

종합금융투자사업자의 지배구조에 따른 영업행태에 대한 사례연구

추 현 옥*
권 세 원**

본 사례연구는 종합금융투자사업자(이하 '종투사') 제도 도입과 그 이후 효과를 분석하고, 종투사로 지정된 9개 증권사의 영업행태를 지배구조에 따라 비교하였다. 종투사 제도는 2013년 자본시장법 개정을 통해 국내 증권사의 대형화를 유도하고, 경쟁력 있는 글로벌 투자은행을 육성하기 위해 도입되었다. 도입 초기에는 자본시장과 기업 간 연계를 강화하여 혁신 기업에 대한 자본 배분을 통한 시장구조의 근본적인 변환을 기대하였다. 그러나 제도 도입 후 10여 년이 지난 현재, 종투사 자금이 기대된 모험자본 공급보다는 부동산 금융과 같은 수익성이 높은 사업에 편중되어 있다는 비판이 제기되고 있다.

본 사례연구는 종투사 지정의 핵심 요건인 자기자본 3조원을 충족한 시점 전후의 자기자본 변화, 수익구조 변화 및 자산건전성 변화를 최상위 지배구조에 따라 비교 분석하였다. 분석 결과, 특정 오너가 통제하는 사적 지배구조를 가진 종투사들은 적극적인 자본확충과 수익 다변화가 이루어졌으나, 분산 지배구조의 종투사들은 상대적으로 보수적인 자본확충을 하였으며, 종투사 지정 이후에도 여전히 전통적인 수탁 수수료에 크게 의존하고 있었다. 또한, 분산 지배구조 종투사들은 자기자본을 달성하기 위해 자산건전성이 낮은 대출채권을 증가시키고, 대손충당금을 과소 적립하는 방식으로 자본을 확충하는 경향을 보였다. 이는 지배구조가 자본확충 전략, 수익구조 변화 및 자산건전성 변화에 중요한 영향을 미치는 것을 시사한다.

본 사례연구는 종투사 제도가 자본시장의 질적 성장을 촉진하기 위해서는 지배구조에 따른 차별적 접근과 내부통제 강화를 통한 리스크 관리 체계의 정비가 필요함을 강조한다. 또한, 향후 종투사 제도의 개선이 기업 성장과 혁신에 미치는 영향을 정량적으로 분석하고 정책적 시사점을 도출하는 사례연구가 필요함을 제안한다.

주제어: 종합금융투자사업자, 지배구조, 자본확충, 수익구조, 자산건전성

1. 서론

전통적인 은행 중심의 금융 구조가 혁신산업과 모험산업의 성장을 제약할 수 있다는 비판(신보성 등 2004) 등에 따라 자본시장의 발전을 위한 논의는 금융위기 전부터 꾸준히 제기되어 왔다. 특히, 전통적인 은행 시스템은 안정적인 투자와 대출에 집중되어 있어 위험을 수반하는 혁신산업 지원에는 한계가 있었다. 이러한 비판은 자본시장을 통한 금융의 다

각화 움직임을 촉발하였으며, 글로벌 금융위기 이후 더욱 가속화되었다. 실제로 금융위기 이후 완화적 통화정책과 저금리 기조가 지속되면서 은행의 수신 비중은 점차 축소된 반면, 증권사 및 자산운용사의 투자성 상품 비중은 크게 확대되었다(이승호 2016). 그러나 당시 국내 증권사들은 위탁매매 업무 중심의 안정적인 수익 모델에 치중해 있어 고부가가치 산업으로의 사업 확장에는 소극적이었다. 기업들이 자금을 조달하는 대표적인 방법은 상업은행을 통한 장기 대출과 신용공여였으나, 담보 능력과 신용도가 낮은

논문접수일: 2025. 01. 02. 1차 수정본 접수일: 2025. 02. 11. 2차 수정본 접수일: 2025. 03. 03. 게재확정일: 2025. 03. 04.

* 이화여자대학교 경영학부 박사과정(hyunok@ewha.ac.kr), 제1저자

** 이화여자대학교 경영학부 부교수(k4js1@ewha.ac.kr), 교신저자

중소기업들은 자본시장 접근이 상대적으로 제한되어 자금조달에 어려움을 겪었으며, 혁신 기업들의 성장에도 한계가 있었다. 이에 자본시장과 혁신 기업의 동반 성장을 통한 국가 경제 발전 요구가 커지자, 금융당국은 2013년 자본시장법 개정을 통해 국내 증권사의 대형화를 유도하고 경쟁력 있는 대형 투자은행을 육성하기 위한 종합금융투자사업자(이하 '종투사') 제도를 도입하였다. 성장 가능성이 높은 기업에 모험자본을 적극적으로 공급하고, 이를 통해 채권, 인수, 유상증자, 인수합병(M&A) 등 다양한 기업 금융 업무를 지원하고자 했다. 다시 말해, 종투사 제도의 주요 목표는 증권사가 단순한 중개역할을 넘어 더 큰 규모의 자본을 운영하며, 고위험·고수익 산업에 투자할 수 있도록 지원하는 것이었다.

자본시장법은 고부가가치 산업으로서 높은 위험을 수반하는 투자은행 업무를 수행하기 위한 요건으로 최소 3조원 이상의 자기자본을 요구하며, 신용공여 업무 수행에 따른 위험 관리 체계를 마련하도록 규정하고 있다. 종투사는 헤지펀드 대상 자금대출 업무와 프라임 브로커리지 서비스¹⁾ 등 다양한 금융 서비스를 제공할 수 있도록 허용되었다. 또한, 종투사가 모험자본을 적극적으로 공급할 수 있도록 레버리지 한도를 상향하고 신용공여 한도를 확대하여 자기자본 규제 완화에 대한 제도적 유인도 함께 제공하였다.

종투사 도입 초기에는 자본시장과 기업 간의 연계를 강화하여 유연하고 혁신적인 자본 배분을 통해 시장 구조의 근본적인 변환을 기대하였다. 그러나 제도 도입 후 10여 년이 지난 현재, 종투사들이 당초 기대와 달리 모험자본을 공급하기보다는 부동산 금융과 같은 수익성이 높은 사업에 자본을 집중하고 있다는 비판이 제기²⁾되고 있다. 금융당국과 업계는 이러한

상황을 타개하고 종투사의 본연의 역할을 재정립하기 위해 다양한 제도적 개선 방안을 강구하고 있다. 이에 따라, 이르면 2025년초부터 종투사 제도에 대한 개선안이 본격적으로 논의될 것으로 보인다.

그동안 종투사와 관련된 연구는 제도 도입의 배경, 도입 효과, 투자은행 육성을 위한 전략 및 도입 이후의 성과 분석에 집중되어 왔다. 특히 제도 도입 이후 자본이 사회적으로 적절하게 재배치되고 있는지를 중심으로 연구가 이루어졌으며, 이로 인해 금융당국의 제도 개선 방향도 증권사의 투자은행(IB) 업무 지원을 위한 유인 제공과 리스크 관리에 초점을 맞추었다. 그러나 종투사 제도는 상대적으로 높은 자기자본 요건을 충족하면, 이를 활용하여 사업 영역을 확장하고 고수익을 창출할 수 있도록 지원하는 구조이다. 이는 자기자본 요건을 충족하기 위한 증권사들의 비정상적인 영업행태를 초래할 가능성을 배제할 수 없음을 의미한다.

따라서 본 논문은 최근 주목받고 있는 종투사 제도의 도입 경과와 도입 효과를 검토하고, 종투사로 지정된 9개 증권사의 지정 전후 영업행태를 분석하고자 한다. 이를 위해 현재 종투사로 지정된 케이비증권, NH투자증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 한국투자증권, 신한투자증권, 메리츠증권, 하나증권, 키움증권 등 9개 증권사³⁾를 최상위 지배구조 형태에 따라 두 그룹으로 분류한 뒤, 지배구조에 따른 자기자본 확충 전략, 수익구조 및 자산건전성 변화를 비교 분석할 계획이다.

본 사례연구는 다음과 같이 구성된다. 제II절에서는 종투사 제도 도입 경과 및 효과를 분석한다. 제III절에서는 종투사들의 자산건전성 변화 사례를 검토한다. 마지막 절에서는 본 사례연구를 요약하고 시

1) Prime Brokerage는 '전담중개업무'로 헤지펀드 등을 대상으로 증권대여, 자금지원(Financing), 헤지펀드 재산의 보관·관리(Custody), 매매체결·청산·결제(Clearing), 펀드투자자에 대한 보고(Reporting) 등 종합금융서비스를 연계·제공하는 업무를 말한다.

2) 2024.9.1. 머니투데이 "이대훈 안돼" 종투사 점검 나선 금융위...제도개선 '만지작'

3) 2024.12.24. 대신증권이 새롭게 종투사로 지정되었으나, 종투사 지정 이후의 재무 데이터가 공시되지 않았기에 본 연구에서는 연구 대상으로 포함하지 않았다.

사점을 도출한다.

II. 종투사 제도 도입 경과 및 효과

2.1 종투사 제도 도입 경과

2009년 2월 4일 자본시장에서의 금융 혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성하기 위해 자본시장법이 시행되었다. 자본시장법은 포괄주의, 겸업주의의 도입을 통해 경쟁력 있는 대형 투자은행이 출현할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 것을 목표로 한다(오영표 2013).

투자은행이라는 개념은 1933년 미국의 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act)이 제정되면서 여신 및 수신업무를 취급하는 상업은행과 구분되어 등장했다. 김영도(2018)에 따르면, 증권사의 업무 중 투자은행(IB) 업무는 수요자인 기업과 자금 공급자인 투자자 사이에서 유가증권을 포함한 자산의 흐름을 중개하는 역할을 의미한다. 전통적으로 국내 증권사들은 단순한 위탁매매 중개업에만 치중하여 동질적인 업무를 주로 수행해 왔기 때문에, 기업이 활용할 수 있는 재무 수단이 글로벌 수준에 비해 상대적으로 부족한 상황이었다. 이에 따라, 금융당국은 투자은행을 통해 유망한 신성장 동력 기업을 발굴하고 기업의 직접 금융 시장을 한 단계 발전시키기 위해 2011년 7월 27일 자본시장법 개정안을 입법예고⁴⁾하고 종투사 개념 및

지정 기준을 발표하였다. 이후 몇 차례 수정을 거쳐 2013년 4월 30일 개정안이 국회 본회의를 통과하면서 본격적으로 종투사 제도가 도입되었다.

자본시장법⁵⁾에 의하면 종투사는 상법에 따른 주식회사로서 증권에 관한 인수업을 영위하고 자기자본 3조원 이상을 갖추며, 기타 위험 관리 능력을 고려한 기준 등을 충족한 투자매매·중개업자로 정의된다. 이를 통해 일반 증권회사와 차별화되는 법적개념이 부여되었다. 또한, 투자은행으로서 신생 기업을 위한 투자·융자, M&A 등 종합적인 기업 금융 업무를 원활히 수행할 수 있도록 기업에 대한 신용공여, 비상장 주식 내부 주문 집행, 프라이빗 브로커리지 업무 관련 제도 및 자기자본 규제를 정비하였다.

그러나 제도 도입 후 3년이 지나도록 종투사들의 영업수익은 여전히 중개 수수료 수익에 의존⁶⁾하고 있었다. 이러한 상황에서 투자은행의 제도 도입의 취지였던 혁신 기업에 대한 적극적인 모험자본 공급이 원활히 이루어지지 못하고 있다는 비판이 제기되었으며, 이를 보완하기 위해 2017년 5월 자본시장법 시행령이 개정되었다. 개정된 법령은 자본력이 충분한 종투사에 한해 만기 1년 이내인 어음 발행·할인·매매·중개·인수·보증 업무를 수행할 수 있도록 허용하였다. 또한, 종투사가 보다 적극적으로 모험자본 공급 기능을 수행할 수 있도록 발행어음을 레버리지 비율 산정 시 제외하였으며, 대출자산의 위험 수준에 따라 건전성 부담이 결정되는 새로운 영업용순자본 비율(Net Capital Ratio, NCR) 지표⁷⁾를 도입하였다. 이러한 제도적 유인은 종투사의 자본확충과 지정

4) 2011.7.27. 금융위원회 보도자료 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 입법예고

5) 자본시장법 제77조의2(종합금융투자사업자의 지정 등) ① 금융위원회는 투자매매업자 또는 투자중개업자로서 다음 각 호의 기준을 모두 충족하는 자를 종합금융투자사업자로 지정할 수 있다. 1. 「상법」에 따른 주식회사일 것 2. 증권에 관한 인수업을 영위할 것 3. 3조원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상의 자기자본을 갖출 것 4. 그 밖에 해당 투자매매업자 또는 투자중개업자의 신용공여 업무수행에 따른 위험 관리 능력 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 기준

6) 2013년 종투사로 지정된 5개 증권사의 인수 및 주선 수수료, 매수 및 합병 수수료, 채무보증 수수료 등 IB 업무 관련 수수료 수익이 전체 수수료 수익에서 차지하는 비중은 2009년 8.3%, 2013년 10.7%, 2016년 15.6% 수준으로 여전히 낮았다.

7) 만기 1년 이상 대출채권은 영업용순자본에서 대출채권 전액을 차감하였으나, 새로운 NCR 지표 적용을 통해 영업용순자본에서 차감하지 않고 신용위험액(위험값의 0%~32%)에 반영하도록 개정하였다. (2017.5.2. 금융위원회 보도자료 「초대형 투자은행 육성방안, 및 「공모펀드 시장 활성화」를 위한 자본시장법 시행령 및 금융투자업 개정」)

〈표 1〉 종합금융투자사업자 현황

(단위: %, 억원)

사명	설립 연도	설립 당시 사명	종투사 지정시기	최대주주 (2023년말)		자기자본 (2023년말)	영업이익 (2023년말)
				지분율			
케이비증권	1962	국일증권	2013.10월 (舊 현대증권)	케이비 금융지주	100.00	61,572	6,535
NH투자증권	1969	한보증권	2013.10월 (舊 우리증권)	농협 금융지주	56.82	71,066	6,899
미래에셋증권	1970	동양증권	2013.10월 (舊 대우증권) 2016.6월 (미래에셋증권)	미래에셋 캐피탈	30.20	94,683	5,070
삼성증권	1982	한일투자금융	2013.10월	삼성생명보험	29.39	63,377	6,620
한국투자증권	1974	한국투자신탁	2013.10월	한국투자 금융지주	100.00	81,387	23,080
신한투자증권	1973	효성증권	2017.3월	신한금융지주	100.00	52,633	3,859
메리츠증권	1973	한일증권	2017.11월	메리츠금융지주	100.00	56,194	6,177
하나증권	1968	한국투자공사	2019.7월	하나금융지주	100.00	57,525	△2,645
키움증권	2000	키움닷컴증권	2022.4월	㈜다우기술	41.19	42,726	4,724

〈출처〉 각 증권사 사업보고서

요건 충족 유도에 일정 부분 기여하였다.

그 결과, 2024년 12월 기준 케이비증권(舊 현대증권)⁸⁾, NH투자증권(舊 우리투자증권)⁹⁾, 미래에셋증권(舊 대우증권)¹⁰⁾, 삼성증권, 한국투자증권, 신한투자증권, 메리츠증권, 하나증권, 키움증권 등 총 9개사가 자기자본 3조원 이상으로 법적 요건을 충족하여 종투사로 지정되었다. 〈표 1〉은 종투사로 지정된 9개 증권사의 주요 현황을 보여준다.

2.2 종투사 제도 도입 효과

〈표 2〉는 9개 종투사의 연도별 평균 주요 재무지표 변화를 보여준다. 〈표 2〉에서 확인할 수 있듯이,

자본시장법이 도입된 2009년 당시 평균 자기자본은 1조 9,202억원이었으며, 2013년에는 2조 4,624억원으로 증가한 뒤 2023년에는 6조 4,574억원으로 비약적인 성장을 이루었다.

비록 2022년도 이후 금리 인상과 대내외 잠재리스크 등으로 인해 증권사들의 수익성이 다소 악화되었으나, 2021년까지는 전반적으로 영업이익이 우상향하는 성장 추이를 보였다. 이는 〈그림 1〉의 ROE(자기자본이익률)의 변화를 통해서도 확인할 수 있다.

제도 도입 효과를 보다 명확히 분석하기 위해 2013년 10월 최초로 지정된 케이비증권, NH증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 한국투자증권 등 지정 시기가 동일한 5개 증권사의 재무지표 변화를 추가로 살펴

8) 2016.12.30. 舊 현대증권이 케이비증권과 합병을 통해 케이비증권으로 상호를 변경하였다.

9) 2014.12.31. 舊 우리투자증권과 NH농협증권이 합병하여 NH투자증권으로 상호를 변경하였다.

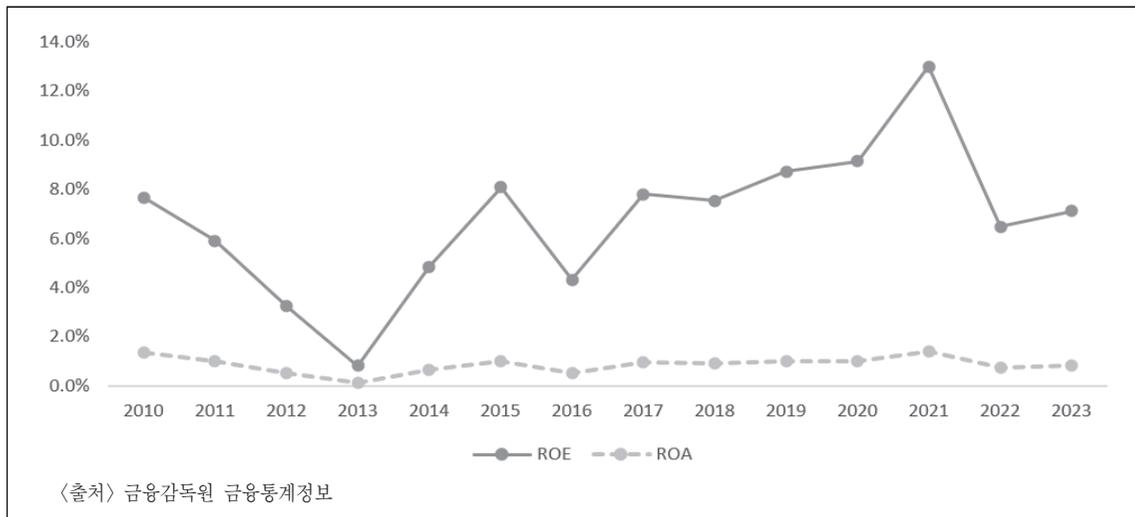
10) 2016.9.27. 미래에셋증권과 舊 대우증권 지분을 인수하여 미래에셋대우로 사명을 변경하였다가 2021년 3월 미래에셋증권으로 사명을 최종 변경하였다.

〈표 2〉 종합금융투자사업자 연도별 평균 주요 재무지표

(단위: 억원, %)

회계 연도	총자산	자기자본	부채비율	당기 순이익	영업이익	수수료 수익	수탁 수수료 수익 비중	ROE	ROA
2010	115,419	20,179	472.0	1,510	1,880	3,595	69.6	7.7	1.4
2011	141,991	24,509	479.3	1,319	1,799	4,198	70.4	5.9	1.0
2012	166,331	24,947	566.7	799	1,090	3,055	64.2	3.2	0.5
2013	172,868	24,624	602.0	202	268	2,239	62.4	0.8	0.1
2014	215,095	26,601	708.6	1,243	1,474	3,078	60.3	4.9	0.6
2015	236,791	28,915	718.9	2,247	2,903	4,610	60.0	8.1	1.0
2016	286,639	34,696	726.1	1,377	1,731	4,050	49.8	4.3	0.5
2017	315,061	39,075	706.3	2,873	3,721	5,239	47.7	7.8	1.0
2018	365,968	42,840	754.3	3,089	4,099	6,296	46.7	7.5	0.9
2019	404,230	47,240	755.7	3,933	5,340	6,325	35.8	8.7	1.0
2020	509,251	51,426	890.3	4,506	7,108	9,473	55.3	9.1	1.0
2021	523,838	58,756	791.5	7,163	10,553	11,322	52.4	13.0	1.4
2022	505,830	60,915	730.4	3,872	5,053	8,564	42.4	6.5	0.8
2023	571,367	64,574	784.8	4,468	6,702	8,289	49.2	7.1	0.8

〈출처〉 금융감독원 금융통계정보



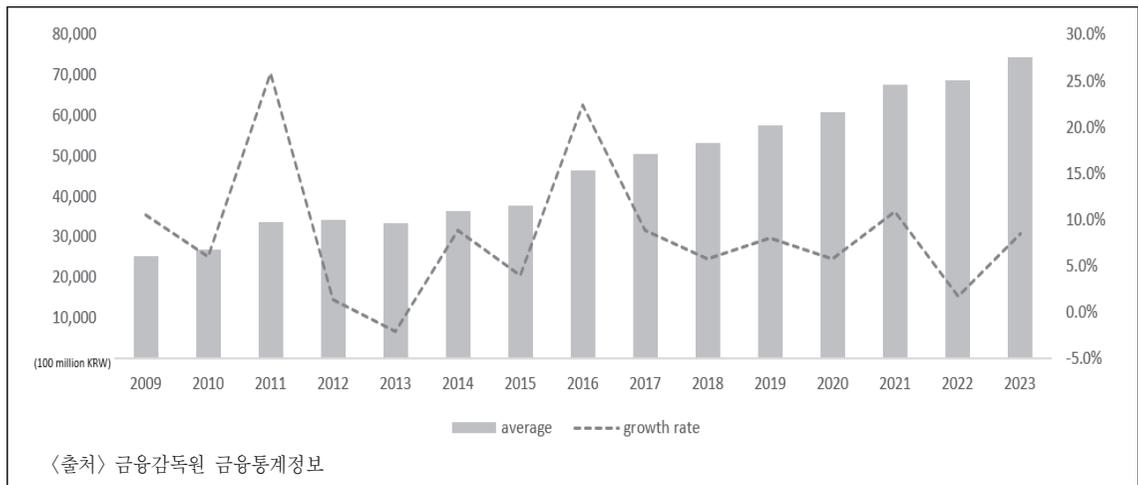
〈그림 1〉 종합금융투자사업자 평균 ROE, ROA 변화

보았다. <그림 2>는 5개 종투사의 평균 자기자본 추이를 보여준다. 2009년 자본시장법 시행 당시 5개사의 평균 자기자본은 2조 5,295억원이었으며, 2011년 종투사 제도가 구체적으로 논의되면서 5개사 모두 자기자본 3조원을 달성하여 지정 요건을 충족했다. 2013년 종투사로 지정된 이후 평균 자기자본은 지속적으로 증가하여 2023년 말에는 2009년 대비

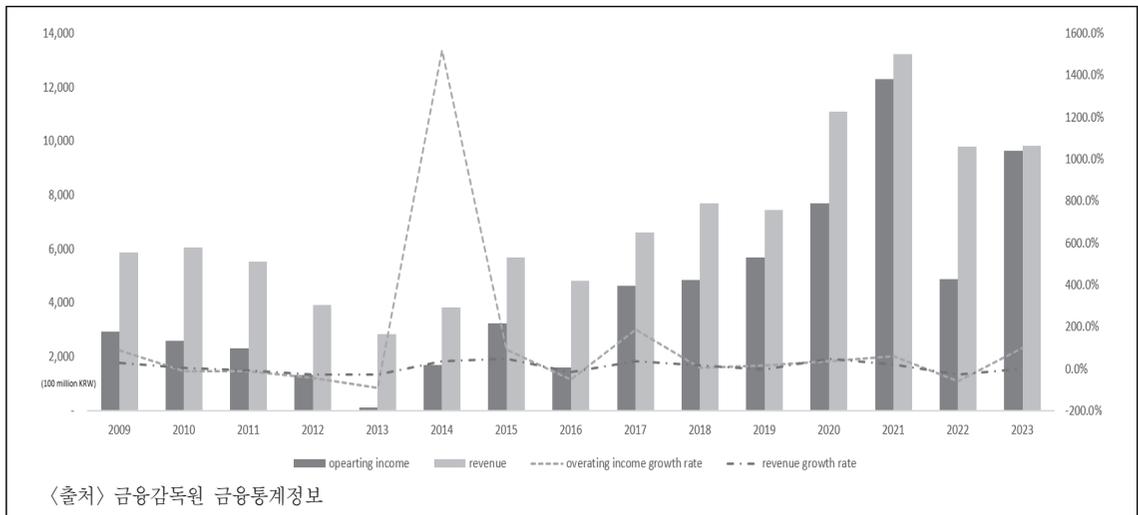
194.2% 증가한 7조 4,417억원에 도달했다.

연도별 평균 자기자본 증가율에는 차이가 있었는데, 특히 2015년 대비 2016년에 22.4%의 증가율을 기록한 것은 미래에셋증권과 舊 대우증권, 케이비증권과 舊 현대증권의 합병 효과가 반영된 것으로 판단된다.

<그림 3>은 5개사의 평균 영업이익과 평균 수수료



<그림 2> 5개 종합금융투자사업자 평균 자기자본 변화



<그림 3> 5개 종합금융투자사업자 평균 영업이익 및 평균 수수료 수익 변화

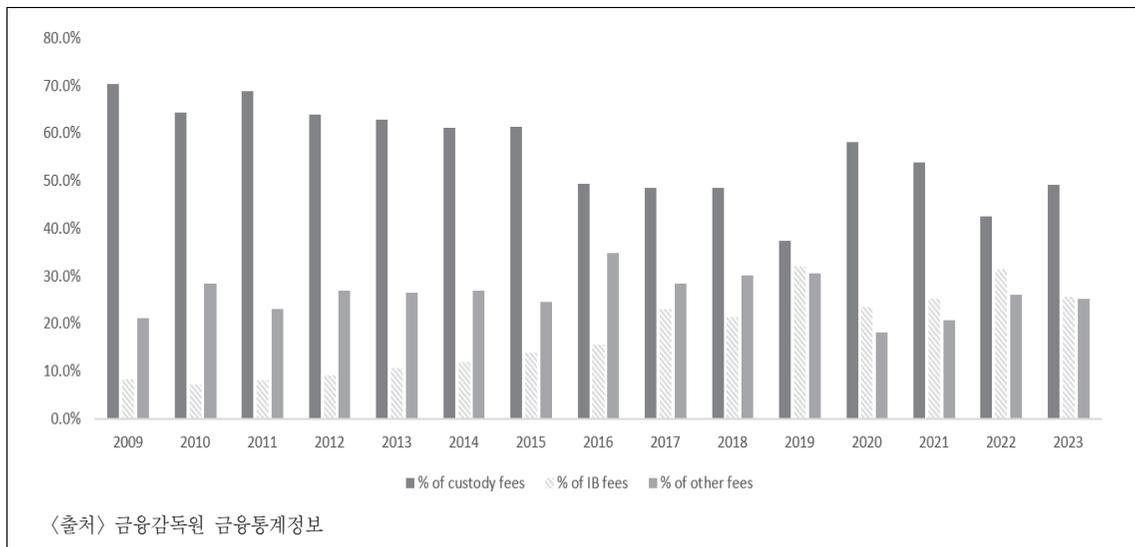
수익 변화를 나타낸다. 평균 영업이익은 자기자본 변화에 비해 변동성이 높았으며, 2009년 평균 2,936 억원에서 2021년에는 평균 1조 2,290억원으로 약 4.2배 증가하였다.

반면, 평균 수수료 수익은 2009년 5,859억원에서 2023년 9,812억원으로 완만한 상승 흐름을 유지했다. 2013년 종투사로 지정된 이후, 평균 영업이익 및 평균 수수료 수익이 전년 대비 감소한 것은 2013년 중 회계연도를 3월 말 법인에서 12월 말 법인으로 변경함에 따른 수익 기간 차이¹¹⁾의 영향이 일부 작용한 것으로 판단된다. 그러나 9개월간의 수익을 감안하더라도 평균 수수료 수익 대비 평균 영업이익의 큰 폭 감소는 이례적인 현상으로 볼 수 있다.

다음은 종투사로 지정된 이후, 5개사가 자기자본을 활용하여 모험자본을 공급하고 기업 금융 서비스를 확대하는 데 미친 영향을 분석하기 위해 수익구조를 살펴본 결과이다.

〈그림 4〉는 수수료 수익 중 수탁 수수료와 IB 업무 수수료 비중을 보여준다. 2009년 70.5%였던 평균 수탁 수수료 비중이 2023년 49.1%로 감소한 것은 종투사로 지정된 이후 평균적으로 수익구조가 다변화되었음을 시사한다. 그러나 평균 IB 업무 수수료 비중이 전반적으로 상승하는 경향을 보였음에도 불구하고, 10년이 지난 2023년에도 여전히 수수료 수익 중 25.7%에 불과한 것은 종투사 지정이 본래의 목표였던 수익구조의 근본적인 다변화와 기업 금융 서비스 확대를 이끌어내는 데에는 한계가 있었다고 평가할 수 있다.

이러한 현상은 〈표 3〉에 제시된 종투사의 기업 신용공여 현황을 통해서도 확인할 수 있다. 증권사는 전통적으로 주식 매매 중개, 자기 매매뿐만 아니라 투자자를 대상으로 한 신용공여를 통해 수익을 창출해 왔다. 특히, 신용공여는 투자자가 신용거래를 통해 주식을 매수할 때 증권사가 자금을 대여하거나, 투자자



〈그림 4〉 5개 종합금융투자사업자 수수료 수익구조

11) 2012 회계연도까지 3월 말 법인이었던 종투사들이 2013 회계연도부터 12월 말 법인으로 전환됨에 따라 2013 회계연도의 손익계산서는 9개월 누적분으로 집계되었다. 최순영(2021), 이효섭(2023) 등의 분석 방식에 따라 2013 회계연도의 3분기 실적을 연간 실적으로 환산하지 않고, 3분기 실적 그대로 분석하였다.

〈표 3〉 종합금융투자사업자 기업 신용공여 규모

(단위: 조원, %)

구 분	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
기업 신용공여	0.4	0.9	1.8	2.3	5.7	11.5	15.4	14.6	14.8	17.6	21.5
자기자본(합계)	16.7	18.2	18.9	27.3	31.8	33.4	40.5	43.8	49.1	54.8	58.1
비 중	2.4	4.9	9.5	8.4	17.9	34.4	38.0	33.3	30.1	32.1	37.0

〈출처〉 금융감독원 금융통계정보, 업무보고서, 자본시장연구원

가 보유한 주식을 담보로 대출을 실행하는 형태로 이루어진다.

종투사 제도는 기업의 원활한 사업 활동과 수익 창출을 지원하기 위해 도입되었지만, 2023년 기준 종투사의 기업 신용공여 규모는 21.5조원인 반면, 신용거래 용자 및 주식 담보 대출은 29.2조에 달한다.¹²⁾ 이는 종투사 제도가 도입된 지 10년이 지났음에도 불구하고, 대부분의 종투사가 여전히 기업 신용공여보다 상대적으로 안전하고 수익성이 높은 신용용자 및 주식담보대출 등 투자자 신용공여를 선호하고 있음을 의미한다. 이러한 경향으로 인해 종투사는 투자은행으로서의 본연의 역할을 충분히 수행하지 못하고 있다는 평가를 받고 있다.¹³⁾ 결론적으로, 종투사 제도는 도입 당시 일부 정책적 목표를 달성했으나, 본래 취지대로 기업 금융 지원 기능을 강화하기 위해서는 추가적인 발전과 제도 개선이 필요하다.

2.3 금융기관의 대손충당금을 통한 이익관리 및 자산 건전성 관련 선행연구 검토

일반적으로 금융기관은 대손충당금을 주요 수단으로 영업이익을 관리한다. Greenawalt and Sinkey (1988)는 미국 상업은행의 1976년부터 1984년까지 데이터를 분석한 결과, 은행들이 대손충당금을 활용하여 보고이익을 유연화(smoothing)한다고 주장

하였다. 이는 대손충당금이 은행의 이익조정에 중요한 역할을 한다는 점을 강조한 연구이다. 이러한 연구와 궤를 같이하여, Kanagaretnam et al.(2004)은 은행이 단순히 재무관리를 위해 대손충당금을 사용하는 것이 아니라, 전략적 목적을 위해 대손상각비를 활용하여 이익의 변동성을 줄이고자 한다고 설명하였다. Beatty et al.(1995)은 세금 관리와 자본규제 충족을 위해 대손충당금을 이용하여 이익 변동성을 줄인다고 주장했으며, Kim and Kross(1998)는 금융당국의 자본 정책 변경에 따라 은행이 대손충당금을 적극적으로 계상하고 대손상각을 빈번히 실행하는 경향이 있다고 분석하였다. 이러한 연구들을 종합해 볼 때, 증권사 역시 종투사 지정과 같은 정책을 고려하여 대손충당금 조정 등 다양한 수단을 활용하여 자본을 확충할 가능성이 있음을 추론할 수 있다.

기업의 지배구조는 금융기관의 재무제표 보고에 영향을 미친다. Laeven and Levine(2009)는 은행의 지배구조에 따라 경영진이 단기 성과를 추구하거나 위험을 증가시키는 방식으로 이익조정을 할 가능성이 있음을 밝혔다. Cornett et al.(2009)은 금융기관의 수익성에 대한 압박이 지배구조에 따라 이익조정 여부에 영향을 미칠 수 있음을 확인하였다. Fonseca and González(2008)은 금융기관이 이익조정 수단으로 대손충당금을 자주 사용하며, 그 조정

12) 2022년 기준: 신용거래 용자(15.6조원), 주식담보대출(16.7조원), 2023년 기준: 신용거래 용자(14.5조원), 주식담보대출(14.7조원) (출처: 금융투자협회)

13) 2020.12.2. 금감원 보도자료 “종합금융투자사업자(종투사) 기업 신용공여 현황”

여부가 은행의 지배구조에 따라 달라짐을 분석하였다. 또한, Kanagaretnam et al.(2010)은 은행의 지배구조와 외부 감사인의 역할이 이익조정을 조장하거나 억제할 수 있는 중요한 요소임을 밝혔다.

국내 연구에서도 금융기관의 지배구조와 재무제표 보고 간의 관계에 대한 연구가 진행되었다. 김선화 등(2013)은 금융투자회사를 대상으로, 지분을 5% 이상 소유한 주요 주주(Block holder)가 존재할 경우 재량적 발생액을 이용한 이익조정 수준뿐만 아니라 실제 활동을 통한 이익조정 수준도 효과적으로 통제하는 것으로 분석하였다. 반면, 한성욱과 이호영(2012)은 대주주가 지주회사 계열인 경우 이익을 상향 조정할 유인이 크다는 점을 보고하였다. 이러한 선행연구를 바탕으로 대형 투자은행으로 성장하고자 하는 국내 중투사들도 지배구조에 따라 자산건전성 유지 방식이나 대손충당금 적립 전략에서 차이를 보일 가능성이 있음을 예상할 수 있다.

다만, 금융산업은 규제 산업이므로 규제 변화에 따라 금융기관의 영업행태, 재무제표, 사업 위험 등이 영향을 받을 수밖에 없다. 가령 정정현과 조아영(2021)에 따르면, 직접적인 자산건전성 규제가 아닌 주택 대출 규제로 인해 저축은행의 고정이하여신비율이 개선되는 것으로 나타났다. 또한, 특이하게도 담보인정비율(LTV) 규제가 강화될 경우 대출 총액이 감소하여 오히려 금융기관의 고정이하여신비율과 자기자본비율이 악화된다는 연구도 존재한다(문제현과 김갑열, 2015). 이렇듯 금융기관과 관련된 정책적 조치는 본래 의도와 다른 결과를 초래하기도 하므로, 중투사 제도 도입의 여파도 더욱 면밀히 살펴볼 필요가 있다.

2.4 중투사 제도와 관련된 선행연구 검토

그동안 중투사에 대한 연구는 제도 도입의 효과, 투자은행 육성을 위한 전략 및 제도 방안에 대한 논의가 활발하게 이루어져 왔다. 임병철 등(2008)은

미국, 유럽, 일본 등의 해외 투자은행 사례를 바탕으로, 국내 금융시장 환경을 고려한 업무 영역과 목표 시장을 설정하여 국내 금융회사의 경쟁력을 제고해야 한다고 주장하였다. 또한, 투자은행 업무에 대한 법적·제도적 규제를 완화하거나 개선할 필요성도 있음을 강조하였다.

황유상(2009)은 자본시장법 체제 아래에서 자본시장 업무가 기능적으로 통합됨에 따라 리스크 관리의 중요성이 커졌음을 지적하고, 강화된 리스크 관리 시스템 구축 및 대형화를 통해 IB 업무나 자산관리와 같은 고부가가치 사업으로 진출하여 글로벌 투자은행과 경쟁할 필요성을 논의하였다. 김홍기(2011)는 국내의 금융그룹의 상업은행(CB) 및 투자은행(IB) 업무 현황을 분석하며, 금융위기에서 얻은 교훈을 바탕으로 리스크 관리와 투명성 강화를 위한 규제 필요성을 제안하였다. 이는 한국에서도 레버리지 규제 등 자본 비율 관리를 통해 리스크를 통제해야 한다는 주장으로 이어졌다.

연태훈(2011)은 투자은행이 고부가가치 사업임과 동시에 높은 위험을 동반하는 사업 영역임을 강조하며, 단기적인 성과보다는 안정성과 경쟁력을 확보할 수 있는 장기적인 전략이 필요하다고 설명하였다. 그는 투자은행의 발전을 위해 중투사 진입 장벽을 낮추고, 자발적 혁신을 기반으로 한 전략적 접근 방식의 필요성을 강조하였다.

오성근(2012)은 중투사의 정의에 따른 트레이딩 업무와 전담 중개업자 역할 확대 효과를 분석하며, 중투사 제도가 한국 금융시장에 긍정적인 영향을 미치기 위한 규제 방안으로 자본 적정성 기준 강화, 리스크 관리, 내부통제 시스템 개선, 전문인력 양성 등을 제시하였다. 오영표(2013)는 중투사 제도의 주요 내용인 기업 신용공여 확대 허용과 전담 중개업무의 독점적 허용을 둘러싼 법적 쟁점을 검토하며, 자본 적정성 규제, 리스크 관리 체계, 공시 강화, 독립성 유지 및 이해상충 방지 등의 법적 과제가 해결될

경우 한국형 대형 투자은행이 활성화될 것이라고 제안하였다.

2013년 10월, 케이비증권, NH투자증권 등 5개사가 종투사로 지정된 이후 투자은행 업무가 본격적으로 시작되면서 종투사의 자본시장 내 자금 조달 및 공급 효과를 분석한 연구가 활발히 이루어졌다. 조대형(2017)은 종투사 제도 도입 이후 약 4년 동안 국내 증권사의 대형화와 투자은행 활성화 여부를 평가하며, 감독당국이 유동성 리스크 증가에 대비하여 건전성 감독을 강화할 필요가 있다고 제안하였다. 김영도(2018)는 증권사의 영업 구조가 과거 위탁매매 중심에서 상품 운용 및 IB 업무 중심으로 전환되고 있으며, 특히 은행 지주 계열의 증권사가 IB 업무에 집중하고 있음을 분석하였다.

최순영(2021)은 글로벌 금융위기 이후 글로벌 투자은행의 사업 구조와 방식이 변화하고 있음을 주목하며, 국내 종투사 역시 핀테크 등 기술 발전에 맞추어 사업 구조 재편을 추진해야 한다고 주장하였다. 이효섭(2023)은 종투사 제도 도입 이후 약 10년 동안 종투사의 성과를 분석한 결과, 기업여신의 상당 부분이 부동산 관련 자산에 집중되어 있으며, 영업 수익의 대부분이 위탁 및 자기매매에 의존하고 있어 사업 차별화가 이루어지지 않았음을 지적하였다.

2.4에서 종투사 관련 선행연구들을 검토한 결과, 현재까지의 연구는 종투사 제도 도입의 배경 및 도입 이후 성과 분석에 주로 집중되어 있다. 이는 자본시장법에 따라 자기자본 3조원 이상을 갖춘 증권사가 종투사로 지정되면서 기업 신용공여 확대 및 건전성 규제 완화 등 여러 가지 정책적 혜택을 받기 때문이며, 이러한 제도의 실질적인 효과를 분석하는 것이 중요하기 때문일 수 있다.

증권사들이 종투사로 지정되기 위해 자기자본 3조원이라는 필수 요건을 충족해야 하는 만큼, 적극적인 자본확충 전략을 펼칠 가능성이 크다. 그럼에도 불구하고 기존 금융기관 연구들은 경영진의 인센티브와

지배구조가 이익조정에 미치는 영향을 분석하는 데 집중해왔으며, 종투사 지정 전후의 영업행태를 체계적으로 분석한 연구는 부족한 실정이다.

따라서 본 사례연구는 종투사 지정 과정에서의 자본확충 전략과 자산건전성 변화를 중심으로, 종투사 지정이라는 제도적 요건이 금융회사의 의사결정에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 특히, 자기자본 3조원 달성을 위한 과정에서 대손충당금 적립 및 자산건전성 관리 방식의 차이를 탐색하는 것이 본 연구의 핵심 목적이다. 기존 선행연구들이 주로 회귀분석을 활용하여 이익조정을 검증하는 데 집중한 반면, 본 사례 연구는 표본과 대상 기간의 제한으로 인해 회귀분석보다는 자산건전성 변화의 추세 분석을 중심으로 진행한다. 또한, 국내 금융 정책당국이 가장 관심을 두고 있는 사안 중 하나인 기업 지배구조가 금융회사의 의사결정에 미치는 영향을 중심으로 살펴본다. 이를 통해 종투사 지정 전후의 증권사 행태 변화를 지배구조 관점에서 보다 명확히 이해하는 데 기여하고자 한다.

III. 종투사 지정 전후 재무정보 시계열 분석

종투사로 지정되는 것이 증권회사에 높은 인센티브를 제공하는 제도라면, 이를 달성하기 위해 종투사 지정 이전에 증권사들은 자본확충을 위한 적극적인 영업 전략을 펼칠 가능성이 있다. 특히, 종투사 지정 전후의 자산건전성 변화를 고려할 때, 대손충당금 적립 수준이 조정될 가능성이 있으며, 이에 따라 종투사 지정 이후 일정 기간 동안 자산건전성 지표가 변할 수 있다.

본 사례연구에서는 종투사 지정의 핵심 요건인 자기자본 3조원 달성 시점을 기준(t년)으로 분석을 진행한다. 또한, 종투사의 지배구조에 따라 재무 정보

〈표 4〉 종합금융투자사업자 지정 당시 지배구조 현황

그룹	종투사	최상위 지배구조	최대주주	자기자본 3조원 도달시점	종투사 지정연도
그룹 1 (사적 지배구조)	케이비증권(舊 현대증권)	현대엘리베이터	현대상선	2011년	2013년
	삼성증권	삼성물산 외	삼성생명보험	2011년	2013년
	한국투자증권	김남구	한국투자금융지주	2011년	2013년
	메리츠증권	조정호	메리츠금융지주	2017년	2017년
	키움증권	다우데이터	다우기술	2021년	2022년
그룹 2 (분산 지배구조)	NH투자증권(舊 우리증권)	예금보험공사	우리금융지주	2011년	2013년
	미래에셋증권(舊 대우증권)	정책금융공사	산은금융지주	2011년	2013년
	신한투자증권	국민연금	신한금융지주	2016년	2017년
	하나증권	국민연금	하나금융지주	2018년	2019년

〈출처〉 사업보고서

의 시계열적 패턴에 차이가 있는지 살펴보기 위해 9개 종투사를 최상위 지배구조에 따라 두 그룹으로 나누어 분석하고자 한다.¹⁴⁾

우선, 본 사례연구에서는 증권사들이 종투사 지정 전후 소유구조에 따라 재무 정보의 시계열적 패턴에 변화가 있었는지를 중점적으로 분석할 예정이다. 이를 위해 종투사 지정 당시의 최상위 지배구조를 기준으로 두 그룹으로 구분하여 분석을 진행하였다. 첫 번째 그룹은 대기업에 속하거나, 특정 오너가 통제하는 사적 지배구조 형태를 보였던 케이비증권(舊 현대증권), 삼성증권, 한국투자증권, 메리츠증권, 키움증권이며, 두 번째 그룹은 비교적 지분 구조가 분산된 NH투자증권, 미래에셋증권(舊 대우증권), 신한투자증권, 하나증권이다. 〈표 4〉는 각 그룹에 속한 종투사들의 최상위 지배구조, 자기자본 3조원 도달 시점 및 종투사 지정연도를 보여준다.

3.1 자기자본 변화

〈그림 5-1〉은 종투사들이 자기자본 3조원을 달성한 t년을 기준으로 t-3년부터 t+3년까지의 자기자본 증가 추이를 보여준다. 또한, 〈그림 5-2〉는 자기자본 증가율의 변화를 시각적으로 나타낸다.

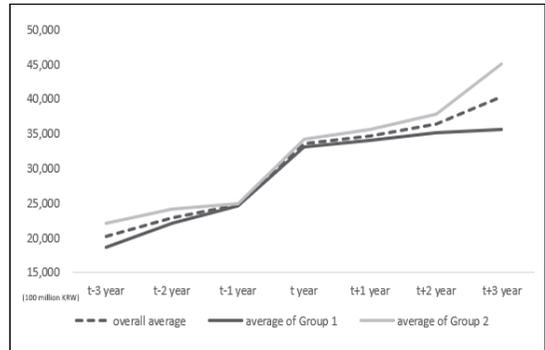
분석 결과, 대부분의 종투사는 점진적인 자기자본 증가 추이를 보였으며, 사적 지배구조(그룹 1)와 분산 지배구조(그룹 2) 모두 자기자본 3조원 달성이 임박했던 t-1년에서 t년 사이에 자기자본 증가율이 급격히 상승한 후, 3조원 도달 이후인 t년에서 t+1년 사이에는 증가율이 급락하는 모습을 보였다. 사적 지배구조(그룹 1)에 속한 종투사들은 t+2년에 자기자본 증가율이 t+1년 대비 소폭 상승했으나, t+3년에는 다시 감소하는 경향을 나타냈다. 반면, 분산 지배구조(그룹 2)에 속한 종투사들은 t+1년부터

14) 본 연구에서는 자기자본 3조원을 도달한 시점(t년)을 기준으로 t-3년부터 t+3년까지의 기간 동안 영업행태를 분석하였다. 해당 기간 동안 지배구조가 변경된 종투사는 NH투자증권이 유일하다. NH투자증권은 t+3년 중 우리금융지주에서 농협금융지주로 최대주주가 변경되었으나, 당시의 최상위 지배구조는 농협협동조합중앙회로, 비교적 지분 구조가 분산된 그룹 2로 계속 구분하는 것이 큰 무리가 없다고 판단하였다. 한편, 케이비증권과 미래에셋증권은 2016년 합병 등의 이유로 지배구조에 큰 변화를 겪었으나, 분석 대상 기간을 벗어나 연구 결과에 영향을 미치지 않았다. 구체적으로, 케이비증권은 현대상선(舊) 최대주주였던 현대증권 시절 종투사로 지정되었으며, 2016년 케이비증권과의 합병을 통해 최대주주가 케이비금융지주로 변경되었다. 미래에셋증권은 과거 대우증권이 전신이었으나, 1999년 대우그룹 해체 이후 산업은행이 최대주주였고, 이후 2016년 미래에셋증권과 합병하여 최대주주가 미래에셋캐피탈로 변경되었다.

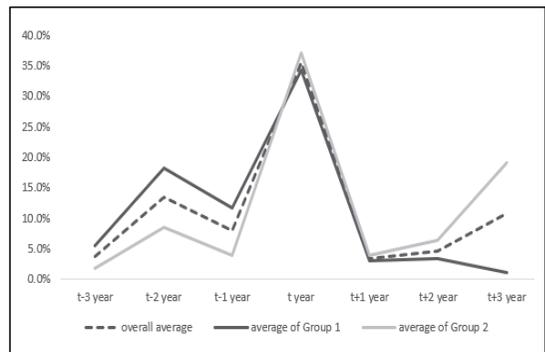
터 t+3년까지 꾸준한 자기자본 증가율을 유지하는 차이를 보였다.

t-1년에서 t년 사이에 공통적으로 자기자본이 급증한 것은, 종투사 지정을 목표로 한 자본확충 전략의 결과로 해석될 수 있다. 이러한 자본확충은 유상증자나 후순위채 발행을 통한 외부 자금 조달뿐만 아니라, 영업이익 및 당기순이익의 증가를 활용한 내부적 확충 방식도 포함될 수 있다. 9개 종투사는 사적 지배구조와 분산 지배구조를 막론하고 모두 t년에 유상증자를 통해 직접적으로 자본을 확충함으로써 자기자본 3조원이라는 필수 요건을 충족할 수 있었다.¹⁵⁾ 이러한 자본확충 방식은 각 증권사의 재무적 여건 및 지배구조에 따라 차이가 있을 수 있으며, 자본조달 방식의 차이가 이후 경영 전략과 연결될 가능성이 있다.

2016년 이후 종투사 제도 개선 방안이 발표되면서 2017년 자본시장법 시행령 개정에 따라 자기자본 4조원 이상의 종투사는 만기 1년 이내의 어음 발행 및 할인 등의 업무를 영위할 수 있게 되었으며, 기존의 영업용순자본비율(NCR)과는 별도로 순자본비율체계(NCR-II)를 적용받게 되었다. 이러한 제도적 변화는 종투사로 지정된 이후에도 자기자본 확대를 지속할 동기를 부여하였다. t년 이후 자본 증가율의 유형별 차이가 발생한 이유는, 사적 지배구조(그룹 1)에 속한 종투사들이 t년 이전에 적극적인 자본확충을 수행한 결과, 반작용으로 성장률이 둔화된 것일 수 있다. 또한, 종투사 지정 이후 외부 자본 조달이 감소하거나 내부 수익구조가 안정화되면서 추가적인 자본확충 동력이 둔화되었기 때문일 수도 있다. 이에 대해서는 다음 절에서 추가적으로 논의한다.



〈그림 5-1〉 자기자본

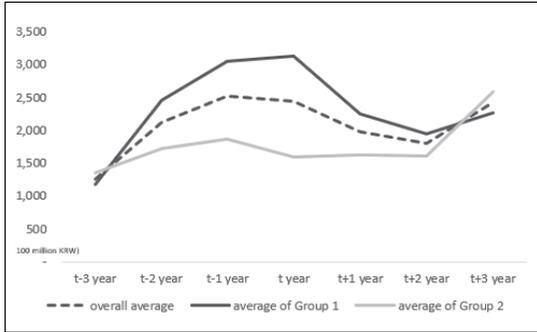


〈그림 5-2〉 자기자본 증가율

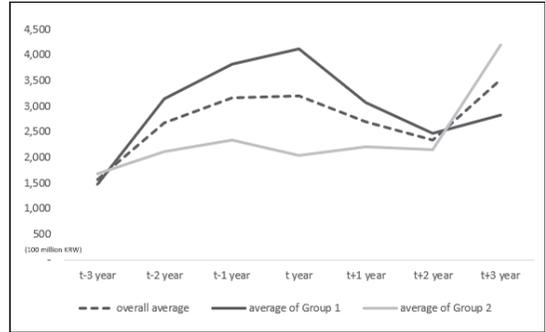
3.2 수익구조 변화

유상증자와 같이 직접적으로 자기자본을 증가시키는 방법 외에도, 당기순이익을 증가시키는 것 또한 자기자본을 확대하는 방법 중 하나이다. 사적 지배구조(그룹 1)와 분산 지배구조(그룹 2)의 종투사들의 당기순이익 및 영업수익 추이는 〈그림 6-1〉과 〈그림 6-2〉에서 확인할 수 있다. 그룹 1과 그룹 2 간 당기순이익은 자기자본 3조원 달성 전후 서로 다른 방향성을 보였으며, 영업수익은 정도의 차이는 있으나 유사한 증가 추이를 나타냈다.

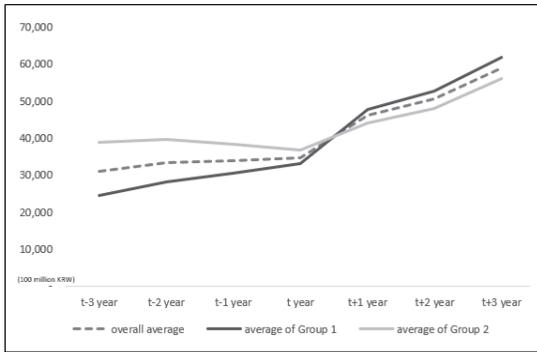
15) t-1년에서 t년 사이, 케이비증권은 5,950억원(주주배정), 삼성증권은 4,080억원(주주배정), 한국투자증권은 7,300억원(주주배정), 메리츠증권은 7,480억원(제3자배정), 키움증권은 4,400억원(제3자배정), NH투자증권은 6,360억원(주주배정), 미래에셋증권은 1조 1,242억원(주주배정), 신한투자증권은 5,000억원(주주배정), 하나증권은 11,975억원(주주배정)을 각각 유상증자를 통해 자본을 조달하였다.



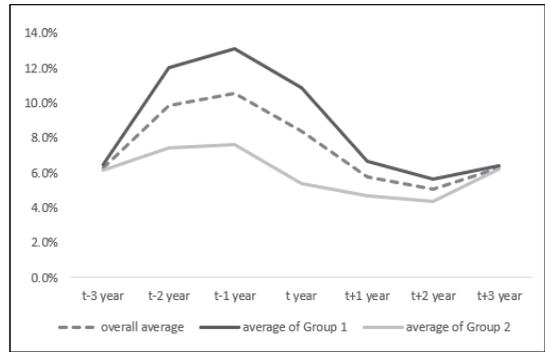
〈그림 6-1〉 당기순이익



〈그림 7-1〉 영업이익



〈그림 6-2〉 영업수익



〈그림 7-2〉 ROE

〈그림 7-1〉과 〈그림 7-2〉는 영업이익과 ROE를 보여준다. 분산 지배구조(그룹 2)의 종투사들은 전체 기간에 걸쳐 당기순이익이나 영업이익이 유사한 규모를 유지한 반면, 사적 지배구조(그룹 1)의 종투사들은 종투사로 지정되기 전 당기순이익과 영업이익이 급증하였다가 t년 직후 감소하는 패턴을 보였다. 그러나 장기적으로는 그룹 2에 속한 종투사들의 당기순이익과 영업이익이 그룹 1의 종투사보다 우수할 가능성이 있다.

당기순이익이나 영업이익, 영업수익 등은 표준화된 값이 아니므로, 종투사 지정 전후 그룹 간 수익성 변화를 보다 면밀히 살펴보기 위해 〈그림 7-2〉에서 ROE 결과를 추가적으로 확인하였다. ROE는 그룹 1에 속한 종투사의 ROE가 그룹 2의 종투사 ROE

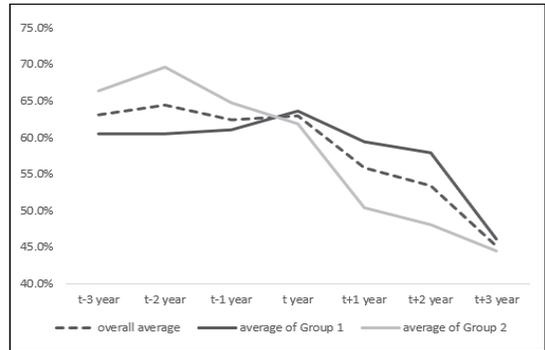
를 상회하다가 평균회귀하는 경향을 보인다. 이는 사적 지배구조를 가진 그룹 1이 분산 지배구조를 가진 그룹 2보다 상대적으로 높은 자본효율성을 바탕으로 주어진 자원을 더욱 효과적으로 활용하며, 영업효율성과 비용 관리 능력이 뛰어난 가능성이 있음을 보여준다. 즉, 자본 규모 효과를 보정한 결과, 사적 지배구조를 가진 종투사들이 전반적으로 더 높은 수익성을 나타낼 가능성이 있음을 시사한다.

한편, 그룹 1, 그룹 2 모두 종투사 지정 이후 t+2년까지 ROE가 계속적으로 하락한 것은 종투사로 지정된 이후에도 수익구조 다변화나 사업 차별화가 이루어지지 않아 고부가가치 창출에 여전히 한계가 있음을 의미한다고 볼 수 있다. 그러나 t+2년 이후에는 그룹 1, 그룹 2 모두 확대된 자기자본을 보다 효

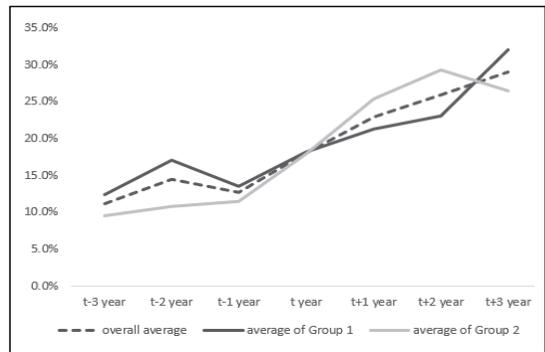
율적으로 활용하고 있음을 확인할 수 있다. 특히, 앞에서 언급하였던 것처럼 그룹 1의 자기자본 성장을 이 그룹 2에 비해 둔화된 것은 ROE 둔화 때문이라기보다, 다른 자본확충 동력이 약화되었기 때문이라고 간접적으로 추론할 수 있다. 실제로 그룹 2의 경우, 자기자본 3조원을 달성한 이후에도 지속적으로 유상증자나 신증자본증권을 발행하여 자본을 확충하고 있음을 확인할 수 있었다.¹⁶⁾

종투사로 지정된 이후, 투자은행 본연의 역할을 제대로 수행하고 있는지를 살펴보기 위해서 수수료 수익 중 IB 업무 수수료 비중을 분석하였다. 이는 종투사 제도가 제대로 정착되고 있는지를 확인하기 위한 하나의 테스트라고 할 수 있다. <그림 8-1>은 수수료 수익 중 수탁 수수료 비중을 나타내며, <그림 8-2>는 수수료 수익 중 IB 업무 수수료 비중을 보여준다. 일반적으로 증권사의 수수료 수익 중에서는 수탁 수수료 비중이 가장 높은 편이다. 수탁 수수료는 개인이 주식을 사고팔 때, 증권사가 고객의 요청에 따라 매매를 체결해 준 대가로 지급받는 수익으로, 전통적으로 증권사 수익의 대부분을 차지해 왔다.

자본시장법 시행 이후, 금융당국은 증권사의 IB 업무 수행을 원활하게 하기 위해 지속적으로 제도적 지원을 해왔다. 그 결과, 종투사로 지정된 증권사들은 IPO, 유상증자, M&A 중개 등 다양한 사업 분야에서 양적 성장을 달성하였다. 이에 따라, 인수 및 주선 수수료, 매수 및 합병 관련 수수료, 채무보증 수수료 등 IB 업무 수수료 수익이 비약적으로 증가하였다. IB 업무 수익 증가 경향은 사적 지배구조와 분산 지배구조를 가진 두 그룹에서 비슷하게 나타났다. 사적 지배구조에 속한 그룹 1의 경우, 초기에는 분산 지배구조의 그룹 2에 비해 IB 업무 성장이 다소 더뎠으나, t+2년 이후에도 지속적인 상승세를 보였다. 이는 종투사 지정 이후 그룹 1이 그룹 2보다 상대적으



<그림 8-1> 수탁 수수료 비중

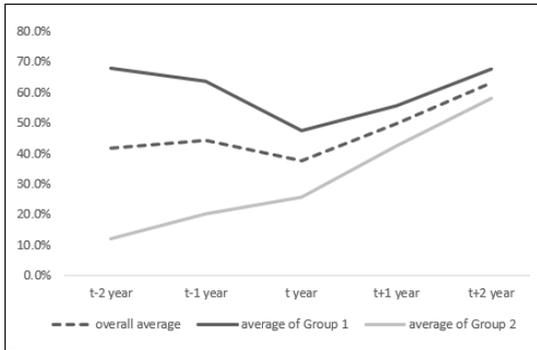


<그림 8-2> IB 수수료 비중

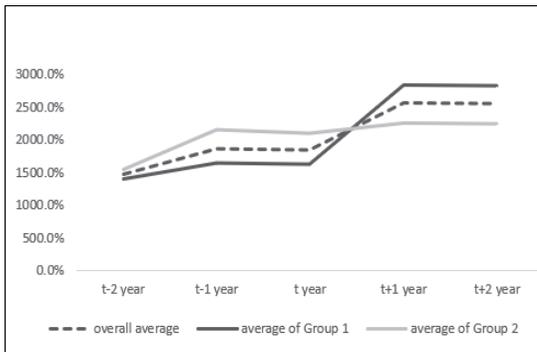
로 수익 다변화 효과를 더 크게 누렸을 가능성을 시사한다. 이를 종합하면, 그룹 1이 그룹 2에 비해 종투사 지정에 따른 정책목표를 보다 충실히 달성하였을 가능성이 있음을 의미한다.

<그림 9-1>과 <그림 9-2>는 종투사들의 자기자본 대비 채무보증액과 파생상품계약 비율을 보여준다. 채무보증과 파생상품계약은 주식 기재사항으로 재무제표 부외항목에 해당하지만, 상대적으로 수탁 수수료 수익보다 높은 수익을 창출할 수 있는 사업이다. 분석 결과, 사적 지배구조를 가진 그룹 1이 분산 지배구조를 가진 그룹 2에 비해 리스크가 높은 사업 추진에 더 적극적임을 확인할 수 있다. 특히, 그룹 1

16) t년와 t+3년 사이 그룹 1의 경우 메리츠증권만 2,000억원의 유상증자를 추가로 실시하였으나, 그룹 2의 경우 신한투자증권이 t+3년에 6,600억원 주주배정, 하나증권은 t+2년, t+3년에 각각 5,000억원 상당의 유상증자를 추가로 실시하였다.



〈그림 9-1〉 자기자본 대비 채무보증액



〈그림 9-2〉 자기자본 대비 파생상품계약

은 채무보증 비율과 파생상품 계약 비율이 t년 이후 급격히 증가하였으며, 이는 오너 중심의 지배구조가 더 높은 리스크 감수 성향을 나타냄을 시사한다. 반면, 그룹 2는 보다 안정적인 성장을 추구하며 보수적인 리스크 관리 접근을 유지하고 있다.

파생상품계약은 금리, 환율, 주가 등 기초자산의 변동성에 따라 시장 리스크 뿐만 아니라 신용·유동성·운영리스크에도 복합적으로 노출된다. 〈그림 9-2〉에서 볼 수 있듯이, 그룹 1은 이러한 리스크에도 불구하고 더 많은 파생상품 계약을 체결하며 수익성을 극대화하고 있다. 수탁 수수료 및 IB 수수료 테스트

결과와 종합하면, 그룹 1이 그룹 2에 비해 종투사의 수익구조 다변화 전략에 보다 부합하는 수입 비중을 확대하고 있음을 알 수 있다.

3.2의 결과를 요약하면 전반적으로 오너가 지배하는 그룹 1에 속하는 종투사들이 장기적으로 더 높은 수익성을 보이며, 수익구조도 보다 다변화하는 데 성공한 것으로 판단된다. 이어서 3.3에서는 종투사 지정 전후의 자산건전성 변화를 그룹별로 직접 비교하고자 한다.

3.3 자산건전성 변화

증권사들은 종투사 지정의 핵심 요건인 자기자본 3조원을 달성하면, 차별화된 업무를 영위하며 시장 지배력을 강화할 수 있기 때문에 각 증권사의 경영자는 다양한 방식으로 자본확충을 시도할 유인이 있을 것이다. 또한, 지배구조에 따라 구분된 종투사도 사적 지배구조를 가진 그룹 1과 분산 지배구조를 가진 그룹 2 간에 경영자의 자본확충 방식에 차이가 있을 수 있다. 이러한 검증을 통해 정책 당국의 정책 목표가 사전에 달성되었는지를 확인할 수 있다. 이는 정부가 증권사들이 자기자본 규모를 확대하는 과정을 건전한 자본확충 방식(예: 지속성 있는 이익 증대나 증자 등)을 통해 수행하기를 기대하였기 때문이다.

증권사를 비롯한 금융기관은 대출채권의 자산건전성 분류에 따른 대손충당금 적립률이 법규와 규정에 명시될 만큼 엄격하게 관리되고 있어, 대손충당금을 통한 이익조정 유인이 크지 않을 수 있다. 금융투자업 규정에 따르면, 종투사는 정상 채권의 경우 0.85%, 요주의 채권은 7%, 고정 채권은 20%, 회수의문 채권은 50%, 추정손실 채권은 100%의 대손충당금을 적립해야 한다.¹⁷⁾ 그러나 자산건전성 분류 기준에 주

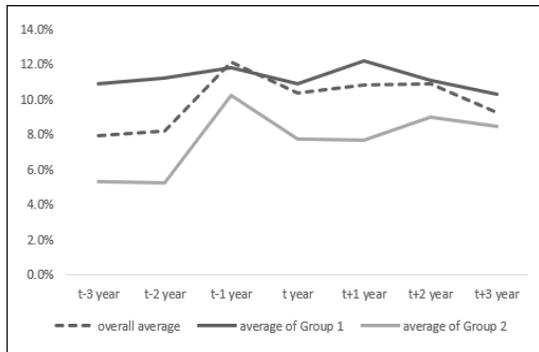
17) 대손충당금 적립기준은 금융투자업규정에서 정하고 있으며, 일반적으로 해당 여신에 대한 대손충당금이 차지하는 비율을 '대손충당금 적립률'이라 한다. 예를 들어, '요주의'로 분류된 자산은 해당 자산의 100분의 7을 대손충당금으로 적립하도록 규정되어 있으며, 이 경우 요주의 채권의 대손충당금 적립률은 7%로 정의한다. 한편, 2017년도 이전 종투사의 대손충당금 적립기준은 정상 채권 0.5%, 요주의 채권 2%, 고정 채권 20%, 회수의문 채권 75%, 추정손실 채권 100%로, 현재와 적립 비율에 차이가 있었다.

관적 요소가 일부 포함되어 있다는 점, 그리고 <그림 6-1>과 <그림 7-1>에서 살펴본 것처럼 그룹 1과 그룹 2가 t-1년에서 t년 사이 당기순이익 및 영업이익 변화에서 서로 다른 양상을 보였다는 점을 고려하면, 지배구조에 따라 영업 능력에 따른 이익의 차이가 있는지를 살펴볼 필요가 있다.

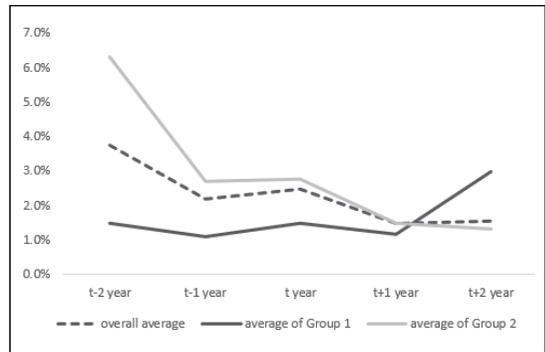
<그림 10-1>과 <그림 10-2>는 총자산 대비 대출채권 비중과 대손충당금 적립률의 변화를 보여준다. 종투사 9개사의 대출채권과 대손충당금 적립률 변화를 살펴보면, 분산 지배구조를 가진 그룹 2는 t-2년에서 t-1년 사이 총자산 대비 대출채권 비중이 증가하였음에도 불구하고, 대손충당금 적립률은 오히려 감소한 것을 확인할 수 있다. 또한, t-1년에서 t년 사이 대출채권 비중이 감소하였음에도 불구하고 대손

충당금 적립률이 증가한 것은, t-1년에 과소 계상한 대손충당금이 t년에 반영된 결과로 볼 수 있다. 이러한 종투사 지정 전후의 상황을 종합하면, 그룹 2는 자기자본 3조원을 달성하기 위해 t-1년에 대손충당금 적립을 낮추어 당기순이익을 증가시키려 했음을 추정할 수 있다. 사적 지배구조를 가진 그룹 1도 그룹 2와 유사한 경향을 일부 보였으나, 그 효과는 그룹 2에 비해 미미하다는 것을 <그림 10-1>과 <그림 10-2>의 기울기를 통해 확인할 수 있다.

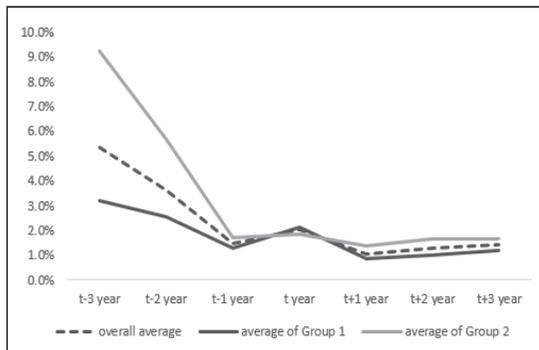
<그림 11-1>과 <그림 11-2>는 각각 자산건전성 분류 대상 채권 중 고정 이하로 분류된 자산 비율과 추정손실로 분류되어 대손상각 처리된 채권의 비율을 보여준다. 이 분석은 각 그룹의 대출채권 질적 변화를 파악하기 위해 수행되었다.



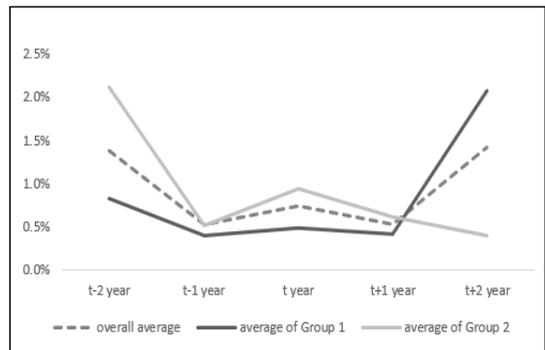
<그림 10-1> 총자산 대비 대출채권 비중



<그림 11-1> 고정 이하 분류 채권 비중



<그림 10-2> 대손충당금 적립률

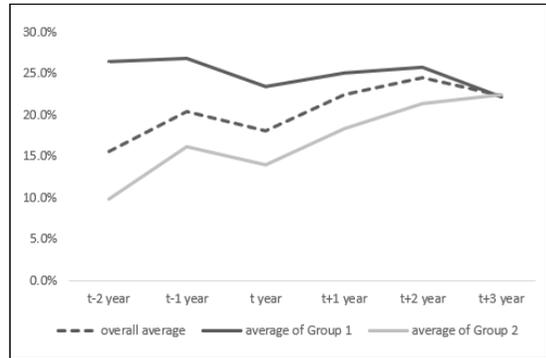


<그림 11-2> 추정손실 채권 비중

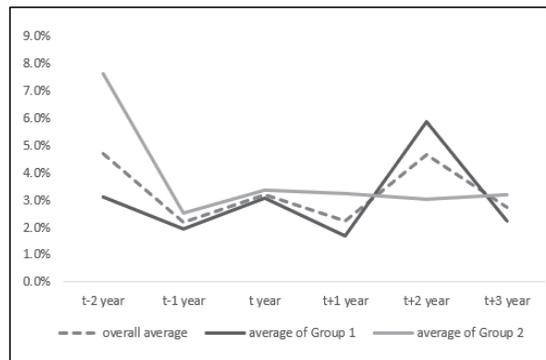
분산 지배구조에 속한 그룹 2의 경우 t-2년에서 t-1년 사이 고정 이하로 분류된 채권 비율이 급격히 감소하였는데, 이는 회수 불가능한 채권을 대손상각 처리함으로써 포트폴리오를 보다 건전하게 조정한 결과일 수 있다. 그러나 이후 t-1년부터 다시 고정 이하 및 추정손실 채권비율이 증가하여, 자산 개선이 일시적이었음을 시사한다. 즉, 시계열적인 변화를 종합하면, t-2년에 자의적으로 이루어진 자산 재편이 결국 부실 증가로 이어졌음을 시사한다. 특히 앞선 결과와 종합하면, 그룹 2는 부실채권이 늘었음에도 대손충당금 적립률은 오히려 감소하는 등, 자산건전성을 악화시키며 자본을 확충한 점이 확인된다.

이와 같은 맥락에서 2017년 이전 금융투자업규정에 따른 종투사의 대손충당금 적립기준 변화를 살펴보면, 정상 채권의 적립비율은 0.5%, 요주의 채권은 2%, 고정 채권은 20%, 회수의문 채권은 75%, 추정손실 채권은 100%였다. 이는 현재 기준과 비교할 때, 정상 채권과 요주의 채권에 대한 대손충당금 적립비율은 낮은 반면, 회수의문 채권에 대한 적립 비율은 더 높았다. 대손충당금 적립기준 변경으로 인해 대손충당금 적립의 변화가 발생할 수 있으므로, 이러한 요소를 통제하기 위해 자산건전성 분류 대상 채권을 대상으로¹⁸⁾ 기존과 변경된 기준을 적용하여 대손충당금 적립비율 변화를 살펴보았다.

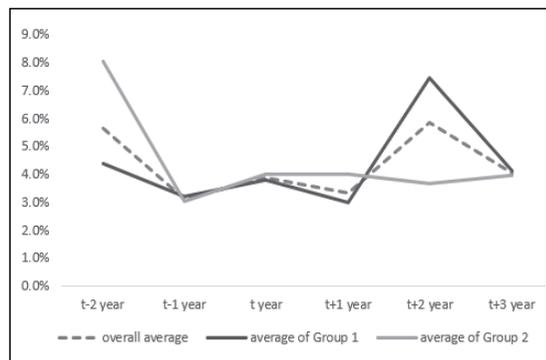
〈그림 12-1〉, 〈그림 12-2〉, 〈그림 12-3〉은 각각 총자산 대비 자산건전성 분류 채권 비중, 기존 기준에 따른 대손충당금 적립률, 변경 기준에 따른 대손충당금 적립률에 따른 대손충당금 적립률, 변경된 기준에 따른 대손충당금 적립률을 나타낸다. 〈그림 12-1〉에 따르면, 분산 지배구조에 속한 그룹 2는 t-2년에서 t-1년 사이 자산건전성 분류 채권 비중이 급격히 증가하였다가, t-1년에서 t년 사이 다시 감소한 것으로 나타났다. 한편, 〈그림 12-2〉와 〈그림 12-3〉을 통해 기존



〈그림 12-1〉 총자산 대비 자산건전성 분류 채권 비중



〈그림 12-2〉 기존 기준에 따른 대손충당금 적립률



〈그림 12-3〉 변경 기준에 따른 대손충당금 적립률

18) 자산건전성분류 대상 채권의 세부 내역은 금융통계시스템에 공시되어 있으나, 대출채권 자체의 세부 내역은 공시되지 않았다. 이에 따라, 편이상 대출채권을 비롯하여 신용공여금, 대여금, 사모사채 등이 포함된 자산건전성 분류 대상 채권 전체를 기준으로 대손충당금 적립률을 계산하였다.

및 변경된 기준 모두에서 그룹 2의 대손충당금 적립률이 t-2년에서 t-1년 사이 감소하였다가, t-1년에서 t년 사이 다시 증가한 것을 확인할 수 있다. 이는 그룹 1에 비해 그룹 2에 속한 종투사들이 대손충당금 적립기준과 무관하게 t-1년에 대손충당금을 상대적으로 적게 적립한 후, t년에 이를 반영하여 자본을 확충했을 가능성을 시사한다.

반면, 사적 지배구조를 가진 그룹 1은 대손충당금 적립 방식에서 상대적으로 변동성이 적었으며, 그 차이도 크지 않았다. 이는 대주주가 강한 통제력을 행사하면 경영진의 기회주의적 행동을 억제하여 회계 정보의 신뢰성이 높아지고, 이에 따라 대손충당금 적립이 보다 일관된 방식으로 이루어질 수 있음을 시사한다. 이는 Shleifer and Vishny(1986)의 주장과도 일치하는 결론을 보여준다.

요약하면 3.2의 결과와 유사하게 그룹 2는 그룹 1에 비해 자기자본 3조원을 달성하기 전 자본확충을 위해 자산건전성이 상대적으로 저하된 상태에서 대출을 증가시키고, 대손충당금 적립 수준을 조정하는 경향이 있었음을 확인할 수 있다. 이러한 차이는 두 그룹의 지배구조 차이에 기인한 것으로 해석할 수 있으며, 이는 정부의 정책목표가 모든 그룹에서 균등하게 달성되지 않았음을 시사한다.¹⁹⁾

IV. 연구결과 요약 및 시사점

본 사례연구는 종투사 제도의 도입과 그 이후의 효과를 중심으로, 현재 종투사로 지정된 9개 증권사의

영업행태를 지배구조에 따라 분석하였다. 본 연구의 주요 결과는 크게 네 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 종투사들이 자기자본 3조원 이상의 요건을 충족하며 사업 영역을 확장하는 과정에서 전반적으로 적극적인 자본확충을 통해 자기자본 요건을 달성하였으나, 지배구조에 따라 그 변화 양상은 상이하였다. 사적 지배구조를 가진 종투사들은 상대적으로 적극적인 자본확충을 통해 자기자본 요건을 신속하게 충족하였으며, 그 과정에서 대규모 유상증자를 추진하였다. 반면, 분산 지배구조를 가진 종투사들은 보다 완만한 자기자본 증가를 보였으며, 자본확충의 방식도 상대적으로 보수적인 경향을 나타냈다. 이는 지배구조가 자본확충 전략에 영향을 미친다는 점을 시사한다.

둘째, 지배구조에 따라 종투사들의 수익구조 변화에도 차이가 있었다. 사적 지배구조를 가진 종투사들은 수익 다변화 전략을 통해 수탁 수수료 의존도를 낮추고, IB 업무 수익 비중을 확대하였다. 반면, 분산 지배구조를 가진 종투사들은 여전히 전통적인 수탁 수수료에 크게 의존하고 있었으며, 이는 수익구조의 근본적인 다변화가 이루어지지 않았음을 의미한다. 이러한 결과는 지배구조가 기업의 수익구조 변화와 모험자본 공급 역할 수행에 있어 중요한 역할을 한다는 점을 시사한다.

셋째, 자산건전성 측면에서도 지배구조에 따른 차이가 확인되었다. 분산 지배구조를 가진 종투사들은 자기자본 요건을 달성하기 위해 보다 자산건전성이 낮은 대출채권을 증가시키고, 대손충당금을 과소 적립하는 방식으로 자본을 확충하는 경향을 보였다. 반면, 사적 지배구조를 가진 종투사들은 이러한 경향이 상

19) 2013년에 최초 지정된 5개사를 그룹별로 추가 분석한 결과, 자기자본, 수익구조, 자산건전성 변화에서 9개 종투사의 연구 결과와 거의 유사한 결과를 가져왔다. 그룹 1과 그룹 2 모두 t-1년에서 t년 사이 자기자본이 급증하였다가, t년 이후 증가율이 급감하였다. 또한, 그룹 1의 종투사 ROE가 그룹 2의 종투사 ROE를 상회하다가 평균회귀하였고, t+2년 이후부터 다시 증가하였다. IB 수수료 비중도 사적 지배구조를 가진 그룹 1의 성장이 그룹 2에 비하여 다소 더뎠으나, t+2년 이후 상승세가 지속되었다. 대손충당금 적립률 역시 그룹 2의 경우, t-1년에 대손충당금 적립을 낮추어 당기순이익을 증가시키는 경향을 보이는 등 9개 종투사를 최초 지정된 5개사만을 한정하여 분석하더라도 연구결과는 9개 종투사의 결과와 큰 차이가 없었다.

대적으로 덜 나타났으며, 이는 선행 실증연구와 마찬가지로 대주주의 감시와 통제가 보다 효과적으로 이루어졌기 때문으로 추정할 수 있다.

본 연구 결과는 종투사 제도가 본래의 정책목표를 달성하는 데 있어 지배구조의 중요성을 강조한다. 특히, 사적 지배구조를 가진 종투사들이 상대적으로 수익구조 다변화에 성공한 반면, 분산 지배구조를 가진 종투사들은 수익구조 다변화가 미흡함을 드러냈다. 이는 감독당국이 종투사 제도의 개선방안을 모색하는 과정에서 지배구조에 따른 차별적 접근이 필요함을 시사한다.

Laeven and Levine(2009)에 의하면, 강력한 내부통제 시스템을 갖춘 은행이 상대적으로 낮은 위험을 감수하는 경향이 있으며, 규제가 은행의 과도한 위험 감수를 억제하는 역할을 한다. 즉, 내부통제는 금융기관의 위험 관리에 중요한 역할을 한다는 점을 보여준다. 이에 따라, 종투사의 자기자본 요건 충족 과정에서 발생할 수 있는 과도한 대손충당금 적립 변동 및 자산건전성 저하를 방지하기 위해, 감독당국의 엄격한 내부통제와 리스크 관리 체계 감독이 요구된다.

향후 연구에서는 종투사 제도가 기업의 성장과 혁신에 미치는 영향을 보다 정량적으로 분석하고, 각종 제도개선이 실제 자본시장에 미치는 과급효과를 종합적으로 평가하는 것이 필요할 것이다. 이를 통해, 종투사 제도가 자본시장에서 지속가능한 성장과 혁신을 실현하는 데 기여할 수 있도록 구체적인 정책 방향을 제시할 수 있을 것이다.

마지막으로, 본 연구는 집단 간 변수의 차이, 추이 또는 상관관계만을 분석하였을 뿐, 직접적으로 인과관계를 규명한 연구는 아니다. 따라서 사례연구의 특성상 분석의 한계점이 있으므로 본 연구의 해석에는 주의가 필요하다.

REFERENCES

- Beatty, A., Chamberlain, S. L., & Magliolo, J. (1995), "Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital, and earnings," *Journal of Accounting Research*, 33(2), 231-261.
- Cho, D.(2017), "Legislative impact analysis of the comprehensive financial investment business system ("The Financial Investment Services and Capital Markets Act(FSCMA)," Article 77-2, etc.)," *National Assembly Research Service*. [printed in Korean]
- Choi, S. Y.(2021), "Transformation of major investment banks after the global financial crisis," *KCFI Research Report*, 0-0. [printed in Korean]
- Chung, C., & Cho, A.(2021), "The effect of housing price and loan regulation policy on the saving banks performance," *Journal of Industrial Economics and Business*, 34(5), 1133-1155. [printed in Korean]
- Cornett, M. M., McNutt, J. J., & Tehranian, H. (2009), "Corporate governance and earnings management at large US bank holding companies," *Journal of Corporate Finance*, 15(4), 412-430.
- Fonseca, A. R., & Gonzalez, F.(2008), "Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions," *Journal of Banking & Finance*, 32(2), 217-228.
- Greenawalt, M. B., & Sinkey Jr, J. F.(1988), "Bank loan-loss provisions and the income-smoothing hypothesis: an empirical analysis, 1976-1984," *Journal of Financial Services Research*, 1(4), 301-318.
- Han, S. W., & Lee, H. Y.(2012), "A Study on Earnings Management of Securities Firms before and

- after the Global Financial Crisis," *Korea International Accounting Review*, 42, 289-308. [printed in Korean]
- Hwang, Y. S.(2009), "A Study on the Capital Market Act Impact on Domestic Financial Market and Response Strategy," *Management Review*, 30, 155-179. [printed in Korean]
- Kanagaretnam, K., G. Lobo, and D. Yang(2004), "Joint Tests of Signaling and Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions," *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 843-884.
- Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J.(2010), "Auditor reputation and earnings management: International evidence from the banking industry," *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2318-2327.
- Kim, H. G.(2011), "A Study on Reforms of the International Investment Banking Systems and Its Implications in Korea," *The Journal of Comparative Private Law*, 1(2), 577-0606. [printed in Korean]
- Kim, M. and W. Kross(1998), "The impact of the 1989 change in bank capital standards on loan loss provisions and loan write-offs," *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1), 69-99.
- Kim, S. H., Wi, J. B., & Jeong, Y. G.(2013), "The relationship between Financial Institution Blockholders and Earnings Management Based on Non-conglomerates," *Korean Accounting Review*, 38(3), 313-366. [printed in Korean]
- Kim, Y. D.(2018), "Current status and implications of investment banking activities of domestic securities firms: Including an analysis of bank-affiliated IBs," *KIF Financial Analysis Report*, 2018(3), 1-46. [printed in Korean]
- Laeven, L., Levine, R.(2009), "Bank governance, regulation, and risk-taking," *J. Financ. Econ.* 93 (2), 259-275.
- Lee, H. S.(2023), "Ten-year evaluation of Comprehensive Financial Investment Business Entities System and development strategies for Korean-style Investment Banks," *KCMI Issue Report*, 0-0. [printed in Korean]
- Lee, S. H.(2016), "Characteristics and factors of changes in capital flows in Korea's financial sector," *KCMI Research Report*, 0-0. [printed in Korean]
- Lim, B. C., Joo, J. H., Seo, B. H., & Kang, J. M. (2008), "Strategies to promote investment banking activities of domestic financial companies," *KIF Research Report*. [printed in Korean]
- Moon, J., & Kim, G.(2015) "An effect on the banking institutional soundness of LTV regulation," *Journal of Regulation Studies*, 24(1), 109-124. [printed in Korean]
- Oh, S. G.(2012), "The Effect of the Introduction of Investment Banks under a Revised Bill of the Capital Markets Act," *The Korean Journal of Securities Law*, 13(1), 1-30. [printed in Korean]
- Oh, Y. P.(2013), "Legal Study for Vitalization of Full-Service Investment Bank," *Business Law Review*, 27(3), 43-77. [printed in Korean]
- Shleifer, A., & Vishny, R. W.(1986), "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shin, B. S., Bin, K. B., & Kim, J. C.(2004), "The necessity of balanced development between Korea's capital markets and banks," *Korea Securities Research Institute, 7th Anniversary Publication*. [printed in Korean]
- Yeon, T. H.(2011), "Strategic approaches to promote investment banking," *Weekly Financial Brief*, 20(36), 3-7. [printed in Korean]

국내참고문헌

- 김신화, 위준복, 정용기(2013), “금융기관 주요주주와 이익 조정과의 관계: 비대기업집단을 중심으로,” **회계학 연구**, 38(3), 313-366.
- 김영도(2018), “국내 증권사의 IB 업무현황 및 시사점: 은행계열 IB 분석을 포함하여,” **KIF 금융분석리포트**, 2018(3), 1-46.
- 김홍기(2011), “금융위기 이후 주요국의 투자은행업무 규제동향과 우리나라에서의 시사점,” **비교사법**, 1(2), 577-606.
- 문제현, 김갑열(2015), “LTV 규제의 금융기관 경영건전성 효과 분석,” **규제연구**, 24(1), 109-124.
- 신보성, 빈기범, 김재철(2004), “우리나라 자본시장과 은행의 균형적 발전 필요성,” **한국증권연구원 개원**, 7.
- 연태훈(2011), “투자은행 활성화를 위한 전략적 접근 방안,” **주간금융브리프**, 20(36), 3-7.
- 오성근(2012), “개정자본시장법 (안) 상 종합금융투자사업자의 도입과 기대효과,” **증권법연구**, 13(1), 1-30.
- 오영표(2013), “한국형 대형투자은행 활성화를 위한 법적 과제: 종투사 제도를 중심으로,” **기업법연구**, 27(3), 43-77.
- 이승호(2016), “국내 금융권 자금흐름의 특징 및 변동요인 분석,” **[KCFI] 연구보고서**, 0-0.
- 이효섭(2023), “종투사 10년 평가 및 한국형 IB의 발전전략,” **[KCFI] 이슈보고서**, 0-0.
- 임병철, 주정한, 서병호, 강종만(2008), “국내금융회사의 투자은행업무 활성화 방안,” **KIF 연구보고서**.
- 정정현, 조아영(2021), “주택가격 및 대출규제정책이 저축은행의 경영성과에 미치는 영향,” **산업경제연구**, 34(5), 1133-1155.
- 조대형(2017), “종합금융투자사업자 제도 (『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』 제77조의2 등)의 입법영향 분석,” **국회입법조사처**.
- 최순영(2021), “글로벌 금융위기 이후 주요 투자은행의 변모,” **[KCFI] 연구보고서**, 0-0.
- 한성욱, 이호영(2012), “금융위기 전후 증권회사의 이익조정에 관한 연구,” **국제회계연구**, 42, 289-308.
- 황유상(2009), “자본시장통합법 시행이 국내 금융 시장에 미치는 영향 및 대응전략에 관한 연구: 국내 증권 산업을 중심으로,” **경영논총**, 30, 155-179.

〈Appendix〉

본 논문의 증권사 수익구조 다각화 분석에서 수수료 수익 중 투자은행(IB) 관련 업무 수수료는 아래 표 분류를 기준으로 분석하였다.

〈증권사 수수료 수익 분석 관련 업무 구분〉

코드	업무 구분	수수료 수익
A11	위탁매매	수탁 수수료
A12	IB 업무	인수 및 주선 수수료
A13	IB 업무	사채모집 수탁 수수료
A14	금융상품 판매	집합투자증권 취급 수수료
A15	금융상품 판매	자산관리 수수료
A16	금융상품 판매	집합투자기부 운용보수
A17	IB 업무	어음지급 보증료
A18	IB 업무	매수 및 합병 수수료
A19	금융상품 판매	파생결합증권 판매 수수료
A110	금융상품 판매	신탁보수
A115	금융상품 판매	온라인소액투자 중개 수수료
A111	IB 업무	채무보증 관련 수수료
A112	위탁매매	송금 수수료
A113	기타	대리업무 보수

〈통계항목 출처〉 금융감독원 금융통계정보

A Case Study on the Operational Behaviors of Comprehensive Financial Investment Business Entities by Governance Structure

Hyunok Chu* · Sewon Kwon**

Abstract

This case study analyzes the introduction of the Comprehensive Financial Investment Business (CFIB) system, its effects, and the operational behaviors of nine CFIB-designated securities firms based on governance structures. The CFIB system was introduced in 2013 through an amendment to the Capital Market Act to promote the scaling up of domestic securities firms and foster competitive global investment banks. Initially, the system aimed to transform market structures by strengthening the linkage between capital markets and enterprises, enabling better capital allocation to innovative firms. However, over a decade later, criticisms have arisen that CFIB funds are disproportionately allocated to high-yield real estate financing rather than venture capital as anticipated.

This study examines changes in equity capital, profit structures, and asset soundness before and after meeting the KRW 3 trillion equity requirement for CFIB designation. Privately governed CFIBs, led by specific owners, aggressively expanded capital and diversified revenue sources, while those with dispersed corporate governance remained conservative, relying heavily on traditional commission income. Additionally, firms with dispersed ownership structures tended to increase low-credit-quality loan assets and under-provision loan loss reserves as a means to achieve the required equity capital.

The findings highlight that governance significantly affects capital strategies, profit structures, and asset soundness. This study emphasizes the importance of corporate governance and enhanced internal controls for risk management to foster qualitative growth in the capital market. It also recommends further analyses to assess the CFIB system's impact on corporate innovation and policy development.

Key Words: Comprehensive Financial Investment Business Entities, Corporate Governance, Capital Expansion, Profit Structure, Asset Soundness

* DBA student, School of Business, Ewha Womans University, First Author

** Associate Professor, School of Business, Ewha Womans University, Corresponding Author

〈Teaching Note〉

종합금융투자사업자의 지배구조에 따른 영업행태에 대한 사례연구

Synopsis

본 사례연구는 국내 종합금융투자사업자(이하 '종투사') 제도의 도입과 그 효과를 중심으로 현재 종투사로 지정된 9개 증권사의 영업행태를 지배구조에 따라 분석하는 데 초점을 맞춘다. 종투사 제도는 2013년에 도입되어 증권사들이 기업 금융을 보다 적극적으로 수행하도록 유도하는 정책적 장치였다. 그러나 종투사들이 본래의 정책 목표인 모험자본 공급보다는 부동산 금융과 같은 수익성이 높은 사업에 집중하는 경향이 나타나 그로 인한 제도 개선의 필요성이 제기되고 있다. 본 연구에서는 9개 종투사의 재무 정보 및 영업행태를 분석하고, 지배구조의 차이에 따라 나타나는 차이를 논의한다.

특히, 9개 종투사를 최상위 지배구조에 따라 분류하여, 사적 지배구조와 분산 지배구조의 차이를 중심으로 자기자본 확충 방식, 투자은행(IB) 업무 수행 여부, 자산건전성 및 대손충당금 적립 패턴을 분석함으로써 종투사 제도의 실질적인 운영 성과를 평가한다. 이를 통해, 종투사 제도가 자본시장 내 기업 금융을 촉진하는 정책적 목표를 얼마나 달성했는지를 검토하고, 제도적 개선 방향을 도출하는 것이 본 연구의 주요 목적이다.

Teaching Point

본 사례는 금융회사와 관련된 제도 변화 전후의 금융회사의 영업행태 변화에 대해 파악하고, 금융제도의 중요성과 이에 따른 금융회사의 영향을 이해할 수 있도록 구성되었다. 특히, 증권회사의 주요 영업수익원을 다양한 사례를 통해 확인할 수 있도록 하였으며, 지배구조가 앞서 언급한 모든 사례(case)에 영향을 미친다는 점도 확인할 수 있도록 하였다. 또한, 본 사례에 제시된 문제들은 본문 내용 뿐만 아니라 금융감독원 전자공시시스템 및 다양한 원천의 지식을 응용하여 답을 구해야 한다. 따라서, 학생들이 본 사례 내용 이외에도 다양한 외부 정보를 탐색하며 공부하고, 이를 바탕으로 문제 해결에 어떻게 활용할 수 있을지 고민하도록 유도하여야 한다. 이러한 과정을 통해 학생들이 수업시간에 흥미를 가지고 여러 문제를 생각해 보고, 교수와 학생 간 활발한 토론이 이루어질 것으로 기대된다. 구체적인 토론의 주제는 아래와 같다.

첫째, 종투사제도의 정책적 의도와 실제 효과를 논의한다.

- 자본시장법 개정 배경과 금융시장내에서 종투사의 역할
- 종투사 지정 후 증권사들의 영업전략 변화
- 정책 목표와 실제 영업행태의 차이점

둘째, 자본확충 전략 및 경영행태를 지배구조에 따라 비교하여 논의한다.

- 사적 지배구조와 분산 지배구조의 주요 차이
- 자본확충 방식 및 리스크 관리 전략 비교

셋째, 투자은행(IB) 역할 수행여부를 평가한다.

- 종투사의 IB 업무 참여 확대 여부
- 신용공여 및 기업 금융 서비스 변화 분석
- IB 수익 비중 변화 및 사업 다각화 정도 평가

넷째, 자산건전성 및 대손충당금 적립 패턴을 지배구조에 따라 비교하여 논의한다.

- 종투사 지정 전후 대손충당금 적립 패턴 변화
- 부실자산 관리 및 자산건전성 유지전략 비교

Assignment Question

1. 증권사의 수수료 수익 구조에 대해 설명하십시오.

〈예시적 해답〉 증권사의 수수료 수익 구조는 다음(표)와 같다. 크게 위탁매매, IB 업무, 금융상품 판매 등으로 나눌 수 있다.

업무 구분	수수료 수익
위탁매매	수탁 수수료
	송금 수수료
금융상품 판매	집합투자증권 취급 수수료
	자산관리 수수료
	집합투자기구 운용보수
	파생결합증권 판매 수수료
	신탁보수
IB 업무	온라인소액투자 중개 수수료
	인수 및 주선 수수료
	사채모집 수탁 수수료
	어음지급 보증료
	매수 및 합병 수수료
	채무보증 관련 수수료
기타	대리업무 보수

2. 종합금융투자사업자 제도를 도입한 배경에 대해 설명하십시오.

〈예시적 해답〉 과거 국내 증권 산업은 중개업 영역을 크게 벗어나지 못하고 있었기에 투자은행으로서의 기능과 경쟁력을 향상시키기 위해 종투사 제도가 도입되었다. 종투사 제도 도입 이전에는 산업계 관점에서도 기업이 활용할 수 있는 재무 수단이 글로벌 수준에 비하여 상대적으로 부족한 상황이었다. 이에 2013년 5월, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」을 개정하여 종투사 제도를 도입하였다. 이 제도는 해외 유수의 골드만삭스, 메릴린치 등과 같은 투자은행을 활성화하기 위하여 대형 증권회사를 종투사로 지정하여 신규 업무를 허용하는 것을 주요 내용으로 하고 있다.

종투사는 상법에 따른 주식회사로서 증권에 관한 인수업을 영위하고 자기자본 3조원 이상을 갖추며, 기타 위험 관리 능력을 고려한 기준 등을 충족한 투자매매·중개업자로 정의된다. 또한, 종투사는 투자은행으로서 신생 기업을 위한 투자·융자, M&A 등 종합적인 기업 금융 업무를 원활히 수행할 수 있도록 기업에 대한 신용공여, 비상장주식 등 내부 주문 집행, 프라이빗 브로커리지 업무 등을 수행할 수 있게 되었다.

3. 자기자본 3조원을 달성하기 위해 대손충당금 적립률을 조정하는 유인이 있을 수 있는데 지배구조 관점에서 이를 방어하기 위한 내부통제 방안을 논하십시오.

〈예시적 해답〉 대손충당금 적립률을 통한 이익조정 유인을 방어하기 위해서는 회사 차원의 적극적인 노력이 필요하다. 우선, 채권의 자산건전성을 평가하는 실무 부서는 관련 규정과 법규에서 정한 기준에 따라 대손충당금을 적립해야 한다. 내부통제의 일환으로 리스크 관리 담당부서 및 내부 감사부서는 실무

부서의 대손충당금 적립기준과 절차의 적정성을 독립적으로 평가하고, 부당한 적립 여부를 모니터링할 필요가 있다.

경영진은 이사회와 감사위원회의 역할을 강화하여 회계 정책 적용의 변경 사항을 정기적으로 검토하고, 적용의 합리성과 일관성을 점검해야 한다. 감사위원회는 외부 이사로 구성하여 독립성을 확보하고, 금융 및 회계전문가를 포함시켜 전문성을 강화할 수 있다.

또한, 성과평가와 보상체계를 마련할 때 단기적인 재무성과뿐만 아니라 장기적인 안정성과 투명성을 기반으로 설계하여야 한다. 이를 통해 자기자본 비율이나 단기 이익지표에 과도하게 의존하지 않는 시스템을 구축한다면 이익조정 유인을 효과적으로 통제할 수 있을 것이다.

4. 수익구조를 다변화하고 고수익창출을 통해 지속가능한 성장을 이루기 위해서는 리스크가 높은 사업에 대한 투자가 필수적이다. 그러나 이러한 투자에는 필연적으로 손실위험이 수반된다. 수익창출과 리스크 관리를 균형있게 하기 위해서는 내부통제 관점에서 위험 관리 집행 및 운영을 어떻게 실행하는 게 좋을 지에 대해 논하시오.

〈예시적 해답〉 수익창출과 리스크 관리는 상호 보완적이며, 효과적인 내부통제와 리스크 관리 시스템이 뒷받침 될 때 지속가능한 성장이 가능하다. 일반적으로 수익추구 부서는 수익창출을 극대화하는 것을 목표로 하는 반면, 리스크 관리부서는 회사의 안정성을 유지하는 것을 목표로 한다. 이러한 상충된 전략을 효과적으로 조율하기 위해서는 명확한 책임 분리, 통합적인 리스크 관리시스템, 성과평가기준 개선, 그리고 강력한 내부통제 체계를 동시에 실행해야 한다.

먼저, 각 부서의 책임과 권한을 명확히 분리하여 독립성을 보장하는 것이 필수적이다. 리스크 관리부

서는 경영진이 아닌 이사회나 최고 위험 관리책임자(CRO)에게 직접 보고하는 체계를 구축함으로써 리스크 통제기능을 강화할 수 있다. 이사회는 리스크 허용 범위를 명확히 설정하여 회사 전체 및 사업 부문별 리스크를 통제해야 한다. 이를 위해 IT 시스템 및 데이터 기반 의사결정을 도입하여 실시간으로 수익추구와 리스크 노출 상황을 모니터링하는 것도 효과적인 방안이 될 수 있다.

수익추구 부서와 리스크관리 부서 간 협업도 중요하다. 예를 들어, 성과평가 및 보상체계를 설계할 때, 단순히 단기적인 수익률만을 기준으로 평가하는 것이 아니라, 리스크를 반영한 조정 수익성을 기준으로 평가하는 것도 대안이 될 수 있다.

한편, 경영진은 내부통제 체계를 통해 책임있는 의사결정을 내릴 수 있어야 한다. 이를 위해 내부통제 기본 방침을 명확히 하고, 각 부서의 임무와 책임을 구체적으로 구분하여 업무를 배분하며 권한 남용이나 과도한 위험 추구를 방지해야 한다. 또한, 정기적인 내부 감사와 리스크 점검을 통해 내부통제의 효과성을 지속적으로 검증하고 개선해 나가야 한다.

5. 종투사 지정 전후 자산건전성 유지 전략이 어떻게 변화했는지 논하고, 대손충당금 조정이 이익조정(Earnings Management)과 관련될 가능성이 있는지 논하시오.

〈예시적 해답〉 종투사 지정은 증권사의 사업 확장과 자본 조달 역량 강화를 위한 제도적 변화로, 종투사로 지정되기 전과 후의 자산건전성 유지 전략에 차이가 발생할 가능성이 크다. 일부 증권사는 종투사 지정 요건을 충족하기 위해 저신용 기업에 대한 대출 증가를 통해 자산규모를 확대하고 수익을 극대화할 가능성이 있다. 이는 부실채권 증가로 이어질 수 있으며, 이를 최소화하기 위해 대손충당금 적립을 보수적으로 적립할 가능성이 있다. 지정 이후에는 안정적

인 자기자본 유지와 장기적인 리스크 관리가 핵심이 되므로 부실채권을 적극적으로 정리하고 대손충당금 적립을 강화하는 방향으로 이동할 수 있다. 이처럼 대손충당금은 금융기관이 부실 가능성이 있는 대출채권을 대비하기 위해 설정하는 회계적 조정항목이지만, 동시에 기업이 이익을 조정하는 수단으로 활용될 가능성이 있다.

6. 종투사 제도의 정책 목표를 달성하기 위해 지배구조가 중요한 이유는 무엇인지 설명하십시오.

〈예시적 해답〉 2013년도에 도입된 종투사 제도의 정책목표는 모험자본 공급을 통해 자본시장과 기업 간 연계를 강화하여 자본시장을 활성화하는 데 있다. 이를 위해 자본시장법은 일정 수준 이상의 자기자본을 갖춘 증권사를 종투사로 지정하고, 대규모 자본운용을 수행할 수 있도록 다양한 제도적 유인을 제공하고 있다.

종투사는 고위험 투자와 대규모 자금을 운용하기 때문에 강력한 지배구조가 구축되지 않으면 정보 비대칭으로 인해 다양한 이해관계자들의 이익을 보호하기 어려울 수 있다. 따라서 경영진의 과도한 수익 추구를 억제하고, 의사결정과정에서 책임성과 투명성을 확보하기 위해서는 강력한 지배구조를 구축하여 이해관계자들과의 장기적인 신뢰를 형성해야 한다. 특히, 이사회와 위험관리위원회가 투자 리스크를 효과적으로 관리하고 경영진의 과도한 위험 추구를 견제한다면, 종투사가 이해관계자들로부터 신뢰를 얻고 사회적 책임을 다할 수 있을 것이다. 이는 궁극적으로 정책 목표 달성에도 기여할 수 있다.

7. 종투사 제도의 개선 방향을 논의하십시오.

〈예시적 해답〉 종투사 제도는 자본시장 활성화와 기업 금융 지원을 목표로 도입되었지만, 실질적인 효과

를 극대화하기 위해 몇 가지 개선이 필요하다. 현재 종투사 지정 요건으로 자기자본 3조원 이상을 요구하고 있으나, 자기자본 확충 과정에서 일부 증권사가 과도한 유상증자나 신종자본증권 발행을 통해 단기적인 목표 달성에 집중하는 문제가 발생할 수 있다. 자기자본 요건을 점진적으로 확대하는 방식을 도입하여 증권사들이 보다 지속 가능하고 안정적인 자본 확충 전략을 수립하도록 유도할 필요가 있다.

또한, 종투사가 기업 금융을 활성화하고 투자은행(IB) 기능을 강화하려면, 모험자본 공급이 보다 원활하게 이루어져야 한다. 이를 위해 벤처기업 및 중소기업 투자 확대를 위한 세제 혜택을 제공하고, PEF(사모펀드) 및 벤처캐피탈과의 협력 구조를 개선하여 자금 조달 경로를 다양화할 필요가 있다.

종투사는 대규모 자본 운용과 고위험 투자를 수행하기 때문에, 내부통제 및 리스크 관리 체계를 강화하는 것이 필수적이다. 리스크 한도 설정, 내부통제 점검 절차 강화, 금융당국의 리스크 모니터링 시스템 개선 등을 통해, 종투사의 장기적인 건전성을 유지해야 한다.

마지막으로, 국내 종투사들은 여전히 브로커리지(주식 중개) 중심의 수익 구조에서 벗어나지 못하는 경우가 많다. M&A, 기업금융(ECM·DCM), 프로젝트 파이낸싱(PF) 등 IB 사업 확대를 위한 제도적 지원이 필요하다. 특히, 국내 기업의 해외 자본 조달 지원, 크로스보더 M&A 중개 서비스 확대 등을 통해 글로벌 IB 시장에서 경쟁력을 갖출 필요가 있다.

Analysis

1. 종투사 지정 전후 자기자본 확충 전략

종투사들은 지정 요건을 충족하기 위해 자기자본 확

충 전략을 적극적으로 추진하였다. 대부분의 종투사는 유상증자와 후순위채 발행을 통해 자본을 조달하였으며, 이는 기업 금융 역량을 강화하기 위한 기본 조건이었다. 하지만 지배구조에 따라 확충 방식에 차이가 존재했다. 사적 지배구조를 가진 종투사들은 적극적인 자본확충을 통해 시장 내 점유율을 빠르게 확대하였으며, 분산 지배구조를 가진 종투사들은 상대적으로 안정적인 자본확충 전략을 추구하였다. 이러한 차이는 향후 기업 금융 전략 및 수익 창출 방식에도 영향을 미칠 것으로 보인다.

2. 종투사들의 수익구조 변화

초기 종투사들은 IB 업무 확대를 위해 다양한 전략을 시도하였지만, 시간이 지나면서 부동산 금융 및 신용공여에 집중하는 경향을 보였다. 전통적으로 증권사들은 수탁 수수료 중심의 비즈니스 모델을 운영해왔으나, 종투사 제도 도입 이후 IB 업무 비중을 증가시키기 위해 M&A, 기업 신용공여, 채무보증 등의 서비스를 확대하였다. 하지만 일부 종투사들은 안정적인 수익 확보를 위해 여전히 위탁매매 수익과 부동산 금융에 집중하고 있어, 본래의 정책 목표가 충분히 달성되지 못했다는 평가를 받고 있다.

3. 자산건전성 관리 방식

종투사들은 자본확충 과정에서 대손충당금 적립률을 조정하는 경향을 보였다. 특히 일부 종투사들은 자산건전성 관리 부담을 줄이기 위해 대손충당금 적립을 축소하는 방식으로 이익을 관리하였다. 이는 이익조정의 일환으로 해석될 수 있으며, 금융당국의 면밀한 모니터링이 필요하다. 또한, 신용공여 확대 과정에서 리스크 관리 체계를 강화하지 않는다면, 향후 금융시장의 안정성에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 존재한다.

4. 정책적 시사점

본 사례연구는 종투사 제도가 도입된 이후 증권사들이 기대했던 투자은행으로서의 역할을 수행하는 데 있어 여러 한계를 보였음을 시사한다. 특히, 지배구조에 따라 자본확충 및 경영 행태가 달랐으며, 일부 종투사들은 모험자본 공급보다는 부동산 금융과 같이 수익성 높은 사업에 집중하는 경향을 보였다. 종투사 제도의 본래 목적을 달성하기 위해서는 보다 구체적인 제도 개선이 필요하다. 특히, IB 업무 수행을 촉진하기 위한 금융당국의 지원이 강화되어야 하며, 부동산 금융 의존도를 낮추기 위한 규제 조치가 필요하다. 또한, 대손충당금 적립 규정을 더욱 강화하여 종투사들의 무분별한 리스크 테이킹을 방지하는 방안도 고려해야 한다.

REFERENCES

- Beatty, A., Chamberlain, S. L., & Magliolo, J. (1995), "Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital, and earnings," *Journal of Accounting Research*, 33(2), 231-261.
- Cho, D. (2017), "Legislative impact analysis of the comprehensive financial investment business system ("The Financial Investment Services and Capital Markets Act(FSCMA)," Article 77-2, etc.)," *National Assembly Research Service*. [printed in Korean]
- Choi, S. Y. (2021), "Transformation of major investment banks after the global financial crisis," *KCMI Research Report*, 0-0. [printed in Korean]
- Chung, C., & Cho, A. (2021), "The effect of housing price and loan regulation policy on the saving banks performance," *Journal of Industrial*

- Economics and Business*, 34(5), 1133-1155.
[printed in Korean]
- Cornett, M. M., McNutt, J. J., & Tehranian, H. (2009), "Corporate governance and earnings management at large US bank holding companies," *Journal of Corporate Finance*, 15 (4), 412-430.
- Fonseca, A. R., & Gonzalez, F.(2008), "Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions," *Journal of Banking & Finance*, 32(2), 217-228.
- Greenawalt, M. B., & Sinkey Jr, J. F.(1988), "Bank loan-loss provisions and the income-smoothing hypothesis: an empirical analysis, 1976-1984," *Journal of Financial Services Research*, 1(4), 301-318.
- Han, S. W., & Lee, H. Y.(2012), "A Study on Earnings Management of Securities Firms before and after the Global Financial Crisis," *Korea International Accounting Review*, 42, 289-308. [printed in Korean]
- Hwang, Y. S.(2009), "A Study on the Capital Market Act Impact on Domestic Financial Market and Response Strategy," *Management Review*, 30, 155-179. [printed in Korean]
- Kanagaretnam, K., G. Lobo, and D. Yang(2004), "Joint Tests of Signaling and Income Smoothing through Bank Loan Loss Provisions," *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 843-884.
- Kanagaretnam, K., Lim, C. Y., & Lobo, G. J. (2010), "Auditor reputation and earnings management: International evidence from the banking industry," *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2318-2327.
- Kim, H. G.(2011), "A Study on Reforms of the International Investment Banking Systems and Its Implications in Korea," *The Journal of Comparative Private Law*, 1(2), 577-606.
[printed in Korean]
- Kim, M. and W. Kross(1998), "The impact of the 1989 change in bank capital standards on loan loss provisions and loan write-offs," *Journal of Accounting and Economics*, 25 (1), 69-99.
- Kim, S. H., Wi, J. B., & Jeong, Y. G.(2013), "The relationship between Financial Institution Blockholders and Earnings Management Based on Non-conglomerates," *Korean Accounting Review*, 38(3), 313-366. [printed in Korean]
- Kim, Y. D.(2018), "Current status and implications of investment banking activities of domestic securities firms: Including an analysis of bank-affiliated IBs," *KIF Financial Analysis Report*, 2018(3), 1-46. [printed in Korean]
- Laeven, L., Levine, R. (2009), "Bank governance, regulation, and risk-taking," *J. Financ. Econ*, 93 (2), 259-275.
- Lee, H. S.(2023), "Ten-year evaluation of Comprehensive Financial Investment Business Entities System and development strategies for Korean-style Investment Banks," *KCMI Issue Report*, 0-0. [printed in Korean]
- Lee, S. H.(2016), "Characteristics and factors of changes in capital flows in Korea's financial sector," *KCMI Research Report*, 0-0. [printed in Korean]
- Lim, B. C., Joo, J. H., Seo, B. H., & Kang, J. M. (2008), "Strategies to promote investment banking activities of domestic financial companies," *KIF Research Report*. [printed in Korean]
- Moon, J., & Kim, G.(2015) "An effect on the banking institutional soundness of LTV regulation," *Journal of Regulation Studies*, 24(1), 109-124. [printed in Korean]
- Oh, S. G.(2012), "The Effect of the Introduction of Investment Banks under a Revised Bill of

the Capital Markets Act,” *The Korean Journal of Securities Law*, 13(1), 1-30. [printed in Korean]

Oh, Y. P.(2013), “Legal Study for Vitalization of Full-Service Investment Bank,” *Business Law Review*, 27(3), 43-77. [printed in Korean]

Shleifer, A., & Vishny, R. W.(1986), “Large shareholders and corporate control,” *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488.

Shin, B. S., Bin, K. B., & Kim, J. C.(2004), “The necessity of balanced development between Korea’s capital markets and banks,” *Korea Securities Research Institute, 7th Anniversary Publication*. [printed in Korean]

Yeon, T. H.(2011), “Strategic approaches to promote investment banking,” *Weekly Financial Brief*, 20(36), 3-7. [printed in Korean]

국내참고문헌

김선화, 위준복, 정용기(2013), “금융기관 주요주주와 이익 조정과의 관계: 비대기업집단을 중심으로,” **회계학 연구**, 38(3), 313-366.

김영도(2018), “국내 증권사의 IB 업무현황 및 시사점: 은행계열 IB 분석을 포함하여,” **KIF 금융분석리포트**, 2018(3), 1-46.

김홍기(2011), “금융위기 이후 주요국의 투자은행업무 규제동향과 우리나라에서의 시사점,” **비교사법**, 1(2), 577-606.

문제현, 김갑열(2015), “LTV 규제의 금융기관 경영건전성 효과 분석,” **규제연구**, 24(1), 109-124.

신보성, 빈기범, 김재철(2004), “우리나라 자본시장과 은행의 균형적 발전 필요성,” **한국증권연구원 개원**, 7.

연태훈(2011), “투자은행 활성화를 위한 전략적 접근 방안,” **주간금융브리프**, 20(36), 3-7.

오성근(2012), “개정자본시장법 (안) 상 종합금융투자사업

자의 도입과 기대효과,” **증권법연구**, 13(1), 1-30.

오영표(2013), “한국형 대형투자은행 활성화를 위한 법적 과제: 종투사 제도를 중심으로,” **기업법연구**, 27(3), 43-77.

이승호(2016), “국내 금융권 자금흐름의 특징 및 변동요인 분석,” **[KCFI] 연구보고서**, 0-0.

이효섭(2023), “종투사 10년 평가 및 한국형 IB의 발전전략,” **[KCFI] 이슈보고서**, 0-0.

임병철, 주정환, 서병호, 강종만(2008), “국내금융회사의 투자은행업무 활성화 방안,” **KIF 연구보고서**.

정정현, 조아영(2021), “주택가격 및 대출규제정책이 저축은행의 경영성과에 미치는 영향,” **산업경제연구**, 34(5), 1133-1155.

조대형(2017), “종합금융투자사업자 제도 (「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 제77조의2 등)의 입법영향 분석,” **국회입법조사처**.

최순영(2021), “글로벌 금융위기 이후 주요 투자은행의 변모,” **[KCFI] 연구보고서**, 0-0.

한성욱, 이호영(2012), “금융위기 전후 증권회사의 이익조정에 관한 연구,” **국제회계연구**, 42, 289-308.

황유상(2009), “자본시장통합법 시행이 국내 금융 시장에 미치는 영향 및 대응전략에 관한 연구: 국내 증권 산업을 중심으로,” **경영논총**, 30, 155-179.