

# 자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제

2006. 11

연구위원 강형철  
연구위원 조성훈

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute

## 《 著 者 註 》

금년 우리나라 자본시장, 그리고 증권업 등 관련 금융업계의 최대 화두는 「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」(통합법)의 입법이라고 하겠습니다. 통합법은 우리나라의 자본시장 및 금융투자업을 규율하는 제도적 기반을 근본적으로 재설계하는 것으로서, 자본시장에 “빅뱅”을 가져올 것으로 입법을 추진하고 있는 정부 당국, 업계 등 관계자들은 기대하고 있습니다. 그러나 통합법의 제정은 빅뱅이 일어날 수 있는 최소한의 필요조건을 마련해 주는 것이며, 정말로 빅뱅이 일어나 우리나라의 자본시장과 금융투자업이 국제적인 경쟁력을 갖춘 업그레이드된 모습을 갖추기 위해서는 업계가 담당해야 할 역할 역시 막중하다고 생각합니다. 본 보고서는 통합법의 제정과 같은 법적·제도적 환경의 변화가 자본시장의 발전에 미치는 영향을 계량적으로 분석하여 통합법 제정에 따른 우리나라 자본시장의 미래 모습을 예측해 보고, 통합법이 기대하는 소기의 효과를 달성하기 위하여 금융투자업계에 요구되는 과제가 무엇인지를 도출해 보고자 하였습니다. 본 보고서의 분석 및 제언이 금융투자업계 및 정책·규제 당국의 합리적 판단을 위한 유용한 자료로 활용될 수 있기를 기대합니다.

독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시를 기대합니다. 관련 문의는 아래의 필자들에게 연락하시기 바랍니다.

연락처 수신인: 강 형 철, [hckang@ksri.org](mailto:hckang@ksri.org), 3771-0680

조 성 훈, [buckeye@ksri.org](mailto:buckeye@ksri.org), 3771-0646

# 《 목 차 》

要 約 .....	v
Abstract .....	viii
<b>I. 서론 .....</b>	<b>1</b>
1. 연구의 배경 .....	1
2. 연구의 목적 및 범위 .....	4
<b>II. 통합법이 자본시장에 미치는 효과 .....</b>	<b>5</b>
1. 본 장의 목적 .....	5
2. 경제발전과 금융발전의 관계 .....	6
3. 한국 자본시장의 현주소 .....	8
4. 최근 금융부문 규제 개혁의 세계적 추세 .....	12
5. 한국 금융규제의 국제적 위상과 선진적 금융규제가 자본시장에 미치는 효과 분석 .....	16
6. 요약: 금융규제의 선진화가 자본시장에 미치는 영향 .....	22
<b>III. 통합법과 금융투자업계의 과제 .....</b>	<b>24</b>
1. 금융투자회사의 경제적 기능 업그레이드 .....	24
2. 경제적 기능의 효과적 수행을 위한 과제 .....	29

참고 문헌 ..... 43

< 부 록 1 > ..... 48

## 《 표 목 차 》

<표 I-1> 자본시장통합법의 핵심 내용 ..... 1

<표 II-1> Heritage 금융 및 자본시장 규제의 자유화 지수 ..... 17

<표 II-2> 금융 및 자본시장 관련 규제가 자본시장(시가총액)에  
미치는 영향 분석 결과 ..... 20

<표 II-3> 금융 및 자본시장 관련 규제가 주식시장(거래대금)에  
미치는 영향 분석 ..... 21

<표 III-1> 국내 증권회사 영업용순자본비율 추이 ..... 30

<표 III-2> 글로벌 투자은행과 일본 증권회사의 위험부담 비교 ..... 31

<표 III-3> 국내 증권회사 수익 구성 ..... 34

<표 III-4> 3개 글로벌 투자은행의 투자은행업무 및 자기투자 비중 ..... 34

<표 III-5> 증권회사 임직원 1인당 순영업수익 비교 ..... 38

<표 III-6> 증권회사 임직원 1인당 인건비 비교 ..... 39

<표 III-7> 영업비용 중 인건비의 비중 ..... 40

## 《 그림 목 차 》

<그림 I-1> 자본시장 자금조달 추이 .....	2
<그림 II-1> 금융과 경제발전의 관계에 대한 이론적 접근 .....	7
<그림 II-2> 국내외 자본시장 규모 비교 .....	9
<그림 II-3> OECD 가입 국가별 금융구조 .....	11
<그림 II-4> 금융 및 자본시장 관련 규제와 자본시장 규모의 비교 .....	18
<그림 III-1> 현재의 증권회사의 경제적 기능 .....	26
<그림 III-2> 금융투자회사의 자산변환기능 .....	29
<그림 III-3> 금융투자업 업무 특성의 변화 예상 .....	37

## 《 약 어 표 》

APRA	Australian Prudential Regulation Authority
ASIC	Australian Securities and Investment Commission
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Market Act
FSRA	Financial Services Reform Act
PEF	Private Equity Fund
PI	Principal Investment
SFA	Securities and Futures Act

## 《 要 約 》

- 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(통합법)의 제정은 우리나라의 자본시장과 관련 산업을 규율하는 제도적 틀을 근본적으로 재설계하여 자본시장과 금융투자업을 선진화하고, 경쟁력을 제고하기 위한 노력임
  - 새로운 제도적 패러다임이 우리나라의 자본시장과 금융투자업에 미치는 영향을 평가하고, 기대효과를 달성하기 위하여 필요한 과제가 무엇인지를 모색하여 추진하는 것이 필요

### I. 통합법이 자본시장에 미치는 효과

- 경제학자들은 금융(시스템)의 발전과 경제발전 간에는 양(+)의 상관관계가 있다는 공통된 견해를 보임
  - 국가간 비교를 통해 한국의 자본시장은 경제규모뿐만 아니라 간접금융시장에 비해 발전도가 미흡함을 보이고 있으며, 규제환경을 개선할 경우 자본시장의 성장 잠재력이 큰 것으로 판단됨
- 최근 각국에서 일어나고 있는 금융규제 변화의 추세는 규제 완화(deregulation)와 통합화(integration)임
  - 세계적인 금융규제의 추세와 마찬가지로 한국의 자본시장통합법도 고도화된 산업구조, 금융신상품의 등장, 투자자 요구 등의 환경변화를 수용하는 과정에서 도입된다고 볼 수 있음

- Heritage 재단이 발표하는 “금융 및 자본시장 관련 규제의 자유화 지수”에 따르면 한국의 경우 대부분의 서구 선진국에 비해 제약적 요인이 많은 것으로 나타남
  - 국가간 자료를 이용한 단변량 분석에서 금융규제의 선진화와 자본시장 규모는 양(+)의 상관관계가 있음을 보이며, 회귀분석 결과에서도 금융규제가 선진화될수록 자본시장 발전도가 높다는 일관된 결과를 도출함

## II. 통합법과 금융투자업계의 과제

- 금융투자회사의 경제적 기능을 “brokerage house”적 기능에서 “금융솔루션제공자(financial solution provider)” 역할로 업그레이드
  - 기업고객, 투자자고객에게 금융솔루션을 제공하고, 자본시장 및 금융시스템의 핵심적 참가자로서의 역할 수행
  - 금융솔루션제공자로서의 역할을 담당하는 과정에서 금융투자회사는 자산변환(asset transformation)이라는 경제적 기능을 수행
    - 금융투자회사가 수행하는 자산변환기능의 핵심은 “위험-수익구조(risk-return profile)” 변환임
  - 이러한 기능을 수행하기 위하여 요구되는 과제는 다음과 같음
    - 우리나라 증권회사들은 현재의 자기자본 수준에서도 현재보다 많은 위험을 부담할 수 있는 능력을 보유하고 있으며, 따라서 자기자본 활용의 효율성 제고가 요구됨
  - 아울러 금융투자회사의 특성 및 기능에 합당한 건전성 규제의 개선을 모색하는 것이 필요

○ 수익구조의 변화

- 본격적으로 자산변환기능을 수행하고, 투자은행 업무 방식을 진화시켜 나가려면 자기투자(principal investment)의 비중 증가가 수반됨
- 투자자 고객에 대한 종합적 금융솔루션제공자로서의 역할 제고는 자산관리업무의 강화와 연결되며, 자산관리업무의 잠재적 시장은 크게 확대되고 있음

○ 인력 수준의 고도화를 위한 보상체계 개선

- 현재 국내 증권회사는 저생산성-저보상의 고리를 형성하고 있음
- 금융투자업 인력의 질적 수준을 제고하기 위해서는 다음과 같은 노력이 필요함
  - 보상수준의 제고 및 보상체계의 선진화를 통하여 우수인력에 대해 충분한 인센티브 및 보상을 제공함으로써 고생산성-고보상의 고리로 전환
  - 우수인력 양성을 위한 산업 공동의 노력

## 《 Abstract 》

“Capital Market and Investment Services Act (CMISA),” which is currently in the process of legislation, is expected to provide a totally different regulatory framework for capital markets and investment services industry in Korea, and therefore its impacts on financial sector in Korea will be huge. In this report, we estimate the expected effects of the CMISA on the capital market development in Korea, and also try to identify important tasks which Korean investment services industry should give serious consideration.

Many studies show that economic and capital market development and the development of financial system of a country are positively correlated. They also show that institutional/regulatory factors such as laws governing capital markets have significant effects on the development of financial system and capital market development. Using “Banking and Finance Score” of the “Index of Economic Freedom” by the Heritage Foundation, we find that more advanced financial regulation leads to more developed capital markets. This result suggests that the legislation of the CMISA should be an important step for further development of Korean capital market.

The CMISA is an important advance toward an institutional environment needed for upgraded economic functions of Korea’s investment banks. Under the CMISA, investment banks in Korea are able to play the role of “total financial solution provider” rather than the current role of simple broker. And this role involves an asset transformation function which transform the risk-return profile of assets. We identify three important tasks necessary for Korean investment banks to efficiently perform this economic function. Firstly, Korean investment

banks need to have more aggressive attitude toward risk, which requires more efficient use of equity capital. Secondly, the role of total financial solution provider and asset transformation function require an increase of principal investment in investment banks' revenue. Also financial solution provision for investor customers means the increased importance of wealth management business of investment banks. Finally, the level of compensation should be raised and its scheme should be more closely linked to productivity in order to provide proper incentive and compensation for high quality manpower.

# I. 서론

## 1. 연구의 배경

○ 정부는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장통합법” 혹은 “통합법”이라 함)의 제정을 추진하고 있음

— 통합법은 기존의 자본시장 관련 금융업을 규율하는 7개의 법을 하나로 통합하는 법으로서, 통합법이 새롭게 담고 있는 핵심적 내용은 <표 I-1>과 같음

- 통합 대상 법: 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용업법, 신탁업법, 한국증권선물거래소법, 종합금융회사에 관한 법률, 기업구조조정투자회사법

**<표 I-1> 자본시장통합법의 핵심 내용**

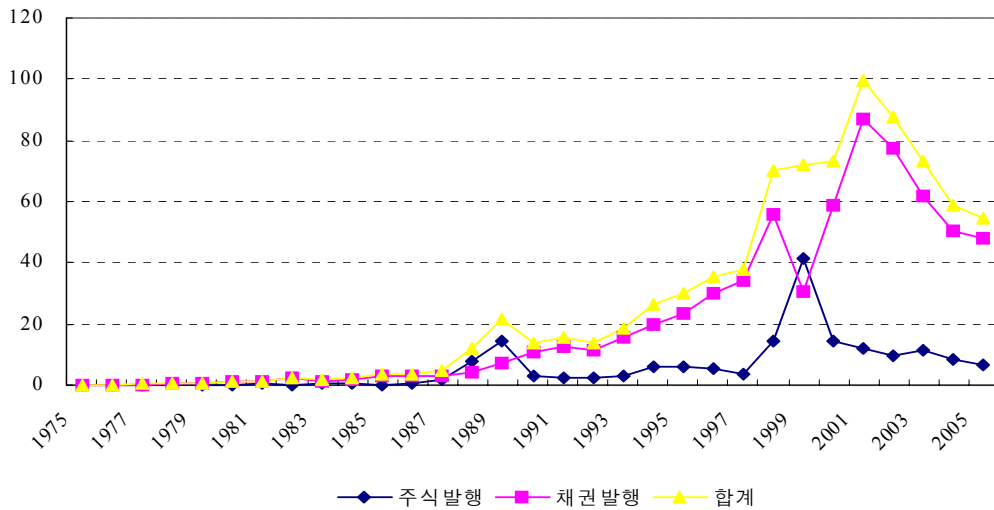
구 분	주요 내용
금융투자상품 범위 확대	- 포괄주의에 의한 금융투자상품 정의 · 원본손실가능성이 있는 모든 금융상품은 '금융투자상품'이 되어 금융투자회사가 취급 가능 · 파생상품과 파생결합증권 기초자산의 범위를 '계량화 가능한 모든 위험'으로 확대
금융투자회사 업무영역 확대	- 금융투자업의 자유로운 경영 허용 · 금융투자업을 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업의 6개로 구분 · 각각의 업별 진입요건을 갖추어 모두 경영할 수 있도록 함
규제체계의 전환	- 기관별 규제에서 기능별 규제로 전환 · 금융투자업 영위 주체에 관계없이 '동일기능 동일규제' 원칙에 따라 통합법상 규율을 적용

○ 통합법 제정의 동인 및 의의

- 자본시장의 자금 중개기능이 부진하고, 자본시장 관련 금융산업의 역량이 취약하여 국민경제가 필요로 하는 금융시스템으로서의 역할 수행이 미흡
- 일례로 <그림 I -1>에서 볼 수 있듯이 자본시장으로부터의 자금조달은 2001년을 정점으로 지속적으로 감소하는 추세임

<그림 I -1> 자본시장 자금조달 추이

(단위: 1조원)



자료: 통계청 증시자금조달상황

- 주식발행 규모는 주식시장 활황기였던 1988~1989년, 1999년에 큰 폭의 증가가 있었으며<sup>1)</sup>, 채권발행 규모는 2001년을 정점으로 점차 감소하는 추세임
- 정부가 제시한 설명에 의하면 통합법의 제정은 위와 같은 현상이 아래와 같은 현행 법제도에 상당부분 기인하며, 이러한 제도 하에서

1) Ritter(1984)는 이러한 현상을 “hot issue markets”이라고 부름

는 자본시장과 금융투자업의 발전과 도약을 뒷받침하기 어렵다는 인식을 기반으로 하고 있는 것으로 보임<sup>2)</sup>

- 증권, 선물, 자산운용 등 금융회사별로 각각 별도의 법률이 존재하고, 개별 법률마다 적용되는 규제가 상이
- 금융회사가 취급할 수 있는 유가증권과 파생상품의 종류가 법령에 제한적으로 열거
- 선진화되고 체계적인 투자자 보호 장치 미흡
- 증권, 선물, 자산운용 등 자본시장 관련 금융업간 겸영 제한

— 통합법의 제정은 이와 같은 제도적 문제점에 대한 인식을 기반으로, 우리나라의 자본시장과 관련 산업을 규율하는 제도적 틀을 근본적으로 재설계하여 자본시장과 금융투자업을 선진화하고, 경쟁력을 제고하기 위한 노력이라는 데서 그 의의를 찾을 수 있음

○ 정부가 통합법의 제정을 통하여 기대하는 효과는 다음과 같음<sup>3)</sup>

- 다양한 신종 금융상품을 개발할 수 있기 때문에 기업에 대한 자금 조달 지원능력이 제고되고 투자자에게는 다양한 금융투자상품을 설계·제공하는 것이 가능해짐
- 겸업화와 대형화를 통해 세계적 수준의 경쟁력을 갖춘 선진 투자은행의 출현
  - 선진 투자은행과 동일한 업무영역을 구현하고, 다양한 금융투자상품의 설계가 가능해짐으로써 선진투자은행과 동등한 영업모델을 선택하는 것이 가능해짐

---

2) 재정경제부(2006) 참고

3) 재정경제부(2006) 참고

- 투자은행업무를 한 회사가 수행함에 따라 경영에 따른 시너지 효과의 창출
- 따라서 통합법의 제정은 우리나라의 자본시장 및 관련 금융업(금융투자업) 뿐 아니라 전체 금융시스템에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상됨
  - 통합법이라는 새로운 제도적 패러다임이 우리나라의 자본시장과 금융투자업에 미치게 될 영향을 평가하고, 통합법이 의도하는 기대효과를 달성하기 위해서 필요한 과제는 무엇인지를 모색하여 추진하는 것이 필요

## 2. 연구의 목적 및 범위

- 통합법의 제정이 자본시장의 발전에 미치는 영향 평가
  - 현재 한국의 경제규모 대비 자본시장 발전도 평가
  - 통합법의 제정을 통한 자본시장 관련 제도의 변화가 자본시장 발전에 미치는 영향에 대한 실증적 분석
- 통합법의 기대효과 달성을 위한 도전 및 과제 도출
  - 금융투자회사가 수행해야 할 경제적 기능 제시
  - 이러한 기능의 수행과 관련하여 금융투자업계(혹은 현재의 증권업계)에 주어지는 도전 및 과제 도출

## II. 통합법이 자본시장에 미치는 효과

### 1. 본 장의 목적

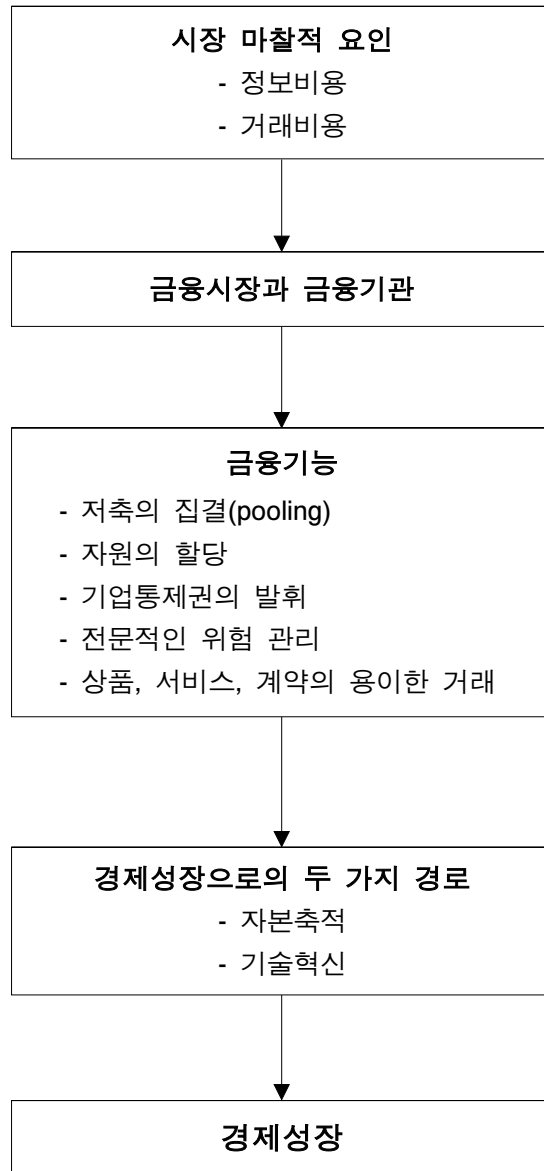
○ 본 장의 목적은 다음과 같음

- ① 경제발전과 금융발전의 관계에 대한 경제학자들의 이론적 견해를 종합적으로 판단하여 국내 금융업 또는 금융시스템이 발전(선진화)해야 한다는 당위적 필요성을 제시함
- ② 다국가간 자본시장 관련 자료를 비교, 분석하여 현재 한국의 자본시장 발전도(capital market development)가 경제규모에 비해 어떠한 수준인가를 다각도로 파악함
- ③ 최근 세계적으로 자본시장 및 금융서비스 산업(financial services industry)에 대한 정책당국의 규제에 큰 변화가 일어나고 있는 바, 그 추세와 원인은 무엇인지 알아봄
- ④ 자본시장통합법을 통한 자본시장 관련 규제의 선진화가 과연 자본시장의 획기적 발전을 유도할 것인가에 대한 질문에 답하기 위해 다국가간 자본시장 및 규제 관련 자료를 이용하여 실증분석을 수행함

## 2. 경제발전과 금융발전의 관계

- 경제학자들 사이에 경제발전과 금융(시스템)의 발전은 양(+)의 상관관계가 있다는 데는 이견이 없으나, 다만 경제발전과 금융발전의 이론적 선후관계에 있어서는 견해의 차이를 보임
  - 한 부류의 학자들은 금융업의 발전은 실물부문으로부터의 변화하는 수요에 따라 경제발전에 반응할 뿐이라고 주장함(Robinson(1952), Lucas(1988))
  - 반면, 다른 부류의 학자들은 금융시스템은 시장마찰적 요인을 완화시켜주기 때문에 저축률, 투자의사결정, 기술혁신에 영향을 미쳐 장기적 경제성장을 유도한다고 주장함(Schumpeter(1911), Gurley and Shaw(1955))
    - <그림 II-1>은 금융기관과 금융시스템의 발전이 경제성장을 유도하는 과정에 대한 논리적인 흐름을 제시함
  
- 후자의 주장을 받아들인다면 실물경제에 비해 금융발전이 취약한 현재의 상황을 고려할 때, 금융시스템의 발전은 경제성장을 이루기 위한 필요조건임
  - 최근 실증연구에 따르면 국가간 자료를 이용하여 더 발전된 금융시스템을 갖춘 국가가 더 빠른 경제성장을 경험한다는 결과가 주류를 이루고 있어 후자의 주장이 지지되는 추세임(King and Levine (1993), Levine(2005))

<그림 II-1> 금융과 경제발전의 관계에 대한 이론적 접근



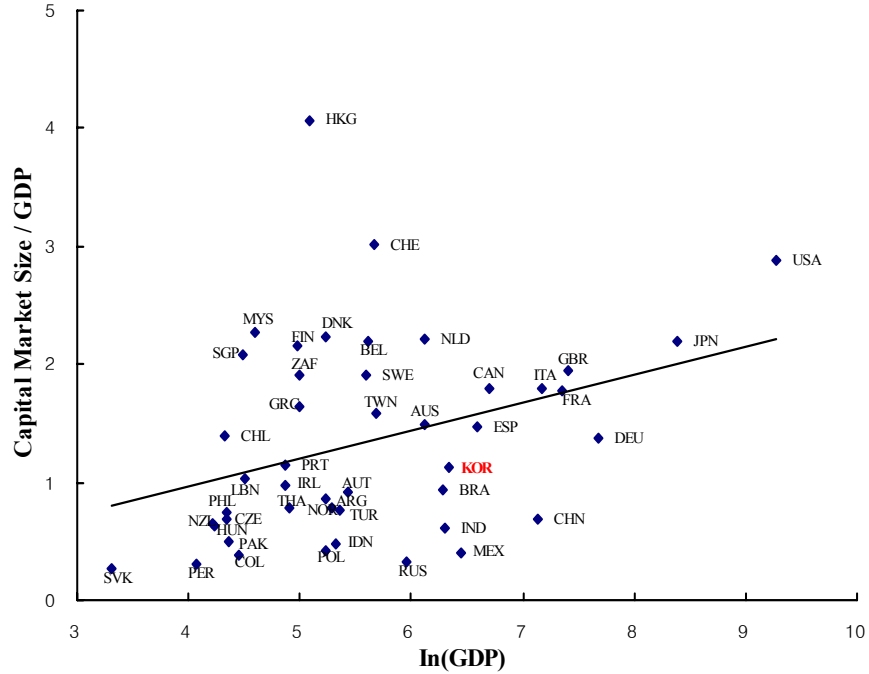
자료: Levine(1997)

- 또한 경제성장을 주도하는 금융시스템으로서 과거 은행 중심의 시스템의 역할을 강조했던 반면, 최근 자본시장(특히 주식시장) 관련 시스템의 역할을 중시하는 추세임(Levine and Zervos(1998), Singh(1997))
- 한편, 자본시장과 은행은 근원적으로 기업에게 다른 금융서비스를 제공하며, 자본시장의 발전은 은행업과 상호 대체적 관계가 아니라 상호 보완적 관계에 있음(Levine and Zervos(1998), 신보성 외(2005))
- 따라서, 현재 추진중인 자본시장통합법은 증권업만의 발전을 위한다기 보다는 전체 금융시스템의 효율화를 위한 출발점으로서 장기적으로는 자본시장의 발전과 경제성장을 이루기 위한 수단으로서 이해하는 것이 바람직함

### 3. 한국 자본시장의 현주소

- 한국의 경제규모에 비하여 자본시장의 규모와 발전도는 미약한 수준임
  - <그림 II-2>는 경제발전과 자본시장 발전의 양(+)의 관계를 국가간 자료를 통해 명확히 보여주고 있고 기존 이론적, 실증적 결과와 일치함
    - $\ln(\text{GDP})$ 와 GDP 대비 자본시장 규모(주식시장+채권시장 시가총액)의 상관계수는 0.35이며 5% 수준에서 통계적으로 유의함

<그림 II-2> 국내외 자본시장 규모 비교



자료: World Bank(2000년~2004년 평균값 이용)

- 한국 주식시장 및 채권시장의 시가총액은 GDP 대비 113% 수준으로, 경제규모 대비 자본시장의 규모는 46개 주요국<sup>4)</sup>의 평균적 수준과 대비하여 낮은 수준임
- 한국을 포함하여 1인당 GDP가 1만달러를 상회하는 25개 선진국의 평균적인 자본시장 규모는 GDP 대비 182%로서 선진국에 비하면 더욱 자본시장 발전도가 미흡한 실정임

4) World Bank의 financial structure database(Beck et al.(1999)의 업데이트 버전)에서 자료의 이용이 가능한 모든 국가를 포함했으며, <부록 1>에 대상 국가를 명시함

- 특히, 자본시장 관련 규제가 선진화된 미국(USA), 영국(GBR)과 최근 자본시장 관련 규제의 통합을 추진한 호주(AUS)<sup>5)</sup>, 홍콩(HKG)<sup>6)</sup>, 싱가포르(SGP)<sup>7)</sup>의 경우 자본시장 규모가 평균적인 추정선(fitted line)을 상회하는 수준을 보임

○ 한국의 자본시장은 금융기관을 통한 간접금융시장에 비해 상대적으로 규모가 작은 실정임<sup>8)</sup>

— <그림 II-3>에 제시된 바와 같이 자본시장과 간접금융시장 규모의 비율로 측정한 금융구조에 따르면, 우리나라의 경우 0.83으로서 23개 OECD 가입국 중에서 19위에 해당

- 이는 우리나라가 자본시장에 비해 은행이 비대칭적으로 발달한 은행 중심의 금융구조를 가진 국가(bank-based economy)임을 나타냄
- 혁신산업 및 고위험산업의 성장에 있어 은행에 비해 자본시장의 역할이 매우 중요하다는 점을 고려하면<sup>9)</sup> 우리나라 자본시장은 현재보다 크게 성장할 필요성이 있음

5) 2001년, 금융서비스개혁법(Financial Service Reform Act: FSRA)

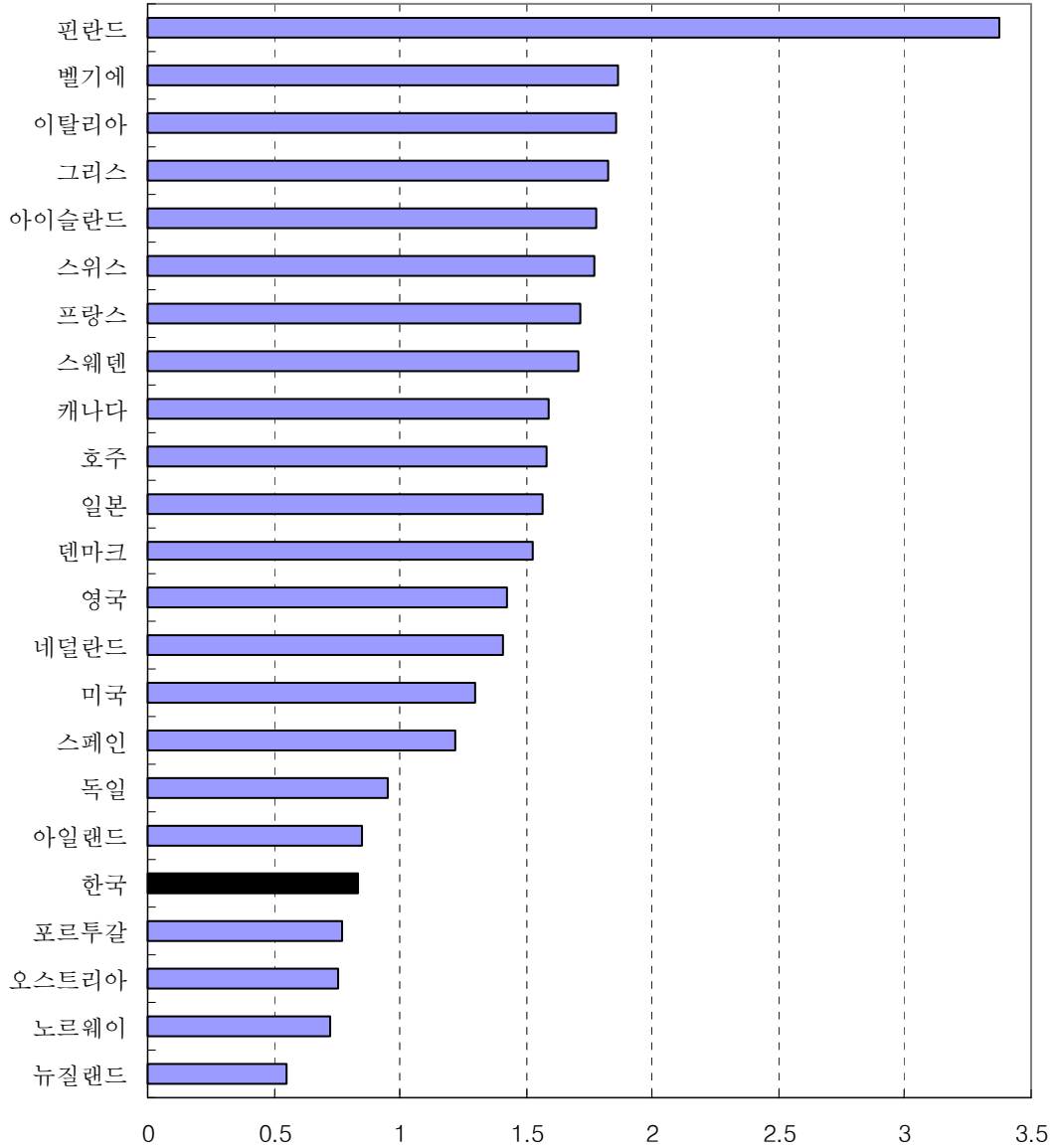
6) 2002년 3월, 증권선물법(Securities and Futures Act: SFA)

7) 2001년, 증권선물법(Securities and Futures Act: SFA)

8) 간접금융시장 규모는 은행 등 예금을 취급하는 금융기관이 비금융 실물부문(nonfinancial real sector)에 대출한 자산규모로 측정함

9) 신보성 외(2005)

<그림 II-3> OECD 가입 국가별 금융구조



주: 금융구조는 "(주식 및 채권시장 시가총액)/(금융기관의 실물부문에 대한 대출자산)"으로 측정함

자료: World Bank(2000년~2004년 평균값 이용)

#### 4. 최근 금융부문 규제 개혁의 세계적 추세<sup>10)</sup>

##### 가. 주요국의 금융부문 규제의 완화와 통합

- 최근 많은 국가에서 금융부문 규제를 완화(deregulation)하거나 부문별 규제를 통합(integration)하는 시도가 진행되어 왔음
  
- 미국은 1999년 “Gramm-Leach-Bliley(GLB) Act”의 시행으로 금융지주회사 제도가 도입됨으로써 은행, 증권, 보험업무, 투자회사업무, 종합금융업무 등 제반 금융업무를 자회사 형태로 영위할 수 있게 됨<sup>11)</sup>
  - GLB Act의 시행으로 1933년 이후 은행과 증권회사가 계열화하여 서로의 업무를 간접적으로 영위하는 것을 원칙적으로 금지해 오던 “Glass-Steagall Act”의 4개 조항 중 2개가 폐지됨<sup>12)</sup>
  
- 영국은 통합금융법을 제정하여 은행·증권·보험의 전 분야에 걸친 금융관련 법제를 통합하는 개혁을 완료함

---

10) 정세창·권순일(2001), 박경서 외(2005) 등 참조

11) 한 금융기관의 본체 내에서 은행, 증권, 보험, 자산관리 등 모든 금융업무를 병행하는 인하우스(in-house) 방식의 겸업체제(universal banking)는 여전히 불허함

12) Glass-Steagall Act의 16조, 21조는 인하우스 형태로 은행과 증권업무를 병행하는 것을 금지하고, 20조와 32조는 은행과 증권회사가 서로 계열화하는 것을 금지하는 내용을 담고 있었으나, GLB Act의 시행으로 20조와 32조가 폐지되었지만 16조, 21조는 그대로 남아 있음

- 1986년에 증권, 선물, 투자신탁, 장기보험상품 등 투자서비스를 대상으로 한 부분통합법인 “금융서비스법(Financial Services Act)”을 제정하였고, 2000년 예금과 보험까지 포괄한 통합금융법인 “금융서비스 및 시장법(Financial Services and Market Act: FSMA)”을 제정하여 금융감독 체제를 단일화
- 호주는 2001년 “금융서비스개혁법(Financial Services Reform Act: FSRA)”을 제정하여 금융상품 취급 관련 인허가, 금융상품 공시 관련 업무행위를 하나의 원칙으로 일원화
  - 인허가 및 공시관련 업무를 제외하고는 개별법(은행법, 보험법 등)을 통해 규제·감독을 하기 때문에 제한된 범위의 통합임
- 싱가포르와 홍콩은 증권 및 선물법을 통합한 “증권선물법(Securities and Futures Act: SFA)”을 2001년과 2002년 각각 제정함
- 일본의 경우 최근 증권, 투신 및 유사사업자에 대한 단일규제법안인 “투자서비스법”의 제정을 추진 중이며 이 법의 규제대상에 은행·보험까지 포함하려는 움직임을 보이고 있으나 실현 여부는 불확실함

## 나. 영국, 호주와 한국의 통합금융법 비교

- 영국은 금융기능별로 진입규제, 건정성규제, 영업행위규제가 금융청(Financial Services Authority: FSA)에 의해 이루어지도록 통합

- 호주는 투자서비스업의 진입규제는 증권투자위원회(Australian Securities and Investment Commission: ASIC)가 담당, 건전성규제는 건전성감독청(Australian Prudential Regulation Authority: APRA)이 별도로 담당
  - 영업행위규제는 판매권유행위, 불공정거래행위, 공시규제를 중심으로 증권투자위원회(ASIC)가 담당하되, 그 외 업무에 대해서는 은행법, 보험법 등 개별법에 의해 규제가 이루어지도록 함
  
- 한국의 경우 투자서비스업에 한정하여 투자자(일반, 전문), 투자상품(증권, 장내파생, 장외파생), 업태(매매업, 중개업, 자산운용업 등)에 따라 구분되는 금융기능별로 단일화된 진입규제, 건전성규제, 영업행위규제를 적용함

#### 다. 금융부문 규제개혁의 동인

- 금융의 통합화, 겸업화 등으로 금융상품 및 금융시장의 영역구분이 불명확해짐으로써 규제·감독체제 변화의 필요성이 대두됨
  - 금융업종간 유사한 금융상품이 등장함에 따라 동일 금융상품에 대한 차별적 규제 문제 및 업종별 규제 차이를 이용한 차익거래(regulatory arbitrage) 문제 등으로 기존 감독정책의 효율성 저하
  - 금융시장의 발전과 금융회사의 경쟁력을 촉진하고 금융소비자의 효용 증가
  
- 미국에서 Glass-Steagall Act의 2개 조항 폐지를 담당했던 당시 연준(Federal Reserve) 의장인 Greenspan은 다음과 같은 주장을 피력함<sup>13)</sup>

- 최근 기술적으로 정교하게 위험을 헤지할 수 있는 신금융상품이 개발되면서 기존 은행, 보험과 증권상품 각각의 특성을 하나의 금융상품으로 묶을 수 있게 됨
  - 이러한 변화는 세계적으로 일어나고 있고, 금융서비스 제공자의 영업방식을 획기적으로 변화시켜 온 바, 현재 미국의 금융시스템으로는 이러한 글로벌 환경의 변화 요구에 순응할 수 없음
  - 동 법의 폐지는 글로벌 금융시장에서 미국 금융기관의 지배력과 경쟁력을 향상시키고, 가장 질 높고 광범위한 영역의 금융상품을 창조하여 미국 소비자(투자자)에게 제공하는 것을 목적으로 함
- 영국의 FSMA는 기존 중앙은행 및 시장자율에 기초한 금융감독정책이 투자자 보호 및 금융감독에 실패하고,<sup>14)</sup> 금융영역간 구분이 모호해짐에 따라 새로운 감독체제 도입의 필요성으로 나타남
  - 호주와 홍콩은 장기적인 국가 전략적 방향으로서 국제금융센터(IFC)의 육성을 표방하고 그 일환으로서 금융시장(특히 자본시장)의 발전을 위해 근본적인 금융개혁을 추진함
  - 위와 같은 해외의 금융통합법이 금융시장 발전, 겸업화 및 글로벌화와 같은 외부적 환경변화에 따른 후발조치로서 도입된 바, 한국의 자본시장통합법도 고도화된 산업구조, 금융신상품의 등장, 투자자 요구 등의 환경변화를 수용하는 과정에서 도입된다고 볼 수 있음

---

13) Stowe and Jenkins(2002)

14) 1995년 베어링은행의 도산과 연금판매 스캔들(1990년대 연금지급 부족 사태) 등

## 5. 한국 금융규제의 국제적 위상과 선진적 금융규제가 자본시장에 미치는 효과 분석

### 가. 금융규제와 자본시장 발전 간의 관계

- 법적·제도적 장치와 금융기관의 발전이 자본시장의 발전을 촉진한다는 많은 증거가 있음
  - La Porta et al.(이하 LLSV(1997, 1998))은 자본시장 발전도의 결정요인으로서 국가별 법적·제도적 차이의 중요성을 강조함
  - Demirguc-Kunt and Levine(1996)와 Demirguc-Kunt and Maksimovic(1996), Beck et al.(2003)은 금융기관의 발전이 주식시장의 발전과 양(+)의 상관관계가 있음을 보임
  
- 국가의 금융 관련 법적·제도적 환경을 계량화한 척도 중의 하나로 Heritage 재단이 발표하는 “금융 및 자본시장 관련 규제의 자유화 지수(Banking and Finance Score)”가 있음
  - Heritage 재단이 1995년 이후 매년 발표하는 각국의 “경제자유화 관련 지수(Index of Economic Freedom)”를 구성하는 하위지수임
  - 동 지수는 각국별로 1~5의 값을 부여받으며, <표 II-1>에 제시된 바와 같이 정부의 금융 및 자본시장에 대한 규제의 정도가 약할수록 1에 가까운 값을, 규제가 강할수록 5에 가까운 값을 취함
  - 즉, 이 지수의 값이 1에 가까울수록 금융 및 자본시장에 대한 정부의 규제가 약하고, 금융기관은 자유롭게 다양한 업무를 수행할 수 있음을 나타냄

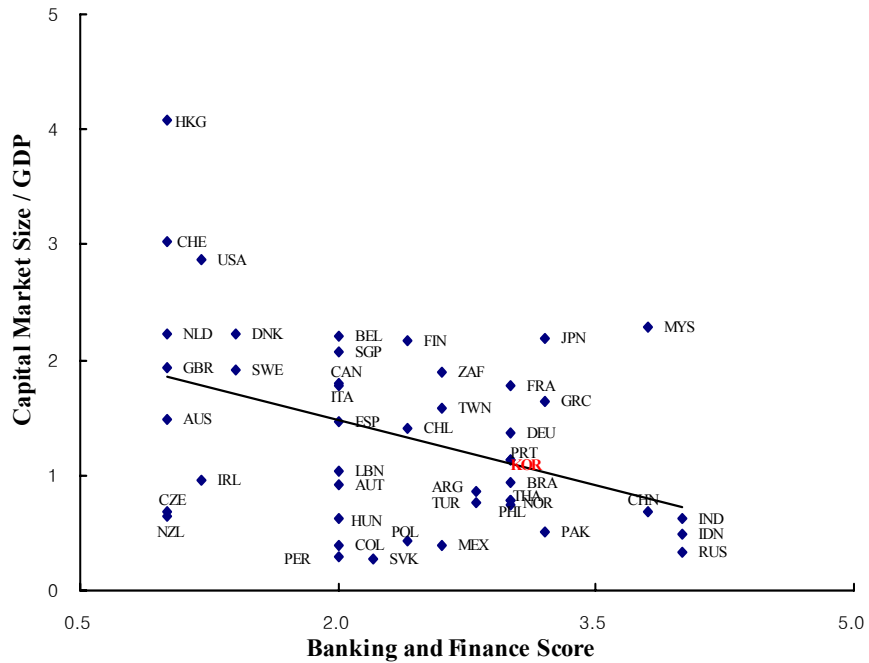
<표 II-1> Heritage 금융 및 자본시장 규제 자유화 지수

점수	규제의 정도	내용
1	매우 낮음	· 금융기관의 정부 소유지분 정도 · 해외 금융기관이 국내 지점 또는 자회사를 설립하는 데 따르는 제약의 정도 · 정부가 신용할당에 미치는 영향의 정도 · 정부가 금융기관의 금융 활동을 제약하는 정도 · 은행, 증권, 보험을 포함한 모든 금융서비스를 영위 하는데 따르는 제약의 정도
2	낮음	
3	중간	
4	높음	
5	매우 높음	

- 한국의 경우 금융 관련 자유화 지수는 3의 값을 갖고 있어 전 세계적으로는 중간 정도에 해당하지만 1 또는 2의 값을 갖는 대부분의 서구 선진국에 비해서는 제약적 요인이 많은 것으로 나타남
  - 동 지수와 자본시장 규모와의 상관계수는 -0.39이고, 1% 수준에서 통계적으로 유의함
  - 따라서 한국의 금융시스템이 선진화되지 못한 데는 서구 선진시장에 비하여 제약요인이 많은 규제환경이 주요 원인의 하나라는 것을 시사함
  - 우리나라 자본시장이 경제규모에 대비하여 작는데, 금융 관련 규제 환경을 개선할 경우 자본시장 성장잠재력이 클 것으로 판단됨
  
- 현재 정부가 추진 중인 자본시장통합법에는 금융투자상품을 포괄적으로 정의하고, 금융투자업간 겸영을 허용하는 내용을 담고 있어 상기한 한국의 금융 관련 자유화 지수는 현재보다 하락할 것으로 기대됨

- 자본시장통합법을 통해 상기한 금융 관련 자유화 지수의 내용 중에서 “정부가 금융기관의 금융활동을 제약하는 정도”와 “모든 금융서비스를 영위하는데 따르는 제약의 정도”가 완화될 것임

<그림 II-4> 금융 및 자본시장 관련 규제와 자본시장 규모의 비교



자료: World Bank, Heritage Foundation(2000년~2004년 평균값 이용)

## 나. 회귀분석 추정 결과

- 본 소절에서는 통합법의 제정이라는 금융규제의 변화가 우리나라 자본 시장 발전에 미치는 영향을 회귀분석을 통하여 추정함

○ 회귀분석 모형은 다음과 같이 설정함

- 자본시장 발전도의 설명변수로서 GDP와 1인당 GDP 성장률, 그리고 법적 규제 변수를 도입한 LLSV(1997)의 실증분석 모형을 기반으로 함
  - LLSV(1997)의 법적 규제 변수 대신에 금융 관련 자유화 지수를 핵심 설명변수로 사용함
  - 자본시장 발전도를 대응하는 변수로서 LLSV(1997), Rajan and Zingales(2003) 등의 많은 연구에서 사용되는 주식과 채권의 시가총액과 주식시장 거래대금을 사용함
  - 설명변수로 사용되는 1인당 GDP 성장률은 1971년부터 2004년까지의 연평균 성장률을 사용하고, 이외에 2000년~2004년, 1994년~2004년의 다른 기간을 적용하더라도 결과는 유지됨
- 모든 변수는 2000년부터 2004년까지의 5개년 동안의 평균값을 사용
  - 종속변수로 사용되는 시가총액 및 거래대금은 연도별 변동성이 설명변수에 비해 매우 커 변수의 안정화를 위한 방편임

○ 주요 회귀분석 결과는 다음과 같음

- 금융 및 자본시장 관련 규제의 선진화가 자본시장 규모로 측정된 자본시장 발전도에 미치는 긍정적 효과는 각국의 경제규모와 경제성장률을 통제하더라도 유지됨
  - 46개국의 전체 표본을 대상으로 분석한 결과 금융 관련 자유화 지수의 계수값은 -0.436으로서 1% 수준에서 유의하여 금융규제의 선진화가 자본시장의 성장으로 이어질 수 있음을 시사함

- 한편, 1인당 GDP가 1만달러 이하의 국가에서는 금융 관련 자유화 지수의 계수값에 유의성이 사라져, 이러한 결과가 주로 1인당 GDP가 1만달러 이상인 선진국에서만 나타나는 현상임을 알 수 있음

**<표 II-2> 금융 및 자본시장 관련 규제가 자본시장(시가총액)에 미치는 영향 분석 결과**

	전체	1인당 GDP > 1만달러	1인당 GDP < 1만달러
상수항	0.7371 (1.32)	1.3616 (1.58)	0.9357 (1.41)
ln(GDP)	0.2486*** (2.89)	0.1750 (1.44)	-0.1225 (-0.77)
1인당 GDP 성장률	0.0963 (1.31)	0.0718 (0.63)	0.0365 (0.43)
금융 관련 자유화 지수	-0.4360*** (-3.64)	-0.4004** (-2.16)	0.1343 (0.70)
R-squared	0.3355	0.2179	0.0545
표본수	46	25	21

주: 1) 종속변수는 주식과 채권의 시가총액을 합한 값임  
 2) ( )안의 값은 t-값이며, \*\*\*와 \*\*는 각각 1%와 5% 수준에서 유의함을 나타냄

— 금융 및 자본시장 관련 규제의 선진화가 자본시장 발전도에 미치는 효과는 자본시장 발전도를 주식시장 거래대금으로 측정하더라도 앞서의 결과가 동일하게 유지됨

- 전체 표본을 대상으로 한 분석에서 앞서 자본시장 규모 모형의 결과와 달리 1인당 GDP 성장률이 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 보여 경제성장이 주식시장 활성화에 기여할 수 있음을 나타냄

- 금융 관련 자유화 지수의 계수값은 -0.31로서 앞서의 결과보다 소폭 하락하지만 여전히 금융규제 선진화가 자본시장에 미치는 영향이 큼
- 여전히 금융규제 선진화가 자본시장 발전도에 미치는 긍정적 영향이 선진국에 한정된 것이라는 앞서의 결과가 유지됨

**<표 II-3> 금융 및 자본시장 관련 규제가 주식시장(거래대금)에 미치는 영향 분석**

	전체	1인당 GDP > 1만달러	1인당 GDP < 1만달러
상수항	-0.3449 (-0.87)	-0.4931 (-0.71)	-0.1379 (-0.58)
ln(GDP)	0.2346*** (3.84)	0.2548** (2.59)	-0.0141 (-0.25)
1인당 GDP 성장률	0.1524*** (2.91)	0.2490** (2.71)	0.0289 (0.95)
금융 관련 자유화 지수	-0.3134*** (-3.68)	-0.3863** (-2.58)	0.1308* (1.90)
R-squared	0.4367	0.4037	0.3244
표본수	46	25	21

주: 1) 종속변수는 주식의 거래대금임

2) ( )안의 값은 t-값이며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%와 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

## 6. 요약: 금융규제의 선진화가 자본시장에 미치는 영향

- 국가간 비교를 통해 한국은 경제규모에 비하여 자본시장의 규모와 발전도는 미약하다는 것을 보임
- 상호 내생적 관계에 있는 한국의 경제와 자본시장이 균형을 이루면서 발전해 나아가기 위해서는 자본시장 관련 규제의 선진화가 필수적인 전제조건임
  - 국가간 비교를 통해 한국의 자본시장은 간접금융시장에 비해 발전도가 미흡함을 보였고, 자본시장의 발전을 위해서는 위험을 전문적으로 부담하고 다룰 수 있는 금융회사, 즉 자본시장통합법상의 금융투자회사가 필요함
  - 향후 금융투자회사는 위험의 평가(valuation) 능력, 위험의 헤지(hedge) 능력, 증권설계(security design)를 통한 위험의 상품화 능력을 갖추어야 함
- 최근 각국에서 일어나고 있는 금융규제 변화의 추세는 규제 완화와 통합화임
  - 선진화된 시장에서는 은행·증권·보험의 업권간 경계를 허무는 추세이며 이는 거래비용 및 정보비용의 절감과 고객의 편의를 제공하는 데 많은 이점을 갖고 있음
  - 금융규제의 변화는 금융의 통합화, 겸업화 등으로 금융상품 및 금융시장의 영역구분이 불명확해짐으로써 규제·감독체제 변화의 요구에 따라 일어남

- Heritage 재단이 발표하는 금융 관련 자유화 지수에 따르면 한국의 경우 전 세계적으로는 중간 정도에 해당하지만 대부분의 서구 선진국에 비해서는 제약적 요인이 많은 것으로 나타남
  - 국가간 자료를 이용한 단변량 분석에서 동 지수를 이용한 금융규제의 선진화와 자본시장 규모는 양(+)의 상관관계가 있음을 보임
  - 회귀분석 결과에서도 동 지수가 하락할수록(금융규제가 선진화될수록) 자본시장 발전도가 높다는 일관된 결과를 도출함
  
- 이상의 결과에 따르면 현재 정부가 추진 중인 자본시장통합법이 세계적인 금융규제의 추세를 따라가기 위한 첫걸음으로 파악할 수 있으며, 자본시장 발전을 위한 정부의 추진배경도 적절한 것으로 평가됨

### III. 통합법과 금융투자업계의 과제

#### 1. 금융투자회사의 경제적 기능 업그레이드

##### 가. 금융투자회사의 의의

- 통합법상 금융투자회사는 자본시장 관련 금융업(즉 금융투자업)을 전문으로 영위하는 금융회사를 의미함
  - 기존의 증권업, 선물업, 자산운용업의 내부 겸영이 허용되면서 통합법에서 정의하고 있는 6개의 금융투자업을 영위하는 금융회사를 “금융투자회사”라 지칭
  
- 금융투자회사는 그 본질상 실질적으로 투자은행(IB)을 의미한다고 볼 수 있음
  - 통합법의 중요한 제정 목적의 하나는 우리나라에서도 본격적인 투자은행이 등장할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 것임
  - 그리고 한국의 투자은행으로서의 역할을 담당할 것으로 기대하고 있는 금융회사가 금융투자회사임<sup>15)</sup>

---

15) 이러한 의미에서 6개의 금융투자업 중 어느 하나라도 영위하는 금융회사를 모두 금융투자회사로 보고, 명칭을 사용할 수 있게 할 것인지, 투자은행업무를 포함한 몇 개 이상의 금융투자업을 동시에 영위하는 경우에만 금융투자회사로 볼 것인지는 아직까지 명확하지 않음. 본 보고서에서는 금융투자회사는 곧 투자은행을 의미하는 것으로 간주하고 논의를 전개함

## 나. 금융투자회사가 수행해야 할 경제적 기능

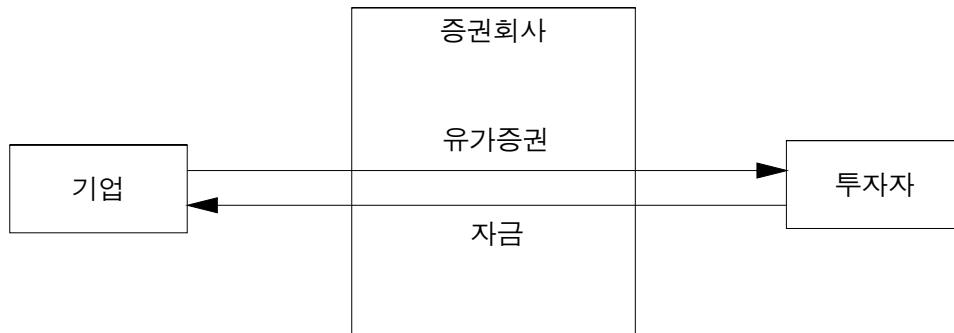
### 1) 현재 국내 증권회사의 경제적 기능

- 현재 자본시장 관련 금융업 중에서 투자은행과 가장 근접한 업무영역을 담당하고 있는 것은 증권회사임
  - 선물업, 자산운용업, 투자일임업, 투자자문업, 신탁업은 취급하는 상품 및 업무의 성격상 투자은행업무를 영위하는 것으로 볼 수 없음
  - 따라서 이하에서는 현재의 증권회사가 통합법 하에서 금융투자회사로 발전할 가능성이 가장 높다는 가정 하에 논의를 전개함
  
- 현재 국내 증권회사가 수행하고 있는 경제적 기능은 단순한 중개자 (broker)로서의 범위를 넘지 못하고 있음
  - 일반 투자자들에게 증권회사는 곧 “brokerage house”를 의미하는 것으로 인식되고 있는 것이 현실임
  - 또한 증권회사도 업무 및 상품에 대한 현재의 매우 제한적으로 규정된 틀 안에서 중개 기능 이상의 경제적 기능 수행에 대한 전략적 비전을 갖기 어려움
  
- 본질적 중개업무인 위탁매매업무 외의, 유가증권의 인수와 같은 투자은행업무에서도 현재 증권회사가 수행하고 있는 역할은 실질적으로 중개자에 그치고 있음

- 유가증권을 발행하여 자금을 조달하려는 기업과 유가증권에 자신의 자금을 투자하려는 투자자를 단순하게 연결시켜 주는 기능
- 현행 법규 하에서 기업이 발행할 수 있는 금융상품(유가증권)과 투자자에게 제공될 수 있는 금융상품은 사전적으로 정해져 있음

○ 현재의 국내 증권회사의 경제적 기능을 도시하면 <그림 III-1>과 같음

<그림 III-1> 현재의 증권회사의 경제적 기능



## 2) 금융투자회사가 담당해야 할 경제적 기능

○ 금융투자회사에게 요구되는 역할은 “brokerage house”적 기능에서 벗어난 “금융솔루션제공자(financial solution provider)”임<sup>16)</sup>

- 기업고객에 대한 금융솔루션 제공
  - 기업 특성과 요구에 부합하는 자금조달상품의 설계, 인수, 발행
  - M&A, 기업구조조정 등 금융자문 제공

16) 조성훈(2005), 김형태(2006)

— 투자자 고객에 대한 금융솔루션 제공

- 투자자의 위험선호 및 요구에 부합하는 투자상품의 설계, 제공
- 위탁매매 서비스
- 자산관리(wealth management) 등

— 자본시장 및 금융시스템의 핵심적 참여자로서의 역할

- 위험의 부담 및 상품화: 현재 금융을 포함한 우리나라 경제에서는 위험을 전가하려는 주체에 비하여 위험을 부담하려는 주체가 절대적으로 부족한 실정임<sup>17)</sup>
- 자기투자(principle investment: PI), 사모투자전문회사(PEF) 등을 통한 직접 참여

○ 금융솔루션제공자로서의 역할을 담당하는 과정에서 금융투자회사가 수행하게 되는 경제적 기능의 본질은 자산변환(asset transformation)임

— 일반 상업은행의 경우 다수의 소액·단기 예금을 수취하고, 소수의 거액·장기 대출을 제공하는 과정에서 자산변환기능을 수행

- 상업은행이 수행하는 자산변환기능은 금액변환, 만기변환, 신용 대체의 세 가지로 구분해 볼 수 있음<sup>18)</sup>

— 금융투자회사 역시 효과적으로 금융솔루션을 제공하기 위해서는 자산변환기능을 수행해야 할 것임<sup>19)</sup>

---

17) 김형태(2006)

18) 오세경 외(2001)

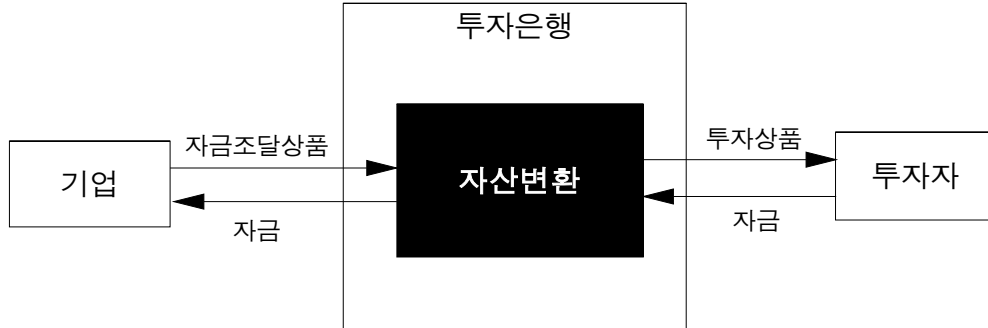
19) 상업은행의 자산변환은 은행이 대출자산의 매각(회수)이 이루어지지 않는 경우라도 예금인출에 언제든지 응한다는 암묵적인 보증에 기초한 자산 속성의 화학적 변화라는 점에서 금융투자회사의 기능과 동일하게 보기는 곤란함. 다

- 금융투자회사가 수행하는 자산변환기능의 핵심은 “위험-수익구조 (risk-return profile) 변환”임
  - 금융투자회사는 기업의 상태를 정확하게 분석하여 자금조달을 위한 가장 합당한 금융투자상품을 개발, 설계하여 제공
    - 또한 금융투자회사는 자신의 자금으로 기업이 발행한 금융투자상품을 인수함으로써 기업에 자금을 공급하고, 위험을 부담
  - 동시에 금융투자회사는 투자자들의 다양한 선호(주로 위험에 대한 태도)를 충족시킬 수 있는 금융투자상품을 개발, 설계하여 판매
  - 금융투자회사와 기업을 연결하는 상품과 금융투자회사와 투자자를 연결하는 상품은 동일한 것이 아님
    - 금융투자회사는 기업으로부터 인수, 보유하고 있는 자산을 여러 가지 금융공학적 과정을 거쳐 새로운 위험-수익구조를 갖는 자산으로 만들어 투자자에게 제공
  - 이와 같은 자산변환의 과정에서 금융투자회사는 자신이 부담하는 위험을 투자자들에게 분산함으로써 헤지할 수 있음
  - 자산변환기능을 수행하는 금융투자회사의 경제적 기능을 도시하면 <그림 III-2>와 같음

---

만 자산의 중요한 속성을 변환시킨다는 보다 일반적인 의미에서 자산변환이라는 용어를 사용함

<그림 III-2> 금융투자회사의 자산변환기능



- 금융투자회사가 범위의 경제 효과를 가질 수 있는 제도적 여건 필요
  - 금융투자회사가 자산의 위험-수익구조 변환 기능을 수행하면서 금융솔루션제공자로서의 역할을 제대로 감당하기 위해서는 금융투자상품의 창안·설계, 운용, 판매의 일련의 과정을 유기적으로 통합하여 시너지를 창출할 수 있어야 함
  - 통합법은 그렇게 할 수 있는 제도적 여건을 제공

## 2. 경제적 기능의 효과적 수행을 위한 과제

- 본 소절에서는 통합법에 의하여 제공되는 새로운 제도적 여건에서 금융투자회사가 소기의 경제적 기능을 효과적으로 수행하기 위해서 해결해야 할 과제를 제시함
  - 특히 선도적 대형금융투자회사로의 발전에 상대적으로 근접해 있다고 생각되는 3개 대형사에 대해서는 별도의 통계치를 제시

## 가. 적극적 위험부담 및 관리

- 금융투자회사가 자산변환기능을 효과적으로 수행하기 위해서는 보다 적극적으로 위험을 부담하려는 태도가 필요함
  - 금융투자회사는 기업고객이 자금조달을 위하여 발행하는 금융투자상품을 자신의 자금으로 인수하거나, 위험을 전가하려는 주체에게 위험 관리 상품을 제공함(상품의 발행자(writer)가 됨)으로써 위험을 부담
  
- 현재 우리나라의 증권회사들은 과도한 위험회피 성향을 보이고 있음
  - 증권회사의 위험부담 수준을 간접적으로 평가할 수 있는 영업용순자본비율은 2006년 3월말 현재 평균 611%로 적기시정조치 발동 기준인 150%를 훨씬 상회하고 있음
    - 3개 대형사의 영업용순자본비율이 여타 증권회사에 비하여 더욱 높아 이들 대형사들의 위험회피 성향이 더 강한 것으로 나타남

<표 III-1> 국내 증권회사 영업용순자본비율 추이

(단위: %)

	2004. 3.	2005. 3.	2006. 3.
국내사 전체	492	475	611
국내 3대사	555	543	717

주: 3대사는 대우증권, 삼성증권, 우리투자증권임  
 자료: 금융감독원

- 또한 이는 우리나라와 유사한 영업용순자본비율 규제를 적용하고 있는 일본의 대형 증권회사와 비교해도 현저하게 높은 수준임

- 2005 회계연도말 현재 영업용순자본비율은 노무라증권 245%, 다이와증권 324%<sup>20)</sup>
- 노무라, 다이와 등 일본의 2개 증권회사와 Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch 등 3개 글로벌 투자은행의 자기자본 1단위당 1일 VaR(value at risk) 크기는 큰 차이를 보이지 않고 있음

**<표 III-2> 글로벌 투자은행과 일본 증권회사의 위험부담 비교**

	Goldman Sachs	Morgan Stanley	Merrill Lynch	노무라	다이와
1일 VaR/ 자기자본	0.30	0.32	0.11	0.34	0.25

주: 2005 회계연도말 기준임  
자료: 각사 annual report

- 따라서 우리나라 증권회사들은 글로벌 투자은행 및 일본 증권회사와 비교해 볼 때 부담하는 위험의 크기가 매우 작다는 추론이 가능
- 현재의 자기자본 활용의 효율성 제고가 필요<sup>21)</sup>
  - 우리나라 증권회사들은 현재의 자기자본 수준에서도 현재보다 많은 위험을 부담할 수 있는 능력을 보유하고 있음
  - 우리나라 증권회사들은 자기자본을 저위험-저수익 중심으로 운용하고 있으며, 이를 보다 고위험-고수익 운용으로 전환할 필요가 있음

20) 각사 홈페이지의 공시자료

21) 신보성(2005) 참조

- 위험부담 기능 및 능력 제고를 위하여 자기자본의 확대가 요구되고 있으나, 그와 더불어 현재의 자기자본을 보다 효율적으로 활용하려는 노력 역시 필요함을 시사
  - 아울러 금융투자회사의 리스크 관리 역량의 제고가 중요한 과제로 등장하게 됨
- 금융투자회사의 위험부담기능 제고와 관련하여 영업용순자본비율을 중심으로 한 건전성 규제의 개선을 검토할 필요가 있음<sup>22)</sup>
- 증권회사의 문제가 금융시스템 전반의 리스크로 연결될 가능성은 은행에 비하여 매우 낮으며, 이는 금융투자회사의 경우에도 마찬가지임
  - 또한 금융투자회사의 투자자 고객의 자산은 금융투자회사 자체의 리스크로부터 거의 완전하게 차단되어 있음
  - 금융투자회사가 갖는 이와 같은 특성 및 요구되는 경제적 기능을 종합적으로 고려하여 건전성 규제의 개선을 모색할 필요가 있음

## 나. 수익구조의 변화

- 금융투자회사가 보다 많은 위험을 부담하면서 종합적 금융솔루션제공자로서의 역할을 수행하는 것은 수익구조를 변화시키게 될 것임
- 특히 기업고객과 관련해서는 자기투자(principal investment), 투자자 고객과 관련해서는 자산관리(wealth management)의 중요성이 증대될 것으로 예상됨<sup>23)</sup>

<sup>22)</sup> 한국증권연구원(2000), 신보성·박경서(2004) 참조

## 1) 자기투자(principal investment)

- 기업고객에 대한 종합적 금융솔루션제공자로서의 역할 수행은 자기투자의 확대와 연결됨
  - 금융투자회사는 기업이 발행하는 자금조달상품을 자신의 자금으로 인수함으로써 투자위험을 부담
  - 인수업무 뿐 아니라 M&A에 있어서도 금융투자회사는 직접 혹은 PEF를 통하여 거래의 중개자가 아닌, 거래의 당사자(인수자)가 됨
  
- 국내 증권회사의 경우, 자기투자는 시작 단계로서 수익에서 차지하는 비중은 아직까지 크지 않은 것으로 보임
  - 증권회사의 수익항목 중 자기투자로부터의 수익을 포함하고 있는 자기매매 부문이 전체 순영업수익에서 차지하는 비중은 18% 수준이며, 증권회사의 규모가 커질수록 작아지는 경향을 보임
    - 그러나 국내 증권회사의 자기매매 부문은 대부분 단기적인 보유 유가증권의 매매가 차지하며, 보다 장기적인 관점에서 이루어지는 진정한 자기투자의 비중은 작은 것으로 알려져 있음

---

23) “Principal investment”의 번역으로 “자기자본투자”는 자기자본 뿐 아니라 부채로 조달된 자금도 투자에 사용될 수 있기 때문에 정확하지 않으며, “직접 투자”는 “간접투자”, 혹은 “포트폴리오투자”의 반대개념으로 사용되고 있어 혼란의 가능성이 있고 또한 정확한 의미를 전달하지 못한다고 판단되어 “자기투자”라는 용어를 사용함

**<표 III-3> 국내 증권회사 수익 구성**

(단위: %)

	대형사	3대사	중형사	소형사	전체
위탁매매	65.9	65.3	48.4	41.0	59.3
펀드판매	7.1	5.3	18.9	9.0	10.8
자산관리	0.5	0.7	0.3	0.0	0.4
투자은행	3.8	5.0	6.3	9.8	4.9
자기매매	14.8	11.4	22.5	36.4	18.3
기타	7.8	12.2	3.5	3.8	6.3

- 주: 1) 2005 회계연도 기준임  
 2) 증권회사 규모별 분류는 2003~2005 회계연도 기간 중의 순영업수익 순위를 기준으로 하였으며, 2005 회계연도 말 현재 대형 8개, 중형 14개, 소형 12개사임  
 3) 각 부문이 순영업수익에서 차지하는 비중임  
 4) 각 그룹별 증권회사의 합계치를 사용하여 계산된 비율임  
 5) 순영업수익=영업수익-판매비와 관리비를 제외한 영업비용  
 6) 자산관리=자산관리수수료  
 7) 투자은행=인수 및 자문

자료: 금융감독원의 분기별 사업보고서에 의하여 재구성, 집계

○ 글로벌 투자은행들의 경우, 자기투자는 전체 수익에서 인수, 자문 등 전통적 투자은행업무 이상의 큰 비중을 차지하고 있음

— 대표적인 전형적 투자은행인 Goldman Sachs의 경우, 전통적 투자은행업무가 전체 수익에서 차지하는 비중은 15%인 반면, 자기투자 및 자기매매 부문의 비중은 66%에 달함

**<표 III-4> 3개 글로벌 투자은행의 투자은행업무 및 자기투자 비중**

(단위: %)

	Goldman Sachs	Morgan Stanley	Merrill Lynch
Investment banking	14.8	14.4	13.8
Trading and PI	66.0	31.2	13.8

- 주: 1) 2005 회계연도 기준임  
 2) 각 부문이 순영업수익에서 차지하는 비중임  
 3) Investment banking에는 인수업무와 자문업무가 포함됨

자료: 각사 annual reports

- 자기투자는 투자은행업무와 별개로 이루어지는 것이 아니라, 투자은행 업무 방식의 진화와 함께 증가하게 됨
  - 전통적인 인수, 자문 등의 투자은행업무는 금융투자회사가 “대리인(agent)” 혹은 “중개인(broker)”의 입장에서 업무를 수행하고 수수료 수익을 창출
  - 점차로 금융투자회사가 “본인(principal)”으로서 거래 당사자가 되는 형태가 증가하고 있으며, 자기투자는 이에 따라 자동적으로 증가

## 2) 자산관리(wealth management)

- 투자자 고객에 대한 종합적 금융솔루션제공자로서의 역할을 제고하는 것은 자산관리업무의 강화와 연결됨
  - 자산관리업무는 고객의 특성에 관계없이 표준화된 상품/서비스를 제공하는 방식에서 벗어나, 개인 고객별 특성과 요구를 충족시켜줄 수 있는 서비스를 제공하는 “private banking”의 영역임
  - 통합법에 의하여 투자자 고객에게 제공할 수 있는 금융투자상품의 범위가 확대되는 바, 자산관리업무의 지평이 크게 확장됨
  
- 우리나라 증권회사에서 자산관리업무는 자기투자과 마찬가지로 시작 단계이며, 아직까지 수익에서 차지하는 비중은 미미함
  - 우리나라 증권업계에서는 일반적으로 “자산관리”라고 하면 펀드를 비롯한 금융상품 판매까지 포함한 개념으로 이해되는 경우가 많음

- 그러나 wrap account와 같은 협의의 자산관리 서비스로부터 창출한 수수료(fee) 수익이 차지하는 비중은 <표 III-3>에서 볼 수 있듯이 아직까지 1%에 못미치는 수준임
- 전 세계적으로 자산관리업무의 잠재적 시장은 크게 확대되고 있으며,<sup>24)</sup> 따라서 자산관리는 성장 가능성이 매우 높은 업무임
  - 100만 달러 이상의 금융자산을 보유한 “거액자산가(high net-worth individual)”의 수는 1996년 450만명에서 2005년 870만명으로 증가하여 연평균 7.6%의 증가율을 보임
  - 그 중에서도 한국은 2004년에서 2005년 사이에 거액자산가의 수가 21.3% 증가하여 세계에서 가장 높은 증가율을 시현
- 자산관리업무의 성장은 금융투자회사 수익의 안정성에도 긍정적 효과를 가져올 것으로 기대할 수 있음
  - 회사 자산의 상당 부분이 시장위험(market risk)에 노출되며, 성과를 예측하기 어려운 자기투자와는 달리, 자산관리업무는 안정적인 수수료(fee) 수익 흐름을 창출

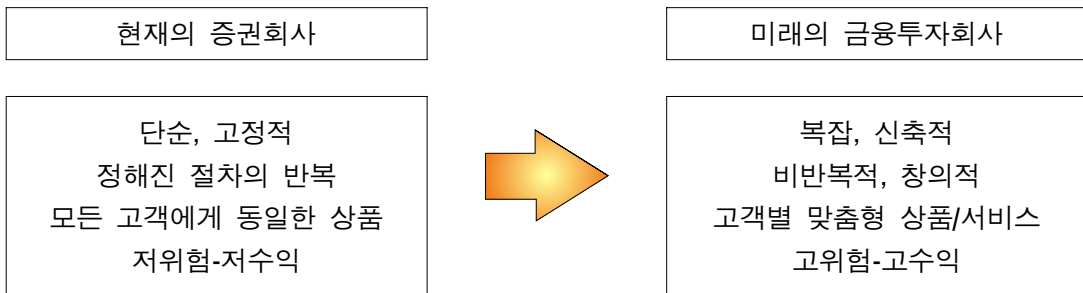
## 다. 인력 수준의 고도화를 위한 보상체계 개선

- 통합법이 시행되면 금융투자회사가 영위하는 업무는 현재 증권회사가 영위하는 업무와는 상당히 다른 특성을 갖게 될 것으로 예상되며, 그에 따라 종사 인력에 요구되는 자질 역시 현재와는 달라질 것임

<sup>24)</sup> Capgemini and Merrill Lynch(2006)

- 업무는 현재보다 훨씬 창의적이고 복잡다기한 성격을 갖게 될 것이며(<그림 III-3> 참조), 또한 위험관리의 중요성이 증대됨
- 다음과 같은 것들이 인력이 갖추어야 할 자질로서 더욱 중요해질 것으로 보임
  - 고객의 요구를 충족시킬 수 있는 새롭고 혁신적인 상품 혹은 거래구조를 창의적으로 생각해 낼 수 있는 창의성, 상상력
  - 도출된 아이디어를 구체적 상품이나 거래구조로 구현해낼 수 있는 설계/금융공학 역량
  - 고도의 위험관리 역량 등

<그림 III-3> 금융투자업 업무 특성의 변화 예상



- 현재의 위탁매매업무를 비롯한 단순반복적 업무 수행 인력의 상당 부분은 점차로 IT 시스템에 의하여 대체될 것임

○ 현재 우리나라 증권회사 인력의 생산성은 글로벌 투자은행이나 일본의 대형사에 비하여 아직 낮은 수준에 머무르고 있음

- <표 III-5>에서 볼 수 있듯이, 2005 회계연도의 국내 증권회사 임직원 1인당 순영업수익은 평균 약 2억 3천만원(22만 7천달러)임
  - 3개 대형사의 경우 약 3억원(29만 9천달러)으로 전체보다 높은 생산성을 나타냄
  - 위탁매매업무에의 의존도가 높은 국내 증권회사 임직원 1인당 순영업수익의 증감은 주식시장 거래대금의 증감과 대략 근사하게 나타나는 바, 국내 증권회사 인력의 실질적인 생산성은 지난 3년간 별로 개선되지 않았음을 시사함
- 국내 증권회사의 임직원 1인당 순영업수익은 일본의 대형사나 글로벌 투자은행들에 비하여 1/3 수준임
  - 상대적으로 우수한 3개 대형사의 경우에도 1/2 수준에 불과함

**<표 III-5> 증권회사 임직원 1인당 순영업수익 비교**

		2003	2004	2005
국내사 전체	(천원)	173,725	136,333	232,266
	(천달러)	146	119	227
증감율	(%)	-	-21.52	70.37
국내 3대사	(천원)	200,121	185,861	306,122
	(천달러)	168	162	299
증감율	(%)	-	-7.13	64.70
주식시장 거래대금 증감율	(%)	-	-8.97	72.84
일본 2대사	(천달러)	407	418	599
글로벌 3대사	(천달러)	478	532	596

주: 1) 각 회계연도의 순영업수익을 기초와 기말 임직원수의 평균으로 나눈 것임  
 2) 원-달러 환산은 당해연도 각 월말 현재 환율의 평균을 사용하였음  
 3) 주식시장의 거래대금은 회계연도 중 유가증권시장과 코스닥시장 거래대금의 합계임  
 자료: 금융감독원 분기별 사업보고서, 증권선물거래소, 각사 annual report

○ 한편 국내 증권회사의 임직원에게 대한 보상 역시 일본의 대형사나 글로벌 투자은행에 비하여 매우 낮은 수준임

— <표 III-6>에서 볼 수 있듯이, 2005 회계연도 국내 증권회사의 임직원 1인당 평균 보상(인건비)은 약 8,300만원(8만 2천달러) 수준임

<표 III-6> 증권회사 임직원 1인당 인건비 비교

		2003	2004	2005
국내사 전체	(천원)	61,630	66,114	83,472
	(천달러)	52	58	82
국내 3대사	(천원)	67,715	74,905	99,727
	(천달러)	57	65	97
일본 2대사	(천달러)	140	147	172
글로벌 3대사	(천달러)	218	242	272

주: 1) 각 회계연도의 인건비를 기초와 기말 임직원수의 평균으로 나눈 것임

2) 국내사의 인건비는 급여, 퇴직급여, 복리후생비의 합이고, 일본 및 글로벌사의 인건비는 “compensation and benefit”을 지칭

자료: 금융감독원 분기별 사업보고서, 각사 annual report

- 3개 대형사의 경우 약 1억원(9만 7천달러)으로 역시 전체보다 높은 수준임
- 국내사 전체와 3개 대형사를 비교할 때, 생산성의 차이에 비하여 보상의 차이가 상대적으로 적어 전적으로 성과에 연동된 보상이 이루어지고 있지는 않은 것으로 판단됨

○ 또한 국내 증권회사의 영업비용에서 인건비가 차지하는 비중도 일본이나 글로벌 투자은행에 비하여 낮음

- <표 III-7>에서 볼 수 있듯이, 2005 회계연도의 국내 증권회사의 영업비용 중 인건비의 비중은 22.3%로 일본 대형사의 1/2, 글로벌 투자은행의 1/3 수준임
- 투자은행업, 또는 금융투자업이 갖는 인적자원 집약적 성격을 고려할 때,<sup>25)</sup> 국내 증권회사의 인력에 대한 투자가 상대적으로 소극적임을 시사함

**<표 III-7> 영업비용 중 인건비의 비중**

(단위: %)

	2003	2004	2005
국내사 전체	23.1	22.4	22.3
국내 3대사	23.7	22.3	18.3
일본 2대사	50.8	48.0	48.4
글로벌 3대사	64.6	61.3	62.3

자료: 금융감독원 분기별 사업보고서, 각사 annual report

- 결국 국내 증권회사는 일본의 대형사나 글로벌 투자은행과 비교할 때 상대적으로 저생산성-저보상의 고리를 형성하고 있다고 볼 수 있음
  - 국내 증권회사의 보상 수준은 생산성 수준을 함께 고려할 때 낮다고 말하기 곤란함
    - 2005 회계연도의 인건비 1단위당 순영업수익 비율은 국내사가 2.78(3개 대형사 3.07)로 일본 대형사의 3.47, 글로벌 투자은행의 2.19와 비교하여 큰 차이를 보이지 않음

25) 한국증권연구원(2003)

○ 국내 금융투자업 인력의 질적 수준을 제고하기 위해서 필요한 노력으로는 다음을 들 수 있음<sup>26)</sup>

— 보상 수준의 제고를 통하여 우수인력에 대한 충분한 인센티브 및 보상 제공

- 중장기적으로 우수인력을 양성하는 것과 더불어 단기적으로는 외국의 투자은행 등에서 근무하는 우수인력이 국내 금융투자회사에서 근무할 인센티브를 제공하는 것이 필요
- 이를 통하여 저생산성-저보상의 고리를 고생산성-고보상의 고리로 전환

— 보상체계의 선진화

- 성과/생산성과 밀접하게 연계된 보상체계 수립
- 이를 위해서는 성과를 정확하게 측정할 수 있는 성과지표를 개발하는 것이 중요함
- 또한 성과지표가 이해상충을 야기하여 고객피해로 연결되지 않도록 신중하게 설정되어야 함
- 또한 우수인력의 장기근속을 유도할 수 있어야 함

— 우수 인력 양성을 위한 산업 공동의 노력

- 증권업을 비롯한 국내 금융투자업에서의 인력의 이직율은 매우 높으며, 따라서 개별 회사의 입장에서는 인력 양성을 위한 투자의 유인을 갖기 어렵기 때문에 산업 전체가 참여하는 공동의 노력이 필요

---

26) 신보성(2005), 신보성·최강식(2006)

- 또한 산업의 고도화에 따라 퇴출 가능성이 높아지는 비숙련 인력에 대한 재교육 혹은 보수교육 역시 산업 전체 차원에서의 접근이 필요

## 참 고 문 헌

### <국내 문헌>

김형태, 2006, 자본시장통합법의 경제적 기대효과, 재정경제부 출입 기자단 세미나 발표자료.

박경서·전선애·정지만, 2005, 바람직한 금융겸업화 추진방향, 한국금융학회 금융정책 심포지엄.

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

신보성, 2005, 우리나라 투자은행업무 활성화를 위한 제언, KSDA2005 국제심포지엄 발표자료.

신보성·빈기범·박상용, 2005, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성』, 한국증권연구원 연구보고서 05-04.

신보성·최강식, 2006, 『증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점』, 한국증권연구원 연구보고서 06-02.

오세경·김진호·이건호, 2001, 『위험관리론』, 경문사.

재정경제부, 2006, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정안』 설명자료.

정세창·권순일, 2001, 세계 금융서비스 산업의 겸업화와 감독기구의 통합 및 시사점, 보험개발원 보험연구소.

조성훈, 2005, 한국 증권·선물·자산운용업의 진단과 과제, 증권·선물 시장 및 산업 발전을 위한 대토론회 발표자료, 한국증권연구원.

한국증권연구원, 2000, 『증권회사의 자기자본관리 제도 개선(안)』, 금융감독원 연구용역보고서.

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

#### <외국 문헌>

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., 1999, A new database on financial development and structure, Working Paper, World Bank.

Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., 2003, Law, endowments, and finance, *Journal of Financial Economics* 70, 137-181.

Capgemini and Merrill Lynch, 2006, *World Wealth Report*.

Daiwa Securities Group, 2006, *Annual Report*.

Demirguc-Kunt, A., Levine, R., 1996, Stock market development and financial intermediaries: Stylized facts, *World Bank Economic Review* 10, 291-322.

- Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V., 1996, Stock market development and financing choices of firms, *World Bank Economic Review*, 341-370.
- Goldman Sachs, 2006, *Annual Report*.
- Gurley, J.G., Shaw, E.S., 1955, Financial aspects of economic development, *American Economic Review* 45, 515-538.
- King, R.G., Levine, R., 1993, Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-737.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1997, Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- Levine, R., 1997, Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.
- Levine, R., Zervos, S., 1998, Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *American Economics Review* 88, 537-558.
- Levine, R., 2005, Finance and growth: theory and evidence, in Aghion, P., Durlauf, S. N. (eds.) *Handbook of Economic Growth North-Holland*, forthcoming.

- Lucas, Jr., E.R., 1988, On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics* 22, 3-42.
- Merrill Lynch, 2006, *Annual Report*.
- Morgan Stanley, 2006, *Annual Report*.
- Nomura Holdings Inc., 2006, *Annual Report*.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 2003, The great reversals: The politics of financial development in 20th century, *Journal of Financial Economics* 69, 5-50.
- Ritter, J.R., 1984, The hot issue market of 1980, *Journal of Business* 32, 215-240.
- Robinson, J., 1952, The generalization of the general theory, *The Rate of Interest and Other Essays*, Macmillan, London.
- Schumpeter, J.A., 1911, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Singh, A., 1997, The stock market, industrial development and the financing of corporate growth in India, in Nayyar, D. (ed) *Trade and Industrialisation*, Oxford University Press, Delhi.
- Stowe, C.R.B., Jenkins, K., 2002, Reform of the financial services industry-analysis of Gramm-Leach-Bliley Act, Proceedings of the *Southern Academy of Legal Studies in Business*.

<웹사이트>

노무라증권 [www.nomura.com](http://www.nomura.com)

다이하증권 [www.daiwa.jp](http://www.daiwa.jp)

Goldman Sachs [www.goldmansachs.com](http://www.goldmansachs.com)

Merrill Lynch [www.ml.com](http://www.ml.com)

Morgan Stanley [www.morganstanley.com](http://www.morganstanley.com)

< 부 록 1 > 분석 대상 국가 요약 (2000~2004년 평균값)

국가명	국가기호	GDP (10억 달러)	1인당 GDP (1 달러)
Argentina	ARG	188	7,039
Australia	AUS	452	21,327
Austria	AUT	228	23,880
Belgium	BEL	272	22,574
Brazil	BRA	536	3,449
Canada	CAN	807	23,486
Chile	CHL	76	5,179
China	CHN	1,261	994
Colombia	COL	85	2,139
Czech Republic	CZE	77	5,719
Denmark	DNK	188	30,181
Finland	FIN	144	23,964
France	FRA	1,569	22,497
Germany	DEU	2,161	22,934
Greece	GRC	149	11,461
Hong Kong	HKG	161	25,563
Hungary	HUN	69	4,976
India	IND	546	495
Indonesia	IDN	205	700
Ireland	IRL	131	27,373
Italy	ITA	1,300	18,918
Japan	JPN	4,370	38,005
Korea	KOR	566	11,711
Lebanon	LBN	90	4,707
Malaysia	MYS	99	4,243
Mexico	MEX	633	5,773
Netherlands	NLD	453	23,249
New Zealand	NZL	68	19,073
Norway	NOR	198	40,418
Pakistan	PAK	78	512
Peru	PER	58	2,094
Philippines	PHL	77	991
Poland	POL	186	4,500
Portugal	PRT	131	10,339
Russia	RUS	385	2,002
Singapore	SGP	90	22,266
Slovak Republic	SVK	28	4,066
South Africa	ZAF	148	3,058
Spain	ESP	726	14,721
Sweden	SWE	268	27,664
Switzerland	CHE	290	33,826
Taiwan	TWN	292	14,130
Thailand	THA	134	2,136
Turkey	TUR	214	3,036
United Kingdom	GBR	1,660	25,062
United States	USA	10,634	35,331