

산업자본(보험)의 은행소유 제한 정책의 타당성 검증*

Examining Appropriateness of the Regulatory Restrictions on the Banking Ownership of an Insurer Held by Industrial Firm

류근옥**

Lew Keun-Ock

본 연구에서는 산업 자본의 지배 하에 있는 국내 보험회사의 은행 진출을 제한하는 정부의 규제가 금융(은행) 산업의 발전 측면에서 실효성이 있는지를 검토하기 위하여 은행과 산업자본의 결합에 대한 국가별 제도적 차이를 검토한다. 아울러 World Bank가 제공하는 53개국의 통계 데이터를 이용하여 이러한 규제의 차이가 금융시스템의 발달 정도에 영향을 주는지를 실증 분석한다. 국내에서는 금융시장의 건전한 발전과 자원 배분의 효율성을 향상시키기 위하여 은행과 산업자본은 반드시 차단되어야 한다고 철칙으로 믿어 왔다. 그러나 세계 각국의 관련 규제를 비교 검토해 보면 산업자본의 은행 소유를 제한하는 것이 대부분의 나라가 일반적으로 수용하는 통례는 아니라는 것을 발견한다. 이러한 결합 제한은 미국 등 일부 국가에서 지켜 온 전통으로 이해하는 것이 타당하다. 실증분석 결과 세계 여러 나라의 규제 차이와 금융발전 사이에는 상관관계가 존재하지 않거나 소유를 제한(e.g. 은행의 산업기업 소유)하는 규제가 오히려 금융발전에 저해가 되는 것으로 나왔다. 따라서 국내 보험회사가 산업자본의 지배 하에 있다는 이유로 은행 진출을 정부가 차단하는 규제는 잉여적일 수 있으며 새로운 분석이 요구된다.

※ 국문색인어: 산업자본, 은행, 보험, 지배구조, 소유 제한

* 본 논문의 심사를 통하여 좋은 의견을 주신 익명의 심사자 3분께 감사를 드립니다. 아울러 2005년 8월 18일 경영관련학회 통합학술대회에서 좋은 comment를 해 주신 여러 참여자께 감사를 드립니다.

** 서울산업대학교 경영학부 교수(klew@duck.snut.ac.kr)

I. 연구의 목적과 배경

본 연구에서는 산업 자본의 지배 하에 있는 국내 보험회사의 은행 진출을 제한하는 정부의 규제가 금융(은행)¹⁾ 산업의 발전 측면에서 실효성이 있는지를 검토하기 위하여 은행과 산업자본의 결합에 대한 국가별 제도적 차이를 검토하고 아울러 이러한 규제의 차이가 금융시스템의 발달과 상관관계를 가지는지를 실증 분석한다.

오늘날 선진국의 금융기관들은 세계적인 종합금융화 추세에 따라 은행, 보험, 증권 등 전통적인 고유 업무영역의 장벽을 허물면서 겸업화를 추진하고 있다. 이를 통해 그들은 규모(scale)의 경제 및 범위(scope)의 경제를 실현하면서 치열한 세계 금융시장에서 경쟁력을 확보해 가려고 한다.

전통적으로 금융 영역간 분리를 견지해 온 미국의 경우에도 1999년 이후에는 지주회사 혹은 자회사 방식에 의해 은행이 보험업에 진출하고 보험회사가 은행 자회사를 설립하는 것이 허용되었으며, 이러한 상호진출 추세에 따라 분리주의를 고수하던 일본도 합류하였다. 국내에서도 2003년 8월 이후 은행이 금융기관 대리점으로서 보험 상품을 판매(bancassurance)할 수 있을 뿐만 아니라 보험 자(子)회사를 설립하는 것도 허용되었다.

그러나 미국 등 선진국의 경우와는 달리 국내에서는 산업자본의 지배 하에 있는 보험회사들은 은행을 자(子)회사로 소유할 수 없으며 그 결과 겸업화 제도의 불균형 문제가 끊임없이 제기되고 있다. 아울러 국내에서 은행들은 점점 대형화되고 금융시장에서 우월적 지위를 확대해 가고 있는 반면 보험회사들은 시장적 지위가 점점 약화되고 있어 보험사의 은행 진출도 허용하여야 한다는 목소리가 보험업계를 중심으로 높아지고 있다. 국내 금융시장에서 자산기준으로 (예금)은행의 점유율이 1997년 38.5%에서 2003년 58.6%로 크게 상승한 반면 제2금융권은 1997년 61.5%에서 2003년말에는 41.4%로 하락하였다²⁾.

은행과 산업자본의 결합(affiliation of banking and commerce)을 허용하느냐

1) 본 논문에서는 한 나라 경제 발전에 필요한 은행의 신용 공급 기능 등을 중심으로 금융 산업의 발전을 검토한다.

2) 한국은행, 『조사통계월보』, 각 연도별 통화금융.

아니면 제한하느냐는 나라마다 차이가 있다. 결합을 허용하는 정도도 나라마다 차이가 있는데 우리나라의 경우 가장 제한적(most restrictive)인 나라인 미국식 제도를 따르고 있다. 그러나 근자에는 미국에서도 재무성을 중심으로 새로운 자본이 은행으로 유입될 수 있도록 산업기업의 은행 진출을 허용하자는 안이 제기되기도 하였다³⁾.

산업자본의 은행 소유 허용을 주장하는 경제적 논리는 규모의 경제와 범위의 경제 효과를 통한 경영의 효율성(operating efficiencies) 제고이다. 아울러 은행과 산업자본이 결합하면 은행은 정보창출 기능을 이용하여 정보의 효율성(informational efficiencies)을 향상시킬 수 있다는 것이다. 그러나 양자간 결합을 반대하는 논리는 산업자본이 은행을 소유하면 이해상충 혹은 자원배분의 왜곡(e.g. 금융의 사금고화 등)이 발생하고 경제력 집중과 독과점 폐해가 우려된다는 것이다. 게다가 산업자본이 은행을 소유하면 예금보험기금 등 정부 안전망(safety net)이 위협을 받는다는 것이다. 그러나 이러한 우려의 대부분이 금융시장이 비경쟁적인 경우에 발생할 수 있으며 오늘날에는 시대착오적인 기우라는 반론도 있다⁴⁾.

국내에서 보험의 은행진출을 반대하는 기본 논리는 보험회사는 산업자본이라는 것과 또한 그 소유 및 지배구조가 매우 독특하다는 것이다. 즉 문제의 산업자본은 대규모 기업집단(재벌이라고 보통 부름)을 형성하고 있는데 그 지배 경영주주는 적은 자본으로 피라미드 혹은 순환형 투자를 통하여 계열사를 지배하고 있기 때문에 소유와 지배의 괴리가 너무 크고 그로 인해 소액주주의 이익에 반하는 경영(대리비용 문제)을 하기 마련이라는 것이다⁵⁾. 따라서 도덕적 해이의 가능성이 높은 국내 산업자본이 금융자원의 효율적 배분을 통해서 기업의 투자 및 경제발전을 지원해야 하는 은행업을 하기에는 적절치 않다는 것이다.

소유와 의결권의 괴리가 소액주주의 이익에 반하는 대리비용 문제를 초래하고 그로 인해 기업 경영의 성과가 떨어진다는 주장에 대하여는 그 동안 국내외적으로 많은 검증이 있었다. 그러나 실증연구의 결과는 일치하지 않는다.

3) Rogers(1993), pp.284~285.

4) 구체적 반론은 Walter(2003), pp.10~11.

5) 김선구 외 3인(2003).

다른 한편 은행과 산업자본의 결합을 제한하는 것이 금융시장 발달을 위해 실익이 있는지 아닌지에 대한 실증분석은 별로 없는 형편이다. 따라서 본 연구에서는 우선 산업자본과 은행의 결합에 대한 국가별 규제 차이를 검토하고 이러한 규제가 각국의 금융 산업의 발전에 긍정적인지 아니면 부정적인지를 World Bank의 통계 데이터를 활용하여 실증적으로 검토함으로써 우리나라 금융 규제의 타당성 여부를 논의한다.

II. 선행 연구 검토

우리나라의 대규모 산업기업(재벌)은 그 소유 및 지배구조가 특이하다는 이유로 출자총액제한 제도에 의하여 신규사업 진출 등에 제한을 받는다. 특히 재벌은 가족 중심의 소유 구조를 가지고 있으며 게다가 기업집단에 적은 자본을 투여하였음에도 순환출자 등에 의하여 계열사에 대한 의결권은 너무 크다는 것이다. 그 결과 기업의 경영주주는 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 크고 기업 경영의 효율성은 떨어진다는 것이다⁶⁾. 따라서 기업의 지배구조나 혹은 소유와 의결권의 괴리가 과연 기업의 경영성과 등에 어떠한 영향을 주는가를 검토할 필요가 있다. 이 분야의 실증연구는 매우 다양하지만 그 결과는 일치하지 않는다.

1. 소유 및 지배 구조의 결정과 기업 성과에 관한 기존연구

기업의 이상적인 지배 및 소유 구조가 단일 모델로 존재하는가? Shleifer and Vishny(1997)는 세계 여러 나라 기업들의 지배구조를 조사하였는데 영국, 독일 및 일본 등 선진국 기업들에게 많은 자본이 흘러 들어 온다는 점에서 그 지배구조가 상대적으로 우수하다고 볼 수는 있지만 역시 이러한 선진국의 지배구조도 개선의 여

6) 이러한 문제점 극복을 위해 도입된 출자총액제한과 금융보험사 의결권제한 제도에 대하여는 공정거래위원회 독점국의 보도 자료(2004. 12. 21) 참조.

지가 많고 특히 어느 나라 것이 우수하고 어느 나라 것이 나쁘다고 단정하기는 어렵다고 한다. 기업의 지배구조는 경제적이고 법적인 운영 장치로서 정치적 과정을 통하여 언제나 필요에 따라 개정될 수 있다는 것이다. 특히 시장론자들은 기업의 지배구조도 시장경쟁에 의해서 대리 비용 등을 극소화하는 방향으로 끊임없이 진화하여 보다 작은 비용으로 외부 자본의 유입이 가능하도록 발전해 간다는 것이다. 즉 기업의 지배구조는 정부가 인위적으로 조정해 나가는 대상이 아니라 시장의 경쟁을 기초로 기업이 알아서 적절한 구조를 찾아가게끔 해야 한다는 것이다.

Demsetz(1983)과 Demsetz and Lehn(1985)의 연구에 따르면 기업이 상이한 소유 구조를 가지는 이유도 주어진 환경과 조건에서 그것이 나름대로 최적이라고 판단하기 때문에 기업의 소유구조는 독립 변수라기보다는 내생변수로 보아야 한다는 것이다. 그 결과 기업성과와 경영자의 지분 사이의 관계를 실증 분석할 때 양자의 관계를 직접 관찰하기보다는 2단계로 구분하여 (i)소유지분을 결정하는 모델과 (ii)기업성과를 결정하는 모델을 연립방정식 형태로 설정하여야 한다는 것이다. Demsetz and Lehn(1985)의 실증연구 결과를 보면 미국 대기업(e.g. Fortune 500대 기업 중 223개 기업 샘플)의 경영진 및 5대 주주의 지분은 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 영향을 주지 않는다.

그 후 미국의 대기업(1991년도 Fortune 500에 속하는 기업 중 일부)을 대상으로 검토한 Cho(1998)의 연구에서 기업의 소유구조를 외생변수가 아닌 내생변수로 보고 simultaneous equations 회귀분석을 하였는데 기업가치(Tobin's Q)는 소유구조에 영향을 주지만 반대로 내부 경영소유자의 구조는 기업가치에 유의적인 관계를 보여주질 않았다. 특히 Cho(1998)는 Demsetz and Lehn(1985)의 연구와는 달리 경영자 지분을 3구간으로 나누어 검증하였지만 3구간 모두에서 유의적 관계를 발견하지 못했다.

Ang, Cole and Lins(2000)가 미국의 중소기업 1,708개를 대상으로 검토한 실증 연구에 의하면 (i)경영자가 주주인 경우에, (ii)가족이 50% 이상의 지분을 소유하는 경우에, 그리고 (iii)최대 주주의 지분이 높을수록 대리인 비용이 감소하는 것으로 검증되었다. 또한 은행과 같은 외부감시가 존재하면 대리비용이 절감되는 외부경제효과를 발견하였다.

또한 Anderson, Mansi and Reeb(2003)의 실증 연구에 따르면 미국에서는 S&P 500대 기업 중 1/3 정도는 창업자 가족이 기업경영에 참여하고 있다. 이 때 가족 기업의 경우에는 창업자 가족이 관여하지 않는 기업과 비교하여 차입비용(cost of debt)이 낮고 경영성과도 더 좋았으며 주주와 채권자 사이의 대리비용도 낮았다.

그러나 Stulz(1988)의 연구에 의하면 기업을 지배하는 경영자의 지분이 높아지면 자기지분의 가치증가에서 오는 효용보다는 사적이익을 추구함으로써 얻는 효용이 더 크기 때문에 기업경영에 안주하려는 동기(안주가설)를 갖게 된다는 것이다. 따라서 지배경영주의 지분이 높아지면 대리비용이 크게 발생하여 기업 성과는 하락한다고 해석하고 있다.

Morck, Schleifer and Vishny(1988)의 실증 연구에서는 이사회에서 경영자의 지분이 5%가 될 때까지는 Tobin's Q가 증가하지만 그 지분이 그보다 많아지면 Tobin's Q값이 감소하며 지분이 25%를 넘어서면 다시 Tobin's Q가 증가함을 발견하였다. McConnell and Servaes(1990)의 실증 연구에서도 경영진의 지분이 40~50%가 될 때까지는 기업가치가 상승하다가 이후에는 하락하여 경영진의 지분과 기업가치는 역 U자형의 관계를 가진다.

결론적으로 이상의 다양한 가설과 실증분석 결과를 종합하면 기업의 소유 및 지배구조는 하나의 이상적인 형태가 존재하는 것이 아니며 또한 정부가 정한 방향으로 유도해 가야 하는 필요성을 찾아 보기 어렵다. 또한 경영 지배주주의 소유지분이 증가한다고 경영성과가 나빠지고 그로 인해 소유지분을 제한해야한다는 정당성도 확보하기 어렵다.

다른 한편 소유와 지배권의 괴리에 대한 연구 결과도 일치하지 않는다. 동아시아 8개국의 800개 기업을 대상으로 소유권과 지배권의 괴리를 검토한 Lemon and Lins(2003)의 연구에 의하면 지배 경영주는 소유권에 비해 평균 2배 이상의 지배권(의결권)을 행사하고 있다. 8개국 중 의결권 승수가 가장 큰 나라는 싱가포르이며 그 승수가 3배가 넘었다⁷⁾. 이어서 필리핀(2.62), 말레이시아(2.48) 순이며, 그 다음 한국 및 대만으로 비슷한 수준(2.30 정도)이다. 동아시아에서 의결권 괴리가 평균적으로 가장 낮은 나라는 홍콩(1.49)이다.

최근 Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(2000) 연구에 따르면 기업의 소액 주주나 채권자의 부(wealth)가 여러 터널(tunnel)을 통해 지배주주로 이전될 수 있으며 특히 재벌과 같은 기업집단은 지배 경영주주가 적은 현금흐름권을 가지고도 여러 계열사를 지배할 수 있기 때문에 자기지분이 적은 계열사에서 자기지분이 많은 다른 계열사로 부를 이전시킬 가능성이 크다는 견해를 보여 주고 있다. 18개의 신흥시장에서 수집한 1,433개 기업을 대상으로 1995년 자료를 검토한 Lins(2003)의 연구에서는 경영을 담당하는 대주주(5~20% 사이 범위에서 소유)의 의결권 피리가 클수록 토빈의 Q에 부정적 영향을 주는 것으로 검토되었다. 그러나 경영에 참가하지 않는 대주주 집단이 있는 경우에는 경영자의 대리비용이 크지 않아 오히려 기업가치를 상승하는 것으로 나타났다.

Lemmon and Lins(2003)가 동아시아 8개국의 1997년과 1998년 데이터를 기초로 실증 분석한 결과에서는 경영진의 의결권 승수(더미변수로 사용)가 주식의 누적수익률에 부정적 영향을 주면서 통계적으로 유의하였다. 그러나 금융위기 이전의 데이터를 분석하면 의결권 피리가 주가 수익률에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 또한 이들은 의결권 피리가 주가수익률에 미치는 영향을 회귀 분석하였는데 설명변수와 종속변수 사이에 상호 내생적 관계를 제어하기 위하여 1997년 아시아 금융위기(1997. 7~1998. 8)시의 금융충격을 외생적 요인으로 보고 주식 수익률을 기업성파로 측정하였다. 이러한 금융충격으로 기업이 투자의 어려움에 직면하면 지배 경영주주 특히 적은 소유지분으로 지배권을 많이 확보한 경영주는 소액주주의 이익을 침해하면서 자기들의 사적 이익을 추구한다는 가설을 세울 수 있다는 것이다. 이들의 실증분석 결과는 금융위기시 소유지분에 비해 경영권을 많이 장악한 기업일수록 그 회사의 주가는 낮았다는 것이다.

국내 기업에 대한 Joh(2003)의 연구에 따르면 1993~1997년 동안 외부감사를 받은 5,829개의 기업에 대한 분석에서 소유의 집중도가 낮은 기업은 통계적으로 유의하게 낮은 자산수익률(ROA)을 보이고 있으며 또한 의결권 피리도가 크면 ROA가 낮아지는 음의 상관관계를 보여 주었다. 대주주 및 그 가족이 차지하는 소

7) 싱가포르 은행의 산업기업 소유를 제한하지만 산업자본의 은행 소유를 제한하지는 않는다.

유지분은 평균 45.19%이고, 모든 상장사의 평균은 31.67%이다. 반면에 대기업 집단의 소유 집중도는 17.12%로 매우 낮은 것으로 조사되었다.

그러나 Mitton(2002)의 연구 결과는 좀 다르다. 그는 동아시아 5개국을 대상으로 아시아 금융 위기시 기업의 지배구조가 기업성장에 미치는 영향을 실증분석을 하였는데 의결권승수를 dummy로 사용하는 대신 연속확률변수(continuous random variable)로 사용하였는데 의결권승수와 주식의 누적수익률은 모든 제어변수가 포함되는 일반적 회귀분석에서 유의적 관계를 가지지 않는 것으로 나타났다⁸⁾. 대주주의 소유권이나 의결권이 크면 누적 주식 수익률에 양(+의 영향을 주는 것으로 분석되었다.

최근 강원, 신현한 및 장진호(2004)의 공동연구에서는 2003년 9월 한국개발원(KDI)이 발표한 국내 기업의 지배주주 지배권, 현금흐름권(소유권), 의결권승수 데이터를 이용하여 2000~2002년 사이의 3년 평균 기업가치(e.g. 장부가 대비 시장 가치 or Market-to Book Ratio) 및 경영성과(e.g. 경상이익 혹은 EBITDA를 총자산으로 나눈 값)를 분석하였다. Pearson 상관관계 분석에서 지배주주의 소유권과 지배권은 기업가치와 음의 상관관계를 나타냈으나 경영성과와는 유의한 상관관계를 보이지 않았다.

그러나 기업가치와 괴리도와는 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보여주었고 따라서 의결권 괴리도가 높은 기업이 그 가치가 높다는 결과를 보여 주고 있다. 따라서 강원 등의 공동연구(2004) 결과는 괴리도가 크면 경영성과가 좋지 않다는 소액주주 착취가설을 지지하지 않는다. 아울러 지배 주주의 소유권이 높을수록 경영성과가 좋다는 이해일치가설을 지지하고 있다. 강원 등의 공동연구(2004, p.20)에서는 아울러 괴리도 대신에 기업지배구조 점수(e.g. 적극적인 공시활동을 통한 경영투명성, 독립적인 사외이사 및 감사위원회 등의 감시활동 등을 점수화한 것)를 독립변수로 대체해 보았는데 기업가치와 경영성과에 긍정적으로 영향을 주며 모두 통계적으로 유의한 값을 보였다. 따라서 이들은 기업가치 및 경영성과에 영향을 주는 변수는 공정거래위원회가 문제 삼는 소유와 지배권의 괴리도가 아니라 적극적인

8) Mitton(2002), p.232.

공시활동, 사외이사 및 감사위원회의 감사활동 등인 것으로 결론을 짓고 있다⁹⁾.

2. 산업자본과 은행의 결합 제한과 금융시장 발달에 관한 선행연구

개별기업의 경영성과가 아닌 좀더 거시적인 측면에서 산업자본과 은행의 결합이 금융시장 전체에 어떠한 영향을 주는가에 대한 나라별 비교와 실증적 연구는 거의 전무한 상태이다.

최근 World Bank의 정책연구 논문(Barth, Capiro and Levine or BCL, 2000)에서는 세계 60개국의 자료를 정리하여 산업자본과 은행의 결합이 금융시장에 미치는 효과를 실증 분석하였는데 이러한 국제적 규제의 차이를 이용해 규제의 타당성을 연구한 논문은 이것이 처음으로 이해되며 주요 연구 결과는 다음과 같다.

우선 은행이 비금융 산업기업을 소유하고 통제하는 것을 제한하거나 반대로 비금융 산업기업이 은행을 소유하고 통제하는 것을 법으로 제한하여도 (i)은행업의 발전, (ii)증권 및 기타 비은행 금융기관의 발전, 혹은 (iii)산업기업 간의 경쟁 촉진과는 통계적으로 신뢰할 만한 관계를 가지지 않는다.

게다가 은행이 산업기업을 소유하는 것을 제한하는 나라에서는 커다란 은행 위기 혹은 심지어는 체계적인 은행 위기를 겪을 확률이 더욱 높아지는 것이 매우 강하게 나타났다. 따라서 은행의 안정성을 제고하기 위하여 은행과 산업자본의 결합을 제한한다는 규제 논리는 실증분석 결과 그 타당성이 없는 것으로 밝혀졌다.

Barth, Capiro and Levine(2000)의 연구에서는 금융시장의 발달 정도를 측정하는 종속변수로 금융기관의 자산이익률(총자산 대비 세후 순소득), 금융시장의 집중도(Top 3 은행의 자산 기준 시장 점유율), 민간부문에 대한 여신 공여 정도 등을 사용하였으며 사용한 데이터의 기간은 1990년대 초였다. 그러나 오늘날 금융기관

9) 강원 등의 공동연구(2004)에서는 공정거래위원회가 대리인 문제의 축소를 위해 괴리도를 줄여야 한다고 주장하지만 이는 신규투자를 저해하는 결과만 가져온다는 반론을 펴고 있다. 실례로 괴리도가 높은 대부분의 기업들은 비상장회사이면서 기업집단의 신생기업들이라는 것이다. 따라서 지분-소유의 괴리도를 증가시키는 것은 기업의 전략적 의사결정 수단의 하나이며 이는 오히려 기업 가치를 향상시킬 수 있다고 결론을 맺고 있다.

이 대형화되고 국가간 제한 없는 경쟁이 이루지는 상황에서 금융시장의 발달정도로 자산이익률이나 시장집중도를 사용하는 것은 적절치 않다고 판단된다.

최근 World Bank는 나라별 금융시장의 발달과 효율성을 측정하는 변수로 GDP 대비 은행의 국내 신용 공급 비율, 예대 마진, GDP 대비 은행의 유동부채 등을 제시하고 있다. 따라서 본 연구에서는 World Bank에서 제시하는 금융시장의 발달 측정 변수를 종속변수로 하여 은행 및 산업자본의 결합에 대한 정부 규제와의 상관 관계를 분석한다. 또한 데이터도 2003년 자료를 사용함으로써 Barth, Capiro and Levine(2000)의 연구 결과와 비교한다.

Ⅲ. 산업자본의 은행업 진출에 대한 나라별 규제 비교

1. 나라별 규제 차이와 최근의 발전 동향

미국의 경우에 1999년 금융서비스현대화법을 설계하여 통과시키는 과정에서 은행과 산업자본의 결합 혹은 분리 문제도 뜨겁게 논의 되었는데 미국 재무성(Treasury)은 시대적 변화와 금융기관의 자본 보강의 필요성을 들어 허용을 주장("Modernizing The Financial System", 1991)하였으나 연방준비은행, 전국은행연합회 등은 이에 반대하여 당분간 허용하지 않는 것으로 일단 결말이 난 상황이다.

과거 미국은 "unitary thrift holding company"를 통하여 산업자본이 하나의 저축은행을 자(子)회사로 하는 지주회사를 만들 수 있었다. 최근 이러한 저축(은행) 조합의 기능이 일반 은행과 점차 유사해 지면서 결국 이러한 loophole이 계속 유지 되면 산업자본(Ford, GM 등)의 은행진출이 현실화된다는 이유로 이를 폐지하자는 여론이 강하였다. 그 결과 1999년 금융서비스현대화법이 제정되면서 산업자본의 은행소유의 길은 폐지되었다.

그러나 미국 재무성의 Eugene A. Ludwig(Comptroller of the Currency)은 당장 산업자본과 은행업이 조건없이 결합하는 것은 선호하지 않지만 은행산업의 환경

이 자연적으로 변화하는 것을 인위적으로 막는 경직된 규제방법도 반대한다는 입장이다¹⁰⁾. 또한 전통적으로 산업자본이라고 여긴 컴퓨터기술 및 정보 산업이 금융 산업과 결합되는 것을 받아들일 수 밖에 없다고 증언하고 있다.

유럽의 EU 국가들은 은행산업을 통일적으로 규제하는 “EC의 제2차 은행업 지침(the EC Second Banking Directive)¹¹⁾”을 따르고 있다. 본 EC 지침에서는 은행과 산업의 결합에 대하여 규정하고 있다¹²⁾. 기본적으로 어느 자연인이나 법인이 은행에 대하여 지분투자(적격소유)를 하는 경우에 우선 ‘의도하는 지분 규모’를 감독기관에 보고하여야 한다. 또한 은행에 대한 소유지분을 증가시켜 해당 은행의 총의결권 혹은 자본금의 20%, 33%, 혹은 50%를 초과하게 됨으로써 해당 은행이 투자기업의 자(子)회사로 되는 경우에도 감독기관에 보고하여야 한다(1 of Article 11). 보고를 받은 감독관청은 은행이 ‘건전하고 신중한(sound and prudent)’ 경영을 할 수 있는지를 검토하며 만약 해당 투자기업의 ‘적절성(suitability)’이 충족되지 않으면 지분 소유 및 증액을 반대할 수 있다. 따라서 EC의 기본 지침은 건전하고 신중한 은행 경영의 관점에서 적절성이 인정되면 산업자본 기업이라도 은행을 소유하도록 허용한다. 유럽에서는 전통적인 은행, 증권, 보험 외에 부동산업에까지 금융기관이 진출하는 경우가 많다.

최근 미국의 은행들은 증권 및 보험업이라는 전통적인 타 금융권에 진출을 허용 받은 후 이제는 부동산중개업으로의 진출도 본격적으로 희망하고 있다. 미국 은행들의 논리는 부동산중개업의 자산은 금융 자산 혹은 금융에 수반된 부수 자산(준금융)이라는 것이다. 그러나 미국의 부동산업계에서는 부동산중개업의 자금은 산업(commercial)자본이지 금융(financial) 혹은 준 금융(incidental to finance) 자본이 아니라는 주장 하에 전통적인 ‘은행과 산업의 분리 원칙’에 근거하여 1999년 금융서비스현대화법 제정 시 은행의 부동산 진출을 강력 저지하였다¹³⁾. 그럼에도 불구하고 미국의 은행은 지난 20년 전부터 의회 로비를 통하여 부동산 개발 및 기

10) Eugene A. Ludwig(May 22, 1997).

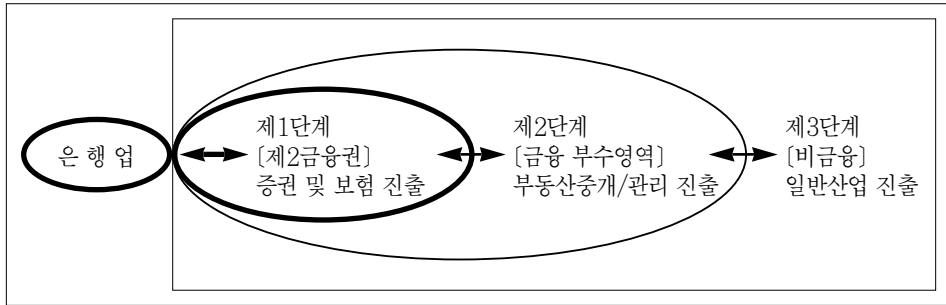
11) Greaves(1992), p.119~133.

12) Krainer(2000).

13) National Association of REALTORS(May 2001).

타 비금융 산업에도 진출하려고 시도해 왔다는 것이 미국 부동산업계의 지적이다.

〈그림 1〉 은행의 겸업화 진출 단계



또한 유럽에서는 금융기관의 겸업화는 금융 및 부동산 영역을 넘어 비금융 일반 산업(commerce)에 까지 확대되기도 한다. 미국 및 일본은 금융기관의 겸업화 범위를 매우 제한하는 대표적인 국가이지만 EU회원국 중 오스트리아, 스위스, 영국, 폴란드, 네덜란드는 거의 제한이 없이 상호 진출을 크게 허용하는 국가이다. 따라서 미국은 은행이 제2금융권까지만 진출하도록 허용하고 은행과 산업자본의 엄격한 분리(separation)를 고수하고 있다고 볼 수 있다. 반면 유럽의 상당수 국가들은 부동산 중개 및 관리 분야(중간 단계)는 물론이고 그리고 일반 제조 산업 기업에까지 진출하여 은행과 산업자본의 결합(mixing)이 제한 없이 이루어지도록 허용한다.

2. 규제 강도의 국제적 분포

미국 국무성 및 World Bank가 세계 각국의 금융제도를 조사한 자료 중 은행과 산업자본의 결합 문제에 대하여 데이터를 제공한 나라는 62개국이다¹⁴⁾. 〈표 1〉에서는 각국의 규제 정도를 비교하고 있다¹⁵⁾.

14) Barth, Capiro and Levine(2000), p.1.

산업자본의 은행소유에 대하여 법이 제한을 두지 않는 나라가 24개국(38.7%)이며, 사전허가 및 승인에 의한 지분소유를 허용하는 나라는 20개국(32.3%)이다. 따라서 조사된 나라의 71%가 산업자본의 은행 소유를 허용하고 있는 셈이다.

반대로 산업자본의 은행소유를 일정 한도(limit)로 제한한 나라는 17개국(27.4%)이며, 지분 소유를 금지하는 나라가 1개국(1.6%)이다. 산업자본에 의한 은행 소유를 법으로 제한하는 나라는 29% 정도이다. 따라서 산업자본의 은행소유를 법으로 제한하지 않고 자유화하는 것이 오히려 일반적인 현상으로 볼 수 있다.

다른 한편 은행의 산업기업 소유를 제한하지 않는 나라는 12개국(19.4%)이며, 은행의 자본금을 기준으로 어느 한 산업기업에 투자할 수 있는 금액을 제한하지만 이러한 제한에 걸리지 않는 한 얼마든지 기업을 소유할 수 있는 나라가 14개국(22.6%)이다. 따라서 은행이 산업 기업의 소유를 허용하는 나라는 42%이다. 반면에 은행의 산업기업 소유를 해당 기업의 지분 중 일정 한도로 제한하는 나라는 27개국(43.5%)이고 아예 소유를 금지하는 나라도 9개국(14.5%)나 되었다. 반면에 은행의 산업기업 소유를 제한하거나 금지하는 나라는 전체의 58%이다. 따라서 은행의 산업기업 소유에 대하여는 제한하는 나라가 훨씬 많은 편이다.

우리나라는 <표 1>에서 보는 바와 같이 미국처럼 은행과 산업자본의 결합을 법이 제한하고 있으며 이러한 규제를 주관하는 정부에서는 이러한 제한이 세계적인 추세라고 주장하고 있다¹⁵⁾.

그러나 이상의 검토에서와 보는 바와 같이 이는 사실과 다른 주장이다. 물론 법으로 산업자본의 은행소유를 허용하여도 실제로 해당 국가에서 기업이 은행을 소유하는 사례가 많은지는 별개의 문제이며 이는 기업별 경영전략에 따라 달라질 수 있다.

15) 산업자본과 은행의 결합에 대한 나라별 규제에 대한 조사는 Barth, Nolle and Yago(2002) 및 Barth, Nolle and Rice(1997) 논문을 참조.

16) 재정경제부, 산업자본의 금융지배에 따른 부작용방지 로드맵, 2004. 1. 2, p.3.

〈표 1〉 은행과 산업자본의 결합에 대한 각국의 규제 비교

산업자본과 은행의 결합 허용 정도		산업자본의 은행 소유에 대한 규제				
		1 (unrestricted) 100% 소유 가능	2 (permitted) 사전허가 혹은 승인을 조건으로 소유 허용	3 (restricted) 일정한 비율로 최고한도 제한	4 (prohibited) 지분 소유 금지	합계
은행의 산업 소유에 대한 규제	1 (unrestricted) 100% 소유 가능	오스트리아, 독일, 핀란드, 그리스, 아일랜드, 이스라엘, 네덜란드, 파키스탄, 영국(9개국)	남아공, 스페인 (2개국)	룩셈부르크 (1개국)	0	12 (19.4%)
	2 (permitted) 은행자본기준 제한 있으나 이를 충족하면 100% 소유 허용	덴마크, 요르단, 포르투갈 (3개국)	불란서, 가나, 인도, 말레이시아, 뉴질랜드, 노르웨이, 페루, 세이셸스(8개국)	호주, 피지, 스리랑카 (3개국)	0	14 (22.6%)
	3 (restricted) 기업지분의 일정비율까지로 소유 제한	아르헨티나 벨기에, 브라질, 아이슬란드, 싱가폴, 스위스, 스웨덴, 터키(8개국)	구에타말라, 레소토(Lesotho), 마다가스카, 멕시코, 탄자니아 (5개국)	캐나다, 칠레 사이프러스, 圭아나(Guyana) 홍콩, 이태리, 일본, 한국, 필리핀, 태국, 서리네임, 미국, 베네스웰라(13개국)	말타 (1개국)	27 (43.5%)
	4 (prohibited) 기업소유 금지	볼리비아, 르완다, 콜롬비아, 인도네시아(4개국)	바바도스, 보스와나, 엘살바도르, 감비아, 짐바브웨이(5개국)	0	0	9 (14.5%)
	합 계	24개국 (38.7%)	20개국 (32.3%)	17개국 (27.4%)	1개국 (1.6%)	62 (100%)

자료: Barth, Caprio and Levine(2000), p.36의 Table 1. Barth의 공동연구 논문에서 사용한 데이터는 미 국무성의 Comptroller of the Currency와 World Bank가 각자 독립적으로 조사한 자료에 기초하고 있음.

경제 및 금융의 선진국이라 할 수 있는 OECD 회원국 25개국을 대상으로 은행과 산업자본의 결합에 대한 규제 강도의 분포를 보면 <표 2>에서와 같다¹⁷⁾. 산업자본의 은행 소유에 대하여 OECD 회원국들은 훨씬 자유로운 편이다. 제한 없이 은행을 소유할 수 있는 나라의 비중은 52%나 되고, 사전 승인 혹은 허가를 받아 소유할 수 있는 나라가 20%로서 두 경우를 합하면 72%나 된다. 반면에 산업자본의 은행소유를 일정 한도로 제한하는 나라의 비중은 28%이며 금지하는 나라는 전무하다.

<표 2> 은행과 산업자본의 결합에 대한 OECD 회원국의 규제 비교

산업자본과 은행의 결합 허용 정도		산업자본의 은행 소유에 대한 규제				합계
		1(unrestricted) 100% 소유 가능 조건으로 소유 허용	2(permitted) 사전허가 혹은 승인을 최고한도 제한	3(restricted) 일정한 비율로	4(prohibited) 지분 소유 금지	
은행의 산업 소유에 대한 규제	1 (unrestricted) 100% 소유 가능	오스트리아, 독일, 핀란드, 그리스, 아일랜드, 영국, 네덜란드(7개국)	스페인 (1개국)	룩셈부르크 (1개국)	0	9 (36.0%)
	2 (permitted) 은행자본기준 제한 있으나 이를 충족하면 100% 소유 허용	덴마크, 포르투갈 (2개국)	불란서, 노르웨이, 뉴질랜드 (3개국)	호주 (1개국)	0	6 (24.0%)
	3 (restricted) 기업지분의 일정 비율까지로 소유 제한	벨기에, 스위스, 스웨덴, 터키 (8개국)	멕시코 (1개국)	캐나다, 이태리, 일본, 한국, 미국 (5개국)	0	10 (40.0%)
	4 (prohibited) 기업소유 금지	0	0	0	0	0
	합 계	13개국 (52.0%)	5개국 (20.0%)	7개국 (28.0%)	0 (0%)	25 (100%)

17) 2005년 4월말 현재 OECD 총 회원국은 30개국인데 동 조사에서 자료 불충분으로 제외된 나라는 5개국(체코, 아이스랜드, 헝가리, 폴란드, 슬로박 공화국)이 포함.

그러나 OECD 회원국의 경우 은행의 산업기업 소유에 대하여는 오히려 상대적으로 규제가 엄격한 편이다. 은행이 제한 없이 산업기업을 소유할 수 있는 국가의 비중은 36%이며 정부의 사전 승인 혹은 허가 하에 기업을 소유할 수 있는 나라는 24%이다. 반면에 은행의 기업 소유를 일정한 한도로 제한하는 나라는 40%나 된다.

최근 각국의 금융 규제를 비교한 Barth, Capiro and Levine or BCL(2001, p.15)의 또 다른 연구에서도 많은 국가가 은행과 산업자본 간에 소유지분을 교차로 보유하는 것을 자유롭게 허락하는 것이 일반적인 사례로 분석하고 있다. BCL(2001)의 연구에서는 세계 107개국의 금융제도를 비교 검토하였는데 아래 <표 3>에서와 같이 겸업화에 대한 규제의 정도는 은행의 부동산중개업 진출(2.90)이 가장 어려운 상황인 반면에 증권업 진출(1.87)은 가장 자유로운 편이다. 그 다음 자유로운 것이 산업기업에 의한 은행 소유(2.04)이다. 또한 BCL의 연구(2001) 결과를 보면 산업의 은행 소유에 대하여는 조사 대상 107개국 중 36%가 제한을 하지 않는다(무제한 국가). 또한 29%의 국가에서는 사전 승인에 의해 소유가 가능하다.

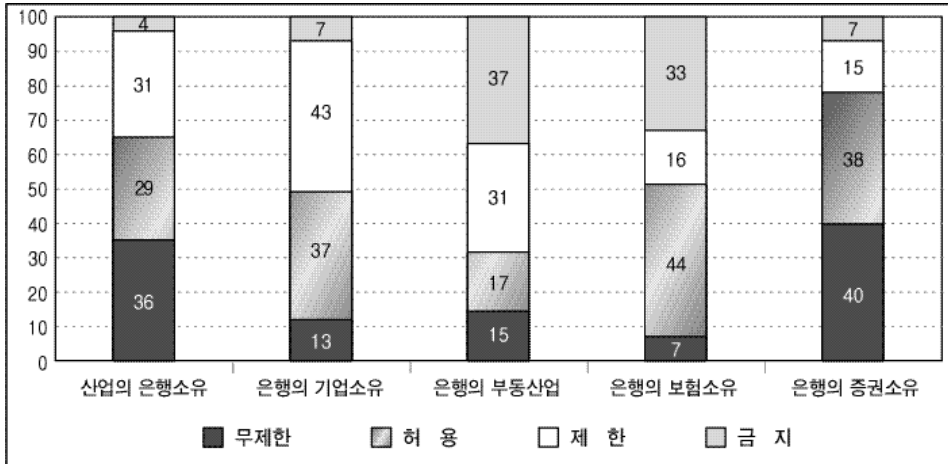
<표 3> 금융기관 겸업화 규제에 대한 기초 통계

겸업화 유형	N	평균	Median	표준편차	최소값	최대값
은행의 증권업 진출	107	1.87	2.00	0.88	1.00	4.00
은행의 보험업 진출	107	2.73	2.00	1.00	1.00	4.00
은행의 부동산업 진출	107	2.90	3.00	1.07	1.00	4.00
은행의 산업기업 소유	107	2.45	3.00	0.80	1.00	4.00
산업기업의 은행 소유	107	2.04	2.00	0.91	1.00	4.00

주: 변수의 값이 1이면 가장 자유로운 경우이고 4이면 규제가 강해 진출을 금지하는 경우임.
 자료: BCL(2001), p.39.

이와 같이 보다 많은 나라를 대상으로 한 검토에서는 제한을 하지 않거나 허용하는 국가의 비중(65%)이 BCL(2000)의 종전 연구에서 보여준 비율(62개국 대상 71%)보다는 낮게 나왔다. 반면에 산업자본의 은행 소유에 대하여 일정 한도로 소유 비율을 제한하는 나라는 31%이며 완전 금지하는 나라는 4%이다.

〈그림 2〉 겸업화 대상 분야별 규제 차이의 상대적 비중(%)



자료: BCL(2001), p.50.

IV. 실증분석: 규제의 차이가 금융발전에 주는 영향

은행과 산업자본의 결합에 대하여 나라마다 그 규제 정도가 다르다. 우리나라의 경우 은행과 산업자본의 결합을 엄격하게 제한하는 나라인데 이러한 규제의 정당성이 있는가를 검증해 보는 것은 매우 의미가 크다. 즉 규제를 강화하는 나라가 그렇지 않은 나라에 비하여 은행 중심의 금융시장이 더욱 더 잘 작동하고 있는지 아니면 규제가 아무런 영향을 주지 않는지를 검증함으로써 산업자본인 보험의 은행진출을 억제하는 것이正当한지 여부를 판별해 볼 수 있다.

1. 분석 모델, 변수 정의 및 데이터

규제의 차이가 금융발전에 영향을 주는지 그 관계를 검토하기 위하여 본 연구에서는 피어슨(Pearson) 상관관계 분석 및 회귀분석을 한다. 데이터는 2003년 기준

으로 나라별 금융통계 자료를 사용하였으며 대부분 자료의 출처는 World Bank의 web site이다.

가. 모델분석

본 연구에서는 규제가 추구하는 금융 산업의 건전한 발전이 산업자본과 은행의 결합을 제한하는 규제에 의하여 달성되는지를 검증하기 위하여 금융 발전 정도를 측정하는 변수를 몇 가지로 나누어 정의하고 다음과 같이 회귀분석을 한다.

$$\text{금융발전 정도} = f(\text{소유 제한 규제의 차이, 제어변수})$$

나. 설명변수

설명 변수로서 산업자본과 은행의 결합에 대한 국가별 규제의 차이를 기본적으로 생각할 수 있는데 Barth, Caprio, and Levine(2000)의 연구에서 정리한 데이터를 사용하였다. 즉 나라별 규제의 차이를 다음과 같이 설명 변수로 정의하였다.

- COB = 산업기업의 은행소유에 대한 규제 정도
 = 4(소유 금지), 3(일정한도로 소유 제한),
 2(사전허가를 조건으로 소유허용), 1(100% 소유 허용)
- BOC = 은행의 산업기업 소유에 대한 규제 정도
 = 4(소유 금지), 3(일정비율까지 소유허용),
 2(은행자본 요건 충족시 허용), 1(100% 소유 가능)

은행과 산업자본의 결합에 대한 정부 규제 이외에 국민소득 수준 및 사회의 부패 정도가 금융시장의 발달과 관계를 가진다고 판단된다. 즉 국민 1인당 국민소득 수준이 높고 아울러 정부가 투명하고 부패 정도가 적은 나라의 경우가 상대적으로 금융 제도가 잘 발달하고 그 시스템도 효율적으로 작동할 것으로 추정된다. 따라서 단순 회귀분석을 1차적으로 하면서 그 다음 설명변수(COB 및 BOC)에 국민소득수준(INCOME)과 나라별 부패(corruption)통제 능력 및 투명성(CLEAR)을 제어변

수(control variables)로 추가하여 다중회귀분석을 하고자 한다.

각국의 국민 1인당 소득 수준(INCOME)은 World Bank의 홈페이지에서 발표한 국가별 2003년도 1인당 GDP에 로그 값을 취한 것이다. 또한 나라별 부패 통제 및 투명성 정도(CLEAR)는 역시 World Bank의 자료에 기초하고 있다¹⁸⁾.

다. 종속 변수

어느 국가의 금융시스템과 그 성과는 그 나라의 경제 성장을 좌우하게 마련인데 이는 생산 활동을 하는 기업이 자금을 조달하고 관리하는 방법에 금융시스템이 영향을 주기 때문이다. 즉 금융시스템이 제대로 작동하여 가장 효율적으로 투자활동을 하는 기업 순으로 자금이 배분되면 경제 성장을 보다 촉진시킬 수 있을 것이다.

이러한 금융시스템의 활동성과 효율성을 제도와 규제가 다른 나라 별로 측정하기가 쉽지 않다. 본 연구에서는 World Bank가 web site¹⁹⁾에서 제공하는 데이터를 활용하여 다음과 같은 5가지의 종속변수로 측정하였다.

- DCB = 은행의 국내 총신용(credit) 공급액 / GDP
- DCP = 은행의 민간부분에 대한 신용(credit) 공급액 / GDP
- IRS = 은행의 예대 마진(interest rate spread)
- LIQGDP = 은행의 유동성 부채 / GDP
- GDPAVG = 1990~2003 사이의 연평균 GDP 성장률

DCB(domestic credit provided by banking sector)는 2003년도 은행들이 해당 국가 내 모든 부문(중앙정부는 제외)에 공여한 전체 신용액이 GDP에서 차지하는 비율로서 은행제도의 성장을 측정하는 변수이다. DCB는 자금잉여자의 저축이 생산에 필요한 금융으로 전환하여 활동하는 정도를 반영하기 때문이다. 일부 소수 국가(예: 아프리카의 Botswana 등)에서는 국제결제준비금이 그 나라의 중앙은행

18) World Bank Group, Governance Research Indicator Country Snapshot, file://E:Wgovernance \$ anti-corruption-governance&anti-corruption.htm.

19) www.worldbank.org/data/wdi2005/wditext/table5M5.htm.

이 아닌 일반은행 시스템에 예금으로 보유하고 있는 경우도 있으며 중앙정부에 대한 결제 청구가 순(net) 대차 관계 즉, 중앙정부에 대한 청구에서 중앙정부의 예치금을 차감한 금액으로 이루어지기 때문에 DCB 값이 음수가 되는 경우도 발생한다.

DCP(domestic credit to private sector)는 2003년도 은행들이 민간 부문에 공여한 신용이 GDP 규모에 비해 어느 정도인지를 측정하며 이는 민간 부문의 발전을 위해 은행이 어느 정도 기여하고 있는가를 검토하는 변수로 가정하였다.

IRS(interest rate spread)는 은행의 예금이자와 대출이자의 차이로 금융시장이 경쟁적이고 효율적이면 이러한 거래비용이 상대적으로 작을 것으로 판단된다. 금융 부문의 규모 및 구조 못지않게 중요한 것이 금융시스템의 효율성인데 IRS는 금융 시장의 질(quality)과 효율성을 측정하는 변수로 사용하였다. 왜냐하면 예대마진이 작으면 작을수록 금융거래 비용을 줄일 수 있고 이는 다시 전체적인 기업들의 투자 비용을 낮추게 되어 투자 및 경제성장을 촉진시킬 수 있기 때문이다.

LIQGDP는 한 나라의 GDP 규모에 비해 금융시스템의 유동부채(M3: 예금자 저축 등 광의의 통화량)가 상대적으로 어느 정도인가를 의미하는데 유동부채는 금융 중개 기관의 역할이 경제규모에 비해 얼마나 되는가를 측정하거나 전체적인 금융부문의 발달 정도를 평가하는 수단이다.

GDPAVG는 1990년부터 2003년 사이에 연평균 GDP 성장률을 의미한다. GDP 성장률은 일반적으로 국민소득이 낮은 나라들이 성장속도가 빠른 반면에 OECD 국가들처럼 선진국에 진입하면 전체 GDP 수준은 높아도 경제성장률 자체는 상대적으로 낮을 수밖에 없다. 그러나 다른 조건이 동일하다면 금융시스템이 잘 작동하고 자원 배분이 효율적인 국가가 경제성장률도 높을 것으로 판단된다.

2. 실증분석 결과

가. 변수에 대한 기초통계 분석

〈표 4〉에서는 은행과 산업자본의 결합에 대한 나라별 규제 차이의 차이가 금융 발달 및 효율성에 미치는 영향을 분석하는데 사용한 변수에 대한 기초 통계량을 보여 주

고 있다.

〈표 4〉 기초 통계(Basic Statistics)

변수	국가 구분	N	평균	표준편차	최소값	최대값
DCB (GDP 대비 은행의 국내 총 신용공급 비율 %)	전체	53	86.2	56.0	-9.3	261.8
	OECD 회원국	24	123.5	45.2	38.5	261.8
	NON-OECD국가	29	55.4	44.4	-9.3	158.2
DCP (GDP 대비 국내 민간부문에 대한 신용공급 비율 %)	전체	53	74.2	54.4	5.9	238.7
	OECD 회원국	24	107.6	46.6	16.3	238.7
	NON-OECD국가	29	46.6	44.4	5.9	150.6
IRS (은행의 예대마진 %)	전체	43	7.7	10.7	0.5	61.4
	OECD 회원국	19	3.6	1.5	0.5	7.0
	NON-OECD국가	24	10.9	13.6	3.2	61.4
LIQGDP (GDP 대비 은행의 유동부채 비율 %)	전체	40	65.9	48.6	18.7	262.1
	OECD 회원국	11	80.0	39.1	29.1	161
	NON-OECD국가	29	60.6	51.4	18.7	262.1
GDP AVG (1990~2003사이 연평균 GDP 성장률 %)	전체	53	3.4	1.7	0.5	9.6
	OECD 회원국	24	2.9	1.4	1.2	7.7
	NON-OECD국가	29	3.9	1.8	0.5	9.6
COB (산업자본의 은행소유규제: 금지=4, --, 제약없음=1)	전체	53	1.8	0.8	1	3
	OECD 회원국	24	1.7	0.9	1	3
	NON-OECD국가	29	1.9	0.7	1	3
BOC (은행의 산업기업 소유규제: (금지=4, --, 제약없음=1)	전체	53	2.5	0.9	1	4
	OECD 회원국	24	2.1	0.9	1	3
	NON-OECD국가	29	2.9	0.9	1	4

World Bank가 제공하는 데이터에서 가져온 DCB, DCP, GDPAVG, COB, BOC에 대한 샘플 수는 모두 53개(OECD국 24개, 비 OECD국 29개)로 변수 간 서로 균형을 이루고 있으나 IRS 및 LIQGDP에 대하여는 World Bank가 자료를 입수하지 못한 나라가 일부 있기 때문에 해당 변수의 샘플 수가 적은 경우도 있고 특히 OECD 국가에 대한 데이터가 상대적으로 크게 축소되어 있다.

우선 GDP 대비 은행의 신용공급 비율을 보면 OECD 회원국이 OECD 비회원 국가에 비하여 훨씬 크며 이는 선진국인 OECD 국가의 금융이 상대적으로 크게 발달해 있음을 시사한다. DCB는 OECD 회원국이 평균 123.5%인 반면에 OECD 비회원국은 평균 55.4%에 불과하다. DCP의 경우 OECD 회원국은 평균 107.6%인데 비해 OECD 비회원국들은 평균 46.6%에 그치고 있다.

금융시장의 경쟁정도와 효율성을 측정하는 IRS를 보면 OECD 국가가 평균 3.6%의 예대 마진을 보이는 반면 OECD 비회원 국가는 평균 10.9%나 된다. 따라서 OECD 국가에서는 기업의 자금조달 비용이 OECD 비회원 국가에 비하여 저렴하여 기업의 투자활동 및 경제발전이 용이하다고 해석할 수 있다.

한 나라의 금융발전 정도를 측정하는 LIQGDP의 경우에는 OECD 회원국이 평균 80.0%인 반면에 OECD 비회원국은 평균 60.6%에 머물고 있다.

장기적인 경제성장률을 측정하는 GDPAVG의 경우에는 OECD 회원국이 평균 2.9%인 반면 OECD 비회원국은 평균 3.9%이다. 선진국의 경우 경제규모는 크지만 후진국에 비하여 경제성장률은 낮음을 보여주고 있다.

금융규제의 차이를 보여주는 COB(산업자본의 은행소유 제한)와 BOC(은행의 산업기업 소유 제한)를 보면 OECD 회원국이 OECD 비회원국에 비하여 평균적으로 낮은 값을 취하는데 이는 선진국인 OECD 회원국이 상대적으로 금융 규제가 적음을 의미한다.

〈표 5〉에서는 다중회귀분석을 위해 추가하려는 2가지의 제어변수에 대한 기초통계를 보여 주고 있다. World Bank가 나라별 부패 통제 정도 및 투명성을 측정하는 변수로 제시하는 CLEAR는 평균 0.67의 값을 보여 주고 있다. 참고로 샘플에 포함된 국가 중 가장 부패가 가장 심한 나라는 Zimbabwe(-1.01)이며, 가장 투명한 나라는 핀란드(2.53)이다. 우리나라는 분석 대상 샘플 53개국의 평균보다 낮은 0.17

로 평가되었다.

〈표 5〉 제어(control) 변수의 기초 통계

제어변수	샘플 수(N)	평균(한국)	표준편차	최소값	최대값
INCOME	53	8.6833(4.1455)	1.6767	5.3936	10.8596
CLEAR	53	0.6679(0.17)	1.1419	-1.0100	2.5300

나. 피어슨(Pearson) 상관관계 및 단순 회귀분석 결과

〈표 6〉에서는 각국의 금융 규제가 금융시장의 발달에 어떠한 영향을 주는가를 검토한 결과를 보여주고 있다.

1) 은행의 신용공급기능

우선 모든 국가의 데이터를 이용한 분석에서 GDP 대비 은행의 총 신용공급 비율은 은행의 기업소유를 제한(BOC)하는 정도와는 역의 상관관계를 보여주며 통계적 신뢰성도 높다. 따라서 은행의 산업기업 소유를 제한하는 규제가 강하면 오히려 은행의 신용공급 기능은 저하되는 것으로 해석할 수 있다.

그런데 이러한 역의 상관관계는 세부적으로 OECD 비회원국에서는 통계적으로 유의한 반면 OECD 회원국만의 데이터를 가지고 분석한 결과에서는 통계적 신뢰성이 낮다. 따라서 은행이 산업 기업을 소유하는 규제는 오히려 금융산업의 발전에 저해가 되거나 도움이 되지 않음을 시사한다. 특히 OECD 국가에서는 정부가 은행의 기업소유를 제한하는 규제가 은행의 신용공급 기능에 아무런 영향을 주지 못함을 의미한다.

〈표 6〉 단순회귀분석: 은행 및 산업간 진출규제가 금융 산업 발전에 주는 영향

설명변수 종속 변수	국가 분류	Pearson 상관계수		단순(simple)회귀분석에 의한 계수 추정	
		COB	BOC	COB가 설명변수	BOC가 설명변수
DCB (GDP 대비 은행의 국내 총 신용공급 비율)	전체(N=53)	0.0003	-0.4097 (***)	0.0203	-23.1169 (***)
	OECD(N=24)	0.0572	-0.0539	3.0152	-2.7682
	NON-OECD (N=29)	0.0943	-0.3704 (**)	5.6352	-17.2367 (**)
DCP (GDP 대비 국내 민간부문에 대한 신용공급 비율)	전체(N=53)	0.0103	-0.4168 (***)	0.7082	-22.8599 (***)
	OECD(N=24)	0.0313	-0.1346	1.7017	-7.1336
	NON-OECD (N=29)	0.1272	-0.3546 (**)	7.6051	-16.5164 (**)
IRS (은행의 예대 마진)	전체(N=43)	-0.0862	0.3275 (**)	-1.1505	3.6681 (**)
	OECD(N=19)	-0.1462	0.0036	-0.2560	0.0061
	NON-OECD (N=24)	-0.1562	0.2851	-2.7319	4.3911
LIQGDP (GDP 대비 은행의 유동부채)	전체(N=40)	0.1640	-0.1604	10.1852	-9.1409
	OECD(N=11)	0.0852	0.2287	3.8107	17.7179
	NON-OECD (N=29)	0.1544	-0.1967	10.6777	-10.6038
GDPAVG (1990~2003사이 연평균 GDP 성장률)	전체(N=53)	0.1842	-0.0383	0.3877	-0.0645
	OECD(N=24)	0.1100	-0.1477	0.1767	-0.2322
	NON-OECD (N=29)	0.2088	-0.1941	0.4989	-0.3613

주: 1) ***, **, *는 각각 99%, 95%, 90% 수준에서의 통계적 유의성을 의미함.
 2) COB = 산업자본의 은행소유에 대한 규제 정도(4 = 금지, ---, 1 = 제한 없음).
 3) BOC = 은행의 산업기업 소유에 대한 규제정도(4 = 금지, ---, 1 = 제한 없음).

산업자본의 은행소유에 대한 규제(COB)는 은행의 신용공급기능과 유의한 상관관계를 가지지 못한다. 따라서 금융시장의 건전한 발전을 명분으로 정부가 산업자본을 규제하여 은행을 소유하지 못하도록 제한하는 것은 실익이 없다고 해석된다.

2) 민간부문에 대한 은행의 신용공여 기능

정부의 규제가 민간부문에 대한 은행의 신용공여 기능(DCP)에 미치는 영향은 은행의 총신용 공급비율(DCB) 경우와 유사한 결과로 나왔다. 즉 분석 대상 모든 국가의 데이터를 이용한 분석에서 은행의 산업기업 소유제한(BOC)은 민간부문에 대한 은행의 신용공급 규모(DCP)와 역의 상관관계를 보여주고 있으며 이러한 역의 상관관계는 특히 OECD 비회원국에서 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 그러나 OECD 회원국만의 데이터를 분석한 결과에서는 통계적으로 유의한 상관관계를 보여주지 않는다. 따라서 은행의 산업기업 소유를 제한하는 규제는 민간부문에 대한 은행의 신용공급 기능을 오히려 저하시키거나 아니면 적어도 별 영향을 주지 못하기 때문에 이러한 규제는 철폐되어야 하거나 적어도 잉여적이라고 판단된다.

다른 한편 산업자본의 은행 소유를 제한(COB)하는 규제는 민간부문에 대한 은행의 신용공여 역량(DCP)에 통계적으로 유의한 관계를 보여주지 못하기 때문에 이러한 규제에 대한 정당성을 찾기가 어렵다. 따라서 민간부문에 대한 은행의 신용공급 역량의 측면에서 볼 때 은행과 산업자본의 결합을 제한하는 규제는 해가되거나 적어도 실익이 없다.

3) 은행시스템의 경쟁과 효율성

은행산업의 경쟁과 효율성 정도를 측정하는 예대마진(IRS)의 규모는 산업자본의 은행진출 규제(COB)와는 어느 데이터를 사용해도 유의적 관계를 가지지 않는 것으로 밝혀졌다.

그러나 전체 데이터(N=43) 분석에서 은행의 예대마진(IRS)은 은행의 산업기업 소유를 제한하는 규제(BOC) 강도와는 정의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 따라서 은행의 산업기업 소유를 강하게 제한하는 나라에서는 오히려 예대마진이 높고 그 결과 기업의 투자활동에 필요한 자금조달비용이 높다는 의미이다. 결국 규제

가 기업에 대한 금융비용을 높여 줄 뿐이기 때문에 금융시장의 효율성을 저하시키는 것으로 보인다. 데이터를 세분하여 OECD 회원국(N=19)과 비회원국(N=24)으로 나누어 분석하면 은행의 예대마진은 은행의 산업기업 소유를 제한하는 규제와 통계적 유의성을 가지지 않는다. 따라서 은행 시스템의 효율성 제고 측면에서 은행과 산업자본의 결합을 제한하여도 실익이 없는 것으로 판단된다.

4) 은행의 금융 중개 역량

은행이 금융 중개 기관으로서의 역할이 경제 규모(GDP)에 비해 얼마나 되는가를 측정하는 은행의 유동부채의 규모(LIQGDP)는 전체적인 금융부문의 발달 정도를 평가하는 수단으로 사용되는데 이는 은행과 산업자본의 결합을 제한하는 규제(COB 및 BOC)와는 통계적으로 유의한 상관관계를 가지지 않는 것으로 나왔다. 이는 40개국의 전체 데이터, 이를 세분화한 OECD 회원국 및 비회원국 어느 경우에나 통계적 유의성이 없었다.

5) 장기적인 경제성장률

분석 대상 국가들의 지난 14년간(1990 ~ 2003년) 연평균 경제성장률은 은행과 산업자본의 결합을 제한하는 규제의 차이와는 통계적 유의성을 보여 주지 않았다. 따라서 거시적인 경제변수인 GDP성장률 관점에서 정부의 규제는 어떠한 긍정적 효과를 가져다준다고 보기 어려우며 오히려 정부의 규제는 잉여적인 것으로 해석된다.

다. 다중 회귀분석

〈표 7〉 다중회귀분석: 은행 및 산업간 진출 규제와 금융 산업의 발전

설명변수 종속 변수	국가 분류	다중회귀(multiple regression) 분석					
		COB	BOC	CLEAR	INCOME	adj R ²	
DCB (GDP 대비 은행의 국내 총 신용공급 비율)	전체(N=53)	3.67		8.68	19.77(***)	0.53	
			-6.05	6.09	19.70(***)	0.54	
	OECD(N=24)	1.92		-2.80	44.14(*)	0.20	
			2.64	-2.42	44.55(*)	0.20	
	NON-OECD (N=29)	3.46		6.35	16.87(**)	0.25	
			-12.38(*)	5.01	15.80(**)	0.33	
	DCP (GDP 대비 국내 민간부문에 대한 신용공급 비율)	전체(N=53)	5.39		18.11(**)	14.12(**)	0.59
				-4.67	15.59(*)	14.31(**)	0.59
OECD(N=24)		3.57		11.17	33.33	0.27	
			1.10	9.39	35.68	0.26	
NON-OECD (N=29)		4.85		17.29(*)	15.96(**)	0.47	
			-10.5	16.25	15.15(**)	0.51	
IRS (은행의 예대마진)		전체(N=43)	-2.08		-2.49	-1.33	0.13
				1.73	-1.75	-1.14	0.13
	OECD(N=19)	-0.21		0.57	-1.03	0.06	
			0.15	0.75	-1.13	0.06	
	NON-OECD (N=24)	-2.75		-4.84	-0.22	0.13	
			3.34	-4.80	0.72	0.14	

종속 변수	설명변수	국가 분류	다중회귀(multiple regression) 분석				
			COB	BOC	CLEAR	INCOME	adj R ²
LIQGDP (GDP 대비 은행의 유동부채)	전체(N=40)		4.13		6.74	11.72	0.24
				-1.56	6.28	12.17	0.23
	OECD(N=11)		-3.12		-12.33	36.47	0.03
				44.96	13.92	17.39	0.21
	NON-OECD (N=29)		7.91		16.20	16.70(*)	0.34
				-3.83	15.95	16.54	0.33
GDPAVG (1990~2003사이 연평균 GDP 성장률)	전체(N=53)		0.44		0.52	-0.35	0.01
				-0.07	0.41	-0.31	0.02
	OECD(N=24)		0.19		0.06	-0.40	0.03
				-0.35	-0.31	-0.11	0.06
	NON-OECD (N=29)		0.41		1.48(***)	-0.02	0.43
				-0.13	1.48(***)	-0.02	0.41

주: *, **, ***는 90%, 95%, 95% 수준에서의 통계적 유의성을 의미.

〈표 7〉에서는 다중회귀분석의 결과를 보여 주고 있다. 일인당 국민소득과 부패지수를 제어 변수로 포함시킨 다중회귀분석에서도 산업자본의 은행진출을 규제(COB)하는 것이 그 나라 금융시장의 발달 및 효율성과는 상관관계를 가지지 않는 것으로 나타났다. 은행의 산업기업 소유를 제한하는 것(BOC)은 대체로 금융 발전이나 효율성과는 무관하다. 그러나 GDP 대비 은행의 국내 총신용 공급 비중(DCB)과는 OECD 비회원국인 경우 역의 상관관계를 보여 주었다. 즉 규제가 강하면 신용공급 수준이 줄어드는 것을 의미한다. 따라서 은행이 산업기업을 소유하는 것을 제한하는 규제는 역시 금융시장 발전에 해가 될 수 있거나 아니면 무관하기 때문에 이러한 규제의 필요성에 의문이 제기된다.

정부가 부패를 제어하고 투명할수록 은행의 민간 부문에 대한 신용공급 비율이

높고 장기적인 GDP 성장에도 유의적인 정의 상관관계를 보여 주었다. 국민소득이 높은 경우 그러한 나라에서는 GDP 대비 은행의 신용공급 비중이 높다.

3. 실증분석 결과에 대한 종합

실증분석 결과를 종합해 보면 은행의 산업기업 소유를 제한하는 것은 오히려 금융시스템 발달에 장애가 되든지 아니면 잉여적인 것으로 판단된다. 또한 산업자본의 은행 소유를 제한하는 규제도 은행의 시장 역할 및 경제 발전에 도움이 된다는 근거를 찾아볼 수 없다. 따라서 은행과 산업자본의 결합을 제한하여 금융시장의 발전을 도모하고 경제발전을 촉진한다는 명분의 규제는 오늘날 금융시장에서 잉여적인 것으로 해석된다.

VI. 맺는 말

은행과 산업자본이 결합하거나 분리되면 개별 은행 혹은 개별 산업기업 입장에서는 각각 장점과 단점이 있다. 그러나 금융시장 전체의 건전한 발전과 자원 배분의 효율성을 향상시키기 위하여 은행과 산업자본은 반드시 차단되어야 한다고 철칙으로 믿어 왔던 것이 국내의 많은 시각이었다. 정부가 과거의 부정적 일부 사례를 가지고 규제를 만들거나 정당화 한다면 1930년대 초 세계 대공황시 은행과 증권업의 겸업화와 이로 인한 동반 부실화, 그리고 은행의 도산 경험을 기초로 미국은 오늘날에도 금융기관간 겸업화를 계속 차단하여야 할 것이다. 그러나 미국은 새로운 금융환경과 경제 질서를 감안하여 1999년 이후 금융겸업화를 허용하였고 이제는 은행이 부동산 개발사업에까지 진출하려고 로비중인 상황이다.

세계 각국의 규제를 비교 검토해 보면 산업자본의 은행 소유를 제한하는 것이 대다수 국가가 일반적으로 수용하는 통례는 아니라는 것을 알 수 있다. 이렇게 결합을 제한하는 것은 미국 등 일부 국가에서 지켜온 전통과 문화로 이해하는 것이 타당하

다. 왜냐하면 유럽 등 많은 국가에서는 산업자본의 은행 소유를 제한하지 않거나 사전 승인 하에 허용하는 경우도 많이 있기 때문이다. 미국식의 소유 제한이 불변의 진리라면 왜 유럽의 많은 나라에서는 이러한 제한 규제를 받아들이지 않는가를 방문해 볼 필요가 있다.

아울러 실증분석에서는 세계 여러 나라의 규제 차이와 금융발전 사이에는 상관관계가 존재하지 않거나 소유를 제한(e.g. 은행의 산업기업 소유)하는 규제가 오히려 금융발전에 저해가 되는 것으로 나왔다. 이는 Barth, Capiro and Levine(2000)의 연구 결과와 대체로 일치한다.

따라서 국내보험회사가 산업자본의 지배 하에 있다는 이유로 은행 진출을 차단하는 규제는 그 타당성을 찾기가 어려워 보인다. 그러나 산업자본의 은행 진출 제한 규제를 국내에서도 당장 무조건 철폐하자는 주장은 아니다. 오히려 1997년 금융위기 때 나타난 산업자본의 병폐를 최근에 도입된 다른 수단(사외이사 및 이사회 책임제도, 준법감시인 제도 등)으로도 충분히 제어할 수 있는지를 우선 확인하여야 한다. 만약 오늘날 이것이 대체로 가능하다면 경쟁 제한적인 이러한 진출규제는 잉여적일 가능성이 높고 따라서 국내 금융시장의 효율성 향상, 금융 겸업화의 차별 폐지와 공정성 확보, 그리고 현재 은행으로 편향된 국내 금융시장의 장기적인 균형발전 측면에서 규제의 정당성이 여전히 확보되고 있는지를 재고할 필요가 있다.

본 연구에서는 금융시장의 발전을 측정하는 경제 변수를 좀더 다양하게 확보하지 못한 아쉬움이 있다. 데이터의 기간도 한 해에 국한되어 있어 향후 추가적인 검토가 요구되는 것이 사실이다. 게다가 세계 각국의 제도와 금융발전의 정도를 객관적으로 측정하는 데이터가 충분치 않아 향후 보다 정확한 데이터와 변수를 확보하여 추가적인 연구를 할 필요가 있다고 판단한다.

참 고 문 헌

- 강원 · 신현한 · 장진호, 「지배-소유 괴리도와 기업가치 및 경영성과 간의 관계분석」, 연세대학교 경영학과 Working Paper, 2004. 3.
- 재정경제부, 『산업자본의 금융지배에 따른 부작용방지 로드맵』, 2004. 1. 2.
- 김선구 · 류근관 · 빈기범 · 이상승, 『출자총액제한제도의 바람직한 개선 방향』, 서울대학교 경제연구소(기업경쟁력연구센터), 2003. 9.
- 한국은행, 『조사통계월보』, 각 연도별 통화금융.
- Anderson, Ronald C., Sattar A. Mansi and David M. Reeb, “Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt”, *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.263~285.
- Ang, James S., Rebel A. Cole and James Wuh Lin, “Agency Costs and ownership Structure”, *Journal of Finance*, Vol.55, 2000, pp.81~106.
- Barth J., D. E. Nolle, T. Phumiwasana and G. Yago, “A Cross-Country Analysis of the Bank Supervisory Framework and Bank Performance”, *Economic and Policy Analysis Working Paper*, No.2002-2, World Bank, September 2002.
- Barth, James, Gerard Capiro and Ross Levine, “Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability”, *Policy Research Working Paper*, No.2325, World Bank, 2000.
- _____, “The Regulation and Supervision of Banks around the World”, *Policy Research Working Paper*, No.2588, World Bank, April 2001.
- Barth, James R., Daniel E. Nolle and Tara N. Rice, “Commercial Banking Structure, Regulation and Performance: An International Comparison”, *Economic Working Paper*, Vol.97, No.6, Office of the Comptroller of the Currency, USA, March 1997.
- Cho, Myeong-Hyeon, “Ownership Structure, Investment and the Corporate Value: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.47, 1998, pp.103~121.
- Demsetz, H. and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Cause and Consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol.93, 1985.

pp.1155~1177.

Demsetz, H., "Corporate Control, Insider Trading and Rates of Return", *American Economic Review*, Vol.86, 1983, pp.313~316.

Eugene A. Ludwig, *Statement required by Commtee on Banking and Financial Services of the U.S. House of Representatives*, May 1997.

(<http://financialservices.house.gov/banking/52297occ.htm>).

Greaves, Rosa, *EC Competition Law: Banking and Insurance Services*, Chancery Law Publishing, London, 1992.

Joh, Sung Wook, "Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.287~322.

Johnson, Simon, Rafael La Porta, Florecio. Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review*, Vol.90, 2000, pp.20~27.

Krainer John, "The Separation of Banking and Commerce", *FRBSF Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2000, pp.15~25.

Lemmon, Michael L. and Karl V. Lins, "Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis", *Journal of Finance*, Vol.LVIII, No.IV, August 2003, pp.1445~1468.

Lins, Karl V., "Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, 2003, pp.159~184.

McCormell, John and Henri Servaes, "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990, pp.595~612.

Mitton Todd, "A Cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol.64, 2002, pp.215~241.

Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Management Ownership and Market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.293~315.

National Association of REALTORS, *Real Estate Brokerage and Property*

Management Activities: The Consequences of Mixing Banking and Commerce, May 2001.

Rogers, David, *The Future of American Banking: Managing for Change*, McGraw-Hill, Inc., 1993, pp.284~285.

Shleifer Andrei and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol.LII, No.2, June 1997, pp.737~783.

Stulz, Rene M., "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.25~54.

Walter, John R., "Banking and Commerce: Tear Down This Wall?", *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol.89, No.2, Spring 2003, pp.10~11.

World Bank Group, Governance Research Indicator Country Snapshot, file://E:\Wgovernance \$ anti-corruption-governance&anti-corruption.htm. www.worldbank.org/data/wdi2005/wditext/table5M5.htm.

Abstract

The paper investigates difference in regulations of various countries on the mixing of industrial firms and banking to evaluate appropriateness of the Korean government's restrictions on banking ownership of domestic insurers held by non-financial firms. This study also examines empirically if the regulatory restrictions on the mixing affects positively the development of financial system of a country. The empirical test is done by regression analysis using financial data for 53 countries surveyed by the World Bank. The investigation results hardly accept our traditional belief that the mixing should not be allowed for the sound development of financial industry and the efficiency of resource allocation. The restrictive regulation is simply adopted by some countries such as the United States while other nations including many European countries do not put any limitation on the mixing. This paper also finds that such regulatory restriction do not make any contribution to the development of banking system and financial efficiency. Therefore the government's regulation seems redundant.

※ Key Words: commercial fund, banking, insurance, governance, ownership restriction