

글로벌 금융위기 이후 한국형 투자은행의 진로*

李 址 彦 (先任研究委員, 3705-6352)

지난 수십년간 세계자본시장을 선도하여 왔던 투자은행 모델에 대하여 근본적인 문제 제기가 이루어지고 있다. 우리나라에서는 투자은행 육성을 포기해야 한다는 의견도 대두되고 있다. 그럼에도 불구하고, 투자은행 기능 자체가 종말을 맞은 것은 아니다. 투자은행은 정보가 유통되는 자본 시장에서 신용과 평판을 바탕으로 정보의 비대칭성을 해소하며, 이 기능은 자본시장이 효율적으로 작동하는 데 매우 중요하다. 우리나라의 투자은행업은 아직 미성숙 단계에 있기 때문에 이를 업그레이드 시키는 것은 금융산업이 고부가가치산업으로 발전하는 데 필요한 과제이다. 따라서 지속적인 영업관련 규제완화를 통해 투자은행의 기능은 최대한 육성하면서, 효과적인 위험관리와 적절한 감독으로 취약점을 보완해 나가야 한다.

2008년 9월 Lehman Brothers 파산보호 신청 이후 글로벌 금융불안이 심화되었고, 이로 인해 세계 각국은 실업과 경기침체의 고통을 받고 있다. 다행히 각국 정부가 적극적으로 시장안정조치를 취한 결과 일부 지표들이 개선되면서 금융시스템 안정과 경기회복에 대한 기대가 높아지고는 있지만 여전히 긴장을 늦출 수 없는 상황이다.

글로벌 금융위기의 가장 중요한 원인을 한마디로 말하면 각 경제주체들이 리스크 관리에 실패한 데 있다고 하겠다. 1990년대 중반 이후 무역과 자본흐름의 글로벌 불균형이 지속되고, 이로 인한 글로벌 과잉유동성이 고수익을 좇아 자본유입국의 금융

글로벌 금융위기의 중요한 원인은 각 경제주체들이 리스크관리에 실패한 데 있다.

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



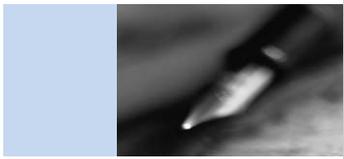
보다 근본적으로는 신용평가회사들과 금융당국들이 시스템리스크를 선제적으로 규제·감독하는 데 실패한 것이다.

부문, 특히 모기지부문의 자산유동화에 지나치게 쏠리면서 시스템리스크가 발생하였다. 또한 많은 상업은행과 투자은행들은 파생상품 등에 대한 투자를 늘리면서 레버리지(자산/자기자본) 위험이 높아졌다. 뿐만 아니라 은행의 부외투자기구(off-balance sheet structured investment vehicle and conduit), 투자은행 및 뮤추얼 펀드 등 소위 그림자금융(shadow banking)은 환매조건부 채권매도(RP) 등 단기로 차입한 자금을 장기로 투자하는 만기불일치 전략으로 유동성리스크에 노출되었다. 각 경제주체들이 이처럼 과도한 레버리지를 부담하게 된 원인은 자신들의 모델해저드 때문이지만, 보다 근본적으로는 우선 신용평가회사들이 금융상품의 위험을 정확하게 평가하지 못했고, 각국 정부와 금융당국들이 금융시스템 전반의 레버리지 증가에 따른 시스템리스크를 선제적으로 규제·감독하는 데 실패한 데 있다. 우리는 이번 위기로부터 시스템리스크는 시장의 자율적 힘에 의해서만 통제되기는 매우 어려우며, 금융당국의 선제적 거시건전성 감독이 얼마나 중요한가를 다시 한번 깨닫게 되었다.

글로벌 금융위기와 투자은행 모델에 대한 논란

대공황 이래 최대의 금융위기로 인식되고 있는 최근의 글로벌 금융위기 이후 국제금융시장의 변화와 관련하여 주목할 부분 중 하나는 투자은행업이라고 할 수 있다. 서브프라임 위기로 인해 글로벌 투자은행들은 상당한 어려움을 겪고 있다. 이러한 때에 글로벌 투자은행의 성공과 실패를 되돌아보고 국내 투자은행업의 과제에 대하여 논의하는 것은 그 의미가 크다고 생각한다. 글로벌 투자은행들은 이번 금융위기 과정에서 신뢰도가 크게 저하되었던 것이 사실이다. Bear Stearns(2008년 3월 JP Morgan Chase에 매각), Lehman Brothers(2008년 9월 파산), Merrill Lynch(BOA에 매각) 등의 구조조정에 이은 Goldman Sachs, Morgan Stanley의

지난 수십년간 세계자본 시장을 선도하여 왔던 투자은행 모델에 대하여 근본적인 문제 제기가 이루어지고 있다.



금융지주회사 전환에 따라 지난 수십년간 세계자본시장을 선도하여 왔던 투자은행 모델에 대하여 근본적인 문제 제기가 이루어지고 있다. 투자은행업을 비롯한 글로벌 금융산업의 변모는 이미 시작되었으며 향후 다양한 굴곡을 거치면서 중장기적으로 각국 금융산업과 경제의 진로에 중대한 영향을 미칠 것으로 보인다. 이에 따라 향후 글로벌 금융산업의 변화, 특히 그 중심에 있는 투자은행업에 대한 전망은 우리나라 금융산업의 진로에 대해 매우 중요한 시사점을 가지겠지만, 그 변화의 폭이 크고 불확실성이 많아 쉽게 예측하기는 어렵다. 이러한 상황에서 투자은행의 기능 및 금융 시스템에서의 역할 등에 대한 본질적인 질문으로부터 출발하여 정책 및 경영 현안에 이르는 접근이 필요하다. 금융시장과 금융기관의 형태는 변하더라도 그 본질적인 기능은 계속될 수밖에 없기 때문이다.

투자은행의 기원과 변천

18세기 유럽에서는 Rothschild, Baring, Brown 가문이 대서양을 무대로 다국적 무역거래를 영위하고 있었다. 그런데 18세기의 영·미 상법은 아직 농경·계층사회적 단계에 머물러 있어서 채권실행 등 법률적 재산권 행사가 어려웠다. 또한 재판관 할권이 여러 나라에 걸쳐 있어서 무역업자들은 계약을 법적으로 보호받기 어려웠다. 따라서 이들 무역업자들은 법적 계약 대신에 신용(long-term relationship)과 평판(reputation)에 기초를 둔 사적 계약방식으로 거래를 수행하였다. 무역업자들은 오랜 기간 무역거래를 하면서 신용과 평판을 축적하였고, 거래상대방과 상품시장에 관한 많은 정보도 축적하였다. 이러한 네트워크(신용과 평판)와 정보를 바탕으로 대형 무역업자들은 대부업, 외환업무 등 금융업(merchant bank)에 진출하게 되고 19세기 중반까지 투자은행으로 발전한다.

투자은행의 기원이 된 18세기 유럽 무역업자들은 법적 계약 대신에 신용과 평판에 기초한 사적 계약방식으로 거래를 수행하였다.

19세기 들어 산업화가 진전되고, 미국·유럽에서 대형 국책사업이 진행되면서 증

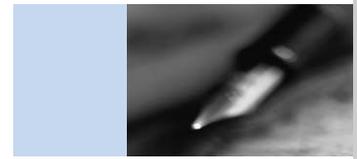


권발행을 통한 대규모 자금조달이 필요하게 되었다. 그런데 증권발행은 정보의 비대칭성이 크기 때문에 상호독립된 시장(arm's length market : independent & equal footing market)에서는 이루어지기 어려운 특성이 있다. 즉 투자자가 대규모 증권인수를 약속하고 나서 나중에 그 약속을 어겼을 경우 기업은 이를 법적으로 강제할 수 없었다. 또한 투자자가 우량기업이라고 믿고 투자한 후 손실을 입었을 경우 법적으로 손해를 배상받을 방법이 없었다. 따라서 대규모 증권발행을 위해서는 투자는 행과 같은 특수관계를 바탕으로 하는 시장(closely related market)이 필요하게 되었던 것이다. 기업·투자자 중 일방이 계약을 불이행할 경우, 특수 관계를 바탕으로 한 은행은 이를 법적으로 강제할 수는 없었지만, 거래단절이라는 사적인 제재수단을 사용하였던 것이다(threat of exclusion from valuable long-term relationship). 거래단절(업계 퇴출)이 위협적인 제재수단이 되는 이유는 거래가 단절될 경우의 장기적 손실이 당장 계약 불이행으로부터 얻는 단기적 이득보다 훨씬 크기 때문이다. 투자은행이 사용하는 거래단절 위협이 실효성을 갖기 위해서는 ① 거래상대방에게 장기적으로 충분한 이익을 주어야 하고, ② 많은 거래상대방들을 확보하고 있어야 하기 때문에 ③ 충분한 거래실적(adequate deal flow)이 필수적이다.

투자은행의 역사로부터 추론할 수 있는 본질적 기능은 법적으로 보호하기 힘든 정보가 거래되는 자본시장에서 평판을 기초로 하는 사적 강제방식으로 거래를 성사시키는 것이었다.

요컨대 투자은행의 역사로부터 추론할 수 있는 본질적인 기능은 법적으로 보호하기 힘든 정보가 거래되는 자본시장(특히 발행시장)에서 평판을 기초로 하는 사적 강제방식(extra-legal enforcement)으로 거래를 성사시키는 것이었다. 위에서 언급한 머천트 뱅커(merchant banker)들은 네트워크와 정보(가격·자금 관련)를 바탕으로 발행시장에서 주도적 역할을 수행하면서, 19세기 중반에 파트너십 형태의 투자은행으로 변신하였다. 이 시기에 JP Morgan, Lehman Brothers, Goldman Sachs가 등장하였고, 20세기 들어 Merrill Lynch(1914), Morgan Stanley(1935) 등이 등장하게 된다.

20세기에 접어들면서 글로벌 투자은행은 수차례의 구조변화를 겪는다. 1929년 미국 주가 대폭락으로 시작된 대공황으로 많은 은행이 도산하고 은행의 증권업 겸



영에 대한 비판이 일어나자, 은행업과 증권업을 분리하는 Glass-Steagall Act (1933)가 제정되었고, 투자은행은 상업은행으로부터 분리되었다. 20세기 중반까지 투자은행들은 평판과 노하우를 바탕으로 도매금융(wholesale banking, 기관과 거액개인 대상의 인수 및 자문업)에 주력하는 소규모 파트너십 형태를 띠었다. 그러던 것이 1960년대 메인프레임 컴퓨터가 개발되면서 소매금융(retail banking, 소액투자자 대상의 증권중개)에 주력하는 주식회사 형태의 대형투자은행이 출현하게 된다. 1970년대 퍼스널 컴퓨터가 일반화되고, 금융공학(Black-Scholes Model 등)이 발전하면서 투자은행 업무 노하우의 독점이 어려워지게 된다. 또한 금융자율화를 지향하는 Gramm-Leach-Bliley Act (1999, Financial Services Modernization Act) 제정으로 상업은행이 투자은행업을 겸업하게 되자, 투자은행들은 고유영역이 축소되면서 무한경쟁에 노출되게 되었다. 뿐만 아니라 Enron 회계부정 사건 이후 Sarbanes-Oxley Act (2002, Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act)가 제정되면서 엄격한 규제로 인해 투자은행 업무의 폐쇄성·자율성도 제약을 받게 된다. 이처럼 대형 투자은행들의 업무가 정형화·시스템화되자, 인적자본 집약형(human capital intensive) 소형 부띠끄(boutique) 투자은행이 출현한다. 소형 부띠끄들은 대형 투자은행이 갖지 못하는 조직·의사결정의 유연성을 최대한 살려, 자문업, 사모주식투자, 헤지펀드 거래 등에 특화하였다.

미국 대공황 이후 은행업과 증권업을 분리하는 Glass-Steagall Act가 제정되었고, 투자은행은 상업은행으로부터 분리되었다.

한국형 투자은행의 진로와 과제

글로벌 금융위기로 인해 글로벌 금융시장이 또 다시 대규모 구조조정기를 맞게 되면서, 일각에서는 투자은행 비즈니스 모델이 종말을 고할 것이라는 진단까지 나오고 있고, 우리나라에서는 투자은행 육성을 포기해야 한다는 의견도 대두되고 있다. 그러나 일부 투자은행의 위기에 불과하고, 투자은행의 기능 자체가 종말을 맞은 것은 아니라고 생각한다. 투자은행은 자금과 정보가 유통되는 자본시장에서 신용과 평

지속적인 영업관련 규제 완화를 통해 투자은행의 기능은 최대한 육성하면서, 효과적인 위험관리와 적절한 감독으로 취약점을 보완해 나가야 한다.



판을 바탕으로 정보의 비대칭성을 해소하며, 이 기능은 자본시장이 효율적으로 작동하는 데 매우 중요하다. 뿐만 아니라 우리나라의 투자은행업은 아직 미성숙 단계에 있고, 이를 상당한 수준으로 업그레이드 시키는 것은 금융산업이 고부가가치산업으로 발전하는 데 꼭 필요한 과제이다. 따라서 지속적인 영업관련 규제완화를 통해 투자은행의 기능은 최대한 육성하면서, 효과적인 위험관리와 적절한 감독으로 취약점을 보완해 나가야 한다.

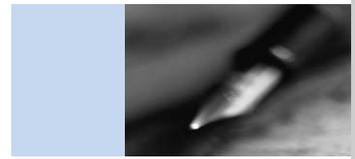
우리나라에서 투자은행업무를 포함한 금융투자업은 아직 수익성이나 성장성이 낮고, 투자은행업무가 단시일 내에 활성화되기를 기대하기도 어려운 실정이다. 즉 인수 및 주선수수료가 전체 영업수익에서 차지하는 비중이 미미하고, 시장규모, 자본력, 전문인력, 국제 네트워크, 금융기법 등이 취약하여 국내 M&A에서 국내계 금융투자회사의 실적은 부진한 편이다.

통합리스크관리역량을 기반으로 M&A 자문, PI 등 새로운 수익원을 창출해야 하며 증자, 전략적 제휴 등을 통한 대형화와 경쟁력있는 부문에 특화하는 전문화 전략도 추진해야 한다.

투자은행업무 활성화를 위한 첫째 과제는 수익구조 다변화이다. 자본시장법의 포괄주의, 겸영주의로 창의성과 시너지를 창출할 수 있는 여건은 마련된 상태이므로 M&A 자문 등 고수익시장을 선점하고, 트레이딩 및 통합리스크관리 역량을 기반으로 하는 자기자본투자(principal investment)를 통해 새로운 수익원을 창출할 필요가 있다.

둘째 과제는 회사별 특성을 감안하여 대형화 또는 전문화를 추진하는 것이다. 자기자본투자, 인수 등 고수익·고위험 업무에서 위험부담능력을 높이기 위해서는 내부유보, 증자 등을 통한 자기자본 확충이 필수적이다. 이를 위해서는 대주주의 증자뿐만 아니라 M&A나 전략적 제휴 등을 통한 대형화가 필요할 것이다. 또한 선택과 집중을 통한 전문화 성장전략도 고려할 수 있다. 한정된 자원을 특장점이 있는 영업에 특화하는 것도 주요한 전략이 될 수 있다. 인수업, M&A중개, 자기자본투자, 거액PB 등 자산관리를 그러한 특화부문으로 활용할 수 있다.

셋째 과제는 글로벌 네트워크의 구축이다. 글로벌 투자자에 대한 네트워크 형성은 민간 금융회사 주도로는 단시일 내에 이루어지기 어렵기 때문에 민·관 협력체계를



마련하여 추진할 필요가 있다. 국내 기관투자자 및 국부펀드의 해외투자에 있어서 국내 금융투자회사와 해외증권사의 공동인수를 유도하거나 전략적 제휴를 통해 국내 금융회사의 대외인지도와 영향력을 제고해야 한다. 또한 국부펀드나 연기금, 외환보유고 운용에 있어서 글로벌 금융기관과의 제휴를 통해 국가 차원의 글로벌 네트워크를 지속적으로 형성해 나가야 할 것이다.

넷째 과제는 아시아 역내시장에서 선도적 투자은행이 되도록 노력해야 한다. 이를 위해 금융인프라 수요가 급증하고 있는 이머징마켓, 선진 투자은행들의 미개척지 등 한국이 경험적 비교우위를 갖는 시장에 집중적으로 진출해야 한다.

끝으로 대주주와 경영진은 리스크관리와 장기비전의 중요성에 대해 인식해야 한다. 리스크관리 전담부서는 영업부서로부터 독립되어 경영진과 신뢰관계를 유지해야 하며, 인력은 대폭 확충해야 할 것이다. 특히 대주주에 의한 경영진의 잦은 교체는 단기성과 추구 등 심각한 문제를 초래하므로 대주주는 장기비전을 가지고 안정적인 성장전략을 추구해야 할 것이다. **KIF**

민·관협력체계를 통해 글로벌 네트워크를 구축하는 한편 우리가 비교우위가 있는 역내시장에 적극 진출해야 한다.

대주주와 경영진은 리스크관리와 장기비전의 중요성을 인식해야 한다.