

금융투자지주회사 제도 도입 방안

2008. 11

연구위원 신보성

연구위원 송홍선

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

《 著 者 註 》

금융투자업에는 다양한 종류의 업무들이 존재하며, 이러한 업무들은 개별 금융투자회사의 전략, 대고객관계 등에 따라 다양한 조직구조 하에서 영위되어야 합니다. 다시 말해, 금융투자회사들은 내부경영 방식, 모회사 방식, 지주회사 방식 중에서 자신에게 가장 적합한 조직구조를 선택할 수 있어야 한다는 것입니다. 그러나 우리나라의 경우 금융지주회사법 상의 거의 모든 규제가 금융투자업을 주된 사업으로 하는 지주회사에도 동일하게 적용되는 관계로, 금융투자업을 영위하는 금융기관 입장에서 지주회사 체제를 선택할 유인이 사실상 소멸된 상태입니다.

지주회사 체제는 소유지배관계의 단순명료함, 높은 투명성, 위험전이 방지, 구조조정 용이, 이해상충 방지 등의 측면에서 여타 조직체계에 비해 우월한 방식으로 알려져 있습니다. 특히 혁신에 기반한 금융투자업의 경우 신속한 사업재편 필요성이 매우 크며, 따라서 지주회사 체제가 갖는 장점 또한 상대적으로 큰 것으로 평가됩니다. 이러한 점에서 증권, 자산운용업으로 대표되는 금융투자업이 경쟁력을 갖기 위해서는 지주회사 체제 선택을 사실상 제약하고 있는 현행 금융지주회사법의 개정이 시급하다 하겠습니다.

이 글에서는 금융투자업이 갖는 특성, 해외 입법례 등에 비추어 우리나라 금융지주회사법이 갖는 문제점을 파악한 다음, 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 주요 원칙을 도출하고 아울러 이러한 원칙 하에서 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 세부내용들을 구체적으로 제시하고 있습니다. 독자 여러분의 많은 관심과 의견 제시를 기대합니다. 관련 문의는 아래의 저자에게 연락하시기 바랍니다.

연락처 수신인 : 신 보 성, pori@ksri.org 3771-0651

송 홍 선, dna0214@ksri.org 3771-0632

《 목 차 》

要約	v
Abstract	xiii
I. 연구배경	1
II. 금융투자업의 특성	3
1. 위험의 인수측면	3
2. 상품의 혁신성 및 다양성 측면	5
3. 권역별 특성에 따른 규제강도	6
III. 현행 금융지주회사법의 문제점 및 해외사례	7
1. 현황 및 문제점	7
2. 주요국의 금융투자지주회사 규제	9
가. 미국의 투자은행지주회사 규제	10
나. 일본의 투자은행지주회사 규제	11
3. 해외의 금융투자지주회사 운영사례: 골드만삭스	12
가. 개요	12
나. 골드만삭스의 주요 계열관계	15

IV. 금융투자지주회사 제도 도입 방안	20
1. 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 원칙	20
2. 구체적 도입방안	22
가. 설립, 계열사 편입 등	22
나. 지주회사와 계열사, 계열사 간의 주식취득 및 내부거래 ...	24
다. 지주회사 운영 등	25
 <참 고 문 헌>	 27

《 표 목 차 》

<표 II-1> 금융권역별 주요 특성	6
<표 III-1> 골드만삭스의 주요 주주 현황	14

《 그 립 목 차 》

<그림 III-1> 골드만삭스의 주요 계열관계	19
<그림 IV-1> 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 원칙	22

《 要 約 》

1. 금융투자업과 금융지주회사

- 금융투자업에는 다양한 종류의 업무들이 존재하며, 이러한 업무들은 개별 금융투자회사의 전략, 대고객관계 등에 따라 다양한 조직구조 하에서 영위
 - 금융투자회사들은 내부경영 방식, 모회사 방식, 지주회사 방식 중에서 자신에게 가장 적합한 조직구조를 선택할 수 있어야 함
 - 한편, 지주회사 체제는 지배관계의 단순명료함, 높은 투명성, 위험전이 방지, 구조조정 용이, 이해상충 방지 등의 측면에서도 여타 조직체계에 비해 우월
 - 혁신에 기반한 금융투자업의 경우 신속한 사업재편 필요성이 특히 크며, 따라서 지주회사 체제가 갖는 장점 또한 상대적으로 큰 것으로 평가
- 이러한 점에서 금융투자업과 관련하여 지주회사 체제는 장려되어야 할 필요성이 크며, 실제로 해외의 주요 투자은행 및 자산운용그룹들 역시 대부분 지주회사 체제를 선택
 - 따라서 금융투자업의 발전을 위해서는 지주회사 설립 및 전환이 활발히 이루어져야 하지만, 국내에 존재하는 금융투자지주회사는 단 한 곳 뿐
 - 이처럼 금융투자지주회사 설립 및 전환이 극히 부진한 것은 금융지주회사법 상의 불합리한 규제에 주로 기인

2. 현행 금융지주회사법의 문제점 및 개선방향

가. 현행 금융지주회사법의 문제점

- 금융지주회사법 상의 불합리한 규제의 대표적인 예로, 자회사·손자회사 등의 편입승인 규제, 손자회사의 업종제한, 증손자회사 편입금지 조항 등을 들 수 있음
 - 우선 자회사·손자회사 등을 편입할 때마다 사전승인을 받도록 한 규제는 금융투자업의 특성을 충분히 고려하지 못한 것이라고 할 수 있음
 - 일례로 현재의 규정 하에서는 금융투자지주회사의 투자은행 자회사가 어떤 기업을 자기자본투자(principal investment)를 통해 손자회사로 인수하는 경우에도 사전승인을 받아야 하나, 이 과정에서 관련 정보가 유출됨으로써 업무추진에 지장을 초래할 수 있음
 - 손자회사의 업종제한 규정 역시 금융투자업의 특성을 충분히 고려하지 않는데 따른 것
 - 투자은행의 경우 자체 투자목적이나 고객의 M&A거래를 수행하는 과정에서 비금융회사에 대해 일정 지분을 투자하는 경우가 흔히 발생
 - 금융투자업의 특성이 반영되지 않은 또 다른 예로 증손자회사 편입금지 조항을 들 수 있음

- 금융투자업은 국경 간 거래와 해외진출이 가장 활발한 권역으로서, 특히 세제상 혜택이 존재하는 지역을 전략적으로 활용하기 위해서는 증손자회사 이하 단계의 회사 설립에 제약이 있어서는 곤란

○ 상기 내용 중 상당부분은 권역별 특성이 반영되지 않은 규제에 주로 기인

— 실제로 현재의 금융지주회사법의 내용은 은행을 자회사로 두고 있는 은행지주회사뿐만 아니라, 증권업이나 자산운용업만을 영위하는 금융투자지주회사에도 거의 대부분 적용

- 이처럼 현행 금융지주회사법에 권역별 특성이 충분히 감안되지 않음에 따라, 금융투자업을 영위하고자 하는 금융그룹의 입장에서 지주회사 체제를 선택할 유인이 소멸

나. 바람직한 개선방향

○ 금융투자지주회사의 설립을 촉진하려면 현행 금융지주회사법 상의 불합리한 규제가 제거되거나 완화되어야 하는 바, 이를 위해서는 무엇보다 권역별 특성을 반영한 규제가 부과되는 것이 바람직

— 금융투자업의 경우 은행권역이나 생명보험권역과는 달리 위험의 인수가 아닌 중개를 주로 담당하므로 건전성 규제 필요성이 상대적으로 크지 않음

- 상품이나 업무의 혁신성이 중요하다는 측면에서도 관련 규제가 엄격해서는 곤란
 - 결국 금융권역별 특성을 반영한 규제강도는 ‘은행지주 > 보험지주 > 금융투자지주’의 순이 되어야 함

금융권역별 주요 특성

구 분	은행	보험	증권	자산운용
위험의 인수·중개	인수	인수	중개 일시적 인수	중개
상품의 특성	표준화	표준화	맞춤형	맞춤형
시스템리스크	High	Low	Low	Low

- 실제로 미국, 일본 등 주요국의 사례를 살펴보면 금융투자지주회사에 대해서는 은행지주회사나 보험지주회사에 비해 현격하게 낮은 수준의 규제가 부과되고 있음
 - 지주회사의 설립 단계에서부터 자회사 편입, 지주회사의 자산운용, 건전성 규제 등 거의 모든 측면에서 금융투자지주회사에 대해서는 최소한의 규제만 부과

3. 금융투자지주회사 제도 도입 방안

가. 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 원칙

○ 원칙1. 권역별 특성을 반영한 규제 마련

- 금융투자지주회사는 금융투자업을 영위하는 회사를 소유·지배하는 곳이며, 따라서 금융투자지주회사에 대한 규율에는 금융투자업의 속성에 대한 고려가 선행되어야 함

○ 원칙2. 규제차익(regulatory arbitrage) 최소화

- 지주회사 체제는 모자회사 체제, 내부겸영 체제 등 겸업을 위한 다양한 조직화 방식 중의 하나
 - 조직화 방식에 따라 규제 차이가 크게 나타날 경우 규제차익이 확대되고, 그 결과 규제의 사각지대 발생
- 규제차익을 최소화하기 위해서는 금융투자업을 규율하는 법률인 자본시장통합법과 가능한 한 일관성을 띠는 것이 바람직

○ 원칙3. 지주회사 체제가 갖는 특징 감안

- 지주회사 체제는 투명성, 위험차단, 이해상충 방지, 구조조정 용이 등의 관점에서 모자회사 체제나 내부겸영 방식에 비해 우월한 것으로 알려져 있음
 - 모자회사 체제나 내부겸영 방식 대신 지주회사 체제를 선택하는데 따른 유인을 제공할 필요
 - 단, 지주회사 체제의 고유의 속성을 유지하는데 필요한 일부 규제는 유지하거나 혹은 강화

나. 구체적 도입 방안

1) 설립, 계열사 편입 등

○ 금융투자지주회사 설립에 대한 인가제 유지(원칙2 반영)

- 금융투자업의 속성 및 해외입법례를 감안할 경우 인가제 유지 필요성은 크지 않으나, 인가제를 택하고 있는 자본시장통합법 및 일정 규모 이상의 금융회사에 대하여 인가제를 폭넓게 도입하고 있는 국내 금융관련법과의 일관성을 고려하여 금융투자지주회사도 인가제를 유지

- 단, 은행지주, 보험지주에 비해 인가기준을 어느 정도 완화할 필요

○ 금융자회사 이하(이하 자회사등)의 편입은 금융위원회 신고사항으로 전환(원칙1, 2 반영)

- 금융투자업의 경우 여러 가지 동기(영업, 조세절감, 규제회피)에서 기존 사업의 분사 혹은 신규 지분투자 등의 요인이 발생하는 바, 금융자회사의 편입에 대해서는 금융위원회 승인이 아닌 신고사항으로 전환하는 것이 바람직

- 증손자회사 이하 계열관계의 확장(수직 확장)을 허용(원칙1, 2 반영)
 - 금융투자업을 국내외적으로 수행하는 과정에서는 페이퍼컴퍼니 등을 조직화할 필요성이 높아지는 만큼 증손자 이하로의 계열 확장을 허용할 필요
 - 골드만삭스는 모회사로부터 최대 자회사등의 수직 확장이 9 단계에 이름

- 손자회사 등의 업종제한 폐지(원칙1 반영)
 - 통상적인 비즈니스에서 손자회사는 자회사와 사업성격, 조직 및 보상체계 등이 유사한 업종이 될 가능성이 높으나, 금융투자업의 경우 투자목적의 사업기회를 찾는 과정에서 업종 성격보다 수익 창출 가능성이 중요한 투자결정의 요소가 될 수 있음
 - 특히, 금융투자 자회사가 자기자본투자(principal investment)의 일환으로 비금융회사를 바이아웃(buy-out)하는 경우가 발생할 수 있으므로 손자회사등에 대한 업종제한을 폐지하는 것이 바람직

2) 지주회사와 계열사, 계열사 간의 주식취득 및 내부거래

- 자회사의 지주회사에 대한 신용공여 및 주식보유 금지(원칙3 반영)
 - 소유구조의 단순성, 투명성, 모회사로의 위험전이 방지 등 지주회사제도의 고유 장점을 유지할 수 있도록 동 규제는 현행대로 유지

○ 자회사 간 신용공여 제한 및 주식 보유 금지(원칙3 반영)

- 자회사 간 주식 보유 금지를 통해 소유구조를 단순화하고, 자회사 간 신용공여를 제한하여 자회사 간 위험 전이를 억제하는 현행 규제를 유지함으로써 지주회사제도의 고유특성을 유지

○ 정보공유 및 임원 겸직 범위 확대(원칙3 반영)

- 금융투자지주회사의 경우에도 현행 금융지주회사법 상의 정보공유를 허용함으로써, 여러 가지 측면에서 장점을 지니는 지주회사 체제로의 전환을 촉진할 필요

- 단, 현재 자본시장 관련 정보의 경우 유가증권 총량정보 공유에 머물러 있는 바, 정보공유에 따른 시너지 효과를 제고하기 위해 공유대상 정보의 내용을 확대하는 방안 적극 고려

- 금융지주회사의 경우 실질적인 시너지 제고를 위해 이종업종(은행 기업금융본부와 증권사 기업금융본부, 신탁회사와 자산운용회사 등) 간 임원겸직을 허용하는 방안 검토

- 단, 이해상충 우려가 높은 자회사 간 임원겸직에 대해서는 원칙적으로 금지하거나 금융위원회의 승인을 받도록 규정

《 Abstract 》

Financial holding companies are known to be more efficient than other types of organizational structures in terms of the simplicity of ownership structure, high transparency, suppressing risk contagion, ease of restructuring, curbing conflicts of interest. More specifically, investment banks based on active innovation are likely to face frequent reorganization of their business portfolio, which means holding company is especially beneficial for investment banks. However, there is only one investment bank holding company in Korea. This is mainly due to improper regulations of Financial Holding Company Act. We suggest an amendment of the current Act to foster the establishment of new investment bank holding companies as well as the transformation of existing investment banking financial groups into investment bank holding company. For this, we need three key principles to follow.

First, regulations should be imposed by reflecting the very unique traits of investment banks. That is, the regulations on investment bank holding companies need to be different from those on bank holding companies or insurance holding companies.

Second, room for regulatory arbitrage should be minimized. For this, regulations for investment bank holding company needs to be consistent as much as possible with Financial Market Consolidation Act governing stand-alone investment banks.

Third, some incentives should be given to make the establishment of investment bank holding companies more active with those regulations for keeping financial holding company's unique characteristics untouched or even strengthened when needed.

I. 연구 배경

- 자본시장 내에서 핵심 중개기능을 담당하는 증권업 및 자산운용업, 즉 금융투자업의 경쟁력 강화는 국가적 의제(national agenda)로 대두
 - 자본시장 수요기반 확대, 자본시장통합법 시행 등의 환경변화에도 불구하고 국내 증권업 및 자산운용업의 경쟁력이 시급히 개선되지 않을 경우, 환경변화의 혜택은 해외 금융기관에게 귀속
 - 이러한 상황이 전개될 경우 금융산업의 경쟁력 증대를 통한 고용창출 및 경제성장은 물론 자본시장 성장을 핵심으로 하는 금융허브 전략도 차질을 빚게 됨
 - 한편, 금융투자업의 경쟁력 강화는 상당부분 개별 회사 스스로의 몫이지만, 제도적인 환경 역시 국내 금융투자회사의 성장에 영향을 줄 수 있음
 - 본 보고서에서는 금융투자업의 경쟁력 강화를 저해하는 제도적 요인 중 금융투자업 영위를 위한 조직구조(organizational structure) 선택과 관련한 제약에 초점을 두고 있음

- 금융투자업에는 다양한 종류의 업무들이 존재하며, 이러한 업무들은 개별 금융투자회사의 전략, 대고객관계 등에 따라 다양한 조직구조 하에서 영위
 - 따라서 금융투자회사들은 내부경영 방식, 모자회사 방식, 지주회사 방식 중에서 자신에게 가장 효율적인 조직구조를 선택할 수 있어야 함

- 그러나 우리나라의 경우 금융지주회사법 상의 거의 모든 규제가 금융투자업을 주된 사업으로 하는 지주회사에도 동일하게 적용되는 관계로, 금융투자업을 영위하는 금융기관 입장에서 지주회사 체제를 선택할 유인이 사실상 소멸

○ 지주회사 체제는 지배관계의 단순명료함, 높은 투명성, 위험전이 방지, 구조조정 용이, 이해상충 방지 등의 측면에서 여타 조직체계에 비해 우월한 방식으로 알려져 있음

— 뿐만 아니라 혁신에 기반한 금융투자업의 경우 신속한 사업재편 필요성이 특히 크며, 따라서 지주회사 체제가 갖는 장점 또한 상대적으로 큰 것으로 평가

— 이러한 점에서 금융투자업과 관련하여 지주회사 체제는 장려되어야 할 필요성이 크며, 실제로 해외의 주요 투자은행 및 자산운용 그룹들 역시 대부분 지주회사 체제를 선택

- 반면, 우리나라의 경우 금융지주회사법 상의 과도한 제약으로 인해 국내에서 금융투자업 중심의 금융그룹 중 지주회사 체제를 선택한 경우는 한국투자금융지주 단 한 곳 뿐

○ 결국 증권업 및 자산운용업으로 대표되는 금융투자업이 경쟁력을 갖기 위해서는 지주회사 체제 선택을 사실상 제약하고 있는 현행 금융지주회사법의 개정이 시급

— 이 글에서는 금융투자업이 갖는 특성, 해외 입법례 등에 비추어 우리나라 금융지주회사법이 갖는 문제점을 파악한 다음, 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 주요 원칙을 도출

— 그리고 이러한 원칙 하에서 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 세부내용들을 구체적으로 제시하고자 함

II. 금융투자업의 특성¹⁾

- 증권업, 자산운용업 등으로 표현되는 금융투자업은 은행, 생명보험 등 여타 권역과는 확연히 구별되는 특징을 지니고 있음
 - 금융투자업이 지니는 고유의 특성은 금융투자업에 대한 규제 강도를 여타 권역과 달리하게 만드는 이론적 근거로 작용
 - 이하에서는 은행업 및 생명보험업과의 비교를 통해 금융투자업의 속성을 파악

1. 위험의 인수 측면

- 은행업과 생명보험업의 주된 기능은 자기 계산으로 위험을 인수하는데 있음
 - 은행은 예금자를 대신하여 거래기업의 신용위험(credit risk)을 인수
 - 대출을 받은 기업이 채무를 상환하지 못하는 경우가 도래하더라도 은행은 예금자에게 사전에 약속한 원금과 이자를 반드시 지불
 - 생명보험사는 수많은 사람들이 개별적으로 가지고 있는 통제 불가능한 위험들을 인수한 다음, 이를 통제가능한 위험으로 변환
 - 보험가입을 통해 보험계약자는 자신의 위험을 보험사에게 이전

1) 이 부분은 신보성(2006a, 2006b)을 주로 참고한 것이다.

- 은행과 생명보험사가 위험을 인수한다는 것은 자산운용의 위험과 성과 모두가 금융기관에 귀속됨을 의미
 - 은행과 생명보험권역에서는 개별 금융기관의 건전성이 매우 중요하며, 따라서 금융기관에 대한 건전성 규제 필요성이 큼
 - 은행이 파산할 경우 예금자에 대한 채무상환이 어려워지며, 특히 은행의 지불불능은 시스템리스크를 초래한다는 점에서 강력한 건전성 규제가 요구
 - 생명보험사의 경우 은행과는 달리 시스템리스크에 노출되어 있지는 않지만, 보험상품이 장기계약이란 점에서 건전성이 저해될 경우 보험계약 불이행 위험이 증대

- 은행이나 생명보험사와는 달리 금융투자회사의 주된 기능은 위험의 중개 혹은 일시적 인수에 있음
 - 증권회사의 경우 투자자문, 위탁매매, M&A중개 등의 중개업무를 영위하며, 유가증권 인수업무의 경우에도 위험의 일시적 인수라는 점에서 은행이나 생명보험사의 위험인수와는 구별
 - 특히 고객을 대신하여 자산을 운용하는 자산운용사의 업무는 위험의 인수가 개입될 여지가 없는 100% 중개업무에 해당
 - 위험의 중개를 주로 담당하는 금융투자회사의 경우 부담하는 위험의 크기가 크지 않으며, 따라서 건전성 규제 필요성도 상대적으로 낮음

2. 상품의 혁신성 및 다양성 측면

- 은행 및 생명보험사들은 주로 불특정 다수를 상대로 하는 표준화된 상품을 생산
 - 은행의 예금 및 대출상품은 특정 고객을 위한 맞춤 상품이라기보다는 불특정 다수의 고객을 염두에 두고 개발된 표준화된 상품
 - 생명보험사가 제공하는 보험상품 역시 비슷한 종류의 위험을 가진 고객집단을 대상으로 하는 표준화된 상품
 - 은행권역과 생명보험권역에서는 상품혁신이 상대적으로 덜 활발

- 은행 및 생명보험사와는 달리 금융투자회사는 불특정 다수가 아닌, 다양하고 이질적인 고객에게 맞춤형 상품·서비스(tailored products or services)를 제공함으로써 부가가치를 창출
 - 이로 인해 증권회사나 자산운용사의 상품은 표준화되기 어려운 속성을 지니게 되는데, 이는 금융투자업에서는 창의력과 혁신성이 매우 중요
 - 실제로 금융투자회사가 취급하는 상품의 경우, 상품별 위험 및 성과의 편차가 매우 크게 나타남
 - 창의력에 기반한 금융투자업 고유의 속성인 혁신을 촉진하기 위해서는 상품 및 업무 등에 대한 규제가 최소화되는 것이 바람직

3. 권역별 특성에 따른 규제 강도

- 금융투자업의 경우 은행권역이나 생명보험권역과는 달리 위험의 인수가 아닌 중개를 주로 담당하며, 상품이나 업무의 혁신성이 중요
 - 금융권역별 규제 강도는 이러한 권역별 특성을 반영하여 결정될 필요
 - 금융권역별 규제강도: 은행 > 보험 > 증권 > 자산운용

<표 II-1> 금융권역별 주요 특성

구 분	은행	보험	증권	자산운용
위험의 인수·중개	인수	인수	중개 일시적 인수	중개
상품의 특성	표준화	표준화	맞춤형	맞춤형
시스템리스크	High	Low	Low	Low

III. 현행 금융지주회사법의 문제점 및 해외 사례

1. 현황 및 문제점

- 금융지주회사는 금융업을 영위하는 자회사를 지배하는 회사이며, 따라서 자회사가 영위하는 금융업의 특성이 지주회사에도 투영된다고 할 수 있음
 - 이러한 점에서 금융지주회사에 대한 규제에는 자회사의 특성이 반영되어야 함
 - 금융지주회사에 대한 규제 강도는 '은행지주 > 보험지주 > 금융투자지주'의 순

- 우리나라 금융지주회사법(이하 법)은 전술한 금융권역별 특성에 대한 고려 없이, 지주회사 형태를 띠고 있는 모든 금융그룹에 대해 자회사의 업종을 불문하고 거의 동일한 수준으로 규제
 - 실제로 현재의 법 내용은 은행을 자회사로 두고 있는 은행지주회사 뿐만 아니라, 증권업이나 자산운용업만을 영위하는 금융투자지주회사에도 거의 대부분 적용
 - '금융지주회사 설립(제2장)', '금융지주회사의 업무 및 자회사 편입(제4장)', '금융지주회사의 운용 중 주요출자자 관련 내용을 제외한 부분(제6장의 대부분)', '금융지주회사의 감독(제7장)' 등 거의 대부분이 금융투자지주회사에도 그대로 적용

- 은행지주회사에만 적용되는 부분은 ‘금융지주회사의 소유제한(제3장)’, ‘주요출자자에 대한 신용공여한도’, ‘주식취득한도’, ‘주요출자자의 부당한 영향력 행사 금지(제6장의 일부)’에 국한
 - 이처럼 현행 법에 권역별 특성이 충분히 감안되지 않음에 따라, 금융투자업을 영위하고자 하는 금융그룹의 입장에서 지주회사 체제를 선택할 유인이 소멸
- 예를 들어 현재 법에서는 자회사 및 손자회사를 새로 편입하기 위해서는 사전에 금융위원회의 승인을 받도록 되어 있으나(법 제16조제1항), 이는 금융투자업의 속성에 배치
- 활발한 혁신이 이루어지는 자본시장에서는 다양한 종류의 자회사 및 손자회사가 수시로 편입되는 경향이 존재
 - 예를 들어 투자은행의 경우 시장에서의 혁신을 바탕으로 업무범위가 지속적으로 확장되고 있으며, 기존의 업무와는 상이한 속성이나 위험도를 가진 새로운 업무가 나타날 경우에는, 기존의 조직으로부터 신속한 분사화 작업이 필요
 - 현재의 규정 하에서는 투자은행 자회사가 어떤 기업을 바이아웃(buy-out)을 통해 손자회사로 인수하는 경우에도 사전승인을 얻도록 되어 있으나, 이 과정에서 바이아웃에 대한 정보가 유출됨으로써 업무추진에 지장을 초래할 수도 있음
- 손자회사의 업종제한 규정 역시 금융투자업의 특성을 충분히 고려하지 않는데 따른 것

— 현행 법에서는 금융지주회사가 비금융회사를 손자회사로 들 수 없도록 규정(법 제19조제1항)

- 그러나 투자은행의 경우 투자목적을 위해 비금융회사에 대해 일정 지분을 투자하는 경우가 흔히 발생
- 따라서 현재 투자은행업무를 수행하고 있는 국내 증권회사들이 지주회사체제를 택하게 될 경우, 자기자본투자업무 영위자체가 불가능해지는 문제 발생

○ 금융투자업의 특성이 반영되지 않은 또 다른 예로 증손자회사 편입금지 조항을 들 수 있음(법 제19조제2항)

— 금융투자업은 국경 간 거래와 해외진출이 가장 활발한 권역으로서, 특히 세계상 혜택이 존재하는 지역을 전략적으로 활용하기 위해서는 증손자회사 이하 단계의 회사 설립에 제약이 있어서는 곤란

2. 주요국의 금융투자지주회사 규제

○ 미국, 일본 등 주요국의 사례를 살펴보면 금융투자지주회사에 대해서는 은행지주회사나 보험지주회사에 비해 현격하게 낮은 수준의 규제가 부과되고 있음

— 지주회사의 설립 단계에서부터 자회사 편입, 지주회사의 자산운용, 건전성 규제 등 거의 모든 측면에서 금융투자지주회사에 대해서는 최소한의 규제만 부과

가. 미국의 투자은행지주회사 규제

- 미국에서 투자은행지주회사 규제는 증권거래법(Securities Exchange Act)에 의해 이루어지고 있음
 - 미국에서는 이미 오래 전부터 투자은행지주회사가 조직화되어 있었으나 이러한 지주회사 조직에 대한 법률적 근거가 없었음
 - 이에 따라 투자은행지주회사는 감독당국의 규제대상도 아니었음
 - 1999년 GLB Act에 의해 1934년 증권거래법에 대한 개정이 이루어지면서, 투자은행지주회사가 비로소 법률적인 용어가 됨
 - 투자은행지주회사는 하나 이상의 브로커나 딜러를 소유·지배하는 법인을 지칭(Sec17(i)(5)(A))

- 산하에 예금수취 금융기관을 보유하지 않은 투자은행지주회사는 선택적으로 SEC의 감독을 받을 수 있음(Sec17(i)(1)(A))
 - 모든 투자은행지주회사가 SEC의 감독대상이 되는 것이 아니라, 스스로 감독을 받기 원하는 곳만 감독대상이 됨
 - 한편, 감독대상이 되기를 선택한 투자은행지주회사 그룹은 보고의무를 지니며, SEC의 감독을 받아야 함(Sec17(i)(3))
 - 감독대상 투자은행지주회사는 지주회사 및 계열사의 활동, 재무상태, 위험통제시스템, 계열사의 범위, 계열사 간 거래 등에 대해 SEC에 보고해야 함
 - SEC는 필요시 투자은행지주회사와 계열사를 감독할 수 있음

- 증권거래법에서는 투자은행지주회사에 대한 SEC의 감독근거만 규정되어 있을 뿐, 기타 지주회사 설립이나 운영에 관한 규제에 대해서는 적시하고 있지 않음²⁾
 - 이에 따라 투자은행지주회사의 설립, 자회사편입, 업무, 자회사 범위, 계열사의 행위 등에 대한 일체의 제한이 없음

나. 일본의 투자은행지주회사 규제

- 일본의 투자은행지주회사에 대한 법적 근거는 자본시장을 규율하는 법률인 '금융상품거래법(제56조의2)'에 나타나 있음
 - 금융상품거래법에는 투자은행지주회사에 대한 정의가 없으며, 단지 '금융상품거래업자 등을 자회사로 하는 지주회사'에 대한 감독근거만 규정
 - '금융상품거래업자 등을 자회사로 하는 지주회사'는 업무 또는 재산과 관련하여 참고가 되는 보고나 자료제출 의무를 지님
 - 한편, 감독당국은 투자은행지주회사의 업무, 재산상황, 장부 등을 검사할 수 있도록 규정
- 미국과 마찬가지로 일본에서는 투자은행지주회사의 보고의무 및 감독당국에 의한 감독 이외에는 어떠한 규제도 없음

2) 미국의 투자은행지주회사에 대한 규제는 지나치게 미약한 것이 사실이며, 최근의 금융위기도 이러한 미약한 규제에서 비롯되었다는 주장이 제기되고 있다. 이에 따라 향후 투자은행지주회사에 대한 규제도 상당부분 강화될 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 상업은행이나 보험회사를 지배하는 지주회사에 비해서는 여전히 약한 규제가 부과될 전망이다.

- 투자은행지주회사의 설립, 소유, 업무, 자회사 범위에 대해 아무런 규제가 없으며, 각종 한도 및 행위 규제도 전무
 - 독점금지법에 의한 설립신고 등의 규제 이외에는 설립과 관련한 규제 없음
 - 자본적정성 규제도 계열 증권사에게만 적용되며 지주회사에는 적용되지 않음

3. 해외의 금융투자지주회사 운영사례: 골드만삭스³⁾

가. 개요

- 우리가 흔히 지칭하는 골드만삭스는 델라웨어주법의 규제를 받는 The Goldman Sachs Group, Inc.라는 투자은행지주회사임
 - 골드만삭스는 1869년 뉴욕에서 독일계 유대인인 마르쿠스 골드만(Marcus Goldman)에 의해 어음중개회사로 시작하여 사위인 샘 삭스(Sam Sachs)가 참여하는 가족기업으로 탄생

3) 골드만삭스는 최근의 금융위기 와중에 유동성 공급 등 연방준비은행의 지원을 용이하게 받기 위해 은행지주회사(bank holding company)로 전환하였으며, 종국적으로는 금융지주회사(financial holding company)로 전환함으로써 기존의 투자은행업무와 더불어 일부 상업은행업무도 함께 수행할 것으로 보인다. 골드만삭스가 더 이상 순수 투자은행지주회사가 아니라는 점에서 투자은행지주회사의 사례로 들기에는 부적절한 면이 없지 않다. 그럼에도 불구하고 극히 최근까지 가장 널리 알려진 투자은행지주회사로 활동하였으며, 따라서 전형적인 투자은행지주회사의 업무 및 조직구조를 살펴볼 수 있는 사례가 될 것으로 판단된다.

— 이후 지속적인 인수·합병과 전략적 제휴를 통해 세계적인 투자은행으로 성장하였으며, 1999년에는 130년 동안 유지하던 파트너십 (partnership) 체제를 폐지하고 The Goldman Sachs Group, Inc.이라는 투자은행지주회사로 NYSE에 상장

○ 2007년 말 현재 골드만삭스의 총자산은 1.1조 달러, 자기자본은 428억 달러, 부채비율 26.2%, 무보증장기부채-자기자본비율 3.8%임

— 또한 전체 순이익은 116억 달러, ROE는 32.7%이며, 투자목적 자회사를 제외한 회사 전체의 종업원수는 30,522명임

○ 골드만삭스 그룹의 최대주주는 세계 최대 자산운용사인 영국의 BGI(Barclays Global Investors)로 2007년 말 현재 4.31%의 지분을 보유하고 있음

— 10대 대주주의 구성을 보면 Marsico Capital Management, LLC, State Street Corporation 등 대부분 자산운용사

— 또한 보험그룹인 AXA, 은행그룹인 Bank of New York Mellon Corporation 등이 대주주로 포함

<표 III-1> 골드만삭스의 주요 주주 현황

주요 주주	지분율 (%)	지분가치 (십억 달러)
Barclays Global Investors UK Holdings Ltd	4.31	3.7
Marsico Capital Management, LLC	3.66	3.1
State Street Corporation	3.61	3.1
Vanguard Group, INC	2.84	2.4
Wellington Management Company, LLP	2.47	2.1
AXA	2.33	2.0
FMR LLC	1.98	1.7
Janus Capital Management, LLC	1.72	1.5
Bank of New York Mellon Corporation	1.62	1.4
Northern Trust Corporation	1.61	1.4

주 : 2007년 12월 말 기준

자료: Bankscope

- 사업 및 수익 구조는 크게 Investment Banking, Trading and Principal Investments, Asset Management and Securities Services 등으로 구성
 - Investment Banking은 M&A 등에 대한 금융자문과 증권인수 비즈니스로 구성되어 있으며, 2007년말 현재 회사 전체 순영업수익(net revenue)의 16%를 차지
 - Trading and Principal Investments는 FICC(Fixed Income, Currency, Commodity), Equities, Principal Investment 등으로 구분될 수 있으며, 회사 전체 순영업수익의 68%를 차지

- Asset Management and Securities Services는 자산관리 및 자산운용, 프라임브로커 등의 업무로 구성되어 있으며, 회사 전체 순영업 수익의 16%를 차지
- 사업부문별 순수익 비중은 2000년대 들어 비교적 안정적인 흐름을 유지하고 있으며, 다른 경쟁 투자은행에 비해 Trading and Principal Investments 수익 비중이 다소 높은 것이 특징임
- 지역별 수익구조는 순영업수익의 51%가 미국에서 창출되며, 유럽 등 EMEA(Europe, Middle-East, and Africa)가 29%, 아시아가 20%의 비중을 차지

나. 골드만삭스의 주요 계열관계

- 골드만삭스는 The Goldman Sachs Group, Inc.를 모회사로 둔 지주회사조직으로 자회사, 중간지주회사, 손자회사 이하 계열사(이하 자회사 등)로 구성되어 있으며, 이들 주요 자회사만 100개 정도임(<그림 III-1> 참조)
 - 자회사가 23개, 손자회사 30개, 증손자회사 19개, 자회사 중 중간지주회사가 6개 있으며 그 이하 계열사들이 다수 존재

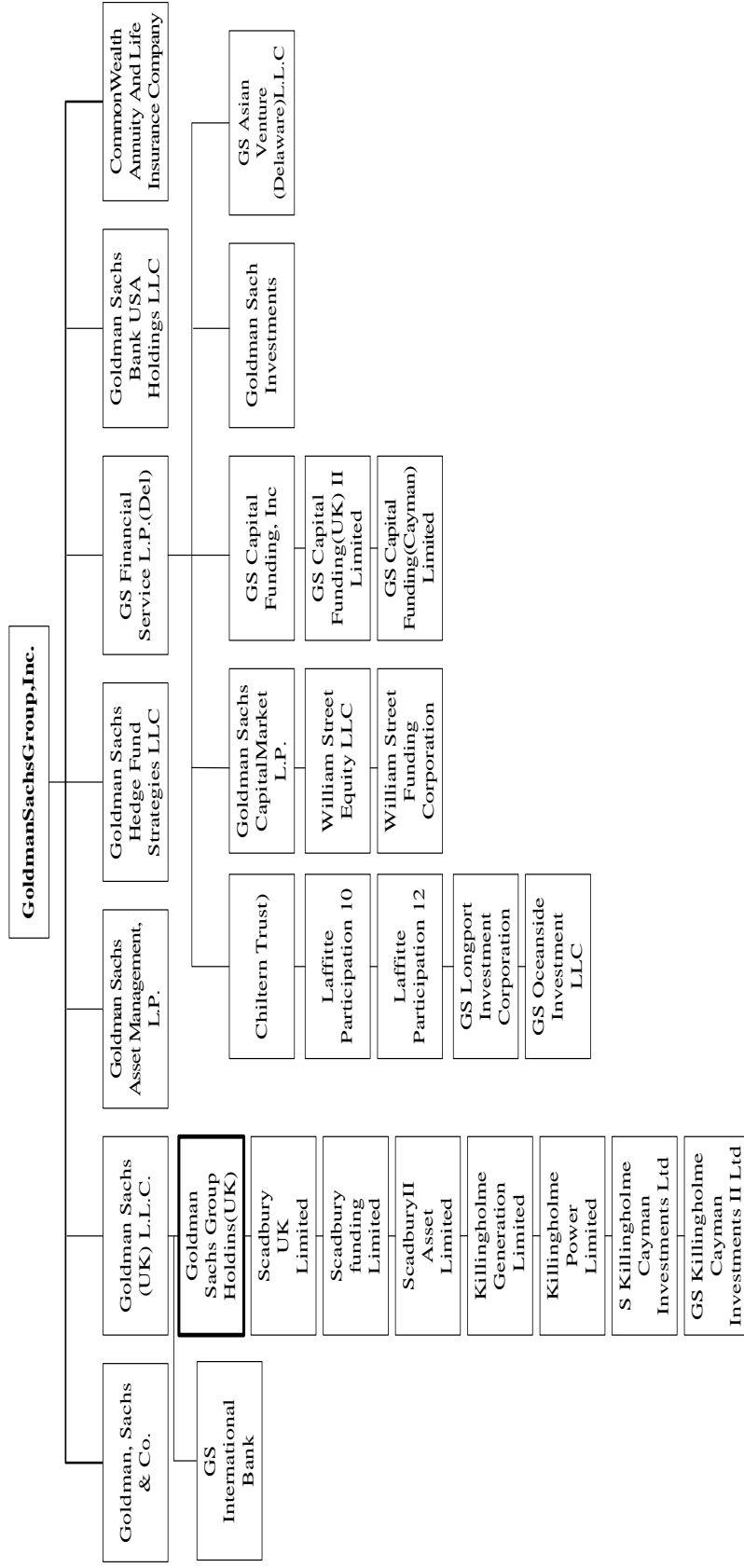
- 골드만삭스의 주요 자회사로는 뉴욕에 설립되어 자기매매, 위탁매매, IB, 파생 등의 업무를 수행하는 Goldman, Sachs & Co.가 있으며, 델라웨어에서 설립되어 골드만삭스의 영국 비즈니스를 하는 Goldman Sachs(UK) L.L.C., 장외파생업무를 하며 프랑스에 여러 손자회사를 둔 GS Financial Services L.P., 자산운용서비스를 하는 Goldman Sachs Asset Management, L.P., 그리고 Goldman Sachs Hedge Fund Strategies LLC 등이 있음
 - 또한 골드만삭스는 스페셜리스트업무를 일환으로 매매의 실행 및 청산업무, 헤지펀드와의 차익거래를 위한 중개업무 등을 수행하는 Goldman Sachs Execution & Clearing, L.P.를 자회사로 보유

- 골드만삭스는 투자은행업 외에도 은행, 보험회사를 자회사 등으로 보유하고 있어 글로벌 차원에서 금융겸업을 실현함
 - Goldman Sachs Bank USA Holdings LLC의 자회사인 Goldman Sachs Bank USA와 신탁업을 하는 Goldman Sachs Trust Company, N.A. 등은 미국에서, Goldman Sachs International Bank는 아일랜드에서 은행업 영위
 - 유타주에 설립된 Goldman Sachs Bank USA는 Industrial Bank로서 여·수신업무를 수행하는 은행이나 요구불예금을 취급하지 않기 때문에 은행지주회사법의 적용을 받지 않으며, Goldman Sachs Trust Company, N.A는 여·수신업무를 하지 않는 신탁회사임
 - 아일랜드의 Goldman Sachs International Bank는 아일랜드금융청에 의해 감독받는 상업은행임

- 보험회사로는 변액연금, 생명보험, 재보험업무를 수행하는 메사추세츠주의 Commonwealth Annuity and Life Insurance Company가 있음
- 골드만삭스는 자기자본투자의 일환으로 비금융자회사 등을 보유하고 있음
 - 골드만삭스는 상품투자의 일환으로 발전소(power plants)에 투자하고 있으며, 영국의 Goldman Sachs(UK) L.L.C. 산하에 여러 발전소들을 자회사로 두고 있으며 미국에도 발전소 투자를 위한 GS Power Holdings LLC가 있음
- 골드만삭스의 자회사들은 버뮤다, 케이만군도, 미국 델라웨어 등에 총 57개, 영국 14개, 일본 7개, 홍콩 3개, 프랑스 2개, 뉴욕 5개 등이 설립되었는데, 실제 영업지역보다 조세회피지역에 더 많이 설립
- 골드만삭스는 중간지주회사를 적절히 활용하여 유사한 업무들을 통할하는 구조
 - 중간지주회사는 지주회사 → 중간지주회사 → 자회사 등으로 이어지는 구조뿐만 아니라 지주회사 → 자회사 → 중간지주회사 → 자회사 등으로 이어지는 복잡한 지배관계도 존재
 - 가령, 영국에서 자산운용업무를 하는 회사는 Goldman Sachs Asset Management International인데, 이 회사의 모회사는 영국에 설립된 중간지주회사인 Goldman Sachs Holdings(U.K.)

- 한편 중간지주회사인 Goldman Sachs Holdings(U.K.)의 모회사는 영국에 설립된 Goldman Sachs Group Holdings(U.K.)로, 미국 델라웨어에 설립된 Goldman Sachs(UK) L.L.C.의 자회사
- 그리고 Goldman Sachs(UK) L.L.C.의 모회사는 골드만삭스 소유 구조의 최상위에 위치한 The Goldman Sachs Group, Inc.

<그림 III-1> 골드만삭스의 주요 계열관계



IV. 금융투자지주회사 제도 도입 방안

- 증권사, 자산운용사 등 은행이나 보험사를 자회사로 두지 않은 금융투자지주회사에 대해서는 현행 금융지주회사법에서 규정하고 있는 각종 규제를 완화할 필요
 - 현행 금융지주회사법의 내용은 금융투자업 고유의 속성에 배치될 뿐만 아니라, 해외 주요국가의 금융투자지주회사에 대한 규제에 비해서도 과도한 수준
 - 여기에서는 금융투자지주회사에 대한 새로운 규율체제를 도입하는데 고려할 몇 가지 원칙을 살펴보고, 이어서 구체적인 도입방안을 제시

1. 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 원칙

- 원칙1. 권역별 특성을 반영한 규제 마련
 - 금융투자지주회사는 금융투자업을 영위하는 회사를 소유·지배하는 곳이며, 따라서 금융투자지주회사에 대한 규율에는 금융투자업의 속성에 대한 고려가 선행되어야 함
 - 특히 은행, 생명보험사에 비해 건전성 규제 필요성이 낮은 점, 상품 및 업무의 혁신 촉진 필요성이 높은 점 등을 고려

○ 원칙2. 규제차익(regulatory arbitrage) 최소화

- 지주회사 체제는 모자회사 체제, 내부겸영 체제 등 겸업을 위한 다양한 조직화 방식 중의 하나
 - 조직화 방식에 따라 규제 차이가 크게 나타날 경우 규제차익이 확대되고, 그 결과 규제의 사각지대 발생
- 규제차익을 최소화하기 위해서는 금융투자업을 규율하는 법률인 자본시장통합법과 가능한 한 일관성을 띠는 것이 바람직

○ 원칙3. 지주회사 체제의 특징 감안

- 지주회사 체제는 투명성, 위험차단, 이해상충 방지, 구조조정 용이 등의 관점에서 모자회사 체제나 내부겸영 방식에 비해 우월한 것으로 알려져 있음
 - 모자회사 체제나 내부겸영 방식 대신 지주회사 체제를 선택하는데 따른 유인을 제공할 필요
 - 단, 지주회사 체제의 고유의 속성을 유지하는데 필요한 일부 규제는 유지하거나 혹은 강화

<그림 IV-1> 금융투자지주회사 제도 도입을 위한 원칙



2. 구체적 도입 방안

가. 설립, 계열사 편입 등

○ 금융투자지주회사 설립에 대한 인가제 유지(원칙2 반영)

- 현재 금융투자지주회사를 설립할 경우 금융지주회사법(제3조)에 따라 금융위원회의 인가를 받아야 함
- 금융투자업의 속성 및 해외입법례를 감안할 경우 인가제 유지 필요성은 크지 않으나, 인가제를 택하고 있는 자본시장통합법 및 일정 규모 이상의 금융회사에 대하여 인가제를 폭넓게 도입하고 있는 국내 금융관련법과의 일관성을 고려하여 금융투자지주회사도 인가제를 유지
 - 단, 은행지주, 보험지주에 비해 인가기준을 어느 정도 완화할 필요

○ 금융자회사 이하(이하 자회사등)의 편입은 금융위원회 신고사항으로 전환(원칙1, 2 반영)

— 현행 법(제16조)은 자회사등을 편입할 경우 금융위원회의 승인을 얻도록 하고 있음

— 그러나 금융투자업의 경우 여러 가지 동기(영업, 조세절감, 규제회피)에서 기존 사업의 분사 혹은 신규 지분투자 등의 요인이 발생하는 바, 자회사등의 편입에 대해서는 금융위원회 승인이 아닌 신고사항으로 전환하는 것이 바람직

○ 증손자회사 이하 계열관계의 확장(수직 확장)을 허용(원칙1, 2 반영)

— 현행 법에서는 증손자회사 이하로의 계열관계 확장을 금지하고 있음

— 금융투자업을 국내외적으로 수행하는 과정에서는 페이퍼컴퍼니(paper company) 등을 조직화할 필요성이 높아지는 만큼 증손자 이하로의 계열 확장을 허용할 필요

• 골드만삭스는 모회사로부터 최대 자회사등의 수직 확장이 9단계에 이룸

• 자본시장통합법에서는 증손자회사 등에 대해 규제하지 않고 있다는 점도 감안할 필요

○ 손자회사 등의 업종제한 폐지(원칙1 반영)

— 현행법은 손자회사의 업종을 자회사와 동종업종으로 제한하고 동종업종의 범위를 증권회사의 경우 자산운용회사, 선물회사 등으로 제한함

- 다만, 해외 손자회사에 대해서는 지난 2007년 금융회사에 대한 해외진출의 활성화 일환으로 손자회사의 업종을 금융업 및 금융 관련업으로 확대한 바 있음
- 통상적인 비즈니스에서 손자회사는 자회사와 사업성격, 조직 및 보상체계 등이 유사한 업종이 될 가능성이 높으나, 금융투자업의 경우 투자목적의 사업기회를 찾는 과정에서 업종 성격보다 수익 창출 가능성이 중요한 투자결정의 요소가 될 수 있음
 - 특히, 금융투자 자회사가 자기자본투자의 일환으로 비금융회사를 바이아웃하는 경우가 발생할 수 있으므로 손자회사등에 대한 업종제한을 폐지하는 것이 바람직
 - 골드만삭스는 투자의 일환으로 여러 개의 발전소를 계열사로 보유하고 있으며, 보험회사와 청산결제회사도 투자목적에 위해 보유

나. 지주회사와 계열사, 계열사 간의 주식취득 및 내부거래

- 자회사의 지주회사에 대한 신용공여 및 주식보유 금지(원칙3 반영)
 - 법(제48조)은 자회사가 지주회사에 대해 신용을 공여하거나 지주회사 주식을 보유하는 것을 금지
 - 소유구조의 단순성, 투명성, 모회사로의 위험전이 방지 등 지주회사 제도의 고유 장점을 유지할 수 있도록 동 규제를 현행대로 유지

- 자회사 간 신용공여 제한 및 주식 보유 금지(원칙3 반영)
 - 법(제48조)에서는 자회사 간 주식소유를 금지하고, 자회사 간 신용공여는 개별 자회사 자기자본의 10% 이내로 제한하고 있음
 - 자회사 간 주식 보유 금지를 통해 소유구조를 단순화하고, 자회사 간 신용공여를 제한하여 자회사 간 위험 전이를 억제하는 현행 규제를 유지함으로써 지주회사제도의 고유특성을 유지

- 자회사 간 불량자산 거래 규제 완화(원칙1, 2 반영)
 - 법(제48조3항)에서는 자회사 간의 불량자산 거래를 금지하고 있음
 - 그러나 다양한 증권설계(securities design)를 통해 투자수단으로 변형하는 금융투자업의 업무 성격을 감안할 때, 자회사 간 불량자산의 거래를 원천적으로 금지하는 것은 바람직하지 않음
 - 자본시장통합법에는 이러한 규정이 없다는 점도 감안할 필요
 - 단, 자회사에서 지주회사로의 불량자산 거래는 지주회사 건전성 유지를 위하여 현행대로 금지하는 것이 바람직

다. 지주회사의 운영 등

- 지주회사의 자회사 주식보유 의무 제도 유지(원칙3 반영)
 - 법(제43조의2)에서는 지주회사가 자회사의 주식을 일정 비율 이상 의무적으로 보유할 것을 요구(상장회사 30%, 비상장회사 50%)

- 금융지주회사는 자회사 지배를 주된 목적으로 하는 조직이라는 점, 그리고 자회사 소액주주와 지주회사와의 이해상충을 완화시킬 필요가 있다는 점 등을 감안할 때, 자회사 주식에 대한 의무보유비율 규제는 유지하는 것이 바람직

○ 정보공유 및 임원 겸직 범위 확대(원칙3 반영)

- 법은 계열사 간 정보공유(법 제48조의2) 및 동종업종 계열사 간 임원 겸직(법 제39조)을 허용
- 금융투자지주회사의 경우에도 현행 법 상의 정보공유를 허용함으로써, 여러 가지 측면에서 장점을 지니는 지주회사 체제로의 전환을 촉진할 필요
 - 단, 현재 자본시장 관련 정보의 경우 유가증권 총량 정보 공유에 머물러 있는 바, 정보공유에 따른 시너지 효과를 제고하기 위해 공유대상 정보의 내용을 확대하는 방안 적극 고려
- 금융지주회사의 경우 실질적인 시너지 제고를 위해 이종업종(은행 기업금융본부와 증권사 기업금융본부, 신탁회사와 자산운용회사 등) 간 임원겸직을 허용하는 방안 검토
 - 단, 이해상충 우려가 높은 자회사 간 임원겸직에 대해서는 원천적으로 금지하거나 금융위원회의 승인을 받도록 규정

<참 고 문 헌>

금융감독원, 2003, 『금융지주회사법 해설』 .

민세진, 2006, “미국 산금분리 규제 진화 및 영향에 관한 연구”, 『BFL』 제 20호, 서울대학교 금융법센터.

신보성, 2006a, “자본시장통합법(안)의 주요내용에 대한 평가 및 향후과제”, 『금융리스크리뷰』 , 2006 여름, 예금보험공사.

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

이건범 · 김우진, 2005, 『금융지주회사의 효율적 운용을 위한 제도개선 방안 연구』 , 한국금융연구원.

자본시장과 금융투자회사에 관한 법률.

US Securities Exchange Act.

日本 金融商品去來法.