됨에 따라 새로운 수익원으로 투자은행 업무와 자산관리 업무에 주력하였고, 동 부문의 역량강화를 위해 타 금융기관을 지속적으로 인수·합병하였음

- SBC는 투자은행 부문 강화를 위해 1992년 O'Connor, 1995년 SG Warburg, 1997년 Dillon Reed를 인수하였음

- O'Connor 인수로 위험관리 기술과 파생상품설계 능력을 강화하였고, Dillon Reed 인수로 M&A중개 부문, SG Warburg 인수로 주식인수 부문 역량을 강화함에 따라 채권·주식인수와 M&A중개 부문에서 유력 투자은행으로서의 입지를 구축함
  - UBS AG는 2000년 자산운용부문 강화를 위해 미국 PaineWebber와 캐나다 RT Capital Management를 인수하였음
  - 2003년 ABN AMRO의 미국 브로커리지 사업부문을 인수함
  - 2004년 딸 Charles Schwab의 자본시장 부문인 SoundView Capital Markets을 인수해 Investment Bank 조직과 통합할 계획임
- 고객의 신뢰를 획득하기 위해 이사회와 경영위원회의 멤버를 확충하고 양 위원회 간의 겹직을 금지하는 등 지배구조를 개선함
- 이사회와 경영위원회는 긴밀한 공조체제를 이루면서도, 권력의 분산이 이루어지도록 양 위원회의 구조를 설계
- 핵심사업부문에서 시장점유율 확장을 모색하고 비핵심 사업부문에서는 과감히 철수함
- 성장가능성이 있는 종합자산관리 부문과 투자은행부문에 대해서 지속적으로 투자함으로써 경쟁기업으로부터 시장점유율을 취득함
    - 종합자산관리 부문에서는 전문적 금융자문서비스에 대한 수요 증가에 부응하기 위해 동 분야에 집중하고 있으며, 종합자산관리 사업부문인 Private Banking과 UBS PaineWebber는 시장침체에도 불구하고 신규유입자금이 증가

- 비핵심사업부문인 스위스 개인병원그룹 Hirslanden Holding AG의 지분 91.15%를 매각함
  
- 시장침체로 수익의 창출이 어려운 상황 하에서 지속적인 비용절감정책으로 비용우위를 달성함
  - 성과연계보상의 축소로 인건비를 절감하고 IT비용의 축소 등으로 관리비용을 절감함

## 6. Credit Suisse Group의 현황분석

### 가. 개관

- Credit Suisse Group은 상업은행 업무, 투자은행 업무, 금융자문 업무를 제공하는 세계적인 금융서비스 기관임
  - Credit Suisse Group은 상업은행 자회사 Credit Suisse, 보험 자회사 Winterthur, 투자은행 자회사 Credit Suisse First Boston(CSFB)로 구성됨
  - CSFB는 기관, 기업, 정부 및 개인 고객들에게 금융자문, 증권서비스, 자산관리서비스 등을 제공함
  
- Credit Suisse Group은 스위스 Zurich에 본점을 두고 있고, 투자은행 자회사인 CSFB는 뉴욕을 본점으로 하고 있음
  - Credit Suisse Group은 전 세계적으로 50개국에 60,837명의 임직원을 고용하고 있고, CSFB의 임직원 수는 8,706명임
  - 2003년 말 현재 Credit Suisse Group의 자산규모는 9,622억 스위스 프랑(7,745억 달러), 순이익은 50억 스위스 프랑(40억 달러)임
  - 2003년 말 현재 CSFB의 자산규모는 6,073억 스위스 프랑 (4,888억 달러), 순이익은 11억 스위스 프랑(9억 달러)임

### 나. 발전과정

- 1856년 설립된 Credit Suisse는 유럽의 다른 투자은행 보다 먼저 런

던에 진출해 유럽 투자은행으로서의 입지를 구축하였고, 1978년 미국 투자은행인 First Boston Corporation과 합작을 통해 유럽최대의 투자은행으로 성장을 모색하였음

- 1988년 First Boston Corporation을 인수하고 투자은행 지주회사인 CS First Boston을 뉴욕에 설립함으로써 유럽시장 중심에서 세계시장을 커버하는 투자은행으로 성장함
  - CS First Boston 산하에 미국, 유럽과 아프리카, 아태지역시장 담당의 투자은행을 자회사로 두는 조직개편을 단행
  - 세계 주요시장에 투자은행을 배치함으로써 한 시장의 부진이 다른 시장에서 커버되어 투자은행 부문 전체적으로 흑자를 유지할 수 있도록 위험을 분산시킴
  - 각 시장을 담당하고 있는 투자은행은 CS First Boston을 거점으로 실시간으로 각 지역정보를 교환함으로써 신속한 의사결정 메커니즘을 구축함
  
- 1990년 Credit Suisse는 런던에 파생상품 거래를 담당하는 기구인 CSFP(Credit Suisse Financial Product)라는 파생상품전문회사(Derivative Product Company)를 설립하였음
  - CSFP는 채권발행 시 파생상품을 내재한 구조상품개발을 통해 파생상품거래를 확대하였음
  
- 투자은행 부문 이외에도 Bank Leu와 Swiss Bank를 인수해 은행부문을 강화하였고 보험사인 Winterthur Group과 전략적 제휴를 통해 유니버설 뱅크로서의 기반을 구축함

- 1996년 Credit Suisse는 Credit Suisse Group으로 개명하고 조직을 개편한 후 1997년 스위스 대형 보험사 Winterthur Group과 합병함
  - Winterthur를 인수함으로써 은행·증권 업무와 더불어 보험 업무에 진출하게 되었을 뿐 아니라, 전 세계적으로 방카슈랑스 부문에서 선도적인 위치를 점하게 됨
  
- 1999년 이후 첨단기술 기업을 중심으로 한 IPO 시장에서 확고한 위치를 구축
  - 1999년 79건의 기술주 IPO시 대표주관업무 담당, 2000년 60건의 IPO 대표주관업무 담당
    - 1999년 IPO 업무를 통한 수익이 630억 달러로 1위를 차지하였고 이는 2위의 Morgan Stanley보다 140억 달러 높은 수준임
  
- 투자은행 부문과 자산관리 부문의 역량강화를 위해 타 금융기관 인수
  - 2000년 투자은행 부문 역량 강화를 위해 고수익 채권 인수에 강점을 가진 미국 투자은행인 DLJ(Donaldson, Lufkin & Jenrette) 인수
    - Credit Suisse Group은 미국 자회사인 Credit Suisse First Boston LLC를 DLJ의 자회사로 두고 DLJ의 명칭을 Credit Suisse First Boston(USA), Inc.로 개명함
  - 자산관리 부문의 역량강화를 위해 1999년 미국 Warburg Pincus Asset Management, 2001년 SLC Asset Management를 인수함
  - 2003년 부유한 개인투자자, 기관투자자, 연기금 등에 수익률 제고 및 변동성 관리 서비스를 제공하는 Volaris Advisors를 인수함

- 2000년 5월 IPO 물량배정 문제와 리서치 애널리스트의 독립성 문제로 NASD의 조사를 받고, 소송에 휘말리게 됨
  - Hot IPO 공모주식을 배정하고 투자자에게 높은 수수료를 부과한 혐의로 NASD로부터 조사를 받은 결과, 벌금과 부당이익환수 명목으로 1억 달러를 지불하였음
    - CSFB가 대표주관회사를 담당한 IPO건에서는 CSFB와 이익을 공유하겠다고 약속한 고객들에게 더 많은 IPO주식을 배정하였고 이로 인한 수수료수익이 전체 수수료수익 중 22%를 차지
  - 이후 IPO 물량배정절차를 감독하기 위하여 물량배정감시위원회를 설치하였음
  
- 2002년 이후 수익성이 낮거나 시너지 효과가 낮은 부문을 지속적으로 매각함으로써 조직개편을 단행함
  - 2002년 CSFB 미국지점은 온라인 자기매매부문인 DLJdirect와 CSFBdirect를 매각하고, 위탁매매 자회사인 Autranet을 매각
  - 2003년 Winterthur Grpup은 비생명보험부문 자회사인 Churchill과 이탈리아 보험부문을 매각

## 다. 지배구조 및 업무영역

### 1) 지배구조

- Credit Suisse Group의 지배구조는 이사회와 경영위원회로 구성됨

- 이사회는 감사위원회와 보상위원회로 구성되고, 2003년부터 지배구조 위원회와 위험관리위원회가 추가됨
  - 이사회는 2003년 말 현재 13명의 이사로 구성되며 임기는 3년이고 연임가능하며, 이사 명단은 <표 III-13>과 같음
    - 이사회는 대부분 독립이사의 요건을 갖추고 있고 독립성요건 충족여부는 지속적으로 검토됨
  - 지배구조위원회는 최고경영진과 2명 이상의 멤버로 구성되고, 경영진에 대한 자문, 이사회 지배구조 지침 설정, 이사회멤버의 독립성여부평가, 이사회 멤버의 선정·평가·임명, 경영진의 성과평가 등의 책임이 부여되고 경영위원회의 임명 건에 대해 이사회에 건의할 권한이 있음
  - 감사위원회는 최소 3명 이상의 독립이사로 구성되며 추가적인 독립성요건을 갖추어야 함
    - Credit Suisse Group 감사위원회의 회원은 동시에 2개 이상 다른 회사의 감사위원회 회원이 될 수 없고, 동 그룹과 직·간접적으로 자회사 관계에 있는 기업에 소속되지 않은 인력이어야 함
  - 보상위원회는 3명 이상의 독립이사로 구성되며, 사업부와 경영진의 성과를 검토해 성과연계보상의 수준을 결정
  - 위험관리위원회의 회원은 이사회에 위험 평가와 관리에 자문을 제공

<표 III-13> Credit Suisse Group의 이사회

구분	이름	직위
사내이사	Walter B. Kielholz	Chairman, Credit Suisse Group
	Peter Brabeck-Letmathe	Vice-chairman, Credit Suisse Group
	Hans-Ulrich Doering	Vice-chairman, Credit Suisse Group
사외이사	Thomas D. Bell	Vice-chairman and CEO, Cousins Properties Inc.
	Thomas W. Bechtler	Vice-chairman, Hesta AG, Zug
	Marc-Henri Chaudet	Lawyer
	Daniel L. Vasella	Chairman and CEO, Novartis AB
	Aziz R. D. Syriani	President and CEO, The Olayan Group
	Robert H. Benmosche	Chairman and CEO, Metropolitan Life Insurance Company
	Ernst Tanner	Chairman and CEO, Chocoladenfabriken Lindt & Sprüngli AG
	Noreen Doyle	European Bank for Reconstruction and Development
	David W. Syz	-
명예이사	Rainer E. Gut	Formerly Chairman Board of Directors of Credit Suisse Group

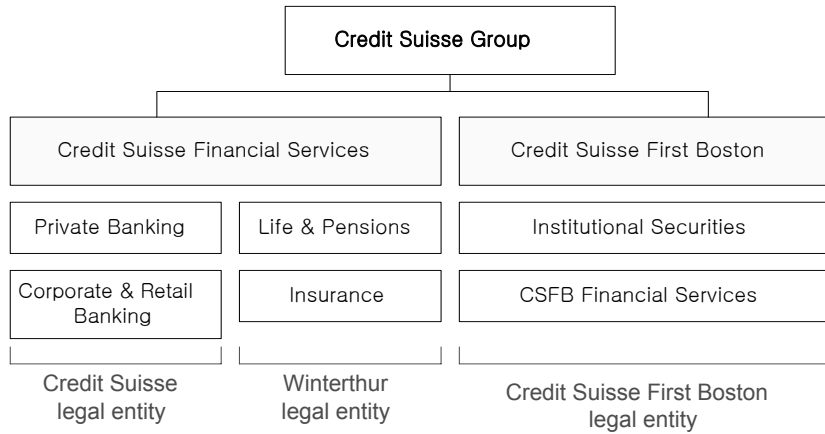
자료: <http://www.credit-suisse.com/>

- Credit Suisse Group은 기업지배구조의 개선을 위해 꾸준히 노력하고 있음
  - 2002년 4월 만들어진 Swiss Code of Best Practice에 전적으로 참여
  - 2002년 7월 스위스증권거래소가 상장기업에 대해 지배구조를 공시할 것을 규정화함에 따라 정기적으로 이를 공시함

2) 업무영역

- 2002년 1월 Credit Suisse Group은 사업조직을 Credit Suisse Financial Services(CSFS)와 Credit Suisse First Boston(CSFB)으로 대분하였음
  - CSFS에는 상업은행 업무와 private banking 업무를 담당하는 자회사인 Credit Suisse와 보험 업무를 담당하는 자회사인 Winterthur로 구성됨
  - CSFB는 투자은행 업무, 증권서비스 업무, 자산관리 업무를 담당함
  
- CSFS는 Credit Suisse조직을 통해 상업은행 업무와 private banking 업무를 제공할 뿐 아니라, Winterthur조직을 통해 보험과 연금관련 서비스를 제공함
  - Credit Suisse중 Private Banking은 부유한 개인고객에게 투자자문과 전문적 자산관리 서비스를 제공하고, Corporate & Retail Banking은 스위스의 기업고객과 개인고객을 대상으로 상업은행 서비스를 제공함
  - Winterthur중 Life & Pensions는 생명보험과 연금서비스를 제공하고, Insurance 부문은 비생명보험 서비스를 제공함
  
- CSFB은 기관투자자, 기업, 정부, 부유한 개인고객을 대상으로 금융중개기관의 역할을 담당하며 선도적 투자은행으로 자리 잡고 있음
  - 증권인수, 판매 및 매매, 금융자문, 대차, 사모주식 투자, 위탁매매 서비스, 투자 리서치서비스, 자산관리서비스를 제공함

<그림 III-16> Credit Suisse Group의 조직구조



자료: <http://www.credit-suisse.com/>

- CSFB 사업부문은 다시 Institutional Securities와 CSFB Financial Services로 양분됨
- Institutional Securities은 Investment Banking과 Securities로 양분되어 있음
  - Investment Banking에서는 증권인수와 M&A자문을 통한 투자 등 전형적인 투자은행 업무를 수행
  - Securities에서는 주식 및 채권 자기매매, 매매, 리서치 업무를 제공함
- CSFB Financial Services에서는 자산관리 업무를 담당함

### 라. 재무정보 및 수익구조

- 2003년 말 현재 Credit Suisse Group의 총자산은 9,622억 스위스 프랑, 자기자본은 347억 스위스 프랑으로 전년 대비 각각 0.7%, 10.5% 증가하였음
  - 시가총액은 549억 스위스 프랑으로 전년 대비 49% 증가하였고, 희석(diluted) EPS는 4.03 스위스 프랑임
  
- 2003년 Credit Suisse Group의 수익은 263억 스위스 프랑으로 전년 대비 6% 감소하였고, 순이익은 50억 스위스 프랑으로 전년 대비 251% 증가함
  - 2002년 경기악화와 자본시장침체로 인한 CSFB의 자기매매 이익 감소와 CSFS의 보험 분야 이익의 감소로 인해 영업수익이 크게 감소하였을 뿐 아니라 CSFB 소송비용 및 벌금으로 당기순손실이 발생하였음
  - 2003년에는 CSFB 부문의 수수료수익이 줄어들어 영업수익이 감소하였음

<표 III-14> Credit Suisse Group의 재무정보

(단위: 백만 스위스 프랑)

구 분	1998	1999	2000	2001	2002	2003
총자산	652,437	729,022	987,433	1,022,513	955,656	962,164
자기자본	28,162	30,683	43,522	38,921	31,394	34,692
순이익	21,700	26,644	37,231	39,154	28,038	26,322
순이익	3,068	4,250	5,758	1,587	-3,309	4,999
ROE(%)	11.7	15.6	17.7	4.1	-10.0	16.6
시가총액	57,854	86,153	92,535	84,173	36,909	54,943
EPS(diluted, 스위스 프랑) <sup>a)</sup>	2.85	3.89	5.19	1.32	-2.78	4.03
직원 수(명)	61,580	63,963	80,538	80,161	78,457	60,837

a) 기업이 발행한 신주인수권, 스톡옵션, 전환사채가 모두 주식으로 전환되었다고 가정했을 때의 EPS

자료: Credit Suisse Group Annual Reporting

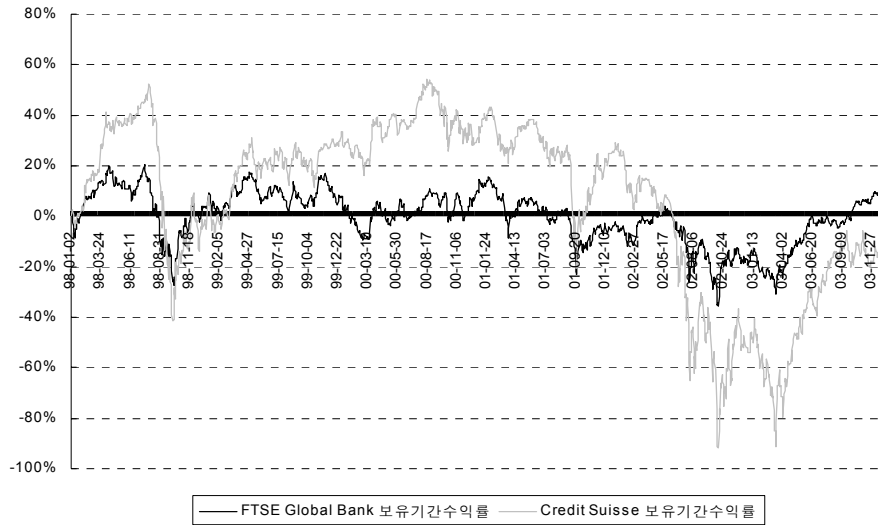
○ <그림 III-17>에서 Credit Suisse Group의 보유기간수익률과 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률을 비교하여 나타내고 있음<sup>22)</sup>

- Credit Suisse Group의 보유기간 수익률은 FTSE Global Bank 지수의 보유기간수익률과 비교하여 1999년부터 2002년 5월까지의 우수한 성과를 보이다가, 2002년 6월부터 2003년 말까지는 부진한 흐름을 보이고 있음
- 이는 2002년 하반기 이후 Credit Suisse Group에서 trading과 보험 부문의 약세, IPO관련 불공정물량배정문제로 평판 악화 등 악재들이 주가가격에 반영되었기 때문으로 풀이됨

22) 여기서 보유기간수익률은 로그누적수익률로 정의함

<그림 III-17> Credit Suisse Group과 FTSE Global Bank Index의 보유기간수익률 비교

(기간: 1998년 1월 1일 ~ 2003년 12월 31일)



- 2003년 CSFB의 총자산은 그룹 전체 자산의 63%, 순이익은 그룹 전체 순이익의 23%에 달함

<표 III-15> CSFB의 재무정보

(단위: 백만 스위스 프랑)

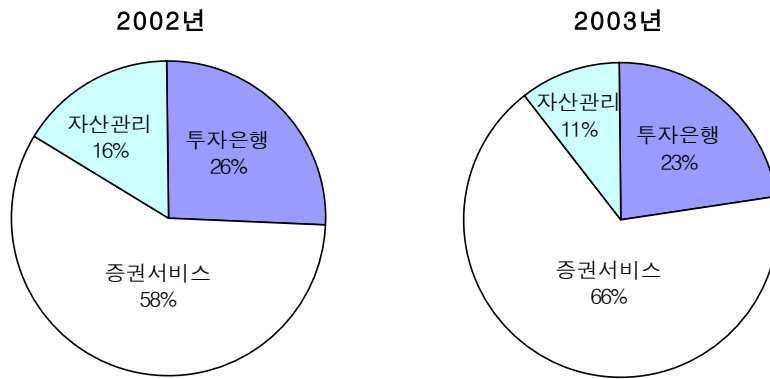
구 분	2001	2002	2003
총자산	687,276	620,595	607,283
자기자본	26,965	19,789	19,360
수익(이자비용차감)	24,259	16,539	14,048
순이익	-2,192	-3,528	1,149

자료 : Credit Suisse First Boston Information Statement(2004)

- 2003년 말 현재 총자산은 6,073억 스위스 프랑, 자기자본은 194억 스위스 프랑으로 전년에 비해 각각 2% 감소하였음
- 2003년의 수익은 140억 스위스 프랑, 순이익 11억 스위스 프랑임

- CSFB의 2003년 수익구조를 살펴보면, 자기매매를 포함한 증권서비스업의 수익비중이 66%로 가장 높은 비중을 차지하고 있음
  - 투자은행 업무에서는 고수익채권 인수와 구조조정업무에서 수익이 증가하였으나, M&A시장의 축소와 주식인수시장의 축소로 수익이 감소하여 비중이 2002년 26%에서 23%로 감소하였음

<그림 III-18> CSFB의 수익구조<sup>a)</sup>



a) 증권서비스 업무수익에는 자기매매 업무수익이 포함됨  
 자료: Credit Suisse Group Annual Reporting

마. 경영전략

- Credit Suisse Group은 파생상품전문기구인 CSFP(Credit Suisse Financial Product) 설립하고 채권발행시 파생상품이 내장된 구조설계 채권 상품설계 능력을 강화함
  - 이러한 상품설계 능력으로 인해 CSFB은 증권상품 혁신의 선두주자로 발돋움하게 됨
  
- 1997년 Credit Suisse Group은 보험회사인 Winterthur를 인수함으로써, 상업은행, 증권, 보험업무를 모두 담당하는 금융기관으로 성장
  
- CSFB는 지속적으로 투자은행과 자산관리회사를 인수함으로써 투자은행과 자산관리 업무부문의 역량을 강화하고 자본력을 증대시킴
  - 1998년 자산관리 및 투자은행 업무를 제공하는 브라질의 Grantia 인수
  - 1999년 미국 자산관리 회사인 Warburg Pincus Asset Management를 인수함으로써 자산관리 업무부문 강화
  - 2000년 CSFB는 고수익 채권 부문 최고의 미국 투자은행인 DLJ 인수를 통해 채권분야 금융중개 업무의 역량을 강화함
    - DLJ는 리서치부문의 능력을 바탕으로 고수익 채권 인수, M&A 등에 특화하여 1990년대 가장 성공한 증권회사로 주목받음
    - CSFB는 1998년 러시아 금융위기에 따라 신흥시장에서의 채권 업무가 대폭적으로 축소된 상황에서 DLJ를 인수함으로써 채권 부분의 재 강화를 도모함

- 그러나 DLJ 인수 이후 주가 하락, 고수익 채권 발행분야를 제외한 모든 투자은행 업무순위 하락 등의 결과로 인해 DLJ 인수는 성공적인 전략으로 평가받지 못하고 있음

○ 1990년대 중반 이후 전세계적 M&A와 동유럽 민영화 업무에 진출해 기업구조조정 부문에서 주력하고 있음

- 1994년 CSFB는 4억 달러의 증자로 자본력을 강화한 후, 위험부담 능력이 경쟁력인 M&A업무에 진출함

○ 유럽시장 중심에서 글로벌 투자은행으로의 변모를 위해 투자은행부문의 본점을 뉴욕으로 이전

- 1980년대 후반 Credit Suisse는 자기매매 부문에서 지속적으로 적자가 발생하여 불안정한 수익구조를 나타내자 1988년 스태플레이어의 연이은 사직으로 M&A 부문이 약화된 First Boston을 인수하고 CSFB의 본거지를 뉴욕으로 이전

- 또한 세계 주요 시장에 지역별 투자은행을 배치하여 범세계화를 추진하고 위험을 분산함으로써, 투자은행 부문 전체로는 지속적인 흑자를 유지할 수 있도록 체제를 개편함

○ 1990년 이후 시스템을 포함한 내부 리스크 관리 체제를 정비하여 리스크 관리체제의 강화

- Bankers Trust소속 세계적인 파생상품 거래자임과 동시에 RAROC(리스크조정 후 자본수익률) 시스템을 추진한 Allen Witter를 영입함으로써 위험계량화 기술을 도입함

- 시장 위험을 관리하는 시스템 PrimeRisk를 개발하였고 현재 발전된 모형인 PrimeRiskⅡ를 사용하고 있음
  - VaR(value-at-risk)방식으로 위험을 측정하며, 일별로 시장위험을 측정하며, 측정방법으로 정규분포를 가정한 VaR 방법, Monte-Carlo 방법을 이용한 VaR 방법, 실제 자료 분포를 이용한 VaR 방법을 채택하고 있어 가장 광범위한 VaR를 제공

## 7. 요약

### 가. 발전과정

- 투자은행의 특정 업무영역을 전문화하여 발전한 경우
  - Goldman Sachs는 기업금융 중심의 투자은행으로, 특히 M&A부문에서 독보적 위치 확보
  - Merrill Lynch는 자산관리 및 투자자문 부문 중심의 투자은행으로 발전하였음
  
- M&A를 통해 대형 투자은행으로 발전한 경우
  - 기업금융 중심의 Morgan Stanley는 1998년 소매금융 중심의 Dean Witter와의 합병을 통해 대규모 투자은행으로 성장
  - 투자은행에 강점을 보유한 SBC는 1998년 자산운용에 강점을 보유한 UBS와 합병하여 유럽 최대의 금융기관인 UBS AG 탄생
  
- 타 금융권과의 합병을 통해 유니버설 은행으로 발전한 경우
  - 1998년 Citicorp과 Travelers의 합병으로 은행, 카드, 투자은행, 보험, 위탁매매, 자산관리 업무 등 종합금융서비스를 제공하는 Citigroup탄생
  - Credit Suisse Group은 1997년 보험회사 Winterthur Group과 합병하여 은행, 증권업무와 더불어 보험 업무에 진출

나. 기업지배구조

- 이사회를 통한 경영자 감독은 OECD에서 권고하는 기업지배구조 개선의 핵심 사항임
  - 주주이익 측면에서 볼 때 경영진을 감독하기 위한 이사회 구성요건은 “이사회 구성에서 사외이사 비중이 어느 정도 인가?”하는 것임
  - 사례에서 분석한 6개의 투자은행은 이사회 구성원의 2/3 이상을 사외이사로 두고 있으며, 사외이사는 감사위원회, 보상위원회, 임명위원회 등 핵심 위원회를 구성하고 있음
    - 미국의 경우 NYSE 규정과 Nasdaq 규정, SEC 규정에서 사외이사의 독립성을 엄격하게 규정하고 있으며, NYSE 및 Nasdaq의 경우 해외기업에 대해서도 본 규정에서 요구하는 이사의 독립성 요건을 갖추도록 요구하고 있음

<표 III-16> 투자은행의 CEO 및 사외이사 수

투자은행	현재 CEO	사외이사 수/총이사 수
Goldman Sachs	Henry M. Paulson, Jr.	7/10
Merrill Lynch	E. Stanley O'Neal	9/10
Morgan Stanley	Philip J. Purcell	9/11
Citigroup	Charles Prince	12/16
UBS AG	Peter A. Waffli	6/10
Credit Suisse Group	Oswald J Grübel	10/13

## 다. 업무영역

- 사례대상인 6개사는 투자은행 업무를 전문으로 영위하는 전통적인 투자은행과 유니버설 뱅크를 지향하는 투자은행으로 구분할 수 있음
- 전통적인 투자은행으로는 Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley를 들 수 있음
  - 업무영역은 크게 증권인수와 금융자문을 주요 업무로 하는 투자은행 업무, 자기거래, 자산관리, 증권서비스 등으로 나누어짐
  - Goldman Sachs는 가장 전형적인 전문 투자은행으로 투자은행 업무에 주력하고 있으며, Merrill Lynch는 자산관리 및 투자자문에 강점을 나타내고 있음
    - Goldman Sachs는 최근 자본시장의 침체로 투자은행부문의 수익이 감소하자 자기매매 부문에 주력하고 있음
  - Morgan Stanley는 다각화된 사업구성을 나타내고 있음
    - Morgan Stanley는 합병을 통해서 신용카드 사업에 진출함
- 유니버설 뱅크를 지향하는 금융그룹으로는 Citigroup, UBS AG, Credit Suisse Group을 들 수 있음
  - 업무영역은 위에서 언급한 투자은행의 전통적인 업무이외에 카드, 상업은행, 보험, 연금 등의 업무를 수행하고 있음
  - 투자은행 업무는 그룹의 자회사 또는 한 사업부문을 통해 운영됨
  - 이들은 전 세계적인 사업망을 기반으로 하는 광범위한 고객 네트워크를 통해 서비스를 제공하는 것이 특징임

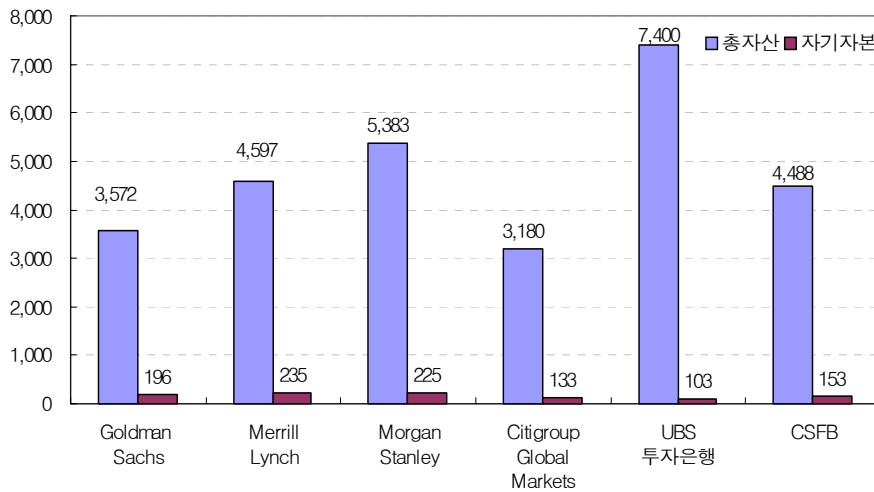
라. 재무정보 및 수익구조

1) 자산 및 자기자본 규모 비교

○ 투자은행 3사와 3개 유니버설 은행의 투자은행 부문의 총자산과 자기자본 규모를 비교한 결과, 자산은 UBS 투자은행 부문이 7,400억 달러로 가장 크게 나타났고, 자기자본은 Merrill Lynch가 235억 달러로 가장 크게 나타났음

<그림 III-19> 투자은행의 자산 및 자기자본 규모 비교<sup>a)</sup>

(단위 : 억 달러)



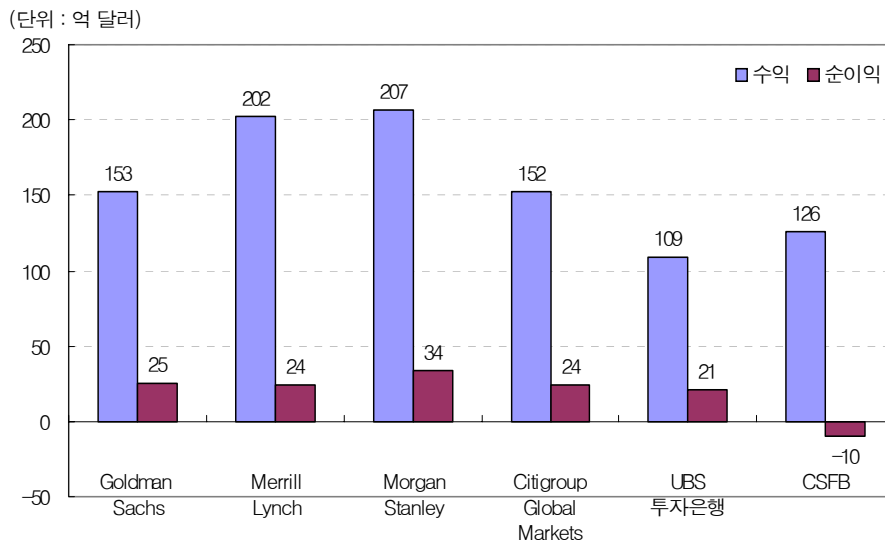
a) 투자은행 3사와 3개 유니버설 은행 투자은행 부문의 총자산과 자기자본 규모 비교. 2001 ~ 2003년 3년도 평균

2) 수익 및 순이익 규모 비교

○ 또한 투자은행 3사와 유니버설 은행의 투자은행 부문 3개의 수익과 순

이익 규모를 비교해 본 결과, Morgan Stanley가 수익과 순이익이 각각 207억 달러, 34억 달러로 가장 높은 성과를 보인 것으로 나타났음

<그림 III-20> 투자은행의 수익 및 순이익 규모 비교<sup>a)</sup>



a) 투자은행 3사와 3개 유니버설 뱅크 투자은행 부문의 수익과 순이익 규모 비교. 2001 ~ 2003년 3년도 평균

### 3) 수익구조

#### ○ Goldman Sachs · Merrill Lynch · Morgan Stanley의 수익구조 비교

- 3개 투자은행의 증권인수 및 금융자문 업무를 중심으로 한 투자은행 업무의 수익비중은 15~20% 수준임
- Goldman Sachs의 경우 <그림 III-3>에서 살펴본 바와 같이, 자기 거래 업무의 수익비중이 60%를 상회하고 있고, 투자은행 업무의 수익비중은 17%임

- 증권서비스 업무 수익은 6%로 다른 투자은행에 비해 상당히 낮은 수준임
  - 투자은행 업무 수익은 최근 자본시장의 침체로 비중이 감소하였음
- Merrill Lynch의 경우 <그림 Ⅲ-6>에서 살펴본 바와 같이, 다른 투자은행에 비하여 자산관리 업무의 수익비중이 가장 높고 투자은행 업무의 수익비중은 18% 수준임
  - Morgan Stanley의 경우 <그림 Ⅲ-9>에서 살펴본 바와 같이, 전 업무영역에서 균등한 수익을 창출하고 있는 것으로 나타났음
    - 2003년에는 자기거래 업무부문의 수익이 크게 증가하였고 투자은행 부문의 수익은 16% 수준임
- Citigroup Global Markets, UBS 투자은행 부문, CSFB의 수익구조 비교
- Citigroup Global Markets과 CSFB는 투자은행 업무로부터 발생하는 수익의 비중이 23~30% 수준에 달함
  - Citigroup Global Markets의 경우, <그림 Ⅲ-12>에서 살펴본 바와 같이, 투자은행 업무부문의 수익이 30%로 앞에서 분석한 3개 투자은행 보다도 높은 비중을 나타내고 있음
    - 자산관리, 증권서비스 업무부문의 수익도 30% 수준이며, 자기거래 업무부문의 수익비중은 크지 않으나 2003년에는 전년에 비해 증가하였음
  - UBS 투자은행 부문의 경우 <그림 Ⅲ-15>에서 살펴본 바와 같이, 자기매매 업무 수익이 포함된 증권서비스 업무부문의 수익이 절대적으로 크고, 투자은행 업무 부문의 수익은 10% 수준임

- CSFB의 경우 <그림 III-18>에서 살펴본 바와 같이 자기매매 업무 수익이 포함된 증권서비스 업무부문의 수익이 절대적으로 크지만, 투자은행 부문도 25% 정도의 높은 비중을 보이고 있음

## 마. 경영전략

### 1) 경영전략의 핵심

- 사례에서 분석한 6개 투자은행의 경영전략의 핵심은 투자은행업 선순환 구조의 확립임
  - 투자은행업의 선순환 구조란 “더 많은 거래를 체결할수록 거래의 가능성이 높아진다”는 것임
  - 주요 거래를 주관한 투자은행은 믿을 수 있는 역량을 갖춘 것으로 간주되고 이들은 증권발행 및 인수업무에서 주관회사로, M&A 업무에서 자문사로 역할을 맡게 됨
  - 주관회사로 참여하는 횟수가 증가할수록 성공가능성도 그만큼 높아지게 되고 이것은 결국 시장지분 및 네트워크 확대와 수익 창출로 나타남
  - 보다 많은 인수, 발행에 참여한 투자은행은 값비싼 자원을 보다 효율적으로 사용할 수 있게 되어 그만큼의 높은 이윤을 확보하게 됨
- 사례에서 조사한 대형투자은행집단의 경우 많은 거래를 주관함으로써 증권의 인수 및 발행, M&A 관련 자문에서 리스크, 거래비용, 투자자 선호도 등을 더 정확하게 분석하게 되는 부수적인 이득도 보게 되었음

- 선순환 구조를 확립하기 위한 투자은행의 구체적인 전략으로 대형화 및 글로벌화, 업무역량 강화, 신뢰와 평판 중시, 네트워크 육성 등을 살펴볼 수 있음

## 2) 대형화 및 글로벌화

- 투자은행 업무가 대리인 기능에서 직접투자 또는 직접 유가증권을 거래하는 주인(principal) 기능으로 전환됨에 따라, 대규모 자본거래에서 거래주체로서 지위를 강화하고 경쟁 우위를 확보하기 위해 투자은행의 대형화가 진행되었음
  - 또한 파생상품시장 규모의 확대로 장외파생상품 거래상대방(counter-party)으로서의 역할이 중요시됨에 따라 거래상대방으로서의 안정성과 신뢰성을 확보하기 위해 일정 수준 이상의 자본 확보가 필요하게 됨
- 투자은행의 대형화 방법은 자본금 규모 확대 통한 방법과 M&A를 통한 규모의 확장 방법으로 구분할 수 있음
  - 1990년대 들어 월스트리트 대부분의 투자은행들이 IPO를 통해 자본금 확대를 추구하였고 이중 Goldman Sachs는 가장 마지막까지 파트너십 체제를 유지하다 1999년 IPO를 단행함
  - M&A를 통한 대형화 사례로는 1988년 Credit Suisse와 First Boston의 합병, 1997년 Morgan Stanley와 Dean Witter의 합병, 1998년 Citicorp과 Travelers Group(SSB)의 합병, 1998년 UBS와 SBC의 합병 등을 들 수 있음
    - M&A를 통한 대형화방법은 주로 유니버설 뱅크를 지향하는 투

자은행에서 사용됨

- Morgan Stanley의 경우 1997년에 소매금융 업무 강화 및 신용 카드 사업 진출을 위하여 Dean Witter와 합병
- 상업은행인 Citicorp와 보험·투자은행업·소매금융 전문의 Travelers Group의 합병으로 1998년 Citigroup 탄생
- 자산운용에 강점을 보유한 UBS와 투자은행에 특화된 SBC와 합병으로 1998년 UBS AG 탄생
- Credit Suisse는 미국 First Boston과 합병해 1988년 CSFB 설립
- M&A는 대형화를 통해 기존 시장에 대한 시장 지배력 확대, 신규 진출 시장지분 확보, 네트워크 확대라는 전략도 동시에 성취할 수 있다는 이점이 있음

- 투자은행의 대형화 전략은 향후 글로벌화를 추진하기 위한 바탕이 됨
  - 사례에서 분석한 투자은행들의 단계별 글로벌화 전략은 자국내 시장에서 입지를 구축한 후, 인근국가로 진출하고, 지속적인 확장을 통해 글로벌서비스 제공하는 것임
  - Goldman Sachs의 경우 1980년대 미국 M&A시장을 50%이상 장악한 이후, 유럽 M&A시장 진출하였고, 최근 아시아시장 특히 중국 M&A시장을 독식하고 있음
  - Citigroup의 경우 Citibank가 구축한 네트워크를 통해 6대륙 100여 개국에서 서비스를 제공하고 있음
  - UBS의 경우 유럽시장에서 입지를 구축한 후 미국시장으로 진출하였고 최근 미국시장에서 투자은행업무와 자산관리업무에 주력하고 있음

### 3) 업무역량 강화

- 대형화와 글로벌화가 투자은행의 외부 역량을 강화하기 위한 경영전략이라면 투자은행의 내부 역량을 강화하기 위한 경영전략은 업무역량 강화임
  
- 사례에서 분석한 투자은행들은 업무역량을 강화하기 위해서 주로 M&A 전략을 이용
  - Goldman Sachs는 2000년 Spear, Leeds & Kellogg를 합병하여 주식옵션 시장조성 및 결제부문의 역량을 강화함
  - CSFB는 2000년 DLJ를 인수하여 채권(특히 고수익 채권) 중개업무 역량을 강화함
  - Merrill Lynch의 경우 1998년 영국 Mercury Asset Management를 인수하여 자산관리업무의 역량을 강화하면서 유럽시장 진출 교두보를 확보함
  - Travelers는 1997년에 Salomon Brothers 인수 후 산하에 있는 Smith Barney와 합병하여 투자은행 업무역량을 강화함
  - Citigroup은 유럽 투자은행 Schroders 인수를 통해 유럽시장에서의 투자은행과 주식부문의 역량을 강화하였음
  - SBC의 경우 1995년 영국 SG Warburg를 인수하고 1997년 Dillon Reed를 인수하면서 투자은행 업무역량을 강화함
  
- 이와 같이 M&A는 비교열위에 있는 사업부문을 단기간에 강화하기 위한 경영수단으로 선택됨

- 경쟁이 치열한 환경에서 장기적으로 내부의 업무역량 강화하는 것은 비현실적일 수 있고, 단기간적으로 비교우위를 달성하기 위해 M&A라는 수단을 선택하게 된 것으로 판단됨

○ 투자은행의 업무 가운데 M&A 업무의 거래주체 기능이 강화되고 있음

- M&A 업무는 고수익을 가져다주는 투자은행의 핵심 업무 중 하나로, 최근 대리인으로서의 자문업무 외에 거래주체로서의 투자업무가 확대되는 추세임
- 이와 같은 추세의 현실적인 경영전략 방향은 M&A 자문 업무와 M&A 투자 업무의 분리로 나타나고 있음
- M&A에 상대적인 강점을 지닌 주요 투자은행들은 M&A 자문 업무와 M&A관련 투자 업무를 구분하여 수행하고 있음
  - Goldman Sachs의 경우 머천트 बैं킹 부서와 Goldman Sachs Partners를 통해 투자
  - Morgan Stanley는 자회사인 Morgan Stanley Partners를 통해 구조조정 대상기업에 투자

○ 시장에 노출된 불확실성에 대한 적절한 통제의 필요성과 금융상품 소비자의 다양한 요구가 증가함에 따라 투자은행 업무 역량 가운데 전문적인 위험관리, 금융신상품개발, 증권설계 능력은 투자은행의 경쟁력을 창출하는 내부 역량으로서 부각되고 있음

- 투자은행은 전문화된 증권설계를 통해 발행기업과 투자자간의 상이한 요구를 모두 충족시키며 자금조달이 원활히 될 수 있도록 중개함

- CSFB의 경우 1990년 이후 시스템을 포함한 내부 리스크 관리 체계를 정비함으로써 리스크 관리체제를 강화하며 시장위험을 관리하는 시스템인 PrimeRisk 개발하여 운영하고 있음
- Merrill Lynch는 증권계좌, 일반계좌, 직불/신용카드계좌를 통합 관리하는 CMA를 도입하여 은행 예금보다 높은 수익률을 제시함으로써 많은 시중의 자금을 유치할 수 있었고, Merrill Lynch 성장의 원동력이 되었음
  - 1985년에 종합자산관리 서비스회사를 대상으로 제로쿠폰전환사채라고도 불리는 무이표환매부전환사채(LYON)를 발행하며 LYON시장을 개척
- Morgan Stanley의 경우 투자자들에게 투자 지표가 될 수 있는 지수체계를 전 세계적인 범위에서 제공함으로써 자사의 지수체계를 투자 기준으로서 제공
  - Morgan Stanley의 MSCI는 51개국을 포괄하는 10,000개 이상의 국가, 산업 및 지역의 증권에 대한 지수와 5,000개 이상 기업들에 대한 기초적인 자료와 가치평가 분석 자료를 제공하고 있음

#### 4) 신뢰와 평판 및 네트워크 육성

- 투자은행의 대형화, 글로벌화 및 업무역량 강화가 비교적 수치화하기 쉬운 경영전략이라면, 신뢰와 평판 강화 및 이를 통한 네트워크 육성은 이에 비해 수치화하기 힘든 경영전략이라고 볼 수 있음
- 투자은행업무는 고객과의 지속적이고 반복적인 접촉을 통해 거래가 이루어지므로 지속적인 거래관계 형성을 통하여 선순환 구조를 완성

하기 위해서 고객으로부터의 신뢰와 평판, 이를 바탕으로 조성되는 네트워크는 매우 중요함

— Goldman Sachs는 자사의 업무원칙으로 인력(people), 자본(capital), 평판(reputation)이 주요한 재산이고 특히 평판의 경우 상실되면 복구하기 어렵다는 것을 강조하고 있는데 이는 과거 신뢰와 평판이 흔들린 경험에 근거함

— 사례에서 분석한 투자은행들은 신뢰와 평판이 상실될 경우 이의 회복을 위해 꾸준히 노력함

- 1987년 Goldman Sachs는 파트너인 Robert Freedman의 내부자 거래가 적발되자, 전 사업부문의 법적 무결성을 검토하게 됨
- 2002년 Citigroup, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley의 투자은행 조사분석 부문 이해상충 사건이 발생하면서, 조사분석부문을 독립하거나(Citigroup) 투자등급을 간소화(Merrill Lynch)하는 등의 조치를 취함
- 2002년 Credit Suisse Group은 투자은행 자회사인 CSFB의 IPO 관련 불공정물량배정에 대한 SEC와 NASD의 제재를 받아들여 IPO 물량배정절차를 감독하기 위해 물량배정감시위원회를 설치함

○ 신뢰와 평판을 구축하기 위한 경영전략은 투자은행의 네트워크 육성 위한 바탕임

— 투자은행 업무에서 네트워크구축은 거래후 지속적인 서비스 제공, 상품의 판매경로 확보, 투자은행의 고객간 선순환 관계 정립을 위해 필수적인 요소임

- 투자은행업무의 주 고객인 기업 및 기관투자자들과 장기적이고 안정적인 사업관계를 구축하는 것이 선순환 구조의 핵심으로서 중요한 성공요소 중 하나임
  
- 주요 투자은행들은 고객 네트워크를 육성하고 고객과의 관계를 강화하기 위해, 고객 네트워크 확장을 위한 소매 금융 전문 금융기관 M&A, 고객 네트워크 관리를 위한 조직 육성 등을 전략적으로 수행하고 있음
  - Goldman Sachs의 경우 1980년대 작성한 “Fourteen Commandments”에서 고객의 이익을 최우선 목표로 설정함
    - 1980년대에 다른 투자은행이 자사의 이익을 위하여 적대적 M&A 업무를 수행할 때, Goldman Sachs는 한동안 고객의 입장에서 적대적 M&A에 대한 방어적 자문 업무를 수행하였음
  - Morgan Stanley의 경우 1997년 Dean Witter와 합병하여 업무부문별 개별성이 강한 기업 문화를 혁신하고 고객과의 종합적인 관계 향상과 사내 타부서간 네트워크를 강화함
    - 최근 Morgan Stanley는 강화된 네트워크의 시너지 효과를 통해 채권·주식·M&A 등 각 부문에서 경쟁력 있는 투자은행으로 평가받고 있으며, 특히 기업금융의 스페셜리스트와 분석가, 상품담당의 내부 네트워크가 원활하다는 평가를 받고 있음
  - Citigroup은 Citibank가 구축한 고객 네트워크를 이용하여 Citigroup이 취급하는 모든 상품을 판매하고 있음
    - 특히 Citigroup Global Markets은 Citibank의 네트워크를 이용하여 채권 및 주식인수, M&A 등 투자은행 업무 기회 포착에 유리하게 되었고 투자은행 수익이 크게 증가하였음



## IV. 시사점

---

1. 증권회사의 대형화
2. 증권회사의 업무역량 강화
3. 증권회사의 신뢰와 평판 제고
4. 증권회사의 네트워크 육성 및 강화



## IV. 시사점

### 1. 증권회사의 대형화

- 투자은행은 대규모 자본 거래와 경쟁 우위 확보를 위하여 일정 수준 이상의 자기자본 확보가 필요함
  - 투자은행 업무는 유가증권의 발행을 중심으로 이루어지고 유가증권발행 업무는 위험부담을 수반하기 때문에, 위험부담 능력의 제고를 위해서는 일정 수준 이상의 자기자본 확보가 요구됨
    - 유가증권발행 업무는 시장조성을 수반하므로 투자자 입장에서는 위험부담능력을 갖춘 대형 증권회사를 신뢰하고 선택하게 됨
  - 최근 투자은행 업무가 대리인 기능에서 직접투자 또는 직접 유가증권을 거래하는 거래주체 기능으로 이동하는 상황에서, 거래주체 기능 강화를 위해서는 자본금 대형화를 통한 안정성 확보가 요구됨
  
- 국내 증권회사의 투자은행 기능강화를 위해서는 대형화가 필요조건이지만, 기존 위탁매매 수수료수익 중심의 증권회사 수익구조의 변화 없는 대형화는 무의미함
  - 한국경제의 특성을 고려할 때 증권회사의 대형화 추진방향은 단순한 규모축면의 대형 증권회사가 아닌 투자은행 업무에서 선도적 역할을 할 수 있는 증권회사의 대형화를 유도해야 함
  - 증권회사의 대형화 방법으로 유상증자를 통한 방법과 M&A를 통한 방법을 고려할 수 있으나, 현실적으로 산업의 구조조정과 함께 증권회사의 대형화를 추구할 수 있는 전략은 M&A 방식임

- 그러나 현재 우리나라 증권산업의 문제점은 증권회사의 규모가 외국 투자은행에 비해 현저히 작다는 점과, 대형사와 중소형사가 모두 위탁매매 수수료수익 중심의 유사한 수익구조를 가지고 있다는 점임
  - 즉 IPO나 M&A 등 투자은행 업무를 효율적으로 수행할 수 있는 증권회사는 존재하지 않고, 대규모 M&A시장은 외국계 투자은행이 주도하고 있는 상태임
  - 또한 증권회사가 위탁매매 위주의 비슷한 수익구조의 한계를 벗어나지 못한 채 한정된 시장에서 과열 경쟁하여 수익성이 악화되었고 이에 따라 증권산업의 구조조정이 예고되고 있음
- 따라서 최대규모인 증권회사의 규모를 상회하고 투자은행 업무를 주로 수행하는 증권회사의 출현이 필요하며 더불어 증권산업의 구조조정이 수반되어야 함

○ 증권회사의 국제경쟁력 제고와 대형화 필요성

- 국내 투자은행 시장의 규모를 고려할 때, 투자은행을 지향하는 국내 증권회사는 중장기적으로 국제업무 확대를 추진할 수 있는 바, 해외시장에서 국제경쟁력 확보를 위해 일정 수준 이상의 규모 확대가 필요함
- 2002년 12월부터 시행되고 있는 중국의 적격금융기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investor: QFII) 제도에서는 중국 내 증권거래소에서 업무를 수행할 수 있는 외국 금융회사의 적격조건을 규정하고 있는데, 국내 증권회사 중 이 조건을 만족하는 증권회사는 전무함

- 증권회사의 경우, 증권업무를 30년 이상 경영하였고, 자본금은 미화 10억 달러 이상, 최근 회계 연도의 관리대상 증권자산 규모는 미화 100억 달러 이상을 요구함<sup>23)</sup>

○ 현재의 증권산업 구조에서는 앞서 논의한 M&A를 통하여 증권산업이 구조조정된다 하더라도 단기적으로 증권회사의 업무역량이 강화된다고 기대하기는 어려움

— 우리나라 증권회사의 수익구조가 서로 비슷하기 때문에 전략적으로 보완되는 업무능력 강화로 연결될지는 미지수임

- 유사한 증권회사별 업무구조는 업무역량 강화를 저해하고 있어 M&A를 통한 증권회사의 대형화 이점도 기존 시장에 대한 지배력 강화와 고객 네트워크 확장 정도로 제한될 수 있으며 M&A를 통한 신규 시장지분 확보, 비교열위의 사업부문 강화 또는 사업다각화라는 이점은 살리지 못할 수 있음

— 우리나라 증권회사간 수익구조에 차이가 없는 것은 증권회사 업무영역에 대한 규제가 중요한 원인 중의 하나로 지적되고 있음

- 현재 우리나라의 증권회사는 증권거래법에서 열거하고 있는 업무만을 영위가능하므로 다양한 업무를 영위하는 증권회사가 존재할 수 없는 실정임

— 따라서 다양한 업무를 취급할 수 있게 하고 고유의 역량을 개

---

23) 펀드관리기관의 경우 펀드관리업무를 5년 이상 경영하였고, 최근 회계 연도의 관리자산규모는 미화 100억 달러 이상을 요구함. 보험관리의 경우 보험업무를 30년 이상 경영하였고, 납입자본금 미화 10억 달러 이상, 최근 회계연도의 관리증권자산 규모는 미화 100억 달러 이상을 요구함. 상업은행의 경우 최근 회계연도의 자산총액기준 세계 100대 은행이고, 관리증권자산 규모는 미화 100억 달러 이상을 요구함

발·축적할 수 있도록 규제를 완화할 필요가 있음

- 업무영역 확대를 위한 대안으로 유가증권 범위확대, 증권회사의 선물업 경영 허용, 증권회사의 장외파생상품 취급기준 완화, 증권회사의 신용파생상품 취급 허용 등을 들 수 있음

○ 증권회사의 업무영역에 대한 규제완화, 유상증자 및 M&A 등으로 실질적인 투자은행의 대형화가 진전된다면 국내 증권회사의 글로벌화가 단계적으로 이루어질 수 있음

- 1단계: 국내 시장에서 국내기업과 관계된 업무에 있어 외국 증권회사에 대한 경쟁력 확보
- 2단계: 동아시아 시장으로 진출하여 지역 참가자(regional player)로서의 기능수행하고 시장에서 입지를 확고히 함
- 3단계: 지역 참가자(regional player)로서 역량을 기반으로 글로벌 시장으로 진출하고 틈새시장을 공략
- 이와 같은 성공사례로 프로젝트 파이낸싱, 인프라펀드 등에 특화된 호주의 Macquarie Bank을 벤치마크하는 것도 가능함

## 2. 증권회사의 업무역량 강화

○ 국내 증권회사들의 투자은행기능을 강화하고 M&A를 통한 실질적인 대형화가 이루어지기 위해서는 먼저 증권회사 업무영역규제에 대한 완화가 선행되어야 하고 업무역량 강화의 기회가 마련되어야 함<sup>24)</sup>

24) 증권회사의 투자은행 업무와 관련된 각각의 행위를 사전적으로 규제하기

- 증권회사의 업무 가운데 기업구조조정시장 활성화를 위한 M&A 부문 업무역량 강화, 기업의 요구에 맞는 증권설계능력 및 투자자의 필요를 충족시키는 금융신상품 개발 능력 배양, 그리고 노출된 시장 위험에 대한 내부통제 능력 강화가 필요함
  - 최근 EU의 등장으로 가속화된 지역단위 경제 통합과 글로벌화 및 기술혁신에 따라 기업간 경쟁이 치열해지면서 환경변화에 적응하지 못한 기업에 대한 M&A 및 구조조정이 활발해짐에 따라 M&A업무는 투자은행 업무에서 큰 비중을 차지하고 있음
    - M&A자문 업무는 전통적인 투자은행의 핵심 업무의 하나이며, 최근 들어 대리인으로서의 자문업무 외에 거래주체로서의 투자업무가 확대되는 추세임
      - IT의 발달에 따라 대리인 기능이 자동화되어 수익성이 하락하기 때문에 다양한 차익거래와 같은 거래주체 기능이 강화됨
    - 투자은행은 IPO, 유상증자, 채권발행 등에서 주관회사 업무를 수행한 해당 기업에 대하여 사후 서비스 제공과 지속적인 관계유지를 통해서 차후 M&A나 구조조정 기회를 확보함
  - 증권회사가 M&A와 구조조정부문 업무능력을 강화하기 위해서는 IPO 등 발행시장 단계부터 기업고객과 지속적으로 관계를 유지하며 다양한 금융관련 서비스를 제공하는 전략을 구사하여야 함
    - 기업의 입장에서 M&A나 기업구조조정은 중요한 사건이므로 깊은 신뢰관계가 형성되고 기업사정에 정통한 증권회사에게 관련된
- 
- 때문임. 그러므로 증권발행업무에 대한 사전적 규제를 완화 혹은 폐지하고 주관회사로서 증권회사의 재량권을 확대하는 방안이 필요함

자문 업무를 의뢰하는 것이 일반적임

- 따라서 증권회사는 기업발굴과 IPO단계에서부터 기업과 우호적인 고객 관계를 형성하여 해당 기업이 증권회사를 자신의 기업금융 관련 문제를 상의할 수 있는 파트너라는 인식을 갖도록 하는 것이 M&A나 기업구조조정 업무 역량을 강화하기 위한 필수적 요건이 됨

○ 현재 국내 증권회사는 M&A 중개와 자문 업무만을 수행할 뿐 투자은행의 핵심 업무인 M&A 투자업무는 수행하고 있지 못함

- 증권회사의 자본금규모가 M&A로 인한 위험을 부담하기에는 부족하기 때문에 위험이 적은 M&A 자문 및 중개 업무를 주 M&A 업무로 인식하고 있음
- M&A 관련 투자는 M&A펀드를 통한 투자가 합리적이라고 생각되나 증권회사의 M&A펀드 구성과 활용이 활발하지 못한 상황임

○ 우리나라의 경우, 증권회사 M&A 업무 활성화를 위해서 현재 제도화되고 있는 사모전문투자회사를 활용하는 것이 효율적이라고 판단됨

- 증권회사가 자기계정으로 M&A와 같은 대규모 투자를 수행하는 것은 자본금규모, 영업용 순자본비율 규제 등을 고려할 때 현실적으로 어렵기 때문에 사모전문투자회사를 활용하여 증권회사가 자기자금의 일부를 할당하고 나머지는 외부자금을 모집하여 투자하는 것이 합리적이라고 판단됨
  - 선진투자은행은 buyout fund와 같은 사모주식펀드(private equity fund)를 통해 M&A나 구조조정 투자를 수행하는 것이 일반적인 투자형태임

- 증권회사가 M&A 자문 업무를 강화하기 위하여 우수한 성과를 보이고 있는 M&A부띠끄나 CRC를 인수·합병하는 방안도 고려할 수 있음
- 자본시장이 고도로 발달함에 따라 증권회사의 투자은행 업무에서 증권설계 능력은 경쟁력의 핵심요소가 되고 있고, 이러한 상황에서 국내 증권회사들이 투자은행 기능을 강화하고 국제경쟁력을 제고하기 위해서는 증권설계 능력의 배양이 필요함
- 증권설계 능력 배양의 제도적 인프라로 유가증권 개념을 재정립하고 금융신상품개발에 대한 효과적인 보호가 이루어져야 함
    - 금융신상품은 다른 업종에 비하여 모방이 용이하여 후발주자이익(second-mover advantage)이 존재하였음
    - 후발주자이익이 존재하는 시장상황을 지양하고 선발주자이익(first-mover advantage)이 존재하는 시장으로 전환하기 위하여 특허법상 특허권 부여의 대상이 되는 산업에 금융업을 포함시키는 방안을 재고할 필요가 있음
    - 또한 현행 '증권사 신상품보호에 관한 협약'을 보다 활성화할 필요가 있음
- 증권산업의 구조적 변화와 국제적 신뢰도를 제고하기 위한 일환으로 증권회사는 시장 및 신용위험을 평가하기 위한 내부모형을 개발할 필요가 있음
- 증권산업은 진입장벽 축소 및 자율화에 따른 경쟁심화, 선물·옵션 등 파생금융상품거래 증가로 인한 새로운 위험요인 증대 등으로

산업의 구조변화에 따라 파산위험이 증대하고 있음

- 증권산업의 대외개방 및 국제화에 따라 외국 증권회사와 대등한 경쟁력을 조성해야 하며 재무건전성에 대한 국제적 신뢰도를 제고할 필요가 있음
- IOSCO 증권규제의 목적과 원칙(1998)에서의 권고사항
  - 자본적정성 기준(capital adequacy rule)은 시장이 증권회사에게 불리한 방향으로 움직이는 상황 아래에서도 증권회사가 그 손실을 감당할 수 있도록 설계되어야 함
  - 증권회사가 영업을 정리하는 경우에도 자사 또는 타 회사의 고객에게 손실을 입히지 않고 금융시장의 질서도 해하지 않으면서 단기간 내에 정리할 수 있도록 설계되어야 함
- 우리나라는 「자기자본 건전성 규제(2001.5.3)」에서 시장위험액 산정방법으로 규정에서 정하고 있는 표준방법 이외에 증권회사 자체 내부모형에 의한 산정을 허용하고, 내부모형의 인정요건 및 사후검증절차 등을 정하고 있음 (준비기간 등을 감안하여 시행일은 금융감독원장이 별도로 정함)
- 증권회사의 노출된 불확실성에 대한 자체 위험 평가모형 개발을 통해 증권회사의 위험에 대한 정보제공 및 내부 의사결정 활용, 증권회사의 포지션한도 및 자원배분, 각 사업부문의 실적 평가에 이용할 수 있음
  - IOSCO 기술위원회는 정보공시에 대하여 2가지 지침을 발표
  - ① 기관은 재무제표 사용자에게 거래 및 파생상품과 관련된 활동을 충분히 이해할 수 있는 정보를 제공하여야 함
  - ② 기관은 내부위험측정 및 관리시스템에 의해 생성된 위험노출 정도와 노출된 위험의 관리방식에 대한 정보를 공시하여야 함

- 증권회사는 내부 위험 평가 모형을 통해서 전사적으로 공통된 기준으로 위험을 평가함으로써 부서별 포지션 한도를 설정하며 급변하는 시장 상황을 반영하여 부서별 위험을 조정함
- 증권회사는 내부 위험 평가 모형을 이용하여 위험이 조정된 실적 평가를 통해 제한된 자원의 분배를 효과적으로 실행할 수 있음

### 3. 증권회사의 신뢰와 평판 제고

- 투자은행 업무는 조직의 시너지효과를 수반하는 네트워크 중심으로 이루어지며, 특히 고객과의 반복되는 지속적인 접촉을 통하여 거래가 이루어지기 때문에 고객의 신뢰(trust)와 평판(reputation)이 중요함
  - 투자은행 업무 수행에 수반하는 위험의 분산을 위해 투자은행들 간의 신디케이트를 형성하여 인수업무를 수행하는 경우가 많기 때문에 투자은행들 간의 신뢰와 평판도 중요함
  - IPO를 비롯한 유가증권발행 또는 M&A를 수행하려고 하는 기업이 대표주관회사 혹은 자문 증권회사를 선정할 때, 우선 자본시장에서 인지도가 높고, 해당 업무를 성공적으로 수행한다는 평판을 받고 있는가의 여부를 판단의 근거로 함
    - 우리나라 증권회사를 상대로 설문조사한 결과 투자은행 핵심 성공 요인 1위로 선정된 요인은 신뢰와 평판이었음<sup>25)</sup>

---

25) 한국증권연구원(2003)

- 우수한 신뢰와 평판의 구축은 증권회사 투자은행 업무의 성공적인 이행과 안정적 투자은행 부문 성장을 위하여 필수적인 요소이며, 투자은행 업무의 평판을 구축하기 위하여 증권회사는 투자은행 업무의 신뢰성, 공정성 및 서비스의 질을 기반으로 삼아야 함
  - 증권회사는 시장 및 투자자의 규율에 자발적으로 참여하여 신뢰성을 제고하는 노력이 필요
    - 증권회사가 수행하는 투자은행 업무 및 대상 기업에 대한 정확하고 충분한 정보를 투자자에게 제공
    - 증권회사 내부 부서간 이해상충의 원인을 제거하기 위한 효과적이고 강력한 차단벽(chinese wall)을 구축하고 준법감시(compliance) 기능을 중심으로 한 내부통제 기능의 강화

#### 4. 증권회사의 네트워크 육성 및 강화

- 투자은행의 네트워크 강화는 거래 후 지속적인 서비스 제공, 상품의 판매 경로 확보, 궁극적으로 투자은행의 고객간 선순환 관계 확립을 위하여 필수적임
  - 투자은행업무는 주로 기업과 기관투자자를 고객으로 하는 일종의 도매(wholesale) 업무로서 기업 고객 및 기관투자자 고객과의 장기적으로 안정적인 사업 관계를 구축하는 것이 중요함
  
- 증권회사는 투자은행 업무의 고객인 기업들과 장기적으로 안정적인 업무 관계를 구축하도록 한번의 거래가 완료된 후에도 지속적인 후속 서비스를 제공하는 것이 필요함

- 자신이 주간사를 맡아 IPO한 기업에 대하여 지속적으로 조사분석 보고서를 발간(research coverage)함으로써 투자자들에게 해당 기업에 대한 정확한 정보를 적시에 정기적으로 제공하여 정보의 유통을 원활하게 하고 주가의 형성을 돕는 역할을 수행
  - 대상 기업에 필요한 재무적인 조언을 지속적으로 제공하는 것도 기업 고객 관리를 위하여 필수적임
- 증권회사는 발행회사의 유가증권 발행 물량을 충족시키고, 인수물량을 원활하게 매각하여 증권회사 스스로의 위험을 회피할 수 있는 판매(distribution) 경로를 확보해야 하며 이는 투자은행을 지향하는 증권회사가 갖추어야 할 핵심 역량 가운데 하나임
- 증권발행시장의 일차 수요자는 기관투자자로서, 증권회사는 주요 기관투자자들과 상호 신뢰를 바탕으로 장기적인 사업 관계를 구축해 놓아야 함
- 증권회사가 추구하는 네트워크 육성 및 강화의 최종적인 전략적 목표는 시장을 지배할 수 있는 투자자와 유가증권 발행기업 간의 선순환 관계를 구축하는 것임
- 기업은 유가증권 신규 발행 시 투자은행을 발행 주관회사로 이용하고, 이에 맞추어 투자은행은 투자자에게 시장조사 결과를 제공함
  - 이 전략은 투자은행이 이미 상장된 유가증권에 대한 거래 서비스를 제공하는 주체로서 유가증권 신규 발행 업무 및 시장조사 결과를 제공하여 투자자와 유가증권 발행기업을 연결하는 중개인으로서 투자은행의 입지를 강화하게 됨

- 이와 같은 선순환은 금융공학의 발달과 파생상품의 등장으로 다른 종류의 다양한 상품들을 교차 판매함으로써 원활히 이루어질 수 있음
- 따라서 상품 종류의 다양성 정도에 따라 세분화된 시장에서 네트워크를 통한 고객과의 긴밀한 관계의 정도가 성공의 열쇠가 될 것임
- 주의할 점은 이 전략이 2002년 투자은행 조사분석 부문의 이해상충과 같은 문제를 야기할 수 있으며, 특히 시장이 침체한 경우 투자자들이 투자은행의 왜곡된 보고서에 의하여 매도물량을 매입하게 되는 상황이 발생하고 결국은 투자은행의 신뢰와 평판 및 직접적인 부의 손실로 나타날 수 있는 가능성이 존재한다는 것임

## 참고 문헌

---



## 참고 문헌

### <국내 문헌>

- 김경원, 1998, “IMF 사태와 미국의 금융 Major Player들”, 『CEO Information』, 제 128호.
- 김형태, 1999, 『투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신』, 한국증권연구원 연구99-04.
- 김형태·김근수·정재만, 2003, 『증권산업의 현황과 시나리오 분석 : 위탁매매업과 펀드판매업을 중심으로』, 한국증권연구원 조사03-04.
- 김형태·이현진, 2002, 『구조조정시장: 자본시장의 프론티어』, 한국증권연구원 연구01-01.
- \_\_\_\_\_, 2003, 『장외파생상품 실패사례 분석과 시사점』, 한국증권연구원 조사03-03.
- 금융감독원, 2003, “정례브리핑자료: 증권회사의 투자은행업무 현황 및 시사점”.
- 대우증권(주), 각년도, 『사업보고서』 .
- 대신증권(주), 각년도, 『사업보고서』 .
- 삼성증권(주), 각년도, 『사업보고서』 .
- 신보성·빈기범·김재철, 2004, “우리나라 자본시장과 은행의 균형적 발전 필요성”, 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄 한국경제의 제도약을 위한 새로운 금융패러다임 발표자료.
- LG투자증권(주), 각년도, 『사업보고서』 .

오승현·오경희, 2000, 『장외파생상품 거래의 규제에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구00-01.

전상준, 1998, 『투자은행업의 이론과 실무: 세계적인 금융기관들의 경쟁력 강화 전략』, 진영사.

최희갑, 2001, “금융산업의 경쟁력 현황과 과제 : 은행업을 중심으로”, 삼성경제연구소 Issue Paper.

한국증권연구원, 2003, 『투자은행과 증권산업 발전방안』, 국회정무위원회 정책연구개발과제.

한국경제, 2003, “증권산업 생존 해법 찾는다(4)미국의 新영업전략(上)”, 12월 15일자 기사.

현대증권(주), 각년도, 『사업보고서』 .

#### <외국 문헌>

Citigroup, each fiscal year, “Annual Report.”

Citigroup Global Markets, each fiscal year, “Annual Report.”

Credit Suisse Group, each fiscal year, “Annual Reporting.”

Credit Suisse First Boston, 2004, “CSFB Information Statement,” July.

Datamonitor, 2003, “company profile: Morgan Stanley.”

Datamonitor, 2003, “company profile: Goldman Sachs Group.”

Datamonitor, 2003, “company profile: Merrill Lynch.”

Datamonitor, 2003, "company profile: Citigroup."

Datamonitor, 2003, "company profile: Citigroup Global Markets."

Goldman Sachs, each fiscal year, "Annual Report."

Merrill Lynch, each fiscal year, "Annual Report."

Morgan Stanley, 2004, "Proxy Statement."

Morgan Stanley, each fiscal year, "Annual Report."

Platinum magazine, 2002, The Institutional Investor Ranking.

SEC Press Release, 2003, April 28.

Shapiro, Mark, 2002, *Securities Industry Overview: Winning Models and Strategic Implications*, McKinsey & Company.

UBS AG, each fiscal year, "Annual Review."

#### <웹사이트>

Citigroup, <http://www.citigroup.com/>

Credit Suisse Group, <http://www.credit-suisse.com/>

Euromoney, <http://www.euromoney.com/>

Goldman Sachs, <http://www.gs.com/>

Merrill Lynch, <http://www.ml.com/>

Morgan Stanley, <http://www.morganstanley.com/>

Thomson Financial, <http://www.thomson.com/financial>

UBS, <http://www.ubs.com/>