



# 투자은행의 미래

김 화 진 서울대학교 법학대학원 교수 hjkim7@snu.ac.kr

하버드대학교의 역사학자 퍼거슨(Niall Ferguson)은 월스트리트 유수의 금융기관 CEO들의 평균 경력기간이 25년 남짓임을 지적하면서, 그렇다면 현재 세계를 움직이는 거대 금융기관의 수장들은 1983년 이전의 일에 대해서는 개인적인 기억과 경험을 갖지 못한 상태에서 2008년의 금융위기를 다루고 있다는 말이 된다고 하였다. 1930년대 대공황 당시의 은행장들이 모두 아직 활동하고 있다면, 금융위기의 해법은 보다 쉽게 발견되었을지도 모르는 일이고 위기 자체가 발생하지 않았을 가능성이 있다. 필자가 이름을 기억하지 못하는 한 철학자는 인간이 역사로부터 아무 것도 배우지 못한다는 사실을 역사로부터 배운다고 하였는데, 인간이 역사로부터 배우지 못하는 이유들 중 하나는 아무래도 이렇게 직접 경험할 수 있는 기간이 길지 않기 때문일 것이다. 그러나, 이는 역사 연구와 학습에 의해 최대한 보완되어야 하는 인간의 한계이다. 금융과 투자은행에 대해서도 같은 지혜가 적용되어야 할 것이다. 바이런은 가장 훌륭한 예언자는 ‘과거’라는 이름의 예언자라고 했고 윈스턴 처칠도 ‘멀리 되돌아 볼수록, 더 멀리 앞이 보인다’고 했다. 금융시장과 투자은행의 미래도 역사로 가늠해 보아야 할 것이다.

투자은행산업의 원조인 모건(J.P. Morgan: 1837-1913)은 당대의 다른 거물 사업가들과 마찬가지로 철도산업에서 명성을 얻었다. 모건은 1889년과 1890년에 미국 전역의 철도회사 최고경영자들이 모인 컨퍼런스를 개최하여 철도산업의 미래와 정책에 관해 협의하게 하는 수완을 발휘하였고 이 컨퍼런스는 20세기 초 철도산업에서 발생한 대대적인 M&A의 기초가 되었다. 모건은 철도회사의 자금조달에서 주도적인 역할을 하였으며 1900년과 1902년 사이에 발행된 총 12억불의 철도회사 증권 발행의 대부분을 담당하였다. 모건은 철도, 철강산업에 대한 영향력을 위주로 무소불위의 존재로 변신하게 된다. 이 때문에 1912년에 푸조(Pujo)위원회가 구성되었고 1933년에

Glass-Steagall Act가 제정되면서 오늘날 상업은행의 업무에 해당되는 사업은 투자은행에서 분리되었다. 이것이 우리가 말하는 미국에서의 금산분리의 시작이다. 당시 모건의 영향력은 은행과 보험 양쪽에 걸쳤는데 모건은 그가 보유한 영향력을 이용하여 자신이 발행하는 증권을 보험회사들이 인수하게 하고 그로부터 조달된 자금은 다시 은행에 예치하는 식으로 지배력을 무한히 증식하였다.

푸조위원회는 모건 등 투자은행들이 “남의 돈으로 바로 그 남을 지배한다”는 결론을 내린다. 푸조위원회의 조사와 그 과정에서 형성된 당시 미국의 여론은 월스트리트의 무한한 파워 증식은 견제되어야 한다는 것으로 집약되어 후일 일련의 개혁입법으로 연결되었다. 미국인들은 금융자본이 과도하게 성장하여 정치적인 프로세스를 지배하게 되면 민주주의가 종식되게 될 것이라 걱정하였다. 푸조위원회가 조사보고서를 낸지 한 달만에 모건이 사망하였고 푸조위원회의 조사 후 여론의 비난을 피하기 위해 금융자본의 소유자들은 일반 기업에 대한 지배나 모건이 감행하였던 것과 같은 행동이 발생시키는 이익충돌을 회피하기 시작하였다. 그러던 중 1930년대의 대공황을 맞아 다수의 기업이 도산하고 주식의 가치가 폭락하자 그것이 금융기관의 부실로 연결되고 예금자의 피해로 연결되어 금융과 산업의 분리 조치가 입법을 통해 집행되었다. 1933년의 Glass-Steagall Act는 투자은행업과 상업은행업을 완전히 분리하였다. 그 전에는 상업은행이 유가증권인수업무를 영위할 수 있었기 때문에 대출 대상인 기업에 대한 정보를 기초로 해당 기업의 유가증권을 정보가 없는 투자자들에게 매각하고 그로부터 부당한 이익을 취하는 일이 빈번하였다고 한다. 대출을 한 기업이 부실해지면 해당 기업의 증권을 투자자들에게 매각하고 그로부터 조달된 자금으로 대출을 상환하게 한 후 기업이 도산하면 기업부실의 위험은 전적으로 정보가 없는 일반투자자들이 부담하였다.

그러나, 그로부터 약 50년의 시간이 지나자 투자은행들은 서서히 상업은행들을 위협하기 시작했다. 1980년대에 출현한 정크본드는 상업은행의 대출기반을 현저히 잠식하였다. 1992년의 경우 380억불 규모의 정크본드가 발행되었었는데 그 중 약 35%가 은행 대출을 대체하기 위한 것이었다. 상업은행들은 이러한 위협에 대응하기 위해 투자은행들의 업무 영역을 넘보기 시작하였는데 상업은행들은 1999년에 Glass-Steagall Act가 공식적으로 폐지되기 전에 이미 증권인수 시장에 진출하기 시작하였다. 상업은행의 증권인수 시장 진출은 법률적으로 대단히 불안정한 상태에서 이루어졌다. 그러나, 1984년에 Bank of America의 Charles Schwab 인수가 위법하지 않다는

연방대법원의 판결이 나오자 Glass-Steagall Act는 사실상 종이 호랑이가 되었다. 1986년에 연방준비제도이사회가 Bankers Trust에게 CP 인수를 허가하였고 연방대법원도 그에 반대하지 않았다. 1989년에는 씨티은행과 체이스 맨하탄을 비롯한 몇몇 은행들이 회사채 인수를 허가 받았다. 1998년에는 씨티와 Travelers의 합병이 승인되었다. 상업은행들은 투자은행의 LBO 거래에도 여러 형태로 참여하기 시작하였다. 또, 상업은행들은 투자은행들에 비해 규모가 훨씬 큰 점을 활용하여 채권 시장에 본격 진출하였고 대출과 회사채 인수에서 끼워팔기 식의 기법으로 영업을 전개하여 투자은행들의 비난을 받기도 했다. 회사채 인수 기회를 얻기 위해 저리의 대출을 제안하거나 대출 회수를 암시하는 사례도 있었다고 한다. 이러한 경쟁은 1999년을 계기로 공식화 되었으며, 원래 상업은행과 투자은행간의 구별이 없는 유럽의 자본시장이 급성장하고 M&A가 증가하면서 가속화되었다. 국내에서도 2007년 M&A 자문 시장에서 골드만 삭스 등의 투자은행들은 씨티, Credit Suisse, HSBC 등과 어려운 경쟁을 벌인 바 있다.

투자은행이 향후 어떤 형태로 발달해 가고, 자본시장과 경제에서 어떤 역할을 수행할 것인지에 대한 답은 투자은행의 역사에서 어느 정도 드러난다. 투자은행들은 향후 상업은행들이나 유럽식의 유니버설뱅크들과 경쟁해 나가야 할 것이다. 골드만 삭스는 은행지주회사로 전환하였다. 우리 나라에서도 금산분리 문제보다는 상업은행의 업무영역 확대와 유니버설뱅크 도입이 더 큰 이슈가 되어야 한다. 증권회사들도 이 점을 염두에 두고 경쟁력을 갖춘 투자은행으로의 발전을 준비해야 할 것이다. 서구의 주요 투자은행들은 이미 공개회사의 소유지배구조를 갖추고 있지만 인터넷과 컴퓨터 기술의 발달은 향후에도 규모의 경제를 추구하기 위한 경쟁을 일으킬 것이고 그에 따라 M&A를 통한 투자은행의 규모 경쟁도 지속될 것이다. 거대한 상업은행의 인프라 지원을 받는 투자은행들이 경쟁 우위에 서게 될 것이다.

현재 글로벌 금융위기로 인해 투자은행의 미래가 불투명한 상태이다. 베어스틴즈와 리먼브라더즈의 몰락을 통해 금융기관, 특히 투자은행이 경제위기의 주범으로 인식되면서 국내에서도 자본시장법 발효 연기까지 주장되는 일이 일어난 바 있다. 사실 금융위기는 금융산업의 과도한 성장과도 관련이 있다. 2006년 전세계의 총생산은 47조 달러였으나 전세계 증권시장의 시가총액은 51조 달러였고 채권 발행총액은 68조 달러, 파생금융상품의 총액은 473조 달러였다. 미국의 경우, GDP에서 금융부문이 차지하는 비중은 1947년에 2.3%였었는데 이는 2005년에 7.7%를 기록하였다.

이는 1980년대에 들어서면서 금융부문이 과도한 보수를 지불하는 산업으로 부상하고 우수한 인재들을 대거 흡수한 데도 그 원인이 있다. 폴 크루그먼 교수는 이제 금융부문이 1930년대의 대공황 이후 거쳤던 ‘지루한’ (boring) 산업의 시기로 돌아가야 한다고 말한다. 바로 그 시기에 미국의 경제가 비약적으로 발전하였다는 것이다.

그러나, 투자은행의 ‘몰락’은 투자은행들이 기업공개나 M&A 같은 그 고유의 업무보다는 고유계정 투자와 심지어는 투기적 거래에 지나치게 많이 치중한 데 기인한다. 기업가치의 평가를 통한 IPO의 지원, 기업가치의 평가를 통한 M&A의 주선, 그에 수반되는 금융지원, 명성의 중개를 통한 투자자와 자본시장의 보호 등 투자은행이 전통적으로 수행해 온 업무 영역의 비중이 상대적으로 낮아졌다. 이는 금융위기 과정을 통해 조정될 것으로 생각된다. 그러면, 그 명칭을 무엇으로 전환하든간에 투자은행은 계속 존속할 것이다. 투자은행의 기능과 역할은 누구에 의해서든 수행되어야 할 것이기 때문이다.

#### <참 고 문 헌>

김화진, 기업금융과 법률, 서울대학교 법학 제49권 제4호(2008. 12) 518

김화진, 투자은행의 역사, 증권 제134호(2008. 3) 94

최 혁, 2008 글로벌 금융위기(K-books, 2009)

William D. Cohan, House of Cards (Doubleday, 2009)

Niall Ferguson, The Ascent of Money (Penguin Press, 2008)

Alan Morrison & William Wilhelm, Investment Banking (Oxford, 2007)