

# 증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점

2006. 5.

연구 위원   신보성  
연세대학교   최강식

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

오랜 기간 저부가가치의 주식 위탁매매업무에만 치중한 결과 국내 증권회사들은 아직도 단순중개회사(brokerage house) 수준에 머물러 있다. 이로 인해 투자은행업무가 활성화되지 않은 상태이며, 그 결과 자본 시장으로 끌어올 새로운 기업들을 제대로 발굴해내지 못하고 있다. 뿐만 아니라 M&A 자문을 비롯한 수익성 높은 업무는 대부분 외국계 증권회사에 내주고 있는 실정이다. 그렇다면 우리나라 증권회사의 취약한 경쟁력을 어떻게 제고 할 수 있을 것인가.

증권회사가 경쟁력을 갖추기 위해서는 자본시장 내에 존재하는 수많은 기업과 투자자의 다종다양한 욕구를 충족시켜야 하며, 이를 위해서는 혁신성과 창의성의 발휘가 요구된다. 그런데 혁신성과 창의성의 발휘는 우수한 인적자본 없이는 불가능하다. 이러한 점에서 증권산업은 대표적인 인적자본 집중형 산업의 하나이며, 따라서 증권산업의 경쟁력은 증권회사가 우수한 인력을 얼마나 효과적으로 유지하고 관리해 나가는가에 의해 판가름 난다고 해도 과언이 아니다. 그러나 국내 증권회사들의 인력 관리는 취약한 실정인데, 이를 반영하듯 상당수의 우수한 인력들이 외국계 증권회사로 이탈하고 있다. 뿐만 아니라 높은 임금변동성과 인원 변동성, 그리고 근로자의 잦은 이직은 증권회사 차원의 평판 축적을 어렵게 하고 그 결과 국내 증권산업의 경쟁력 확보를 요원하게 만들고 있다.

증권산업의 경쟁력 제고는 증권산업을 구성하는 증권회사의 경쟁력, 그리고 이는 다시 증권회사 소속 근로자의 인적자본 축적에 거의 절대적으로 의존한다. 현장에서 인적자본 축적에 대한 논의가 비교적 활발하게 이루어지고 있는 점은 이를 잘 반영한다. 그럼에도 불구하고 증권산업의 인적자본 축적과 관련한 연구는 사실상 전무한 수준이다. 본 연구

는 이러한 문제인식을 바탕으로 금융과 노동이라는 분화된 학문 간의 연계를 통해 증권산업 인적자본 개발에 대한 시사점을 던지고 있다.

이 보고서는 본 연구원의 신보성 박사와 연세대학교의 최강식 교수가 공동으로 집필하였다. 이들에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 본 연구원의 김재철 박사, 엄경식 박사, 데이터 정리에 많은 시간을 할애한 이진호 연구원, 편집을 담당한 이수연 연구조원에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며 한국증권연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2006년 5월

한국증권연구원

원장 최도성

## 목 차

---

---

Executive Summary .....	v
Abstract .....	x
I. 연구의 목적 .....	3
II. 우리나라 증권산업의 특징 및 노동시장 관련 시사점 .....	9
1. 우리나라 증권산업의 특징 .....	9
2. 증권산업의 특징을 통해 본 노동시장 관련 시사점 .....	17
III. 인적자본 축적 방식에 대한 실증분석 .....	27
1. 데이터 및 산업분류 .....	27
2. 권역별 인적자본 축적 방식 분석 .....	29
IV. 증권산업의 인적자본 개발과 관련한 시사점 .....	43
1. 근로자의 위험 부담 경감 .....	43
2. 기업특유의 인적자본 육성 .....	45
3. 투자은행업무와 관련된 일반적 인적자본의 개발 .....	51
참고문헌 .....	55

## 표 목 차

---

---

<표 II-1> 금융권역별 기업 수 .....	12
<표 III-1> 『한국표준산업분류』 - 금융 및 보험업 .....	28
<표 III-2> 주요변수에 대한 기초 통계 .....	30
<표 III-3> 금융권역별 임금함수 추정결과 .....	32

## 그 립 목 차

---

---

<그림 II-1> 금융권역별 규모 .....	10
<그림 II-2> 금융권역별 시장집중도 .....	13
<그림 II-3> 금융권역별 영업이익 변동성 .....	14
<그림 II-4> 금융권역별 인건비 변동성 .....	19
<그림 II-5> 금융권역별 인원 변동성 .....	20
<그림 III-1> 경력 - 임금 프로파일 .....	37
<그림 III-2> 근속년수 - 임금 프로파일 .....	39
<그림 IV-1> 미국 증권회사 종류에 따른 인원 변동성 .....	44
<그림 IV-2> 은행과 증권산업의 스톡옵션 부여 비중 .....	50

## <Executive Summary>

증권회사가 제 역할을 다하기 위해서는 자본시장 내에 존재하는 수많은 기업과 투자자의 다종다양한 욕구를 충족시켜야 하며, 이를 위해서는 혁신성과 창의성의 발휘가 필수적으로 요구된다. 그런데 혁신성과 창의성의 발휘는 우수한 인적자본 없이는 불가능하다. 이러한 점에서 증권산업은 대표적인 인적자본 집중형 산업(human capital intensive industries)의 하나이며, 따라서 증권산업의 경쟁력은 증권회사가 우수한 인력을 얼마나 효과적으로 유지하고 관리해 나가는가에 의해 판가름 난다고 해도 과언이 아니다. 그러나 국내 증권회사의 인적자본 관리는 취약한 수준에 머물러 있다.

국내 증권회사들은 위탁매매 중심의 업무구조와 영세한 규모로 인해 높은 영업위험에 노출되어 있는데, 이에 따라 증권회사 근로자 역시 높은 임금 변동성과 고용불안에 직면하고 있을 가능성이 크다. 그런데 과도한 임금 변동성이나 고용불안은 증권산업 근로자의 귀속감 상실을 가져오고, 그 결과 근로자들은 단기적 성과 달성에 주력함으로써 고객의 이익에 반하는 행위(conflict of interest)를 추구할 개연성이 높아진다. 문제는 이러한 이익상충 행위가 빈번하게 나타날 경우 증권회사 경쟁력의 원천인 평판이 구축되기 어렵다는 것이다.

효율적 근로자의 잦은 이직 역시 증권회사의 평판 구축을 어렵게 만드는 요인으로 작용할 수 있다. 증권회사의 평판은 해당 증권회사 특유의 유·무형 영업방식 및 그 결과가 장기간 집적되어 형

성된다. 그리고 이러한 영업방식과 그 결과는 개별 증권회사 특유의 인적자본의 질에 크게 의존한다. 인적자본에는 특정 기업에서 일할 때 효율성이 더 높아지는 기업특유의 인적자본(firm-specific human capital)과 어느 기업에서든 동일한 효율성을 발휘하는 일반적 인적자본(general purpose human capital)의 두 종류가 있다. 그런데 개별 증권회사 특유의 영업방식과 지식을 축적하기 위해서는 일반적 인적자본보다는 기업특유의 인적자본을 확보하고 축적시켜 나가야 한다. 특히 국내 증권회사들은 이제부터 투자를 통해 경쟁력을 갖추어 나가야 하는 입장인데, 이러한 초기 단계에서 기업특유의 영업방식을 제대로 구축하기 위해서는 기업특유의 인적자본 개발이 필수적이다. 그러나 국내 증권산업의 현실은 그렇지 못하다. 효율적 근로자들이 너무나 자주 소속 증권회사를 바꾸고 있으며, 이로 인해 증권회사 특유의 인적자본이 축적되지 않고 있다는 것이다. 그리고 이는 당연히 국내 증권회사의 평판 구축 및 경쟁력 제고를 어렵게 만드는 요인으로 작용할 가능성이 크다고 하겠다. 실제로 본 연구의 실증분석 결과는 이러한 추론을 확인시켜 주고 있다.

이상의 논의는 국내 증권산업에 다음과 같은 시사점을 제공한다. 첫째, 수익원 다변화의 필요성이다. 우리나라 증권산업 근로자들의 과도한 위험부담은 증권회사의 높은 영업위험, 즉 영업이익의 변동성이 지나치게 높는데 가장 큰 원인이 있는 것으로 보인다. 그리고 이러한 높은 영업이익 변동성은 위탁매매업무에 대한 과도한 의존성에서 비롯된다. 이러한 점에서 위탁매매업무 일변도에서 벗어나 투자은행업무 및 자산운용업무 등의 활성화를 통해 수익원을

다변화시키는 것이 급선무라 하겠다.

둘째, 증권회사 차원의 명확한 경영철학의 정립이 필요하다. 국내 증권회사의 평판이 취약한 이유는 기업특유의 인적자본이 축적되지 않았기 때문인데, 그 기저에는 경영철학의 부재가 자리하고 있다. 기업특유의 인적자본 축적은 개별 근로자들이 자신이 속한 증권회사의 철학에 맞추어 고객 및 동료와 영업활동을 조율해나가고 소통하는 방식을 개발시켜나감으로써 달성될 수 있다. 문제는 국내 증권회사의 경우 근로자들이 기준으로 삼을 만한 철학을 제대로 제시하지 못하고 있다는 것이다. 명확한 철학이 정립되지 않은 상태에서는 공격적인 보상을 통해 효율적 근로자를 유치하더라도 기업특유의 인적자본 축적으로 연결되기 어렵다. 증권회사 고유의 철학이 부재한 경우에는 개별 근로자의 실적이 기업가치를 증진시키는데 얼마나 기여했는지를 판단할 수 없다. 이에 따라 기업가치 증진여부에 대한 고려 없이 개별 근로자의 실적만을 근거로 보상이 이루어지는데, 이 경우 근로자는 자신이 속한 증권회사의 경영진은 물론 회사 내 다른 팀과의 협력과 조율에 별다른 관심을 기울이지 않게 된다. 그 결과 단기실적 추구, 이직 등이 빈발하게 됨으로써 기업특유의 인적자본 축적이 이루어질 수 없는 것이다.

셋째, 효율적 근로자의 장기근속을 위한 보상체계의 마련이 필요하다. 효율적 근로자는 자신의 업무에서의 효율성을 높일 뿐 아니라 긴밀한 연계가 필요한 부문의 효율성도 동반 상승시키는 역할을 수행한다. 효율적 근로자가 장기간 근속할 경우 증권회사의 철학을 영업활동에 효과적으로 반영시키게 되고, 이러한 과정에서 함께 일하는 근로자들도 기업특유의 인적자본을 축적해 나갈 수 있

다. 따라서 기업특유의 인적자본 축적과 이를 통한 평판 구축을 위해서는 효율적 근로자가 장기간 머물 수 있는 보상체계를 마련해야 한다. 이의 대표적인 예로 스톡옵션을 들 수 있다. 장기간에 걸쳐 효율적 업무를 수행할 경우 향후 주주로서 증대된 기업가치의 일부를 공유할 수 있다면, 경쟁회사에서 약간 더 높은 임금을 제시하더라도 쉽게 이직을 결정하지는 않을 것이다. 그러나 우리나라에서 스톡옵션을 부여한 증권회사의 비중은 은행권에 비해서도 낮은 수준에 머물고 있는데, 이는 기업특유의 인적자본 축적을 위해서는 바람직하지 않은 현상이라고 하겠다.

넷째, 제3의 협의체(sector council)를 통해 투자은행업무 수행을 위한 일반적 인적자본 축적을 지원할 필요가 있다. 개별 증권회사의 평판 확보를 위해서는 기업특유의 인적자본 축적이 필요하지만, 또 다른 한편으로 국내 증권산업 전체의 경쟁력 제고를 위해서는 투자은행업무를 수행할 수 있는 일반적 인적자본이 증권산업 내에 풍부하게 존재해야 한다. 다시 말해 투자은행업무와 관련하여 범용적인 지식을 갖춘 근로자들이 많이 공급되어야 한다는 것이다. 그러나 오랫동안 단순 위탁매매업무에 주력한 결과 투자은행업무를 제대로 수행할 수 있는 인력은 절대적으로 부족한 실정이다. 그러나 증권회사 입장에서는 일반적 인적자본 개발에 적극적으로 나서기 어렵다. 많은 투자를 통해 근로자들의 일반적 인적자본 개발을 지원한 후, 만약 이들이 다른 곳으로 이직하게 되면 기존의 투자분을 회수할 수 없기 때문이다. 이러한 상황에서는 누군가가 근로자의 인적자본 개발을 대신하는 것이 바람직하다. 개별 증권회사는 교육 후 소속 근로자가 이직할 것을 염려하여 교육에 필요한 투자

를 꺼리지만, 투자은행업무를 수행할 수 있는 인력이 늘어나면 증권산업 전체가 혜택을 받게 된다. 이처럼 증권회사 개별적으로는 투자유인이 없지만 투자에 따른 과실은 모든 증권회사가 공유하게 되는 경우, 증권회사들의 지원을 받는 제3자를 활용함으로써 과소 투자 문제를 해결할 수 있다. 즉, 증권회사들이 공동으로 지원하는 제3의 협의체가 일반적 인적자본 개발을 담당한다는 것이다.

향후 자본시장통합법이 도입되어 증권회사의 업무범위가 확대되고 그 결과 자본시장이 활성화된다면 증권산업의 고용은 크게 늘어날 전망이다. 그러나 이 과정에서 기존에 단순 위탁매매업무를 주로 담당하던 상당수의 인력이 유희인력화될 가능성이 존재하는데, 따라서 이들에 대한 재교육이 중요한 과제로 대두될 수 있다. 이러한 점에서 제3의 협의체를 통한 일반적 인적자본 개발은 유희인력의 재교육을 통해 고용시장의 안정을 달성하는데도 도움을 줄 것으로 기대된다.

## **Abstract**

### **Human Capital of the Securities Industry in Korea**

Securities firms should respond effectively to the various needs from firms and investors in capital markets, which requires innovation and creativity. Innovation and creativity cannot be embedded into products without distinguished human capital. In this sense, the securities industry is a human capital-intensive one. Therefore, we can say that the competitiveness of securities firms is determined by whether or not they succeed in employing, developing, and maintaining efficient human capital. However, the management of human capital in Korean securities firms is very poor.

It is said that employees of the securities industry are exposed to highly volatile salaries and unstable job market conditions. However, overly unstable job market conditions place an excessive burden on risk-averse employees and makes them have 'short-termism', which is the main cause of conflicts of interest. Conflicts of interest will be destructive to customer confidence and build up reputation capital, which is a major source of competitiveness in securities firms.

High turnover of efficient employees can also make it difficult for securities firms to build up their reputation. Reputation is built through the repetition of tangible or intangible business styles, decision processes, deal performance, and client satisfaction; these are all highly dependent on the quality of human capital. There are two kinds of human capital: firm-specific and general-purpose. Securities firms need to develop firm-specific human capital for the accumulation of firm-specific business styles and, as a result, their reputation capital. However, the reality is just the opposite. Efficient employees move from firm to firm too frequently, which can make it impossible to develop firm-specific human capital and undermine their core competitiveness.

As a matter of fact, empirical evidence in this paper shows that job market conditions are unstable for securities firm employees, and firm-specific human capital has not yet been well-developed. These findings give some implications for securities firms in Korea. First, securities firms should diversify their business portfolios. Volatile job market conditions are likely to come from highly volatile revenue of securities firms which are excessively dependent on brokerage business. Therefore, business diversification through investment banking and asset management is needed to prevent the harmful effects caused by conflicts of interest.

Second, securities firms should set their enterprise-wise

philosophy and vision. The weak reputation of securities firms comes from the underdevelopment of firm-specific human capital. Firm-specific human capital can be developed in the process of coordinating business activities and communicating with personnel or clients only when all are tuned in firm-specific philosophy and vision.

Third, securities firms need to set up compensation schemes to keep efficient employees. Retention of efficient employees makes it easy to inject firm-specific philosophy into daily business. In addition, in the process of working together with efficient employees, other employees can develop their firm-specific human capital also. A good candidate for an effective compensation scheme would be granting of stock options. If an employee having done his or her work efficiently over a long period of time aligned with firm philosophy can share increased firm value as a shareholder, he or she is not likely to switch to other firms as easily. However, the portion of the securities firms which grant stock options to their employees is even less than commercial banks, which is not beneficial for the retention of efficient employees and firm-specific human capital development.

Forth, a sector council should play a role in developing general-purpose human capital for investment banking businesses. On one hand, firm-specific human capital needs to be developed for the competitiveness of individual firms. On the other hand,

general-purpose human capital having expertise in the investment banking business is also needed to enhance the competitiveness of the overall securities industry. However, individual firms afraid of the free-rider problem do not have any incentive to invest in developing general-purpose human capital. In this case, a sector council for which every securities firm could join together would be a good tool for overcoming under-investment in general-purpose human capital development.



## 1. 연구의 목적

---



## I. 연구의 목적

최근 우리 경제의 건실한 성장을 위해서는 자본시장의 발전이 절실하다는 주장이 제기되고 있다. 지난 외환위기와 같은 금융위기가 실물경제에 미치는 부정적 영향을 최소화하려면 은행의 대체 자금조달원인 자본시장이 제 역할을 수행할 수 있어야 한다. 또한 침체된 우리 경제가 활력을 되찾으려면 혁신산업과 모험산업으로 대표되는 신성장동력 산업에 대한 자금공급이 원활히 이루어져야 하는데, 이를 위해서는 모험자본이 공급되는 주요 통로인 자본시장이 발전해야 한다는 것이다(신보성(2004a), 신보성 외(2004, 2005)).

자본시장 발전을 위한 필수적인 요건으로는 자본시장의 장기 수요기반 확대, 자본시장규제의 선진화, 그리고 자본시장 내 핵심 중개회사인 증권회사 경쟁력 강화의 세 가지를 들 수 있다. 그런데 이 중 첫 번째 요건인 자본시장의 장기 수요기반 확대와 관련해서는 최근 들어 큰 진전이 이루어지고 있다. 금융자산 축적과 더불어 저금리 현상의 장기화, 고령화 등의 요인이 겹치면서 장기투자자층이 큰 폭으로 늘어나고 있는 것이다. 특히 적립식 펀드로 대표되는 장기저축 형태의 간접투자 문화 확산은 자본시장의 장기 수요기반을 넓히는데 결정적인 기여를 할 전망이다. 그동안 불합리한 것으로 지적되어 오던 자본시장 관련 규제<sup>1)</sup> 역시 정부의 꾸준한 노력을 통해 많은 개선을 보이고 있다. 특히 2008년 시행 예정인 자본시장관련 법률의 통합 조치는 유가증권 개념에 대한 포괄적 정의, 증권회사의 주요 자본시장 관련 업무에 대한 겸영 허용 등을 통해 자본시장 발전을 가로막고 있던 제약요인들을 단기간 내에 제거할 수 있을 것으로 기대된다. 문제는 자본시장 발전을 위한 세 번째 요건이 제대로 충족되지 않고 있다는 데 있다. 다시 말해 증권회사의 경

---

1) 이에 대한 자세한 내용은 박경서·신보성(2004)을 참고하라.

#### 4 증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점

쟁력이 극히 취약한 상태이며, 이러한 상황이 짧은 기간 내에 개선될 가능성도 크지 않다는 것이다.

실제로 오랜 기간 저부가가치의 주식 위탁매매업무에만 치중한 결과 국내 증권회사들은 아직도 단순중개회사(brokerage house) 수준에 머물러 있다. 이로 인해 투자은행업무(investment banking)가 활성화되지 않은 상태이며, 그 결과 자본시장으로 끌어올 새로운 기업들을 제대로 발굴해내지 못하고 있는 것이다. 최근 들어 국내에서는 더 이상 투자할 기업을 찾기가 어렵다는 말이 나오고 있는 것도 이 때문이다. 뿐만 아니라 M&A자문을 비롯한 수익성 높은 업무는 거의 대부분 외국계 증권회사에 내주고 있는 형편이다. 그러면 우리나라 증권회사의 취약한 경쟁력을 어떻게 제고할 수 있을 것인가.

증권회사가 제 역할을 다하기 위해서는 자본시장 내에 존재하는 수많은 기업과 투자자의 다종다양한 욕구를 충족시켜야 하며, 이를 위해서는 혁신성과 창의성의 발휘가 필수적으로 요구된다. 그런데 혁신성과 창의성의 발휘는 우수한 인적자본 없이는 불가능하다. 이러한 점에서 증권산업은 대표적인 인적자본 집중형 산업(human capital intensive industries)의 하나이며, 따라서 증권산업의 경쟁력은 증권회사가 우수한 인력을 얼마나 효과적으로 유지하고 관리해 나가는가에 의해 판가름 난다고 해도 과언이 아니다. 그러나 국내 증권회사들의 인력 관리는 취약한 실정인데, 이를 반영하듯 상당수의 우수한 인력들이 외국계 증권회사로 이탈하고 있다. 뿐만 아니라 높은 임금 변동성과 인원 변동성, 그리고 근로자의 잦은 이직은 증권회사 차원의 평판 축적을 어렵게 하고 그 결과 국내 증권산업의 경쟁력 확보를 요원하게 만들고 있는 것이다.

본 연구에서는 증권산업 근로자의 인적자본 축적에 대한 분석을 통해 국내 증권산업의 경쟁력 강화와 관련한 시사점을 이끌어내고자 한다. 전술한 바와 같이 증권산업의 경쟁력 제고는 증권산업을 구성하는 증권

회사의 경쟁력, 그리고 이는 다시 증권회사 소속 근로자의 인적자본 축적에 거의 절대적으로 의존한다. 비록 자조적이기는 하지만 현장에서 인적자본 축적에 대한 논의가 비교적 활발하게 이루어지고 있는 점은 이를 잘 반영하는 것이다. 그럼에도 불구하고 증권산업의 인적자본 축적과 관련하여 학계에서 이루어진 연구는 전무한 수준이다. 본 연구는 이러한 문제인식을 바탕으로 금융과 노동이라는 분화된 학문 간의 연계를 통해 증권산업 인적자본 개발에 대한 시사점을 던지고자 한다.

이 보고서의 구성은 다음과 같다. 이어질 II장에서는 은행 및 생명보험산업과의 비교를 통해 우리나라 증권산업의 특징을 살펴본다. 그리고 이를 바탕으로 국내 증권산업의 인적자본 축적과 관련한 검증가설을 도출한다. III장에서는 II장에서 도출한 가설에 대해 실증분석을 실시한다. 끝으로 IV장에서는 분석결과를 토대로 국내 증권산업의 경쟁력 제고와 관련한 시사점을 제시한다.



## II. 우리나라 증권산업의 특징 및 노동시장 관련 시사점

---

1. 우리나라 증권산업의 특징
2. 증권산업의 특징을 통해 본 노동시장 관련 시사점



## II. 우리나라 증권산업의 특징 및 노동시장 관련 시사점

국내 증권산업은 산업 특유의 요인(industry-specific factors) 및 우리나라 특유의 요인(country-specific factors)으로 인해 은행이나 생명보험 산업과는 뚜렷이 구별되는 특징을 지닌다. 그리고 이러한 특징은 권역별 노동시장에도 차이를 가져올 수 있다.

### 1. 우리나라 증권산업의 특징

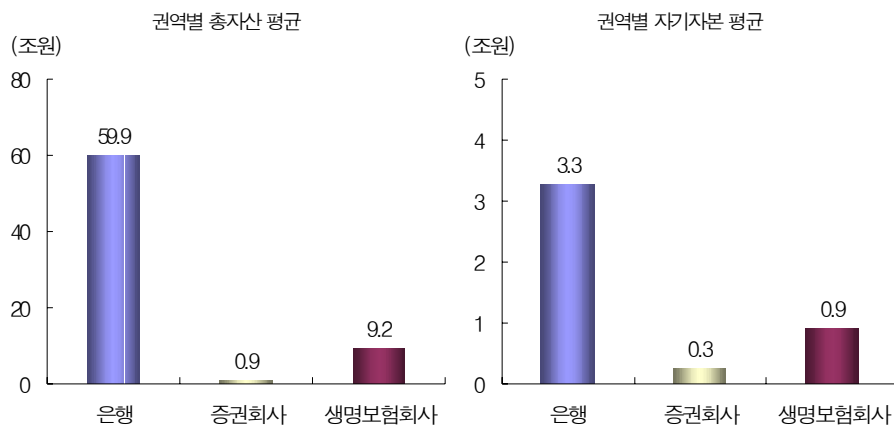
#### 가. 권역별 규모 차이

은행과 생명보험회사는 증권회사에 비해 규모가 큰 것이 일반적이다. <그림 II-1>에서 보는 바와 같이 금융회사의 규모는 은행, 생명보험회사, 증권회사의 순으로 나타나고 있다.

이러한 금융권역별 규모의 차이를 가져오는 가장 큰 요인은 위험분산(risk diversification)의 필요성이다. 은행은 예금자로부터 취득한 자금을 재원으로 하여 거래 기업에게 대출을 해주는데, 비록 거래기업이 채무를 상환하지 못하는 경우가 도래하더라도 은행은 예금자에게 원금과 이자를 반드시 지불해야 한다. 은행은 예금자를 대신하여 거래기업의 신용위험(credit risk)을 인수하는 것이다. 이러한 상황에서 만약 거래기업의 채무불이행 정도가 심할 경우에는 예금자에 대한 원금과 이자 지불이 어려워지고, 이로 인해 은행의 파산위험은 높아질 수밖에 없다. 따라서 어느 한 두 기업의 채무불이행이 은행 자신의 파산으로 이어지지 않도록 하기 위해서는 가능한 한 많은 기업에 대출을 분산시킴으로써 위

험을 낮추어야 한다. 충분히 분산된 대출포트폴리오를 가진 은행의 지불 불능위험은 이론적으로는 완전히 사라질 수도 있다(Diamond(1984)).<sup>2)</sup> 그런데 이처럼 대출집중에 따른 위험분산이 효과적으로 이루어지려면 일정 수준 이상의 규모가 전제되어야 한다. 이러한 점에서 규모가 큰 은행일수록 고객으로부터 높은 신뢰를 받을 수 있고, 따라서 은행의 경우에는 규모가 핵심적인 경쟁우위 요소로 작용하게 되는 것이다.<sup>3)</sup>

<그림 II-1> 금융권역별 규모<sup>a)</sup>



a) 2004년 말 현재

자료: 금융감독원, 증권업협회

- 2) 은행으로부터 대출받는 기업들의 파산확률분포가 독립동일분포(iid)를 따를 경우 은행은 원금과 사전에 약속한 이자를 확실하게 지급할 수 있다.
- 3) 은행권에서는 합병을 통해 규모를 키울 경우, 어렵지 않게 선도은행(dominant player)의 지위를 확보할 수 있다. 과거 별다른 경쟁우위를 지니고 있지 않던 주택은행과 국민은행이 합병을 통해 단숨에 선도은행의 위치에 오른 사례는 이를 잘 보여주고 있다.

생명보험사의 사정도 은행과 유사하다. 생명보험사는 수많은 사람들이 개별적으로 가지고 있는 통제 불가능한 위험들을 집합(pooling)하여 통제 가능한 위험으로 변환시키는 기능을 수행한다. 이러한 변환기능은 대수의 법칙(law of large numbers)에 기초하고 있으며, 따라서 생명보험사가 제 기능을 하기 위해서는 일정 수준 이상의 규모가 필요한 것이다. 특히 생명보험회사가 제공하는 보험상품의 만기는 매우 긴 경향을 지니는데, 만약 만기 도래 전에 거래 보험사가 파산할 경우 고객들은 보험금을 받지 못하게 된다. 따라서 고객들은 위험이 잘 분산된, 즉 규모가 큰 생명보험사를 더 선호하는 것이다.

고객을 대신하여 위험을 인수하는 은행이나 생명보험사와는 달리 증권회사의 핵심기능은 위험의 중개에 있다. 증권회사는 주로 자문(advisory service), 위탁매매(brokerage), 시장조성(market making) 등의 업무를 수행하는데, 이들 업무는 자금의 공급자와 수요자를 연결시키는 것이라는 점에서 위험의 인수와는 거리가 멀다. 물론 유가증권 인수(securities underwriting)의 경우 위험인수의 특징을 일부 지니고 있으나, 시장조성을 위해 위험을 한시적으로만 부담한다는 점에서 은행이나 생명보험사의 위험인수와는 상이한 것이다. 이처럼 증권회사의 핵심 기능이 위험의 인수가 아닌 중개에 있다면 위험분산의 필요성이 높지 않으며, 따라서 규모가 갖는 중요성도 상대적으로 크지 않다고 할 수 있다.<sup>4)</sup> 바로 이 때문에 은행이나 생명보험사에 비해 증권회사의 규모가

4) 증권회사가 위험의 인수가 아닌 중개업무를 행한다는 사실은 자금제공자, 즉 투자자와 자금조달자 간의 관계가 단절되지 않은 채 양자가 개별 거래에 내재한 위험이나 성과에 직접적으로 노출된다는 것을 의미한다. 은행이나 생명보험사의 경우와는 달리 고객이 부담하는 위험이 사라지지 않는다는 것이다. 이러한 점은 중개업무를 영위하는 증권회사가 효율적이지 못하거나 혹은 고객의 이익이 아닌 증권회사 자신의 이윤획득을 추구할 경우에는 고객에게 심각한 손실이 초래될 수 있음을 시사한다. 이 때문에 규모보다는 중개능력과 신뢰도, 즉 평판이 증권회사 경쟁력의 원천으로 작용하게 된다.

작게 나타난다고 하겠다. 특히 우리나라의 경우 은행에 비해 자본시장이 제대로 발달하지 못했고, 그 결과 자본시장 내 핵심 중개자인 증권회사의 경쟁력도 매우 취약한 실정이다. 국내 증권회사의 규모가 영세한데는 우리나라 특유의 사정도 작용하고 있는 것이다.

### 나. 권역별 시장구조 차이

전술한 바와 같이 은행과 생명보험사의 경쟁력은 규모에서 비롯되는 측면이 강하며, 이로 인해 이들 권역에서는 소수의 대형기관이 시장을 주도하는 경향이 나타난다. 반면 증권산업에서는 규모의 중요성이 크지 않아 상대적으로 낮은 시장집중도를 보이게 된다. 그 결과 은행과 생명보험 시장은 과점적 구조를 보이는 반면, 증권산업에서는 경쟁적 시장구조가 형성되는 것이다(<표 II-1>, <그림 II-2> 참고).

<표 II-1> 금융권역별 기업 수<sup>a)</sup>

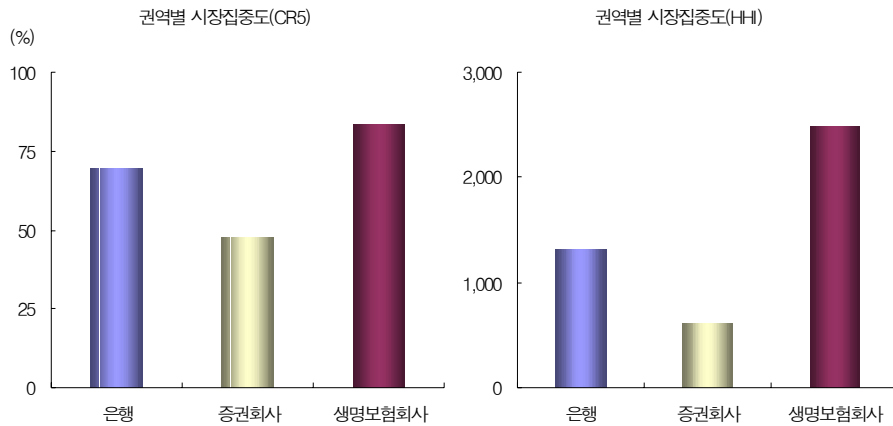
구 분	은행	증권회사	생명보험회사
기업 수(개)	12	55	23

a) 2004년 말 현재, 지주회사 내 여러 은행이 있을 경우 하나의 은행으로 간주

증권산업의 시장집중도가 낮은 데는 우리나라 특유의 사정도 작용하고 있다. 국내 증권회사들은 그동안 단순 중개업무라고 할 수 있는 주식 위탁매매 업무에 주력하였는데, 이로 인해 고객들은 거래 증권회사를 선택할 때 증권회사의 평판을 고려할 필요가 없었다. 이에 따라 증권회사 역시 평판구축에 관심을 갖지 않았으며, 그 결과 평판을 제대로 구축한 증권회사가 전무한 실정이다. 그런데 평판은 신규 진입자에게는 일종의

진입장벽으로 작용할 수 있다. 이러한 점에서 국내 증권회사들의 취약한 평판이 증권산업의 시장구조를 경쟁적으로 만들었다고 볼 수도 있는 것이다. 그러나 향후 평판 구축이 필수적인 투자은행업무가 활성화된다면, 국내 증권산업의 시장집중도는 지금보다 한층 높아질 가능성이 크다(신보성(2005)). 실제로 투자은행업무가 주 수익원인 미국의 증권산업에서는 수천 개에 이르는 증권회사가 경쟁하고 있음에도 불구하고, 상위 8개 투자은행의 시장점유비(CR8)가 70~80%에 달하고 있어 매우 집중된 시장을 형성하고 있다(Anand and Galetovic(2001)).

<그림 II-2> 금융권역별 시장집중도 a), b), c)

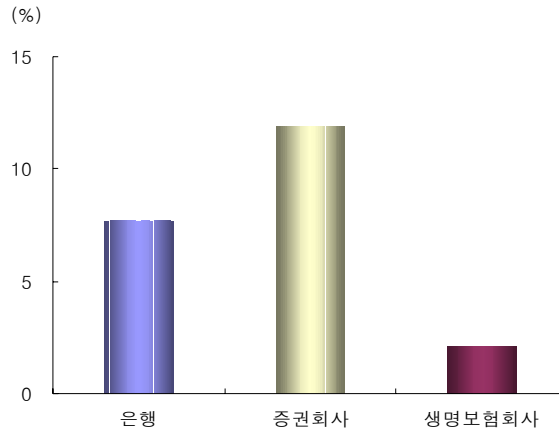


- a) 2004년 말 현재, 총자산 기준
  - b) CR5: 상위 5개 금융기관 시장점유비의 합
  - c) HHI: 개별 금융기관 시장점유비 제곱의 합
- 자료: 금융감독원, 증권업협회

### 다. 권역별 영업위험의 차이

은행과 생명보험사의 자산은 주로 대출이나 채권과 같은 부채형 상품에 분산투자되어 있어 외부충격(external shock)이 발생하더라도 영업이익에 큰 변화가 나타나지 않는다. 반면 자본시장에서 중개를 담당하고 있는 증권회사의 경우에는 외부상황(주로 주식시장 동향)에 따라 영업이익이 큰 변화를 겪게 된다. 특히 우리나라의 증권회사는 수익의 대부분을 주식 위탁매매 부문에 의존하고 있어<sup>5)</sup> 주식시장의 부침에 따라 영업이익도 급변하는 실정이다. 실제로 <그림 II-3>을 보면 증권산업의 영업이익 변동성이 가장 높다는 것을 알 수 있다.

<그림 II-3> 금융권역별 영업이익의 변동성<sup>a)</sup>



a) 영업이익증가율의 표준편차, 2000년~2004년  
 자료: 금융감독원, 증권업협회, KIS-FAS

5) 우리나라 증권회사 전체 수익 중 주식 위탁매매와 투자은행업무가 차지하는 비중은 각각 60%, 5% 수준(FY05 상반기 기준)인 반면, 미국의 경우에는 전체 수익에서 투자은행업무가 차지하는 비중(49%)이 주식위탁매매업무의 비중(14%)보다 훨씬 높게 나타나고 있다.

은행과 생명보험산업의 영업이익 변동성이 낮은 원인에는 시장구조도 한 몫하고 있다. 은행과 생명보험산업은 과점적 시장구조를 형성하고 있으며, 따라서 소수의 참가자들 간에 암묵적인 가격 담합이 이루어질 개연성이 높다. 시장금리 등의 외부 환경요인이 부정적인 방향으로 변하더라도 이를 고객에게 전가시킴으로써 영업이익을 안정적으로 유지할 수 있는 것이다. 반면 증권산업의 경우 경쟁적 시장으로서 치열한 가격 경쟁이 벌어지고 있으며, 이로 인해 시장상황 변화에 따라 영업이익이 급변할 개연성이 크다고 하겠다.

### 라. 권역별 상품 및 서비스 속성의 차이

은행의 자금조달과 운용은 주로 확정채무인 예금과 대출에 의존하고 있다. 이들 예금과 대출상품은 특정 고객을 위한 맞춤 상품이라기보다는 불특정 다수의 고객을 염두에 두고 개발된 표준화된 상품이다. 생명보험 회사가 제공하는 보험증권(insurance policy) 역시 비슷한 종류의 위험을 가진 고객집단을 대상으로 하는 표준화된 상품이다. 이처럼 은행과 생명보험회사가 취급하는 상품은 단순화되고 표준화된 상품이라는 점에서 고객들이 해당 상품을 잘못 이해하여 손해를 볼 가능성이 낮다. 다시 말해 금융상품에 대한 고객의 정보비대칭 문제가 심하지 않다는 것이다.<sup>6)</sup> 이처럼 은행과 생명보험회사의 상품 내용이 단순하고 표준화되어 있으며 정보비대칭도 높지 않다면, 금융기관 입장에서 별다른 차별화 요인이 존재하지 않는다. 이 때문에 은행과 생명보험산업 권역에서는 신속한 창

6) 정보비대칭이 상대적으로 심하지 않을 뿐 존재하지 않는 것은 아니다. 그러나 비록 정보비대칭이 존재한다고 하더라도 은행과 생명보험회사가 취급하는 상품은 대부분 원금이 보장되는 부채상품이기 때문에 정보비대칭에 따른 문제가 그다지 심각하지 않다. 부채상품이 정보비대칭에 따른 문제를 완화시킬 수 있다는 이론적 논의는 Townsend(1979)를 참고하라.

구서비스나 경품 제공 등이 고객유치를 위한 도구로 활용된다.

한편 은행과 생명보험회사가 표준화된 상품에 의존한다는 말은 규모가 클수록 평균비용이 감소하는 규모의 경제(economies of scale) 효과가 나타날 개연성이 커짐을 뜻한다. 앞에서 살펴본 바와 같이 은행과 생명보험회사의 규모가 상대적으로 크게 나타나고 있는데, 여기에는 위험분산 목적 이외에도 소품종 다량생산이라는 규모의 경제 효과를 누리기 위한 동기가 작용하고 있는 것이다.

은행 및 생명보험회사와는 달리 증권회사는 불특정 다수가 아닌, 다양하고 이질적인 고객에게 맞춤형 상품이나 서비스(tailored products or services)를 제공함으로써 부가가치를 창출한다. 이로 인해 증권회사의 상품은 표준화되기 어려운 속성을 지니게 되는데, 이는 증권산업에서는 창의력과 혁신성이 매우 중요하다는 것을 의미한다. 더불어 증권회사가 취급하는 상품이 표준화되어 있지 않다는 것은 이들 상품의 내용이 복잡하며, 따라서 고객은 심각한 정보비대칭에 직면함을 뜻한다. 그리고 그 결과, 고객 입장에서는 수많은 대안 중에서 자신에게 가장 적합한 상품이나 서비스를 성심성의껏 제시할 것인가의 여부가 거래 증권회사 선택에 있어 가장 중요한 기준이 된다. 바로 이 때문에 증권회사의 핵심 경쟁력은 규모가 아니라 주로 평판에서 비롯되는 것이다.

그런데 이러한 평판은 반복적인 거래를 통해 형성되므로 평판 구축에는 오랜 기간이 소요되는 것이 일반적이다. 몇몇 증권회사들이 합병 등을 통해 규모를 늘린다고 해서 평판이 자동적으로 구축되지 않는다는 것이다. 결국 은행이나 생명보험산업의 경우와는 달리 증권산업에서는 선도회사(leading company)가 단기간에 나타나기 어려우며, 따라서 증권산업에서는 M&A를 통해 규모를 확대하려는 유인도 상대적으로 약하다고 할 수 있다.

## 2. 증권산업의 특징을 통해 본 노동시장 관련 시사점

### 가. 규모 및 영업위험의 차이가 노동시장에 주는 시사점

은행과 생명보험회사는 일반적으로 규모가 크며 따라서 환경변화에 따른 외부충격을 상대적으로 잘 감내할 수 있다. 이들 권역의 영업이익 변동성이 크지 않은 점도 외부충격에 대한 대응능력을 제고시키는 역할을 담당한다. 반면 높은 영업위험을 가지고 있을 뿐만 아니라 상대적으로 규모도 작은 국내 증권회사 입장에서는 외부충격의 여파를 흡수하기 어렵다. 이러한 외부충격에 따른 권역별 대응여력의 차이로부터 상이한 임금정책이 야기될 수 있다.

근로자는 자신의 인적자본을 분산하여 투자하는 것이 불가능(indivisibility of human capital)하기 때문에<sup>7)</sup> 위험회피적(risk averse) 성향을 지니는데, 따라서 임금이 외부상황에 따라 급변하는 것을 선호하

---

7) 인적자본이 분리될 수 없다는 사실은 한 국가의 금융구조(financial structure)에도 영향을 줄 수 있다. 분산투자가 불가능한 인적자본에 주로 의존하는 근로자들은 위험회피적 성향을 강하게 띠게 되고, 따라서 기업이 위험이 높은 프로젝트를 수행하는 것을 반대한다. 대출업무를 주로 행하는 은행 역시 대출자산의 보수함수(payoff function)가 오목(concave)하기 때문에 안전한 프로젝트를 선호하게 되는데, 이러한 점에서 은행은 근로자들과 이해를 같이 한다. 반면 금융자본, 특히 주식을 보유하고 있는 사람은 볼록한 보수함수(convex payoff function)를 가짐에 따라 위험한 프로젝트를 보다 선호한다. 따라서 만약 정치적으로 다수의 국민(political majority)이 인적자본에 주로 의존하고 있는 상태라면, 이들은 은행과 연대하여 주식시장이 발전하는 것을 반대하는 경향을 띠게 된다. 그리고 그 결과 은행 중심의 금융구조가 형성되는 것이다(Perotti and Thadden(2003)). 정치경제학적인 측면이 일국의 금융구조를 결정할 수 있다는 이러한 주장은 금융자산이 일정 수준 이상 축적된 나라에서만 주식시장이 제대로 발전하는 현상을 잘 설명해준다.

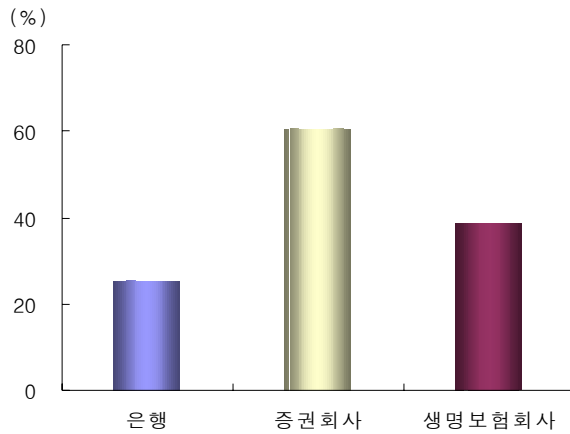
지 않는다. 임금의 안정성을 보장받을 수 있다면 다소 낮은 수준의 임금도 기꺼이 수용할 의사가 있다는 것이다.<sup>8)</sup> 이러한 상황에서는 위험기피자인 근로자에게는 안정적인 임금을 지불하는 대신, 위험중립적(risk neutral)인 기업<sup>9)</sup>에게 환경변화에 따른 위험을 부담하도록 함으로써 사회전체의 후생을 극대화할 수 있다. 그런데 이러한 최적 위험배분(optimal risk sharing)은 은행이나 생명보험산업의 경우 어렵지 않게 발휘될 수 있을 것으로 보인다. 즉, 은행이나 생명보험회사의 경우 규모가 크고 영업위험도 작기 때문에 근로자를 대신해서 외부충격의 영향을 떠안을 수 있다는 것이다. 그러나 특히 우리나라 증권산업처럼 높은 영업위험에 노출된 상태에서 기업의 규모까지 작은 경우에는 환경변화에 따른 위험의 전부를 기업이 감당하기는 어려우며, 이에 따라 근로자들도 위험을 부담할 수밖에 없다. 증권산업에서 근로자의 인건비 변동성이 상대적으로 크게 나타나는 이면에는 이러한 원리가 작용하고 있다고 판단된다(<그림 II-4> 참고). 증권산업에서 목격되는 높은 인건비 변동성은 최근 인건비를 변동비화 하려는 국내 증권회사들의 움직임에서 비롯된 측면이 강하다. 과거 증권회사의 인건비는 다른 권역과 마찬가지로 고정비 성향을 띠고 있었다. 그러나 위탁매매업무에서의 가격경쟁 심화와 주식시장 침체를 배경으로 수익성 저하가 장기간 지속되었는데, 이러한 수익성 저하에 따른 부담을 근로자에게 이전시키는 과정에서 인건비의 변

8) 안정적인 임금을 받는 대가로 임금수준이 다소 낮아지는 것을 감수하는 행위는 가장 기본적인 보험의 원리에 기반하고 있다. 즉, 장래에 문제가 발생할 경우 확정된 보험금(certainty equivalent)을 받는 대가로 보험료(risk premium)를 지불하는 것이다.

9) 일반적으로 '기업이 위험중립적'이라고 할 때의 기업은 사실 해당 기업의 주주를 지칭하는 것이다. 기업의 주주는 인적자본을 제공하는 근로자와는 달리 금융자본을 제공하게 되는데, 이러한 금융자본은 얼마든지 분산해서 투자될 수 있다. 잘 분산된 포트폴리오를 가진 주주 입장에서는 개별 기업의 위험은 중요한 고려사항이 아니며, 따라서 위험중립적이라고 할 수 있는 것이다.

동비화가 급속도로 진전된 것이다. 특히 외부충격에 대한 대응력이 취약한 중소형 증권회사일수록 급여에서 성과급이 차지하는 비중이 매우 높은 것으로 알려져 있다.

<그림 II-4> 금융권역별 인건비 변동성<sup>a)</sup>

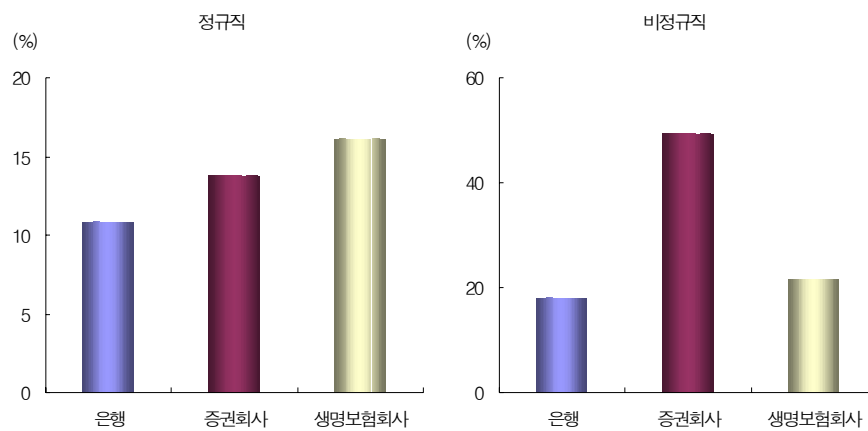


a) 인건비증가율의 표준편차, 1994년~2004년  
 자료: 금융감독원, 증권업협회, KIS-FAS

증권산업의 높은 인건비 변동성은 직원 수의 변동성에 기인하는 것일 수도 있다. 다시 말해, 증권산업에서 인건비 변동성이 높은 이유가 외부충격시 직원수를 보다 직접적으로 조정하는데 따른 결과일 수 있다는 것이다. <그림 II-5>에는 정규직과 비정규직의 인원 변동성이 나타나 있는데, 비정규직의 인원 변동성은 증권산업에서 가장 높게 형성되고 있다. 또한 정규직과 비정규직 간의 인원 변동성 차이 역시 증권산업에서 가장 높다는 것을 알 수 있다. 이처럼 증권산업에서 비정규직의 인원 변동성이 높다는 것은 환경 변화가 초래될 경우 비정규직의 수를 통해 인원수를 실제로 조정한다는 것을 의미한다. 이러한 점에서 다른 권역에

비해 증권산업 근로자의 고용불안이 실질적으로 가장 심할 것임을 짐작할 수 있다.<sup>10)</sup>

<그림 II-5> 금융권역별 인원 변동성<sup>a)</sup>



a) 인원증가율의 표준편차, 2001년~2004년  
 자료: 금융감독원

권역별 규모의 차이는 근로자 자신의 인적자본 개발에도 영향을 줄 수 있다. 규모가 큰 은행과 생명보험산업의 근로자들은 자신들의 지위가 안정적이어서 자신이 속한 기업과 관련된 기술(firm-specific skill)을 개발할 유인을 가진다. 반면 규모가 작아 외부충격에 상당 정도 노출된 국내 증권산업의 근로자들은 회사에 대한 소속감이 약할 수밖에 없으며, 따라서 기업특유의 기술보다는 시장에서 통용되는 일반적 기술(general-purpose

10) 은행과 생명보험산업의 경우 정규직과 비정규직 간의 인원 변동성 차이는 상대적으로 크지 않다. 이러한 사실은 은행이나 생명보험산업의 경우에는 비정규직 채용 목적이 인력수급 상의 탄력성을 높이기 위한 것이 아님을 의미한다. 즉, 상대적으로 임금수준이 낮은 인력을 사실상 상시 채용하기 위한 목적에서 비정규직 채용이 활용되고 있다는 것이다.

skill)을 발전시키는데 더 많은 관심을 가질 가능성이 크다.<sup>11)</sup> 실제로 증권산업의 경우 은행이나 생명보험산업에 비해 자격증 취득 및 각종 강좌개설이 유난히 활발하게 이루어지고 있는데, 이는 증권산업 근로자의 인적자본 개발 패턴을 보여주는 한 단면이라고 하겠다.

### 나. 시장구조의 차이가 노동시장에 주는 시사점

권역별 시장구조의 차이는 권역별 규모 차이와 마찬가지로 인적자본 투자와 관련한 의사결정에 영향을 줄 수 있다. 은행과 생명보험산업처럼 산업 내 기업 수가 제한적이어서 이직이 어려울 경우, 근로자는 경쟁력을 높이기 위해 자신이 속한 기업특유의 기술을 개발하는 것이 바람직하다. 반면 국내 증권산업처럼 경쟁적 시장구조로 인해 이직이 용이한 경우, 근로자는 기업특유의 기술 대신 시장에서 통용되는 일반적 기술 개발에 힘을 쏟을 가능성이 크다. 뿐만 아니라 개별 증권회사 입장에서 언제 이직할지 모르는 근로자를 위해 기업특유의 기술 축적에 필요한 투자를 늘릴 유인이 강하지 않으며, 따라서 증권산업의 경우 기업특유의 기술 축적을 위한 투자는 최적 수준에 비해 과소하게 이루어질 가능성이 크다고 하겠다.

11) 기업특유의 기술에는 특정기업의 기계나 기술에 대한 이해도, 회계시스템이나 의사결정절차의 특이성에 대한 지식, 특정기업 고객의 욕구에 대한 지식 등이 포함된다. 반면, 일반적 기술에는 기계 전반에 대한 일반적인 지식, 회계장부 작성에 대한 보편적 지식, 일반적인 사업용어와 절차에 대한 친숙도, 판매와 마케팅에 필요한 전반적인 기술 등이 있다(Milgrom and Roberts(1992)).

#### 다. 상품 및 서비스 속성 차이가 노동시장에 주는 시사점

상품의 내용이 단순화·표준화되어 있을 경우 신속한 서비스 외에는 별다른 차별화 요인이 존재하지 않는다. 그런데 이러한 신속한 서비스는 조직 전체가 엄격한 매뉴얼 하에서 중앙통제방식으로 관리될 때 효과적으로 달성될 수 있다. 즉, 최고위층이 고객과의 접점을 구성하는 최하위 직원의 행동까지 통제할 수 있는 상명하복의 위계질서가 필요하다는 것이다. 또한 단순화·표준화된 상품의 취급을 통해 규모의 경제를 누리는 곳에서는 다양하고 혁신적인 신상품 출시 대신, 비용절감을 위한 공정관리(process management)가 중요한 과제로 대두된다. 그런데 공정관리가 효과를 발휘하기 위해서는 기업특유의 기술이 요구되는데, 이러한 기술은 오랜 경험을 통해 구축되는 경향이 있다. 이상의 두 가지 요인 때문에 은행과 생명보험산업에서는 일관된 서비스 제공을 위해 엄격한 위계질서가 필요하고, 동시에 규모의 경제를 누리기 위해 한 직장에서의 오랜 경험을 우대하는 것으로 판단된다. 그 결과 이들 권역에서는 재직년수에 따라 임금이 올라가는 연공서열형의 임금구조가 나타날 개연성이 크다고 하겠다.

특히 은행은 보수적인 문화가 지배적인 곳으로 알려져 있는데, 이는 은행의 주력상품인 대출상품 고유의 속성에서 비롯되는 측면이 강하다. 실제로 돈을 빌려준 후에 대출받은 기업의 가치가 높아진다고 하더라도 은행은 원금과 이자 이상의 과실을 가져갈 수 없다. 은행이 가져갈 수 있는 몫이 한정되어 있는 것이다. 반면 대출 이후 기업가치가 조금이라도 떨어지면 은행은 이자는 물론 원금도 제대로 회수할 수 없게 된다. 이로 인해 은행은 기업가치를 높이는 데는 별다른 관심을 갖지 않는 반면, 기업가치를 조금이라도 떨어뜨릴 위험이 있는 모든 행위에 대해서는 세심한 주의를 기울이는 것이다(Macey and Miller(1997), Morck and

Nakamura(1999), Weinstein and Yafeh(1998)). 결국 대출업무에 주력하는 은행의 경영진은 큰 성공을 지향하기보다는 실패를 방지하는데 초점을 두게 되며, 그 결과 은행의 문화는 보수적인 성향을 띠 수밖에 없는 것이다.<sup>12)</sup> 이처럼 위험기피적이고 보수적인 문화가 지배적인 곳에서는 성과지향적 문화가 뿌리내리기 어려우며, 성공보다는 실패방지에 주력하는 관계로 개인의 능력차 역시 중요한 고려대상이 되지 않는다. 이로 인해 특히 은행의 경우 연공서열에 의해 임금이 결정되는 경향이 강하게 나타나는 것이다.

증권회사에서는 극히 다른 양상이 전개된다. 증권회사의 경우, 다양한 고객욕구에 부응하여 맞춤형 상품을 제공한다는 점에서 표준화되고 신속한 서비스는 그다지 중요한 경쟁요소가 아니다. 뿐만 아니라 규모의 경제 효과가 미약하므로 공정관리의 중요성이 낮으며, 따라서 기업특유의 기술이 갖는 중요도 역시 상대적으로 떨어진다. 오히려 정보비대칭이 높은 맞춤상품을 제공한다는 점에서 기능이나 상품과 관련한 기술의 확보여부가 보다 중요한 문제로 부각될 수 있다. 그런데 이러한 기능이나 상품관련 기술은 직원 개개인이나 팀의 능력과 밀접히 관련되어 있다. 따라서 증권회사 입장에서는 고객을 직접 대면하고 상품을 개발하는 담당자에게 재량권을 주는 것이 바람직하다. 창의력과 순발력은 엄격한 중앙통제방식 하에서는 발휘되기 어려우며, 따라서 담당직원이나 해당 직원이 소속된 팀에게 상당한 재량권이 부여될 필요가 있다는 것이다. 물론 이러한 재량권에는 당연히 책임도 함께 수반된다. 재량권을 부여받는 대신, 직원이나 팀은 자신의 성과에 대해 스스로 책임을 진다는 암묵적 혹은 명시적 계약이 존재한다는 것이다. 이로 인해 증권산업에서는 특정

12) 흔히 은행이 혁신산업이나 고위험산업에 대한 자금지원에 소극적이라는 비판이 제기되나, 이는 대출을 주력 업무로 하는 은행 입장에서는 불가피한 것이다. 그리고 바로 이 때문에 은행중심의 금융구조를 가진 국가에서는 혁신산업과 모험산업의 성장이 제약될 수 있다. 이에 대한 자세한 논의는 신보성(2004a), 신보성 외(2004, 2005)를 참고하라.

증권회사에서의 근속년수보다는 증권산업 내 경력이나 성과에 따라 임금이 결정될 가능성이 상대적으로 높다고 하겠다.

한편 증권산업에서는 팀 단위의 이직이 잦은데, 이는 전문적인 기능이나 상품관련 지식이 회사 전체가 아닌 특정 팀이 가지고 있는 무형자산일 가능성이 크기 때문이다. 표준화되지 않은 맞춤형 상품 제공을 위해서는 창의력과 순발력이 필수적인데, 이러한 창의력과 순발력은 매뉴얼화하기 어렵다는 점에서 회사의 재산으로 확보하기가 쉽지 않다. 이로 인해 업무를 수행하는 과정에서 축적된 무형의 지식들은 해당 업무를 담당하는 팀 고유의 것이 되기 쉬우며, 이 때문에 증권산업에서는 팀 단위의 이동이 자주 관찰되는 것이다. 그런데 가치 있는 무형자산을 보유한 팀이 퇴사할 경우 해당 증권회사는 기존의 팀이 담당하던 업무에 치명적인 손실을 입게 된다. 그리고 이는 증권회사로 하여금 장기적인 안목에서 인력을 기르는 방식보다는 단기간 내에 시장가격을 지불하고 팀을 사들이는 방식을 선호하게 만들고 있는 것으로 보인다. 그러나 이러한 현상은 효율적 근로자의 장기근속을 제약함으로써 현 단계에서 국내 증권회사의 경쟁력 제고에 역행하는 요인으로 작용할 가능성이 크다.

만약 증권회사 자체의 평판이 잘 구축된 상태라면 일부 효율적 근로자나 팀의 이직은 큰 문제가 아닐 수도 있다. 증권회사의 평판이 갖추어진 상태에서는 일부 근로자의 효율성보다는 회사 자체의 브랜드가 더 중요하게 작용하기 때문이다. 그러나 우리나라 증권회사처럼 이제부터 평판을 구축해나가야 하는 입장에서는 효율적 근로자의 이탈은 심각한 문제를 야기할 수 있다. 이는 증권회사의 평판이 구축되는 초기 단계일수록 소수의 효율적 근로자의 역할이 매우 클 수밖에 없기 때문인데, 이러한 점에서 향후 국내 증권회사의 평판 구축은 우수한 근로자의 발굴 및 이들의 장기근속에 달려 있다고 해도 과언이 아니다.

### III. 인적자본 축적 방식에 대한 실증분석

---

1. 데이터 및 산업분류
2. 권역별 인적자본 축적 방식 분석



### III. 인적자본 축적 방식에 대한 실증분석

앞 장에서는 국내 증권산업의 경우 기업특유의 인적자본을 축적하려는 유인이 약할 것이라는 추론을 제시하였다. 이 장에서는 권역별 임금 함수 추정 결과로부터 도출된 임금 프로파일을 살펴봄으로써 이러한 추론을 검증한다.

#### 1. 데이터 및 산업분류

본 연구에서는 실증분석을 위해 노동부가 실시한 『임금구조기본통계조사』 자료(2004년)를 이용한다. 『임금구조기본통계조사』에는 근로일수, 근로시간, 정액급여, 초과급여, 연간특별급여 등의 임금관련 정보가 포함되어 있다. 또한 개별 근로자의 특성이나 인적자본의 수준을 나타내는 성(性), 혼인상태, 학력, 나이, 경력년수, 근속기간 등의 정보도 제공되는데, 이들 정보는 권역별 임금결정요인을 분석하기 위한 설명변수로 사용될 수 있다.

다음으로 금융업에 대한 분류를 살펴보기로 하자. 『한국표준산업분류』에 따르면 금융업은 '금융 및 보험업(65~67)'으로 정의되는데, 여기에는 금융업(65), 보험 및 연금업(66), 금융 및 보험관련 서비스업(67)이 포함된다. 한편 금융업(65)은 다시 통화금융기관(651) 및 비통화금융기관(659)으로, 금융 및 보험관련 서비스업(67)은 금융관련 서비스업(671) 및 보험 및 연금관련 서비스업(672)으로 세분된다(<표 III-1> 참고).

<표 III-1> 『한국표준산업분류』 - 금융 및 보험업

중분류	소분류	세분류
금융업(65)	통화금융기관(651)	중앙은행(6511), 일반은행(6512)
	비통화금융기관(659)	저축기관(6591), 여신금융업(6592), 투자기관(6593), 그 외 기타금융업(6599)
보험 및 연금업(66)	보험 및 연금업(660)	생명보험업(6601), 연금 및 공제업(6602), 비생명 보험업(6603), 사회보장 보험업(6604), 재보험업(6605)
금융 및 보험관련 서비스업(67)	금융관련 서비스업(671)	금융시장 관리업(6711), 증권 및 선물 중개업(6712), 기타 금융관련 서비스업(6719)
	보험 및 연금관련 서비스업(672)	보험 및 연금관련 서비스업(6720)

자료: 통계청, 『한국표준산업분류』

이에 따르면 은행, 생명보험, 증권이 갖는 본질적인 특성을 가장 잘 반영할 수 있는 방식은 일반은행(6512)을 은행산업, 생명보험업(6601)을 생명보험산업, 증권 및 선물중개업(6712)을 증권산업으로 분류하는 것이다. 그러나 전술한 『임금구조기본통계조사』에는 근로자의 소속 산업이 소분류(세 자리수)까지만 구분되어 있다. 이에 따라 본 연구에서도 정확도는 다소 떨어지지만 통화금융기관(651), 보험 및 연금업(660), 금융관련 서비스업(671)이 각각 은행·생명보험·증권의 세 권역을 대표하는 것으로 간주한다. 그리고 서술의 편의상 금융 및 보험업(65~67)을 ‘금융업’, 통화금융기관(651)을 ‘은행업’, 보험 및 연금업(660)을 ‘생명보험업’, 금융관련 서비스업(671)을 ‘증권업’이라고 부르기로 한다.

## 2. 권역별 인적자본 축적 방식 분석

### 가. 임금결정 방정식

임금결정 요인 분석을 위해 가장 널리 사용되는 방식은 Mincer(1974) 류의 임금함수를 추정하는 것인데, 본 연구에서는 이러한 방식을 따라 다음과 같은 임금결정 방정식을 설정한다.

$$\ln W_i = \beta_0 + \beta_1 EDU_i + \beta_2 EXP_i + \beta_3 EXP_i^2 + \beta_4 Tenure_i + \beta_5 Tenure_i^2 + \beta_6 Region_i + u_i$$

위 식에서  $\ln W_i$ 는 근로자  $i$ 의 시간당 임금의 대수치인데, 시간당 임금을 사용한 이유는 내생성 문제(endogeneity problem)를 피하기 위한 것이다. 개별 근로자의 노동공급을 반영하는 근로시간은 임금소득에 영향을 줄 수 있지만, 반대로 임금소득이 근로시간에 영향을 줄 수도 있다. 따라서 이러한 내생성 문제를 제거하기 위해 근로시간을 설명변수에 포함시키지 않는 대신, 근로자의 시간당 임금소득을 종속변수로 사용하는 것이다.

설명변수 중  $EDU_i$ 는 근로자  $i$ 의 교육년수를,  $EXP_i$ 는 근로자  $i$ 의 경력년수(=연령-교육년수-취학연령(6))로서 근로자의 노동시장에서의 잠재적 경력을 나타낸다.  $EXP_i$ 와는 별도로  $EXP_i^2$ 의 제곱항을 포함시킨 것은 교육기간이 길어질수록 시간당 임금이 상승하되 체감하는지를 살펴보기 위한 것이다.  $Tenure_i$ 는 근로자  $i$ 의 근속년수(동일직장 근무년수)이며,  $Region_i$ 는 근로자가 속한 지역(근로자  $i$ 의 직장이 서울인 경우에는 1의 값을, 그렇지 않을 경우에는 0)에 대한 더미변수이다.

추정에 사용된 주요 설명변수의 통계적 특성은 <표 III-2>에 나타나 있다. 평균 교육년수는 권역별로 큰 차이가 없이 대략 12년~13년 정도이다. 반면 경력과 근속년수는 은행업에서 가장 길고, 그 다음이 생명보험업이며, 증권업에서 가장 짧다. 특히 근속년수는 은행업에서 12년인데 비하여 증권업에서는 7년에 불과하여 큰 차이를 보이고 있다.

<표 III-2> 주요변수에 대한 기초 통계

(단위: 년)

	교육년수	경력년수	근속년수	연령
금융업(65~67)	12 (12)	17 (41)	10 (36)	35 (39)
은행업(651)	12 (13)	18 (46)	12 (43)	36 (43)
생명보험업(660)	13 (11)	17 (38)	10 (29)	35 (37)
증권업(671)	13 (7)	14 (21)	7 (18)	33 (21)

a) 2004년 기준(각 년도에서 계산), ( )안은 표준편차  
 자료: 노동부, 『임금구조기본통계조사』

### 나. 임금결정 방정식의 추정 결과

<표 Ⅲ-3>에는 남성 근로자를 대상으로 각 권역별로 임금결정 방정식을 추정한 결과가 나타나 있다.<sup>13)</sup> 증권업(671)의 경우 학력간 임금격차를 나타내는 교육년수의 회귀계수( $\beta_1$ )는 0.101인데, 따라서 증권업에 종사하는 남성 근로자들의 경우 교육년수가 1년이 길면 10.1% 정도의 (시간당) 임금프리미엄이 있음을 알 수 있다. 경력의 경우 경력계수는 양(+)<sup>14)</sup>의 값을, 경력제공항의 계수는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났는데, 이는 경력이 쌓일수록 임금이 상승하지만 상승률은 체감함을 뜻하는 것이다. 근속년수의 경우에도 근속년수 계수는 양(+)<sup>15)</sup>의 값을, 제공항의 계수는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나 경력의 경우와 동일한 현상을 보이고 있다. 한편 은행업(651)과 생명보험업(660)의 회귀계수의 부호 역시 증권업(671)과 동일하게 도출되었다.

한 가지 주목할 사항은 경력과 근속년수 변수의 회귀계수의 크기가 은행업과 증권업에서 상이하게 나타난다는 것이다. 증권업의 경우 근속년수의 회귀계수 크기는 경력 변수에 비해 작을 뿐 아니라 통계적 유의성도 상대적으로 낮다. 반면 은행업의 경우에는 정반대로 근속년수의 회귀계수의 크기가 경력 변수에 비해 더 크고 통계적 유의성도 높게 나타나고 있다. 이를 통해 은행업에서는 한 직장에서의 장기근속자가 우대를 받는 반면, 증권업에서는 증권산업 내 경력이 풍부한 근로자가 우대를 받는다는 점을 알 수 있다.

13) 여성근로자의 경우 노동시장에서 조기에 이탈하거나 사회적 제약으로 인해 인적자본의 축적과 임금수준과의 관계가 불분명한 경우가 많다. 따라서 이 보고서에서는 남성근로자들만을 대상으로 임금결정 방정식을 추정하였다.

<표 III-3> 금융권역별 임금함수 추정결과<sup>a), b)</sup>

	증권업(671)	은행업(651)	생명보험업(660)
교육년수	0.101 (19.6)	0.081 (29.3)	0.053 (15.9)
경력	0.110 (20.8)	0.042 (10.4)	0.042 (10.6)
경력 <sup>2</sup> /100	-0.197 (-16.2)	-0.071 (-8.77)	-0.044 (-5.11)
근속년수	0.011 (2.11)	0.070 (23.7)	0.029 (8.65)
근속년수 <sup>2</sup> /100	-0.013 (-0.55)	-0.116 (-12.7)	-0.091 (-6.82)
지역 더미	0.092 (1.40)	0.174 (14.6)	0.198 (14.5)
상수항	7.378 (67.8)	7.801 (143)	8.307 (142)
R <sup>2</sup>	0.304	0.555	0.401
N	2,729	3,921	2,501

a) 경력<sup>2</sup>와 근속년수<sup>2</sup>을 100으로 나눈 것은 회귀계수의 크기가 지나치게 작아지는 현상을 방지하기 위한 것이다.

b) 2004년도 기준, ( )안은 t-value

자료: 노동부, 『임금구조기본통계조사』

#### 다. 권역별 인적자본 축적 방식

여기에서는 임금결정 방정식 추정 결과를 토대로 하여 경력 및 근속년수가 늘어남에 따라서 노동시장에서의 임금프리미엄이 어떻게 변화하는지를 권역별로 살펴본다. 이러한 분석이 중요한 이유는 동 분석을 통해 근로자들의 인적자본 축적 방식을 파악할 수 있기 때문이다. 근로자가 축적하는 인적자본은 근로자가 어떤 기업에서 근무하고 있는지와 상관없이 활용할 수 있는 일반적인 용도의 기술이나 지식(*general purpose human capital*)이 있고, 특정 기업에서만 활용할 수 있는 기업특유의 기술이나 지식(*firm-specific human capital*)이 있다. 이 둘의 구분은 교육훈련의 정책적 측면에서 매우 중요하다. 인적자본의 종류에 따라 누가 교육훈련 비용을 부담하고, 누가 교육훈련의 편익을 가져갈 것인가가 달라지기 때문이다(Becker(1975)).

##### 1) 일반적 인적자본

일반적인 인적자본의 경우에는 교육훈련에 따른 비용과 편익 모두가 근로자에게 귀속된다. 이는 교육훈련에 따른 비용과 편익을 기업과 근로자 각각의 입장에서 따져보면 자명하다.

첫 번째 경우, 즉 근로자의 일반적 인적자본 축적 비용을 기업이 부담했다고 하자. 기업은 훈련으로 인한 생산성 향상 효과를 자신이 누리고 싶어함은 물론이고, 이미 교육훈련 비용을 지불했기 때문에 추가적인 임금지출을 원하지 않는다. 그러나 근로자의 입장에서는 향상된 인적자본이 다른 기업에서도 얼마든지 활용 가능한 것이어서 직장을 옮겨도 무방하며, 실제로 이직할 경우에는 교육훈련을 통해 생산성이 높아졌기 때문에 더 높은 임금을 받을 수 있다.<sup>14)</sup> 결국 근로자 입장에서 최선의

선택은 직장을 옮기는 것이며, 이 경우 해당 근로자의 교육훈련에 소요되는 경비를 부담한 기업은 손실을 입게 된다. 바로 이 때문에 기업은 근로자의 일반적인 인적자본 축적과 관련한 비용을 지불하려 하지 않는 것이다.

이번에는 근로자 스스로가 자신의 일반적 인적자본 축적과 관련한 비용을 부담했다고 하자. 이 경우 근로자는 교육훈련을 통해 생산성이 높아지면 그만큼 임금을 더 받을 수 있게 된다. 만약 현재 근무하고 있는 기업이 추가 임금을 지불하지 않는다면 다른 회사로 이직하면 된다. 반면, 기업은 근로자의 의사결정에 전혀 개입할 필요가 없다. 근로자가 스스로 훈련을 받으면 향상된 생산성만큼 임금을 더 지불하면 되고, 교육훈련을 받지 않으면 기존의 임금을 지불하면 된다. 결국 일반적 교육훈련에 대한 투자결정은 기업과는 무관하며 오로지 근로자에 의해 결정되는 것이다.

## 2) 기업특유의 인적자본

특정 기업에서만 활용할 수 있는 기업특유의 기술이나 지식의 축적에 필요한 교육훈련의 경우, 기업과 근로자가 비용을 나누어 부담하고 따라서 편익도 나누어 가지게 된다.

첫 번째 경우, 즉 근로자가 기업특유의 인적자본을 축적하는데 소요되는 비용을 기업이 부담하는 경우를 생각해 보자. 근로자는 교육훈련을 통해 자신의 생산성이 향상되었음에도 불구하고 이직할 유인이 없다. 일반적 인적자본이 아니라 기업특유의 인적자본이 축적되었으므로 다른 기업으로 옮길 경우 생산성 향상효과가 사라지기 때문이다. 그렇다고 해서 이러한 상황이 균형(equilibrium)은 아니다. 다른 직장으로 이직하더라도

14) 이러한 논의는 물론 직장이동에 따른 한계비용이 이직으로 인한 한계편익, 즉 임금상승분보다 크지 않을 경우에만 성립된다.

현재의 직장이나 이직한 직장이나 임금이 같기 때문에 근로자에게는 아무런 영향이 없다. 반면 기업은 훈련을 시킨 근로자가 이직하게 되면 훈련에 따른 편익을 누릴 수 없기 때문에 손실을 보게 된다. 이러한 사실을 잘 알고 있는 근로자는 자신이 속한 기업에게 추가적인 임금을 요구할 수도 있다. 자신의 요구를 수용하지 않으면 이직함으로써 기업에게 손해를 끼칠 수 있다는 위협(credible threat)을 가할 수 있기 때문이다.

두 번째, 즉 근로자 스스로가 자신이 기업특유의 인적자본을 축적하는데 필요한 비용을 부담하였다고 가정하자. 근로자는 자신이 훈련비용을 부담하였기 때문에 훈련에 따른 편익도 당연히 누리고 싶을 것이다. 기업은 자신이 비용을 부담하지 않았으므로 중립적이다. 즉, 근로자가 훈련을 받지 않았다면 이전과 같은 생산성을 보일 것이고, 따라서 이전 수준의 임금을 지불하면 된다. 반면 근로자 스스로 비용을 부담하여 훈련을 받았다면 높아진 생산성만큼 임금을 올려 주기만 하면 된다. 그러나 이러한 상황 역시 균형은 아니다. 기업이 만약 훈련받은 근로자를 해고하면 기업에게는 아무런 이득이나 손실이 없지만 근로자는 타격을 받게 된다. 다른 회사로 옮겨 갈 경우 기업특유의 훈련에 따른 생산성 제고 효과가 더 이상 나타나지 않기 때문이다. 기업은 이러한 점을 이용하여 근로자를 해고하겠다는 위협을 함으로써 임금상승분을 줄이려고 시도할 수 있다.

이상에서 살펴본 것처럼 기업특유의 교육훈련에서는 기업과 근로자 누구도 비용을 전적으로 부담하려고 하지 않을 것이다. 하지만 교육훈련의 수익이 비용보다 크다면 누군가 비용을 부담하고 근로자를 훈련시키는 것이 바람직하다. 결국 해법은 비용과 편익 모두 기업과 근로자가 나누어 가지는 것인데, 이럴 경우 회사와 근로자 모두가 이익을 얻는다. 그리고 이러한 상황에서는 해고나 자발적 이직을 통한 위협이 존재하지 않으며, 따라서 근로자의 이직은 줄어드는 반면 근속년수는 늘어나게 된다.

### 3) 분석 결과

여기에서는 권역별 인적자본 축적 방식을 파악하기 위해 경력-임금 프로파일, 근속년수-임금 프로파일을 분석한다. 이러한 분석은 은행업, 증권업, 생명보험업 각각에 대한 임금결정 방정식 추정 결과에 기초한 것이다(<표 III-3> 참고).

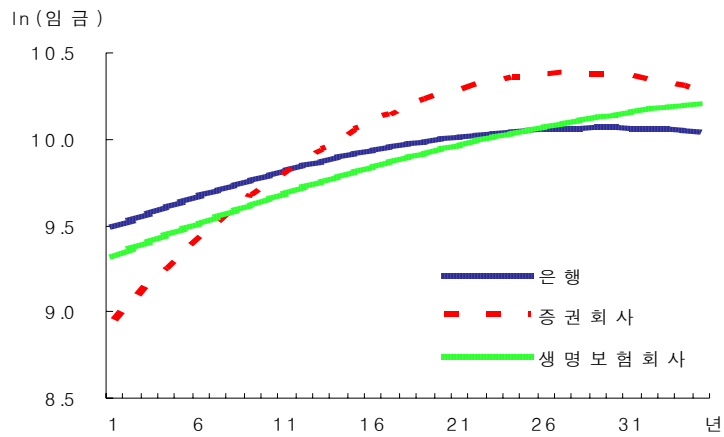
#### 가) 경력-임금 프로파일

일반적 인적자본의 경우 근로자가 이직을 했다고 해서 소멸되는 것은 아니며, 따라서 인적자본의 축적 정도는 근로자가 노동시장 내에 얼마나 머물면서 경험을 쌓았는가에 의해 결정된다. 즉, 노동시장 내 경력변수가 일반적 인적자본의 축적 정도를 반영할 수 있다는 것이다. 노동시장 내 경력이 길수록 일반적 인적자본 축적을 통한 생산성 향상 효과가 커지므로, 경력-임금 프로파일은 우상향하되 상승정도가 체감하는 오목(concave)한 형태를 띠게 된다. 이는 근로자의 경력이 늘어날수록 훈련으로부터 얻는 이익은 체감하는 반면 훈련에 소요되는 비용은 체증함에 따라 근로자들이 훈련에 투입하는 시간이 줄어들기 때문이다.

기업특유의 인적자본에 대한 경력-임금 프로파일은 일반적 인적자본의 경우와 차이가 있다. 기업특유의 인적자본 축적에 소요되는 비용을 기업과 근로자가 분담한다고 해서 훈련개시 시점에서 근로자가 비용을 지불하지는 않는다. 실제로는 일단 기업이 비용을 지불한 다음, 생산성 향상을 반영하여 임금을 올려주는 시점에서 동 비용을 근로자의 임금에서 차감하는 방식을 택하게 된다. 이 때문에 기업특유의 인적자본 축적과 관련된 경력-임금 프로파일은 일반적 인적자본 축적의 경우에 비해 완만하게 나타날 것임을 기대할 수 있다.

<그림 III-1>는 남자 근로자의 경력이 늘어남에 따라서 임금이 어떻게 변화되는지를 보여주고 있는데, 증권업의 경력-임금 프로파일<sup>15)</sup>이 가장 가파르다는 점을 알 수 있다(2004년 기준).

<그림 III-1> 경력 - 임금 프로파일<sup>a)</sup>



a) 2004년, 남자

이는 증권업에서 일반적인 훈련(general purpose training)을 통한 인적자본의 축적이 다른 업종보다 더 많음을 보여주는 결과이다. 이에 비하여 은행업의 경력-임금 프로파일은 금융권역 중에서 가장 완만하게 나타나고 있다. 이러한 점에서 은행업에서는 기업특유의 훈련(firm-specific training)을 통한 인적자본 축적이 상대적으로 활발하다는 점을 알 수 있다. 생명보험업의 경우 은행업과 비슷한 기울기의 프로파일을 보여 주고 있으나 긴 경력을 가지고 있는 경우를 제외하고는 은행

15) 임금결정 방정식에서 경력을 제외한 나머지 변수에는 해당 변수의 평균값을 대입한 후, 경력변수에 1, 2, ...의 값을 차례대로 넣어 도출한 것이다.

업보다 임금수준이 낮다. 반면 증권업의 경우에는 경력이 10년 이하일 때는 은행보다 낮은 임금 수준을 보이지만, 경력이 10년 이상 되면 임금 증가 속도가 빨라 은행보다 높은 임금수준임을 알 수 있다.

지금까지 경력-임금 프로파일을 통해 권역별 인적자본의 축적방식을 살펴보았다. 그러나 현실적으로는 경력-임금 프로파일만을 가지고 어떤 근로자 집단이 더 일반적 인적자본을 가지고 있는지, 아니면 기업 특유의 인적자본을 가지고 있는지를 판단하기는 쉽지 않다. 예를 들어 경력-임금 프로파일이 완만한 이유가 기업특유의 인적자본 축적이 많기 때문일 수도 있지만, 일반적 인적자본의 축적이 이루어지지 않아서 그런 현상이 나타날 수도 있기 때문이다. 따라서 근속년수-임금 프로파일 분석을 통해 다시 한번 확인할 필요가 있다.

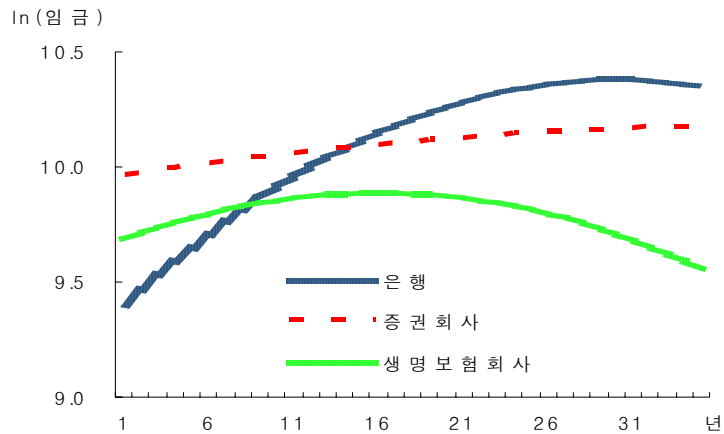
#### 나) 근속년수-임금 프로파일

기업특유의 인적자본 축적이 활발할 경우에는 근속년수, 즉 한 직장 내에서의 근무기간이 길어질수록 생산성이 높아진다. 그리고 이러한 생산성 증대는 임금인상으로 반영되어 근속년수에 따라 임금이 상승하는 패턴을 보이게 된다. 이처럼 근속년수와 주로 관련된 것은 기업특유의 인적자본이며, 따라서 축적되는 인적자본이 기업특유의 것일수록 근속년수에 비례하여 임금은 더욱 가파르게 상승할 것임을 기대할 수 있다. 반면 일반적 인적자본은 근속년수보다는 노동시장 내 경력년수와 주로 관련되어 있으며, 이로 인해 근속년수와 임금프리미엄 간 관계는 상대적으로 약하게 나타날 개연성이 크다.

<그림 III-2>에는 남자 근로자의 근속년수가 늘어남에 따라 임금이 어떻게 변화되고 있는지가 나타나 있는데, 경력-임금 프로파일과는 정반대로 은행업의 임금 프로파일이 가장 가파르다는 점을 알 수 있다. 이

는 경력-임금 프로파일 분석에서 은행업의 임금상승 속도가 가장 완만하게 나타난 이유가 일반적 인적자본 축적이 취약해서라기보다는 기업 특유의 인적자본 축적이 활발하기 때문임을 보여주는 것이다. 구체적으로 은행업에서는 근속년수가 13년 이하일 때는 증권업보다 낮은 임금 수준을 보이지만, 근속년수가 그 이상이 되면 증권보다 높은 임금수준임을 알 수 있다. 생명보험업의 경우에는 근속년수에 따른 임금프리미엄의 상승폭이 작았고, 특히 근속년수가 15년 이상일 경우에는 오히려 근속년수가 늘어날수록 임금이 하락하기 시작하는 것으로 나타났다.

<그림 III-2> 근속년수-임금 프로파일<sup>a)</sup>



a) 2004년, 남자



## IV. 증권산업의 인적자본 개발과 관련한 시사점

---

1. 근로자의 위험 부담 경감
2. 기업특유의 인적자본 육성
3. 투자은행업무와 관련된 일반적 인적자본의 개발



## IV. 증권산업의 인적자본 개발과 관련한 시사점

II장에서 살펴본 바와 같이 국내 증권산업에 종사하는 근로자들은 높은 임금변동성에 노출되어 있다. 또한 III장의 실증분석 결과는 국내 증권산업의 경우 기업특유의 인적자본이 제대로 축적되지 않는다는 점을 보여주고 있다. 이러한 결과는 우리나라 증권산업 발전과 관련하여 다음과 같은 시사점을 제공한다.

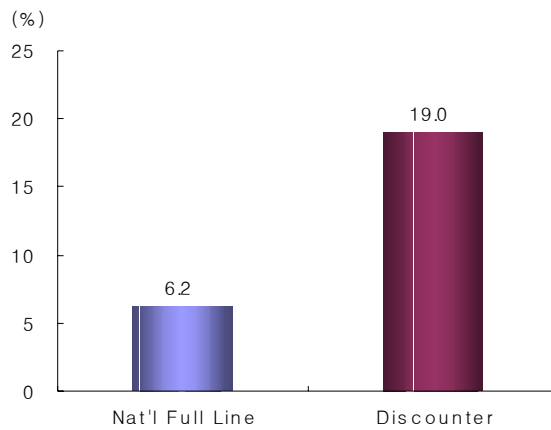
### 1. 근로자의 위험 부담 경감

#### 가. 수익원 다변화

첫 번째 시사점은 근로자들의 과도한 위험부담이 가져올 영향에 관한 것이다. 우리나라 증권회사들은 영세한 규모와 높은 영업위험으로 인해 외부충격의 여파를 충분히 흡수하지 못한 채 상당부분을 근로자에게 전가시키고 있다. 그 결과 증권산업 근로자들은 높은 임금 변동성과 고용불안에 직면하게 되는 것이다. 그러나 근로자들에게 과도한 위험을 부담시킬 경우 귀속감 상실로 인해 단기적 성과 달성에 주력하게 되고, 그 결과 고객의 이익에 반하는 행위(conflict of interest)가 나타날 개연성이 존재한다. 만약 증권산업 종사자의 빈번한 이익상충 행위가 현실화된다면, 고객의 신뢰상실을 야기함으로써 개별 증권회사는 물론 전체 자본시장의 성장까지 제약하는 좋지 못한 결과를 가져올 수 있다. 이러한 점에서 우리나라 증권산업 근로자들이 부담하는 위험의 크기를 줄이는 방안을 강구할 필요가 있다고 하겠다.

우리나라 증권산업 근로자들의 과도한 위험부담은 증권회사의 높은 영업위험, 즉 영업이익의 변동성이 지나치게 높는데 가장 큰 원인이 있는 것으로 보인다. 그리고 이러한 높은 영업이익 변동성은 위탁매매업무에 대한 과도한 의존성에서 비롯된다. 이러한 점에 저부가가치의 위탁매매 업무 일변도에서 벗어나 투자은행업무 및 자산운용업무 등의 활성화를 통해 수익원을 다변화시키는 것이 급선무라 하겠다. <그림 IV-1>에는 미국 증권회사 종류별 인원 변동성이 나타나 있는데, 위탁매매업무만을 영위하는 증권회사(Discouter)에 비해 업무가 다각화된 증권회사(National Full Line)의 인원 변동성이 훨씬 낮다는 것을 알 수 있다. 이는 수익원의 다변화가 영업이익의 변동성을 줄이고, 그 결과 소속 근로자의 고용안정에도 기여할 수 있음을 시사하는 것이다.

<그림 IV-1> 미국 증권회사 종류에 따른 인원 변동성<sup>a)</sup>



a) 인원증가율의 표준편차, 1992년~2001년  
 자료: SIA Securities Industry Fact Book(2002)

## 나. 규모 확대

수익원 다변화 노력과 함께 개별 증권회사의 규모를 늘리는 것도 근로자의 위험부담을 줄이는 효과를 거둘 수 있을 것으로 기대된다. 증권회사의 규모가 커질 경우 외부충격에 대한 대응력이 높아지고 그 결과 근로자에게 전가되는 위험의 크기를 줄일 수 있다는 것이다.

증권회사의 규모 확대는 비용효율성을 높이는 규모의 경제효과를 가져올 수도 있다. 일반적으로 증권산업에서는 규모의 중요성이 크지 않지만, 증권회사의 규모가 아주 작은 영역에서는 예외적으로 규모의 경제효과가 나타나는 것으로 알려져 있다(Goldberg et al.(1991)). 그런데 국내 증권산업의 경우 총자산 규모와 비용효율성 간에 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타나는데, 이는 우리나라 증권산업이 규모의 경제효과가 발생하는 영역에 위치하고 있다는 것을 말한다(신보성(2004b)). 그리고 이는 국내 증권회사의 규모가 지나치게 작다는 점을 시사하는 것이라고 하겠다.

## 2. 기업특유의 인적자본 육성

앞 장의 실증분석을 통해 국내 증권산업에서는 기업특유의 인적자본이 제대로 축적되지 않음을 확인할 수 있었다. 이는 증권산업 고유의 특성에서 비롯된 측면도 일부 있지만, 우리나라 증권산업의 낙후성 역시 인적자본 축적 방식에 상당한 영향을 주었음을 부인하기 어렵다. 효율적 근로자의 잦은 이탈, 위탁매매 일변도의 영업방식 등으로 인해 기업특유의 인적자본 축적이 제대로 이루어지지 못했다는 것이다. 주요 선진국의 경우 처

럼 증권회사의 핵심 경쟁력인 평판이 이미 확보된 상태에서는 기업특유의 인적자본 축적이 갖는 중요성은 상대적으로 크지 않을 수 있다. 증권회사 자체의 평판이 확보된 상태에서는 일부 효율적 근로자의 이탈이 발생하더라도 증권회사의 경쟁력이 영향을 받을 가능성은 높지 않기 때문이다. 그러나 증권산업의 경쟁력이 극도로 취약한 우리나라의 상황에서 기업특유의 인적자본 개발이 이루어지지 않을 경우 심각한 문제가 될 수 있다.

현재 국내 증권회사의 주 수입원인 위탁매매업무, 특히 소매고객을 대상으로 하는 위탁매매업무의 경우 고객이 증권회사를 달리 선택하더라도 결과에 차이가 거의 나타나지 않는 동질적 업무라고 할 수 있다. 따라서 위탁매매업무에서는 증권회사의 평판이 갖는 중요성이 높지 않으며, 비록 중요한 경우라고 하더라도 증권회사 전체보다는 개인이나 특정 팀의 평판이 중요하다. 그러나 투자은행업무의 경우에는 유가증권 인수, 자금조달이나 구조조정 관련 자문, 자산운용 등의 여러 팀이 연계되어 시너지를 발휘하므로 어느 한 개인이나 팀의 평판이 아닌 증권회사 전체의 평판 구축이 필수적이다. 그런데 증권회사의 평판은 해당 증권회사 특유의 유·무형의 영업방식 및 그 결과가 장기간 집적되어 형성된 것이다. 그리고 이러한 영업방식 및 그 결과는 개별 증권회사 특유의 인적자본의 질에 크게 의존한다. 특히 국내 증권회사의 경우 이제부터 경쟁력을 갖추어 나가야 하는 출발점에 위치해 있는데, 이러한 초기 단계에서 기업특유의 영업방식을 제대로 구축하기 위해서는 기업특유의 인적자본 개발이 필수적이라고 하겠다. 기업특유의 인적자본 개발을 위해서는 명확한 경영철학의 정립과 효율적 근로자의 장기근속이 요구된다.

### 가. 경영철학의 정립

일반 기업의 경우에는 그 기업만이 갖고 있는 고유의 기계설비나 기술이 기업특유의 인적자본을 구축하는 하나의 구심점 역할을 수행한다. 즉, 다른 기업에는 존재하지 않는 기계설비와 기술을 제대로 활용하기 위해서는 근로자들 스스로 이들 설비와 기술에 적용되는 능력을 키워나가야 하며, 이 과정에서 기업특유의 인적자본이 개발·축적되는 것이다. 이처럼 다른 회사와는 구별되는 기업특유의 인적자본이 축적되기 위해서는 근로자들이 자신의 인적자본 개발을 위해 기준으로 삼는 무언가가 있어야 한다. 그런데 증권산업의 경우에는 기업특유의 설비나 기술이 존재하지 않으며, 따라서 기업특유의 인적자본 개발의 기준은 설비나 기술 이외의 것이 될 수밖에 없다. 그것은 다름 아닌 근로자가 속한 증권회사 고유의 철학(philosophy)이나 비전(vision)이다. 개별 근로자들이 자신이 속한 증권회사의 철학과 비전에 맞추어 고객, 동료 및 다른 팀과 영업활동을 조율하고 소통하는 방식을 개발시켜 나감으로써 특유의 인적자본이 축적되는 것이다.

예를 들어 투자은행업무를 위해서는 유가증권 인수, 리서치, 자산운용, 리스크관리, 자금조달 등 각각의 팀들이 유기적으로 연계되어 딜(deal)을 완성해 나가야 한다. 이러한 과정에서 증권회사의 철학은 상이한 팀들 간의 의견이 조율되는 하나의 구심점 역할을 담당하게 되는데, 이처럼 영업활동의 세세한 부분까지 철학이 장기간 스며들어 가는 동안에 해당 증권회사 고유의 인적자본이 개발되고 축적되는 것이다. 그런데 이처럼 개별 증권회사의 철학에 맞추어 축적된 인적자본은 다른 증권회사보다는 해당 증권회사에서 더 높은 가치를 지니게 되고, 그 결과 더 이상 범용적인 인적자본에 머물지 않고 개별 증권회사 특유의 인적자본으로 전환된 것이라고 할 수 있다.<sup>16)</sup> 그리고 이렇게 축적된 기업 특유의

인적자본들이 체화된 철학에 근거하여 영업활동을 수행함으로써 증권회사의 평판이 구축되는 것이다. 따라서 향후 투자은행을 지향하는 국내 증권회사들이 평판을 갖추기 위해서는 명확한 철학을 정립하는 것이 시급한 과제라고 하겠다. 명확한 철학이 정립되지 않은 상태에서는 공격적인 보상을 통해 효율적 근로자를 유치하더라도 기업특유의 인적자본 축적으로 연결되기 어렵다. 증권회사 고유의 철학이 부재한 경우에는 개별 근로자의 실적이 기업가치를 증진시키는데 얼마나 기여했는지를 판단할 수 없다. 이에 따라 기업가치 증진여부에 대한 고려 없이 개별 근로자의 실적만을 근거로 보상이 이루어지는데, 이 경우 근로자는 자신이 속한 증권회사의 경영진은 물론 회사 내 다른 팀과의 협력과 조율에 별다른 관심을 기울이지 않게 된다. 그 결과 단기실적 추구, 이직 등이 빈발하게 됨으로써 기업특유의 인적자본 축적이 이루어질 수 없는 것이다.<sup>17)</sup>

평판자본은 근로자의 이직결정에도 중대한 영향을 줄 수 있다. 만약 강력한 평판을 가진 증권회사가 있다면 근로자는 고객유치 과정에서 자신이 속한 증권회사의 평판을 레버리지로 활용하게 된다. 이처럼 증권회사의 평판은 근로자에게 무형의 프리미엄을 제공하며, 따라서 평판이 낮은 증권회사가 다소 높은 임금을 제시하더라도 쉽게 이직을 결정하지는 않을 가능성이 크다. 그러나 국내 증권회사의 경우 평판을 제대로 구축한 곳이 없으며, 이로 인해 근로자들은 조금이라도 더 높은 임금을 제시하는 곳으로 옮겨 다니고 있는 것이다.

16) 물론 증권산업에서는 기업특유의 인적자본이라고 해서 다른 증권회사에 전혀 적용될 수 없는 경우는 별로 존재하지 않는다. 이런 점에서 증권산업의 경우 일반 기업에 비해 인적자본이 특정기업 고유의 것이 되기는 상대적으로 더 어렵다고 할 수 있다. 그리고 이는 증권산업에서 기업특유의 인적자본 축적을 통해 평판을 쌓기가 결코 쉽지 않음을 의미한다.

17) 국내 증권회사들은 업무에서의 특화를 논하기 이전에 명확히 특화된 철학을 정립하는데 더 많은 노력을 기울여야 한다.

### 나. 스톡옵션 등을 통한 장기근속 유도

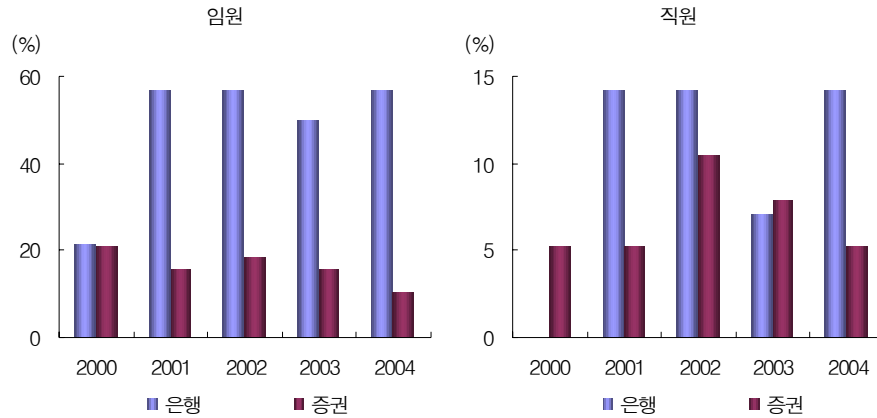
증권산업은 대표적인 인적자본 집약형 산업이다.<sup>18)</sup> 따라서 효율적 근로자의 확보 여부가 개별 증권회사의 경쟁력을 결정짓는 가장 중요한 요소라고 할 수 있다. 특히, 향후 국내 증권산업이 고부가가치의 투자은행업무 및 자산운용업무에서의 경쟁력을 확보하기 위해서는 효율적 근로자의 중요성은 한층 더 높아질 전망이다. 이러한 점에서 기업특유의 인적자본 축적을 위한 두 번째 과제는 효율적 근로자를 장기간 근속하도록 유도하는 것이라고 할 수 있다.

효율적 근로자는 자신의 업무에서의 효율성을 높일 뿐 아니라 긴밀한 연계가 필요한 부문의 효율성도 동반 상승시키는 역할을 수행한다. 효율적 근로자가 장기간 근속할 경우 증권회사의 철학을 영업활동에 효과적으로 반영시키게 되고, 이러한 과정에서 함께 일하는 근로자들도 기업특유의 인적자본을 축적해 나갈 수 있는 것이다. 따라서 기업특유의 인적자본 축적과 이를 통한 평판 구축을 위해서는 효율적 근로자가 장기간 머물 수 있는 보상체계를 마련해야 한다.

이의 대표적인 예로 스톡옵션제도를 들 수 있다. 장기간에 걸쳐 효율적 업무를 수행할 경우 향후 주주로서 증대된 기업가치의 일부를 공유할 수 있다면, 경쟁회사에서 약간 더 높은 임금을 제시하더라도 쉽게 이직을 결정하지는 않을 것이다.

18) 인적자본 집약형 산업의 예로는 법률회사(law firms), 경영자문회사(business consulting firms) 등이 있다. 반면, 물적자본 집약형 산업에는 조선, 철강 등 흔히 장치산업이라고 부르는 업종들이 포함된다.

<그림 IV-2> 은행과 증권산업의 스톡옵션 부여 비중<sup>a)</sup>



a) 보통주식수 비중, 당해연도 취소분 반영  
 자료: 금융감독원

외국의 주요 투자은행들은 대부분 파트너십(partnership) 체제로 출발하였는데, 이러한 파트너십 체제는 경쟁에서 살아남은 근로자에게 주주의 지위를 부여한다는 암묵적 계약(implicit contract)을 통해 효율적 근로자의 장기근속을 이끌어 낸 것으로 평가된다. 이처럼 인적자본 집약형 산업일수록 효율적 근로자의 장기근속을 이끌어내기 위한 보상체계가 필수적인데, 스톡옵션제도는 파트너십제도와 유사한 효과를 거둘 수 있을 것으로 기대된다.<sup>19)</sup> 그러나 우리나라에서 스톡옵션을 부여한 증권회사의 비중은 은행권에 비해서도 낮은 수준에 머물고 있는데, 이는 기업 특유의 인적자본 축적을 위해서는 바람직하지 않은 현상이라고 하겠다.

19) 투자은행 이외에 또 다른 인적자본 집약형 산업에 속하는 법률회사, 경영자문회사의 경우에도 대부분 파트너십 체제를 택하고 있다.

### 3. 투자은행업무와 관련된 일반적 인적자본의 개발

국내 증권산업은 저부가가치의 단순 위탁매매업무에서 고부가가치의 투자은행업무로의 전환을 꾀하는 중대한 전환점에 놓여 있다. 그런데 이러한 전환이 효과를 거두기 위해서는 투자은행업무와 관련된 지식을 갖춘 근로자들이 증권산업 내에 다수 존재해야 한다. 그러나 오랫동안 단순 위탁매매업무에 주력한 결과 투자은행업무를 제대로 수행할 수 있는 인력은 절대적으로 부족한 실정이다. 실제로 증권산업 내에는 위탁매매업무와 관련된 일반적 기술을 가진 근로자들은 풍부하지만, 투자은행 업무에 필요한 일반적 기술을 가진 근로자는 많지 않다. 이러한 점에서 우리 증권산업의 선진화를 위해서는 투자은행 업무 수행을 위한 일반적 인적자본 개발 노력이 시급히 이루어져야 한다.

그러나 증권회사 입장에서는 일반적 인적자본 개발에 적극적으로 나서기 어렵다. 많은 투자를 통해 근로자들의 일반적 인적자본 개발을 지원한 후, 만약 이들이 다른 곳으로 이직하게 되면 기존의 투자분을 회수할 수 없기 때문이다. 따라서 일반적 인적자본 개발은 개별 근로자들의 몫일 수밖에 없는데, 문제는 이를 전적으로 근로자에게 맡겨 두기도 곤란한 상황이라는 데 있다. 증권산업 전체가 수익성 저하로 근로자들에게 위험을 전가하는 상황에서는 일반적 인적자본 개발에 필요한 비용을 개별 근로자들이 홀로 감당하기 어렵다는 것이다. 이러한 상황에서는 누군가가 근로자의 인적자본 개발에 필요한 재원을 보조하는 것이 바람직하다.

그러면 이러한 역할을 누가 담당할 것인가. 개별 증권회사는 교육 후 소속 근로자가 이직할 것을 염려하여 교육에 필요한 투자를 꺼리지만, 투자은행업무를 수행할 수 있는 인력이 늘어나면 증권산업 전체가 혜택을 받게 된다. 이처럼 증권회사 개별적으로는 투자유인이 없지만 투자에 따른 과실은 모든 증권회사가 공유하게 되는 경우, 증권회사들의 지원을

받는 제3자를 활용함으로써 과소투자 문제를 해결할 수 있다. 즉, 증권 회사들이 공동으로 지원하는 제3의 협의체(sector council)가 일반적 인적자본 개발에 필요한 비용을 일정 부분 부담한다는 것이다.<sup>20)</sup>

일반적 인적자본 개발이 투자은행으로의 변신을 꾀하는 국내 증권산업의 경쟁력 제고를 위해서만 필요한 것은 아니다. 향후 자본시장통합법이 도입되어 증권회사의 업무범위가 확대되고 그 결과 자본시장이 활성화된다면, 증권산업의 고용은 크게 늘어날 전망이다. 그러나 이 과정에서 기존에 단순 위탁매매업무를 주로 담당하던 상당수의 인력이 유희인력화될 가능성이 존재하는데, 따라서 이들에 대한 재교육이 중요한 과제로 대두될 수 있다. 이러한 점에서 제3의 협의체를 통한 일반적 인적자본의 개발은 유희인력의 재교육을 통해 고용시장의 안정을 달성하는데도 도움을 줄 것으로 기대된다.

---

20) 제3의 협의체가 될 수 있는 후보로는 증권업협회를 들 수 있다. 혹은 별도의 전문화된 교육기관을 지정한 다음 증권회사들이 공동으로 교육훈련에 필요한 비용을 분담하는 방식도 가능하다.

## 참고문헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

노동부, 2004, 『임금구조기본통계조사』 .

박경서·신보성, 2004, 『우리나라 자본시장 규제 의 선진화 방향』 , 한국증권연구원 연구보고서 04-09.

신보성, 2004a, “자본시장과 은행 간 불균형, 왜 문제인가”, 논단, 『자본 시장포럼』 1권 1호, 한국증권연구원, 111-114.

———, 2004b, “우리나라 증권산업의 문제점과 향후 구조 전망”, 주요 이슈분석, 『자본시장포럼』 1권 2호, 한국증권연구원, 89-99.

———, 2005, 『우리나라 투자은행 업무 활성화를 위한 제언』 , 한국증권업협회·한국증권연구원·맥킨지 공동주최 심포지엄: 우리나라 투자은행 업무 활성화.

신보성·빈기범·김재철, 2004, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형적 발전 필요성』 , 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄: 한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임.

신보성·빈기범·박상용, 2005, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성—금융구조가 산업성장에 미치는 영향을 중심으로』 , 한국증권연구원 연구보고서 05-04.

통계청, 『한국표준산업분류』 .

<해외문헌>

- Anand, Bharat and Alexander Galetovic, 2001, "Investment Banking and Securities Market Development: Does Finance Follow Industry?", *IMF working paper WP/01/90*.
- Becker, Gary, 1975, *Human Capital: A Theoretical Analysis with Special Reference to Education*, New York: Columbia University Press for National Bureau of Economic Research, 2nd ed.
- Diamond, Douglas, 1984, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies* 51, 393-414.
- Goldberg, Lawrence, Gerald Hanweck, Michael Keenan, and Allan Young, 1991, "Economies of Scale and Scope in the Securities Industry", *Journal of Banking and Finance* 15, 91-107.
- Macey, Jonathan and Geoffrey Miller, 1997, "Universal Banks Are not the Answer to America's Corporate Governance 'Problem': A Look at Germany, Japan, and the U.S.", *Journal of Applied Corporate Finance* 9, 57-73.
- Milgrom, Paul and John Roberts, 1992, *Economics, Organizations, and Management*, Prentice-Hall.
- Mincer, Jacob, 1974, *Schooling, Experiences and Earnings*, Columbia University Press, New York.
- Morck, Randall and Masao Nakamura, 1999, "Banks and Corporate Control in Japan", *Journal of Finance* 54, 319-340.

Perotti, Enrico and Ernst-Ludwig von Thadden, 2003, "The Political Economy of Bank and Equity Dominance", Discussion Paper Series No.993914, Centre for Economic Policy Research.

Securities Industry Association, 2002, *Securities Industry Fact Book*.

Townsend, Robert, 1979, "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly-State-Verification", *Journal of Economic Theory* 21, 265-293.

Weinstein, David and Yishay Yafeh, 1998, "On the Costs of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance* 53, 635-672.