



# 국내 금융회사 그룹 리스크 평가와 관련 제도 개선 방향

이기영

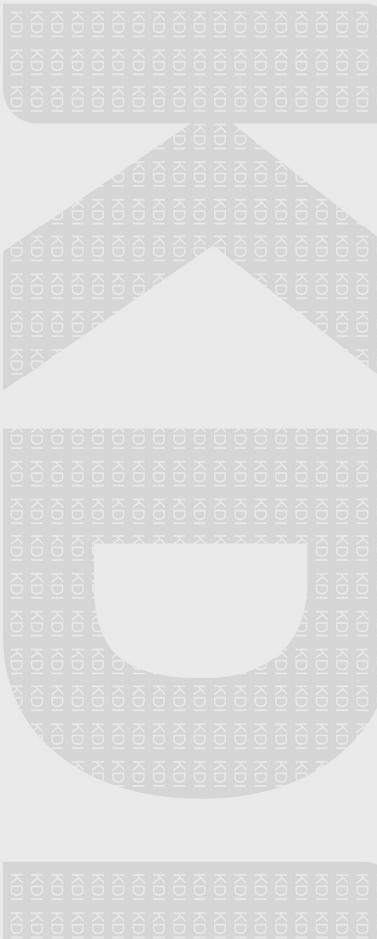


KOREA DEVELOPMENT INSTITUTE



# 국내 금융회사 그룹 리스크 평가와 관련 제도 개선 방향

이기영





## 발간사

Korea Development Institute

금융감독의 다양한 업무 중 금융회사 건전성 감독 업무의 중요성을 간과하는 이는 아마도 거의 없을 것이다. 건전성 감독 업무는 금융회사의 각종 영업활동에서 발생될 수 있는 위험으로부터 금융시장을 보호하기 위해 금융회사의 위험추구행위를 상시적으로 감시하고 규제 및 제재 등을 통해 금융회사의 경영건전성을 유지하는 것을 정책목표로 두고 있다. 이러한 건전성 감독 업무가 실효성을 거두기 위해서는 금융회사 및 금융시장에 노출된 리스크를 정확하게 측정할 수 있도록 합리적인 건전성 평가 기준을 설계하는 것이 무엇보다도 필요할 것이다. 이를 위해서는 금융회사 및 금융시장의 구조적 변화에 부합할 수 있는 건전성 평가체계를 수립하는 것이 필요할 것이다.

지난 글로벌 금융위기 이후 해외 주요국의 금융감독당국 및 관련 국제 기구들은 당시 건전성 평가체계가 급변하는 금융업계의 상황을 제대로 반영하지 못해 건전성 감독 업무가 효율적으로 이루어지지 못했다는 것을 절감하였다. 이 중 다수의 금융회사들이 계열화를 통해 복합기업체를 형성하여 경영다각화를 꾀하고 있었음에도 불구하고 이에 대한 건전성 감독체계가 제대로 이루어지지 않아 감독규제와 현실 간의 격차가 커진 것이 감독 실패의 한 요인으로 지목되었다. 이를 되풀이하지 않기 위해 감독당국들은 금융업계의 그룹화 추세를 반영하여 금융회사의 건전성 평가 및 감독의 대상과 범위를 개별 금융회사에서 이들이 소속된 복합기업

체, 즉 그룹으로 확장하고 있다.

그러나 우리나라의 경우 유수의 기업집단들이 금융회사를 계열사로 거느리고 있음에도 불구하고 이를 그룹을 대상으로 하는 건전성 감독체계는 마련되어 있지 않다. 특히 금융지주그룹 등 일부를 제외한 기업집단에 대해서는 그룹 차원의 건전성 감독체계가 전무하여 법적 기업조직 형태별로 심각한 규제 격차가 상존해 있는 상황이다. 이를 기업집단에 소속된 금융회사들이 계열사 간 수평·순환 출자 관계 및 불투명한 지배구조 등으로 인해 이른바 그룹 리스크에 노출되어 있다는 점은 과거 금융분리를 논의하던 시절부터 잘 알려진 사실이다. 이러한 그룹 차원의 건전성 평가체계 부재는 현실과 규제 간의 격차 확대로 이어져 결국 감독 실패로 귀결될 가능성을 내포하고 있다는 점 역시 간과해서는 안 될 것이다. 학계 및 정책당국 역시 그룹 차원의 건전성 감독체계를 수립하는 것을 중요한 정책과제로 인지하고 관련 작업을 진행하고 있으나 아직 구체적인 성과가 나오지 않고 있다.

본 연구는 국내 금융건전성 감독체계가 금융회사에 노출된 그룹 리스크를 적절하게 반영하고 있는지를 이론 및 실증적 방법론을 통해 분석하고 있다. 특히 건전성 감독의 핵심 수단인 자기자본 규제가 금융회사에 노출되는 그룹 리스크를 국제적 기준에 부합하는 수준으로 평가하고 있는지 살펴보고, 향후 개선 방향을 제시하고 있다. 또한 이론 분석을 통해 금융계열사에 노출된 그룹 리스크를 효율적으로 관리하기 위한 규제 방향을 제시하고 있다.

저자는 연구를 진행하면서 소중한 조언을 아끼지 않은 본원의 연구위원들에게 깊은 감사를 표하고 있다. 특히 본 연구의 진행에 있어 중요한 조언을 해주신 한성대학교 김상조 교수께 깊은 감사의 뜻을 전하고 있다. 아울러 분석에 필요한 자료를 정리하는 데 수고를 아끼지 않은 임희현 전(前) 연구원 그리고 양숙영 연구원에게 감사의 뜻을 전하고 있다. 마지막으로 본 연구를 읽고 연구의 발전을 위해 유익한 의견을 제공해 주신 두 분의 익명의 검토자께도 깊은 감사의 뜻을 전하고 있다.

마지막으로 본 보고서에 제시된 견해는 집필자 개인의 의견이며, 본원의 공식 견해가 아님을 밝혀 두는 바이다.

2016년 12월  
한국개발연구원 원장  
김 준 경



# 목 차

## 발간사

요 약 .....	1
-----------	---

제1장 서 론 .....	3
---------------	---

제2장 그룹 리스크와 자기자본 규제의 관계 .....	13
-------------------------------	----

제1절 그룹 리스크의 정의·유형 및 감독체계 수립 방향 .....	13
--------------------------------------	----

제2절 금융그룹의 자본적정성 평가방식 검토 .....	18
-------------------------------	----

제3장 국내 자기자본 규제의 그룹 리스크 평가 현황 .....	33
------------------------------------	----

제1절 우리나라 금융그룹 감독체계 현황 .....	33
-----------------------------	----

제2절 그룹 리스크에 대한 국내 자본적정성 평가 현황 .....	37
-------------------------------------	----

제3절 소결 및 정책적 시사점 정리 .....	58
---------------------------	----

제4장 계열사 지분보유제한 규제의 자기자본 규제로의 대체 가능성 .....	61
---	----

제1절 이론모형 .....	63
----------------	----

제2절 기초분석: 역선택하의 균형 분석 및 최적 규제방식 .....	70
---------------------------------------	----

제3절 역선택 및 도덕적 해이하에서의 최적 규제방식 .....	82
------------------------------------	----

제4절 소결: 그룹 내 계열사 간 출자구조에 대한 합리적 감독규제 방식 .....	88
---	----

제5장 결 론 .....	90
---------------	----

## 목차

참고문헌 .....	92
부 록 .....	94
ABSTRACT .....	108

## ◆ 표 목 차

<표 2- 1> Joint Forum의 금융그룹 감독체계 권고안 비교 .....	17
<표 3- 1> 분석대상 기업집단 및 소속 비은행 금융계열사 현황 .....	44
<표 3- 2> 보험회사 지급여력비율제도 예시: 삼성화재 .....	49
<표 3- 3> 2015년 말 삼성화재의 계열사 출자액 현황 .....	50
<표 3- 4> 타 계열사 출자액에 대한 지급여력 재조정 예시: 삼성화재 .....	51
<표 3- 5> 분석대상 보험회사의 계열사 출자액 지급여력비율 재조정 결과 .....	51
<표 3- 6> 증권회사의 계열사 출자액 영업용순자본비율 재조정 결과 .....	55
<표 5- 1> 금융계열사 포트폴리오의 실현 가능 수익 .....	72
<부표 1A-1> 교보생명: 규제대상 자회사 보유 현황 .....	94
<부표 1A-2> 교보생명: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	94
<부표 1A-3> 교보생명: 규제대상 자회사의 자기자본 현황 .....	95
<부표 1B-1> 교보증권: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	95
<부표 2A-1> 한국투자증권: 규제대상 자회사 보유 현황 .....	96
<부표 2A-2> 한국투자증권: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	96
<부표 2A-3> 한국투자증권: 규제대상 자회사의 자기자본 현황 .....	96
<부표 3A-1> 미래에셋생명: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	97
<부표 3B-1> 미래에셋증권: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황 .....	97
<부표 3B-2> 미래에셋증권: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	97
<부표 4A-1> 동부생명: 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황 .....	98
<부표 4A-2> 동부생명: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	98
<부표 4B-1> 동부화재해상: 규제대상 자회사 보유 현황 .....	99
<부표 4B-2> 동부화재해상: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황 .....	99
<부표 4B-3> 동부화재해상: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황 .....	99

## 표목차

<부표 4B-4> 동부화재해상: 규제대상 자회사의 자기자본 현황	99
<부표 4C-1> 동부증권: 규제대상 자회사 보유 현황	100
<부표 4C-2> 동부증권: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황	100
<부표 4C-3> 동부증권: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	100
<부표 4C-4> 동부증권: 규제대상 자회사의 자기자본 현황	100
<부표 5A-1> 흥국생명: 규제대상 자회사 보유 현황	101
<부표 5A-2> 흥국생명: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	101
<부표 5A-3> 흥국생명: 규제대상 자회사의 자기자본 현황	101
<부표 5B-1> 흥국화재: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	101
<부표 6A-1> 한화생명: 규제대상 자회사 보유 현황	102
<부표 6A-2> 한화생명: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황	102
<부표 6A-3> 한화생명: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	102
<부표 6A-4> 한화생명: 규제대상 자회사의 자기자본 현황	102
<부표 6B-1> 한화투자증권: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황	103
<부표 6B-2> 한화투자증권: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	103
<부표 7A-1> 삼성생명: 규제대상 자회사 보유 현황	104
<부표 7A-2> 삼성생명: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황	104
<부표 7A-3> 삼성생명: 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황	104
<부표 7A-4> 삼성생명: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	104
<부표 7A-5> 삼성생명: 규제대상 자회사의 자기자본 현황	105
<부표 7B-1> 삼성화재: 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황	106
<부표 7B-2> 삼성화재: 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황	106
<부표 7B-3> 삼성화재: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	106
<부표 7C-1> 삼성증권: 비규제대상 자회사 보유 현황	107
<부표 7C-2> 삼성증권: 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황	107
<부표 7C-3> 삼성증권: 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황	107

## ◆ 그 림 목 차

[그림 2- 1] 미국 은행의 SPV 설립을 통한 규제차익 추구행위 .....	21
[그림 2- 2] 그룹 계열사 간 수직적 출자구조 예시 .....	22
[그림 2- 3] Joint Forum(2001)의 자기자본 산정방식 .....	25
[그림 2- 4] 그룹 계열사 간 복합적 출자구조의 예시 .....	29
[그림 2- 5] Total Deduction Method를 활용한 자기자본 산정방식 .....	31
[그림 3- 1] Basel III 규제에서의 계열사 출자액에 대한 자기자본 산정방식 .....	41
[그림 3- 2] 분석대상 보험회사의 지급여력비율 재조정 효과 .....	52
[그림 3- 3] 분석대상 증권회사의 지급여력비율 재조정 효과 .....	55
[그림 5- 1] 각 균형별 포트폴리오 구성 .....	75
[그림 5- 2] 역선택하에서 자기자본 규제의 순사회효용 개선효과 .....	81
[그림 5- 3] 역선택 및 도덕적 해이하에서 자기자본 규제의 순사회효용 개선효과 ..	87



## 요 약

---

본 연구는 국내 자기자본 규제가 금융회사에 노출된 그룹 리스크를 적절하게 평가하고 있는지 분석해 보고자 한다. 특히 대규모 기업집단(그룹)에 소속된 금융회사가 다른 계열사와 각종 금융거래 관계를 맺음으로써 발생되는 리스크가 현행 자기자본 규제에 적절하게 반영되고 있는지를 국제 규준과의 비교를 통해 분석하였다. 분석 결과, 일부 금융업권, 특히 보험회사의 자기자본 규제의 경우 타 계열사 출자 및 내부거래 행위에 대한 위험평가방식이 국제 수준에 비해 미흡한 것으로 나타났다. 또한 본 연구는 이론 분석을 통해 그룹 지배주주가 금융계열사의 자금조달 능력을 전용하여 계열사에 대한 무분별한 자금지원이 이루어지는 것을 방지하기 위한 합리적 규제수단을 모색하였다. 그 결과, 타 계열사에 대한 자금지원 행위에 대해 적정 수준으로 필요자본을 적립할 것을 의무화할 경우 금융계열사의 합리적인 투자활동을 유도할 수 있음을 발견하였다.



## 제1장

---

### 서 론

금융감독당국은 금융시장의 안정적인 발전과 시장질서 확립을 위해 다양한 정책 업무를 수행하고 있다. 이 중 건전성 감독 업무는 금융회사의 건전한 경영을 통해 금융시장의 안정성을 유지하는 것을 주요 정책목표로 두고 있다. 이를 달성하기 위해 금융감독당국은 금융회사의 각종 영업활동의 금융 안정성 훼손 가능성을 적극적으로 감시하고 있다. 또한 건전성을 훼손하는 행위가 발견되었을 경우 이를 시정하도록 명령을 내리거나 불건전 경영활동에 대해 제재를 가할 수 있는 법적 권한을 부여 받고 있다.

이러한 건전성 감독 업무를 성공적으로 수행하기 위해서는 금융회사의 각종 위험을 실제 수준에 가깝도록 정확하게 측정하는 것이 필요할 것이다. 만일 금융회사의 부실 위험이 감독당국에 의해 과소평가될 경우, 시정명령·제재 등의 각종 행정조치를 통해 부실의 가능성을 미연에 방지하여 부실의 발생으로 인한 사회적 비용을 경감시킬 수 있는 기회를 놓치게 될 것이다. 또한 감독당국이 금융회사의 부실이 금융시장 및 국민경제에 미칠 손실을 현실에 맞게 예측하지 못한다면 부실 금융회사에 대한 정리가 비효율적으로 이루어질 가능성도 상존할 것이다. 더구나 투자자 간의 금융거래 및 계약구조가 매우 복잡하게 얹혀있는 현대 금융의 특성을 감안하면 부정확한 정보로 인한 감독 실패로 초래되는 사회적 손

실의 규모는 상상하기 어려운 수준에 이를 것이다.

지난 글로벌 금융위기 당시에도 금융감독당국이 감독대상 금융회사의 건전성을 정확하게 파악하지 못해 감독 실패가 발생했던 사례를 볼 수 있었다. 2008년 9월 거대 투자은행인 리만 브라더스(Lehman Brothers)가 파산 위기에 처했을 당시, 미국 내 금융감독당국은 리만 브라더스의 파산이 미칠 파급효과가 크지 않을 것으로 예측하였다. 이에 근거하여 금융감독당국은 구제금융을 통한 금융 안정성의 유지보다 금융회사의 과도한 위험추구행위를 조장하는 것을 더 이상 좌시하지 않겠는 의지를 보이는 것이 더 바람직하다는 결론을 내렸다. 문제는 동 기간에 거대 보험회사인 AIG가 대규모 파생상품 거래로 인해 부실 위험에 과도하게 노출되어 있었음에도 불구하고 감독당국이 이를 정확하게 파악하지 못했다는 데에 있었다. 결국 금융감독당국은 리만 브라더스 파산 결정의 기반이 되었던 시장규율 회복 원칙을 며칠 만에 뒤집고 AIG에 대규모 공적자금을 지원하였다. 일각에서는 금융회사의 경영 실태에 대한 부정확한 정보에 근간한 감독정책의 혼선이 금융감독당국에 대한 시장의 신뢰를 떨어뜨려 혼란을 가중시켰다는 비판을 제기하기도 하였다.<sup>1</sup>

결국 감독당국은 금융회사의 부실이 금융시장 전체에 미치게 될 파급효과를 적절히 평가하지 못하고 성급하게 리만 브라더스의 파산을 결정했던 셈이다. 또한 감독당국이 AIG의 건전성을 실제 부실 위험에 비해 과대평가한 것도 잘못된 정책 결정의 한 요인으로 볼 수 있다. 위의 사례는 건전성 감독 업무를 수행함에 있어서 금융회사의 재무적 건전성 및 부실 위험에 대한 정확한 평가 없이는 합리적으로 정책을 수립하는 것이 불가능하다는 것을 여실히 보여주고 있다.

문제는 금융업의 영업 범위가 확대되고 금융회사의 의사결정구조가 복

---

1 “The Financial Crisis Inquiry Report”(FCIC Report, 2011)는 리만 브라더스의 파산(Chapter 18) 및 AIG 구제금융(Chapter 19)에 대한 당시 금융시장의 상황 및 금융감독당국의 정책 대응에 대해 자세히 기록하고 있다. 특히 리만 브라더스가 파산 위기에 몰렸을 당시 AIG의 파생상품 부서의 건전성을 감독하는 기관이었던 OTS(Office of Thrift Supervision)는 AIG의 유동성 및 재무건전성의 상태가 양호한 수준에 있다고 오婉하였다는 점을 명시하고 있다.

집해지면서 개별 금융회사의 건전성을 정확하게 평가하는 작업이 갈수록 어려워진다는 점이다. 특히 최근 급변하는 금융환경에 대응하여 금융회사들은 다른 기업들과 협업관계를 형성하거나 출자 등을 통해 금융회사 간의 계열구조를 형성하여 하나의 거대 기업집단을, 즉 그룹을 조직하고 있다. 금융감독당국이 이와 같은 협업 및 계열 관계에 의해 노출되는 위험, 이른바 그룹 리스크를 간과할 경우 금융회사들에 노출된 부실 위험의 총량을 과소평가할 소지가 있다.

이와 같이 기업 간 협업 및 계열화로 인해 금융회사에 노출되는 그룹 리스크는 다양한 형태로 금융회사의 경영건전성에 영향을 미칠 수 있다. 일례로 은행, 보험, 증권 등 다양한 금융회사들이 협업관계에 있거나 계열화를 통해 복합기업체를 구성했을 경우 한 회사에서 부실이 발생했을 때 그 회사와 관계가 있는 다른 회사들로 부실이 전이될 위험이 발생한다. 또한 직접적인 업무 연관성이 없더라도 출자 및 신용공여 등의 형태로 다른 회사들과 계열관계를 형성하여 기업집단(그룹)을 형성한 경우에도 위와 유사한 형태로 계열사 간의 부실 전이 위험이 발생하게 될 것이다. 심지어 직접적인 내부거래 관계가 없다고 해도 한 계열사의 부실 정후가 전체 그룹 및 그룹 소속 계열사들의 건전성에 대한 금융시장 신뢰도의 동반 하락으로 이어질 소지도 배제하기 어려울 것이다.

이러한 점을 반영하여 최근 미국·유럽 등 해외 주요국에서는 기존 건전성 감독체계를 대폭 수정하여 그룹 전체를 대상으로 하는 건전성 평가 제도를 도입하고 있다. 우리나라 역시 최근 일련의 금융사고 및 도산 사태를 볼 때 그룹 리스크의 안전지대로 보기 어려울 것이다. 지난 2013년 이른바 동양 사태가 그 대표적인 예일 것이다. 당시 동양그룹의 지배주주는 금융계열사인 동양증권으로 하여금 부실 계열사의 투자등급 이하의 회사채를 불완전 판매하도록 요구하여 투자자들에게 막대한 손실을 입혔다. 이와 같은 금융사고는 동양증권이 동양그룹 소속 계열사가 아니었다면 발생할 가능성이 크지 않았다는 점에서 금융회사가 기업집단에 소속되면서 노출된 그룹 리스크의 한 전형으로 볼 수 있을 것이다.

더욱이 우리나라에는 은행을 제외한 금융업 회사들이 금융업을 영위하

지 않는 회사들과 직·간접적인 지배관계를 형성한 대규모 금산복합그룹(mixed conglomerates)이 다수 존재하고 있다. 특히 이들 금산복합그룹이 국민경제에서 차지하고 있는 비중이 크다는 점을 고려할 때 이들 그룹의 부실은 자칫 시스템 리스크로 발전할 소지가 있다. 이러한 점들을 고려할 때 그룹 차원의 건전성 감독체계를 수립하는 것이 앞으로 금융감독체계의 개선에 있어 중요한 정책과제임을 부정하기 어려울 것이다.

이와 같은 그룹 건전성 감독의 핵심적인 정책수단 중 하나는 금융회사에 노출된 그룹 리스크로 인해 발생되는 손실을 자체적으로 흡수할 수 있도록 완충자본을 적립하도록 의무화하는 자기자본 규제(capital regulation)일 것이다. 자기자본 규제를 통해 금융회사는 대규모 손실을 입었을 때 자체적으로 보유한 자본을 사용하여 잔여 채무를 지급할 수 있다. 이런 점에서 자기자본 규제는 금융회사의 부실이 다수의 채권자들로 확산될 소지를 줄여 금융시장의 안정을 유지하는 데 기여할 수 있다. 또한 자기자본 규제는 금융회사의 자산건전성 및 자본적립 수준을 정기적으로 외부에 공시하도록 하고 있다. 이러한 공시자료는 금융회사의 건전성에 대한 정보의 비대칭성을 완화하는 데에도 기여하고 있다. 그러나 금융감독 당국이 규제대상 금융회사의 실제 부실 위험을 정확하게 평가하지 못할 경우 자기자본 규제에 의해 금융회사에 적립된 자기자본이 필요 수준에 미치지 못할 수 있다. 뿐만 아니라, 금융시장에 금융회사의 건전성에 대한 부정확한 정보를 제공하여 금융시장의 혼란을 부추길 여지도 있다.

게다가 자기자본 규제가 어떠한 위험추구행위에 대해서 금융회사에 노출된 위험수준을 실제보다 과소평가할 경우 금융회사는 이러한 규제의 허점을 악용할 여지를 갖게 된다. 예를 들면 보험회사와 증권회사가 같은 그룹에 소속되어 있을 때 계열사 출자액에 대한 위험평가기준이 보험회사에 대해 더 관대하게 설정된 경우를 생각해 볼 수 있을 것이다. 이 경우 그룹의 지배주주는 보험 계열사의 여타 계열사에 대한 출자를 늘려 그룹 계열사에 대한 지배력을 유지하려는 유인을 가지게 될 것이다. 금융회사의 자금을 동원한 지배력 유지라는 목적은 동일하지만 증권회사보다 보험회사를 통하는 것이 계열사 출자행위에 대한 자본적립비용이 적

기 때문이다. 이와 같은 유인구조의 왜곡은 보험회사에 계열사 출자가 집중되어 부실에 취약한 계열구조로 이어질 수 있다.

이와 관련한 대표적인 예가 금융위기 이전 미국의 은행들이 고위험자산을 건전성 감독대상이 아닌 자회사로 이전하여 자본적립 의무를 회피했던 사례일 것이다. 지난 2004년 이후 금융위기 발생 전까지 미국 내 은행들은 자산 유동화 목적으로 설립한 자회사 페이퍼 컴퍼니(Special Purpose Vehicles: SPV)로 고위험자산을 이전시킬 경우 해당 자산에 대한 자기자본 적립비율을 은행이 이들 자산을 직접 보유할 때에 비해 1/10 수준으로 낮출 수 있었다.<sup>2</sup> 문제는 은행과 이들 자회사 전체를 합쳐서 볼 때 보유자산에 대한 부실 위험이 자회사 설립 이전에 비해 차이가 없다는 점에 있었다. 이와 같은 규제 격차는 은행으로 하여금 전체 위험수준은 동일하게 유지하면서도 자본적립비용을 큰 폭으로 감소시키는 규제차익<sup>3</sup>을 추구할 수 있는 여지를 제공하였다. 결국 이러한 규제 격차로 인해 감독대상 은행들의 건전성 감독체계가 왜곡되었고, 각 은행의 자기자본 적립규모가 실제 부실 위험의 총합에 비해 낮은 수준에 머무르게 되었다. 더불어 부정확한 위험평가 및 자기자본비율의 공시는 은행의 건전성에 대한 금융시장의 평가 역시 왜곡시키는 문제도 나타나게 되었다.

본 연구는 자기자본 규제를 중심으로 국내 금융회사에 노출된 그룹 리스크에 대한 건전성 감독체계의 현황 및 평가기준의 적정성을 국제기구의 권고안과의 비교를 통해 분석하고자 한다. 구체적으로, 금융회사가 그룹에 소속될 때 타(他) 계열사와의 계열관계 혹은 내부거래로 인해 노출되고 있는 그룹 리스크를 국내 자기자본 규제가 어떻게 평가하고 있는지를 살펴보고자 하였다. 이를 위해 현행 자기자본 규제 내 그룹 리스크 관련 위험평가방식을 국제 금융그룹 감독 협의체인 Joint Forum이 제시한 평가방식과 비교하여 평가하였다. 또한 그룹 리스크에 대한 국내 자자

2 이와 관련한 규제조치의 세부적인 내용 및 규제차익의 추구의 파급효과에 대해서는 Acharya and Richardson(2009) 및 Olson(2012)이 구체적으로 다루었다. 또한 은행의 규제 차익 추구행위의 세부적인 내용은 본 연구의 제2장에서도 설명하고 있다.

3 일반적으로 규제차익은 본질적으로 동일한 행위에 대해 상이한 규제가 복수로 존재할 경우 규제 강도와 형태가 다른 것을 이용하여 차익을 내기 위한 행위를 의미한다.

본 규제의 위험평가기준을 국제 규준에 부합하도록 조정하였을 경우 국내 금융회사의 자기자본비율이 어떻게 달라지는지 보험, 증권 등 금융업 종별로 실증분석하였다.

분석 결과, 국내 자기자본 규제는 규제대상 업권에 따라 금융회사의 타 계열사 출자액 및 신용공여에 대한 자본적정성 평가방식의 편차가 매우 크다는 사실을 발견하였다. 특히 보험회사의 경우 계열사 출자액 및 신용공여액에 대한 위험평가가 미흡한 수준에 머물러 있어 보험회사가 실제로 보유한 손실흡수여력이 그룹 리스크 측면에서 과대평가되고 있음을 확인하였다.

금융회사가 자기자본 규제의 대상이 되는 자회사를 지배하고 있다면 이를 자회사에 제공한 자본금은 자회사의 손실로 발생되는 충격을 흡수하는 지급여력으로만 산정되어야 한다. 또한 금융회사가 다른 계열사의 보유지분을 합쳐 어떤 계열사에 대한 지배권을 유지하고 있다면 만일의 상황에 직면하여 지분을 처분하는 것이 합리적임에도 불구하고 이를 실행하지 못할 가능성이 있다. 이러한 점에서 계열사에 대한 출자 및 신용 공여 행위에 대해서는 일반적인 자산 보유행위에 비해 높은 위험을 내포하고 있음을 자본적정성 평가기준에 반영해야 한다.

그러나 국내 보험회사의 자기자본 규제의 경우 위에서 언급한 것과 같은 계열사와의 내부거래행위를 일반적인 금융거래행위와 동일하게 취급하고 있다. 본 연구의 분석 결과, 이러한 규제 격차는 규제대상 보험회사들의 전전성 지표 중 핵심인 지급여력비율이 실제보다 과다하게 평가되도록 만드는 중요한 요인이 되고 있는 것으로 확인되었다. 특히 보유자본 대비 타 계열사 출자액의 비중이 높은 보험회사일수록 지급여력비율의 과대평가가 뚜렷하게 나타나는 것으로 확인되었다.

이렇듯 계열사 출자행위에 대해 여타 금융업에 비해 보험회사에 유리한 위험평가기준이 적용될 경우, 그룹 지배주주가 그룹 소속 보험계열사에 출자구조를 집중시킬 유인이 발생하게 된다. 다시 말해, 현행 규제체계에서 보험회사 및 다수의 금융회사를 보유한 기업집단은 계열사 출자구조를 보험회사를 중심으로 구성함으로써 규제차익을 추구할 수 있다.

이러한 규제차의 추구행위는 보험회사가 계열사의 부실에 취약한 그룹 계열구조를 형성하게 하는 원인이 될 수 있다. 또한 보험회사의 위험수준에 대한 과소평가에 의해 발생될 수 있는 각종 건전성 감독 실패의 중요한 요인이 될 수 있다. 이렇듯 규제체계의 왜곡으로 인해 발생되는 보험회사로의 그룹 리스크 집중 유인을 해소하기 위해서라도 계열사 출자액 및 신용공여액에 대한 일관된 자본적정성 평가기준을 모든 금융업종에 적용하는 것이 필요할 것이다.

또한 본 연구는 이론 분석을 통해 금융그룹의 지배주주가 금융계열사의 자금조달능력을 악용하지 않고 건전한 투자결정을 내리도록 유인을 제공할 수 있는 합리적인 규제수단을 모색하였다. 구체적으로, 타 계열사와의 계열 및 금융거래 관계가 있을 때 이를 원천적으로 금지하는 사전적 규제와 자본적립을 의무화하는 사후적 규제 중 어떤 것이 더 큰 실효를 거둘지 알아보았다.

이를 위해, 금융계열사 및 비(非)금융계열사로 구성된 그룹의 지배주주와 금융계열사에 자금을 대부하고자 하는 다수의 경쟁적인 외부 투자자, 그리고 그룹 지배주주가 합리적인 투자행위를 하도록 규제를 설계하는 정책입안자가 존재하는 모형을 설계하였다. 그룹 지배주주는 금융계열사에 대한 지배력을 확보하고 있으나 추가적으로 비금융계열사의 과반 지분을 확보할 자금여력이 없는 상황이다. 그룹 지배주주는 금융계열사를 통해 채권을 발행하여 외부 투자자로부터 조달한 자금을 비금융계열사의 지분을 사들이거나 외부 금융자산에 투자하는 포트폴리오를 운용하여 수익을 창출할 수 있다. 비금융계열사는 미래에 수익을 창출하는 프로젝트를 진행 중이며, 프로젝트가 성공할 경우 높은 수익을 창출할 수 있다. 외부 금융자산도 비금융계열사의 프로젝트와 마찬가지로 특정한 화률로 미래에 고수익을 창출할 수 있다. 외부 금융자산 투자의 성공 확률에 대한 정보는 모든 게임 참가자들에게 정확하게 알려져 있다. 만일 금융계열사가 채무를 지급하지 못해 부도를 맞을 경우 금융계열사의 지배주주는 금융계열사 및 금융계열사가 투자한 자산의 지배력을 상실하게 된다.

이 모형에서 그룹 지배주주와 금융시장에서 채권을 구매하는 외부 투

자자 사이에는 불완전 정보로 인한 이해상충 문제가 존재한다고 가정하였다. 첫째, 금융계열사의 포트폴리오 구성은 전적으로 지배주주의 권한으로서 외부 투자자는 이에 대해 어떤 영향력도 행사할 수 없다고 가정하였다. 따라서 그룹 지배주주가 외부 투자자 다수의 이익에 반하는 포트폴리오를 운용하더라도 이를 견제할 수 있는 수단은 본 모형에 존재하지 않는다. 둘째, 비금융계열사의 프로젝트가 성공할 확률은 그룹의 내부 정보로서 오직 그룹 지배주주만이 알고 있다고 가정한다. 이 가정에 의해 지배주주가 프로젝트 성공 확률이 낮음에도 불구하고 그룹 전체의 지배력을 확보하고자 하는 유인에 의해 비금융계열사의 지분에 과다 투자하는 역선택(adverse selection) 문제가 발생할 수 있다. 셋째, 금융계열사는 대주주로서 비금융계열사의 경영상태를 감시하여 사업건전성을 높이고 프로젝트 성공 확률을 증가시킬 수 있다고 가정한다. 그러나 이러한 비금전적(non-pecuniary) 경영감시활동 비용은 외부 투자자에게 전가시킬 수 없어 금융계열사가 소극적으로 경영감시활동을 수행하는 도덕적 해이(moral hazard) 문제가 발생할 여지가 있다.

정책입안자(a policymaker)는 그룹 지배주주의 유인구조를 외부 투자자 다수의 이익에 부합하는 방향으로 조정하기 위해 관련 규제를 수립한다. 구체적으로, 본 모형에서 정책입안자는 다음의 두 가지 규제 중 하나를 선택하여 집행하는 것을 가정하였다. 첫 번째 규제는 그룹 지배주주의 자산운용 범위를 사전적으로 제한하는 행위제한 규제로서 본 모형상에서 이 규제가 도입되면 금융계열사는 비금융계열사의 주식을 일체 보유할 수 없다. 두 번째 규제는 그룹 지배주주의 자산운용에 상응하는 자본적립 의무를 부여하는 사후적 건전성 관리 규제로서 이 규제가 도입되면 금융계열사는 비금융계열사의 투자금액에 비례하여 일정한 금액을 자기자본으로 적립해야 한다.

위와 같은 이론모형을 통해 도출한 핵심적인 분석 결과는 이해상충 문제를 최소화할 수 있는 최적 규제가 문제의 주요 발생 요인에 따라 달라질 수 있다는 것이다. 만일 비금융계열사에 대한 비효율적 투자결정이 역선택 문제에 기인할 소지가 클 경우, 자기자본 규제만으로는 지배주주

가 비금융계열사의 건전성이 좋지 못함에도 금융계열사의 자금을 동원하여 무리하게 지배력을 확장하고자 하는 유인을 완전히 차단하는 것이 불가능하다. 따라서 이 경우에는 금융계열사와 비금융계열사의 출자관계를 완전히 차단하는 사전적 규제방식이 이해상충 문제의 해소에 더 큰 효과를 거둘 수 있는 것으로 나타났다.

그러나 이해상충 문제가 비금융계열사에 대한 경영감시활동을 소홀히 하는 도덕적 해이에 주로 근간할 경우에는 사후적 자기자본 규제가 더 유리한 것으로 나타났다. 자기자본 규제하에서 금융계열사는 비금융계열사 투자액에 비례하여 상당 부분의 자금에 대한 운용을 제한받게 되어 전반적인 투자수익성이 감소하게 된다. 따라서 금융계열사의 부도로 인해 지배력을 상실할 것을 염려하는 그룹 지배주주의 입장에서는 한정된 여건에서 수익성을 최대로 끌어올려 부도 발생의 여지를 줄이고 그룹 전체의 지배력을 높은 확률로 유지하기 위해 비금융계열사에 대한 모니터링을 강화할 유인이 발생하게 된다. 다만, 자기자본 규제가 도덕적 해이의 감소라는 정책효과를 거두기 위해서는 비금융계열사 투자에 대한 자기자본 규제의 적립비율을 일정 수준 이상으로 높이는 것이 반드시 필요하다. 비금융계열사 출자액에 대한 자기자본 적립비율이 낮을 경우 금융계열사는 비금융계열사를 지배하더라도 자금운용에 큰 제약을 받지 않으며, 따라서 경영감시활동을 적극적으로 수행하여 부도 위험을 낮출 유인도 줄어들게 된다.

위의 이론 분석 결과는 그룹 리스크에 대비하는 자기자본 규제 수립 방향에 대해 중요한 정책적 시사점을 제공하고 있다. 자기자본 규제가 단순히 사후적 부실 위험에 대비한 충격흡수여력을 금융회사의 내부에 확보하는 것을 넘어서 금융회사에 사전적으로 그룹 리스크를 관리할 유인을 제공할 수 있다는 점이다. 특히 이러한 합리적인 그룹 리스크 관리 유인구조를 제공하기 위해서는 금융회사가 계열사 출자 및 신용공여 등을 통해 노출된 그룹 리스크의 수준을 합리적으로 평가하고 이에 상응하는 순실흡수여력을 필요자본으로 적립하도록 하는 것이 필수적이다. 요컨대 그룹 리스크에 대한 금융감독체계의 정책 기조를 금산분리의 원칙

에 입각하여 수립된 지분보유금지 등 다양한 사전적 행위제한 규제에서 금융계열사의 위험추구행위에 대한 사후적 건전성 감독규제로 전환할 수 있는 가능성을 논리적으로 증명하였다는 점에서 이론 분석 결과의 의의를 찾을 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 진행된다. 제2장에서는 그룹 리스크의 정의 및 관련 감독체계 수립 방향에 대한 국제 규준을 간략히 설명하고 그룹 리스크에 대한 고려사항에 대해 논의할 것이다. 제3장에서는 국내 대규모 기업집단 및 이에 소속된 금융회사에 노출된 그룹 리스크 사례와 금융그룹 감독체계의 현황을 검토할 것이다. 또한 현행 자기자본 규제가 금융회사에 노출된 그룹 리스크를 국제 규준에 부합하는 수준으로 평가하고 있는지 실증적으로 분석할 것이다. 제4장에서는 이론 분석을 통해 그룹 전체의 지배력을 확보하고자 하는 지배주주와 금융계열사에 자금을 대부한 외부 투자자 간의 이해상충 문제에 대처하기 위한 합리적 규제방식을 모색할 것이다. 제5장에서는 연구 결과를 정리하고 향후 연구 진행 방향에 대해 논의할 것이다.

## 제2장

---

### 그룹 리스크와 자기자본 규제의 관계

#### 제1절 그룹 리스크의 정의 · 유형 및 감독체계 수립 방향

금융회사는 영업행위의 특성상 다양한 형태의 리스크에 노출되어 있다. 은행의 예를 들면, 예금 등의 단기성 · 고유동성 채권을 발행하여 외부 투자자로부터 자금을 차입하고 수요자인 기업 · 가계에 장기간 대부하여 차입금리보다 상대적으로 높은 이자를 취득한다. 이와 같은 예대마진을 추구할 때 상대적으로 짧고 지급보장이 높은 형태로 자금을 차입하기 때문에 운용자산인 대출금 및 이자 미지급 위험이 높아질 경우 채무를 제때 갚지 못해 파산할 수 있는 위험이 증가한다. 또한 은행의 채무지급 능력에 대한 예금자 및 채권자의 신뢰도가 감소할 경우, 다수의 예금자들이 예금지급 불능을 우려하여 동시에 예금을 인출하는 뱅크런이 발생하여 은행의 부실 위험이 증가할 여지도 있다.

이러한 다양한 형태의 리스크 중 그룹 리스크는 금융회사가 기업집단(그룹)의 계열사로 소속됨으로 인해 노출되는 위험을 총칭한다. 이러한 그룹 리스크는 다양한 형태로 발생하여 금융회사뿐 아니라 같은 그룹에 소속된 계열사 다수의 건전성을 동반 악화시킬 가능성을 내포하고 있다. 일례로 금융회사와 같은 그룹에 소속된 타 계열사가 내부거래, 협업, 신

용공여 및 출자 등으로 연결되어 있을 경우, 금융회사는 해당 계열사의 부실로 인해 경영상태가 동반 악화될 위험에 처할 수 있다. 반대로 금융계열사의 부실이 소속 그룹의 타 계열사 혹은 그룹 전체의 동반 부실로 이어질 위험도 배제할 수 없다. 또한 그룹 내 계열사에 대한 지배구조의 투명성이 떨어질 경우 그룹의 지배주주가 금융계열사로 하여금 타 계열사로의 무리한 신용지원 및 자금공급을 강요하여 채권자 및 외부 소수지분 보유자의 이익을 침해할 가능성도 있다. 혹은 개별 금융계열사의 부실이 그룹 전체의 전전성에 대한 부정적 신호로 작용하여 다른 계열사들의 자금조달여력이 감소하는 이른바 평판효과(reputational effects)도 간과할 수 없을 것이다. 더구나 이와 같은 그룹 리스크에 노출된 금융계열사가 소속된 그룹은 일반적으로 사업 규모가 클 가능성이 높고, 따라서 그룹 리스크의 촉발이 시스템 리스크로 이어질 수 있다는 점을 고려한다면 금융그룹에 대한 전전성 감독체계 수립의 중요성은 더욱 커질 것이다.

이와 같은 그룹 리스크의 효과적인 대처에 필요한 구체적 정책 수립방안 및 국제 협력체계를 논의하기 위해 지난 1996년 은행(Basel Committee) · 증권(IOSCO) · 보험감독(IAIS) 등 국제 금융감독기구들은 금융그룹 감독체계 구축을 위한 협의체(the Joint Forum; 이하 Joint Forum)를 구성하였고, 이어 1999년 금융그룹 감독체계 규준(*Supervision of Financial Conglomerates*; 이하 1999년 감독규준)을 발표하였다. 1999년 감독규준은 감독체계 전반의 수립 방향 및 금융감독 소관기구별 업무 분장 원칙 등 그룹 리스크에 대한 감독당국의 대처방식 및 금융그룹의 합리적인 지배구조 수립 방향 등 금융그룹 감독 전반에 대한 청사진을 제공하고 있다. 이 중 금융그룹 감독체계에서 중점을 두어야 하는 부분을 다음과 같이 제시하였다. 첫째, 그룹 소속 금융계열사 및 관련 회사들로 구성된 그룹 전체의 자본적정성 평가기준을 수립하고, 특히 그룹 전체의 자기자본 및 필요자본의 산정 시 왜곡이 발생할 소지를 줄일 수 있는 평가방식을 제시하였다. 둘째, 그룹 소속 금융계열사에 대한 감독을 소관하는 기관 간 협력 및 원활한 정보 공유를 통해 그룹 리스크 감독의 효율성을 제고할

것을 권고하고, 이를 위한 업권별 감독기구 간의 공동대응(coordination) 체계를 구성할 것을 제시하였다. 셋째, 건전성 감독의 대상이 되는 금융 그룹의 선정기준 및 다양한 유형의 그룹 리스크 측정 방향을 최초로 제시하였다.

그러나 지난 글로벌 금융위기 이후 시스템 리스크에 대한 우려가 높아지고 개별회사 단위에 대한 건전성 감독이 주가 되었던 기존 감독체계의 실효성에 대한 의문이 제기되면서, Joint Forum은 1999년 감독규준의 문제점을 보완하기 위해 1999년 감독규준을 대폭 수정한 감독규준을 2012년에 발표하였다(이하 2012년 감독규준으로 지칭).

2012년 감독규준은 1999년 감독규준의 기본 구조를 유지하되 다음과 같이 그룹 리스크 감독 수준을 대폭 강화할 것을 권고하였다. 첫째, 선제적 관점에서 타 감독기구로부터의 독립성을 확보한 그룹 리스크 감독 전담기구를 설립하고 금융그룹 감독에 필요한 권한 및 책임을 명시하는 법적 장치를 수립할 것을 강조하였다. 이는 1999년 감독규준에서 권고한 그룹 리스크 감독체계안에 비해 한층 강화된 그룹 건전성 감독체계의 수립이 필요함을 의미한다. 둘째, 개별회사 기준으로 금융감독 대상이 아닌 그룹 소속 계열사(unregulated entities)에 대해서도 그룹 리스크의 평가 및 감독이 이루어질 수 있는 규제체계를 확립할 것을 강조하였다. 이는 지난 1999년 감독규준의 금융그룹을 금융계열사 및 이들과 밀접한 업무연관성을 지닌 계열사의 집합체로 한정지었던 것에서 벗어나 감독대상을 그룹 전체로 확장하였다는 것을 의미한다. 특히 지난 글로벌 금융위기 이전 은행들이 건전성 감독 규제대상이 아닌 자회사<sup>4</sup>를 설립하고 고위험 자산을 이전하여 실제에 비해 규제상의 자산건전성이 과대평가되는 문제가 발생하였던 선례<sup>5</sup>를 되풀이하지 않기 위한 조치로 풀이된다. 셋째, 개

4 특히 특정 자산들을 하나로 묶어 담보로 하는 채권을 발행하여 자금을 조달할 때(이러한 채권발행을 자산유동화라고 한다), 담보의 범위를 명확하게 규정짓고 자산유동화의 절차적 편의를 위해 담보대상 채권들을 금융회사의 재무제표에서 분리시켜 설립하였던 페이퍼 컴퍼니인 일명 특수목적기구(special purpose vehicles: SPV)가 주로 활용되었다.

5 이와 같은 은행의 규제차의 추구행위에 대해서는 자기자본 규제와 밀접한 관련이 있어 다음 장에서 보다 자세히 설명하고자 한다.

별회사 차원의 업권별 규제 격차를 좁혀 금융그룹의 규제차익(regulatory arbitrage) 추구 여지를 최소화하도록 권고하고 있다. 이는 동일한 유형의 위험추구행위에 대해서 그룹 계열사들의 업종에 상관없이 일관된 평가기준을 마련하여 동일 행위에 대해 규제 수준이 낮은 금융업종 계열사로 위험이 집중될 가능성을 줄이기 위한 조치로 풀이된다. 넷째, 그룹 소속 계열사, 특히 금융계열사의 경영 의사결정에 있어서 합리적인 지배구조를 구축하고 그룹 전체의 리스크를 총괄적으로 관리할 책임을 부여할 대표회사를 지정할 것을 권고하였다. 다섯째, 시스템 리스크를 유발할 가능성이 있는 대규모 그룹에 대한 감독·규제 제도를 수립하고, 이를 그룹의 부실 가능성에 대한 당국의 특별한 주의를 당부하였다.

요약하자면, 2012년 감독규준은 1999년 감독규준에 비해 금융감독당국의 선제적·적극적인 그룹 리스크 감독·대응 체계를 확립하고, 감독대상도 가능한 한 확장하여 규제의 사각지대를 최소화할 것을 표방하였다고 볼 수 있다. 다시 말해, 2012년에 개정된 금융그룹 감독규준은 기존 규준의 기본 틀은 유지하되, 감독당국의 그룹 리스크에 대한 적극적인 관리를 위한 법적·제도적 정비와 건전성 감독대상이 아닌 개별회사들에 의해 금융회사에 노출되는 그룹 리스크에 대한 포괄적 감독체계의 구축을 주문하고 있다. 이와 같은 2012년 감독규준에 대한 주요 내용은 <표 2-1>에 요약되어 있다.<sup>6</sup>

그룹 리스크 감독에 있어서 가장 핵심적인 규제수단 중 하나는 그룹 소속 계열사들이 대규모 손실에 노출되는 것에 대비하여 최소한의 충격 흡수여력을 자기자본 적립을 통해 확보할 것을 금융계열사 및 그룹 대표 회사에 요구하는 자기자본 규제(capital regulation)일 것이다. 이후에는 그룹 전체의 자기자본 및 최소필요자본을 산정할 때 개별금융회사의 자본 적정성 평가에 비해 어떤 차이점 및 유의사항이 있는지 살펴보고, Joint

6 보다 자세한 2012 감독규준의 세부내용 및 1999 감독규준과의 항목별 비교는 Joint Forum(2012)의 Annex 1에 자세히 기술되어 있으며, 김상조(2016a)도 이에 대해 글로벌 금융위기 전후의 금융그룹 감독체계의 전반적인 변화의 관점에서 분석한 바 있다. 본고에서는 Joint Forum(2012)이 제시하는 그룹 감독체계 개선안 전반보다 자기자본 규제에 대한 분석에 더 집중하고자 한다.

<표 2-1> Joint Forum의 금융그룹 감독체계 권고안 비교

	1999년 감독규준	2012년 감독규준
금융그룹 감독기구	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 그룹 소속 금융계열사에 대한 업권별 개별 감독기구 간의 긴밀한 협조를 통한 금융그룹 감독체계 조성</li> <li>- 금융그룹 감독기구는 각 업권별 개별 감독기구들의 그룹 건전성 감독 업무 및 정보 공유의 조정자(a coordinator) 역할 담당</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 그룹 전체의 건전성 감독을 소관하는 독립적 감독기구 혹은 감독기구 협의체의 수립을 권고</li> </ul>
건전성 감독 대상 범위	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 그룹 소속 건전성 감독대상 금융계열사(regulated entities)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 그룹에 소속된 규제대상 계열사(regulated entities) 및 비(非) 규제대상 계열사(unregulated entities)를 모두 포함하도록 권고</li> </ul>
금융그룹 지배구조	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 사외이사 및 경영진의 선발요건에 대한 가이드라인 제시</li> <li>- 그 외 지배구조 개선 방향에 대한 구체적인 안은 제시되지 않음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 그룹 전체의 건전성 감독의 책임을 맡는 대표회사 지정 필요성 강조</li> <li>- 금융그룹의 경영 의결구조 및 지배구조의 투명성을 강조</li> <li>- 그 외 합리적 위험추구 및 그룹 차원의 건전성 관리를 유도할 수 있는 임원진의 평가 및 성과급 체계의 수립 등 다양한 측면의 지배구조 개선이 필요함을 강조</li> </ul>

자료: Joint Forum(1999, 2012).

Forum(1999)의 감독규준에서 제시하는 그룹 전체의 자기자본 산정방식을 간단한 예시와 함께 설명해 보고자 한다.

## 제2절 금융그룹의 자본적정성 평가방식 검토: Joint Forum(1999)을 중심으로

자기자본 규제(capital regulation)는 금융회사의 건전성 감독의 핵심 정책수단 중 하나이다. 자기자본 규제를 통해 금융감독당국은 금융회사의 위험추구행위 및 위험관리수준을 수치화하여 평가한 뒤 이에 상응하는 자금을 위험에 대비한 자기자본에 적립하도록 금융회사에 강제한다. 이를 통해 금융회사에 손실이 발생하더라도 규제에 의해 적립된 자본을 채무지급에 사용함으로써 채무 불이행으로 초래될 수 있는 부실의 확산을 방지하는 일종의 완충효과를 거둘 수 있다.<sup>7</sup> 또한 자기자본 규제의 필요자본 적립 의무는 위험수준에 상응하여 금융회사의 보유자금 일부에 대한 투자·운용 행위를 금지하는 효과로 작용하기도 한다. 따라서 자기자본 규제는 과도한 위험추구행위에 대한 규제준수비용을 금융회사에 부과하여 이를 회사들의 건전성 관리 유인구조를 시장규율(market discipline)을 준수하는 방향으로 조정하는 데 기여할 수 있다. 즉, 자기자본 규제를 통해 금융감독당국은 금융회사의 위험추구행위로 유발될 수 있는 사회적 비용의 일부를 책임 당사자인 금융회사에 부과하여 사후적 도덕적 해이 문제에 대처할 수 있다. 또 한편 자기자본 규제는 금융회사의 위험추구 행위에 대해 규제준수비용을 부과하여 기회비용을 증가시키고 금융회사가 효율적인 건전성 관리를 수행할 유인을 제공하는 사전적 규제수단으로도 활용될 수 있다.

자기자본 규제가 정책적 실효성을 거두기 위해서는 금융회사의 위험추구 행위에 대한 기본적정성 평가가 적절한 수준에서 이루어져야 할 것이다. 그룹 리스크 또한 이러한 원칙의 예외가 아니다. 금융회사가 그룹 리스

---

7 금융회사의 부실에 대비한 최소한의 지급여력을 평가하고 이를 대비해야 한다는 관점에서 볼 때 자기자본 규제는 지급준비금(은행) 및 책임준비금(보험)과 그 성격을 달리한다. 지급준비금 및 책임준비금 계정은 해당 금융회사가 상시적으로 채권자의 요구 등에 의해 채무지급 의무가 발생했을 때에 대비한 지급여력 자금을 의미한다.

크에 노출되어 있음에도 불구하고 자본적정성 평가가 적절하게 이루어지지 않는다면 실제 부실이 발생할 때 금융회사에 축적된 자체 지급여력이 불충분할 수 있다. 뿐만 아니라 실제 그룹 리스크 노출 정도에 비해 규제 준수비용이 과소하게 부과되어 금융회사가 건전성 규제를 준수할 유인구조를 왜곡시킬 위험이 있다. 특히 그룹에 소속된 금융계열사를 개별회사로 취급하고 자기자본 규제를 적용할 경우 금융당국은 금융회사에 노출된 위험 총액을 정확하게 파악하지 못할 수 있다. 이러한 실제와 규제 간의 격차는 금융계열사의 지배주주가 그룹 리스크 관리를 소홀히 할 유인을 제공하게 된다. 또한 금융회사들이 실제 노출된 그룹 리스크의 규모에 비해서 낮은 자본적립비용을 향유하는 이른바 규제차익(regulatory arbitrage)이 존재할 가능성도 배제하기 어려울 것이다.

금융회사의 과도한 규제차익 추구행위가 막대한 사회적 비용 및 부실의 확산으로 이어진 사례가 최근의 글로벌 금융위기일 것이다. 미국 내 은행 및 은행지주회사들은 보유자산을 담보(collaterals)로 자금(주로 단기)을 조달할 경우 담보자산을 은행의 재무제표에서 분리하기 위해 특수 목적기구(special purpose vehicles; 이하 SPV)라는 페이퍼컴퍼니를 자회사로 설립하여 담보자산들을 이전시키고 SPV의 명의로 담보부 어음(asset-backed commercial papers; 이하 ABCP)을 발행한다. 이와 같은 방식의 자산유동화(securitization)를 통해 ABCP를 발행할 때 모은행은 자회사인 SPV의 채무지급을 보증하는 형태로 채무지급 위험을 감소시켜 담보자산을 이전하지 않고 직접 유동화를 할 때와 동일한 금리로 자금을 조달한다. 모회사와 자회사 간의 보증계약구조를 볼 때 은행의 채무지급 책임 및 은행과 SPV를 포함한 기업체 전체가 보유하고 있는 자산의 위험수준은 자산유동화 전후에 관계없이 동일할 것이다. 따라서 자회사로 이전된 고위험자산 및 자회사가 발행한 ABCP는 지급보증회사인 모은행의 자본적정성 평가에 모두 포함되는 것이 합당할 것이다.

그러나 2004년 당시 연방준비은행 등 미국의 금융감독기구들은 이와 같이 SPV로 이전된 자산을 모은행의 자본적정성 평가대상에서 제외하였다. 다만, SPV가 발행한 자산담보부 어음의 채무지급을 모은행이 보증했

을 때에만 은행이 담보자산을 직접 보유하여 ABCP를 발행하는 것에 비해 1/10 수준의 필요자본을 적립하도록 규제를 완화하였다(Acharya and Richardson, 2009; Olson, 2012). 이러한 규제 완화는 은행 및 은행지주회사들에 규제차익을 추구할 수 있는 유인을 제공하였다. 구체적으로, 은행은 자신이 보유한 고위험자산을 비(非)규제대상 자회사인 SPV로 이전하고 이를 담보로 한 어음(ABCP)에 대한 지급을 보증하였다. 이러한 방식으로 은행은 전체 채무구조와 자산의 총위험수준에 아무런 변화가 없음에도 단지 고위험자산을 SPV로 이전시킴으로써 규제준수비용을 큰 폭으로 낮출 수 있었다. 또한 부수적으로 은행에 노출된 총위험수준에 비해 자산건전성이 높다는 그릇된 인식까지 금융시장에 심게 되었다. 이러한 자기자본 규제상의 사각지대는 금융감독당국이 은행의 과도한 위험추구 행위에 적절한 제동을 걸 수 있는 규제수단으로 자기자본 규제를 활용하지 못하게 하였다. 뿐만 아니라 오히려 은행에 규제차익 추구의 유인을 제공하여 건전성 관리체계의 왜곡을 야기하였다.<sup>8,9,10</sup>

위의 사례는 계열사와의 관계로 인해 금융회사에 노출되는 리스크를 정확하게 평가하고 측정하여 자본적정성 평가에 합리적으로 반영하지 못할 경우 건전성 감독의 실패로 이어질 수 있음을 보여주고 있다. 이를 방지하기 위해서는 자기자본 규제와 관련성이 높은 그룹 리스크의 유형을 정확하게 분류하고 핵심 이슈를 정리하는 것이 선결되어야 할 것이다.

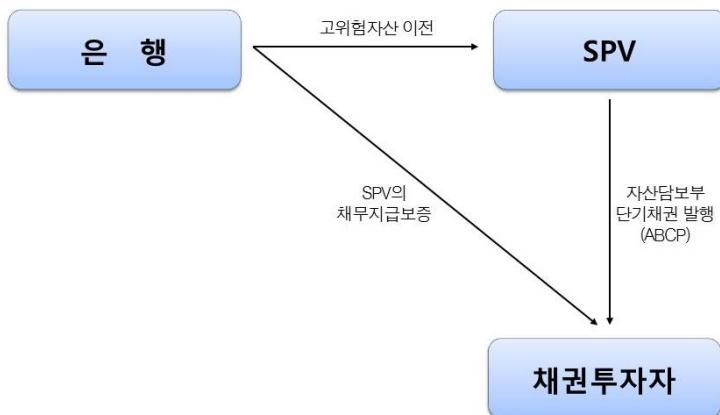
---

8 Acharya and Richardson(2009)에 따르면, 금융위기 발생 이후 다수의 SPV가 발행한 담보 부채권 다수에서 부도가 발생하였으나 대부분의 손실이 SPV가 아닌 채무지급을 보증한 모은행에 이전되어 자회사의 부실이 모회사로 확산되었음을 확인하였다. 이는 당시 미국의 금융감독기구들이 규제대상 은행이 설립한 다수의 SPV 자회사에 노출된 그룹 리스크의 정확한 규모를 인지하지 못했음을 시사한다.

9 Acharya and Richardson(2009)은 지난 글로벌 금융위기 당시 부도가 발생한 ABCP 중 실제 채권발행회사인 SPV의 정리를 통한 채무변제의 비중이 4.3%에 지나지 않았다고 주장하였다. 또한 Acharya and Schnabl(2010)에 따르면 2007년 8월 ABCP의 대규모 부실이 시작된 시점에 남아있던 ABCP의 총액 1.2조달러 중 약 0.9조달러가 은행에 의해 지급이 보증되어 있음(sponsored)을 밝혀내었고, ABCP의 부실이 시작된 이후 대형 은행 중 ABCP 보증 규모가 큰 은행의 기업가치가 다른 은행에 비해 유의하게 감소하였음을 밝혀내었다.

10 이와 같은 SPV 및 자산유동화를 악용한 은행의 규제차익의 여지는 지난 2009년 Basel II를 개정한 Basel II.5의 도입으로 상당 부분 감소하게 된다.

[그림 2-1] 미국 은행의 SPV 설립을 통한 규제차익 추구행위

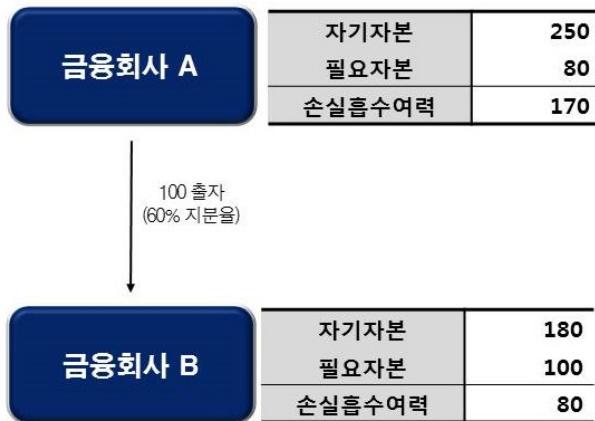


특히 그룹 소속 타 계열사에 대한 출자 및 신용공여 등으로 인해 금융계  
열사에 노출되는 영향을 자본적정성 평가에 정확하게 반영하는 것이 필  
요하다.

그룹 차원의 금융회사 자기자본 규제에 대한 이해를 돋기 위해 [그림  
2-2]에서 제시하는 2개의 계열사 A와 B의 수직적 계열구조로 형성된 그  
룹을 예로 생각해 보자. 계열사 A는 장부가액 100의 가치를 가진 금융계  
열사 B의 주식 60%를 보유하고 있어 계열사 B에 대한 모회사의 지위를  
가지고 있다. A와 B는 금융감독당국의 자기자본 규제가 적용되며, 연결  
재무제표 기준으로 금융회사 A와 B는 자기자본 규제에 의해 각각 150과  
100 이상의 자기자본을 보유해야 하는데, 각각 250과 180의 자기자본을  
보유하고 있는 것으로 평가되고 있다. 계열사의 대규모 손실로 인해 발  
생될 수 있는 충격에 대비한 그룹 전체의 완충여력을 알기 위해서는 각  
계열사에 산정된 자기자본 및 필요자본을 적절한 방법으로 합산해야 할  
것이다.

문제는 개별회사 단위로 산정된 자기자본 및 필요자본을 그룹 단위로  
정확하게 합산하는 것이 간단하지 않다는 것에 있다. 그룹 내 계열사 간  
출자로 인해 발생할 수 있는 가장 핵심적인 이슈는 동일한 자본이 여러

[그림 2-2] 그룹 계열사 간 수직적 출자구조 예시



계열사에 중복계상되어 그룹 전체의 부실 위험에 대비한 지급여력이 과대평가될 가능성이 있기 때문이다. [그림 2-2]의 예시에서 계열사 A의 계열사 B에 대한 출자액 100이 이에 해당될 것이다. 이 출자액 100은 계열사 B의 자본금에 해당되므로 자기자본 180에 포함되어 있다. 문제는 개별회사 단위로 자기자본을 산정했을 경우 동일한 출자금액이 부실 발생 시 처분할 수 있는 주식으로 평가되어 계열사 A의 자기자본 250에도 포함되어 있다는 점이다. 만일 계열사 B의 건전성에 문제가 발생하여 부실화가 진행될 경우 이 출자액 100은 B의 완충자본으로 사용될 것이다. 반대로 계열사 A의 부실이 발생할 경우 동일한 자본금은 A의 손실을 감당하기 위해 처분했을 경우 계열사 B의 손실에 대한 지급여력으로 사용될 수 없을 것이다. 또한 계열사 A가 계열사 B에 대한 지배력을 유지할 유인이 있으므로 손실 발생 시 여타 주식투자와 비교할 때 계열사 B의 지분을 쉽게 처분하지 못할 것이다. 물론 모회사 A의 자회사 B에 대한 출자액을 일종의 위험자산으로 평가하여 이에 상응하는 필요자본을 추가적으로 요구하는 방식을 대안으로 고려해 볼 수도 있을 것이다. 그러나 이는 부차적인 방식일 뿐이며 동일한 자본금이 중복계상되는 문제점을 근본적으로 해소하지 못한다. 따라서 계열사 A와 B로 구성된 그룹 전체의

자기자본을 산정할 때는 이와 같은 자본의 중복계상(multiple gearing) 문제를 근본적으로 해결하지 않으면 그룹 전체의 지급여력이 실제 지급여력에 비해 과대평가될 여지가 있다.

두 번째 정점 사항은 상위 계열사가 후순위채 등의 채무를 통해 자금을 조달하여 타 계열사의 보통주를 매입했을 경우 저질의 자본<sup>11</sup>이 하위 계열사에서 양질의 자본인 보통주로 대체되는 효과가 발생한다는 것이다. 예를 들어 만일 계열사 A가 후순위 채권을 발행하여 자금 100을 조달하고 이 자금이 계열사 B의 보통주 지분보유에 사용되었다고 가정해 보자. 이러한 거래행위를 통해 계열사 A에는 자기자본의 변동이 없으나 계열사 B에는 보통주 자본이 증가하는 것으로 산정된다. 그러나 만일 감독당국이 각 계열사에 대해 개별적으로 자기자본 규제를 적용할 경우 문제가 생기게 된다. 계열사 A가 발행한 후순위채는 보완자본 수준에 불과한 저질의 자본으로 평가되는 데 반해 계열사 B에 출자된 지분은 보통주 자본으로 계상되어 양질의 자본으로 인정되는 것이다.<sup>12</sup> 두 가지 이슈를 종합하면 계열사 간 내부 출자구조 및 내부거래의 위험수준이 정확하게 반영되지 않을 경우 그룹 전체의 자기자본여력이 양적 및 질적인 측면에서 과대평가될 소지가 발생하게 된다.

이와 같은 자본의 왜곡 문제를 효과적으로 해결하기 위해서는 자본적 정성 평가기준을 종전의 개별회사 단위에서 그룹으로 전환할 필요가 있다. 즉, 그룹 내 자기자본 규제대상 계열사 및 이들과 내부거래를 맺고 있는 타 계열사들을 하나의 자본적정성 평가대상으로 결합하여 계열사 간 내부거래 및 출자구조의 특성을 건전성 평가에 반영하도록 평가방식을 재설계하는 것이 필요하다. [그림 2-2]의 예로 돌아가면, 계열사 A는 계열사 B를 자회사로 거느리고 있으므로 이 두 계열사를 한 단위의 기업체로 간주하는 것이 합당할 것이다. 이렇듯 연결재무제표를 사용할 경우

<sup>11</sup> Basel III 자기자본 규제에서의 Tier 2 자본과 같이 실제 충격을 흡수하는 자본으로 사용되지 않고 부실 상황에서 채무지급 의무가 크지 않아 별도의 지급여력을 소모할 필요가 없는 후순위채 등의 채무 등이 이에 해당한다.

<sup>12</sup> 이러한 자본의 질적인 측면에서의 왜곡을 Joint Forum(2012)에서는 ‘excessive leverage’라고 규정하고 있다.

계열사 상호 간의 신용공여 및 채무관계를 합리적으로 공제할 수 있다. 그리고 그룹 전체의 건전성 관리 주체가 되는 모회사 A에 자회사 B의 건전성 관리 의무를 포함한 자기자본 규제를 적용하여 필요자본과 자기자본을 그룹 단위로 합산하는 것이 필요할 것이다. 모회사 A에 자회사 B의 지급여력 관리 의무를 부여하는 것은 자회사 B의 건전성 관리에 대한 실질적인 책임이 지배회사인 계열사 A에 있다는 점을 고려한 것이다. 만일 영업 형태의 특성 등으로 인해 재무관계가 복잡하여 연결재무제표를 적용하는 것이 어려울 경우 개별재무제표를 기준으로 계열사 간 신용공여 부분을 상호공제하는 것을 대안으로 고려할 수 있다.

Joint Forum(2001)은 이러한 그룹 내 계열사 간 출자구조로 인해 발생할 수 있는 자본의 질적·양적 왜곡 문제를 해소하기 위해 building block prudential approach 혹은 risk-based aggregation approach로 지칭한 방법론에 기반하여 상위 계열사의 하위 계열사 출자액의 중복계상 문제에 대처하도록 권고하고 있다. 본 장에서는 이 중 building block prudential approach의 방법론에 기반하여 다음과 같이 그룹 전체의 필요자본 및 자기자본을 모회사 A를 기준으로 산정하고 각 항목별 의미를 상세하게 분석해 보고자 한다.<sup>13</sup> [그림 2-2]에 building block prudential approach를 적용하여 다음과 같이 그룹 전체의 자기자본 및 필요자본을 산정해 보자.

**Step 1** 계열사 A의 자기자본 250에서 계열사 B에 대한 출자액 100을 차감한다.

**Step 2** 계열사 B의 자기자본 및 총위험액에 따른 필요자본 요구액에 계열사 A의 지분을 곱하여 계열사 A의 자기자본 및 필요

---

<sup>13</sup> Joint Forum(2001)에 따르면 building block prudential approach는 모회사의 연결재무제표를 자회사별로 분할하여 이에 대한 자본적정성 평가를 진행한 뒤 결과값을 합산하는 방식을 따른다. 이에 반해 risk-based aggregation approach는 개별재무제표에 의거하여 자회사의 필요자본 및 자기자본을 산정한 뒤 순지급여력을 모회사의 필요자본 및 자기자본에 합산하는 방식이다. 자기자본 규제의 기준 재무제표가 다르다는 점을 제외하면 이 두 가지 방법론 간에 근본적인 차이점은 존재하지 않는다. 본 장의 예시에서는 연결재무제표 사용을 가정하였으므로 building block prudential approach에 기반한 자본적정성 평가를 적용하였다.

자본 요구액에 가산한다. 이 경우 계열사 A에 가산되는 자기자본은 108이 되고, 필요자본 요구액은 60이 된다.

Joint Forum(2001)의 그룹 전체의 자기자본 산정방식을 항목별로 살펴보면 다음과 같다. Step 1은 모회사 A가 자회사 B에 출자한 자기자본의 중복 계상을 방지하기 위해 모회사 A의 출자분을 자기자본 항목에서 전액 차감한 것이다. 이와 같은 차감 절차를 통해 모회사 A의 출자금액은 자회사 B의 자기자본에만 포함되어 중복계상 문제를 해소할 수 있게 된다. Step 2는 자회사 B에 부과된 필요자본 적립 책임을 지배회사인 계열사 A에 소유지분에 비례하여 배분한 것이다. 마찬가지의 방식으로 계열사 B의 자기자본 중 보유지분을 모회사 A에 계상한다. 이는 자회사의 여유지급여력 중 필요자본을 제외한 자기자본 잉여분을 모회사에 포함하여 그룹 전체의 지급여력을 계산하기 위한 것이다.

이 절차에 따라 계열사 A의 그룹 출자를 반영한 총자기자본은 ‘ $(250 - 100) + 180 \times 0.6 = 258$ ’이 되고, 모회사 A에 부과되는 필요자본 요구액은 ‘ $150 + 100 \times 0.6 = 210$ ’으로 조정된다. 이러한 그룹 단위의 자기자본 평가

[그림 2-3] Joint Forum(2001)의 그룹 자기자본 산정방식



방식에 따르면 계열사 A, B는 총필요자본에 비해 ‘ $258 - 210 = 48$ ’ 만큼의 순지급여력(자기자본에서 필요자본을 합산한 금액)이 있는 것으로 평가된다. 이에 반해 개별적인 자기자본 규제를 적용할 경우 자본의 중복계상 문제가 해소되지 않아 계열사 A는 ‘ $250 - 150 = 100$ ’, 계열사 B는 ‘ $180 - 100 = 80$ ’의 순지급여력을 각각 보유하여 이를 그룹 단위로 합산하였을 경우 총 ‘ $100 + 80 \times 0.6 = 148$ ’의 순지급여력을 보유하는 것으로 계산된다. 개별회사 단위로 자기자본 규제를 적용할 경우 자본의 양적 왜곡 현상이 해소되지 않아 실제 순지급여력에 비해 규제상의 순지급여력이 과다하게 평가되는 현상이 발생하는 것이다. 또한 그룹 단위로 자기자본 규제를 적용할 경우 자본의 질적 왜곡이 상당 부분 해소되는 것을 볼 수 있다. 이는 그룹 단위로 자기자본 규제를 적용할 경우 계열사 A의 후순위채 발행 규모와 그룹 전체 자기자본과의 비율이 ‘ $100:258$ ’인 데 반해 각 계열사별로 자기자본 규제를 개별 적용할 경우 동 비율이 ‘ $100:358$ <sup>14</sup>’로 증가하는 것에서 확인할 수 있다.

이러한 building block prudential approach 혹은 risk-based aggregation approach를 이용하여 그룹 전체의 자기자본 및 필요자본을 산정할 때 주의해야 할 점이 있다. 첫째, 금융회사의 규제차의 추구의 여지를 해소하기 위해서는 개별 금융회사의 보유자산 및 금융거래행위에 대해서 일관된 위험평가방식이 적용되어야 한다는 것이다. 예를 들어 만일 계열사 A가 고위험자산 50을 보유할 때 필요자본 요구량이 25인 데 반해 동일한 자산을 계열사 B가 보유할 경우 20의 필요자본만이 요구되는 경우를 가정해 보자. 이때 계열사 A는 자회사 B로 해당 고위험자산을 이전하여 그룹 전체로 볼 때 총위험수준은 동일함에도 불구하고 자본적립비용이 감소하는 것을 알 수 있다. 이는 글로벌 금융위기 이전 은행지주회사가 SPV로 고위험자산을 이전하여 규제차익을 추구했던 사례에서도 확인한 바 있다.

둘째, 그룹 전체의 순지급여력을 합산할 때 자회사의 순지급여력 중

---

<sup>14</sup> 모회사 A의 자기자본 250과 자회사의 자기자본 180 중 모회사의 지분 60%를 곱한 값을 합친 것이다.

일부는 여유분으로 남겨 두어 상위 계열사의 부실이 하위 계열사의 지급 여력을 훼손하는 것을 방지할 필요가 있다. 위의 예시를 보면, 모회사 A의 순지급여력을 그룹 단위로 계산할 때 자회사 B의 순지급여력에 지분법을 적용하여 전액 합산하였다. 그러나 자회사 B의 순지급여력을 전액 합산할 경우, 모회사 A의 부실 가능성이 높을 때 자회사 B가 보유한 자기자본을 최소 수준의 필요자본을 제하고 모두 사용할 수 있다는 것을 뜻한다. 만일 모회사 A에 대규모 손실이 발생하여 자회사 B의 순지급여력까지 모두 소진한다면 자회사 B의 자기자본이 최소요구 필요자본 수준까지 떨어져 자회사 B로 부실이 전이되는 문제점이 발생한다. 이와 같은 그룹 전체의 동반 부실화를 방지하기 위해서는 자회사 B의 순지급여력 중 일부를 남겨두고 나머지만을 모회사 A의 자기자본에 합산시킬 필요가 있다. 즉, 자회사의 순지급여력 중 일부는 모회사의 자기자본에 합산시키지 않음으로써 자회사의 지급여력을 최소요구 필요자본을 상회하는 수준으로 확보하여 모회사로부터의 부실이 자회사로 확산되는 것을 방지할 수 있게 자기자본 규제를 보완하는 것이 필요하다. 이러한 자회사 순지급여력이 보전되는 부분을 Basel III 자기자본 규제에서는 자본보전완충자본(capital conservation buffer)으로 명명하고 있다.

위 [그림 2-3]의 예시에서 자본보전완충자본을 설정할 경우 자기자본의 산정방식 변화를 살펴보자. 만일 금융감독당국이 자회사 B의 순지급여력을 모회사 A에 더할 때 필요자본의 50%를 완충보전자본으로 설정할 것을 요구한다면, 자회사 B의 순지급여력 중 모회사 A에 합산될 수 있는 금액은 ‘ $180 - 100 - 100 \times 0.5 = 30$ ’으로 감소하게 될 것이다. 즉, 감독당국은 자회사 B의 자기자본 중 50만큼의 금액이 모회사 A의 자기자본으로 계상되지 않고 자회사 B의 개별 손실에 대한 완충자본으로만 사용되도록 규정한 것이다. 이 경우 그룹 전체의 자본적정성 평가에 따른 모회사 A의 순지급여력은 ‘ $(150 + 180 \times 0.6) - (150 + 100 \times 1.5 \times 0.6) = 258 - 240 = 18$ ’로 자회사 B에 대한 자본보전완충자본이 설정되지 않은 경우에 비해 30 정도 감소하게 된다.

셋째, 자회사 B가 금융업을 영위하지 않거나, 설령 금융회사여도 개별

회사 단위로는 자기자본 규제대상이 아니라면 자회사의 위험을 반영한 필요자본을 산정하는 것이 어려울 수 있다. 개별회사 단위로 볼 때 자회사 B에 대한 필요자본 산정방식이 확립되어 있지 않기 때문이다. 이러한 경우에 대해서 Joint Forum(1999)은 두 가지 해법을 제시하고 있다. 먼저 자회사 B의 사업 분야가 리스, 재보험, 할인 등 규제대상 금융회사 A의 경영활동과 밀접한 연관이 있을 경우를 고려해 보자.<sup>15</sup> 이 경우 자회사를 모회사의 자기자본 규제대상에 포함시킬 것을 권고하였고 자회사의 필요자본 적립규모는 별도의 프록시(proxy)를 통해 산정할 것을 제안하였다.<sup>16</sup> 그러나 그 외의 경우에는 영업 성격상의 차이로 부실 전이 위험이 크지 않을 것으로 판단하여 자본적정성 평가대상에서 제외하는 것을 허용하였다.

그러나 글로벌 금융위기 이후 2012년 감독규준에서는 영업행위의 유사성 및 상호연계성에 관계없이 금융계열사와 연결관계에 있는 모든 자회사들의 부실 위험을 측정하고 이에 상응하는 필요자본을 적립할 것을 강력히 권고하고 있다. 이는 개별회사 단위로는 자기자본 규제대상이 아닌 자회사의 부실 위험이 모금융회사의 자기자본 규제에 반영되지 않아 발생하였던 규제차익의 발생 여지를 제거하기 위한 규제체계의 변화로 풀이된다. 특히 이러한 변화는 은행의 SPV로의 자산 이전을 통한 규제차익 추구행위의 사례에서 드러난 문제점을 해소하기 위한 조치로 해석될 수 있을 것이다. 또한 그룹 내 계열사와의 출자관계로 인해 노출되는 모든 형태의 부실 전이 위험도 건전성 감독대상으로 포함하여 규제의 사각지대를 해소하기 위한 조치로 보인다.

[그림 2-3]에서 제시한 예를 통해 우리는 그룹 내 계열사 간의 출자 형

---

<sup>15</sup> “Include a mechanism to address the risks being accepted by unregulated entities within a financial conglomerate that are carrying out activities similar to the activities of entities regulated for solvency purposes (e.g. leasing, factoring, reinsurance) …” Joint Forum, *Supervision of Financial Conglomerates*, 1999, p.8.

<sup>16</sup> 예를 들어 우리나라의 금융지주회사 감독규정 제25조 및 관련 시행세칙에 따르면, 자기자본 규제대상이 아닌 금융자회사의 필요자본은 자산총액의 8%의 금액으로 정의하고 있다. 이와 같이 산정된 자회사의 필요자본은 모회사의 필요자본에 합산된다.

태가 수직적으로 이루어져 있을 경우에 대하여 그룹 차원의 자기자본 산정방식을 살펴보았다. 문제는 규제대상 금융회사가 속한 그룹의 계열사 간 출자구조가 반드시 수직적으로만 이루어져 있지 않다는 점에 있다. 특히 규제대상 금융계열사가 일부 지분을 보유하고 있지만 지배관계에 있지 않은 계열사에 대해서는 앞의 building block prudential approach나 risk-based aggregation approach를 적용하기가 쉽지 않다. 금융계열사가 출자계열사에 대한 지배주주가 아니기 때문에 리스크 관리의 책임 주체로 보기 어려워 해당 계열사의 실제 리스크 관리 주체와 규제상의 책임 주체 간의 불일치가 발생할 수 있기 때문이다. 따라서 이와 같은 계열사 출자 및 내부거래에 대해서는 위의 방법론과 별도의 자기자본 산정 및 자본적정성 평가방식을 고안할 필요가 있을 것이다.

이러한 수평·순환 출자구조로 구성된 그룹 내 금융계열사에 대한 자기자본 산정방식을 보다 쉽게 설명하기 위해, [그림 2-2]의 수직적 출자구조를 일부 확장한 [그림 2-4]의 그룹을 생각해 보자. 이 그룹에서 계열사 A는 50의 자금을 계열사 C에 투자하여 10%의 지분을 보유하고 있고, 비(非)금융회사인 계열사 D는 계열사 C에 202를 투자하여 41%의 지분을 보유하고 있으며, 그룹에 소속되지 않은 회사 E가 49%의 지분을 보유하고 있다. 이 경우 계열사 D가 계열사 C의 모회사가 되어 계열사 C를 지배하지만, 계열사 A가 계열사 C 보유지분을 외부에 매각할 경우 계열사

[그림 2-4] 그룹 계열사 간 복합적 출자구조의 예시



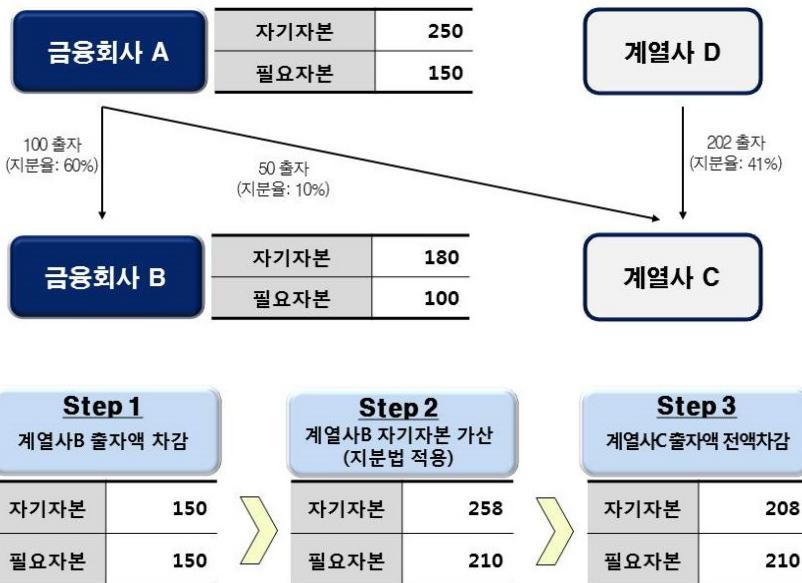
D는 모회사의 지위를 잃을 수 있다. 더구나 계열사 D는 금융전선성 감독 대상 회사가 아니기 때문에 계열사 C의 건전성 관리 책임을 부여할 근거가 약하다는 문제가 있다.

이렇듯 자기자본 규제대상 금융회사가 다른 계열사의 대주주이기는 하나 지배관계는 성립하지 않을 경우 수직적 계열구조의 최상위 계열사에 적용되는 자기자본 산정방식을 적용하기 어렵다. 이런 경우에는 타 계열사 출자분에 대한 금융회사의 위험관리 및 보유 성향 등을 고려하여 여타 자산에 비해 위험가중치를 재조정하는 것을 대안으로 생각해 볼 수 있다.

위의 예시를 볼 때, 만일 금융계열사 A가 계열사 C 주식을 전액 처분한다면 계열사 C의 지배권은 비(非)그룹회사인 E로 이전된다. 그러나 그룹의 지배주주는 소속 계열사 전체에 대한 지배력을 유지하는 것이 계열사 간 출자구조 형성에 있어서 우선적인 고려사항일 것이다. 따라서 부실 위험이 높아지거나 유동성 부족 등으로 인해 보유자산을 처분해야 하는 상황이 오더라도 계열사 A는 자신이 보유한 계열사 C 지분을 매각하기가 쉽지 않다. 또한 계열사 C의 부실이 대주주 계열사로 전이될 가능성이 높아질 경우에도 계열사 A 및 D는 그룹 전체에 대한 지배권을 유지하려는 유인이 강하여 보유지분을 처분하는 결정을 쉽게 내리지 못할 것이다. 오히려 그룹 지배주주는 부실 가능성에 높은 계열사 C의 회생을 위해 타 계열사의 신용을 무리하게 확장하여 자금 및 유동성을 지원하는 등 부실을 전 그룹으로 확산시킬 유인이 더 클 것이다. 그러나 이는 그룹 전체의 동반 부실화로 이어져 타 계열사의 채권보유자 및 소액주주 다수의 이익을 침해하는 문제를 낳게 된다.

자기자본 규제대상 금융회사와 수평적 관계에 있는 타 계열사 출자분에 대해서 Joint Forum(1999, 2001)은 이른바 총차감방식(total deduction method)을 적용할 것을 권고하고 있다. 총차감방식은 규제대상 금융회사와 지배관계에 있지 않은 계열사에 대한 보유지분 및 신용공여분을 전액 차감하는 방식을 뜻한다. 이러한 방식은 규제대상 금융회사가 그룹 전체에 대한 지배력을 확보하려는 지배주주의 이해관계에 종속되어 출자자금

[그림 2-5] Total Deduction Method를 활용한 자기자본 산정방식



및 신용공여금액을 신속하게 회수하는 것이 사실상 불가능한 현실적 제약을 반영한 것이다. [그림 2-3]의 예에서, 금융계열사 A의 순지급여력 총액(자본보전완충자본 제외)은 자회사 B의 순지급여력을 합산하여 48이 된다. 그러나 [그림 2-5]에서 보듯이 계열사 A의 계열사 C 보유지분을 충차감방식을 통해 전액 공제할 경우 계열사 A의 순지급여력은 -2까지 감소하게 된다. 이러한 충차감방식은 회계기준상 연결관계가 아닌 계열사 간에 출자관계가 있을 때 가장 보수적인 평가기준을 적용한 것으로 볼 수 있다.

Joint Forum(2001)의 방법론을 종합해서 보면, 그룹 리스크를 자기자본 규제에 적절히 반영하지 않을 경우 계열사 A는 완충자본 보유수준이 실제보다 높게 평가될 소지가 있다는 점을 확인할 수 있다. 따라서 금융감독당국은 자본적정성 평가기준을 수립할 때 금융회사에 노출된 그룹 리스크를 합리적으로 반영하고, 자본 계상 시 질적·양적 왜곡 문제를 해소하며, 규제 격차가 발생할 여지를 최소화하도록 해야 할 것이다. 다음

장에서는 우리나라에서 금융업종(은행, 보험, 증권 등)별로 적용되는 금융회사에 대한 자기자본 규제에 이러한 요소들이 잘 고려되어 있는지를 국제적 자본적정성 평가규준과의 비교·대조를 통해 평가해 보고자 한다. 또한 이러한 비교·분석을 통해 발견한 시사점을 토대로 향후 국내 그룹 리스크 감독 차원에서 자기자본 규제의 개선 방향을 논의해 보고자 한다.

## 제3장

---

# 국내 자기자본 규제의 그룹 리스크 평가 현황

본 장에서는 현재 우리나라의 은행·보험·증권업 등에 적용되는 자기자본 규제가 그룹 리스크를 어떻게 평가하고 있는지 관련 국제 규준, 특히 Joint Forum의 권고안과 비교하여 분석해 보고자 한다. 구체적으로, 현행 자기자본 규제가 금융회사가 보유한 계열사 지분 및 신용공여 등의 내부 금융거래 활동에 내재된 위험을 국제 규준에 부합하는 정도로 적절하게 평가하고 있는지 살펴볼 것이다.

## 제1절 우리나라 금융그룹 감독체계 현황

본격적인 분석에 앞서, 국내 감독여건에 부합하는 분석 방향을 세우기 위해 우리나라의 금융그룹 현황 및 이들 그룹에 대한 건전성 감독체계의 전반적인 현황을 간략하게 점검할 필요가 있을 것이다.<sup>17</sup>

국내 대규모 기업집단 및 이에 소속된 금융회사 다수가 다양한 유형의 그룹 리스크에 노출되어 있다는 사실에 이견을 제기하는 이는 그리 많지

---

<sup>17</sup> 우리나라의 금융그룹 감독체계에 대해서는 김상조(2016a)에 의해서 자세한 현황 분석 및 평가가 이루어진 바 있다.

않을 것이다. 최근 발생했던 일련의 금융사고 역시 우리나라가 더 이상 그룹 리스크의 안전지대가 아님을 여실히 드러내고 있다.

2013년 이른바 동양사태로 불리는 동양증권의 동 그룹 소속 계열사의 부실등급 CP 및 회사채를 불완전 판매하여 발생한 금융사고는 그룹 리스크의 전형적인 예일 것이다. 동양그룹은 주요 계열사의 채무상태를 개선하고자 금융계열사인 동양증권을 통해 투자부적격 등급의 CP와 회사채를 일반투자자에게 불완전 판매하여 이들에게 막대한 손실을 입혔다.<sup>18</sup> 이 사건은 그룹 지배주주가 소속 계열사의 부실경영에 대한 구조적 개선 없이 금융계열사의 자금조달능력에만 의존하여 당장 직면한 그룹 소속 계열사의 차입 문제를 해결하려 한 데에 기인한 것이다. 이로 인해 그룹 내 금융업종 및 비금융업종 계열사들의 동반 부실로 이어졌고, 또한 동양증권의 채권 불완전 판매행위로 인해 일반투자자에게까지 동양그룹 부실의 여파가 미치게 되었다.

그룹 리스크와 관련한 두 번째 국내 사례는 현대엘리베이터가 다수의 회사들과 체결한 파생상품계약과 관련한 것이다. 지난 2006년 현대엘리베이터는 홍콩계 투자사인 Cape Fortune과 다음과 같은 파생상품계약을 맺었다. 2007년 12월 31일까지 Cape Fortune이 현대상선의 주식 약 300 만주를 직접 보유하되 이에 대해 계약 종료시점에 풋옵션을 행사하는 권리를 부여받았으며, 현대엘리베이터는 Cape Fortune에 이 계약에 대한 대가로 연 7.5%의 복리 이자를 지급하기로 하였다. 이 계약은 수차례 갱신되어 2014년까지 지속되었고, 이 외에 계약시점은 다르지만 다수의 다른 회사들과 비슷한 형태의 파생상품계약을 맺었다.<sup>19</sup> 이를 통해 현대엘리베이터는 대규모 자금을 소비하지 않고도 파생상품계약을 맺은 상대방의 보유지분을 간접투자지분으로 합산하여 현대상선의 지배력을 확보할 수 있었다.<sup>20</sup> 이러한 대규모 파생상품계약은 현대엘리베이터의 수익성 확대

18 동양 사태에 대한 상세한 분석 및 관련 규제 개선 방향에 대한 분석은 양준모(2013)에 의해서 이루어진 바 있다.

19 대표적으로 Cape Fortune의 자회사인 Nexgen Capital(계약시점: 2006년, 2010년), NH투자증권(2010년), 대신증권(2010년), 대우조선해양(2011년) 등이 있다. 이에 대한 보다 자세한 분석은 조성익·양용현(2016)을 참고하라.

혹은 위험 분산의 목적이라기보다 그룹 소속 핵심 계열사의 지배력 확보에 기인한 것이었다. 따라서 이를 다수의 비지배주주의 이익에 부합하는 투자결정이라고 보는 것은 무리가 있다. 오히려 파생상품의 과다한 노출로 인해 대규모 손실이 발생할 여지가 있다는 점을 주지할 필요가 있다.<sup>21</sup> 만일 이와 같은 파생상품 거래가 실제 대규모 손실로 이어질 경우, 이는 그룹의 지배주주가 그룹 소속 타 계열사에 대한 지배력을 확보하기 위해 상위 계열사의 자금 및 신용을 무리하게 운용한 결과로 볼 수 있을 것이다. 위 사례와 같이 한 계열사가 다른 계열사에 대한 지배력을 확보하기 위해 파생상품계약 등 무리한 금융거래를 추진하는 것 역시 잠재적인 그룹 리스크의 전형으로 볼 수 있을 것이다.

우리나라에서 발생했던 금융 관련 사고 중 그룹 리스크의 예시로 볼 수 있는 세 번째 사례는 지난 2014년 KB금융지주와 국민은행 간의 경영권 분쟁 사태일 것이다(이하 KB 사태). 은행지주회사 체제로 조직이 구성된 국내 금융그룹의 경우 계열구조로는 지주회사가 최상위 계열사의 지위를 가지고 있다. 그러나 수익 비중 등의 지표로 볼 때 실질적으로는 자회사 은행에 경영활동이 집중되어 있어 금융그룹 경영 전반에 대한 의사결정권을 두고 금융지주 회장과 은행장 간에 갈등이 발생할 가능성이 있다. KB 사태 역시 명목적으로는 국민은행의 주전산시스템을 유닉스로 교체하기로 한 결정에 대한 은행장의 이의 제기에서 출발되었으나, 실질적으로는 은행 이사회 내 의사결정에 금융지주 회장의 음성적인 영향력에 반발한 자회사 임원진의 대립이 그 근본적인 원인이었음을 언론 및 학계는 지적하고 있다.<sup>22</sup> 이와 같이 금융그룹 소속 계열사에 대한 불투명한 지배구조로 인한 부실경영의 가능성 역시 국내 금융회사에 노출된 그

20 이와 같이 보유지분의 의결권을 지배주주에게 우호적으로 행사하여 지배주주의 계열사 지배권을 간접적으로 확보해 주는 제3 주주를 백기사(a white knight)라고 통칭한다.

21 조성익·양용현(2016)은 실제 현대엘리베이터가 평가액 기준으로 2008년 6월 30일, 2009년 1분기, 2011년 3분기, 2012년 말, 2014년 1분기, 2014년 11월 21일에 수백억원에서 천억원 규모의 파생상품거래 손실 발생을 공시한 점을 들어 이러한 현대엘리베이터의 파생상품계약이 경영 실적을 악화시켰을 가능성을 제기하였다.

22 『주간경향』, 1078호, 「KB 금융 갈등 원인은 ‘한 지붕 두 가족’ 때문」, 2014. 6. 3. (<http://weekly.khan.co.kr/khnm.html?mode=view&artid=201405261759341&code=114>)

룹 리스크의 중요한 유형 중 하나로 볼 필요가 있을 것이다.

위에서 살펴본 그룹 리스크와 관련한 다양한 사례들에서 볼 수 있듯이, 그룹 리스크에 대한 건전성 감독체계를 구축하는 것이 국내 건전성 감독체계의 개선을 위한 시급한 정책과제임을 알 수 있다. 그러나 사안의 중요도에 비해 우리나라의 금융그룹 감독체계는 현재(2016년 말 기준)까지도 시작 단계에 머무르고 있는 실정이다. 지난 2015년 11월 금융위원회는 금융그룹 감독체계 수립 방향에 대한 정책 세미나를 개최하였고, 올해 2월에는 금융감독원 산하의 금융지주회사 감독팀을 금융그룹 감독팀으로 개편하였으며, 10월 국정감사에서는 관련 모범규준 작성을 연말까지 완료하겠다고 발표하였다. 그러나 현재까지도 구체적인 그룹 리스크 감독체계의 확립에 대한 관련 법령 및 감독규정은 제시되지 못하고 있다.<sup>23</sup> 또한 최근 학계<sup>24</sup> 및 금융 관련 연구소 등<sup>25</sup>에서도 금융그룹 감독체계 수립 방향을 해외 주요국 사례 연구 등을 통해 제시하고 있으나 실제 감독체계로 이어지지 못하고 있는 형편이다. 이는 이전 장에서 논의했던 금융그룹 감독체계 구축에 대한 국제 규준이 개정된 시점(2012년)과 비교하더라도 많이 늦은 감이 있다.

이러한 국내 금융그룹 감독체계의 부재에 대해 국제통화기구(IMF)도 2014년 보고서를 통해 우려를 표한 바 있다. 특히 IMF의 보고서는 자기 자본 규제 및 자본적정성 평가에 있어 금융회사에 노출된 그룹 리스크가 제대로 반영되어 있지 않다고 지적하였다.<sup>26</sup> 국내 학계(김상조, 2016a)에서도 보험, 증권업 등 비은행 금융회사들에 노출되는 그룹 리스크에 대

23 임종룡, 「복합금융그룹 감독 모범규준 시안 작성 … 의견 수렴중」, 『이데일리』, 2016. 10. 6. (<http://www.edaily.co.kr/news/NewsRead.edy?SCD=JA21&DCD=A00102&newsid=02368166612810296>).

24 김상조(2016a)의 연구가 대표적이다.

25 시스템 리스크를 고려한 비은행 금융그룹 감독방안에 대한 해외 사례 검토 및 국내 도입 방향에 대한 연구는 이승준·민세진(2016)을 참고하라.

26 IMF Country Report No. 14/127, p.25, Paragraph 44: “The FSC and FSS have taken the first step in developing a framework for group supervision of the large complex financial institutions by enacting the FHC Act. Nonetheless, further effort is needed to achieve an effective approach to group supervision. The FSS-FSC is yet to consistently apply minimum requirements for capital, liquidity and risk management on a group-wide basis …”

한 건전성 평가방식이 국제적 추세와 비교했을 때 매우 미흡한 수준에 머물러 있다는 점을 지적하고 있다. 다음 절에서는 금융회사에 노출된 그룹 리스크를 금융업종에 따라 어떻게 평가하여 자기자본 규제에 반영하고 있는지 국제 규준과의 비교를 통해 구체적으로 분석해 보고자 한다. 특히 현행 업권별 자기자본 규제를 국제 규준이 권고하는 수준으로 조정했을 때 개별 금융회사의 자기자본비율이 현재와 비교해서 어떻게 달라지는지 실증적으로 분석할 것이다.

## 제2절 그룹 리스크에 대한 국내 자본적정성 평가 현황: Basel III와의 비교를 중심으로

본 절에서는 국내 금융회사에 대한 자본적정성 평가기준이 이전 장에서 다루었던 그룹 리스크를 적절히 반영하고 있는지 국제 규준과의 비교를 통해 분석해 보고자 한다. 구체적으로, 금융회사들이 금산복합그룹에 소속되어 있을 경우 동 그룹 내 타 계열사에 대한 내부거래 및 출자 행위로 인한 리스크를 현행 자기자본 규제상에서 어떻게 평가하고 있는지 살펴보자 한다. 이를 위해 보험 및 증권회사의 계열사 출자액 평가방식에 은행 대상의 Basel III 자기자본 규제 내 관련 평가방식을 적용할 경우 이를 금융회사의 자기자본비율이 어떻게 달라지는지를 실증적으로 살펴볼 것이다.

은행에 대해 적용되는 Basel III 자기자본 규제 권고안(이하 Basel III)을 비은행 금융회사의 그룹 리스크 평가에 활용하는 이유를 다음과 같이 간략히 제시할 수 있을 것이다. 첫째, Basel III는 이전 장에서 언급하였던 금융회사의 타 계열사 출자 및 내부거래를 Joint Forum(2012)이 제안하는 그룹 차원의 자본적정성 평가방식(building block prudential approach 및 total deduction method)을 적절하게 활용하여 평가하고 있다. 둘째, 앞서 살펴본 봄와 같이 금융회사의 자기자본 규제 시 중점적으로 고려해야 할 부분은 계열사 간 출자관계에서 발생하는 자본의 질적·양적 왜곡 문

제인데, 이러한 문제는 금융회사의 업종별 특수성과 큰 연관관계를 가지지 않는다. 셋째, 해외 주요국(미국, EU, 캐나다, 호주)은 Basel III의 기반이 되는 Joint Forum의 권고안에 근간하여 자국 내 비은행 금융그룹에 대한 기본적정성 평가방식을 도입하고 있다.<sup>27</sup> 넷째, 보험업권의 경우 은행과 마찬가지로 거대화 및 사업다각화 등으로 인한 시스템 리스크의 유발 가능성이 지난 금융위기 이후로 국내외에서 꾸준히 제기되었던 만큼, 시스템 리스크 관리의 차원에서 Basel III 규제를 보험업권 자기자본 규제에 준용하는 것은 좋은 참고자료가 될 것으로 판단된다.<sup>28</sup> 이러한 점들을 고려하여 Basel III를 자기자본 규제 내 그룹 리스크 평가방식의 벤치마크로 활용하여 분석의 명료화를 추구하였다.

이후의 논의는 다음과 같은 순서로 이루어진다. 우선 현행 감독규제체계에서 그룹 리스크 평가 도입이 필요하다고 판단되는 기업집단 및 소속 금융계열사를 선정할 것이다. 그다음으로 금융업권(은행, 증권, 보험업)별로 수립된 자기자본 규제가 그룹 리스크를 어떻게 평가하고 있는지 자본의 질적·양적 왜곡 현상에 대한 평가방식을 중심으로 살펴볼 것이다. 마지막으로, 각 업권별로 Basel III 자기자본 규제방식을 적용하여 금융회사에 노출된 그룹 리스크에 대한 자기자본 산정방식을 조정했을 경우 금융회사의 자기자본비율의 변동을 계측해 보고, 이를 바탕으로 금융업권별로 자기자본 규제의 개선 방향에 대한 정책적 시사점을 제공해 보고자 한다.

---

27 예를 들어 EU의 경우 지난 2009년 11월에 도입된 Solvency II 규준(European Commission, 2009)의 Title III에 보험회사가 다른 사업체 및 계열사들로 형성된 그룹 전체의 건전성을 감독할 수 있는 제도의 전반적인 수립 방향을 제시하였다. 특히 자기자본 규제에 있어서 자본의 질적·양적 왜곡 문제의 해소가 반드시 선결되어야 하고(Article 222) 계열사에 대한 출자액 및 자본으로 인정받을 수 있는 계열사 발행 증권 보유분은 그룹 전체의 자기자본 산정 시 전액 차감하도록 규정(Article 223)하고, 그룹 전체의 지급여력 및 필요지급여력 금액을 합산할 때 building block prudential approach 혹은 risk-based aggregation method를 적용할 것을 권고하고 있다(Article 230 및 233).

28 이석호(2011)는 국내 금융시장에서의 보험사의 시스템 리스크 발생 가능성을 검토하였고, Acharya and Richardson(2014)은 지난 AIG 사태 이후 미국 내 대규모 보험회사의 시스템 리스크 가능성을 현대 보험업의 영업행태 및 위험관리 등 다양한 요인에 대해 종합적으로 분석하였다.

본격적인 분석에 앞서, 우리나라의 업권별 자기자본 규제의 비교대상으로 주로 활용될 Basel III의 자기자본 계산 시 금융회사의 계열사 출자액 중 적격 자기자본으로 인정되는 금액을 선정하는 기준에 대해 설명하고자 한다. Basel III 기준에서 은행의 자기자본은 보통주 자본, Tier 1 자본, Tier 2 자본으로 세분화되어 각 항목별로 위험가중자산 대비 최소자본비율을 규정하고 있다. 그러나 논의를 보다 명료하게 하고 타 금융업권과의 비교를 용이하게 하기 위해 이후 분석에서는 모든 유형의 자기자본을 동일한 성격의 자본으로 간주하고 위험가중자산 대비 최소요구자본비율 기준 역시 보통주, Tier 1, Tier 2 자본의 합산기준인 8%로 통일하였다는 것을 미리 밝혀둔다.

Basel III는 은행의 계열사 출자지분에 대해 은행과 계열사의 관계에 따라 다음과 같은 순서로 적격 자기자본을 산정한다. 첫째, Basel III 자기자본 규제상 연결대상<sup>29</sup>에 포함되는 자회사의 경우 금융자회사의 자기자본 중 금융자회사의 잉여 보통주 자본을 제외한 나머지 부분을 은행의 지분율을 곱하여 은행 자기자본에 포함시키고, 대신 은행의 자회사 출자액은 전액 차감한다(Basel III Part I Paragraph 63 참조). 둘째, 연결대상이 아닌 금융계열사의 은행 보유지분의 출자액에 대해서는 이를 이전 항목까지 계산된 은행의 적격 자기자본에서 차감한 후 잔액의 15%까지만 자기자본에 포함시키고 나머지는 전액 공제한다. 또한 자기자본에 포함되는 출자분에 대해서는 250%의 위험가중치를 적용하여 위험가중자산(risk-weighted assets: RWA)에 합산한다(Basel III Part I Paragraph 84~88 참조).<sup>30</sup> 셋째, 비금융(commercial entities) 계열사에 대한 출자액은 전액

---

<sup>29</sup> Basel III 규제에서 재무제표 연결대상 회사들을 적시하지는 않았으나, 지난 2010년에 개정된 은행업 감독업무 시행세칙의 <별표 4>를 보면 재무제표 연결대상이 되는 회사들은 국제회계기준에 따라 선정할 것을 원칙으로 하고 있다.

<sup>30</sup> 보다 구체적으로, 비연결대상 금융계열사 보통주 보유지분, 모기지서비스 관리, 이연법 인세자산의 각 항목별로 모은행 자기자본의 10%까지는 자본으로 인정하며(Paragraph 87), 이 세 항목의 합산분의 15%까지 자기자본으로 인정하되 초과분에 대해서 위험가중치를 추가적으로 부여할 것을 원칙으로 하고 있다(Paragraph 88). 본 연구에서는 실증분석의 편의를 위해 일부 내용을 단순화하여 Paragraph 88 부분을 강조하였다는 점을 밝혀둔다.

은행의 적격 자기자본으로 인정되나, 출자금액 전액에 대해서 1,250%의 위험가중치를 적용하여 위험가중자산에 합산한다(Basel III Part I Paragraph 90 참조). 참고로 Basel III에서 계열사(an affiliate)는 규제대상인 은행을 지배(control)하거나, 은행에 지배되거나, 혹은 은행과 다른 계열사의 지분을 합쳐 지배하고 있는 회사를 통칭한다. 또한 어떤 회사가 다른 회사와 지배(control)관계에 있다는 것은 두 회사가 모자관계에 있거나, 연결재무제표 적용대상이거나, 혹은 한 회사가 다른 회사의 의결권 있는 주식을 20% 이상 보유한 상황을 의미한다.<sup>31</sup>

Basel III 기준하에서 은행의 계열사에 대한 출자액 중 자기자본 포함 분 및 위험가중치 적용방식에 대한 이해를 돋기 위해 [그림 3-1]과 같은 간단한 출자구조를 생각해 보자. 은행 A는 은행 B, 보험회사 C, 그리고 비금융업 계열사 D에 대해 각각 100의 금액을 출자하였고, 계열사에 대한 출자액을 포함한 자기자본은 400으로 계산되며, 위험가중자산은 1,000이다. 은행 A는 은행 B의 보통주 자본의 75%를 보유하여 모회사의 지위를 가지고 있다. 은행 B는 160의 자기자본을 보유하고 있으며, 위험가중자산은 1,000이다. 은행 A는 보험회사 C 및 비금융업 계열사 D의 지분을 보유하고 있으나 지분율이 높지 않아 C, D는 은행 A와 연결대상이 아니다.

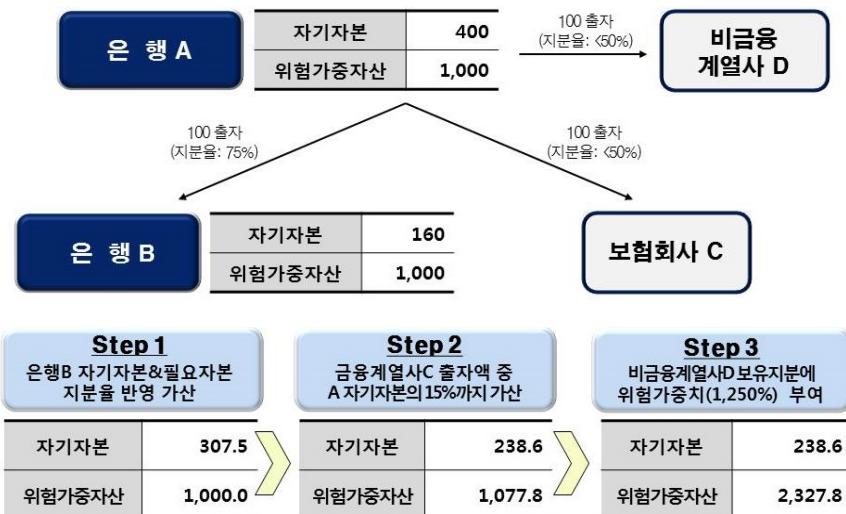
첫 번째로 연결대상 자회사 은행 B에 대한 출자액 중 자기자본에 포함되는 부분을 계산해 보자. 이를 위해서는 은행 B에서 모은행 A의 자기자본으로 포함될 수 있는 잉여 자기자본을 계산해야 한다. Basel III의 Part 1 Paragraph 63에 따르면, 은행 B의 잉여자본은 자기자본 총액에서 최소 요구자본요구량과 자본보전완충자본(capital conservation buffer)을 차감한 자본의 잉여분을 의미하며, 자본보전완충자본은 보통주 기준으로 위험가중자산의 7.0% 수준의 값을 의미한다.<sup>32</sup> 이에 따라 주어진 예시에서 은행

---

<sup>31</sup> Bank for International Settlements(2010), Part I의 footnote 30을 참고하라.

<sup>32</sup> 보다 정확하게, Basel III 규제에서 자본보전완충자본은 보통주 자본 기준으로는 자회사 위험가중자산의 7.0%, Tier 1 자본 기준으로는 8.5%, Tier 2 기준으로는 10.5%로 각각 정의된다. 본 연구는 금융회사의 계열사 출자액에 대한 자기자본 산정방식을 비교대상 국제 규준에 맞춰 재조정할 때 큰 폭의 규제 격차를 드러내고 있다는 점을 강조하기 위해 비교대상 기준의 가장 관대한 평가방식을 적용해 보고자 한다.

[그림 3-1] Basel III 규제에서의 계열사 출자액에 대한 자기자본 산정방식



B의 자본 중 모회사에 가산 가능한 잉여자본 총액은 ‘ $160 - 1,000 \times (0.08 + 0.07) = 10$ ’이 된다. 이 중 모회사 은행 A의 지분율 75%를 곱하여 7.5가 모은행 A의 자기자본에 추가되고 대신 자은행 B에 대한 출자액은 A은행의 자기자본에서 차감한다. 그 결과 1단계에서 은행 A의 자기자본은 307.5로 조정된다.

두 번째로 연결대상이 아닌 금융계열사(보험회사 C)에 대한 은행 A의 출자액 중 자기자본에 포함되는 부분을 계산해 보자. 1단계까지 은행 A의 현재까지의 적격 자기자본 총액은 307.5이므로 보험회사 C에 대한 출자액을 제외한 금액은 207.5가 된다. Part I Paragraph 84~88에 따르면 보험회사 C에 대한 출자액은 ‘ $207.5 \times 0.15 = 31.125$ ’까지 자기자본으로 인정되며, 나머지 출자액 ‘ $100 - 31.125 = 68.875$ ’는 은행 A의 자기자본으로 인정되지 않는다. 따라서 이 단계까지 은행 A의 적격 자기자본 총액은 ‘ $207.5 + 31.125 = 238.625$ ’가 된다. 또한 자기자본 포함분에 대해서 250%의 위험가중치를 곱하여 은행 A의 위험가중자산에 가산되므로 보험회사 C에 대한 출자액을 포함한 은행 A의 위험가중자산은 ‘ $1,000 + 31.125 \times 2.5$

=1,077.8125'가 된다.

마지막으로 비금융계열사 D에 대한 출자액은 Part I Paragraph 90에 따르면 전액 은행 A의 적격 자기자본으로 인정되지만 출자금액 전액에 대하여 1,250%의 위험가중치를 적용한다. 따라서 은행 A의 자기자본은 2 단계와 마찬가지로 238.625로 동일하나, 은행 A의 위험가중자산 총액은 ' $1,077.8125 + 100 \times 12.5 = 2,327.8125'$ 로 증가하게 된다. 결론적으로 은행 A의 그룹 내 출자액에 대한 계상을 마친 후 위험가중자산 대비 자기자본 비율은 약 10.3%가 된다.

이 같은 금융회사의 계열사 출자에 대한 Basel III의 자기자본 포함 계산방식을 살펴보면 원칙적으로 Joint Forum의 1999년 감독규준에서 제시한 building block prudential approach에 주로 기반하여 자본의 질적·양적 왜곡 문제를 개선하고 있음을 알 수 있다. Basel III의 Part I Paragraph 63에 의해 금융회사의 연결대상 자회사 출자액 중 자기자본에 포함되는 부분은 자회사의 필요자본 및 자본보전완충자본을 제한 순지급여력만을 금융회사의 지분율을 곱하여 가산한다. 이러한 방식은 모회사의 자회사에 대한 출자액이 모회사 및 자회사의 자기자본에 중복계상되는(multiple gearing) 문제를 해소하기 위한 조치로 풀이된다. 즉, 모자관계인 두 회사를 하나의 회사로 간주하고 개별회사에 노출된 위험을 반영한 순지급여력만을 건전성 관리 책임이 있는 모회사의 자기자본에 포함시키는 building block prudential approach를 적용하였다는 것을 알 수 있다.

또한 연결대상이 아닌 계열사에 대한 금융회사의 출자액에 대해서는 total deduction method에 근간한 차감방식을 준용하고 있는 것을 알 수 있다. 이는 출자 계열사에 대한 지배주주의 지배력 확보의 목적이 강하기 때문에 금융회사가 계열사 지분을 탄력적으로 운용하기 어렵다는 점을 고려한 것이다. 구체적으로 모은행의 자기자본 대비 일정 금액의 출자액을 제외하고 나머지를 금융회사의 자기자본에서 전액 차감하거나 (Basel III Part I Paragraph 84~88) 사실상 자기자본에서 전액 차감하는 (Basel III Part I Paragraph 90) 방식을 사용하고 있음을 확인할 수 있다.

종합하면 Basel III 기준은 자기자본 규제에 있어서 그룹 전체의 자본

적정성 평가 수행 시 제기될 수 있는 자본의 질적·양적 왜곡에 Joint Forum의 국제 규준에 부합하는 수준으로 대처하고 있음을 알 수 있다. 또한 Basel III 규제의 적용대상인 국내 은행 및 은행지주회사 체제의 기업집단 역시 그룹 전체의 자본적정성 평가가 국제 규준에 부합하는 수준에서 이루어지고 있음을 의미한다.

비은행 금융회사(보험업, 증권업)에 대한 현행 자기자본 규제 역시 국제 규준에 부합하는 수준으로 계열사 출자 및 내부거래를 평가하고 있는지 Basel III 규제와의 비교를 통해 검정하기 위해서는 우선 검정대상이 되는 금융회사들을 선정할 필요가 있을 것이다. 앞서 지적한 대로, 우리나라에는 현재 금융그룹 단위에 대한 건전성 감독체계가 구축되어 있지 않아 그룹 전체의 자기자본 규제체계 및 규제대상 그룹 소속 금융계열사를 선정하는 기준이 수립되어 있지 않다. 따라서 본 연구에서는 그룹 리스크 감독대상이 될 만한 금융회사 및 소속 기업집단을 현행 규제체계 내에서 저자의 재량에 따라 선정해 보고자 한다.

우선적으로 고려해야 할 주요 분석대상은 금융·비(非)금융 계열사로 구성된 대규모 기업집단 중 금융업의 비중이 높은 기업집단에 소속된 비은행 금융회사일 것이다. 이들 기업집단 및 소속 금융회사를 선정하기 위해 본 연구는 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 공정거래법) 제11조에 의해 지정된 상호출자제한기업집단 중 금융업 비중이 높은 기업집단에 소속된 금융회사들을 잠재적인 그룹 리스크 감독대상 회사들로 지정하였다. 구체적으로, 2016년에 지정된 상호출자제한기업집단 중 총 자산 기준으로 금융업 비중이 가장 높은 상위 10개 기업집단을 우선 선별하고, 이들 기업집단에 소속된 보험회사와 증권회사 중 동(同) 기업집단 계열사의 보통주 자본을 보유한 회사들을 분석대상 금융회사들로 선정하였다. 그 외 분석대상으로 비은행 금융지주그룹의 최상위 계열사인 금융지주회사를 고려해 볼 수 있을 것이다. 이들 회사는 금융업을 영위하지는 않으나, 다수의 금융계열사가 수직적인 계열관계로 형성된 금융지주그룹의 최상위 계열사로서 지배관계에 있는 하위 계열사 전체의 자기자본비율을 건전한 수준으로 관리할 법적 책임이 있다. 따라서 현행

<표 3-1> 분석대상 기업집단 및 소속 비은행 금융계열사 현황

	교보	한국투자	미래에셋	농협	동부	태광	한화	현대	삼성	(단위: 10억원, %)
자산총액(A)	92,816	36,931	62,375	367,908	49,676	38,196	162,936	31,341	645,186	257,014
금융(B)	92,405	36,754	61,351	359,835	46,553	33,066	118,955	22,667	340,715	54,988
비금융	411	177	1,024	8,073	3,123	5,130	43,981	8,674	304,471	202,026
비중(B/A)	98.6	99.5	98.4	97.8	93.7	86.6	73.0	72.3	52.8	21.4
보험계열사	교보생명 교보라이프 플래닛	미래에셋생명		동부생명 동부화재	흥국생명 흥국화재	한화생명 한화손해보험			삼성생명 삼성화재	현대라이프
증권계열사	교보증권	한국투자증권	미래에셋증권		동부증권	흥국증권	한화투자증권		삼성증권	HMC투자증권

주: 1) 2016년 4월 기준.  
자료: 기업집단정보포털 OPNI(<http://groupopni.fcc.go.kr/groupn/index.jsp>, 접속일: 2015. 11. 22).

자기자본 규제의 금융지주회사의 자기자본 및 필요자본 산정방식이 국제 수준에 부합하고 있는지 점검할 필요가 있을 것이다.

첫 번째로 보험회사의 계열사 출자액에 대한 자기자본 산정기준을 먼저 살펴보자. 보험회사에 대한 자기자본 규제(이하 RBC 규제)에 따르면,<sup>33</sup> 보험회사에 노출되는 리스크에 대한 최소 필요자기자본 금액을 계산할 때 우선 리스크의 유형별로 위험액(금리위험액, 보험위험액, 신용위험액, 시장위험액, 운영위험액)을 계산하고, 이를 다음과 같은 방식으로 합산한다.

$$RC = \sqrt{\sum_{i,j} (\rho_{ij} Risk_i \times Risk_j)} + ORisk$$

여기서  $RC$ 는 보험회사에 요구되는 최소 필요자기자본 금액을 의미하고,  $Risk_i$ 는 금리위험액, 보험위험액, 신용위험액, 시장위험액을 항목  $i$ 로 표시한 것이고,  $\rho_{ij}$ 는 보험업법 감독규정에서 지정한 위험액 항목  $i$ 와 항목  $j$  간의 상관관계<sup>34</sup>이며,  $ORisk$ 는 운영위험액을 나타낸다. 금융산업의 구조개선에 관한 법률(이하 금산법) 제10조에 의해 금융감독당국의 제재를 받지 않기 위해서는 최소자기자본비율(RBC 규제에서는 이를 지급여력비율이라 명명하므로, 이후 논의에서는 ‘자기자본’ 용어를 ‘지급여력’으로 대체), 즉 보험회사의 최소필요지급여력 대비 총지급여력의 비율이 100%를 상회해야 한다. 이러한 점에서 볼 때 RBC 규제는 보험회사의 영업 특성을 고려하여 각종 위험을 체계적으로 구분하고 각 유형별 위험액의 연관성에 부합하는 방식으로 위험을 합산하여 필요자본을 합산하는

**33** 금융감독원 업무자료인 「보험회사의 위험기준 자기자본(RBC) 제도 해설서」(2012. 10)를 참고하였다.

**34** 각 위험액 간의 상관관계는 다음 표와 같다.

	보험	금리	신용	시장
보험	1	0.25	0.25	0.25
금리	0.25	1	0.5	0.5
신용	0.25	0.5	1	0.5
시장	0.25	0.5	0.5	1

자료: 보험업감독업무 시행세칙(별표 22).

것을 알 수 있다.

이에 반해 RBC 규제는 규제대상 보험회사의 계열사 출자액 및 신용공여에 대해 별다른 조치를 취하지 않아 자본의 과다계상 문제가 전혀 해소되지 않는 문제점이 노정되고 있다. 현행 RBC 규제에서는 보험회사가 소속된 기업집단 계열사에 대한 출자액에 대해서 단순 보통주 주식투자로 간주하고 있으며, 따라서 일반 주식투자와 동일한 취급을 받고 있다. 다만, 보험회사의 자회사에 자본 결손이 발생할 경우, 즉 자회사의 총부채가 총자산보다 큰 경우에만 자본부족분을 보험회사의 자기자본에서 차감하는 것에 그치고 있다. 이는 현행 RBC 규제는 보험회사가 기업집단에 소속되어 있더라도 규제상으로는 개별회사(a stand-alone firm)로 취급한다는 것을 의미한다. 더불어 계열사 출자액에 대한 자본의 질적·양적 왜곡 문제에 대한 대처방안이 전혀 마련되어 있지 않다는 것을 내포하고 있다. 더구나 2016년 10월 이전까지는 보험회사의 RBC 규제기준 재무제표가 연결재무제표가 아닌 개별재무제표였기 때문에 연결대상 자회사와의 대출채권 등의 신용공여가 보험회사의 재무제표에 고스란히 남아있는 문제점도 있었다.

이러한 현행 RBC 규제의 문제점은 위의 Basel III 규제를 설명할 때 들었던 출자구조의 예시를 통해 극명하게 드러난다. 만약 은행의 계열사 출자액에 대해서 Basel III가 아닌 우리나라의 RBC 규제의 자기자본 산정기준을 적용할 경우 위 [그림 3-1]상의 은행 A의 자기자본(RBC 규제에서는 지급여력)은 400이 되고, 위험가중자산(RBC 규제에서는 필요지급여력)은 RBC 규제상 계열사 보통주 보유액에 대해 최대 12%의 신용위험가중치를 적용하여 ‘ $1,000 + 300 \times 0.12 \times 12.5 = 1,450$ ’이 된다.<sup>35</sup> 따라서 RBC 규제방식을 계열사 출자액에 적용할 경우 은행 A의 자기자본비율은 Basel III 기준으로 10.3%에서 27.6%로 대폭 상승하게 된다. 이는 Joint Forum의 감독규준이 강조하는 자본의 중복계상 문제에 대한 대처가 RBC 규제에 포함되어 있지 않기 때문에 은행 A의 실제 완충자본 보

---

<sup>35</sup> Basel III 규제에서의 최소자기자본비율은 8%이므로 RBC 규제와의 호환을 위해 위험가중치에 12.5배를 곱하였음.

유량이 과다하게 평가된 것에 기인한 것이다.

만일 국내 보험회사들이 타(他) 계열사와의 출자관계가 많지 않거나 신용공여의 규모가 그리 크지 않다면 이와 같은 현행 RBC 규제상의 자본의 질적·양적 왜곡은 큰 문제가 되지 않을 것이다. 그러나 현행 보험업법, 금산법 및 공정거래법에 의해 보험회사는 어느 수준까지는 같은 기업집단에 소속된 계열사에 대한 지분보유 및 신용공여가 허용되어 있는 상황이다.<sup>36</sup> 따라서 계열사와의 내부거래행위와 관련된 사전적 행위제 한만으로는 자본의 왜곡계상 문제점에 대처하는 것이 어렵다. 만일 대규모 기업집단 소속 보험회사의 계열사에 대한 출자규모가 클 경우 현행 RBC 규제상으로는 보험회사의 지급여력을 과대평가하게 되어 부실 발생 시 그 충격을 내부에서 완전히 흡수하지 못할 여지를 남겨두고 있다.

현행 RBC 규제상의 자본 왜곡 문제를 자세히 살펴보기 위해 앞에서 선정한 기업집단 내 보험회사들을 대상으로 계열사 출자 및 신용공여 금액에 대한 지급여력 및 필요지급여력을 Basel III 규제에 맞춰 재산정하고, 이를 현행 지급여력비율(2015년 말 기준)과 비교해 보고자 한다. 구체적으로 보험회사의 지급여력 및 신용위험액에 Basel III Part I Paragraph 63, 84~88, 90을 RBC 규제에 맞게 변환하여 아래의 과정을 거쳐 보험회사의 계열사 출자액에 대한 자기자본 산정방식을 재조정하였다.

**Step 0** 보험회사의 계열사 및 특수관계인에 대한 신용공여액은 전액 지급여력에서 차감한다.

**Step 1** 보험회사의 자회사이면서 개별회사로서 자기자본 규제 적용

---

<sup>36</sup> 보험업법 제106조 제1항에 의하면 보험회사는 동일차주에 대한 신용공여를 일반계정을 기준으로 총자산의 100분의 12까지 할 수 있으며, 동일법인이 발행한 채권 및 주식은 총자산의 100분의 7 수준까지 보유할 수 있도록 허용하고 있다. 한편, 금융산업의 구조개선에 관한 법률 제24조에 따르면 금융회사가 동일한 기업집단에 소속된 계열회사의 주식을 5% 이상 보유할 수 없도록 되어 있으나, 2007년 1월 26일 부칙에 따라 이 법의 시행 전에 금융회사가 이미 보유하고 있던 5% 초과 출자분에 대해서는 주식보유를 인정하고 있다. 또한 은행이 포함되지 않은 금융지주그룹에 소속된 금융회사는 은행지주그룹과 달리 지주회사에 대한 신용공여에 제한이 없어(금융지주회사법 제36조 제2항) 금융지주그룹에 소속된 타 계열사로의 간접적인 신용공여가 가능한 상황이다.

대상인 계열사에 대해서는 그 자회사의 자기자본 총액에서 최소필요자본의 1.875배만큼의 금액을 제한 잉여금액을 자회사의 순지급여력으로 계산하고, 이 중 모회사인 보험회사의 지분만큼을 보험회사의 지급여력에 합산한다.<sup>37</sup>

**Step 2** 보험회사가 출자한 비연결대상 계열사가 금융계열사일 경우 해당 출자액에 대해서는 Step 1까지 산정된 보험회사의 적격 지급여력에서 해당 계열사에 대한 출자액을 차감한 잔여분의 15%까지만 보험회사의 지급여력에 합산한다. 보험회사의 지급여력에 합산된 출자액에 대해서는 20%의 위험가중치를 곱하여 신용위험액에 가산한다.<sup>38</sup>

**Step 3** 그 외 계열사(비연결대상 비금융계열사 및 연결대상 비상장 비규제대상 자회사)에 대한 보험회사의 출자액 및 대주주와 특수관계인에 대한 신용공여 금액은 100%의 위험가중치를 부여하여 신용위험액에 가산한다.<sup>39</sup>

Step 0은 분석대상 보험회사의 RBC 규제기준 재무제표가 개별재무제표이기 때문에 자회사 등 특수관계인에 대한 신용공여분이 재무제표에 기록되어 있는 것을 제거하기 위한 조치이다. 설사 Step 0을 반영하지 않는다 하더라도 보험회사의 타 계열사에 대한 신용공여액의 규모가 전반적으로 크지 않아 실증분석 결과는 크게 달라지지 않는다는 것을 밝혀둔

**37** Basel III Part I Paragraph 63에 따르면 자회사의 잉여 보통주 자본은 자회사의 적격 자기자본에서 최소필요자기자본과 자본보전완충자본을 제한 잉여분을 의미하며, 자본보전완충자본은 위험가중자산의 7%이다. Basel III 규제는 위험자산에 대해 최대 1,250%의 위험가중치를 부여하고 은행 자기자본이 최소요구자기자본의 8% 이상이 되도록 규정하고 있으며, RBC 규제에서 최소지급여력비율은 100%이고 위험액 산정 시 위험가중치는 최대 100%이므로 Basel III의 자본보전완충자본 개념을 RBC에 준용할 경우 자회사의 잉여 자기자본 계산 시 자본보전완충자본은 필요자기자본의 87.5%의 금액이 될 것이다.

**38** 지급여력에 가산된 출자액에 대해 20%의 위험가중치를 부여한 이유는 Basel III Part I Paragraph 84~88에서 해당 금액에 대해 250%의 위험가중치를 부여한 것을 RBC 규제기준으로 환산하였기 때문이다.

**39** 이는 Basel III Part I Paragraph 90에서 해당 출자액에 대해 1,250%의 위험가중치를 부여한 것을 RBC 기준으로 환산한 것이다.

다. Step 2 및 3에서 보험회사 출자액의 위험액 분류 항목을 신용위험액으로 지정한 이유는 현행 RBC 규제상 주식보유에 대한 위험을 신용위험액으로 분류한 것을 준용한 것이다. Step 2에서 금융계열사에 대한 출자액은 현행 RBC 규제에서 주식투자로 간주하여 위험가중치를 곱해 신용위험액에 추가되어 있다. 다만, 정확한 위험가중치 값은 공시되어 있지 않아 본 연구에서는 해당 출자액에 대해 이미 RBC 규제에서 규정하는 최대의 위험가중치(12%)를 부여하고 있다고 가정하였다. 이 가정에 근간하여 해당 계열사에 대한 출자액 전액에 12%를 곱해 신용위험액에서 차감한 뒤 지급여력 포함분에 대해서 20%의 위험가중치를 곱하여 신용위험액에 추가하였다. 마찬가지로 Step 3에서는 계열사 출자액에 대해 이미 12%의 위험가중치가 적용되어 있다고 가정하고 88%의 위험가중치를 곱한 금액을 신용위험액에 추가하였다.

위의 지급여력비율 재조정방식에 대한 이해를 돋기 위해 2015년 말 기준으로 삼성화재의 지급여력비율을 위의 Step 0~3의 방식을 활용하여 실제로 재조정해 보고자 한다. 아래의 표는 현행 RBC 규제에서의 지급여력금액과 각 항목별 위험액 및 이에 기반한 지급여력기준금액을 나타내고 있으며, 현행 RBC 규제상으로 삼성화재의 작년도 말 지급여력비율은 350.4%임을 알 수 있다. 또한 2015년 말 사업보고서를 보면 대주주 및 특수관계인에 대한 신용공여 총액이 약 1,273.0억원임을 알 수 있다.

이제 삼성화재의 계열사 출자액에 대한 지급여력 및 지급여력기준금액

<표 3-2> 보험회사 지급여력비율제도 예시: 삼성화재(2015년 말 기준)

(단위: 억원)

	금액
1. 지급여력금액	102,181
2. 지급여력기준금액	29,163
보험위험액	12,543
금리위험액	9,574
신용위험액	13,876
시장위험액	599
운영위험액	1,967

<표 3-3> 2015년 말 삼성화재의 계열사 출자액 현황

	(단위: 억원)
	금 액
연결대상 금융자회사	0
비연결대상 금융자회사	2,560
비금융계열사	29,462
합 계	32,022

을 재조정해 보자. 먼저, 삼성화재의 계열사별 출자 현황을 보면 자회사를 거느리고 있지 않고 있으므로, Step 1에서는 지급여력금액 및 신용위험액에 별다른 변화가 없음을 알 수 있다. Step 2에서는 비연결대상 금융계열사에 대해 총 2,560억원에 해당되는 자본을 보유하고 있으므로, Step 1까지의 조정 지급여력금액인 102,181억원에서 이를 차감하면 99,261억원이 된다. 이 금액의 15%는 약 14,943억원이 되는데, 이는 해당 출자액 2,560억원보다 큰 값이므로 삼성화재의 비연결대상 금융계열사에 대한 출자액은 전액 지급여력으로 인정된다. 대신 보유지분에 대한 위험이 출자액에 20%의 위험가중치를 반영하여 부과되므로 조정 신용위험액은 14,183억원으로 상승한다. 마지막으로 Step 3에 해당하는 기타 계열사 출자액은 약 29,462억원이 된다. 이 금액에 대주주 및 특수관계인에 대한 신용공여 총액을 더하고 이에 대해 총 100%의 위험가중치를 반영하여 신용위험액에 합할 경우 조정신용위험액은 약 41,435억원으로 증가하게 된다. 따라서 Basel III 규제를 준용하여 삼성화재의 계열사 출자액에 대한 지급여력 및 위험액을 조정하게 되면, 삼성화재의 2015년 말 지급여력비율은 350.4%에서 188.9%로 조정되는 것을 확인할 수 있다.

이와 같은 방식으로 분석대상 보험회사들의 2015년 말 기준 지급여력비율을 재계산하면 <표 3-5>와 같은 결과가 나온다. 계열사에 대한 출자 규모가 지급여력금액에서 큰 비중을 차지하는 보험회사일수록 재조정에 따른 지급여력비율의 감소폭이 크다는 것을 볼 수 있다. 특히 2015년 말 기준으로 지급여력금액 대비 계열사 출자비율이 190%를 상회하는 삼성생명의 경우 해당 연도의 지급여력비율을 국제 규준에 맞춰 재조정할 경우

<표 3-4> 타 계열사 출자액에 대한 지급여력 재조정 예시: 삼성화재(2015년 말)

(단위: 억원)

	조정 지급여력금액	조정 신용위험액
Step 1	102,181	13,876
Step 2	102,181	14,388
Step 3	102,181	41,435
최종 조정 결과	102,181	41,435

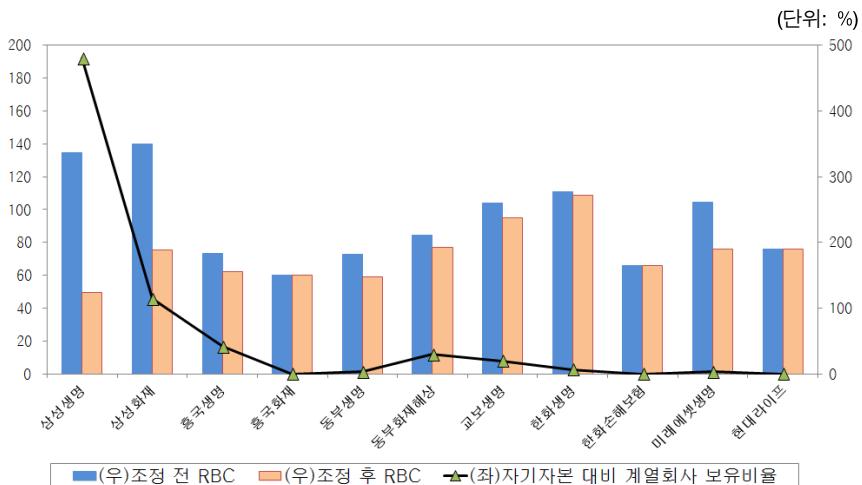
<표 3-5> 분석대상 보험회사의 계열사 출자액 지급여력비율 재조정 결과

(단위: 억원, %)

	삼성			태광			동부		
	삼성생명		삼성화재	흥국생명		흥국화재	동부생명		동부화재해상
	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후
지급여력금액 (A)	292,245	288,280	102,181	102,181	16,760	14,572	6,335	6,335	5,455
지급여력 기준금액 (B)	86,847	233,112	29,163	54,093	9,151	9,389	4,200	4,202	2,991
지급여력비율 (A/B)	336.5	123.7	350.4	188.9	183.1	155.2	150.8	150.8	182.4
자기자본 대비 계열회사 보유비율 (%)		192.17		45.64		16.75		0.06	
								1.14	
									11.80

	교보				한화			미래에셋		현대자동차
	교보생명		교보라이프플래닛	한화생명		한화손해보험		미래에셋생명		현대리아이피
	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후
지급여력금액 (A)	76,852	73,193	408	408	97,333	96,504	9,559	9,559	19,732	19,732
지급여력 기준금액 (B)	29,576	30,820	8	8	35,145	35,579	5,792	5,792	7,552	10,370
지급여력비율 (A/B)	259.8	237.5	5141.9	5141.9	276.9	271.2	165.0	165.0	261.3	190.3
자기자본 대비 계열회사 보유비율 (%)		7.93		0.00		2.70		0.00		1.33
										0.00

[그림 3-2] 분석대상 보험회사의 지급여력비율 재조정 효과



336.5%에서 123.7%로 대폭 감소하는 것을 확인할 수 있다. 이는 현행 RBC 규제상의 계열사 출자액에 대한 자기자본의 조정방식이 자본의 질적·양적 왜곡 문제에 적절한 수준으로 대처하지 못하고 있을 가능성을 의미한다.

다음으로 금융투자업자 중 증권회사에 대한 자기자본 규제(이하 NCR 규제)가 증권회사의 계열사 출자 및 신용공여에 대해서 자기자본(이하 영업용순자본) 및 최소요구자기자본(이하 총위험액) 금액을 어떻게 조정하는지 살펴보자. NCR 규제는 규제대상 증권회사 및 증권회사와 지배관계에 있는 자회사 중 증권회사의 주요 영업과 연관성이 높은 자회사들을 대상으로 한 연결재무제표에 근간하여 자기자본비율(이하 영업용순자본 비율)을 산정하도록 규정하고 있다. NCR 규제<sup>40</sup>에서 금융투자업 회사의 영업용순자본은 다음과 같이 계산된다.

$$\text{영업용순자본} = (\text{자산} - \text{부채}) - \text{차감항목} + \text{가산항목}$$

RBC 규제와 마찬가지로, 증권회사에 대한 NCR 규제도 최소필요자기

<sup>40</sup> 2014년 12월 기준 금융감독원 업무참고자료인 「금융투자업자의 NCR 산정기준 해설서」를 참고하였음.

자본 금액에 해당하는 총위험액을 계산하기 위해 리스크 발생 유형별로 구분하여 위험액을 산정하고 다음과 같이 합산한다.

$$\text{총위험액} = \text{시장위험액} + \text{신용위험액} + \text{운영위험액}$$

2015년까지 증권회사의 자본적정성 기준이 되는 영업용순자본비율은 총위험액 대비 영업용순자본의 비율로 정의되고,<sup>41</sup> 순자본비율이 도입되기 이전에는 영업용순자본비율이 100% 미만인 증권회사에 대해서 금산법 제10조에 의해 경영개선명령의 적기시정조치가 발동되었다. 또한 증권회사가 보유한 보통주 주식은 재무제표상의 평가금액에 위험가중치를 부여하여 시장위험액에 합산하고 있다.

그러나 보험업법에 적용되는 RBC 규제와 마찬가지로, 증권회사의 계열사 출자에 대한 NCR 규제의 자기자본 산정방식은 Joint Forum(1999)의 권고안과 다소 차이가 있다. 다만, RBC 규제는 보험회사에 유리한 방식으로 자기자본에 산정하는 데 반해 NCR 규제는 증권회사의 계열사 출자액을 증권회사의 영업용순자본에서 과도하게 차감하여 증권회사의 손실 대비 여력을 과소평가할 수 있는 여지를 남겨두고 있다. 구체적으로, NCR 규제에서 증권회사가 재무제표상에 보유하고 있는 특수관계인이 발행한 유가증권은 전액 영업용순자본에서 차감하도록 규정하고 있다. 이는 Joint Forum의 1999년 감독규준의 권고안 중 total deduction method를 모든 계열사 출자에 대해 확장하여 적용한 것을 의미한다. 그러나 이러한 방식은 자회사의 잉여 자기자본을 모증권회사가 손실흡수여력으로 사용할 수 있는 점을 간과하여 증권회사의 영업용순자본을 실제에 비해 낮게 평가하는 문제점을 낳게 된다. 만일 위 [그림 3-1]의 예시와 같은 출자구조를 가진 은행 A에 대해 NCR 기준을 적용해서 자기자본을 산정했을 경우 은행 A의 자기자본은 100으로 감소하고, 위험가중자산 대비 자기자

<sup>41</sup> 2016년부터는 바뀐 NCR 규제에 따라 영업용순자본비율이 순자본비율로 대체되고, 계산 방법의 변경으로 인해 적기시정조치 기준도 100%에서 0%로 조정되었다. 본 연구는 2015년 기말 사업보고서를 기준으로 증권회사의 자기자본 규제의 적정성 평가를 하고 있으므로 기존의 영업용순자본비율을 사용한다. 그러나 본 연구의 주요 결과는 순자본비율로 분석기준을 변경하더라도 큰 변화가 없음을 미리 밝혀둔다.

본비율 역시 Basel III 규제기준 10.3%에 비해 10.0%로 소폭 감소하게 될 것이다.

NCR 규제가 계열사 출자액 및 신용공여액에 대해 적절한 평가방식을 사용하는지 살펴보기 위해 Basel III 자기자본 산정기준을 적용하여 증권회사의 영업용순자본비율을 재계산하고 이를 현행 규제상의 영업용순자본비율과 비교하여 평가해 보고자 한다. 이를 위해, 앞에서 선정한 분석 대상 그룹에 소속된 증권회사에 대해 다음과 같은 방식으로 영업용순자본 및 총위험액을 재계산한다.

**Step 1** 증권회사의 자회사이면서 개별회사로서 자기자본 규제 적용 대상인 계열사에 대해서는 그 자회사의 자기자본 총액에서 최소필요자본의 1.875배만큼의 금액을 제한 임여금액을 자회사의 순지급여력으로 계산하고, 이 중 모회사인 증권회사의 지분만큼을 증권회사의 지급여력에 합산한다.

**Step 2** 증권회사가 출자한 비연결대상 계열사가 금융계열사일 경우 해당 출자액에 대해서는 Step 1까지 산정된 증권회사의 적격 영업용순자본에서 해당 계열사에 대한 출자액을 차감한 잔여분의 15%까지는 증권회사의 영업용순자본에 합산한다. 증권회사의 지급여력에 합산된 출자액에 대해서는 20%의 위험가중치를 곱하여 시장위험액에 가산한다.<sup>42</sup>

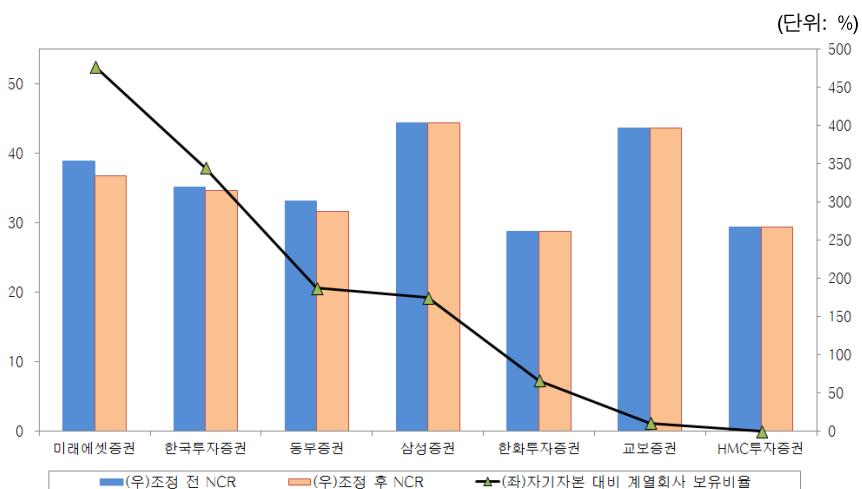
보험회사와 비교했을 때 가장 큰 차이점은 비금융계열사에 대한 출자에 대해 별다른 조정이 없다는 것이다. 이는 현행 NCR 규제에서 이미 이들 계열사에 대한 출자액을 total deduction method에 의해 전액 차감하였기 때문이다.

<sup>42</sup> Basel III Part I Paragraph 88에 따르면, 은행 자기자본에 합산된 비연결대상 금융회사의 출자액은 250%의 위험가중치를 적용하여 위험가중자산에 합산하도록 명시되어 있다. Basel III의 최소요구필요자본의 규모는 전체 위험가중자산의 8.0%이고, 비은행 금융회사들의 적기시정조치 기준 지급여력비율은 일반적으로 100%이므로, 증권회사 NCR에 관련 기준을 대입할 경우 업권별 자기자본비율 산정기준에 따라 위험가중치를 1/12.5배로 조정하였다.

<표 3-6> 증권회사의 계열사 출자액 영업용순자본비율 재조정 결과

	미래에셋증권	한국투자증권	동부증권	삼성증권	한화투자증권	교보증권	HMC투자증권							
	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후	조정후							
영업용순자본(A)	23,723	23,723	23,320	23,320	4,318	4,318	23,854	23,854	5,861	5,861	5,704	5,704	7,104	7,104
총위험액(B)	6,699	7,083	7,284	7,392	1,434	1,498	5,906	5,906	2,234	2,237	1,439	1,439	2,656	2,656
영업용 순자본비율(A/B)	354.1	334.9	320.1	315.5	301.2	288.3	403.9	403.9	262.3	262.0	396.5	396.5	267.5	267.5
자기자본 대비 계열회사 보유비율	52.49		37.93		20.64		19.28		7.34		1.20		0.00	

[그림 3-3] 분석대상 증권회사의 지급여력비율 재조정 효과



NCR 자기자본 산정기준을 재조정한 결과, 일부 증권회사의 영업용순자본비율이 소폭 감소한 것을 확인할 수 있었다. 이는 Step 2에서 가산된 비연결대상 금융회사의 출자액 중 일부가 증권회사의 영업용순자본에 가산되는 효과와, 20%의 위험가중치를 곱하여 총위험액에도 가산되면서 나타난 효과가 중첩되어 나타나는 현상으로 파악된다. 또 하나 주목할 점은 증권회사의 영업용순자본비율이 Basel III 규제 적용 후에도 보험회

사에 비해 크게 변화하지 않는다는 것이다. 이는 자회사의 자본 잉여분을 모증권회사에 계상하지 않는 현행 NCR 규제의 문제점에도 불구하고 증권회사들이 자회사를 보유한 규모가 크지 않아 자기자본비율의 변동이 전반적으로 크지 않았기 때문으로 판단된다.

비은행 금융회사 및 금융지주회사로 구성된 금융지주그룹의 자기자본 및 필요자본 산정방식에 대해 국제 규준과의 비교·분석을 끝으로 본 절을 마무리하고자 한다. 금융지주회사 감독규정 제25조에 의해 금융지주회사는 당회사 및 지배회사들 전체의 손실 위험에 대비할 수 있는 최소 수준 이상의 완충자본을 유지해야 한다. 만일 금융지주그룹 전체의 자기자본이 감독규정상의 최소필요자본 수준에 미치지 못할 경우 감독당국은 적기시정조치에 해당되는 경영개선 명령을 통해 금융지주회사에 건전성 관리 실패의 책임을 물을 수 있다.

자본적정성 평가를 위해 금융지주회사 감독규정 시행세칙에서는 금융지주그룹 전체의 손실 위험에 대비한 필요자본 및 그룹 전체의 완충여력인 자기자본의 산정 및 합산 공식을 제시하고 있다.<sup>43</sup> 이 공식을 살펴보면 금융지주그룹 전체의 자기자본 산정방식이 국제 규준과 유사하게 이루어지고 있음을 알 수 있다. 첫째, 금융지주회사가 자회사에 출자한 금액은 전액 자기자본에서 제외한다. 둘째, 개별회사 단위로 자기자본 규제 대상인 금융자회사에 대해서는 업권별 규제에 따라 산정된 자기자본 및 위험 대비 최소필요자본을 모회사인 금융지주회사의 지분율을 곱하여 모회사의 자기자본과 필요자본에 합산한다. 셋째, 개별회사로서 자기자본 규제대상이 아닌 자회사는 재무제표상의 순자본(net worth)을 자기자본으로, 자회사 보유 총자산의 일정 비율을 최소필요자본의 프록시(proxy)로 산정하고 지분법을 적용하여 모회사인 금융지주회사의 자기자본과 필요자본에 합산한다. 넷째, 금융지주회사의 자기자본 및 필요자본도 세 번째 경우와 마찬가지로 프록시를 설정하여 산정한다. 다섯째, 비금융업종의 자회사들에 대해서는 별도의 자기자본과 필요자본을 산정하지 않고 전액

---

43 금융지주회사 감독규정 시행세칙 [별표 1] 경영지도비율 산정방식 참조

제외한다.

각 항목을 살펴보면 첫 번째부터 네 번째 항목까지는 building block prudential approach를 활용하여 그룹 전체의 자기자본 및 손실 위험 대비 최소필요자본을 합산하였음을 알 수 있다. 또한 다섯 번째 항목을 보면 직접적으로 금융업에 종사하지 않는 금융지주그룹 내 하위 계열사에 대해서는 total deduction method를 활용하여 전액 공제하였음을 알 수 있다.

한 가지 주의할 사항은 금융지주그룹 산하의 자기자본 규제대상 금융자회사에서 사용 가능한 완충자본의 규모를 과다하게 평가할 소지가 있다는 점이다. 현행 자본적정성 평가체계에서는 한 금융자회사의 순자금 여력, 즉 금융자회사가 규제상 보유하고 있는 자기자본에서 최소필요자본을 차감한 금액 전액을 금융지주회사의 순자금여력에 포함시키고 있다. 이는 일부 금융자회사의 손실 발생 시 나머지 금융자회사들의 완충여력을 최대한 사용하는 것이 허용된다는 것을 의미한다. 그러나 이와 같은 합산 방식은 자칫 금융지주그룹 전체의 동반 부실화로 이어질 여지가 있어 주의할 필요가 있다는 점을 이전 장에서도 지적한 바 있다. Basel III 규제의 경우 은행 산하의 금융자회사에 대해서 금융자회사의 자기자본에서 최소필요자본뿐 아니라 자본보전완충자본(capital conservation buffer)을 빼 잉여분만을 모은행의 자기자본으로 인정하고 있다.

비은행 금융지주그룹에 은행과 동일한 자기자본 산정방식을 적용하는 것이 과연 합리적인지에 대해서 명확한 결론을 내리는 것이 쉽지 않을 것이다.<sup>44</sup> 그러나 금융지주그룹의 자본적정성 평가체계를 고안하는 데 있어서 그룹 전체의 동반 부실화를 고려하는 것이 중요하다는 점은 더 이상 강조할 필요가 없을 것이다. 따라서 앞으로 자기자본 규제의 개선에 있어 이에 대한 보다 면밀한 고려와 정책당국의 고민이 필요할 것으로 보인다.

---

**44** 예를 들어 EU의 경우를 살펴보더라도(European Commission, 2009) 우리나라의 비은행 금융지주그룹과 동일한 방법을 사용하여 그룹 전체의 자금여력 및 최소필요자금여력 금액을 산정하고 있으며, 그룹 내 하위 계열사들의 자기자본을 합산할 때 특별히 자본보전완충자본을 고려하고 있지는 않다.

## 제3절 소결 및 정책적 시사점 정리

본 장에서는 금융회사가 대규모 기업집단에 소속되어 있고 동(同) 기업집단에 소속된 타(他) 계열사와 신용공여 및 출자관계가 있을 때 이에 대한 자기자본 산정기준이 어떻게 되어 있는지를 금융업권별로 점검하였다. 특히 금융회사가 하나 또는 다수의 계열사에 자본을 출자했을 경우 동일한 자본금이 여러 회사의 손실에 대비한 완충자본으로 중복계상되는 문제(multiple gearing) 등 자본의 질적·양적 왜곡 문제를 국내 자본적정성 평가가 어떻게 대처하고 있는지를 중점적으로 분석하였다. 본 연구의 분석 결과 및 이에 대한 정책적 시사점을 다음과 같이 정리해 볼 수 있을 것이다.

첫째, 보험업권의 자기자본 규제(RBC 규제)는 자기자본 산정 시 규제 대상 보험회사의 출자액에 대한 자본의 왜곡 계상 문제에 대한 조정기준이 없어 향후 관련 감독규정의 개선이 필요할 것으로 판단된다. 이러한 계열사 출자액에 대한 조정이 없을 경우 보험회사의 손실 발생 시 이를 흡수하여 외부 시장으로 충격이 확산될 위험을 차단할 수 있는 내부 완충자본이 실제에 비해 과대평가되는 문제점을 노정할 수밖에 없다. 따라서 보험회사의 실제 흡수여력을 자기자본 규제에 보다 정확하게 반영할 수 있는 국제 규준을 RBC 규제에 도입하는 것이 필요하다고 판단된다.

둘째, 보험회사 외에도 비은행 금융업종에 대한 자기자본 규제기준에 있어서 계열사 출자 및 내부거래 행위에 대한 기준을 일관성 있게 개선하는 것이 필요하다. 예를 들어 증권회사의 NCR 자기자본 규제는 증권 회사의 계열사 출자액을 은행 및 보험업 자기자본 규제에 대해 과도한 수준으로 차감하고 있어 관련 규제의 합리적인 개선이 필요한 것으로 판단된다. 또한 NCR 규제의 경우 규제대상 증권회사가 보유한 계열사의 각종 유가증권 및 보통주를 전액 자기자본에서 차감하도록 규정하고 있다. 이 중 자회사가 보유하고 있는 자기자본은 building block prudential approach를 활용하여 모(母) 증권회사 및 관계 계열사들의 손실에 대한

완충자본으로 활용할 수 있도록 관련 규정을 수정할 필요가 있다. 이는 곧 증권회사에 대한 자기자본 규제의 타 업권과의 격차를 해소하는 것을 의미한다.

셋째, 금융업권별로 상이한 금융회사의 계열사 출자액에 대한 자기자본 조정방식을 조정하여 금융그룹 지배주주가 규제차익을 추구할 유인을 감소시킬 필요가 있다. 현행 자본적정성 평가체계에서 그룹 지배주주는 그룹 소속 보험회사를 중심으로 각 계열사에 대한 지배력을 확보할 경우 동일 자본을 중복계상할 수 있어 자기자본 규제준수비용을 대폭 경감할 수 있다. 이러한 그룹 지배주주의 규제차익 추구행위는 일차적으로 금융그룹 전체가 보유한 자기자본 규모 및 손실흡수능력의 과대평가로 이어져 건전성 규제와 실제 부실 수준 간에 괴리를 발생시키는 문제를 일으킨다. 더욱이 보험회사의 경우 장기간의 저금리 기조로 인한 역마진 위험의 증가로 업권 전반에 대한 건전성 관리의 중요성이 커지고 있다 (이석호, 2011; 이승준·민세진, 2016). 그럼에도 현행 RBC 규제는 이러한 중요성에 역행하여 보험회사로 그룹 리스크가 집중(risk concentration) 될 유인을 제공하고 있다는 점에서 그 심각성이 한층 두드러진다. 더구나 계열사 출자행위는 금융업종의 특성을 고려할 여지가 크지 않아 일관된 기준으로 자기자본 산정방식을 수립하는 것이 합리적임에도 보험회사에 유독 유리한 방식을 적용하는 것은 큰 문제가 있다. 따라서 그룹 지배주주가 합리적으로 그룹 리스크를 관리할 수 있도록 현행 RBC 규제의 계열사 출자액에 대한 자본적정성 평가방식을 타 업권과 일관성을 유지하도록 조정할 필요가 있다.

본 연구에서 직접 다루고 있지는 않지만, 위와 같은 금융그룹 건전성 감독상의 규제 격차는 비단 개별회사 단위의 금융업종에만 국한되어 있지 않다. 현행 건전성 감독체계에서는 다수의 금융계열사로 구성된 금융그룹의 법적 조직형태에 따라서도 규제 격차가 상존하고 있다. 이와 관련한 대표적인 경우는 금융지주그룹과 금융지주회사를 도입하지 않은 금융그룹 간의 규제 격차 문제일 것이다. 현행 금융지주회사법 제2조 및 동 시행령 제2조에 따르면, 1개 이상의 금융기관을 지배하는 회사 중 해당

연말 결산을 기준으로 지배회사 출자액이 총자산 대비 50%를 상회할 경우 금융지주회사로의 전환을 강제하고 있다. 만일 어떤 기업집단이 금융지주그룹으로 전환될 경우, 그 회사에는 금융그룹 단위의 건전성 감독 책임이 부여된다. 게다가 그룹 건전성 유지를 위해 계열사 간 신용거래 등 각종 내부거래를 제한하는 규제의 적용을 받게 된다. 따라서 금융지주그룹 체제로의 전환은 기업집단의 규제준수비용이 대폭 증가한다는 것을 의미한다.

만일 어떤 그룹이 금융지주그룹과 별다른 차이가 없음에도 불구하고 약한 규제를 적용받는다면 이들 그룹은 금융지주회사 설립조건을 고의로 달성하지 않을 유인이 발생하게 된다. 미래에셋생명, 미래에셋증권 등이 포함된 이른바 미래에셋그룹이 그 대표적인 예일 것이다. 미래에셋그룹 내 미래에셋캐피탈은 매해 연말결산에 맞춰 차입 규모를 대폭 확대하여 총자산 대비 미래에셋증권 출자액의 비중을 50% 미만으로 맞추는 행위를 반복하고 있다. 일각에서는 이를 금융지주회사로의 전환 의무를 이행 하지 않기 위한 자산 중식행위가 아닌가 의구심을 나타내고 있다.<sup>45</sup> 실질적으로 미래에셋그룹이 금융지주그룹과 구조적 차이가 없음에도 불구하고 위와 같은 규제의 사각지대를 악용하여 그룹 건전성 감독규제 준수 의무를 회피하고 있다는 것이다. 이러한 점을 볼 때 법적인 그룹 조직 구분에 따른 규제 격차를 해소하기 위한 목적에서라도 금융그룹 감독체계의 도입을 서두를 필요가 있을 것이다.

---

45 『조선비즈』, 「일부러 빚 늘리는 회사? 미래에셋캐피탈의 꿈수」, 2016. 1. 6.  
([http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2016/01/06/2016010602321.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2016/01/06/2016010602321.html))

## 제4장

---

### 계열사 지분보유제한 규제의 자기자본 규제로의 대체 가능성

제3장에서 지적한 바와 같이, 우리나라에는 아직 금융그룹을 대상으로 하는 건전성 감독체계가 제대로 수립되어 있지 않은 상황이다. 자기자본 규제를 중심으로 검토한 결과, 보험업 등 일부 업권의 경우 계열사와의 거래 등으로 인해 금융회사에 노출된 그룹 리스크가 필요자본을 선정할 때 적절히 반영되어 있지 않은 실정이다. 또한 업권에 따라 그룹 리스크를 평가하는 방식이 제각각이라 금융그룹의 법적 조직형태 혹은 계열구조에 따라 규제차익을 추구할 유인이 상존하고 있음을 확인하였다.

그런데 이와 같은 금융그룹 건전성 감독과는 별개로 우리나라는 금산분리의 원칙하에 금융회사가 포함된 대규모 기업집단을 대상으로 하는 사전적 행위제한 규제체계를 발전시켜 왔다. 이러한 금산분리 규제는 그룹 내 금융자본과 산업자본의 동반 부실화 방지 및 그룹 경영건전성 강화 등 다양한 면에서 그룹 차원의 건전성 감독체계와 정책목표를 공유하고 있다(이병윤, 2006). 특히 상호출자제한기업집단 소속 계열사에 적용되는 타 계열사 채무보증금지(공정거래법 제10조의2), 금융지주회사의 비금융회사 주식보유제한(공정거래법 제8조의2), 계열사 간의 상호출자 및 순환출자 금지(공정거래법 제9조 및 제9조의2), 금융계열사의 타 계열사에 대한 의결권 제한(공정거래법 제11조), 금융기관의 타 회사 주식보유

한도 설정(금산법 제24조), 은행 등 금융기관에 대한 동일인의 주식보유 한도 제한(은행법 제15조 등), 비금융자본의 금융기관 소유제한(은행법 제16조의2), 대주주에 대한 신용공여 제한(은행법 제35조의2), 동일차주에 대한 신용공여 제한(보험업법 제106조 등) 등의 일련의 금산분리 규제는 금융업종과 비금융업종이 결합한 기업집단에서 산업자본이 금융자본을 지배할 때 나타나는 부작용을 방지하기 위해 내린 법적 조치의 일환이다. 또한 이와 같은 금산분리 규제는 적절하게 집행될 경우 그룹 리스크에 대처하는 효과적인 정책수단이 될 수 있을 것이다.

그러나 이러한 사전적 규제가 금융회사에 실제 노출된 위험에 기반한 사후적 건전성 감독규제를 완전히 대체할 수 있는지에 대해서는 보다 심도 있는 분석이 필요할 것으로 보인다. 특히 그룹 지배주주가 소속 계열사에 대한 지배력을 유지하려는 목적으로 금융계열사의 자금조달능력을 사적으로 이용한다면 위의 두 가지 감독규제체계 중 어떤 방식이 더 효과적일지에 대해서는 확답을 내리기가 여의치 않다. 만일 그룹 리스크에 대한 사후적 노출 정도에 따라 필요자본을 적립하도록 의무화한다면 그룹 지배주주는 자본적립비용이 증가할 것을 우려하여 그룹 리스크를 적극적으로 관리하려는 유인을 가질 수 있을 것이다. 그러나 사후적 건전성 감독만으로 그룹 지배주주의 유인구조를 조정하는 것이 여의치 않을 경우에는 금융계열사와 비금융계열사 간의 계열구조 및 지배구조를 사전적으로 분리시키는 것이 건전성 제고에 더 효과적일 것이다.<sup>46</sup>

본 장에서는 그룹 지배주주와 외부 투자자 간의 이해상충 문제를 불완전 정보하의 계약이론모형을 도입하여 분석하고자 한다. 구체적으로, 그룹 지배주주가 외부 투자자 다수의 이익에 부합하지 않는 방향으로 계열사를 지배하려는 욕구를 억제할 수 있는 합리적 규제체계의 설계 방향을 제시해 보고자 한다. 특히 이해상충 문제의 원인이 역선택에 의한 것인지 혹은 도덕적 해이에 의한 것인지에 따라 합리적 규제체계 수립 방향

---

<sup>46</sup> 금산분리 규제의 전면적인 재설계 방향에 대해서 김상조(2016b)가 구체적으로 다룬 바 있다. 다만, 본 연구는 자기자본 규제와 계열사 지분보유제한 규제와의 상호 대체 가능성에 논점을 맞춰보고자 한다.

이 어떻게 달라지는지를 살펴보고자 한다.

## 제1절 이론모형

본 연구에서는 Hart and Moore(1995)가 금융회사 지배주주의 Empire-Building Motivation, 즉 채권자 및 비(非)지배주주 다수의 이익에 부합하는 투자결정을 내리지 않고 사업을 무분별하게 확장하는 것을 선호할 때, 이로 인해 발생되는 잠재적인 이해상충 문제를 다룬 이론모형을 활용하여 그룹 지배주주와 다수의 외부 투자자 간의 이해상충 문제를 분석해 보고자 한다.

구체적으로 금융계열사(a financial firm; 이하  $F$ 로 지칭) 및 비금융계열사(a non-financial firm; 이하  $NF$ 로 지칭)가 있는 2기( $t = 1, 2$ ) 경제모형을 고려한다. 또한 이 경제의 금융시장에는 대규모 자본을 보유한 지배주주와 무수히 많은 외부 투자자가 존재한다고 가정할 것이다. 이 경제에서는 지배주주가 1기( $t = 1$ )에 채권발행을 통한 자금조달 및 투자결정 등의 모든 행동이 취해지고, 2기( $t = 2$ )에 1기에서의 행위를 통해 창출된 수익이 1기 당시 맺은 지배주주와 외부 투자자와의 금융계약의 배분조건에 따라 각 계임 참여자에게 배분된다.

먼저 지배주주는 과반 이상의 지분을 보유하여 금융계열사 및 비금융계열사를 모두 지배하고자 하는 선호체계를 가지고 있는 것으로 가정할 것이다. 구체적으로, 지배주주가 둘 중 한 회사의 과반수 주식을 보유하여 지배력을 확보하고 이를 2기가 종료되는 시점까지 부도 발생 없이 유지할 경우 1의 효용을 얻으며, 두 회사 모두의 과반수 지분을 확보하고 부도 발생 없이 이를 2기까지 유지할 경우 2의 효용을 얻는다고 가정한다. 그룹 지배주주에 대한 두 번째 가정은 지배주주가 보유한 자기자본만으로는 두 계열사 중 하나의 지배력을 확보할 수준은 되지만 두 계열사를 모두 지배하는 것이 불가능하다는 것이다. 보다 자세하게 설명하면, 지배주주는 총합  $A > 0$ 의 자기자본을 보유하고 있고, 금융계열사 및 비

금융계열사는 각각  $E_F$  및  $E_{NF}$ 의 외부자본으로 구성되어 있으며, 다음과 같이 가정한다:

$$\max\{E_F, E_{NF}\} \leq A < E_F + E_{NF} \quad (1)$$

지배주주가 과반 이상의 지분을 확보하기 위해서는 금융계열사 및 비금융계열사에 각각  $E_F$  및  $E_{NF}$  이상의 자본을 투입해야 한다. 그러나 공식 (1)에 의해 지배주주의 보유자금만으로는 두 회사 모두의 지배력을 확보하는 것이 불가능하다. 따라서 그룹 소속 계열사를 모두 지배하기 위해서는 한 계열사를 지배한 뒤 그 계열사의 자금조달능력을 이용하여 다른 계열사에 출자하는 것 외에 다른 방법이 존재하지 않는다. 이러한 가정들은 앞서 제기한 금산복합그룹의 문제점, 즉 그룹 지배주주가 금융계열사의 자금조달능력을 이용하여 타 계열사에 대한 지배력을 확보하는 것이 투자자금을 대부분 해 준 채권자와의 이해상충 문제가 발생하는 주요 원인으로 보는 것에 근간한 것이다. 이는 실제 금산분리 규제가 도입되는 근거와도 부합한다고 볼 수 있을 것이다.

금융자본과 산업자본의 결합으로 금융계열사에 노출된 동반 부실화 위험을 실제 현실에 부합하는 방향으로 모형에 도입하기 위해, 본 모형에서는 금융계열사만이 금융시장에서 자금을 조달하는 것이 가능하고 이를 투자하여 수익을 창출할 수 있다고 가정하기로 한다. 이는 실제 경제에서도 금융회사가 비금융회사에 비해 자본시장 등을 통해 외부 투자를 유치하기 쉽고 다양한 투자기회에 대한 접근이 비금융회사에 비해 상대적으로 용이하다는 점과 부합한다는 점에서 볼 때 비교적 상식적인 가정으로 간주할 수 있을 것이다. 균형 분석 및 정책적 시사점 도출의 편의를 위해, 위 가정 (1)을 다음과 같이 변형하고자 한다.

$$E_F = A < E_{NF} \quad (2)$$

가정 (2)를 통해 그룹 지배주주는 보유자금만 가지고는 금융계열사만의 지배권을 확보하는 것이 가능하며, 두 계열사에 대한 지배권을 모두 확보하기 위해서는 비금융계열사를 금융계열사의 자회사로 만드는 것 외

에 다른 수가 존재하지 않는다. 따라서 그룹 지배주주가 그룹 전체의 지배권을 확보할 목적으로 금융계열사의 자금조달능력을 전용하여 그룹 전체를 부실 위험에 노출시키는 상황을 본 이론 분석의 중점 고려사항으로 살펴보고자 한다.

금융계열사의 자금조달능력 및 자본투자기회에 대해서는 다음과 같이 가정한다. 첫째, 금융계열사( $F$ )는 회사채 시장에서 액면가  $D > 0$ 의 채권을 발행·판매하여 다수의 소규모 투자자로부터 외부자금  $I \geq E_{NF}$ 을 조달한다.<sup>47</sup> 이때 채권시장에는 무수히 많은 투자자들이 회사채를 구매하기 위해 경쟁을 하여(Bertrand competition) 액면가  $D$ 는 투자자들의 기대순수익이 0이 되는 수준에서 결정된다. 둘째, 지배주주가 금융계열사를 지배하고 있을 경우 외부자금 및 금융계열사 지배에 필요한 과반수 주식을 보유하는 데 사용한 금액 외 여유자금을 외부 금융자산이나 비금융계열사에 투자하여 추가 수익을 창출할 수 있다. 구체적으로, 비금융계열사에 자금  $l \leq I$ 을 투자할 경우 2기( $t = 2$ )에  $p_{NF} \in (0, 1)$ 의 확률로  $Rl$ 의 수익이 창출되며,  $1 - p_{NF}$ 의 확률로  $rl$ 의 수익이 창출된다. 마찬가지로, 금융계열사가 외부 금융자산에 자금  $(I - l)$ 을 투자할 경우 2기( $t = 2$ )에  $q \in (0, 1)$ 의 확률로  $R(I - l)$ 의 수익이 창출되며,  $1 - q$ 의 확률로  $r(I - l)$ 의 수익이 창출된다. 비금융계열사의 투자수익과 별도 금융자산의 투자수익은 상호 독립적인 확률변수이다. 금융계열사는 여유자금을 분할하여 일부는 비금융계열사에, 나머지는 별도의 금융자산에 투자하는 포트폴리오를 구성할 수 있다. 마지막으로 금융계열사의 일련의 투자 혹은 자산운용행위에는 일정 확률로 손실을 볼 리스크가 있음을 반영하기 위해  $r < 1 < R$ 을 가정한다. 만약 금융계열사의 투자수익이 회사채 액면 지급 의무  $D > 0$ 를 이행하지 못할 경우 금융계열사는 부도(default)를 맞게 되

47 일반적으로 채권발행회사와 외부 투자자 간에 불완전 정보(incomplete information)가 있어서 이로 인한 투자 비효율이 발생할 가능성이 있을 경우 자금수요자와 자금공급자 간에 채권계약(debt contracts)을 맺는 것이 최적이리는 것은 다수의 이론에서 검증된 바 있다. 본 연구에서는 이러한 과거 연구 결과를 준용하여 채권발행이 외부자금 조달의 유일한 수단이라고 가정하여 모형을 단순화하고자 한다. 채권계약의 최적 효용 달성을 대한 다양한 이론 분석은 Tirole(2010)을 참고하라.

며, 금융계열사의 지배권 및 투자 포트폴리오는 외부 채권자에게로 이양된다. 금융계열사가 투자한 포트폴리오의 기대수익과 관련하여 다음과 같이 가정한다.

$$qR + (1 - q)r > 1 \quad (3)$$

가정 (3)에 의해 지배주주는 회사채 판매자금 전액을 별도의 금융자산에 투자할 경우 높은 확률로 고수익( $R$ )을 추구할 수 있어 부도 위험을 전반적으로 낮출 수 있다.

본 모형에서 가장 중요한 가정은 지배주주와 외부 투자자 사이에 정보의 비대칭 및 도덕적 해이가 존재한다는 것이다. 보다 구체적으로 다음과 같이 두 가지 측면에서 불완전 정보(incomplete information)가 존재하는 상황을 가정하였다. 첫째, 본 이론모형에서 게임이 시작되기 전, 비금융계열사의 2기 고수익 달성을 확률  $p_{NF}$ 는 열린 구간  $(0, 1)$ 에서 정의된 연속확률분포함수  $f(p_{NF})$ 에서 임의로 추출된다고 가정한다. 기업집단의 지배주주는 비금융계열사가 2기에 고수익( $R$ )을 달성할 수 있는 확률  $p_{NF}$ 의 정확한 값을 알고 있으나, 외부 투자자는 이를 모르고 다만  $p_{NF}$ 가  $f(p_{NF})$ 에서 임의로 추출된 값이라는 사실만 알고 있다. 이러한 정보의 비대칭성(informational asymmetry)으로 인한 역선택(adverse selection) 문제로 인해 외부 투자자(금융계열사가 발행한 채권의 구매자)는 지배주주의 이해상충 문제에 직면하게 된다. 예를 들어 만일 지배주주가  $p_{NF} < q$ 인 것을 알고 있더라도, 지배주주는 금융계열사의 포트폴리오 수익성보다 두 계열사에 대한 지배력 확보를 중시하여 비금융계열사 주식 보유에 자금을 유용할 가능성이 있다.

둘째, 금융계열사는 비금융계열사에 대해서 적극적인 주주권 행사 등 경영 전반에 대한 적극적인 모니터링을 통해 비금융계열사의 경영효율성을 제고하여 수익성을 개선시킬 수 있다고 가정한다. 구체적으로, 금융계열사가 비금융계열사에 대한 모니터링을 강화하여 비금융계열사가 2기에 고수익( $R$ )을 달성할 수 있는 확률을  $p_{NF}$ 에서  $p_{NF} + c$ 로 높이기 위해서는  $kc^2$ 만큼의 비재무적 비용이 소요되나, 외부 투자자는 금융계열사가

비금융계열사 주주로서 경영감독에 어느 수준의 노력( $c$ )을 실제로 기울이고 있는지 알 수 없다고 가정한다. 이러한 도덕적 해이(moral hazard)가 존재하는 상황에서, 그룹 지배주주는 비금융계열사에 대한 경영감시자 역할 수행의 측면에서 외부 투자자와의 이해상충 문제에 직면하게 된다. 다시 말해, 만일  $p_{NF}$ 가 상대적으로 높은 상황이라면, 그룹 지배주주는 금융계열사의 여유자금을 비금융계열사에 투자한 뒤 비금융계열사의 경영상태에 대한 적극적인 감독을 수행하지 않더라도 채무에 대한 부도가 발생할 확률이 높지 않으므로 경영감독을 성실하게 수행할 유인이 감소하게 된다. 이는 비금융계열사의 경영효율성 감소로 이어져 외부 투자자의 채권 매입에 대한 기대수익률이 최적 수준에 비해 줄어들게 된다.

본 모형의 핵심 가정은 경제 내에 정책입안자(a policymaker)가 있다는 것이다. 정책입안자는 규제정책을 시행하여 위와 같은 불완전 정보에서 파생되는 이해상충의 문제를 완화하고자 한다. 구체적으로, 정책입안자는 사전적 보유지분 제한조치 혹은 사후적 자기자본 규제 등 두 가지의 감독규제정책 중 택일하여 이해상충 문제를 완화할 수 있다. 만일 사전적 보유지분 제한 규제가 시행될 경우, 금융계열사는 비금융계열사에 대한 지분을 전혀 보유할 수 없다.<sup>48</sup> 따라서 지배주주는 금융계열사의 회사채 발행으로 조달한 자금을 기업집단의 지배력 확장에 사용할 수 없으며 단지 외부 금융자산에만 투자할 수 있다. 만일 자기자본 규제가 시행될 경우, 금융계열사가  $l$  만큼의 대부자금을 비금융계열사에 투자할 경우  $\theta l$  만큼의 자금을 자기자본으로 적립해야 한다. 이 경우 지배주주는 외부 투자자로부터 조달된 자금을 비금융계열사에 투자하는 것이 가능하지만, 주식투자금액에 비례하여 일정 금액을 자기자본으로 금융계열사에 적립하는 의무를 준수해야 한다. 이러한 규제는 금융계열사의 투자 범위를 제한시키는 효과를 발생시키고, 이로 인해 금융계열사의 기대수익률이

---

**48** 금융계열사의 비금융계열사 주식투자를 허용하되 일정 비율 미만이 되도록 사전적 규제를 설정하더라도 동일한 주요 분석 결과 및 관련 정책적 시사점을 얻을 수 있다. 따라서 주요 분석 결과의 논리적 정합성을 보다 명확하게 설명하기 위해 본 장에서는 모형을 단순화하여 사전적 규제를 위와 같이 강하게 설정한 것이다.

전반적으로 하락하게 되는 효과를 거두게 된다.

정책입안자는 금융계열사의 투자순이익을 전액 법인세로 징수하며, 이를 외부 투자자의 투자수익 총합과 합산하여 금융계열사의 투자로 발생되는 전체 사회효용을 계산한다. 따라서 정책입안자의 관점에서는 계열사에 대한 지배력을 확보함에 따라 증가하는 그룹 지배주주의 효용은 사회적 효용에 포함되지 않는다.

본 모형에서의 게임은 다음과 같은 순서로 진행된다.

**Stage 1** 게임이 시작되면 연속확률분포함수  $f(p_{NF})$ 를 따르는  $p_{NF}$  가 임의로 추출되고 그룹 지배주주는  $p_{NF}$ 의 실제 값을 관측한다.

**Stage 2** 지배주주는 자기자본  $A > 0$ 를 비금융계열사와 금융계열사 주식에 각각 얼마씩 투자할지 결정한다.

**Stage 3** 금융계열사는 자본시장에서 액면가  $D$ 의 회사채를 발행하여 외부 투자자로부터 총액  $I$ 의 자금을 조달한 뒤, 이 자금을 활용하여 비금융계열사의 주식 및 외부 투자자산으로 구성된 포트폴리오를 조성한다.

**Stage 4** 비금융계열사에 대한 투자지분이 있을 경우 금융계열사의 지배주주는 비금융계열사에 대한 경영 모니터링의 수준  $c$  를 결정한다.

**Stage 5** 2기가 되면 금융계열사 포트폴리오의 수익이 실현되고, 회사채 계약에 따라 채권구매자에게 수익이 배분된다.

본격적인 분석에 앞서 이론모형의 정합성에 대해 간략하게 논의해 볼 필요가 있을 것이다. 위의 이론모형에서 눈에 띠는 부분은 금융계열사의 부도로 인해 발생되는 사회적 비용에 대한 고려가 생략되어 있다는 점일 것이다. 즉, 위의 모형은 금융계열사의 투자 및 위험관리 행위에 대한 규제를 고안할 때 금융계열사의 부도로 인한 국민경제의 파급효과를 고려

하지 않고 있다는 인상을 줄 수 있다. 그러나 이는 저자가 자기자본 규제의 도입 목적 중 하나인 부실로 인한 충격을 완화하는 완충자본의 역할을 간과하는 것이 아니라는 것을 밝혀두고자 한다. 그보다는 금융계열사의 비금융계열사 지분보유를 금지하는 사전적 행위제한 규제와 비금융계열사 지분보유행위에 비례하는 필요자본을 보유할 것을 의무화하는 사후적 자기자본 규제의 실효성을 금융계열사의 사전적인 투자결정 및 경영건전성에 미치는 영향을 중심으로 살펴보기 위해 연구의 중점을 제한한 것이라는 것을 밝힌다. 금융회사가 타 계열사의 지분을 보유하면서 노출되는 그룹 리스크에 대비한 완충여력으로 추가적인 자기자본을 적립할 필요가 있다는 점은 이전 장의 실증분석에서 여러 번 언급한 바 있다.

또한 실제 현실과 비교할 때 이론모형상의 그룹 지배주주의 목적함수가 일반적인 기업경영의 목적과는 일부 괴리가 있어 보일 수 있다. 본 모형에서 그룹 지배주주는 금융계열사의 투자를 통한 이익극대화보다 계열사 전체에 대한 지배력 확장에 몰두하고 있는 듯한 인상을 주고 있다. 이러한 그룹 지배주주의 목적함수는 실제 경영자가 경영활동을 영위할 때 기업가치를 최대화하려는 상식적인 사업 목적과 거리가 있어 보인다. 그러나 이러한 가정은 그룹 지배주주가 그룹 전체의 지배력을 유지하기 위해 다수의 투자자의 이익에 반하는 방향으로 금융계열사의 자금을 유용하는 유인구조가 금융계열사 및 각 계열사에 대한 경영활동에 어떤 영향을 끼치는지를 중점적으로 보기 위해 이론모형을 간소화한 것이며, 일반적인 그룹 지배주주의 경영 목적을 무시하기 때문이 아니라는 것을 밝혀 두고자 한다. 아마도 일반적인 기업재무이론과 더 잘 부합할 수 있는 그룹 지배주주의 목적함수는 금융 및 비금융 계열사 전체의 장기적 기대기업가치와 정량화된 그룹 지배력의 가중합을 구성함으로써 구현할 수 있을 것이다. 그러나 그와 같이 모형을 설정할 경우 자칫 불필요한 복잡성이 모형에 가미되어 분석 결과를 오도할 가능성이 있는 반면 유의미한 결과를 추가하지는 않을 것으로 판단하였다. 따라서 분석의 명료함을 추구하기 위해 그룹 지배주주의 목적함수 중 기업가치 극대화가 차지하는 부분을 생략하였음을 밝힌다.

## 제2절 기초분석: 역선택하의 균형 분석 및 최적 규제방식

최종 분석 결과에 대한 이해를 돋기 위해, 본 장에서는 위 모형을 단순화하여 비금융계열사 투자의 고수익 창출 가능성에 관한 역선택 문제만이 기업집단 지배주주와 외부 채권자 간의 이해상충 문제 발생의 원인인 상황을 고려하고자 한다. 이 기초모형에 대한 분석을 통해 역선택에 기인한 이해상충 문제가 경제 내 여유자금의 효율적 투자에 어떤 영향을 미칠지 균형 분석을 통해 살펴볼 것이다. 또한 분석 결과를 활용하여 역선택 문제하에서 이해상충 문제를 최소화할 수 있는 규제체계를 모색할 것이다.

가정 (2)에 의해, 그룹 지배주주는 초기 보유 자본금만으로는 비금융계열사에 대한 지배력을 확보하는 것이 불가능하다. 따라서 이후부터는 지배주주가 금융계열사의 과반 지분을 확보하여 금융계열사의 외부자금 투자결정권을 가지고 있다는 전제하에 분석을 진행할 것이다. 또한 모형 내 투자수익이 투자규모에 대해 선형(linear)이므로 자본시장에서 조달 가능한 자금의 총액  $I$ 를 1로 정규화시킬 것이다.

경제가 균형상태에 있을 때, 금융계열사는 포트폴리오 구성방식 중에서 세 종류의 투자 포트폴리오 중 하나를 선택해서 운용할 것으로 사료된다. 만일 임의 추출된  $p_{NF}$ 의 실제 값이 매우 낮다면( $\approx 0$ ), 지배주주는 비금융계열사에 대한 지배력을 확보할 경우 금융계열사의 고수익 창출 확률이 낮아 부도를 맞고 두 계열사 모두에 대한 지배력을 상실할 가능성이 높다고 판단할 것이다. 따라서 이 경우에는 비금융계열사에 대한 지배력 확장을 포기하고 외부 금융자산에 전액 투자하여 부도 확률을 낮추고 금융계열사에 대한 지배력을 공고히 하는 데 주력할 것이다. 다음으로  $p_{NF}$ 가 중간 수준의 값을 가지되  $q$ 보다는 낮은 경우를 상정해 보자. 이 경우 지배주주는 비금융계열사에 대한 주식투자를 통해 지배력을 확보하고자 할 유인이 생길 것이다. 다만,  $p_{NF}$ 의 값이 그리 높지 않으므로,

지배주주는 지배력을 확보할 수 있는 최소 수준의 자본을 비금융계열사에 투자하고, 나머지 금액은 외부 금융자산에 분산 투자하여 금융계열사의 전반적인 부도 확률을 낮추고자 할 것이다. 마지막으로  $p_{NF}$ 가  $q$ 보다 높은 값을 가질 경우, 지배주주는 외부 투자자로부터 유치한 자금 전액을 비금융계열사 주식에 투자할 것이다.

위 추측에 부합하는 결과가 균형으로 실현되는지 확인하기 위해, 우선 정책입안자가 존재하지 않는 경제를 가정해 보자. 또한 균형상태의 회사채 시장에서 금융계열사가 발행하는 채권의 액면가를  $D_0^*$ 라고 정의하자. 금융계열사의 투자 포트폴리오가 저수익( $r < 1$ )이 발생할 가능성을 반드시 내포하고 있으므로, 회사채 액면가는 균형상태에서  $D_0^* > 1$ 이 되어야 할 것이다.

만일 금융계열사의 지배주주가 외부 투자자로부터 조달한 전체 자금 중  $E_{NF}$ 의 금액을 비금융계열사 주식투자에 사용하고 나머지 자금을 외부 금융자산에 투자하였을 경우, 금융계열사의 2기 투자수익은 아래에서 서술할 4개 중 하나로 실현될 것이다: (i)  $(1 - p_{NF})(1 - q)$ 의 확률로 비금융계열사 및 외부 금융자산이 모두 저수익을 낼 경우, 2기 수익은  $r$ 이 된다; (ii)  $p_{NF}(1 - q)$ 의 확률로 비금융계열사는 고수익을 내고 외부 금융자산은 저수익을 낼 경우, 2기 수익은  $E_{NF}R + (1 - E_{NF})r$ 이 된다; (iii)  $(1 - p_{NF})q$ 의 확률로 비금융계열사는 저수익을 내고 외부 금융자산은 고수익을 낼 경우, 2기 수익은  $E_{NFR} + (1 - E_{NF})R$ 이 된다; (iv)  $p_{NF}q$ 의 확률로 비금융계열사와 외부 금융자산 모두 고수익을 낼 경우, 2기 수익은  $R$ 이 된다. 만일 금융계열사가 양의 확률로 부도가 나지 않는 경우를 고려하면,  $D_0^* < R$ 가 되어야 할 것이다. 지배주주의 분산투자를 통한 부도 위험 경감의 중요성을 강조하기 위해, 본 장 이후부터는  $E_{NF}$ 가 충분히 큰 값을 가지고 있고, 따라서 아래와 같은 관계가 성립한다고 가정한다.

$$E_{NFR} + (1 - E_{NF})R < E_{NFR} + (1 - E_{NF})r \quad (5)$$

공식 (5)가 의미하는 바는 다음과 같다. 만일 금융계열사가 비금융계열

사의 과반 지분에 투자하는 포트폴리오를 구성한다면, 설령 외부 금융자산에 대한 분산 투자를 한다 하더라도 비금융계열사의 부실이 금융계열사의 부도로 이어질 가능성이 있다. 또한  $r < 1$ 이므로, 금융계열사는 위와 같이 포트폴리오를 구성할 경우 최소  $(1 - p_{NF})(1 - q)$ 의 확률로 부도를 맞게 된다. 또한  $qR + (1 - q)r - 1 > 0$ 를 가정하면, 금융계열사가 별도의 금융자산에 투자할 경우 투자순수익이 양의 값을 가지고, 따라서 부도 확률이 낮아지게 된다.

<표 5-1> 금융계열사 포트폴리오의 실현 가능한 수익

		외부 금융자산 투자 ( $1 - E_{NF}$ )	
		고수익 (확률 $q$ )	저수익 (확률 $1 - q$ )
비금융계열사 투자 ( $E_{NF}$ )	고수익 (확률 $p_{NF}$ )	$R$	$E_{NF}R + (1 - E_{NF})r$
	저수익 (확률 $1 - p_{NF}$ )	$E_{NF}r + (1 - E_{NF})R$	$r$

$$r < E_{NF}r + (1 - E_{NF})R < E_{NF}R + (1 - E_{NF})r < R$$

균형 회사채 액면가  $D_0^*$ 는 금융계열사의 포트폴리오 구성 및 이에 따른 부도 가능성에 대한 외부 투자자의 합리적인 추론에 의해 결정될 것이다. 먼저 외부 투자자가 높은 부도 확률을 우려하여 균형상태의 회사채 액면가  $D_0^*$ 가 상대적으로 높은 값에 결정되는 아래와 같은 경우를 고려해 보자.

$$E_{NF}r + (1 - E_{NF})R < D_0^* < E_{NF}R + (1 - E_{NF})r \quad (6)$$

이 경우 금융계열사가 비금융계열사의 과반 지분을 확보할 때 포트폴리오의 2기 최종수익이  $E_{NF}r + (1 - E_{NF})R$ 이거나  $R$ 일 때에만 부도를 맞지 않게 된다. 따라서 지배주주가 외부 투자자의 자금을 유치하여 비금융계열사의 지배권을 확보할 경우 기대효용은  $2p_{NF}$ 가 된다. 반면, 지배주주가 비금융계열사에 대한 지배를 하지 않고 채권자로부터 조달한

자금을 전액 외부 투자자산에 투자할 경우  $q$ 의 확률로 부도가 발생하지 않는다. 이 경우 지배주주는 금융계열사에 대한 지배권만을 확보하게 되므로 기대효용은  $q$ 가 된다. 결국  $p_{NF} < q/2$ 인 경우에 비금융계열사에 대한 지배력 확장을 포기하고 별도의 금융자산에 외부자금을 전액 투자하는 것이 지배주주에게 있어 최선의 전략이 될 것이다.  $q/2 \leq p_{NF} < q$ 인 경우에 지배주주는 전체 외부자금 중  $E_{NF}$ 를 비금융계열사에 투자하고 나머지  $1 - E_{NF}$ 는 별도의 금융자산에 투자하여 부도 확률을 최소화하는 것이 최선의 전략이 될 것이다. 마지막으로  $p_{NF} \geq q$ 일 경우, 지배주주는 회사채 발행으로 조달한 자금 전액을 비금융계열사에 투자함으로써 부도 확률을 최소화하는 것이 최선의 전략이 된다. 따라서 균형상태의 회사채 액면가는 다음과 같이 결정된다.

$$\begin{aligned} & F\left(\frac{q}{2}\right)(qD_0^* + (1-q)r) \\ & + \int_{\frac{q}{2}}^q [p_{NF}D_0^* + (1-p_{NF})(E_{NFr} + (1-E_{NF})(qR + (1-q)r))]f(p_{NF})dp_{NF} \\ & + \int_q^1 [p_{NF}D_0^* + (1-p_{NF})r]f(p_{NF})dp_{NF} = 1 \end{aligned} \quad (7)$$

식 (7)의 좌변은  $D_0^*$ 의 증가함수이므로 균형 회사채 액면가격이 유일하게 형성된다. 만일 식 (7)에서 결정된  $D_0^*$ 가 균형 성립의 필요조건인 식 (6)을 충족시키지 못한다면, 위와 같은 균형은 존재하지 않게 된다. 앞으로 식 (6) 및 (7)에 의해 결정되는 균형은 중간 구간( $q/2 \leq p_{NF} < q$ )을 제외하고는 부도 확률을 최소화하는 포트폴리오를 구성하므로 부도 발생의 여지가 이후에 다른 유형의 균형보다 낮다는 점에 착안하여 LDP(low default probability) 균형으로 명명할 것이다.

만일 채권자들이 금융계열사의 부실 확률이 그리 높지 않다고 합리적으로 추론하여 회사채의 균형 액면가가 낮은 수준으로 책정될 경우에는 균형상태에서의 지배주주의 최선의 전략이 달라질 것이다. 구체적으로, 균형상태에서의 금융계열사가 발행한 회사채의 액면가가 다음과 같이 결

정될 경우를 생각해 보자.

$$D_0^* \leq E_{NF}r + (1 - E_{NF})R \quad (8)$$

만일 지배주주가 비금융계열사에 대한 지배력을 확보하고자 채권발행으로 조달한 자금을 비금융계열사에 투자했을 경우, 비금융계열사 및 별도의 금융자산의 최종 수익이 모두 낮을 경우에만 부도가 발생하게 되므로 지배주주의 기대효용은  $2(p_{NF} + (1 - p_{NF})q)$ 가 된다. 또한 지배주주가 비금융계열사 지분을 전혀 사들이지 않을 경우의 기대효용은  $q$ 가 될 것이다. 그런데 임의의  $p_{NF}$ 에 대해서  $2(p_{NF} + (1 - p_{NF})q) - q > 0$ 가 항상 성립하므로, 지배주는  $p_{NF} < q$ 일 경우 금융계열사의 외부조달자금 중 비금융계열사에  $E_{NF}$ , 별도의 금융자산에  $1 - E_{NF}$ 를 투자할 것이고,  $p_{NF} \geq q$ 의 경우에는 비금융계열사에 채권발행으로 조달한 자금을 전액 투자할 것이다. 이와 같은 지배주주의 전략을 외부 투자자가 합리적으로 추론하여 채권 매입을 결정할 것이므로, 균형상태에서의 회사채 액면가  $D_0^*$ 는 다음과 같은 관계식을 통해 결정될 것이다.

$$\begin{aligned} & \int_0^q [(p_{NF} + (1 - p_{NF})q)D_0^* + (1 - p_{NF})(1 - q)r] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_q^1 [p_{NF}D_0^* + (1 - p_{NF})r] f(p_{NF}) dp_{NF} = 1 \end{aligned} \quad (9)$$

공식 (9)의 좌변이  $D_0^*$ 의 증가함수이므로,  $D_0^*$ 은 유일한 값으로 결정된다. 만일 공식 (9)에서 도출된  $D_0^*$ 가 균형 성립조건인 공식 (8)을 충족하지 못하면, 위 균형은 존재하지 않게 된다. 앞으로 공식 (8) 및 (9)에 의해 결정되는 균형은 앞의 LDP 균형에 비해 상대적으로 더 많은 경우 ( $p_{NF} < q$ )에서 비효율적인 포트폴리오 구성이 이루어져 투자자 입장에서 볼 때 비효율적 포트폴리오 구성으로 인한 손실 발생의 여지가 높다는 점에 착안하여 HDP(high default probability) 균형으로 명명할 것이다.

위 분석 결과를 종합하면 다음과 같이 정리할 수 있을 것이다.

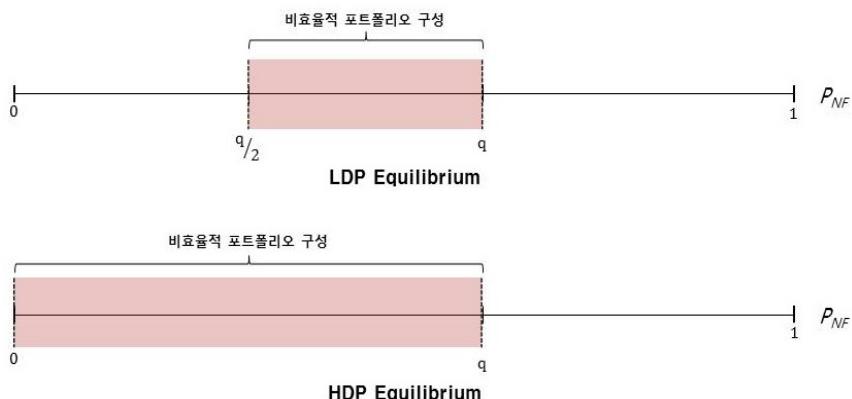
**정리 1** (i) 만일 식 (7)에서 도출된  $D_0^*$ 가 식 (6)을 만족한다면, 지배주주가  $p_{NF} < q/2$  일 경우 회사채 발행자금 전액을 별도의 금융자산에 투자하고,  $q/2 \leq p_{NF} < q$  일 경우에는  $E_{NF}$  만큼의 금액을 비금융계열사에 투자하고,  $p_{NF} > q$  일 경우에는 전액을 비금융계열사에 투자하는 LDP 균형이 존재한다.

(ii) 만일 식 (9)에서 도출된  $D_0^*$ 가 식 (8)을 만족한다면,  $p_{NF} < q$  일 경우에는  $E_{NF}$  만큼의 금액을 비금융계열사에 투자하고,  $p_{NF} > q$  일 경우에는 전액을 비금융계열사에 투자하는 HDP 균형이 존재한다.

[그림 5-1]은 정리 1에서 서술한 각 균형에서의 금융계열사 지배주주의 전략을 도식적으로 나타내고 있다.

정리 1에서 주목해야 할 점은 역선택 문제가 비금융계열사의 부실 확률  $1 - p_{NF}$ (혹은  $p_{NF}$ )에 대해 비단조적(non-monotonic)으로 나타날 수 있다는 점이다. 특히 이러한 경향은 공식 (6) 및 (7)에서 도출된 LDP 균형을 HDP 균형과 비교했을 때 확연히 드러난다. 비금융계열사의 부실 확률이 매우 높을 경우( $p_{NF} < q/2$ )에 금융계열사의 지배주주는 전 계열사에 대한 지배력을 무리하게 확장하다가 동반 부실이 발생하여 그룹 지배력을

[그림 5-1] 각 균형별 포트폴리오 구성



상실해버릴 것을 우려하여 포트폴리오를 효율적으로 구성하는 것을 확인할 수 있다. 비금융계열사의 부실 확률이 매우 낮을 경우( $p_{NF} \geq q$ )에는 지배주주와 채권자 간의 이해상충 문제가 해소되는 것을 확인할 수 있다. 결국  $p_{NF} \in (q/2, q)$ 일 경우에 대해서만 역선택 문제로 인한 이해상충 문제가 발생하는 것을 확인할 수 있다. 이 경우 외부 채권자 및 투자 포트폴리오의 수익성을 볼 때 금융계열사가 채권조달금액 전액을 별도의 금융자산에 투자하는 것이 사회후생의 관점에서는 최적의 투자결정일 것이다. 그러나 그룹 지배주주는 비금융계열사에 대한 지배력을 확장하고자 하는 유인으로 인해 비효율적인 투자를 진행하게 되고, 이로 인해 비금융계열사의 부실이 금융계열사로 전이되어 금융계열사의 부도 가능성이 증가하게 된다.

이어질 분석에서는 역선택 문제로 인한 기업집단의 동반 부실화를 억제할 수 있는 규제정책이 어떤 효과를 거둘 수 있으며, 또한 이해상충 문제의 발생 여지를 가장 효과적으로 줄일 수 있는 규제가 어떤 것인지 논의해 보고자 한다. 이후부터는 자유방임경제하에서 도출된 균형 중 두 번째 유형의 균형, 즉 역선택 문제로 인한 비효율적 투자가  $p_{NF}$ 에 대해 단조적으로 나타나는 HDP 균형만 유일하게 존재하도록 매개변수(parameters)의 값에 제한을 줄 것이다. 이는 향후 균형 분석 및 각 규제의 사회효용에 미치는 영향을 계산함에 있어서 편의를 추구하기 위함이며, 설사 두 균형이 자유방임경제에서 모두 존재한다 하더라도 각 규제의 사회효용 분석 결과는 크게 달라지지 않는다.<sup>49</sup>

앞서 가정한 대로, 정책입안자는 두 종류의 규제 중 하나를 선택하여 금융계열사의 포트폴리오 구성 결정에 영향을 줄 수 있다. 먼저 정책입안자가 사전적 보유지분 제한 규제를 선택한 경우를 고려해 보자. 이 규제하에서는 금융계열사의 비금융계열사에 대한 투자행위가 원천적으로

**49** 만일 어떠한 규제도 도입되지 않은 자유방임경제에서 LDP, HDP 균형이 모두 존재할 경우, 사회 전체의 효용으로 볼 때는 LDP 균형이 효율적 포트폴리오를 구성할 확률이 높으므로 각 규제의 순사회효용 창출효과를 자유방임경제의 LDP 균형에서의 사회효용을 기반으로 산출하여 아래의 분석 결과와 동일하게 사회효용을 극대화하는 규제를 선택하는 것이 가능하다.

금지된다. 따라서 금융계열사의 지배주주는 채권발행을 통해 조달된 자금을 전액 외부 금융자산에 투자하는 포트폴리오만을 구성할 수 있고, 따라서 지배주주의 기대효용은 항상  $q$ 로 고정될 것이다.

만일 정책입안자가 사후적 자기자본 규제를 도입할 경우, 금융계열사는 비금융계열사에 대한 투자금액에  $\theta$  배만큼의 금액을 추가적으로 자기자본에 적립해야 한다.<sup>50</sup> 이러한 자기자본 규제가 적용될 경우 금융계열사의 전반적인 포트폴리오 구성 및 수익성에 영향을 미치게 된다. 특히 금융계열사가 비금융계열사 주식에  $E_{NF}$ 의 금액만큼을 투자할 경우,  $p_{NF}q$ 의 확률로  $R - \theta E_{NF}(R - 1)$ ,  $p_{NF}(1 - q)$ 의 확률로  $E_{NF}R + (1 - E_{NF})r - \theta E_{NF}(r - 1)$ ,  $(1 - p_{NF})q$ 의 확률로  $E_{NF}r + (1 - E_{NF})R - \theta E_{NF}(R - 1)$ ,  $(1 - p_{NF})(1 - q)$ 의 확률로 각각  $r - \theta E_{NF}(r - 1)$ 의 수익이 실현된다. 만일 금융계열사가 회사채 발행을 통한 자금 전액을 비금융계열사에 투자할 경우, 2기에 생성되는 투자수익은 자기자본 적립 의무를 반영하여  $p_{NF}$ 의 확률로  $(R + \theta)/(1 + \theta)$ ,  $1 - p_{NF}$ 의 확률로  $(r + \theta)/(1 + \theta)$ 가 될 것이다.

금융계열사의 비금융계열사 투자분에 대해 자기자본 규제가 적용된다면, 금융계열사는  $\theta E_{NF}(p_{NF} > q)$ 일 경우는  $\theta/(1 + \theta)$ 만큼의 자금을 사내 자본으로 적립하고 있어야 한다. 본 모형의 기본 가정에 의해  $qR + (1 - q)r - 1 > 0$ 이므로, 자기자본 규제는 금융계열사가 비금융계열사의 지분을 보유할 경우 외부 금융자산에 대한 분산투자를 제한하여 포트폴리오의 수익성 저해 및 사후적 부도 확률 증가를 야기할 것이다. 이러한 점을 사전적으로 고려할 때, 금융계열사는 규제가 없을 때에 비해 비금융계열사를 지배할 유인이 높지 않게 되어 외부 투자자와의 이해상충 문제가 경감될 것이다.

위 추론 결과를 검정하기 위해,  $D_\theta^*$ 를 자본적립비율  $\theta$  하에서 도출된

<sup>50</sup> 이 가정은 금융회사가 일반기업(non-financial entities)에 대해 주식투자를 했을 때 일정 비율 이상의 자기자본 투입을 의무화하는 자기자본 규제를 이론 분석에 도입한 Santos (1999)와 차별화되는 점이다. Holmström and Tirole(1997) 역시 유사한 가정에 기반하여 금융중개자(a financial intermediary)로서의 금융회사가 수신자금을 일반기업에 대해 투자 할 경우 투자대상 기업에 대한 적극적인 경영감시를 할 유인을 제공하기 위해 금융회사의 자기자본 동반 투자를 의무화하는 것을 고려하였다.

균형상태에서의 회사채 액면가로 정의하자.

**도움정리 1** 비금융계열사 투자에 적용되는 자기자본 적립비율  $\theta$ 의 하한  $\underline{\theta}$ 이 존재하여 모든  $\theta > \underline{\theta}$ 에서 HDP 균형이 존재 한다.

도움정리 1 증명: 가정 (5) 및 정리 1에 의해 자기자본 규제  $\theta$ 가 도입될 때 HDP 균형이 성립하기 위한 필요충분조건은 다음과 같다.

$$D_\theta^* \leq E_{NF}r + (1 - E_{NF})R - \theta E_{NF}(R - 1)$$

따라서  $\theta$ 에 대해 어떤 하한  $\underline{\theta}$ 가 있어 모든  $\theta \geq \underline{\theta}$ 에서 위 식이 성립함을 보이면 증명이 완료된다. 자기자본 규제의 적립비율  $\theta$ 에 대해서, 균형 회사채 액면가  $D_\theta^*$ 는 다음에 의해 결정될 것이다.

$$\begin{aligned} & F\left(\frac{q}{2}\right)(qD_\theta^* + (1 - q)r) \\ & + \int_{\frac{q}{2}}^q [p_{NF}D_\theta^* + (1 - p_{NF})(E_{NF}r + (1 - (1 + \theta)E_{NF})(qR + (1 - q)r) + \theta E_{NF})]f(p_{NF})dp_{NF} \\ & + \int_q^1 [p_{NF}D_\theta^* + (1 - p_{NF})\left(\frac{1}{1 + \theta}r + \frac{\theta}{1 + \theta}\right)]f(p_{NF})dp_{NF} \\ & = 1 \end{aligned}$$

위 식을  $D_\theta^*$ 와  $\theta$ 에 대해서 전미분하면,

$$\begin{aligned} & \left[ F\left(\frac{q}{2}\right)q + \int_{\frac{q}{2}}^1 p_{NF}f(p_{NF})dp_{NF} \right] dD_\theta^* \\ & + \left[ -E_{NF}(qR + (1 - q)r - 1) \int_{\frac{q}{2}}^q (1 - p_{NF})f(p_{NF})dp_{NF} + \frac{1 - r}{(1 + \theta)^2} \int_q^1 (1 - p_{NF})f(p_{NF})dp_{NF} \right] d\theta = 0 \end{aligned}$$

음함수 정리에 의해, 도함수  $dD_\theta^*/d\theta$ 는 다음과 같이 정해진다.

$$\frac{dD_\theta^*}{d\theta} = \frac{E_{NF}(qR + (1 - q)r - 1) \int_{\frac{q}{2}}^q (1 - p_{NF})f(p_{NF})dp_{NF} - \frac{1 - r}{(1 + \theta)^2} \int_q^1 (1 - p_{NF})f(p_{NF})dp_{NF}}{F\left(\frac{q}{2}\right)q + \int_{\frac{q}{2}}^1 p_{NF}f(p_{NF})dp_{NF}}$$

따라서  $D_\theta^*$ 는  $\theta$ 의 볼록(convex)함수이고,  $\theta = 0$ 에서  $D_\theta^* \leq E_{NFr} + (1 - E_{NF})R - \theta(R - 1)$ 가 성립하므로  $\theta$ 의 하한  $\underline{\theta}$ 가 존재하여 모든  $\theta > \underline{\theta}$ 에 대해서 HDP 균형의 필요충분조건  $D_\theta^* > E_{NFr} + (1 - E_{NF})R - \theta(R - 1)$ 이 성립한다. Q.E.D.

도움정리 1은 중요한 시사점을 제공하고 있다. 사후적 자기자본 규제는  $p_{NF}$ 가  $q$ 보다 작을 때 발생하는 금융계열사와 외부 투자자 간의 이해상충 문제를  $p_{NF} \leq q/2$ 일 때만 해소할 수 있다. 다만, 이 규제가 실효성을 확보하기 위해서는 비금융계열사 보유지분에 대한 자기자본 적립비율이 충분히 큰 값으로 산정하지 않으면 안 될 것이다. 결국 자기자본 규제는 비금융계열사의 부실이 전이되어 발생할 손실에 대한 지급여력을 확보하는 효과 외에 금융계열사의 지배력 확장 유인을 저지하는 효과를 부수적으로 발생시키는 것을 알 수 있다. 이 두 가지 관점에서 본다면 자기자본 규제의 실효성을 확보하기 위해서는 금융계열사의 위험추구행위에 대해 적정 비율 이상으로 자기자본의 적립을 강제할 필요성이 있음을 알 수 있다.<sup>51</sup>

금융계열사의 비금융계열사 지배를 사전적으로 금지하는 행위제한 규제와 비금융계열사의 소유지분행위에 대한 사후적 자기자본 적립 의무 규제 중 어떤 것이 그룹 지배주주와 다수의 외부 투자자 간의 이해상충 문제 완화 및 효율적 투자결정에 더 큰 기여를 하는지는 역선택 문제의 발생 가능성에 달려있을 것이다. 비금융계열사에 대한 투자의 성공 확률  $p_{NF}$ 가  $q$ 보다 높은 값으로 추출될 가능성이 매우 높다면, 다시 말해 역선택 문제가 그리 크지 않다면, 금융계열사의 비금융계열사 지배를 무조건적으로 금지하는 사전적 규제는 비금융계열사에 대한 투자의 성공 확률이 높을 때에도 이를 금지하여 전반적인 투자효율성을 저해하게 될 것이다. 이에 반해 역선택 문제가 매우 커서  $p_{NF}$ 가  $q$ 보다 낮은 값으로 실현

<sup>51</sup> 다만 일부 자기자본 적립비율  $\theta$ 의 경우 HDP 및 LDP 균형이 모두 존재할 수 있다. 그렇다 하더라도 자기자본 규제 도입으로 인한 금융계열사의 투자전략 변경은 HDP 균형에서도 이루어지므로 본 분석에서는 다중균형 중 HDP 균형에 주로 초점을 둘 것이다.

될 가능성이 매우 높다면, 비금융계열사에 대한 지배금지 규제는 금융계열사가 채권자로부터 조달한 자금 전액을 외부 금융자산에 투자하도록 강제하여 사전적(ex ante) 관점에서의 투자효율성을 개선시키는 효과가 발생할 수 있다.

위의 직관을 보다 구체적으로 확인하기 위해, 본 모형에서 각 규제가 금융계열사의 투자 포트폴리오 구성 및 사회후생에 미치는 영향을 계산해 보자. 만일 정책입안자가 금융계열사의 비금융계열사 지분보유를 사전적으로 금지할 경우, 금융계열사는 외부에서 유치한 자금 전액을 외부 금융자산에 투자하게 된다. 따라서 비금융계열사 지배금지 규제하에서 금융계열사의 투자활동으로 발생되는 기대사회후생은 다음과 같다.

$$qR + (1-q)r - 1 \quad (11)$$

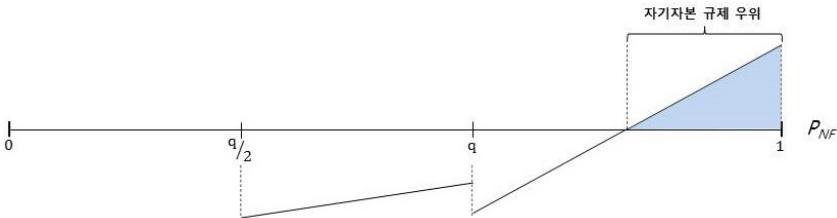
만일 금융계열사의 비금융계열사 보유지분에 대해 자기자본 규제  $\theta \geq \underline{\theta}$ 를 적용할 경우, 도움정리 1에 의해 금융계열사는  $p_{NF} < q/2$  일 때 별도 금융자산에 전액을 투자하고,  $q/2 < p_{NF} \leq q$  일 때  $E_{NF}$ ,  $1 - E_{NF}$ 를 각각 비금융계열사와 외부 금융자산에 혼합 투자하고,  $p_{NF} \geq q$  일 때는 전액을 비금융계열사에 투자한다. 따라서 자기자본 규제하에서 금융계열사의 투자행위로 창출되는 기대사회후생은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} & F\left(\frac{q}{2}\right)(qR + (1-q)r) \\ & + \int_{\frac{q}{2}}^q [E_{NF}(p_{NF}R + (1-p_{NF})r) + (1-(1+\theta)E_{NF})(qR + (1-q)r) + \theta E_{NF}]f(p_{NF})dp_{NF} \\ & + \int_q^1 \left[ \frac{1}{1+\theta}(p_{NF}R + (1-p_{NF})r) + \frac{\theta}{1+\theta} \right] f(p_{NF})dp_{NF} \end{aligned} \quad (12)$$

공식 (12)에서 (11)을 차감하면 아래와 같은 결과를 얻을 수 있다.

$$\begin{aligned} & E_{NF} \int_{\frac{q}{2}}^q [(p_{NF}-q)(R-r) - \theta(qR + (1-q)r - 1)] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_q^1 \left[ \left( \frac{1}{1+\theta}(p_{NF}R + (1-p_{NF})r) + \frac{\theta}{1+\theta} \right) - (qR + (1-q)r) \right] f(p_{NF}) dp_{NF} \end{aligned} \quad (13)$$

[그림 5-2] 역선택하에서 자기자본 규제의 순사회효용 개선효과



즉, 공식 (13)은 결국 자기자본 규제를 비금융계열사 지배금지 규제로 대체했을 때의 사회후생 변동을 의미한다.

[그림 5-2]에서 보듯이 식 (13)에 있는 피적분함수를 구간별로 살펴보면,  $p_{NF} \leq q + \theta \frac{qR + (1-q)r - 1}{R-r}$  일 때 음수 혹은 0의 값을 가지고, 그 외의 구간에서는 양수 값을 가진다. 따라서 역선택 문제가 심각성이 높은 수준일 경우, 즉 다시 말해  $p_{NF} \leq q + \theta \frac{qR + (1-q)r - 1}{R-r}$ 인  $p_{NF}$ 에 상대적으로 높은 확률분포함수 값이 부여될 경우에는 자기자본 규제보다 비금융계열사 지배를 금지하는 사전적 규제가 사회후생에 더 큰 기여를 할 것이며, 그 반대의 경우에는 사후적 자기자본 규제가 사회후생 개선에 더 큰 실효성을 거둘 것이다.

직관적으로 이 결과를 설명하면 다음과 같다. 사후적 자기자본 규제가 적용될 경우  $p_{NF} < q/2$ 와 같이 역선택 문제가 매우 큰 상황에서만 금융계열사의 투자결정이 효율적인 방향으로 조정된다. 이에 반해  $q/2 \leq p_{NF} < q$ 의 경우에는 자기자본 규제를 도입하더라도 역선택 문제가 해소되지 않는다. 만일 사전적 계열사 간 지배금지 규제가 적용된다면 역선택 문제가 발생하는 모든 경우( $p_{NF} < q$ )에 대해서 금융계열사의 효율적 투자를 유도할 수 있지만, 역선택 문제가 발생하지 않는 구간 ( $p_{NF} \geq q$ )에 대해서 비금융계열사에 대한 투자를 가로막아 투자효율성이 저해되는 문제가 발생한다. 따라서 비금융계열사의 수익성에 대한 불확실성이 매우 높을 경우에는 역선택 문제의 해소를 위해 사전적 지분보유제한 규제가 전반적인 투자효율성 개선에 더 큰 기여를 하는 것을 알

수 있다.

마지막으로 강조하고 싶은 점은 비금융계열사 보유지분에 대한 자기자본 적립비율  $\theta$ 이 과도하게 높을 경우 자기자본 규제의 정책효과가 저해될 수 있다는 것이다. 이는 식 (13)이  $qR + (1-q)r > 1$ 에 의해  $\theta$ 의 감소함수라는 것에서 쉽게 도출할 수 있다. 직관적으로, 금융계열사와 외부투자자 간 이해상충 문제를 해소하기 위해서는 비금융계열사 투자에 대한 자본적립비용을 일정 수준 이상으로 높일 필요가 있다. 그러나 자본적립비용이 너무 높을 경우 비금융계열사 투자의 기회비용을 지나치게 높여 금융계열사의 효율적 포트폴리오 구성을 방해할 소지가 있다. 도움정리 1의 시사점을 함께 고려할 때, 역선택 문제가 발생할 가능성이 상대적으로 높은 비금융계열사 지분보유에 대해서 적정 수준의 자기자본 ( $\theta = \underline{\theta}$ )을 적립할 것을 규제로 확립한다면 포트폴리오 구성에 있어서 역선택 문제를 완화하여 투자효율성을 높이는 동시에 불필요하게 과다한 자본적립비용이 발생할 수 있는 소지를 줄일 수 있을 것이다.

### 제3절 역선택 및 도덕적 해이하에서의 최적 규제방식

본 절에서는 이전의 역선택 문제에 근간한 기초분석에 도덕적 해이 문제를 더하여 균형상태에서의 회사채 액면가 형성 및 금융계열사가 경영감시자로서의 역할을 적극적으로 수행하는 유인구조에 어떠한 영향을 끼칠지 분석할 것이다. 또한 이 분석 결과를 토대로 비효율적 투자행위를 최소화할 수 있는 합리적 규제방식이 기초분석 결과에 비해 어떻게 달라질지 살펴볼 것이다.

도덕적 해이 문제가 역선택 문제에 추가된다 하더라도 기본적인 균형도출방식은 기본 모형과 크게 다르지 않을 것이다. 즉, 잠재적인 회사채 구매자(외부 투자자)들이 합리적으로 추론하는 지배주주의 역선택 및 도덕적 해이로 인한 이해상충 문제의 심각성 및 이로 인한 부도 가능성에 따라 회사채의 액면가가 경쟁시장 가격으로 결정될 것이다. 또한 금융계

열사는 균형상태의 채무(액면가)에 기반하여 비금융계열사에 대한 지배력 확장 여부 및 비금융계열사를 지배할 경우 경영감시자의 역할을 얼마나 적극적으로 수행할지 합리적으로 결정할 것이다. 부도 가능성성이 높다고 판단될 경우 액면가는 상승할 것이므로, 이전 장과 마찬가지로 본 모형의 균형도 매개변수 및  $p_{NF}$ 의 확률분포함수의 특성에 따라 HDP 및 LDP 두 가지 유형의 균형이 존재할 것이다.

먼저 HDP 균형을 생각해 보자. 이 균형에서의 회사채 액면가를  $D_h^{**}$ 로 명명할 때, 다음과 같은 조건을 충족해야 한다.

$$D_h^{**} > E_{NF}r + (1 - E_{NF})R$$

만일 금융계열사가 비금융계열사의 대주주로서  $c > 0$  수준으로 경영활동에 대한 모니터링을 수행할 경우, 부실이 발생하지 않을 확률은  $(p_{NF} + c)q + (p_{NF} + c)(1 - q) = (p_{NF} + c)$ 가 된다. 따라서 HDP 균형상태에서 금융계열사가 비금융계열사를 지배할 경우 금융계열사의 경영감독 노력 수준  $c = c_h^{**}$ 는 아래의 효용극대화 문제의 해로서 도출된다.

$$\max_{c \geq 0} 2(p + c) - kc^2 \quad (14)$$

식 (14)의 목적함수가 오목(concave)함수이므로, 1계 조건에 의해  $c_h^{**}$ 는 다음과 같이 정해진다.

$$c_h^{**} = \frac{1}{k} \quad (15)$$

그러므로 HDP 균형에서 금융계열사는 상대적으로  $p_{NF}$ 의 값이 높을 때에만 비금융계열사를 지배하고자 한다. 보다 구체적으로, 금융계열사는 아래와 같은 관계식을 만족할 때 비금융계열사에 대한 지배력을 확보하고자 할 것이다.

$$2\left(p_{NF} + \frac{1}{k}\right) - \frac{1}{k} \geq q \Leftrightarrow p_{NF} \geq \frac{1}{2}\left(q - \frac{1}{k}\right) \quad (16)$$

$\hat{p}_h := \left( p_{NF} + \frac{1}{k} \right) \wedge 1$ ,  $\hat{q}_h := q - \frac{1}{k}$  로 정의할 때, 균형하에서 회사채 액면가  $D_h^{**}$ 는 외부 투자자가 손해를 보지 않는 수준에서 결정된다.

$$\begin{aligned} & F\left(\frac{\hat{q}_h}{2}\right)\left(qD_h^{**} + (1-q)r\right) \\ & + \int_{\frac{\hat{q}_h}{2}}^{\hat{q}_h} \left[ \hat{p}_h D_h^{**} + (1 - \hat{p}_h)(E_{NF}r + (1 - E_{NF})(qR + (1 - q)r)) \right] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_{\hat{q}_h}^1 (\hat{p}_h D_h^{**} + (1 - \hat{p}_h)r) f(p_{NF}) dp_{NF} = 1 \end{aligned} \quad (17)$$

공식 (17)의 좌변이  $D_h^{**}$ 의 증가함수이므로,  $D_h^{**}$ 는 유일하게 결정된다. 공식 (17)에서 결정된  $D_h^{**}$ 가  $D_h^{**} > E_{NF}r + (1 - E_{NF})R$ 을 만족할 경우, HDP 균형이 존재하여 금융계열사는  $p_{NF} < \hat{q}_h/2$  일 경우 비금융계열사에 투자를 하지 않고,  $\hat{q}_h/2 \leq p_{NF} < \hat{q}_h$  일 경우 채권발행으로 조달한 자금 중  $E_{NF}$ 를 비금융계열사에 투자하고  $c_h^{**} \wedge (1 - p_{NF})c_h^{**}$  수준의 경영감시활동을 수행하며,  $\hat{q}_h \leq p_{NF}$  일 경우 보유자금 전액을 비금융계열사에 투자하고  $c_h^{**} \wedge (1 - p_{NF})$  수준의 경영감시활동을 수행한다.

다음으로 LDP 균형을 생각해 보자. 이 균형에서의 회사채 액면가를  $D_l^{**}$ 로 명명할 때, 다음과 같은 조건을 충족해야 한다.

$$D_l^{**} \leq E_{NF}r + (1 - E_{NF})R$$

만일 금융계열사가 비금융계열사를 지배하고  $c > 0$  수준의 경영감독 노력을 기울였을 경우, 부실이 발생하지 않을 확률은  $(p_{NF} + c) + (1 - (p_{NF} + c))(1 - q)$ 가 된다. 따라서 LDP 균형상태에서 금융계열사의 비금융계열사에 대한 경영감독 노력 수준  $c = c_l^{**}$ 는 아래의 효용극대화 문제의 해로서 도출된다.

$$\max_{c \geq 0} 2((p_{NF} + c) + (1 - (p_{NF} + c))q) - kc^2 \quad (18)$$

식 (18)의 목적함수가 오목(concave)함수이므로, 1계 조건에 의해  $c_l^{**}$ 는 다음과 같이 정해진다.

$$c_l^{**} = \frac{1-q}{k} \quad (19)$$

이전 장의 정리 1에서 본 바와 같이, LDP 균형에서 금융계열사는 모든  $p_{NF}$ 의 값에 대해 비금융계열사에 대한 지배력을 확보하고자 한다. 특히  $p_{NF} + c_l^{**} > q$  일 때 외부조달자금 전액을 비금융계열사에 투자한다. 후자의 경우 금융계열사의 기대효용은 임의의 경영감독 수준  $c > 0$ 에 대해  $2(p_{NF} + c) - kc^2$ 가 되므로, 금융계열사는 LDP 균형에서도 역선택 문제 가 해소되는  $p_{NF}$ 의 구간( $p_{NF} + c_l^{**} > q$ )에 대해서는 경영감시활동 수준 을  $c = c_h^{**}$ 까지 끌어올리게 된다.  $\hat{p}_l := \left( p_{NF} + \frac{1-q}{k} \right) \wedge 1$ ,  $\hat{q}_l := q - \frac{1-q}{k}$ 로 정의할 때, LDP 균형하에서 회사채 액면가  $D_l^{**}$ 는 다음과 같은 관계식에 의해 결정될 것이다

$$\begin{aligned} & \int_0^{\hat{q}_l} [(\hat{p}_l + (1 - \hat{p}_l)q)D_l^{**} + (1 - \hat{p}_l)(1 - q)r] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_{\hat{q}_l}^1 (\hat{p}_h D_l^{**} + (1 - \hat{p}_h)r) f(p_{NF}) dp_{NF} = 1 \end{aligned} \quad (20)$$

공식 (20)의 좌변이  $D_l^{**}$ 의 증가함수이므로,  $D_l^{**}$ 는 유일하게 결정된다. 만일 식 (20)에서 도출된  $D_l^{**}$ 이 조건  $D_l^{**} \leq E_{NF}r + (1 - E_{NF})R$ 을 만족할 경우, LDP 균형이 존재하여 금융계열사는  $p_{NF} < \hat{q}_l$  일 때 비금융계열사에 자금  $E_{NF}$ 를 투자하고 대주주로서  $c_l^{**}$ 의 노력을 들여 비금융계열사의 경영상태를 모니터할 것이다. 만일  $p_{NF} \geq \hat{q}_l$  일 경우에는 회사채 발행자금 전액을 비금융계열사에 투자하고  $c_h^{**} \wedge (1 - p_{NF})$  수준의 노력을 들여 비금융계열사의 경영상태를 감시할 것이다.

이전의 기초분석과 마찬가지로 정책입안자의 규제 도입이 없는 자유방

임경제에서 LDP 균형만이 존재한다고 고려해 보자. 앞서 가정한 대로 정책입안자는 금융계열사의 비금융계열사에 대한 사전적 지분보유금지 규제 혹은 보유지분에 비례하여 자본적립비용을 부과하는 사후적 자기자본 규제 중 하나를 도입할 수 있다. 만약 비금융계열사의 지분보유를 원천적으로 금지한다면, 금융계열사는 회사채 발행을 통해 외부에서 조달한 자금을 별도 금융자산에 전액 투자한다. 따라서 금융계열사가 경제 전체에 기여하는 기대사회효용은  $qR + (1-q)r - 1$ 이 된다. 만일 비금융계열사의 주식투자분에 대해  $\theta$  배만큼의 금액을 자기자본으로 적립할 것을 규제할 경우, 정책입안자는 HDP 균형으로 균형상태를 변화시켜 금융계열사의 투자결정에 영향을 줄 수 있다.

도움정리 1을 간단히 응용하면,  $\theta$ 의 하한  $\underline{\theta}^{**}$ 이 존재하여 이 하한보다 큰 모든 자기자본 적립비율  $\theta$ 에 대해서 HDP 균형이 존재함을 알 수 있다. 이러한 비금융계열사 보유지분에 대한 필요자본 적립비율  $\theta$ 하에서 HDP 균형이 성립할 경우 사회효용의 기댓값은 다음과 같이 계산될 것이다.

$$\begin{aligned} & \int_{\frac{\hat{q}_h}{2}}^{\hat{q}_h} [E_{NF}(\hat{p}_h R + (1-\hat{p}_h)r) + (1-(1+\theta)E_{NF})(qR + (1-q)r) + \theta E_{NF}] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_{\hat{q}_h}^1 \left[ \frac{1}{1+\theta} (\hat{p}_h R + (1-\hat{p}_h)r) + \frac{\theta}{1+\theta} \right] f(p_{NF}) dp_{NF} - 1 \end{aligned} \quad (21)$$

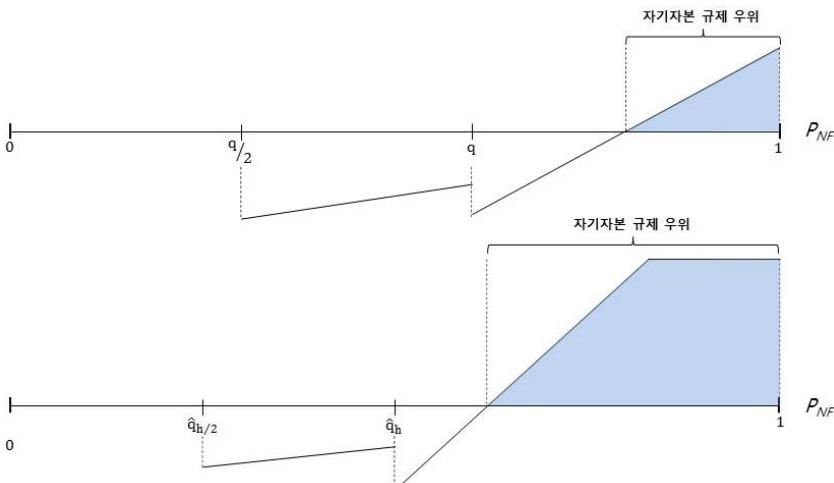
공식 (22)에서  $qR + (1-q)r - 1$ 를 제하면 비금융계열사 지분보유금지 규제에 비해 자기자본 규제가 경제 전체의 효용에 미치는 순효과가 될 것이다. 이를 계산해 보면 다음과 같이 될 것이다.

$$\begin{aligned} & E_{NF} \int_{\frac{\hat{q}_h}{2}}^{\hat{q}_h} [(p_{NF} - \hat{q}_h)(R - r) - \theta(qR + (1-q)r - 1)] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_{\hat{q}_h}^{1-\frac{1}{k}} \left[ \left( \frac{1}{1+\theta} (\hat{p}_h R + (1-\hat{p}_h)r) + \frac{\theta}{1+\theta} \right) - (qR + (1-q)r) \right] f(p_{NF}) dp_{NF} \\ & + \int_{1-\frac{1}{k}}^1 \left[ \left( \frac{1}{1+\theta} R + \frac{\theta}{1+\theta} \right) - (qR + (1-q)r) \right] f(p_{NF}) dp_{NF} \end{aligned} \quad (22)$$

공식 (22)에서 보듯이, 비금융계열사 투자금지 규제에 비해 자기자본 규제가 창출하는 사후적(ex post) 순효용은  $p_{NF} > q + \theta \frac{qR + (1-q)r - 1}{R-r} - \frac{1}{k}$  일 때 양수 값을 가지고, 그 외의 경우 음의 값을 가진다. 따라서 기초분석 결과와 마찬가지로,  $f(p_{NF})$ 의 확률적(stochastic) 특성에 따라 합리적 규제수단이 달라질 것이다. 역선택 문제만 존재했던 기초모형과 마찬가지로, 비금융계열사의 수익성에 대한 불확실성이 높을수록 비금융계열사에 대한 투자로 발생되는 비효율이 증가하기 때문에 비금융계열사 지분보유를 사전적으로 금지하는 규제가 사회 전체의 효용을 더 높일 수 있다. 그 반대의 경우에는 사후적 자기자본 규제가 사회 전체의 효용을 개선하는데 더 큰 효과를 거둘 수 있다.

한편, 도덕적 해이 문제에 의해  $\hat{q}_h = q - 1/k < q$ 이 성립되는 것을 주목할 필요가 있다. 나머지 매개변수를 모두 고정했을 경우 사후적 자기자본 규제가 사전적 지분보유금지 규제에 비해 더 효과적일 가능성이 높아질 것이다. 이는 [그림 5-3]을 통해서도 확인할 수 있다. 기초분석 결과와 비교했을 경우 사후적 자기자본 규제가 사회효용적 관점에서 사전적

[그림 5-3] 역선택 및 도덕적 해이하에서 자기자본 규제의 순사회효용 개선효과



금지 규제에 비해 우위를 점하는 구간이 더 넓어지는 것을 관찰할 수 있다. 이는 자기자본 규제는 비금융계열사 출자에 대한 기회비용을 증가시켜 역선택 문제를 완화하는 동시에 비금융계열사의 수익성을 증가시켜 동반 부실 위험을 경감시킬 유인을 금융계열사에 제공하기 때문이다.<sup>52</sup>

## 제4절 소결: 그룹 내 계열사 간 출자구조에 대한 합리적 감독규제 방식

위의 분석 결과를 통해 다음과 같은 정책적 시사점을 도출할 수 있다. 첫째, 기업집단 내 출자구조에 의해 발생되는 계열사 간 부실 전이 위험에 효과적으로 대처하기 위해서는 부실의 발생 원인을 정확하게 살펴 볼 필요가 있다. 만일 그룹 지배주주가 계열사의 수익성이 좋지 않다는 것을 알고도 금융계열사의 자금을 이용하여 계열사의 지분에 투자하는 역선택 문제가 주요인일 경우를 고려해 보자. 이 경우 감독당국은 금융계열사가 타 계열사의 부실 위험에 취약한 계열관계가 형성되는 것을 방지하기 위해 사전적으로 이들의 지분보유행위를 금지·제한할 필요가 있다. 이에 반해 부실 전이 위험이 그룹 지배주주의 계열사에 대한 부실한 경영감시활동에 의해 주로 초래되는 경우를 생각해 볼 수 있다. 이 경우 감독당국은 금융계열사가 대주주로서 지배계열사에 대해 적극적인 경영감시활동을 수행하려는 유인을 제공할 필요가 있을 것이다. 모형 분석 결과는 이를 달성하기 위해서 하위 계열사의 보유지분에 대한 자본적립 비용을 적정 수준에서 부과하는 자기자본 규제를 도입하는 것이 필요함을 보여주고 있다.

둘째, 장기적인 관점에서 금산분리 규제가 실효를 거두기 위해서는 사

---

52) 이 결과는 은행이 일반기업에 대한 주식투자를 할 때 은행과 예금자 사이에 존재할 수 있는 도덕적 해이 문제를 자기자본 규제를 통해 해소할 수 있다는 Santos(1999)의 연구 결과와도 일치한다. 다만, Santos(1999)는 예금보험제도의 도입을 은행과 예금자 간의 도덕적 해이의 발생요인으로 가정하고 있어 본 연구와는 다소 차이가 있다.

전적 금지·제한 규제에서 자기자본 규제를 위시로 한 사후적 건전성 감독으로 정책 방향을 선회할 필요가 있다. 그룹 지배주주가 금융계열사의 자금력을 이용하여 타 계열사에 대한 지배력을 확보할 유인이 강할 때, 금융계열사에 자금을 공급한 외부 투자자와 역선택 혹은 도덕적 해이에 의한 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 그런데 금융계열사가 대주주로서 계열사의 경영활동을 적극적으로 감시하는 유인구조의 미비로 인해 발생하는 도덕적 해이의 문제는 역선택 문제에 비해 장기간에 걸쳐 발생할 가능성이 더 높다. 따라서 장기적인 관점에서 그룹 전체의 건전한 성장과 발전을 유도하기 위해서는 자기자본 규제를 포함한 사후적 건전성 감독체계를 조성하는 것이 더 유리할 것으로 판단된다.<sup>53</sup>

셋째, 자기자본 규제가 그룹 리스크를 효과적으로 관리할 유인을 그룹 지배주주에게 제공하기 위해서는 계열사 간 내부거래행위에 대해 높은 수준의 필요자본을 적립할 것을 요구할 필요가 있다. 타 계열사에 대한 출자액에 대해 필요자본을 적립할 것을 강제하는 것은 금융계열사의 그룹 내 타 계열사 출자행위의 규제준수비용을 높이는 효과를 유발한다. 따라서 그룹 지배주주가 금융계열사의 자금을 무리하게 운용하여 계열사에 대한 출자를 확장하는 행위를 방지하기 위해서는 출자행위에 대해서 금융계열사가 체감할 투자비용을 일정 수준 이상으로 높일 필요가 있다. 이는 타 계열사의 부실 위험에 대한 금융계열사의 민감도를 높여 지분보유 계열사의 경영상태를 적극적으로 관리할 유인을 금융계열사에 제공한다는 점에서도 중요성을 지닌다. 그러나 자본적립비용이 과도하게 높을 경우 금융계열사의 전반적인 수익성을 악화시키는 부작용을 유발할 수 있다는 점 역시 간과해서는 안 될 것이다.

---

53 금융산업 규제 합리화의 차원에서 금산분리 원칙에 입각한 금산법 제24조를 자기자본 규제로 대체할 필요가 있다는 점은 주창돈(2008)에 의해서도 제기된 바 있다.

## 제5장

---

### 결 론

본 연구에서는 자기자본 규제를 중심으로 우리나라의 금융그룹 대상 건전성 감독체계 현황을 국제 금융감독 협의체의 권고안과 비교하여 검토하였다. 분석 결과, 우리나라는 금융회사의 그룹 내 타 계열사에 대한 출자액 및 신용공여 금액에 대한 필요자본 산정방식이 업권에 따라 큰 차이가 있음을 확인하였다. 특히 보험회사의 자기자본 규제의 경우 타 계열사에 대한 출자 및 신용공여 행위를 각각 주식투자와 대출 등 일상적인 자산보유행위와 동일하게 취급하고 있는 것을 알 수 있었다. 또한 이와 같은 평가방식의 오류는 자본의 질적·양적 왜곡 문제로 이어져 규제대상 보험회사의 충격흡수여력을 과도하게 높게 평가하는 요인이 될 수 있음을 실증분석을 통해 확인하였다.

또한 업권별로 타 계열사 출자행위에 대한 자기자본 산정방식이 상이하기 때문에 동일한 출자 및 신용공여 행위의 업권별 규제 격차가 상존하고 있다는 점도 확인할 수 있었다. 그룹 지배주주가 계열사 출자에 대해 필요자본 적립요구비율이 비교적 관대하게 이루어지는 보험회사로 출자구조를 집중시키는 규제차익을 추구할 여지가 있기 때문이다. 이러한 문제점에 대처하기 위해 계열사와의 내부거래행위에 대해서는 전 업종에 일관된 자본적정성 평가방식을 적용하도록 자기자본 규제를 수정할 필요가 있다. 이어 본 연구는 그룹 내 산업자본과 금융자본 간의 계열 분리를 위해

도입된 각종 사전적 행위제한 규제를 자기자본 규제를 위시한 사후적 건전성 감독체계로 대체가 가능할지 이론모형을 활용하여 분석하였다. 이를 위해 그룹 지배주주가 금융계열사의 자금조달능력을 타 계열사의 지배력 유지에 전용하여 외부 투자자 다수의 이익을 침해할 수 있는 모형을 설계하였다.

분석 결과, 그룹 지배주주와 외부 투자자 간에 이해상충 문제가 발생하는 주요인에 따라 합리적인 규제정책이 달라질 수 있음을 확인하였다. 지배주주가 타 계열사의 경영상태가 좋지 않음에도 불구하고 지배력 확보를 위해 보통주 지분을 매입하는 역선택(adverse selection) 문제일 경우, 사전적으로 계열사 간 지분보유행위를 금지하는 규제가 전반적으로 효율적인 투자결정을 유도할 수 있음을 밝혀내었다. 이에 반해 그룹 지배주주가 타 계열사를 지배하고 있음에도 대주주로서 경영감시활동을 소홀히 할 도덕적 해이 문제가 원인일 경우, 타 계열사의 지분을 보유하는 행위에 기본적립비용을 부과하는 자기자본 규제가 더 효과적임을 밝혀내었다. 또한 자기자본 규제가 도덕적 해이로 인한 이해상충 문제를 효과적으로 해소하기 위해서는 계열사 출자분에 대한 필요자본 적립비율을 적정 수준으로 높일 필요가 있음을 밝혀내었다.

지난 글로벌 금융위기 이후 해외 주요국의 감독기관기구 및 금융감독 국제 협의체들은 금융그룹 전체의 건전성 감독체계를 대폭 강화하기 시작하였다. 우리나라의 경우 은행을 제외한 금융계열사와 산업자본의 기업집단 형성이 허용되어 있는 점을 고려한다면 대규모 기업집단에 소속된 금융회사들이 그룹 리스크에 취약할 가능성이 있는 상황이다. 그럼에도 불구하고 그룹 차원의 건전성 감독 및 위기대응 체계의 구축은 정책적 필요성에 비해 진행되는 속도가 더딘 형편이다. 본 연구에서는 그룹 리스크에 대응하는 건전성 감독체계 중 자기자본 규제에 중점을 두고 보완점을 집중적으로 분석하고 향후 개선 방향을 제시하였다. 그러나 앞으로 합리적인 그룹 건전성 감독체계의 완비를 위해서는 자기자본 규제뿐 아니라 감독규제체계 전반에 대한 보다 깊은 고민과 활발한 정책연구가 필요할 것으로 보인다.

## 참고문헌

- 금융감독원, 「보험회사의 위험기준 자기자본(RBC) 제도 해설서」, 2012. 10.
- 금융감독원, 「금융투자업자의 NCR 산정기준 해설서」, 2014. 12.
- 김상조, 「금융복합그룹(Financial Conglomerate) 감독체계의 도입 필요성과 과제」, unpublished manuscript, 2016a.
- 김상조, 「비은행권 금산분리 규율체계의 재설계」, unpublished manuscript, 2016b.
- 조성익 · 양용현, 『계열기업 간 출자에 있어 새로운 규율 방안에 관한 연구』, 연 구보고서 2016-05, 한국개발연구원, 2016.
- 양준모, 「동양사태의 교훈: 해야 할 일과 하지 말아야 할 일」, 바른사회시민회의 주회 토론회 자료, 2013. 11. 1.
- 이병윤, 「금산분리 관련 제도의 현황과 논점」, 2006년도 한국금융학회 금융정책 심포지엄, 2006.
- 이석호, 『보험사의 시스템리스크 관련성 검토』, 한국금융연구원, 2011.
- 이승준 · 민세진, 『시스템리스크를 고려한 복합금융그룹 감독방안: 보험그룹을 중심으로』, 보험연구원, 2016. 3.
- 주창돈, 『주요국의 금산분리 규제현황과 사례』, 금융산업 규제개혁 시리즈, 한국 경제연구원, 2008.12
- Acharya, Viral V. and Matthew Richardson, "Causes of the Financial Crisis," *Critical Review*, 21(2-3), 2009, pp.195~210.
- Acharya, Viral V. and Matthew Richardson, "Is the Insurance Industry Systemically Risky?" in John H. Biggs and Matthew P. Richardson (eds.), *Modernizing Insurance Regulation*, Wiley, 2014, pp.151~180.
- Acharya, Viral V. and Philipp Schnabl, "Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09," *IMF Economic Review*, 58(1), 2010, pp.37~73.
- Bank for International Settlements, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, December 2010.
- European Commission, "Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009: on the taking-up and pursuit of the

- business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)," *Official Journal of the European Union*, 2009. 12. 17.
- International Monetary Fund, *Report on the Observance of Standards and Codes*, IMF Country Report No. 14/127, May 2014.
- Holmström, Bengt and Jean Tirole, "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector," *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 1997, pp.663~691.
- Olson, Peter, "Regulation's Role in Bank Changes," *Economic Policy Review*, 18(2), July 2012, pp.13~20.
- Joint Forum, "Supervision of Financial Conglomerates," February 1999.
- Joint Forum, "Compendium of Documents produced by the Joint Forum," July 2001.
- Joint Forum, "Principles for the supervision of Financial Conglomerates," September 2012.
- Hart, Oliver and John Moore, "Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management," *The American Economic Review*, 85(3), 1995, pp.567~585.
- Santos, João A. C., "Bank Capital and Equity Investment Regulations," *Journal of Banking & Finance*, 23(7), 1999, pp.1095~1120.
- Tirole, Jean, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2010.
- The Financial Crisis Inquiry Commission, "The Financial Crisis Inquiry Report," January 2011.

#### 〈웹사이트〉

- 기업집단정보포털 OPNI(<http://groupopni.ftc.go.kr/ogroup/index.jsp>, 접속일: 2015. 11. 22).
- 임종룡, 「복합금융그룹 감독 모범규준 시안 작성 … 의견 수렴중」, 『이데일리』, 2016. 10. 6.(<http://www.edaily.co.kr/news/NewsRead.edy?SCD=JA21&DCD=A00102&newsid=02368166612810296>).
- 『조선비즈』, 「일부러 빛 늘리는 회사? 미래에셋캐피탈의 꼼수」, 2016. 1. 6 ([http://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2016/01/06/2016010602321.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2016/01/06/2016010602321.html)).
- 『주간경향』, 1078호, 「KB 금융 갈등 원인은 ‘한 지붕 두 가족’ 때문」, 2014. 6. 3. (<http://weekly.khan.co.kr/khnm.html?mode=view&artid=201405261759341&code=114>).

## 부 록

### ■ 부록: 감독대상 금융회사의 계열사 출자 현황

#### I. 교보그룹

##### 1. 교보생명

<부표 1A-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
교보라이프플래닛(비상장)	91.3	858
교보증권	51.6	2,801

<부표 1A-2> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
교보자산운용	100.0	35
교보리얼코	100.0	160
교보문고	100.0	699
교보데이터센터유한회사	100.0	437
교보정보통신	89.8	86
교보악사자산운용	50.0	270
생보부동산신탁	50.0	300

<부표 1A-3> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)		
회사명	자기자본	필요자본
교보라이프플래닛	408	8
교보증권	5,704	1,439

## 2. 교보증권

<부표 1B-1> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
코에프씨교보한화그로쓰챔프2010의6호 PEF	15.0	68

## II. 한국투자금융

### 1. 한국투자증권

<부표 2A-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
한국투자신탁운용(비상장)	100.0	3,083
한국투자밸류자산운용(비상장)	100.0	240

<부표 2A-2> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
KI&S Asia, Ltd	100.0	86
KI&S Europe, Ltd	100.0	41
KI&S America, Inc	100.0	39
KI&S Singapore, Pte, Inc	100.0	87
KI&S Vietnam, Co	98.7	567
진우(복경)투자자문유한공사	100.0	33
글로벌다이너스티개발PEF	7.5	17
데보니안해외자원개발PEF	15.0	144
KIM Investment Funds	59.7	1,004
KIARA Asia Pacific Hedge Fund	98.0	1,072

<부표 2A-3> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)		
회사명	자기자본	필요자본
한국투자신탁운용	1,181	218
한국투자밸류자산운용	337	114

### III. 미래에셋

#### 1. 미래에셋생명

<부표 3A-1> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
미래에셋금융서비스	100.0	100
미래에셋파트너스3호	14.7	10
미래에셋파트너스4호	11.9	113
수원학교사랑	85.0	35

#### 2. 미래에셋증권

<부표 3B-1> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
미래에셋생명보험	19.9	3,203

<부표 3B-2> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
미래에셋벤처투자	76.8	253
미래에셋증권PEF일호녹색성장이천구	11.8	0
미래에셋파트너스4호 PEF	4.0	66
미래에셋파트너스5호 PEF	12.5	277
미래에셋파트너스7호 PEF	18.3	1,184
Mirae Asset Wealth Management(HK), Ltd.	100.0	3,181
Mirae Asset Realty(Singapore)	100.0	2

## IV. 동부

### 1. 동부생명

<부표 4A-1> 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부하이텍	0.3	19

<부표 4A-2> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부월드	5.2	42

## 2. 동부화재해상

<부표 4B-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부생명(비상장)	99.8	3,115
동부캐피탈(비상장)	60.0	128

<부표 4B-2> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부증권	19.9	456

<부표 4B-3> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부손사	100.0	0
동부손사우선	100.0	10
동부CSI손해사정	100.0	2
동부CNS자동차손해사정	100.0	2
동부CAS손해사정	100.0	3
동부생명전환우선주	10.48	126
동부MnS	100.0	200
동부생명우선주	100.0	8
동부월드	9.6	77
동부제철	0.1	1

<부표 4B-4> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)

회사명	자기자본	필요자본
동부생명	5,455	2,991
동부캐피탈	341	898

### 3. 동부증권

<부표 4C-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부자산운용(비상장)	55.3	213

<부표 4C-2> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부저축은행(비상장)	50.0	474

<부표 4C-3> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
동부월드	6.6	52

<부표 4C-4> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)

회사명	자기자본	필요자본
동부자산운용	410	164

## V. 태광

### 1. 흥국생명

<부표 5A-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
흥국화재보험	59.6	2,188

<부표 5A-2> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
고려저축은행	5.9	60
예가람저축은행	12.5	80
대신-흥국제일호PEF	15.0	77

<부표 5A-3> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)

회사명	자기자본	필요자본
흥국화재보험	6,335	4,200

### 2. 흥국화재

<부표 5B-1> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
대신-흥국제일호PEF	1.1	4

## VII. 한화

### 1. 한화생명

<부표 6A-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
한화자산운용	100.0	829

<부표 6A-2> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
한화손해보험	34.3	1,453

<부표 6A-3> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
한화63씨티	100.0	176
한화손해사정	100.0	42
한화라이프에셋	100.0	26
한화금융에셋	100.0	30

<부표 6A-4> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)		
회사명	자기자본	필요자본
한화자산운용	1,429	347

## 2. 한화투자증권

<부표 6B-1> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
한화손해보험	0.3	24

<부표 6B-2> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
한화인베스트먼트	92.4	377

## VII. 삼성

### 1. 삼성생명

<부표 7A-1> 규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성자산운용(비상장)	98.7	3,965

<부표 7A-2> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성화재	15.0	21,830
삼성증권	11.2	3,554

<부표 7A-3> 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성카드	34.5	23,045
삼성전자	7.5	133,847
호텔신라	7.9	2,215
삼성중공업	3.4	846
에스원	6.2	2,024

<부표 7A-4> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)		
피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성생명금융서비스보험대리점	100.0	400
삼성경제연구소	14.8	111
생보부동산신탁회사	50.0	381

<부표 7A-5> 규제대상 자회사의 자기자본 현황

(단위: 억원)

회사명	자기자본	필요자본
삼성자산운용	2,843	706

## 2. 삼성화재

<부표 7B-1> 상장계열사(금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성증권	8.0	2,560

<부표 7B-2> 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성물산(舊제일모직)	1.4	3,664
삼성엔지니어링	1.1	63
삼성전자	1.3	23,390
에스원	1.0	367

<부표 7B-3> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성화재 미국지점관리법인	100.0	48
삼성화재 베트남법인	75.0	211
삼성화재 브라질법인	100.0	4
삼성화재 싱가포르법인	100.0	599
삼성화재 유럽법인	100.0	191
삼성화재 인도네시아법인	70.0	78
삼성화재 중국법인	100.0	821
삼성화재서비스손해사정	100.0	7
삼성화재애니카손해사정	100.0	19

### 3. 삼성증권

<부표 7C-1> 비규제대상 자회사 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성선물(비상장)	100.0	1,368

<부표 7C-2> 상장계열사(비금융-비연결 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
호텔신라	3.1	928
에스원	1.3	500

<부표 7C-3> 기타 계열사(비상장-비규제 대상) 보유 현황

(단위: %, 억원)

피출자 계열사	지분율	장부가액
삼성벤처투자	16.7	62
Samsung Securities(America). Inc.	100.0	321
Samsung Securities(Europe), Limited.	100.0	276
Samsung Securities(Asia), Limited.	100.0	400

## ■ ABSTRACT

# A Study on Minimum Capital Requirement Regulation on Financial Conglomerates in Korea

Keeyoung Rhee

This paper investigates whether the current minimum capital requirement regulation properly evaluates a group-wide risk exposed to financial firms when they are affiliates of conglomerates. Particularly, we check how each sectorial capital requirement regulation assesses the risks exposed to the regulated firms by holding the shares of the other affiliates in the same group. By comparing with the international standard of group-wide capital regulation suggested by Joint Forum (1999), we find that the capital regulation for insurance companies underestimates the risks associated with holding the shares of non-financial affiliates.

This paper further provides analysis for an optimal regulatory design on how to induce financial conglomerates to prudently manage the group-wide risks exposed to their financial affiliates. To this end, we present a model in which the group owner can expropriate the financial affiliate's ability to raise funds to buying the shares of the other affiliates for the purpose of controlling. We find that an optimal regulatory response to the financial affiliate's inefficient share purchase decision varies with the types of incomplete information. If the inefficiency arises from the owner's private information on non-profitability of the affiliates, it will be optimal to separate financial entities from commercial entities. However, if the inefficiency arises from the controlling financial firm's imprudent monitoring of the controlled affiliates, imposing additional required capital on the controlling financial affiliate can achieve the (constrained) efficiency.

# KDI 신간안내

RECENT KDI PUBLICATION

## 계열기업 간 출자에 있어 새로운 규율방안에 관한 연구

조성익 · 양용현

반양장 | 크라운판 | 411쪽 | 정가 12,700원



본 보고서는 기업지배구조 규율에 관한 새로운 관점을 제시하고 있는바, 공적규율과 민간 영역의 자율적 출자규율이 중첩적으로 작동하는 상황을 연구하고 있다. 저자들은 기업지배구조와 관련하여 모든 가능한 감시체계들이 함께 작동할 때 기업감시기능이 나선형 상승작용을 일으킬 수 있음을 보이고, 각각의 감시기능을 제고할 방안들을 제시하고 있다. 또한 공적규율의 허점을 보완할 방안을 모색하고, 사후적 규율의 도입 가능성을 검토한다.

## 기업성장의 동태성과 청년일자리

최경수 · 김정호

반양장 | 크라운판 | 192쪽 | 정가 6,700원



본 연구는 이용 가능한 다양한 자료들을 이용해 청년노동시장의 변화를 일자리를 창출하는 사업체 부문의 변화와 연결해 분석하였다. 청년실업문제는 근본적으로 일자리에서 비롯되는 만큼 일자리를 창출하는 사업체부문을 분석하여야 그 근본적인 해결책에 접근할 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 청년노동시장뿐만 아니라 사업체부문의 일자리 생성과 소멸, 그리고 개인과 사업체의 정보를 연결할 수 있는 고용보험 데이터를 분석하였다.

## 동북아 국제질서의 변화와 우리의 대응전략

이석 · 조병구 편

반양장 | 크라운판 | 525쪽 | 정가 15,500원



앞으로 우리 사회가 동북아의 국제질서 속에서 어떻게 생존하고 발전할 수 있는가를 모색하기 위해서 현재 우리가 목도하고 있는 국제질서의 변화를 경제와 안보 두 가지 시각 모두에서 총체적으로 바라보아야 한다는 사실은 이미 모두의 공감을 얻고 있다. 본 보고서는 이러한 공감을 토대로 현재 진행되고 있는 동북아 국제질서의 변화를 경제와 안보의 상호작용이라는 시각에서 재정리하고 있다.

## 인터넷 포털의 경쟁과 뉴스 콘텐츠의 선택

최동욱



반양장 | 크라운판 | 65쪽 | 정가 2,000원

본 보고서에서는 인터넷 포털이 언론사와 뉴스를 선정하는 과정에서 정치적 편향성을 고려하는 경제적 유인에 대해 살펴보고 있다. 인터넷 뉴스의 편향도는 2015년 1년간 국회 회의록에 기록된 국회의원들의 발언을 토대로 측정한바, 이는 미국 신문들의 편향도를 측정한 방법론을 한국어의 특성에 맞게 변용한 것이다. 이를 위해 당해 연도에 국내 양대 포털에 게재된 기사들을 수집하고 기사에 사용된 표현들을 추출하여 여당 편향도를 추정하였다.

---

## 대북경제제재의 영향력 추정과 실효성 증진방안

이석 · 전병곤



반양장 | 크라운판 | 117쪽 | 정가 2,000원

본 보고서는 2016년 중국이 실시한 대북경제제재의 초기 효과를 현실 데이터로 검증하기 위해 2016년 북한의 제4차 핵실험을 전후한 중국의 대북정책과 인식 변화를 살펴보고, 이러한 변화가 중국의 대북제재로 어떻게 연결되었는지를 검토하고 있다. 그리고 중국의 입장에서 대북제재의 실행과 관련하여 개입될 수 있는 다양한 정책적 · 현실적 이슈와 제약요인들을 현실 데이터를 이용해 검증하고 있다.

---

## 글로벌 투자 부진이 우리나라 부가가치 창출에 미치는 영향

정규철



반양장 | 크라운판 | 60쪽 | 정가 2,000원

본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 나타나고 있는 글로벌 투자의 부진이 우리 경제에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 글로벌 투자 부진은 세계 GDP 대비 세계교역량의 증가세가 과거에 비해 문화된 하나의 원인이다. 우리 경제가 수출에 크게 의존하며 부가가치를 창출하고 있는바, 글로벌 투자 부진이 수출 경로를 통해 우리 경제에 부정적 영향을 미치고 있을 수 있다는 우려를 염두에 두고 정량적인 분석을 시도하였다.

---

## 재정책무성 강화를 통한 재정건전성 제고방안

윤희숙 편



반양장 | 크라운판 | 465쪽 | 정가 14,000원

본 연구는 우리나라 재정의 주요 지출부문과 재정관리제도를 재정책무성이라는 관점에서 분석했다. 재정책무성은 재정운용의 기조가 '저성장 · 고령화' 대응으로 전환해야 하는 지금에 있어서는 특히 유용한 수단이다. 본 연구에서 다른 분야 중 일부는 책무성 장치의 부족으로 인해 재정운용의 합리성이 훼손되는 구조를 분석하는 반면, 다른 일부는 미처 책무성 장치를 완비하지 못해 앞으로 이러한 비합리성이 심화될 여지가 존재하는 것을 보이고 있다.

## 대형유통업체 자체상품 확대의 경제적 효과에 관한 연구

이진국



반양장 | 크라운판 | 97쪽 | 정가 2,000원

본 보고서는 국내외 문헌조사, 미시데이터 구축, PB 업계 설문조사 및 계량분석을 통해 PB의 성장 추이와 산업적 배경을 분석하고 관련 업계에 미친 경제적 파급효과를 추정하였다. 분석을 통해 PB의 확대 현상이 대형·기업형 유통업태의 시장장악과 그들 간 판매경쟁 심화라는 유통산업의 구조변화에서 비롯되었음을 확인한다. 아울러 2000년대 후반부터 국내 PB 시장의 성장동력이 대형마트 업태로부터 편의점 업태로 이전되었음을 보이고 있다.

---

## 기업집단 내부거래의 평가와 정책대응

이재형 · 박병형



반양장 | 크라운판 | 207쪽 | 정가 2,000원

우리 경제에서 시장경제의 미성숙 혹은 불완전한 작동으로 인해 나타난 대표적인 문제 가운데 하나가 '재벌 문제'이며, 그중 재벌총수 및 그 일가들에 의한 기업이익 편취 목적의 내부거래에는 재벌체제가 갖고 있는 제반 문제가 집약되어 있다. 본 연구에서는 통계분석을 통해 우리나라 기업집단 내부거래의 전반적 실태와 그 특징을 파악하며, 내부거래를 규율하는 현행 법제도의 현황과 문제점을 검토하고 개선방안을 제시하고자 한다.

---

## 최근 북한의 경제정책 평가 및 향후 전망

이종규



반양장 | 크라운판 | 110쪽 | 정가 2,000원

본고는 북한 경제정책의 흐름과 각종 조치들이 경제에 직·간접적으로 미친 영향에 대해 분석하는 것을 목적으로 한다. 특히 2000년대 이후의 정책들은 현재 북한경제의 모습을 구성하는 데 결정적인 역할을 했다고 볼 수 있는바, 2000년대에 추진되었던 북한의 경제정책에 대한 정보를 각종 방법을 동원하여 파악하는 데 집중함으로써 북한의 경제조치들이 경제 전반에 미친 영향을 이해하고자 했다.

---

## 국민연금이 가계의 저축 및 자산구성에 미친 영향:

소득분위별 및 부채부담수준별 분석



김성태 · 이준상

반양장 | 크라운판 | 49쪽 | 정가 2,000원

본 연구는 한국노동패널 자료를 이용하여 개인의 국민연금자산을 추정하고 패널모형을 통해 소득분위별 연금자산이 가계의 저축과 자산구성 선택에 미치는 영향을 실증분석하였다. 나아가 가계의 담보인정비율을 기준으로 가계의 부채부담수준에 따른 소득분위별 연금자산의 한계효과를 분석하고, 가계 총자산을 금융과 비금융 자산으로 분류하여 각 항목에 대해 연금자산이 미치는 영향을 살펴보고 있다.

# KDI 도서회원제 안내

## • 회원에 대한 특전

- 본원에서 발행하는 모든 간행물을 우송하여 드립니다. (단, 비공개 자료 및 배포제한 자료는 제외)
- 본원이 주최하는 각종 행사(세미나, 정책토론회, 공청회 등)에 우선적으로 참가 하실 수 있습니다.
- 발간된 연구보고서(인쇄물)를 KDI 홈페이지에서 추가로 구매하실 경우 10%의 가격을 할인받으실 수 있습니다.

## • KDI 발간자료

- 단행본, 연구보고서, 정책연구시리즈, KDI 정책포럼, KDI FOCUS, 연구자료, 기타보고서 등
- 월간 KDI 경제동향, KDI 북한경제리뷰, Economic Bulletin, 나라경제, click 경제교육
- 분기 한국개발연구, 부동산시장 동향분석, 개발협력 동향분석
- 반년간 KDI 경제전망

## • 연간회비

- 개인회원 10만원
- 기관회원 30만원

## • 가입방법

KDI 홈페이지에서 도서회원 가입신청서를 작성하신 후 아래의 방법으로 회비를 입금하시면 됩니다.

계좌입금: 우리은행 254-012362-13-113(예금주: 한국개발연구원)

지로(지로번호: 6961017), 신용카드 및 핸드폰으로 결제 가능합니다.

본원 성과획산팀(발간자료 담당자)에 직접 회비를 납입하실 수 있습니다.

## • 문의사항

대외협력실 성과획산팀 발간자료 담당

TEL (044) 550-4346 / FAX (044) 550-4950 / E-mail book@kdi.re.kr

## • 판매처

- |                      |                    |
|----------------------|--------------------|
| • 교보문고(광화문점 정부간행물코너) | TEL. (02) 397-3628 |
| • 영풍문고(종로점 정치경제코너)   | TEL. (02) 399-5632 |

정책연구시리즈 2016-10

## 국내 금융회사 그룹 리스크 평가와 관련 제도 개선 방향

인 쇄 2016년 12월 27일

발 행 2016년 12월 31일

저 자 이기영

발행인 김준경

발행처 한국개발연구원

등 록 1975년 5월 23일 제6-0004호

주 소 세종특별자치시 남세종로 263

전 화 (044) 550-4114

팩 스 (044) 550-4310

© 한국개발연구원 2016

ISBN 979-11-5932-226-6

값 2,000원



\* 잘못된 책은 바꿔드립니다.