

금융회사의 경영악화, 필연적 귀결인가?

원승연* (명지대)

요약

이 논문은 금융회사의 수익성이 최근 악화된 원인을 살펴봄으로써, 그 개선 방향의 시사점을 제공하고자 하였다. 최근 금융회사의 경영 악화는 경제성장 정체에 따른 불가피한 측면이 존재한다. 그러나 금융회사의 수익성이 상대적으로 더욱 악화된 것은 금융회사가 새로운 금융환경에 적극 대응하지 못한데 기인한 바 크다. 즉 금융회사의 경영악화는 인건비 등의 비용 측면에서의 효율성 저하의 문제가 아니라 수입 측면에서의 효율성 저하에 의해 비롯된 것이며, 이 점에서 최근 금융회사의 인력 구조조정은 그 해결책이 될 수 없는 일이다. 은행은 대출심사기능을 제고하여 이자마진 하락에 대응하였어야 함에도 불구하고, 여전히 담보 및 보증 대출에 안주하여 스스로 성장 동력을 상실하였다. 또한 증권사는 단기적인 수익에 집중하여 자본시장으로 이동한 투자자의 위험관리 기능을 제대로 수행하지 못하였다. 이 결과 자본시장 참여자들이 다른 금융기관을 통해 자본시장에 참여하는 '투자의 우회화'가 진전됨으로써, 증권사의 수익원은 급격히 축소되었다.

이처럼 금융회사가 금융환경 변화에 적극 대응하지 못한 것은 과거 경영상의 호조건에 안주하여 지대추구적인(Rent Seeking) 경영 행동을 보였기 때문이다. 즉 과도한 정부개입과 금융규제 환경은 다른 측면에서는 경쟁행위를 억제하는 것이었기 때문에, 상당수의 금융회사가 이에 적응하여 경영활동을 해왔던 것이다. 게다가 경영능력 및 성과와 무관하게 경영진이 임명되고 보상이 결정되는 경영 환경과 지배주주 또는 계열사가 금융회사에게 경영성과 이외의 다른 관점으로 경영진을 평가하는 지배구조 하에서, 경영진이 기업가 정신을 갖고 경영에 임하기를 기대하기는 어려운 일이다.

그러므로 금융환경의 변화가 금융회사에 불리하게 작용하게 되었을 때, 그에 대한 대응 역량을 갖추지 못하고 대비하지 못한 금융회사의 수익성 저하는 너무나도 당연한 결과라고 할 수 있다. 결국 금융회사가 수익성을 제고하기 위한 해결책은 무엇보다도 금융중개기관으로서 그 기능을 제고하는 것에서 찾아야 한다. 만약 그렇지 않고 금융회사 및 그 경영진이 정치권 및 관료 등의 이해관계에 부합하여 금융공급자 중심의 경제적 사슬을 유지하고 여전히 지대추구적 행동에 안주하고자 한다면, 현재의 저성장이 지속되는 한 금융회사의 수익성 개선은 요원한 일이 될 것이며, 금융회사 및 금융종사자에 대한 사회적 비난도 피할 수 없을 것이다.

* 명지대 경영학과, 전화: +82-2-300-0785, Fax: +82-2-300-0734. E-mail: sywon@mju.ac.kr.

I. 서론

최근 들어 금융회사의 경영상황이 악화되면서 증권사를 비롯한 금융회사들의 인원 감축이 사회적인 문제로 대두되고 있다. 사실 국제금융시장의 불안정이나 국내 경제의 저성장 기조를 감안할 때, 금융회사가 글로벌 금융위기 이전보다 그 수익성이 하락하는 것은 불가피한 것이라고 할 수 있다. 그러나 한국에서의 금융회사 수익성 저하는 다른 국가의 경우 금융회사들이 2008년 금융위기의 상황에서 벗어나 수익성이 개선되는 방향으로 전환한 것과 대비된다. 더구나 금융회사 수익성이 실물부문 기업 수익성에 비해서도 낮은 수준이어서 금융부문 종사자들의 위기감을 더욱 불러일으키고 있다. 일부에서는 금융회사 수익성 악화로 인하여 금융안정성이 저해되지 않을까 우려하기도 한다. 물론 금융회사의 입장에서는 수익성을 다시 높이도록 해야 할 것이지만, 정책적으로 금융회사의 수익성을 높일 수 있는 조치를 취해야 하는지는 별개의 문제이다.

사실 금융회사의 수익성이 높다는 것은 금융이용자 및 경제 전체에 부과하는 금융서비스 비용이 높다는 것과 크게 다르지 않다. 그리고 금융서비스 비용 확대가 사회 전체적으로 받아들여지기 위해서는 금융서비스가 제공하는 사회적인 편익이 그에 상응하여 제고되어야 함은 물론이다. 달리 말해서 금융회사의 수익성이 저하되었다고 하더라도, 그것만을 이유로 하여 그 개선 방안을 논의하는 것이 정당성을 갖기 어렵다는 것이다. 만약 금융회사의 수익성 저하가 금융중개기관으로서의 기능 저하에 따른 것이라고 한다면, 이러한 금융회사의 사회적 역할 제고를 전제하지 않고 금융회사의 수익성 개선을 위한 정책적 조치를 주장하는 것은 적절하지 않을 것이다. 또한 과거 금융회사가 우월적 지위를 갖고 있는 것을 배경으로 과도하게 수익을 창출했다고 한다면, 현재의 금융회사 경영악화는 오히려 적절한 수준으로의 회귀로 평가할 수도 있다. 요컨대 금융회사의 수익성 제고 필요성을 논의하기 위해서는 그 이전에 금융회사의 기능과 역할이 그 비용 부과에 비하여 충분한지에 대한 검토가 전제되어야 한다는 것이다.

글로벌 금융위기 이후 금융산업 및 금융회사가 그 역할에 비해 과도하게 수익을 올렸다는 비판적인 인식이 확산되고 있다. 과거 금융발전은 경제성장에 기여하는 것으로 인식되었으나 (Levine et al., 2000; Levine, 2005 참조), 금융발전이 어느 수준에 이르게 되면 더 이상 경제성장과 자극하지 않을 것이라는 주장이 제기되고 있다 (Arcand et al. (2012) 와 Cecchetti and Kharroubi (2012) 참조). 만약 그렇다고 한다면 금융발전의 사회 전체적으로도 필요하다는 주장은 설득력을 잃은 셈이 된다. 또한 Greenwood and Scharfstein (2013) 과 Philippon (2012) 등은 미국의 금융회사가 그 역할에 비하여 과도하게 금융비용을 부과하였음을 지적하였다. 더 나아가 금융회사가 지대추구적 행위 등을 통해 과도한 이익을 수취해왔음을 비판하기도 한다. 가령 Acemoglu (2011)은 그간 금융산업이 정치적 영향력을 행사하여 규제완화를 유도함으로써 과도한 이익을 향유했음을 비판하였고, Philippon and Reshef

(2009)는 미국 금융부문의 높은 보수 중 30~50%는 생산성 증가의 결과가 아닌 렌트에 의한 것임을 주장하기도 하였다. 또한 금융회사의 기능에 대해서도 논란이 있어 Cochrane (2013) 등은 금융회사가 그 성장에 상응한 역할을 수행했음을 주장한데 비해, 다른 연구들은 금융회사가 그 기능을 제대로 수행하지 못했을 뿐 아니라 대리인 문제를 일으켰음을 지적하고 있다 (Bhattacharya et al.(2012), French (2008) 참조).

이러한 기존 문헌의 맥락 하에서 본 연구는 금융회사의 수익성 문제를 인식하고 개선 방안을 제시하기 위해서는 전체 경제적인 관점에서 금융회사의 기능과 금융서비스 비용을 종합적으로 비교 검토하는 것이 필요하다고 인식하였다. 따라서 은행과 증권사의 수익성 분석을 기초로 그 기능이 제대로 수행하고 있는지를 살펴보고 최근 수익성이 하락하고 있는 원인이 무엇인지를 분석하였다. 본 연구는 2000년대 이후 들어와서 글로벌 금융위기 이전까지 금융회사의 수익성이 높았던 것은 금융산업을 둘러싼 거기경제적 상황과 산업구조적인 변화가 금융회사에 매우 유리하게 전개되었던데 기인한 바 크다는 점을 확인하였다. 그리고 최근 나타나고 있는 금융회사의 수익성 하락은 이러한 경영여건이 악화된 것도 주요한 요인이지만, 다른 한편에서는 금융회사가 금융상황의 변화에 대응하여 금융중개기관으로서의 기능을 제고하고 수익원을 창출하지 못한 것에도 그 책임이 있음을 지적하였다. 금융회사가 수익성 하락에 효과적으로 대처하지 못한 것은 금융회사와 경영진이 금융규제적 환경에 적응되고 지대추구적 (Rent Seeking) 행위에 매몰되었던 결과, 경영상의 위험을 감수하고 새로운 혁신을 도모하기에는 역량이나 유인체계가 부족한데 따른 것으로 판단되었다. 따라서 금융회사의 수익성 회복을 위해서는 금융회사의 지배구조 및 유인체계를 개선하고 금융산업의 경쟁체계를 회복시킴으로써, 금융회사 종사자들이 기업가정신으로 새로운 방향을 모색하고 실행할 수 있도록 해야 할 것이다.

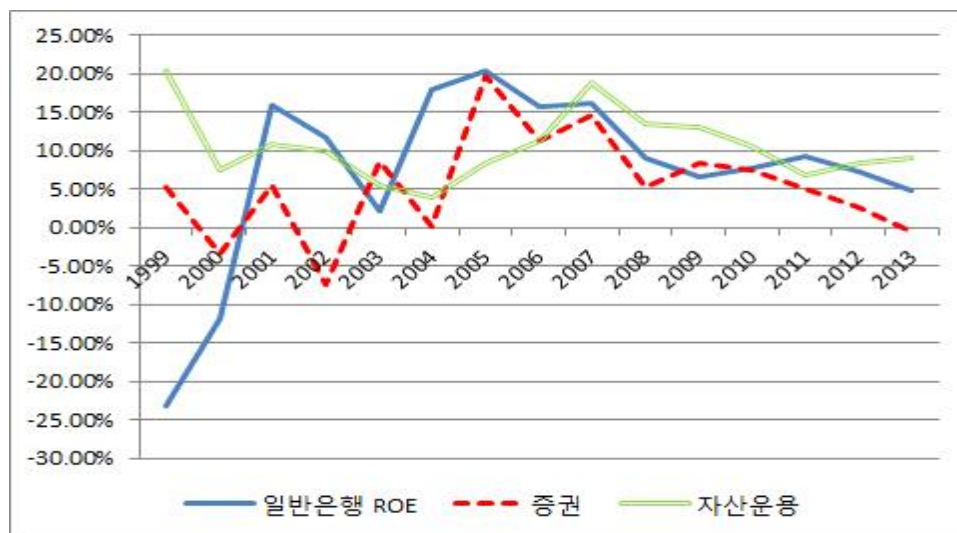
본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제 2절에서는 금융회사의 경영 현황을 조망하고, 제 3절에서 구체적으로 은행과 증권사를 중심으로 금융회사의 수익성 현황을 살펴보고, 금융회사의 기능을 중심으로 그 저하 원인을 분석한다. 제 4절은 금융회사가 그 기능을 충분히 수행하지 못한 원인을 금융회사의 지배구조 및 유인체계 관점에서 살펴본다. 제 5절은 결론이다.

II. 국민경제에서의 금융산업 지위

최근의 금융회사의 수익성 저하로 인하여 현재 금융회사 전반적으로 인원 감축이나 비용 절감을 위한 각종 조치가 진행되고 있으며, 이러한 금융회사의 위축이 전반적인 경제에도 악영향을 주지 않을까하는 우려마저도 불러일으키고 있다. <그림 1>은 외환위기 직후인 1999년부터 일반은행, 증권사 및 자산운용사의 ROE의 추이를 살펴본 것이다. 2004년부터 크게 개선된

금융회사의 수익성은 2007년에 그 정점에 도달하였으나 이후 하락하는 양상을 벗어나고 있지 못하다. 자산운용사를 제외하고 은행과 증권사는 2012년과 2013년 ROE가 급격히 하락하였음을 알 수 있다. 이것은 2008년 금융위기 이후 경영상황 악화를 경험했던 전 세계의 금융회사들이 최근 수익성 개선을 보이고 있는 모습을 보이는 것과 비교해볼 때 대조적인 양상이어서, 최근 한국 금융회사의 수익성 저하가 장기적으로 지속되는 것이 아닌가 하는 의심을 갖게 만든다¹⁾. 금융회사의 상대적인 수익성 저조는 은행과 제조업의 ROE 비교에서도 확인될 수 있는 일이다.

그림 1. 금융회사별 ROE 추이



자료: 금융감독원

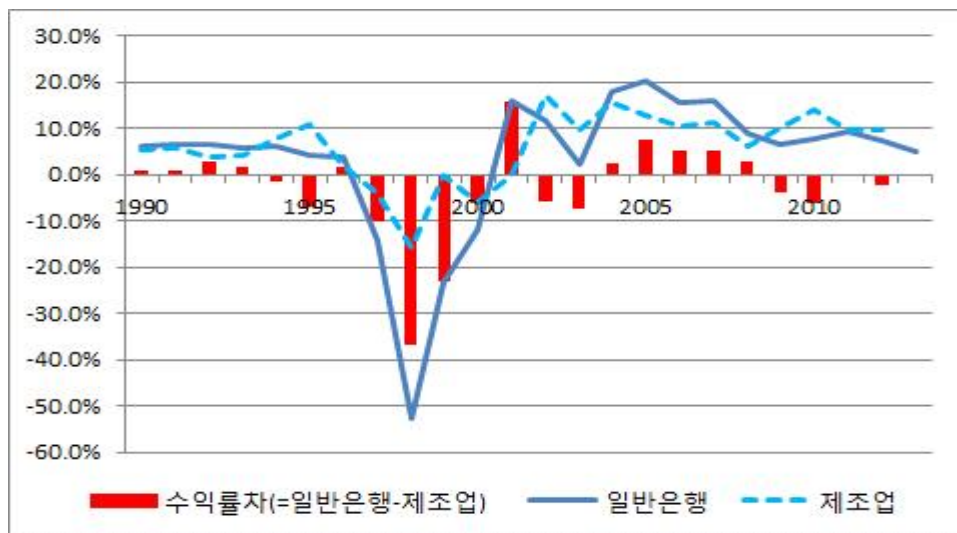
<그림 2>는 보다 시계열을 확장하여 일반은행 ROE와 한국은행이 매년 발표하는 기업경영 분석에 제공된 제조업 ROE를 비교한 것이다. 전반적으로 은행의 ROE는 제조업 ROE와 유사한 추세로 나타나고 있지만, 시기에 따라 상대적인 ROE 수준은 달라져 왔다. 외환위기 이전인 1990년대 중반까지 은행 ROE는 평균 6% 수준으로서 제조업 ROE보다 다소 높은 상황이었으나, 1996년부터 은행 ROE는 하락하기 시작하여 1997년 외환위기 이후부터 2000년까지 훨씬 큰 폭의 손실을 감수해야 했다. 그리고 2002년 카드사태로 인한 후유증을 경험한 이후인 2004년부터 2008년까지 은행 ROE는 다시 제조업보다 높은 수준을 나타냈으나, 2009년 이후 다시 이러한 현상은 역전되었다²⁾. 특히 최근 은행 ROE의 절대적 수준은 외환위기 직전

1) The Banker에 의한 자료에 따르면 글로벌규모 상위 50대 은행의 2013년 회계연도 평균 ROE는 9.7%였으며, 하위 50대 은행의 ROE도 9.1%였다. 지역적으로도 심각한 경기침체를 벗어나지 못하는 유럽의 경우를 제외하고 전 세계의 은행의 수익성이 크게 향상된 것으로 나타났다. 김우진(2014) 참조.

2) 특히 2004년부터 2007년간 은행 ROE는 연평균 17.5%였다.

인 1990년대 중반 수준으로 돌아간 것이어서, 은행의 건전성 차원에서 수익성 저하를 검토해야 한다는 의견마저 나오고 있는 상황이다.

그림 2. 은행과 제조업 ROE 추이



자료: 금융감독원, 한국은행, 기업경영분석

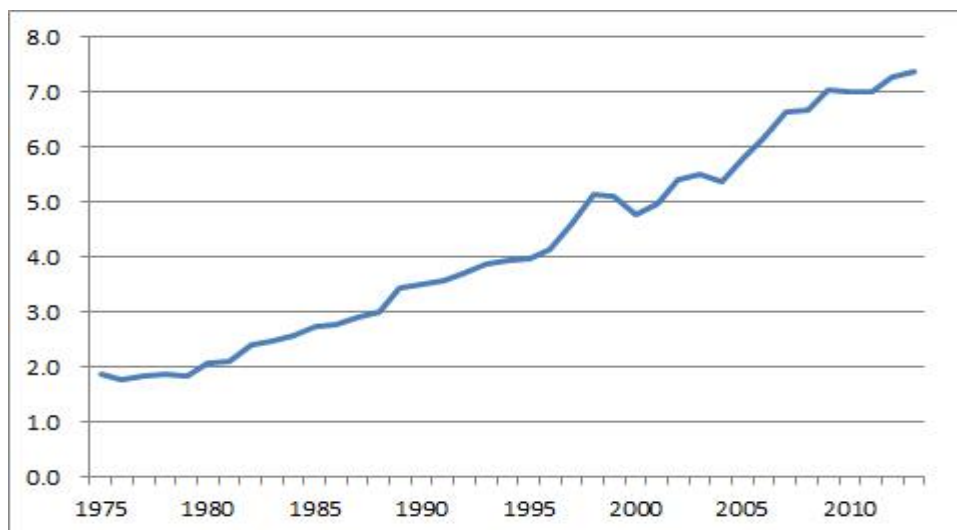
그런데 다른 한편에서 본다면 금융회사의 수익성이 높다는 것은 금융이용자 및 경제 전체에 부과하는 금융서비스 비용이 확대되었다는 것과 크게 다르지 않다. 그러므로 금융서비스 비용 확대가 사회 전체적으로 받아들여지기 위해서는 금융서비스가 제공하는 사회적인 편익이 그에 상응하여 제고되어야 함은 물론이다. 달리 말해서 금융회사의 수익성이 저하되었다고 하더라도, 그것만을 이유로 하여 그 개선 방안을 논의하는 것이 정당성을 갖기 어렵다는 것이다. 만약 금융회사의 수익성 저하가 금융중개기관으로서의 기능 저하에 따른 것이라고 한다면, 이러한 금융회사의 사회적 역할 제고를 전제하지 않고 금융회사의 수익성 개선을 위한 정책적 조치를 주장하는 것은 적절하지 않을 것이다. 이러한 맥락에서 최근 금융회사의 경영성과 저하에도 불구하고 그에 대한 곱지 않은 사회적 시선이 존재하는 이유를 찾아볼 수도 있을 것이다. 일각에서는 금융회사가 그동안 그 역할에 비하여 과도하게 수익을 창출하였으며, 이러한 수익창출은 금융회사가 금융이용자에 비하여 우월적인 지위를 갖고 있었기 때문이라고 해석하기도 한다. 이러한 금융회사에 대한 시선은 비단 우리나라 뿐만 아니라 2008년 금융위기로 인한 피해를 심각하게 경험한 선진국에서도 크게 표출된 것이기도 하다. 반대로 과도한 금융회사에 대한 희생을 강요하는 것 역시 적절하지 않은 일이다. 과거 관치금융 하에서 대기업을 위한 자금배분을 강요받은 은행들이 경영 악화가 결국 1997년 외환위기의 근본적인 원인이었음을 상기할 필요가 있다. 가령 최근 금융당국의 은행 수수료 인하 조치가 은행 ATM기 폐쇄를 유발하여 금융이용자의 불편을 높인다는 지적이 있음을 감안한다면, 금융회사의 수익성 문

제를 그것이 제공하는 사회적 편익과 분리하여 판단하는 것이 얼마나 적절하지 않은지를 보여주는데 것이라고 하겠다.

그런데 금융회사의 기여-비용의 비교 분석에서 가장 큰 난관의 하나는 금융회사가 사회적으로 부과하는 비용은 금융회사의 수익성으로 쉽게 근사치가 계산되는 반면, 금융회사의 사회적 기여는 쉽게 계량화될 수 없는 것이기 때문에 발생한다. 그런 점에서 금융회사 수익성의 적절성에 대한 논의는 다양한 각도에서의 접근이 요구되는 것이기도 하다. 일단 본 연구는 경제 전체적인 규모에 대비한 상대적인 추세를 통해서 현재 금융회사가 당면한 상황을 점검하는 것으로부터 논의를 시작할 것이다.

<그림 3>은 1975년부터 2013년까지 금융회사의 기능과 연관된다고 생각하는 금융자산을 추출하여 그것의 경상 GDP 대비 비율을 정리한 것이다. 이 때 계산에 이용된 금융자산액은 한국은행이 발표하는 금융자산잔액 중에서 대외자산, 정부대출 및 상업신용을 제외한 금액이었다. GDP 대비 금융자산은 지속적으로 상승하여 1980년대 초반 2.0배였던 것이 2013년말 현재 7.2배로 성장하였다. 2000년대 이후만을 놓고 보면 2004년부터 2009년까지 GDP대비 금융자산비율이 5.3배에서 6.9배로 크게 상승한 것으로 나타나, 동 기간 금융부문이 크게 성장했음을 확인할 수 있다. 물론 2010년대 들어 금융자산의 증가세는 정체되어 있는 상황이라는 하지만, 적어도 2000년대 이후 금융중개기능에 대한 수요가 크게 증가하였음을 간접적으로 시사한다. 한편, 금융부문이 국민소득에서 차지하는 비중은 금융회사가 부과하는 상대적 비용의 크기를 짐작하는데 도움을 준다.

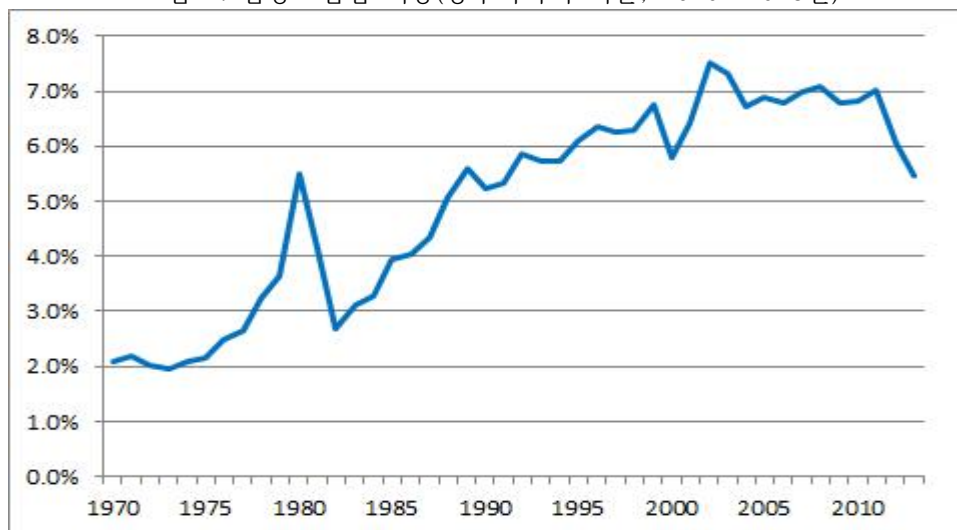
그림 3. 금융자산/경상GDP 비율(1975~2013년)



* 경상GDP는 1999년까지 수치는 2005년 기준, 2000년 이후는 2010년 기준
 ** 금융자산은 1993 SNA 기준 수치이며, 금융자산 중 대외자산(금 포함), 정부대출 및 상업신용은 제외한 금액
 자료: 한국은행

<그림 4>는 총부가가치액을 기준으로 금융보험업의 비중 추이를 도시한 것이다. 1980년대 전반 금융보험업 비중이 크게 하락한 것은 1970년대말까지 발생한 부실채권을 1980년대 전반기 정리하는 과정에서 은행이 큰 손실을 본 데 따른 것으로 보인다. 이후 금융보험업 비중은 지속적으로 상승하여 2000년대 7% 전후하는 수준이 되어, 금융부문이 전체 경제에 비하여 더 많은 소득을 창출하였음을 확인할 수 있다. 따라서 미국 등과 비교하여 상대적으로 크다고 할 수는 없지만 금융보험업의 소득 총량이 상대적으로 커져 왔음을 부인할 수는 없을 것으로 보인다. 그러나 2012년 및 2013년 금융보험업의 비중은 크게 하락하여 각각 6.1%, 5.5%를 기록하였다. <그림 4>에서 확인할 수 있듯이 이러한 비중은 외환위기 이전인 1990년 전반기 수준으로 환원된 것이어서, 금융산업에 대한 위기감이 현실임을 보여주고 있다.

그림 4. 금융보험업 비중(총부가가치 기준, 1970~2013년)

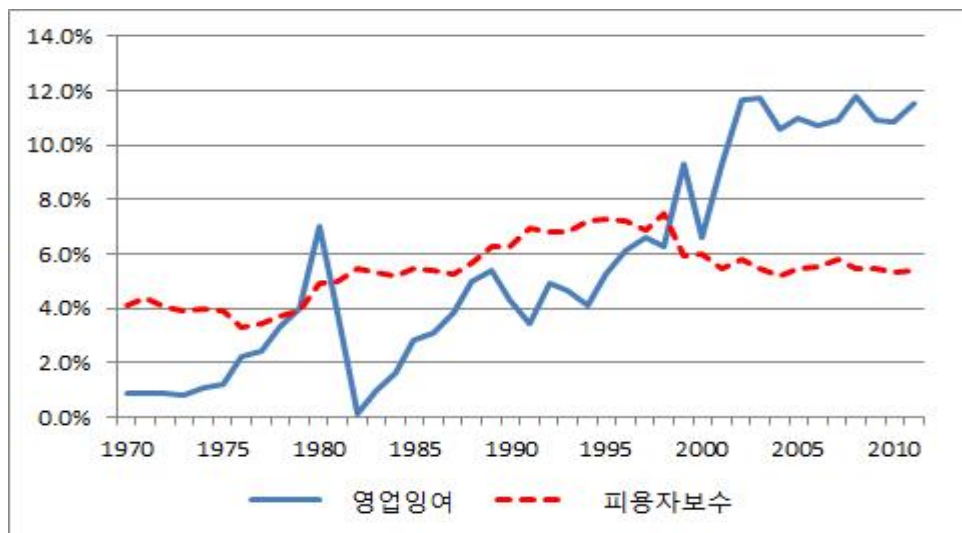


* 2011년까지는 2005년 국민소득 기준, 2012 및 2013년은 2010년 국민소득 기준 (단, 2013년 자료는 잠정치)
자료: 한국은행

추가적으로 총부가가치에서 국내요소소득을 산출한 후 이를 영업잉여와 피용자보수로 구분하여 각각이 전체 경제에서 차지하는 비중을 살펴보았더니 매우 흥미로운 결과가 도출되었다(<그림 5> 참조). 금융보험업의 피용자보수는 1970년대 이후 꾸준히 증가하였으나, 외환위기 발생 직후인 1998년을 정점으로 오히려 하락하는 추세를 보였다. 반면 영업잉여에서 차지하는 금융보험업의 비중은 1990년대 4~6% 수준에서 변동하였으나 2000년 이후부터는 10%를 상회하는 수준으로 크게 증가하였다. 결국 금융부문의 요소소득 증가는 영업이익 증가로 대부분 환원되었던 것이다. 그러면 왜 금융보험업의 피용자보수 비중은 2000년대 이후 감소하였는가? 일단 금융보험업 종사자 개인 당 연간소득의 상대적 비중을 보면, 최근 그 비중이 다소 하락하기는 했지만 2000년 이후 몇 년간 크게 상승하였음을 볼 수 있다(<그림 6> 참조). 반면 금융보험업의 근로자수는 2000년대 초반 절대적으로 감소한 것으로 나타나고 있어, 금융보험

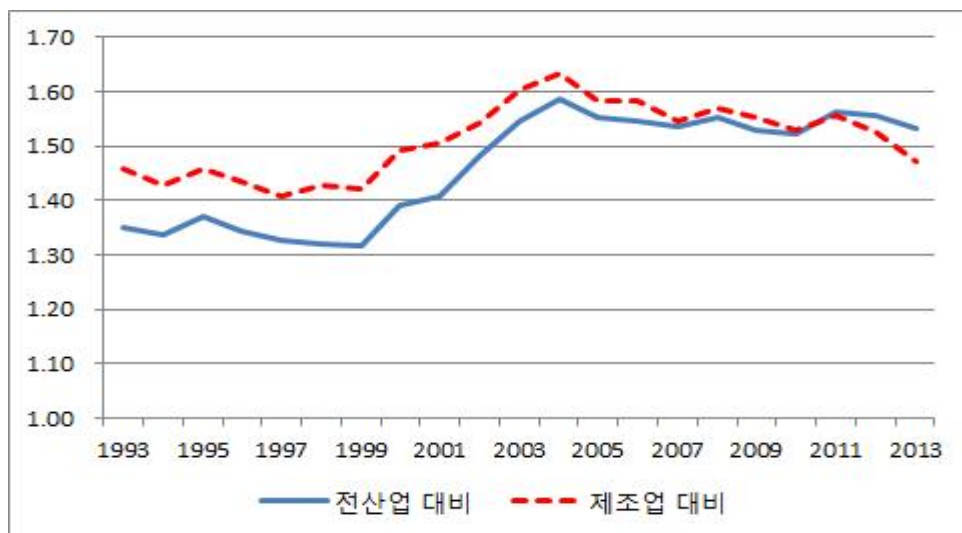
업의 피용자보수 비중 감소가 고용 수준의 축소에 따른 것임을 보여주고 있다(<그림 7> 참조). 이러한 분석 내용은 금융회사 수익성 하락 원인에 대한 일단의 오해를 불식시킬 수 있을 것이다. 상대적으로 금융보험업 종사자 중 고소득자 비중이 높기 때문에, 수익성 저하의 주된 원인이 과도한 인건비 때문이라고 생각하기 쉽다. 그러나 2000년대 전체적으로 금융회사는 지속적인 인력조정을 통해서 전체적인 인건비를 통제해왔으며, 따라서 인건비가 최근 수익성 변동의 주된 요인이라고 보기는 어렵다고 할 것이다.

그림 5. 금융보험업 비중(1970~2011년, 2005년 국민소득 기준)



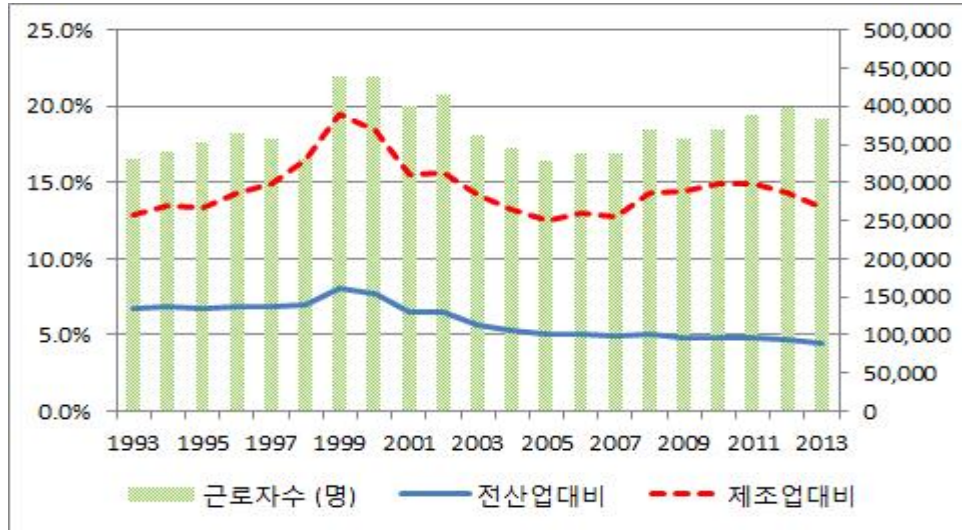
자료: 한국은행

그림 6. 금융보험업의 상대 연간소득 추이(배수, 1993~2013년)



자료: 고용노동부, 근로형태별 고용실태조사

그림 7. 금융보험업의 고용 비중(1993~2013년)



자료: 고용노동부, 근로형태별 고용실태조사

달리 말하면 2000년대 금융비용 증가는 금융회사의 수익성 상승과 동반하였다. 금융회사가 증가한 금융비용을 수익으로 환원할 수 있었던 것은 1997년 외환위기 이후 은행을 비롯한 금융회사를 하나의 기업으로서 인정하고 이들의 수익성 증가가 금융안정성의 주요한 기반이 된다는 인식 때문이었던 것으로 판단된다. 그 결과 금융회사의 공공성보다는 경영성과를 중시하는 인식이 제고되고, 주주에 대한 이익환원을 강조하는 경영행태가 금융업에서도 나타나게 되었다. 그렇다면 이제 질문은 금융비용의 증가, 달리 말하면 금융회사의 이익 증가가 그에 상응한 금융이용자에 대한 금융서비스 편익 제고에 의한 것인지 아니면 다른 외생적인 요인에 의한 것인지가 될 것이다. 만약 2000년대 증가했던 금융회사 수익성이 일시적인 경기순환적인 요인이나 산업구조적인 요인에 의한 것이었다고 한다면, 이러한 외생적 조건이 변화할 때 금융회사의 수익성이 지속될 수 없을 것이기 때문이다. 따라서 다음 절에서는 금융회사의 경영 상황을 은행과 증권사를 중심으로 분석하여 금융회사의 수익성 결정요인을 분석할 것이다³⁾.

3) 금융회사에서 최근 큰 비중을 차지하고 있는 것은 보험업이나, 보험업의 상대적인 비중은 상대적으로 안정적으로 유지되고 있어 보험업이 전체 경제에 비하여 상대적으로 수익성이 악화되었다고 판단하기는 어려웠다. 따라서 본 연구는 최근 수익성 저하가 보다 심각하게 나타나고 있는 은행과 증권사를 중심으로 진행되었다.

Ⅲ. 금융회사의 수익성 분석

1. 수익성 결정 요인

금융회사의 수익성을 결정하는 요인은 세 가지 관점에서 제시된다. 우선 개별 금융회사의 특수한 요인, 가령 영업효율성 또는 생산성이나 지배구조 등의 요인에 의하여 수익성이 영향을 받을 수 있다. 그러나 금융회사의 경영성과는 이러한 개별 금융회사의 요인 뿐만 아니라, 거시경제적인 요인과 시장경쟁도와 같은 산업구조적인 측면에서 영향을 받을 수 있음이 여러 연구에서 지적되고 있다.

개별 금융회사의 특수한 요인으로서 자본 대비 자산규모와 같은 자산효율성, 1인당 수입 등과 같은 생산성, 자산 또는 소득 대비 비용으로 측정되는 영업효율성 등이 금융회사 수익성에 긍정적인 영향을 주는 것으로 평가되고 있다. 반면 규모 및 위험노출이 수익성에 미치는 영향에 대해서는 상반된 실증 결과가 제시되고 있다. Smirlock (1985) 및 Goddard et al. (2004) 등은 규모가 클수록 규모의 경제 및 다각화 효과가 크기 때문에 수익성이 높아진다고 주장한 반면, Berger et al (1987)은 규모 증가가 비용절감에 기여하는 정도는 미미하다는 분석 결과를 제시하였다. 특히, Amel et al.(2004)는 은행, 투자은행, 보험 및 자산운용사를 망라한 국제적인 분석 결과를 통해서, 금융회사의 통합이 상대적으로 작은 규모에서는 유용할 수도 있으나 전체적으로 합병이 범위의 경제 및 경영효율성을 제고하는데 기여했다는 증거는 발견하지 못하였음을 보고하였다. 또한, 자산 대비 대출 등의 위험자산비율이나 신용 위험 또는 유동성 위험이 금융회사 수익성에 미치는 영향 역시 상반된 결과가 보고되고 있다. 지배구조가 금융회사 수익성에 미치는 영향에 대한 분석도 이루어졌는데, 그 대부분의 실증 분석 결과는 정부소유의 은행이 상대적으로 수익성이나 건전성이라는 측면에서 열위에 있음을 보고하였다 (Iannotta et al.(2007) 참조).

한편, 거시경제적 관점에서 경기의 주기성은 금융회사 수익성에 비례적인 영향을 주는 것으로 보고되고 있다. 가령 Albertazzi and Gambacorta (2009)는 GDP가 NIM과 은행의 대손상각에 영향을 주고 있어 금융회사 수익의 주기성을 피하기 어렵다는 점을 지적하였으며, Bolt, et al (2012)은 경기침체 시에는 대손상각이, 그리고 경기성장기에는 장기이자율이 주요한 수익성의 결정요인으로 작용한다고 주장하였다. 보다 광범위하게는 경제의 주기성 이외에도 거시경제적의 특정 변수 또는 지표가 금융회사의 수익성에 미치는 영향이 보고되고 있어, 거시경제적인 요인이 중요한 금융회사의 수익성을 결정하는 요인임을 시사하고 있다⁴⁾.

그런데 앞서 지정한 두 가지 관점에서의 수익성 결정요인은 그 특성상 금융정책적으로는 통

4) Demirgiic, -Kunt and Huizinga (1999)는 국가별 패널자료를 은행 수익성에 미치는 영향으로서 국가별로 차별화된 제도적 특성 요인이 작용할 수 있음을 지적하였다.

제하기 어려운 변수이다. 그러나 금융산업의 구조적 요인은 정책적인 통제가 가능한 영역이라는 점에서, 그 요인에 대한 평가와 관련해서 많은 논란이 개진되었다. 가령 Molyneux and Thornton (1992)는 SCP 분석방법론에 의거하여 은행의 집중도가 수익성에 비례적인 영향을 준다는 점을 지적한 반면, Demirguc-Kunt and Huizinga (1999)는 그 유의성을 발견하지 못하였음을 보고하였다. 이후의 연구 결과도 일의적으로 나타나지는 않았다. Vennet (2002)는 특화된 투자은행보다는 복합화된 금융회사 또는 유니버설 은행이 비용이나 수익 측면에서 보다 효율적임을 주장하였으며, Claessens and Laeven (2004)은 시장집중도 증가에도 불구하고 시장의 유효경쟁력이 증가할 수 있음을 주장하였다. 반면 Maudos and de Guevara (2007)는 시장지배력의 감소가 은행비용 효율성 축소보다는 사회 전체의 후생 증가에 보다 기여한다는 점에서 시장지배력의 하락이 필요함을 주장하였다. 특히 Maudos and de Guevara (2004)가 유럽 은행의 마진 하락의 원인 중 하나가 은행이 경쟁구조가 위축됨에 따라 금리위험이나 신용위험을 축소하는 소극적인 경영행태를 보인데 따른 것임을 지적함으로써, 금융산업의 경쟁구조 축소가 장기적으로 금융회사의 수익성을 저하시키는 원인이 될 수 있음을 주장한 것은 주목할 만하다. 이하에서는 기존 연구에서 지적한 세 가지 측면의 요인, 곧 개별 금융회사의 경영요인, 산업구조적 요인 및 거시경제적 요인을 중심으로 은행과 증권사의 수익성 변동 원인을 살펴보기로 한다.

2. 금융회사의 수익성 저하 원인

2008년까지 금융회사 수익성이 양호했던 것은 거시경제적인 요인과 금융산업의 구조적 요인이 개선된데 힘입은 바 크다. <표 1>에서 보듯이 2000년대 초반 외환위기로 인한 후유증을 뒤로 하고 경제성장률은 다시 상승하였다. 2000~2008년간의 9년 동안 연평균 명목 GDP 상승률은 7.5%였고, 동기간 일반은행 및 증권사의 ROE는 부실채권 및 일시적인 주가하락으로 인한 손실에도 불구하고 각각 10.8% 및 6.1%를 기록하였다.

또한, 1997년 외환위기 이후 금융산업 구조의 전면적 개편은 은행의 경우 시장경쟁 압력을 감소시킴으로써 수익성을 개선하는데 기여하였다. 무엇보다도 종금사를 비롯한 비은행금융기관의 위축은 은행 수신을 확대시키는데 기여하였다. 1990년대 전반기 30% 초반 수준까지 그 비중이 하락했던 예금은행의 은행계정 수신 비중은 외환위기 이후 급격히 상승하여 2003년 약 53% 수준까지 증가하였다(<표 8> 참조). 이것은 은행 신탁계정 수신이 상당 부분 은행계정으로 이동하였으며, 비은행 금융기관 수신이 안전자산 선호로 이전한 데 따른 것이다. 더구나 은행의 통폐합 및 합병으로 인해서 은행 수가 감소한 것 역시 개별은행의 수익성 개선에 기여하였다. 이러한 환경에 힘입어 예금증가율은 높은 성장세를 유지하였다. 그리고 이러한

은행으로의 예금 수요 증가는 은행이 금리하락에도 불구하고 예대마진이 급격히 축소되는 것을 억제할 수 있도록 하는데 기여하였다 (<표 9> 참조).

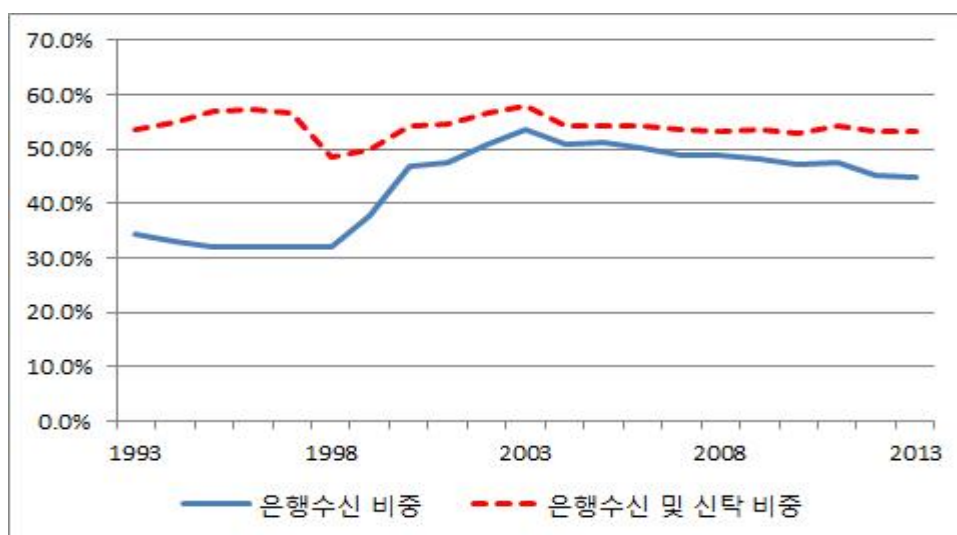
표 1. 거시지표와 금융회사 ROE 추이

연도	경제성장률	명목 GDP 증가율	물가상승률	금리(5년 국고채)	(전년비 증가율, 말잔 기준)	
					일반은행 ROE	증권사 ROE
2000	8.8%	9.9%	2.3%	7.0%	-11.90%	-3.32%
2001	4.5%	8.3%	4.1%	6.7%	15.88%	5.41%
2002	7.4%	10.7%	2.8%	5.4%	11.67%	-7.32%
2003	2.9%	6.4%	3.5%	5.0%	2.16%	8.63%
2004	4.9%	8.0%	3.6%	3.4%	17.96%	0.26%
2005	3.9%	5.0%	2.8%	5.4%	20.33%	19.77%
2006	5.2%	5.0%	2.2%	5.0%	15.64%	11.27%
2007	5.5%	8.0%	2.5%	5.8%	16.17%	14.69%
2008	2.8%	5.9%	4.7%	3.8%	9.11%	5.23%
2009	0.7%	4.3%	2.8%	4.9%	6.55%	8.30%
2010	6.5%	9.9%	3.0%	4.1%	7.69%	7.43%
2011	3.7%	5.3%	4.0%	3.5%	9.34%	5.05%
2012	2.3%	3.4%	2.2%	3.0%	7.38%	2.53%
2013	3.0%	3.7%	1.3%	3.2%	4.91%	-0.59%
2000~08 년 평균	5.1%	7.5%	3.2%	5.3%	10.8%	6.1%
2009~13 년 평균	3.2%	5.3%	2.6%	3.7%	7.2%	4.5%

자료: 금융감독원

그림 8. 은행 수신 비중 추이

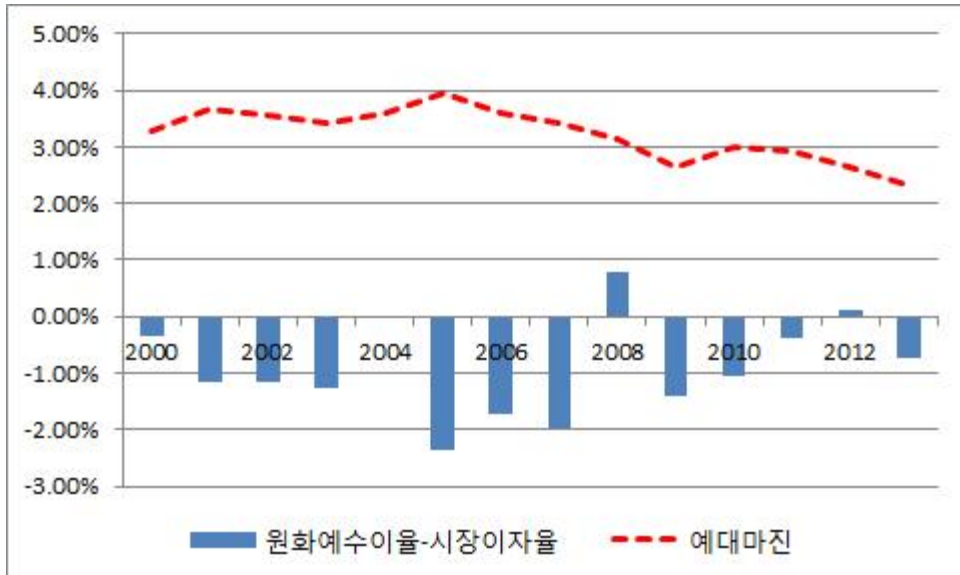
(단위: 백만원, 임직원 1인 기준)



* 은행수신 비중은 은행 및 비은행금융기관 수신 전체에서 은행계정의 수신 비중을 합한 것이며, 은행수신 및 신탁비중은 은행의 신탁계정까지 합한 비중임

자료: 한국은행

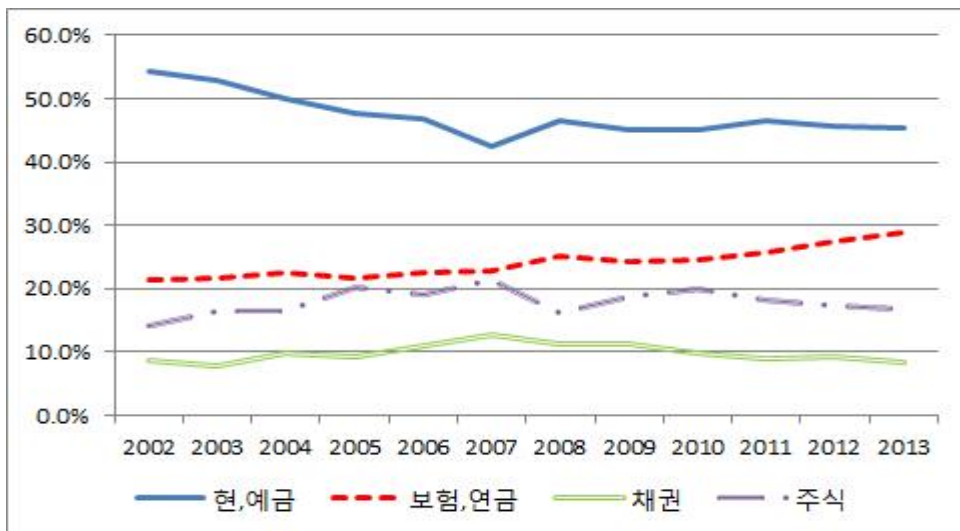
그림 9. 은행의 금리구조



* 시장이자율은 5년 국고채 금리
 자료: 금융감독원; KIS 채권평가

그림 10. 가계비영리부분의 금융자산 비중 추이

(단위: %)



자료: 한국은행

증권사 역시 이러한 경제 환경 및 금융시장 구조 변화에 의하여 수익성을 개선할 수 있었다. 2008년까지 장기적인 주식시장의 상승과 금리 하락세는 2000년대 초반까지 안전자산을 선호하던 자금이 주식 및 채권시장으로 이동하게 하는 원인으로 작용하였다. 은행을 제외하고 자산을 운용할 금융회사가 위축된 상황에서 수익성을 추구하는 가계는 자본시장에 대한 직접

및 간접투자를 목적으로 증권사 및 펀드로 자금을 이전하였다. 그 결과 가계비금융부문의 자산보유 비중에서 현예금 비중이 감소하고 주식 및 채권 비중은 2007년 12.7% 및 21.4%로 증가하였다(<그림 10> 참조). 이러한 금융시장 내에서의 자금이동이 2000년대 중반 증권사의 수익성을 제고하는데 유리한 여건을 형성하였다.

그러나 2009년부터 거시경제적 상황과 금융산업 구조적 요인이 금융회사의 수익성에 더 이상 유리하게 작용하지 않고 있다. 글로벌 금융위기 직후인 2009~2013년간의 5년 동안 명목 GDP 증가율은 5.3%로 이전보다 2.2% pts 하락하였으며, 5년 국고채 금리도 그 이전 기간의 평균금리 5.3%에서 지난 5년 동안 3.7%로 낮아졌다. 또한 은행과 증권사의 수익성을 개선하는데 기여했던 금융시장의 자금흐름이나 산업구조의 변화가 더 이상의 진전되지 않는 상황이다. 은행산업의 시장집중도가 더 강화되기도 어려운 형편이며, 2007년말 40개였던 국내증권사는 2013년말 현재 51개로 늘어났으며 그 퇴출도 원활히 진행되기 어려운 상황이다. 또한 은행으로의 자금유입은 정체되어 있으며, 가계의 주식 및 채권 보유 비중은 오히려 하락하고 있는 양상이다. 이러한 상황을 고려할 때, 금융회사의 수익성이 과거보다 하락하는 것은 불가피한 상황으로 보인다. 그러나 앞서 지적한 바와 같이 금융회사 수익성이 실물부문보다 더 악화되고 있음을 고려해볼 때, 금융회사의 경영악화가 외생적인 요인만이 아니라 금융회사 자체의 경영상 문제점에도 기인함을 추론해볼 수 있을 것이다. 이 점에서 이하에서는 은행과 증권사의 수익성 지표 분석을 통해 금융회사 자체의 수익성 저하 요인이 무엇인지를 보다 구체적으로 살펴보았다.

1) 일반은행⁵⁾

<표 2>는 일반은행의 수익성 및 그 이익 구성 내역의 추이를 2000년부터 2013년까지 정리한 것이다. 2000년까지 부실채권으로 인한 부담으로 당기순손실을 기록한 일반은행은 카드사 태로 인하여 대손상각이 증가한 2003년을 제외하고는 2007년까지 두 자리 수의 ROE를 기록하였다. 또한 총자산 대비 이익률 역시 2005년부터 2007년까지 3년간 1%를 상회하는 수치를 보였다. 이러한 은행의 수익성 증가의 가장 큰 요인은 대손상각을 차감한 순이자마진의 증가였다. 순이자마진이 음이었던 2000년을 제외하고 2001년부터 2013년까지의 13년 동안 대손상각을 차감한 순이자이익은 평균적으로 은행 전체 이익의 90.3%를 설명하였다. 물론 2008년 들어 금리하락 등으로 인하여 순이자마진율은 감소하여 은행의 수익성 하락 요인이 되었지만, 이것만으로 은행의 수익성 하락을 설명하는 것은 미흡하다고 할 수 있다. 은행은 분석 기간 중 총 자산대비 수수료 이익 비중이 지속적으로 하락하였는 바, 이것은 은행이 예금 및 대출 이외의 수익원 창출에 결과적으로 미흡한 성과를 거두었음을 보여준다. 반면 비용 측면에서

5) 특수은행을 분석 대상에서 제외한 것은 일반은행과 다른 정책금융기관으로서의 특성을 갖고 있어 수익성이 경영의 1차적인 목적이 되지 않을 수 있으며, 경영 방식 역시 일반은행과 이질성을 가질 수 있음을 감안하였기 때문이다.

은행의 수익성 하락을 설명하기는 어렵다. 은행의 자산대비 판관비율이나 인건비율은 2000년 대 초반에 대비할 때 오히려 낮은 편이어서, 은행이 비용 요인에 대해 꾸준히 통제해왔음을 알려주고 있다.

표 2. 일반은행 수익성 추이

(말잔 기준, 자산대비 비중)

연도	순이자마진 ¹	수수료이익	비이자이익	판관비	인건비	ROA	ROE
2000	-0.01%	0.73%	0.02%	1.33%	0.78%	-0.55%	-12.9%
2001	0.70%	0.72%	0.51%	1.17%	0.69%	0.64%	13.6%
2002	1.40%	0.53%	0.58%	1.30%	0.74%	0.53%	11.3%
2003	1.05%	0.57%	0.53%	1.33%	0.76%	0.10%	2.1%
2004	1.56%	0.75%	0.84%	1.41%	0.81%	0.89%	16.3%
2005	2.42%	0.33%	0.24%	1.46%	0.88%	1.19%	18.1%
2006	2.19%	0.33%	0.31%	1.38%	0.82%	1.01%	14.7%
2007	2.22%	0.38%	2.39%	1.40%	0.81%	1.06%	15.6%
2008	1.63%	0.26%	0.28%	1.18%	0.64%	0.53%	8.7%
2009	1.44%	0.23%	1.36%	1.21%	0.68%	0.44%	6.3%
2010	1.62%	0.23%	1.73%	1.25%	0.69%	0.55%	7.6%
2011	1.88%	0.28%	2.14%	1.26%	0.71%	0.89%	11.3%
2012	1.69%	0.26%	0.90%	1.25%	0.72%	0.56%	6.9%
2013	1.49%	0.25%	0.49%	1.22%	0.72%	0.39%	4.8%

1. 순이자마진은 이자이익에서 대손상각비를 제외한 수치를 자산으로 나눈 값임

* 일반은행 기준

** ROE를 제외하고는 자산 대비 비중

표 3. 은행의 성장 추이

(전년비 증가율, 말잔 기준)

연도	이자수익	수수료 수익	이자비용	대출채권	예수부채	차입금	자산총계	자본총계
2000	9.3%	31.8%	10.4%	21.4%	21.7%	-9.1%	14.2%	1.9%
2001	-15.2%	11.7%	-20.6%	13.8%	11.8%	-15.8%	8.1%	19.2%
2002	10.0%	-6.8%	-7.0%	23.8%	13.1%	1.1%	14.0%	12.7%
2003	9.5%	9.5%	2.8%	13.2%	8.5%	0.0%	9.5%	6.9%
2004	-1.4%	36.8%	-4.3%	3.5%	-0.9%	-7.1%	3.0%	23.2%
2005	6.0%	-41.1%	-4.9%	6.7%	7.1%	18.0%	7.8%	30.6%
2006	12.1%	14.1%	22.4%	15.9%	8.4%	17.4%	12.8%	16.9%
2007	19.9%	21.9%	30.1%	12.2%	5.4%	7.7%	10.5%	10.0%
2008	20.9%	-2.6%	29.8%	14.7%	17.3%	19.3%	22.0%	8.5%
2009	-13.6%	-6.3%	-16.5%	-0.8%	6.8%	-18.7%	-4.4%	11.8%
2010	-3.0%	2.4%	-14.0%	2.3%	6.1%	-8.5%	1.3%	3.7%
2011	2.3%	1.5%	-0.2%	6.1%	7.6%	6.7%	5.8%	15.0%
2012	-0.6%	-3.8%	2.5%	1.0%	2.1%	-12.3%	1.2%	4.5%
2013	-14.2%	-6.4%	-17.7%	3.2%	2.7%	-6.4%	1.2%	3.0%

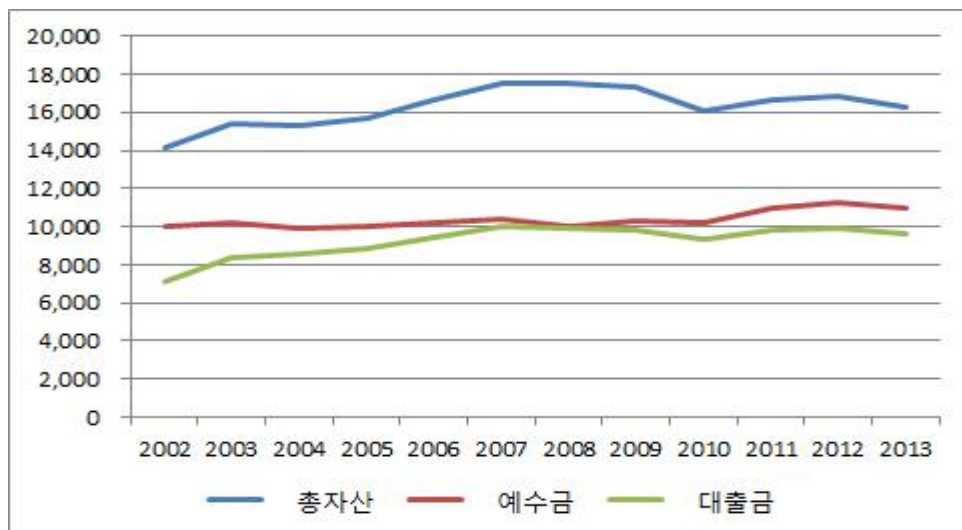
* 일반은행 기준

자료: 금융감독원

은행의 수익성 하락은 순이자마진 하락이라는 가격 측면에서 그 원인이 있지만 다른 측면에서는 성장성의 정체에서도 일단의 원인을 찾아볼 수 있다 (<표 3> 참조). 예수부채의 증가율을 보면, 예금자들의 자본시장으로의 이탈이 컸던 2004년을 제외하고 그 성장세는 높은 수준이었으나, 2012년 및 2013년 예수부채 성장률은 각각 2.1%, 2.7%에 불과한 실정이다. 반면 예수부채 다음으로 높은 비중을 차지하고 있는 은행차입금은 2011년 제외하고 2009년부터 매년 전년대비 감소하는 추세를 보여주고 있다. 이러한 자금조달의 성장세 둔화로 말미암아 은행의 대출 성장세 역시 2009년부터 크게 위축되었다. 이러한 대출과 예금의 성장세 둔화는 은행의 인건비 통제로 2009년 대비 2013년 은행의 임직원 수가 감소했음에도 불구하고 1인당 생산성이 오히려 하락하는 결과를 낳고 있다(<그림 11> 참조). 특히 1인당 예수금에 비하여 1인당 대출금이 더 낮은 수준을 보이고 있는 것은 은행이 수신보다는 여신 측면에서 보다 성장세가 둔화되고 있음을 반영하고 있다. 따라서 2009년 이후 이자수익의 절대적 하락의 원인으로서 대출금리 하락이라는 가격 요인 뿐만 아니라 이를 상쇄할 정도로 대출이 증가하지 못하여 오히려 성장세가 정체되었다는 점도 지적할 수 있겠다. 또한 수수료 수익 역시 2008년부터 절대적인 규모로도 축소하는 양상을 보이고 있다는 점에서, 은행이 이자마진 하락을 대체할 수 있는 수익원 발굴 및 다변화에 실패했음도 은행 수익성 하락의 원인으로서 아울러 지적하고자 한다. 결국 은행 수익성 저하는 비용 측면에서의 비효율성이라기보다는 은행이 수익 측면에서의 경영성과의 악화에서 비롯되었다고 보아야 할 것이다.

그림 11. 은행의 생산성

(단위: 백만원, 임직원 1인 기준)



* 1인당 각 금액은 소비자물가상승률을 기준으로 2013년 금액으로 조정
 자료: 금융감독원, 한국은행

2) 증권사

증권사는 2013년 전체 규모를 집계했을 때 업계 전체적으로 당기순손실을 기록하였다. 증권사의 ROE는 해마다 큰 변동을 보였지만 2012년부터 그 수치가 크게 하락하는 모습을 보이고 있다(이하 <표 4> 참조). 그 원인을 살펴보면, 우선 자산 대비 수수료 이익이 시기 전체적으로 감소하는 추세를 보이고 있는데서 일차적인 원인을 찾아볼 수 있다. 반면 이자이익의 자산 대비 비율은 크게 달라지지 않아 약 1% 내외의 수준을 기록하였다. 한편 증권사의 매매 및 평가 이익은 2011년 이후 손실이 발생하고 있어, 이러한 매매 및 평가손실이 최근 들어 증권사 수익성을 하락시키는 원인이었음을 알 수 있다.

표 4. 증권사의 수익성 추이

(말잔 기준)

연도	자산 대비 비율					자산/자본	ROA	ROE
	수수료 이익	매매, 평가 이익	이자이익	기타영업 이익	판관비			
2000	10.5%	-6.3%	0.9%	0.6%	8.5%	3.87	0.6%	2.2%
2001	7.7%	1.5%	0.9%	0.3%	7.0%	3.89	2.0%	7.8%
2002	7.8%	-1.3%	1.0%	0.3%	7.6%	3.99	0.1%	0.2%
2003	6.5%	2.9%	0.9%	0.2%	6.6%	4.30	1.6%	6.8%
2004	5.3%	1.8%	1.4%	0.2%	6.0%	3.35	0.8%	2.8%
2005	6.0%	1.7%	1.3%	0.1%	4.6%	3.96	3.6%	14.2%
2006	4.3%	0.6%	1.3%	0.1%	3.9%	4.49	2.0%	9.0%
2007	5.2%	1.0%	0.9%	0.4%	3.7%	4.45	2.8%	12.6%
2008	3.3%	0.0%	1.1%	0.3%	3.3%	4.53	1.0%	4.6%
2009	3.4%	0.2%	1.2%	0.2%	3.3%	4.77	1.3%	6.1%
2010	2.7%	0.2%	1.1%	0.2%	3.0%	5.37	1.0%	5.6%
2011	2.3%	-0.1%	1.0%	0.4%	2.7%	5.67	0.7%	4.2%
2012	1.5%	-0.2%	0.9%	0.3%	2.3%	6.28	0.3%	1.9%
2013	1.4%	-0.9%	0.9%	0.3%	2.1%	6.63	-0.1%	-0.5%

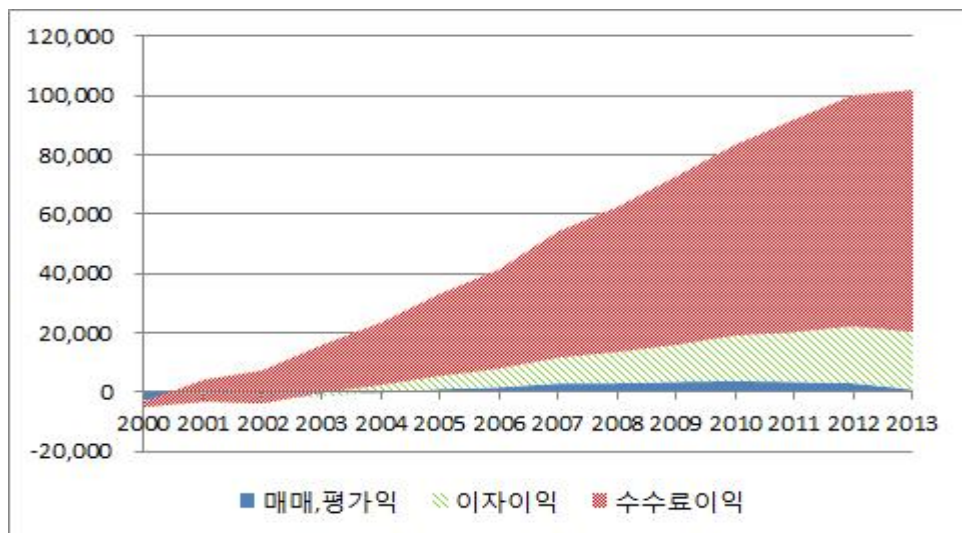
자료: 금융감독원

은행의 경우와 마찬가지로 증권사 역시 비용효율성 저하로 인해 수익성이 하락한 것은 아니었다. 증권사의 자산 대비 판관비 비율은 계속적으로 하락하는 추세를 보여, 증권사 역시 지속적으로 비용을 통제, 관리하였음을 보여주고 있다. 그러나 증권사의 자산효율성 곧 자본 대비 자산액은 최근 크게 증가하고 있는 양상이어서, 증권사가 은행과 달리 보다 적극적으로 자산운용을 확대하고 있음을 알 수 있다. 이것은 수수료 수익 감소에 대응하여 증권사가 채권자산을 중심으로 자기계정 운용을 확대한데 따른 것으로 판단된다. 그러나 증권사의 위험 확대가 적절한 위험관리 하에서 실행되었는지는 의문이다. <그림 12>는 2000년을 시작점으로 하여 증권사의 이익을 연간 누적치로 계산해 본 것이다. 연도별 누적치의 추이를 보면, 최근 들어 수수료 이익의 증가세가 정체된 반면 이자이익은 지속적으로 증가하고 있음이 확연하게 나

타난다. 반면 증권사의 매매 및 평가 이익은 2005년부터 조금씩 증가하다가 최근 들어 손실을 경험하여 거의 그 누적이익이 0에 가까운 수준으로 회귀하고 있다. 이러한 결과는 설령 캐리 트레이딩을 통해 장단기금리차를 통한 이자이익이 주된 목적이라고 하더라도 증권사가 시장위험에 대한 관리를 적절히 수행하지 못했음을 의미한다. 또한 외국의 증권사와 같이 시장 조성자로서 채권거래를 통해 시장위험을 관리하고 매매 스프레드를 취득하는 역량이 미흡했다는 반증이 되기도 한다⁶⁾.

그림 12. 증권사의 이익 구성

(단위: 십억원)



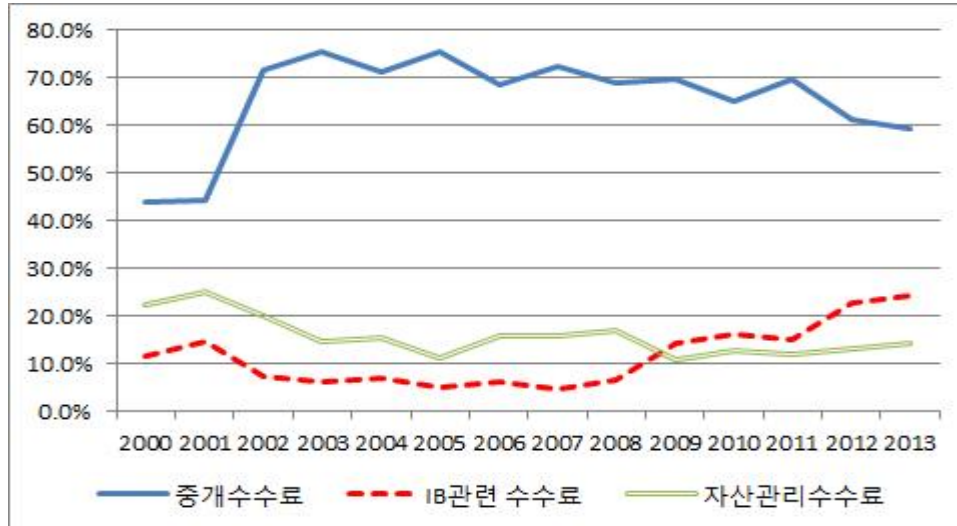
* 각 연도 이익액은 2000년을 기점으로 기준연도까지의 이익액을 합산한 누적치
자료: 금융감독원

증권사는 중개수수료 이외의 다른 수수료 수익원을 찾는데 실패한 것으로 보인다. <그림 13>은 수수료 수익을 유형별로 구분하고 전체 수수료 수익 대비 각 수수료 수익원의 비중을 정리한 것이다. 중개 수수료 비중은 하락하는 추세인 반면 투자은행업무 관련 수수료는 상승하는 추세를 보였다. 그리고 증권사가 최근 몇 년간 경영에서 중시했던 자산관리 업무와 관련한 수수료 비중은 크게 개선되는 양상을 보이고 있지 못하다. 그런데 증권사의 중개수수료 수익의 절대규모를 보면, 2012년 이전까지 그 규모 자체는 일정 수준을 유지했던 것으로 나타났다. 절대적인 규모 자체가 감소하지 않는 한, 상대적으로 손쉽게 취득할 수 있는 수익원인 중개수수료의 의존도를 낮추기는 힘들었을 것으로 보인다. 그러므로 어떻게 본다면 증권사가 다른 수익원을 발굴하는데 적극적이지 않은 태도를 보인 것이 결국 수익원을 다양화하는데 장애가 된 원인으로 작용했을지도 모른다.

6) 증권사가 2000년 매매 및 평가손이 발생한 것은 보유 주식의 급락 때문이었다. 다만 최근의 손실은 채권자산으로 인한 것만 차이가 있을 뿐, 이처럼 증권사가 시장의 변화에 따라 자본이득 또는 자본손실을 경험하는 것은 결국 시장위험에 대응한 위험관리 능력이 충분하지 않다는 전거이다.

그림 13. 증권사 유형별 수수료 수익 비중

(단위: %, 총수수료 수익 대비)



자료: 금융감독원

3) 소결

이상과 같은 은행과 증권사의 수익성 지표 분석을 통해서 공통적으로 확인할 수 있었던 것은 금융회사의 수익성 저조의 내적 요인은 금융회사의 비용 측면보다는 수입 측면에서 찾을 수 있다는 점이다. 은행과 증권사 모두 지난 10여년간 인건비 등의 비용 절감 노력을 기울여 왔다. 즉 전체적인 고용 수준을 통제함으로써, 자산 대비 인건비 또는 판관비 비용을 줄여왔던 것이다. 오히려 금융회사의 경영 악화 원인은 그동안 금융회사가 수익원을 발굴하고 다변화하는데 미흡했다는 수입 효율성이라는 관점에서 지적될 수 있다. 은행은 예대마진 하락에 대응하는 대체 수익원 발굴에 적극적이지 못하였으며, 이자마지 축소에 대응한 자산증가 노력 역시 부족했다. 증권사 역시 중개수수료 감소에 대응한 자산관리 업무의 확장이 미진하였으며, 유가증권 매매, 평가익 감소 경향에서도 알 수 있듯이 시장위험에 적절한 위험관리를 수행하는데 한계를 보였다.

이처럼 은행과 증권사가 수입효율성 측면에서 경영성과의 한계를 보였다는 것은 다른 측면에서는 금융회사의 금융이용자에 대한 서비스 제공이 미흡했다는 것을 의미한다. 즉 은행과 증권사가 변화하는 금융수요에 충분히 대응하여 금융이용자의 편익을 증가시키는데 미흡한 결과, 이들 금융회사가 수익원을 확대하고 증가하는데 한계가 있을 수 밖에 없었다고 하겠다. 그런 점에서 금융회사의 기능상의 어떠한 문제가 경영성과 악화에 대응하는데 장애가 되었는지를 살펴보는 것이 금융회사의 경영성과 제고 방안을 검토하는데 유익하다고 할 것이다.

3. 금융회사의 기능과 경영 성과

금융회사의 기본적인 기능에 대한 여러 가지 논의를 정리해서 본다면, 그 가장 기본적인 기능으로서는 금융시장의 거래비용과 정보의 불확실성으로 인해서 발생하는 금융시장에서의 자금수요와 공급의 비효율성을 제거하여 자원을 시간적으로 또는 공간적으로 배분하는 자금배분 기능을 들 수 있다. 그리고 또 하나 최근 중요성이 강조되고 있는 금융회사의 기능은 불확실성하에서 발생하는 위험을 금융이용자간에 이전하고 관리하는 동시에 직접 위험을 관리하거나 참여할 수 없는 금융이용자가 보다 낮은 비용으로 참여할 수 있도록 하는 위험관리 및 이전 기능이다⁷⁾. 전자가 주로 간접금융기관에 해당하는 것이라고 한다면, 후자는 직접금융기관의 기능을 설명하는 데 주로 적용되는 것이라고 할 수 있겠다. 추가적으로 금융회사의 또 하나 중요한 기능은 금융회사가 금융중개 과정에서 지급결제 시스템의 주요한 축으로 기능한다는 점이다. 이러한 지급결제의 축으로서의 금융회사의 역할 때문에, 금융회사의 안정성이 전체적인 금융시스템 및 실물경제의 안정성에 중요한 것으로 인식되고 있다. 그러나 이러한 금융회사의 역할은 금융의 공공적 기능이라는 관점에서 판단되기 때문에 이 기능을 기초로 금융회사의 수익성 변화를 예상하기는 어려운 일이다. 그러므로 금융결제 기능을 둘러싼 기술적, 제도적 변화 가능성이 있음에도 불구하고⁸⁾, 이하에서는 앞서의 두 기능을 중심으로 금융회사의 수익성 저하를 논의하고자 한다.

<그림 14>와 <그림 15>는 Demirgüç-Kunt et al.(2013)의 자료를 이용하여 OECD 국가의 금융부문 성장 추이를 비교한 것이다. 금융기관의 민간신용은 분석 대상 국가의 평균값을 기준으로 GDP 대비로 2000년 92.2%에서 2011년 132.9%로 증가하였으나, 한국은 동 기간 중 79.0%에서 98.4%로 상승하여 상대적으로 간접금융시장을 통한 민간신용 공급이 정체되었음을 확인할 수 있다. 이와 대조적으로 GDP 대비 자본시장 규모는 분석대상 국가가 평균적으로 171.1%에서 169.4%로 하락한 반면, 한국은 126.9%에서 200.3%로 크게 증가하였다. 우선 간접금융시장에서의 신용 확대가 상대적으로 정체된 것은 동 시장에서의 수요 및 공급 측면에서 살펴볼 수 있으며, 이러한 요인 분석이 은행 수익성 하락 요인을 평가하는데 중요한 전거가 될 수 있겠다. 경제 전체적으로 자금수요가 축소된 것이 은행의 경영성과에 부정적인 영향을 주었을 수도 있다. 그럼에도 불구하고 은행이 이러한 상황 변화에 적절하게 대응하지 못하였다면, 은행 자체도 수익성 저하의 책임에서 벗어날 수 없을 것이다. 반면 직접금융시장의 확대는 어떠한 경우라도 하더라도 직접금융에 대한 참여나 수요가 크게 증가했음을 의미한다.

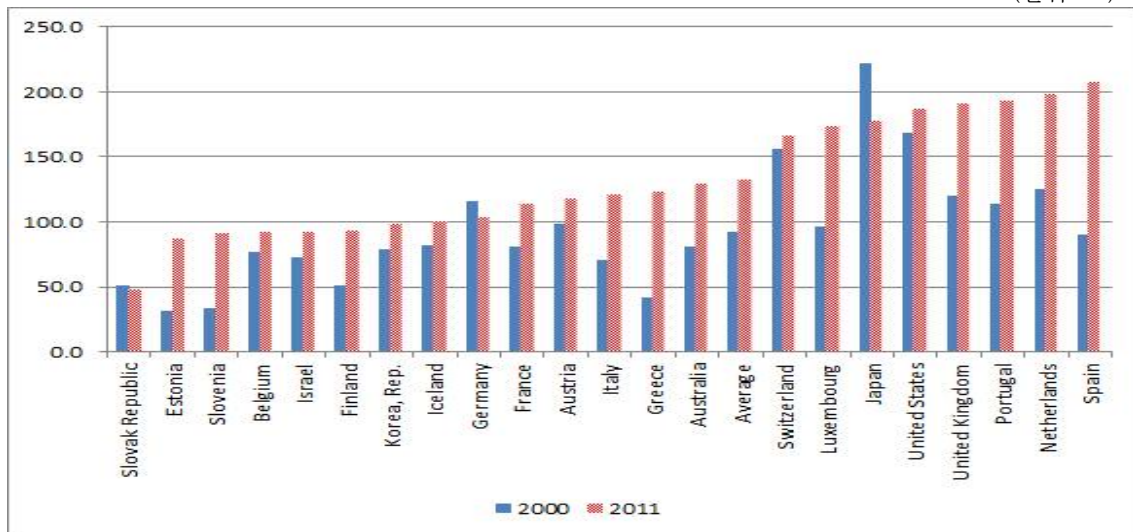
7) Merton (1995) 및 Allen and Santomero (1998) 참조.

8) IT 기술의 발달에 따라 인터넷이나 휴대폰을 통한 지급결제가 늘어나면서 은행의 전통적인 지급결제 기능이 제조업이나 유통업에 의해서도 실행될 수 있을 가능성이 대두되고 있다. 그러므로 지급결제 기능을 둘러싼 기술적, 제도적 발전이 현 금융회사의 기능이나 생존에 중요한 역할을 할 수 있음이 지적되고 있다.

그럼에도 불구하고 증권사의 수수료 수입이 절대적으로 감소하였다는 것은 증권사가 제공하는 해당 금융서비스에 대한 편익에 대한 댓가가 그 적절성 여부와 무관하게 하락했음을 의미한다. 그러므로 은행의 수익성 문제가 양적 성장의 한계와 관련될 가능성이 높은 반면, 증권사의 수익성 문제는 적절한 금융서비스의 제공과 그에 따른 수익 증가가 이루어지지 못하여 발생했을 개연성이 있다고 할 것이다.

그림 14. 국가별 금융기관에 대한 민간부채 (GDP 대비 비중)

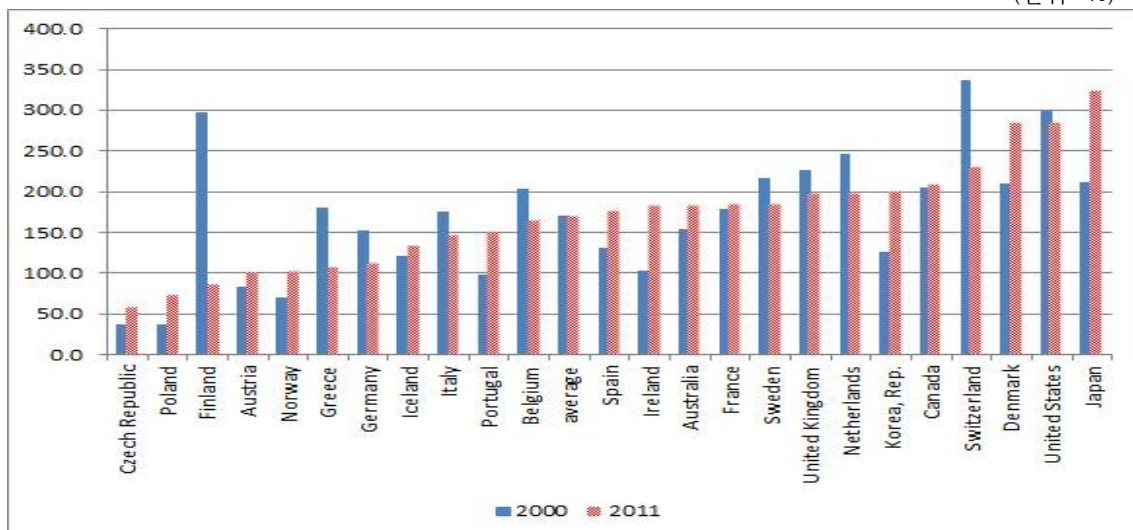
(단위: %)



자료: Demirgüç-Kunt et al. "Financial Development and Structure Dataset", Nov., 2013

그림 15. 국가별 자본시장 규모 (GDP 대비 비중)

(단위: %)

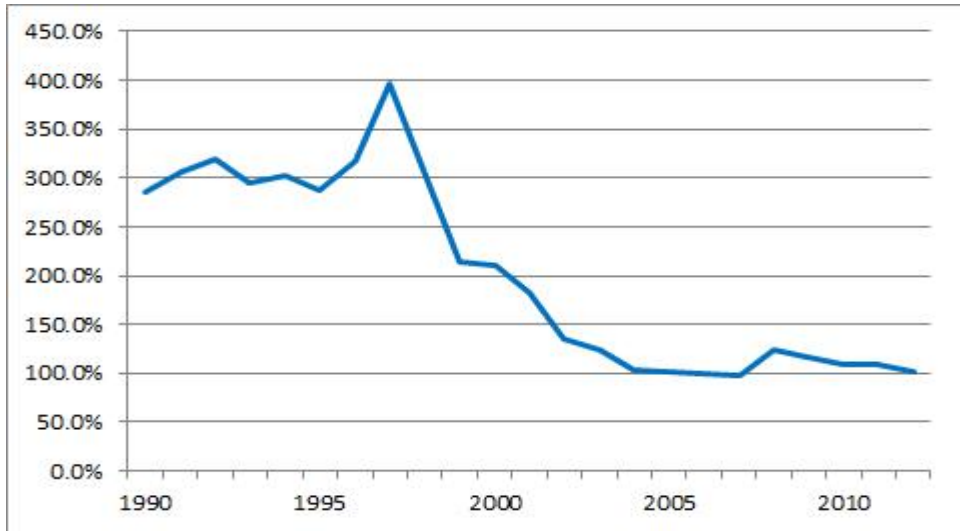


* 자본시장은 국채 및 사채 시장 및 주식시장 규모의 합산

자료: Demirgüç-Kunt et al. "Financial Development and Structure Dataset", Nov., 2013

그림 16. 기업의 부채비율

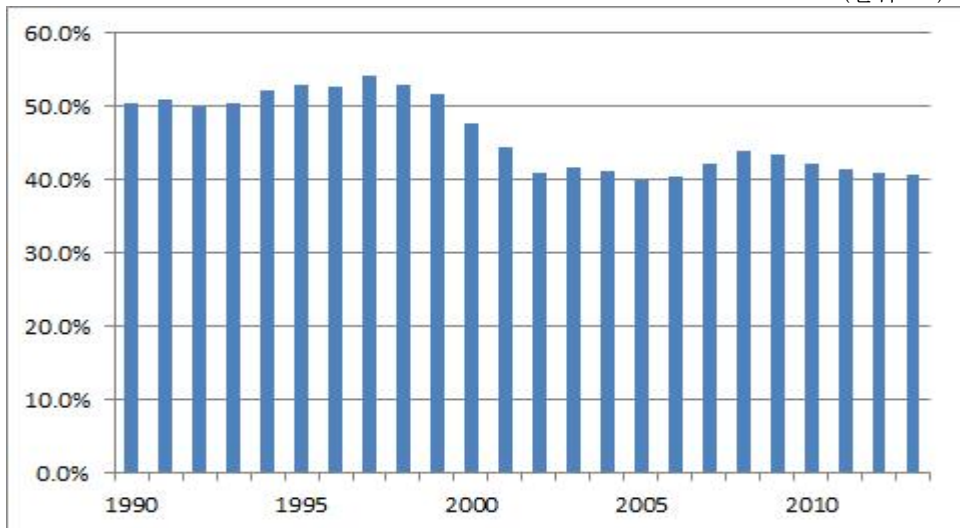
(단위: %)



자료: 한국은행, 기업경영분석, 각년도

그림 17. 비금융법인 부채 중 대출 비중

(단위: %)



* 2001년까지 자료는 1968 SNA 기준(경제주체 중 기업으로 분류)이며, 2002년 이후 자료는 1993 SNA 기준

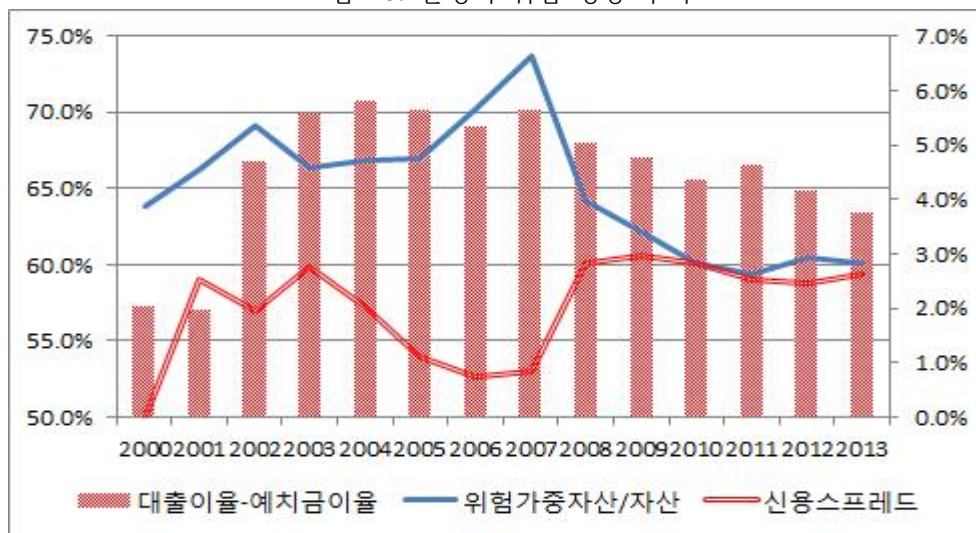
자료: 한국은행, 기업경영분석, 각년도

우선 은행의 성장성이 정체된 이유가 무엇인지를 살펴본다. 금융시장에서의 중요한 변화의 하나는 1997년 외환위기 이후 기업의 자금수요가 크게 축소되었다는 점이다. 기업의 부채비율은 1997년 이후 급격히 축소하여, 1997년 약 400%에서 2000년대 약 100%로 하락하였다(<그림 16> 참조). 이 결과 1990년대 비금융법인 부채의 절반을 넘었던 대출은 2000년대 들어 40% 수준으로 하락하였다(<그림 17> 참조). 또한 상대적으로 규모가 확대된 대기업이 채권시장을 통한 부채조달을 확대함으로써, 은행의 기업대출은 중소기업에 대한 대출 비중이 커

질 수 밖에 없었다. 과거 과도하게 대기업에 집중한 대출로 인하여 은행의 건전성이 심하게 악화되었다는 것 역시 상대적으로 대기업 대출이 중소기업 대출 중심으로 전환하는데 기여했다고 볼 수 있다. 그러나 문제는 이러한 중소기업으로의 대출 증가가 은행의 성장성 정체를 타개할 정도로 충분히 이루어졌는가 하는 점이다. 그러나 여러 가지 측면에서 은행이 자산운용위험을 확대하여 수익성 제고에 노력했다는 증거는 보이지 않는다. 오히려 2008년 이후 은행의 위험회피성향이 확대되었다는 것이 여러 측면에서 확인되고 있다.

일반은행의 위험가중자산이 어떻게 변화했는지를 살펴보았다. 일반은행의 자산 대비 위험가중자산 비중은 2007년까지 증가하는 추세를 보였으나, 2008년 이후 급격히 하락하는 모습을 보이고 있다(<그림 18> 참조). 이처럼 은행의 위험가중자산이 감소했다는 것은 신용위험을 추가적으로 부담하여 운용수익을 증가하려는 수익성 개선 노력이 크지 않았음을 시사한다. <그림 18>은 또한 대출이율과 예치금이율간의 격차가 지속적으로 하락하고 있음을 보여주고 있는데, 이것은 채권시장에서의 신용스프레드가 2008년 금융위기 이후 급격히 상승한 것과 대조되는 것이다. 이것은 은행이 금리하락에 따른 이차마진 축소를 위한 신용위험 확대에 소극적이었음을 반증하는 것이다. 물론 은행 수익성의 관점에서 과도한 신용위험의 부담은 오히려 은행의 수익성을 크게 하락시키는 요인이 될 수 있다는 점에서 유의해야 함은 물론이다. 그러나 이 시기 자산 또는 이자부자산 대비한 대손상각비율은 크게 높아지지 않고 있음을 확인할 수 있다. 그런 점에서도 은행이 수익성보다는 자산건전성에 보다 초점을 둔 경영방향을 지속했다고 보아야 하겠다.

그림 18. 은행의 위험 성향 추이



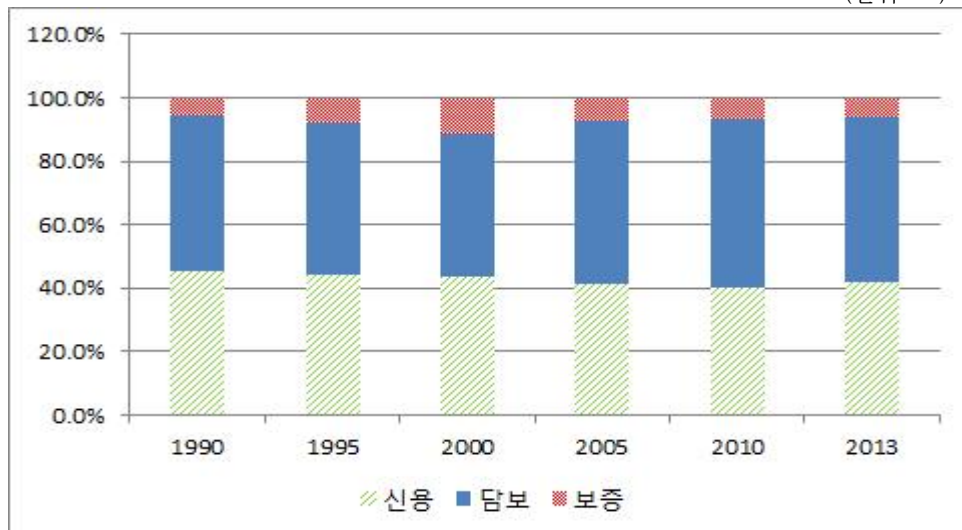
* 신용스프레드 = 1년 만기 AAA 회사채 금리 - 1년 만기 BBB0 회사채 금리
 자료: 금융감독원, 한국은행

대출금리 상승을 위해서는 신용위험을 더 많이 부담하는 것은 불가피한 것인 바, 이러한 신

용위험 노출 증가의 전제는 은행의 대출심사기능의 제고에 있다. 그러나 은행이 수익성 제고를 위해 신용위험을 확대하는데 노력을 기울였다고 보기는 어렵다. <표 19>는 일반은행 원화대출금을 기준으로 대출유형별 비중 추이를 살펴본 것이다. 2013년 신용대출 비중은 1990년의 45.3% 보다는 낮은 42.2%에 불과하여 그동안 은행이 여전히 담보대출 및 보증대출에 의하여 대출 건전성을 유지하려는 관행에서 벗어나지 못했음을 알 수 있다.

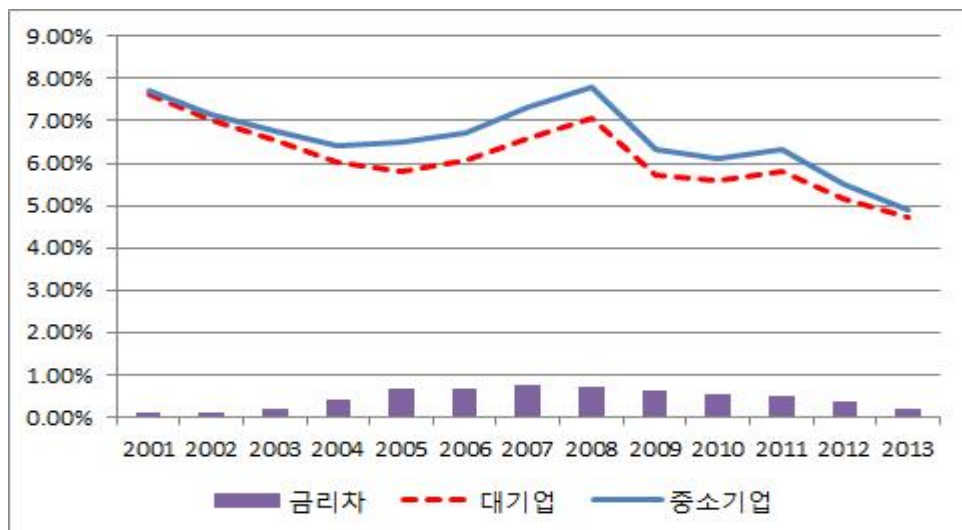
그림 19. 담보별 일반은행 원화대출금 비중

(단위: %)



자료: 금융감독원

그림 20. 예금은행의 대기업 vs 중소기업 대출금리



자료: 한국은행

사실 2000년대 중반까지 은행대출의 주된 증가 요인은 가계대출이었다. 그러나 미국과 달리 주택담보대출의 유동화를 통해 신용위험을 축소하는데 한계가 존재한다. 특히 가계신용의 증가로 인하여 가계의 부채상환위험이 강조되면서, 정부의 가계대출 관련 규제 강화와 함께 은행의 가계대출 비중은 2006년 이후 감소하고 있다. 그러므로 은행이 자산을 확대하기 위해서는 중소기업에 중심으로 한 대출을 확대할 수 밖에 없다. 그러나 여러 측면에서 은행이 중소기업 대출 확대에 유보적인 자세를 보이고 있음은 분명하다. 은행의 중소기업 대출 상당수는 보증대출 또는 담보대출인 것으로 나타나고 있다. 또한 <그림 20>에서 보는 바와 같이 은행의 중소기업 대출금리와 대기업 대출금리간의 금리차는 2009년 이후 오히려 축소되는 경향을 보이고 있어, 동일 기간 동안 금융시장에서의 신용스프레드가 확대된 것과는 대조되는 양상을 보여주었다. 이러한 은행의 태도는 대출심사기능을 통해 자금배분의 효율성을 제고한다는 본래의 기능을 제대로 수행하지 못하고 있다는 반증이라고 할 수 있다. 그러므로 이자마진의 축소는 다른 한편에서는 은행이 본래의 기능을 적극적으로 수행하지 않은 결과라고 보아야 할 것이며, 이 점에서 은행 수익성 저하는 은행 자체의 위험기피적 태도에도 중요한 원인을 찾을 수 있을 것이다.

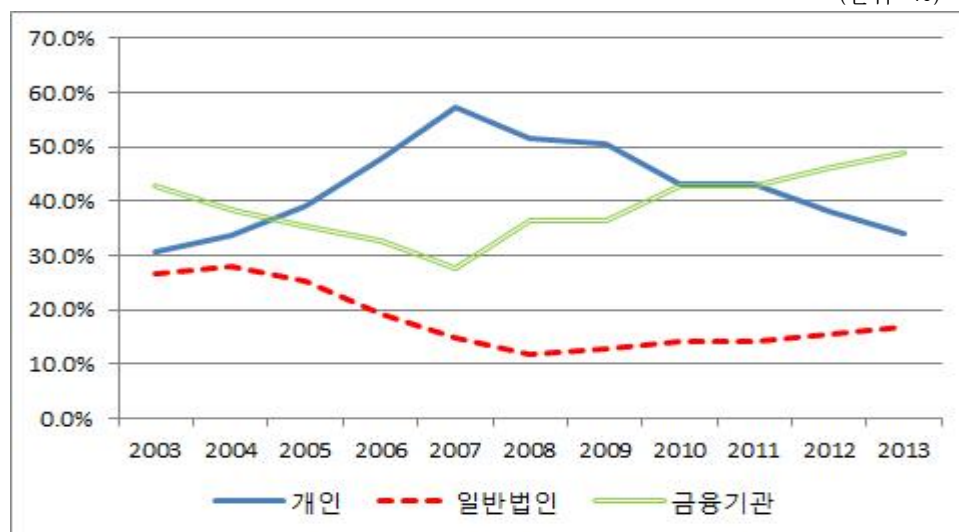
증권사의 수익성 저하는 은행과 다른 측면에서의 기능상의 문제점에 기인하는 것으로 판단된다. <그림 13>에서 우리는 직접금융시장이 매우 급격히 확대되었음을 확인하였다. 이것은 가계의 주식 및 채권 자산에 대한 수요가 증가했음을 반영하는 것이라고 할 수 있다. 앞의 <그림 10>을 통해서 가계의 금융자산 수요의 다음과 같은 흐름을 살펴볼 수 있다. 우선 2002년 54.3%였던 현, 예금 보유 비중은 2013년 45.5%로 하락한 대신, 보험,연금의 보유비중이 지속적으로 상승하여 2002년 21.4%에서 2013년 28.9%이 되었다. 한편, 가계비영리부문이 보유하고 있는 채권과 주식 비중은 2007년까지는 증가하였으나, 2007년을 정점으로 이후 하락하는 양상을 보이고 있다. 수익증권을 제외한 채권 보유비중은 2002년 3.7%에서 2013년 5.3%로 증가했으나, 주식 보유비중은 2002년 14.1%였던 것이 2007년 21.4%로 정점에 이른 이후 2013년말 16.7%로 축소되었다. 또한 수익증권은 2002년 4.9%에서 2007년 9.7%까지 증가하였으나, 이후 급격히 하락하여 2013년 그 비중은 2002년보다 낮은 3.0%로 축소되었다.

이러한 가계의 유가증권 보유 비중 감소는 시사하는 바가 매우 크다. 이것은 2007년 이후 가계가 유가증권에 대한 직접투자는 물론이려니와 간접투자를 축소했음을 시사하는 것이기 때문이다. 이러한 가계의 유가보유 비중 축소에도 불구하고 직접금융시장의 규모는 계속 확대되고 있다는 것은 유가증권에 대한 다른 경제주체의 수요가 존재한다는 것을 의미한다. 2007년말 60.2%였던 금융법인의 채권보유 비중은 2013년 64.6%로 증가하였고 주식보유 비중도 20.8%에서 23.4%로 증가하여, 금융법인이 가계의 보유 비중 감소를 대신하고 있음을 알 수 있다. 그리고 금융부채 중에서 보험 및 연금 비중이 확대되고 있음을 고려한다면, 이러한 금융법인의 주식 및 채권 비중 증가는 보험 및 연금에서의 자산운용에 주로 기인한다고 할 수

있다. 결국 2007년 이전까지 가계의 자본시장에 대한 투자 경로가 직접투자 또는 펀드를 통한 간접투자를 경유한 것이었다고 한다면, 이제 가계의 자본시장에 대한 투자 경로는 보험 및 연금상품의 가입을 통한 보다 간접적인 방식으로 이루어진다고 할 수 있다. 가장 주목되는 점의 하나는 펀드 투자자에서 차지하는 금융회사 투자 비중의 증가이다. <그림 21>에서 보듯이 2007년을 기점으로 금융회사의 비중은 증가하여 전체 펀드 투자의 50%에 달하고 있다. 또한 자산운용사에 대한 위탁 형식도 펀드 가입보다는 투자일임의 형태가 보다 확산되고 있는데, 이러한 위탁자산의 대부분은 보험 및 연기금을 중심으로 한 금융기관에 의한 것으로 판단된다 (<그림 22> 참조).

그림 21. 펀드 투자자 유형별 비중 추이

(단위: %)



자료: 금융투자협회

본 연구는 이처럼 가계의 자금이 직간접적으로 자본시장에 투자되기보다는 연기금을 비롯한 금융회사를 1차적으로 경유하고, 이들 금융회사가 다시 직접 또는 간접적인 방식으로 자본시장에 자금을 투자하는 상황을 ‘투자의 우회화’로 정의하고자 한다. 그러면 이러한 투자의 우회화가 2007년 이후 증가한 이유는 무엇인가? 그것은 바로 가계가 투자자로서 자본시장에 참여함으로써 시장의 위험이 직접 노출되었고, 그로 인해 많은 손실을 감수해야 했던데 따른 반작용이라고 판단된다. 펀드와 증권사의 중개 기능을 통해 가계의 자본시장 참여가 증가했지만, 가계의 입장에서 투자권유 및 자산관리 서비스가 적절하게 공급되었다고 보기는 어려웠다. 자산배분 위험을 투자자가 전적으로 부담한 반면, 투자자들의 다양한 위험-수익 구조에 대한 수요가 충족되기 어려워 투자자들이 증권사를 통해서 위험을 관리하는데에는 커다란 한계가 있었다. 그 결과 가계는 곧바로 투자위험을 감수하기 보다는 이를 약화시키는 금융상품을 추구하게 되었으며, 장기적인 관점에서 안정적인 투자상품을 선호하게 되었다. 그러므로 보험 및

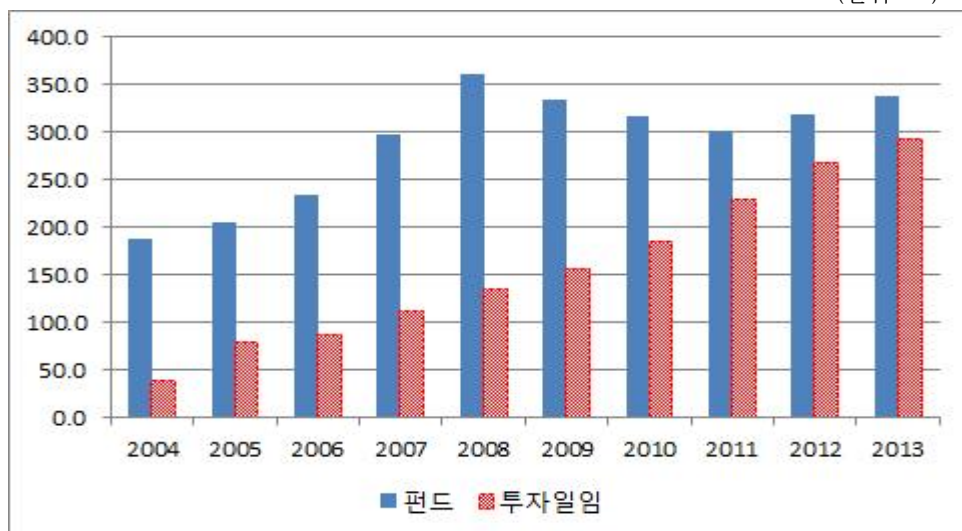
연금 상품이 증가한 이유로서 고령화로 인한 유인 요인도 존재하지만, 다른 한편에서는 증권사의 자산관리 서비스 미흡으로 인하여 발생한 유출 요인도 존재하는 것이다. 증권사는 투자 상품 판매와 이를 통한 수수료 획득에 집중하여 투자자를 위한 위험관리 서비스를 등한시하였기 때문에, 2008년 금융위기로 인하여 막대한 손실을 본 투자자들이 위험관리가 충분하지 않다고 생각되는 증권사 및 펀드에서 자금을 이탈시키는 것은 너무나도 당연한 것이었다.

이렇게 확대되기 시작한 투자의 우회화가 바로 증권사의 수익성 저하의 주요한 원인이었다. 가계의 직접적인 주식투자 감소는 결국 중개수수료의 하락으로 나타났으며, 펀드 가입의 감소는 자산관리수수료의 주된 원천이었던 펀드판매보수의 감소를 유발하였기 때문이다. 또한 펀드투자자의 금융회사 비중 확대와 일임자문 방식의 위탁운용 방식 확대는 자산운용사의 AUM 당 운용보수를 하락시키는 동인이 되기도 하였다.

결국 투자의 우회화와 그로 인한 증권사의 수익성 저하는 2000년대 이후 증가한 자본시장 참여 수요라는 기회를 증권사가 제대로 활용하지 못한 결과라고 할 수 있다. 즉 증권사가 가계의 투자자산에 대한 서비스 수요를 정확하게 파악하여 장기적인 관점에서 이들에게 중개 및 자산관리 서비스를 제공하지 못했을 뿐만 아니라, 더 나아가서는 금융소비자의 피해를 확대시킴으로써 결국 고객의 이탈을 불러일으켰다고 할 수 있을 것이다. 그러므로 증권사가 위험관리 및 위험이전을 위한 역량을 높이고 투자자에게 보다 양질의 자산관리 서비스를 제공할 수 없다고 한다면, 당분간 증권사의 수익성 제고를 기대하기 어려울지도 모른다.

그림 22. 펀드와 투자위임자산의 규모 추이

(단위: %)



자료: 금융투자협회

IV. 금융산업의 경쟁 체계와 유인

제 3절에서 최근 금융회사 수익성 하락은 금융시장 변화에 대응하여 새로운 수익원을 창출하는데 실패한 것에 일단의 원인이 있음을 지적하였다. 금융회사가 위험을 감수하여 수익을 창출하려는 노력이 부족했을 뿐만 아니라 새로운 변화에 대응하여 금융서비스의 기능을 제고하는 역량도 미흡했다는 것이다. 이처럼 금융회사가 새로운 변화에 대응하여 기업가 정신을 발휘하지 못하고 이를 타개할 역량을 갖추지 못한 것은 그동안 금융회사가 지대추구적인(Rent-Seeking) 행동에 익숙해졌을 때문일지도 모르겠다.

어떤 사회가 이익을 향유하기 위해서 정당한 노력을 기울이지 않고 제도적인 특권이나 기득권을 이용하는 지대추구적인 행동을 한다면, 그 사회의 발전은 이루어지기 힘들다는 점은 여러 논자들에 의해서 지적되었던 사항이다. 가령 Murphy et al.(1995)은 지대추구적인 행동이 스스로 지속시키려는 유인을 유발함을 지적하였으며, 특히 공공의 지대추구행위가 혁신 노력에 장애를 유발하여 성장을 정체시킬 수 있음을 주장하였다. 또한 Acemoglu (1995)는 지대추구적 행동이 개별 주체의 수익에 영향을 줄 수 있으며, 그로 인해서 어떠한 재능이 생산적인 곳에 이용되지 않고 지대추구를 위해 이용될 수 있기 때문에 결국 지대추구적 행동은 투자의 한계생산성을 낮추고 그 결과 지대추구 행동이 더욱 심화되는 악순환이 유발될 수 있음을 지적하였다. 더 나아가 Acemoglu (2012)는 소수의 기득권이 포용적 경제제도를 버리고 착취적 경제제도를 취하여 경쟁을 억압할 때, 그 국가의 발전이 성공할 수 없음을 지적하기도 하였다.

현재 한국의 금융산업은 지대추구적 행동이 광범위하게 존재할 수 있는 여건이 갖추어져 있다고 하겠다. 정부의 금융규제는 금융회사의 자율성을 저해하여 성장을 저해할 수도 있지만, 다른 한편에서는 인위적인 진입장벽을 만들고 과점적 이윤 창출을 가능하게 함으로써 기존 금융회사가 경쟁압력을 약화시키면서 안정적으로 이윤을 확보할 수 있도록 해주는 측면도 존재한다. 만약 이러한 상황이라면, 이미 기득권에 속해있는 금융회사는 이러한 규제적 환경에 안주할 가능성이 높다고 할 것이다. 그러므로 금융회사가 경쟁체계에서 벗어나게 된다면, 그 종사자 역시 기업가 정신으로 혁신하려는 노력을 기울이기 보다는 기존 체계에 안주하는 행태를 보이게 될 것이다. 이러한 맥락에서 우리는 금융회사가 새로운 환경 변화에 대응하여 금융중개기관으로서의 기능을 제대로 수행하지 못하고 새로운 수익원을 개척하지 못하는 원인의 하나가 바로 이러한 지대추구적 환경에 적응되어 있는 제도 및 관습과 그에 따른 경영진의 유인체계 때문일 수도 있음을 지적하고자 한다. 왜냐하면 경영자에 대한 평가와 보상이 경영성과를 기초로 결정되기 보다는 다른 요인에 의하여 영향받을 때, 경영자가 경영성과 제고를 위한 혁신을 실시하고 위험을 감수할 유인은 그만큼 작아질 것이기 때문이다. 이러한 관점에서 금융회사의 지배구조와 경영체계가 어떠한지를 검토하였다.

1. 은행 임원진의 보상체계

현재 시중은행의 모회사인 금융지주회사의 회장 또는 사장이 임면에 정부의 영향력이 개입되어 있다는 것은 공공연한 비밀이 되어 있는 상황이다. 금융지주회사가 설립된 이후 금융지주회사의 회장은 이른바 ‘선피아’로 불리는 인사들이 선임되었던 것은 분명한 사실이다. 일단 우리금융지주를 제외하고는 정부 지분이 없는 은행권에 정치권의 영향력이 노골적으로 언급되는 것이 오늘 우리의 현실이다. 물론 이러한 인사들이 단순히 특정한 정권에 밀착되었다고 해서 자격이 없다고 말할 수는 없다. 그러나 이들이 금융지주회사나 은행의 CEO 또는 주요 의사결정권자로 임명되었다고 할 때, 적어도 이들의 유인체계는 은행의 경영성과에 부합하여 결정되어야 할 것이다.

<표 5>는 4개 금융지주회사의 수익성 지표와 동기임원의 일인당 연간보상액을 정리한 것이다. 동기임원의 연간보상액은 2009년 회계연도부터 사업보고서에 적시되어 있다. 동기임원은 상근이사, 사외이사 및 감사위원의 세 유형으로 구분되어 있으며, 연간보상액은 정기급여 뿐만 아니라 상여급도 합산한 금액이다. 이 중에서 상근이사 보상액을 제외한 것은 통상 CEO를 포함한 1-2명으로 구성된 상근이사의 보상액은 상여급의 지급여부에 따라 연간으로 변동성이 크기 때문에 상세한 보상체계를 알지 않는 한 이 보상액만을 갖고 그 적정성 여부를 판단하기 어려웠기 때문이다. 따라서 일단 연간 변동액이 크지 않은 사외이사 및 감사위원의 보상액을 통해서 그것이 경영성과에 적절히 연관되어 있는지를 살펴보았다.

통상적으로 정기급여 및 상여급은 전년의 성과를 감안하여 그 액수를 조정하는 것이 경영성과에 연동하는 방법이라고 할 수 있다. 따라서 우리는 2008년 이후 각 금융지주회사의 성과를 주당순이익 및 주당배당금을 통해서 평가하고, 그에 따라 익년도 보상액이 결정되었는지를 살펴보기로 하였다. KB의 경우 2008년 이후 2011년까지 주당순이익은 감소하였으며, 주당 배당금은 2011년 이후 감소하였다. 그럼에도 불구하고 사외이사 및 감사의 보상액은 매년 증가하는 양상을 보여 왔다. 그 결과 2009년 각각 61백만원과 66백만원이었던 사외이사 및 감사에 대한 보상액은 2013년 각각 115백만원 93백만원으로 증가하였다. 공적자금이 지원된 우리금융지주의 경우에는 예산의 통제를 받기 때문인지 경영진에 대한 보상 통제가 상대적으로 엄격한 것으로 보였다. 그러나 2012년 주당 순이익이나 배당금이 감소함에도 불구하고 사외이사 및 감사의 보상액이 증가한 것은 적절한 결정이었다고 보기는 어렵다. 상대적으로 신한지주와 하나금융지주는 경영성과에 보다 연관되어 보상액이 결정되는 것으로 보여진다. 그럼에도 불구하고 이들의 보상이 경영성과와 일관되어 실행되었다고 보기에는 한계가 있었다.

표 5. 금융지주회사의 수익과 임원의 보상

연도	연도	주당 순이익(원)	주당 배당금(원)	경영진 1인당 보상액 (백만원)	
				사외이사	감사
KB 금융지주	2008	2,078	0	n.a.	n.a.
	2009	1,659	120	61 (4)	66 (5)
	2010	257	230	59 (4)	64 (5)
	2011	-173	720	78 (3)	76 (5)
	2012	1,675	600	83 (4)	78 (5)
	2013	507	500	115 (3)	93 (5)
신한지주	2008	4,470	0	n.a.	n.a.
	2009	2,305	400	48 (13)	0
	2010	4,525	750	51 (n.a.)	0
	2011	2,945	750	60 (6)	66 (3)
	2012	1,033	700	50 (6)	57 (4)
	2013	1,349	650	54 (6)	57 (4)
우리금융지주	2008	564	0	n.a.	n.a.
	2009	1,273	100	n.a.	n.a.
	2010	1,483	250	47 (3)	45 (3)
	2011	2,651	250	37 (2)	39 (4)
	2012	1,965	250	42 (2)	34 (4)
	2013	-667	0	56 (2)	54 (4)
하나금융지주	2008	2,301	200	n.a.	n.a.
	2009	1,460	400	42 (8)	102 (4)
	2010	4,829	700	38 (5)	102 (5)
	2011	4,756	600	53 (6)	99 (15)
	2012	5,097	450	40 (5)	51 (7)
	2013	6,569	400	61 (3)	55 (5)

* 괄호 내는 해당 임원 수이며, 주당배당금은 보통주에 대한 현금배당액임
 자료: Dart 내 각 회사 사업보고서

표 6. 2013년 금융지주회사의 회장 보상액

지주회사명	KB 금융지주	신한지주	우리금융지주	하나금융지주
회장	어윤대	한동우	이팔성	김정태
급여	462	981	300	902
상여급	529	418	697	436
총액	991	1,399	997*	1,338

* 2010년 상여급 이월액 396백만원 포함, 퇴직금 243백만원은 제외.
 자료: Dart 내 각 회사 사업보고서

일반적으로 금융지주회사의 회장에 대한 보상이 높다는 비판이 존재한다. 그러나 이들의 역할이나 의사결정의 중요성을 감안할 때 이들의 보상금의 절대액이 높다고 단언할 근거는 명확하지 않으므로, 보상액의 과다만을 근거로 비판하는 것은 적정하지 않다고 생각한다. 오히려 이들의 보상체계를 평가할 때 중요하게 고려해야 하는 것은 이들에 대한 보상액이 경영성과에 연계되어 있는가 하는 점이다. 이를 위해 우리는 다음과 같은 공시 사항에 주목하였다.

즉 최근 공시관련 조항의 변경으로 인해서, 2013년 사업보고서부터는 최고경영자인 CEO의 연봉이 개인별로 적시되어 공시되고 있음을 알 수 있었다. 그래서 2013년 사업보고서의 내용을 토대로 금융지주회사 회장의 보상액을 <표 6>에 정리하였다. 이들의 보상기준이 되는 사업연도는 2012년로 보는 것이 정당할 것이다. 2012년의 경영성과를 보면 모든 금융지주회사가 주당 배당금을 전년보다 축소하여 지급하였다. 그러나 이들의 상여급은 최소 4억원 이상에 달하고 있다. 물론 상여급체계를 감안할 때 이연지급되는 금액도 존재할 수 있으며, 주당순이익의 증감과 무관하게 목표성과를 달성하면 자동적으로 지급되는 목표성과급도 존재할 수도 있다. 그러나 그렇다고 하더라도 이들 지주사 회장의 성과급 기준이 매우 느슨하게 되어있는 것만은 분명한 것으로 판단된다.

2. 증권사의 지배구조 유형별 경영성과

증권사는 지배주주가 없는 금융지주회사와 달리 여러 지배구조하에 경영이 유지되고 있다. 이를 크게 제조업 등 비금융업 계열사에 속해 있는 집단, 단독 또는 비은행계열사에 속해있는 집단, 그리고 은행을 중심으로 한 금융지주회사에 속해있는 집단의 세 가지 유형으로 구분해 볼 수 있다. 우리는 이들 유형을 각각 계열사, 전업사 및 지주사로 각각 명칭할 것이다. 그런데 이중에서 계열사 및 지주사는 수익성 이외의 다른 요인이 경영에 개재될 가능성이 존재할 것이라는 가설을 세울 수 있다. 왜냐하면 계열사의 경우에는 동양증권의 사례에서 알 수 있듯이 계열기업이 금융회사로서의 장점을 활용하려는 목적을 개입시킬 수 있기 때문이다. 또한 지주사의 경우에는 금융지주회사 전체적인 목적을 위해 상대적으로 규모가 작은 증권사의 경영성과가 희생될 수도 있다. 한편 경영진의 역량과 관련해서 볼 때에도 계열사 및 지주사는 증권업에 전문적이지 않은 경영진이 임명될 가능성이 존재한다. 반면 전업사의 경우에는 지배주주가 직접 경영하거나 아니면 위임하는 경우가 존재하기 때문에, 경영성과와 무관하게 경영진이 지속될 가능성이 존재한다⁹⁾. 따라서 경영진의 역량이라는 측면에서 각각은 나름대로의 단점이 존재한다고 할 수 있다.

9) 분석대상 증권사를 기준으로 해서 보면, 전업사 CEO 임기는 평균 4.1년으로서 계열사 및 지주사의 평균임기 2.8년 및 2.9년보다 높았다.

지배구조의 효과를 분석하기 위해서 패널 추정을 실시하였다. 패널 추정은 증권사만을 대상으로 실시하였다. 소수만이 존재하는 은행과 달리 증권사는 규모 및 지배구조에서 다양하게 유지되어 증권사간 변이가 유의하게 존재할 뿐만 아니라 증권사 수도 훨씬 많아서 시계열상의 한계가 존재함에도 불구하고 패널 추정이 유효할 것이라고 판단하였기 때문이다. 분석 자료는 Wisefn에서 구한 상장 국내증권사의 재무제표를 이용하였으며, 금융지주회사의 증권 자회사는 상장자료가 없기 때문에 금융감독원에 공시된 재무제표를 이용하였다. 연도마다 분석에 이용된 증권사 수에 차이가 있어서, 회계기준일 변경으로 일부 증권사의 자료 집계가 누락된 2013년의 경우가 최소인 24개 증권사 자료가 이용되었으며, 나머지 다른 연도는 최대 29개까지의 증권사 자료가 이용되었다. 분석자료는 2000년 이후의 자료를 포함하고 있으나, 2000년과 2001년 증권사 수익성이 주식가격 하락 등으로 손실이 컸음을 감안하여, 2002년 이후의 자료만으로도 분석을 실시하였고 본문에는 2002년 이후의 자료를 이용한 추정 결과를 보고하였다. 추정에 이용한 종속변수는 ROE (R_{it})이며, 설명변수로는 자산효율성 (AEF_{it}), 생산성(Pro_{it}), 수수료 수익비($Premium_{it}$), 수익 다변화 ($Diversif_{it}$), 영업효율성(OEF_{it}), 회사 규모($TanA_{it}$)를 이용하였다. 자산효율성 (AEF_{it})은 총자산을 자본으로 나눈 값이며, 생산성(Pro_{it})은 2013년 물가수준을 기준으로 각 연도별 영업수익을 조정한 이후 이렇게 조정된 영업수익을 임직원수로 나눈 값이다. 수수료 수익비($Premium_{it}$)은 총 자산대비 수수료 수익 금액 비율이고, 수익 다변화($Diversif_{it}$)는 $1-(\text{수수료 수익}-\text{수수료 이외 영업수익})/\text{영업수익}$ 의 공식을 이용하여 산출하였다. 영업효율성(OEF_{it})은 판관비를 총자산으로 나눈 값을, 회사 규모($TanA_{it}$)는 회사별 유형자산 금액의 로그값을 대리변수로 이용하였다. 한편 회사 규모를 대신하여 대형 증권사가 수익성에 보다 우월했는지를 판단하기 위하여 자본금 1조원 이상의 대형 증권사에게 더미 값을 부여한 대형사 더미($Size_{it}$)를 추정식에 포함하기도 하였다. 그리고 세 가지 유형에 각각 계열사 더미($Affiliate_{it}$), 지주사 더미($BankSub_{it}$), 전업사 더미($Company_{it}$) 값을 부여하여, 추정식에 각 더미변수를 하나씩만 포함시켜 추정을 실시하였다.

일단 추정은 증권사 유형별 더미변수를 설명변수에 포함하지 않고 실시하였다. 단 연도별로 ROE의 수준이 거시경제 및 시장 상황에 따라 크게 달라질 수 있음을 반영하여, 본문에 보고하지는 않았지만 연도더미변수를 설명변수에 추가하였다. 패널자료라고 하더라도 표본수가 충분하지 않아서 추정 시 고정효과모형을 사용하지 못하고 단순패널추정을 실시하였다.

표 7. 개별 증권사의 수익성 결정 요인

R_{it} : ROE, AEF_{it} : 자산효율성(=총자산/자본), Pro_{it} : 생산성 (= 물가조정 영업수익 / 임직원수), $Premium_{it}$: 수수료 수익비 (= 수수료 수익/ 총자산), $Diversif_{it}$: 다변화 = (1-(수수료 수익- 수수료 이외 영업수익)/영업수익), OEF_{it} : 영업효율성 (=판관비/총자산) $TanA_{it}$: 회사규모 (=유형자산의 로그값), $YEAR$: 연도더미(보고에서는 제외), $Size_{it}$: 대형사 더미 (대형사는 자본금 1조원 이상).
()내는 T-Statistics. *,**,***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 유의함

종속변수: ROE						
	전 기간 (2002 ~ 2013년)		2002 ~ 2008년		2009 ~ 2013년	
AEF_{it}	-0.004* (-1.709)	-0.003 (-1.432))	-0.003 (-0.923)	-0.003 (-0.699)	-0.002 (-0.994)	-0.002 (-0.782)
Pro_{it}	$2.9 \times 10^{-8}***$ (2.215)	$2.9 \times 10^{-8}***$ (2.209)	2.0×10^{-8} (0.846)	1.9×10^{-8} (0.792)	$2.7 \times 10^{-8}***$ (2.873)	$2.7 \times 10^{-8}***$ (2.846)
$Premium_{it}$	0.925*** (2.268)	1.053*** (2.569)	0.875 (1.554)	1.058* (1.962)	2.259*** (3.985)	2.487*** (4.154)
$Diversif_{it}$	-0.011 (-0.481)	0.008 (0.489)	0.008 (0.203)	0.034 (1.356)	-0.023 (-1.246)	-0.007 (-0.466)
OEF_{it}	-1.143*** (-3.186)	-1.199*** (-3.177)	-1.112*** (-2.220)	-1.207*** (-2.358)	-1.996*** (-4.198)	-2.123*** (-3.990)
$TanA_{it}$	0.006 (1.335)	-	0.007 (0.928)	-	0.004 (1.215)	-
$Size_{it}$	-	0.000 (-0.022)	-	0.001 (0.058)	-	-0.007 (-0.619)
표본수	324	324	188	188	136	136
R ²	0.248	0.244	0.240	0.237	0.380	0.375

표 8. 지배구조 유형별 증권사 수익성 비교

R_{it} : ROE, AEF_{it} : 자산효율성(=총자산/자본), Pro_{it} : 생산성 (= 물가조정 영업수익 / 임직원수), $Premium_{it}$: 수수료 수익비 (= 수수료 수익/ 총자산), $Diversif_{it}$: 다변화 = (1-(수수료 수익- 수수료 이외 영업수익)/영업수익), OE_{it} : 영업효율성 (=판관비/총자산) $TanA_{it}$: 회사규모 (=유형자산의 로그값), $YEAR$: 연도더미(보고에서는 제외), $Affiliate_{it}$: 계열사 더미, $BankSub_{it}$: 지주사 더미, $Company_{it}$: 전업사 더미
()내는 T-Statistics. *,**,***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준에서 유의함

종속변수: ROE									
연도	전 기간 (2002 ~ 2013년)			2002 ~ 2008년			2009 ~ 2013년		
AEF_{it}	-0.002 (-0.614)	-0.004 (-1.707)	-0.003 (-1.078)	-0.000 (-0.051)	-0.003 (-0.923)	-0.002 (-0.485)	-0.000 (-0.152)	-0.003 (-1.053)	-0.001 (-0.218)
Pro_{it}	0.000 (1.391)	0.000** (2.205)	0.000* (1.829)	0.000 (0.346)	0.000 (0.841)	0.000 (0.631)	0.000** (2.044)	0.000*** (2.825)	0.000** (2.174)
$Premium_{it}$	0.860** (2.212)	0.949** (2.258)	0.922** (2.270)	0.843 (1.511)	0.888 (1.546)	0.840 (1.493)	2.172*** (3.869)	2.469*** (4.081)	2.466*** (4.418)
$Diversif_{it}$	-0.024 (-1.040)	-0.009 (-0.389)	-0.020 (-0.889)	-0.006 (-0.168)	0.009 (0.225)	-0.004 (-0.109)	-0.032* (-1.731)	-0.015 (-0.763)	-0.033* (-1.797)
OE_{it}	-1.090*** (-3.061)	-1.170*** (-3.109)	-1.208*** (-3.364)	-1.092** (-2.199)	-1.129** (-2.168)	-1.160** (-2.314)	-1.858*** (-3.919)	-2.202*** (-4.245)	-2.228*** (-4.728)
$TanA_{it}$	0.009** (2.021)	0.006 (1.258)	0.007 (1.454)	0.012 (1.530)	0.007 (0.907)	0.008 (1.089)	0.006* (1.736)	0.003 (0.894)	0.004 (1.245)
$Affiliate_{it}$	-0.037*** (-2.531)	-	-	-0.048** (-2.058)	-	-	-0.024** (-2.066)	-	-
$BankSub_{it}$	-	-0.004 (-0.241)	-	-	-0.003 (-0.122)	-	-	-0.013 (-0.993)	-
$Company_{it}$	-	-	0.023 (1.454)	-	-	0.027 (1.300)	-	-	0.029*** (2.735)
표본수	324	324	324	188	188	188	136	136	136
R ²	0.264	0.249	0.257	0.258	0.240	0.248	0.401	0.385	0.415

추정결과는 <표 7>에 정리하였다. 추정 결과는 기존 연구와 유사하게 나타났다. 전 기간에 걸쳐 본다면, 생산성 및 수수료 수익비율이 높을수록, 영업효율성이 좋을수록 은행 수익성이 개선됨을 확인할 수 있다. 반면 자산효율성은 유의하지는 않지만 수익성을 악화시키는 방향으로 작용하는 것으로 나타나, 증권사의 위험관리가 중요함을 시사하고 있다. 또한 다변화 효과 역시 유의하지 않아 증권사의 수익구조가 전체적으로 수수료 수익에 의존하고 있음을 확인할 수 있다. 한편, 회사규모가 클수록 수익성이 개선된다고 보기는 어려웠다. 즉 유형자산을 변수로 하거나 대형사 더미 변수를 삽입한 경우 그것이 증권사의 수익성을 개선하지는 않았던 것으로 추정되었다. 한편 연도별로 분리하여 추정한 결과를 비교해보면, 생산성이 2008년까지의 기간에는 유의하지 않았으나 2009년부터의 기간 동안에는 유의한 것으로 나타났다는 점에서 차이가 있었다.

이제 추정식에 각각 유형별 더미 변수를 추가하여 회귀분석을 실시하였다(<표 8> 참조). 비금융업 계열사의 경우는 다른 유형의 증권사에 비하여 수익성이 저조한 것으로 나타났다. 이것은 기간 구분을 하는 경우에도 마찬가지였다. 그리고 금융지주회사의 자회사인 증권사는 다른 유형보다 수익성에 차이가 있는 것으로 나타나지 않았다. 반면 전업 증권사는 상대적으로 수익성이 우월한 것으로 나타났으며, 특히 2009년 이후의 경우에는 신뢰수준 1% 하에서 유의하게 다른 유형의 증권사보다 높은 수익성을 기록한 것으로 나타났다. 그러므로 굳이 순서를 따진다면 전업사, 지주사, 계열사 순으로 수익성이 좋았다고 할 수 있겠다. 이러한 결과가 나온 이유는 무엇보다도 지배구조의 측면에서 전업사가 보다 경영성과에 전념할 수 있는 유인이 존재했기 때문이라고 판단된다. 또한 경영진의 측면에서 상대적으로 재임기간이 길어서, 일관된 경영이 가능할 수 있다는 점도 수익성 증가에 기여했을지도 모른다.

V. 결론

최근 금융회사의 경영악화는 경제성장 정체에 따른 불가피한 측면이 존재한다. 그럼에도 불구하고 실물부문에 비하여 상대적으로 더욱 하락한 금융회사의 수익성 상황은 금융회사 자체의 경영상의 문제가 있음을 시사한다. 무엇보다도 금융회사가 혁신과 기능 제고를 통해 현실을 타개하기보다는 기존 체계에 안주하여 지대추구적 행동을 지속함으로써, 변화하는 금융환경 변화에 적절히 대응하지 못했다는 것이 금융회사 수익성 악화의 가장 큰 내적 원인이라고 할 수 있다.

2000년대부터 지속되어 온 금융시장의 환경 변화는 크게 두 가지 측면으로 요약된다. 하나

는 간접금융시장에서의 대기업 자금수요 감소와 그에 따라 발생하는 중소기업 의존도 증가이다. 다른 하나는 저금리 및 고령화 등으로 인하여 직접금융시장에 대한 참여하려는 가계의 수요가 증가하고 있다는 점이다. 그러나 은행의 대출심사능력 미비와 위험회피적인 태도로 인하여 은행의 중소기업 대출은 여전히 제한적인 범위에서 벗어나지 못하고 있어 은행의 성장 정책의 주된 요인이 되고 있다. 또한 증권사와 자산운용사는 가계의 위험관리 기능을 적절히 수행하지 못함으로써, 가계의 자본시장에 대한 투자는 연기금 등을 통한 우회적 경로로 전환되는 이른바 '투자의 우회화'가 진행되고 있다. 결국 금융회사의 수익성 저하는 금융회사가 금융중개기관으로서의 기능을 발휘하고 있지 못하여 그에 상응한 수익원을 창출하지 못한다 하고 하겠다. 이 점에서 금융회사의 경영성과 악화는 비용효율성 측면이 아닌 수입효율성 측면에서 그 원인이 있는 것이다. 그럼에도 불구하고 금융회사는 인력조정을 포함하는 비용 절감에 주력하는 소극적인 모습만을 보이고 있다는 점에서 아직 그 개선이 요원한 상태에 있다고 할 수 있다.

이처럼 금융회사의 경영진이 새로운 활로 모색에 실패하고 있는 것은 금융회사가 비경쟁환경에 익숙해져 있어 새로운 환경 변화에 대응할만한 역량을 충분히 갖추지 못했기 때문이라고 할 수 있다. 2000년대 초반을 지나면서 외환위기로 인한 부실 정리, 경기 회복 및 경쟁압력의 완화에 힘입어 금융시장 지배력을 갖게 된 은행의 수익성은 크게 증가하였으며, 증권사 역시 은행보다는 못하지만 가계의 자본시장 참여 확대에 의한 수익 증가의 수혜를 받게 되었다. 은행과 증권사는 이러한 경영환경의 호조건을 향유하면서 그 기능에 비하여 과도한 수익을 창출하였다고 볼 수 있다. 그러므로 이러한 호조건이 사라진 후 비경쟁적 환경에 익숙한 금융회사 경영진이 새로운 경영방향을 정립하는데 많은 어려움이 겪을 수 밖에 없었다. 지배주주가 없는 은행은 다양한 이해관계자의 결합을 통해서 기업이 정신보다는 적당한 지대추구적 행위가 보편적이 되어, 경영진이 책임을 갖고 수익 제고를 위해 위험을 감수할만한 유인을 갖기 어렵다. 또한 증권사 역시 비전문성을 갖고 있는 계열사 또는 모회사의 통제를 받기 때문에, 역량 있고 전문성있는 경영진이 지속적으로 경영을 수행하는 경우가 많지 않았으며, 증권사 전체적으로도 가장 편하게 창출할 수 있는 중개수수료 이외의 수익원을 창출할 정도의 절박함은 갖지 못하였다. 더구나 경영진이 충분한 능력이 있다고 하더라도 경영성과에 무관하게 지위나 보상이 결정되는 지배구조 하에서, 이들로 하여금 기업이 정신에 입각한 경영을 실행하기를 기대하는 것 자체가 어려운 일이다.

어떻게 본다면 최근 금융산업의 어려움은 1997년 절감했던 금융부문에서의 문제점을 망각하기 때문이 아닌가 한다. 1997년 외환위기의 금융산업에 대한 교훈은 금융회사가 자율적이고 경쟁적인 환경에 노출되어 있어야 산업 자체로도 성장하고 금융 안정성도 유지될 수 있다는 점이었다. 그러나 금융부문의 수익성이 개선되고 안정화되면서 과거의 잔재가 다시 살아났다. 정부의 관치금융은 다시 살아나기 시작했으며, 투명한 경영을 강조했던 은행의 지배구조는 최

고경영진이 되기 위해서는 정치권과 정부의 뒷받침이 없으면 안 되는 상황이 될 정도로 혼탁하게 되었다. 그리고 금융회사의 비경쟁적 행태와 혁신을 위한 유인체계 부족은 금융회사가 새로운 변화에 대응할 역량을 갖추는데 장애가 되었다. 이처럼 정치권 및 관료, 그리고 이와 결탁한 금융회사의 경영자를 중심으로 한 금융서비스의 공급자간의 경제적 사슬을 깨고 금융회사를 하나의 기업으로서 경쟁체계를 갖추도록 하는 노력이 있지 않은 한, 저성장이 지속되는 현재의 상황에서 금융회사의 수익성 개선은 요원한 일이 될 것이다. 만약 과거 교훈에 대한 망각이 인간의 필연적 본성이라면, 금융회사의 경영 악화와 금융산업의 위기는 그 필연적 귀결이 될 수 밖에 없음은 물론이다.

참고문헌

- 김우진, “은행산업의 수익성 저하: 현황과 시사점,” 하나금융경영연구소-한국금융연구센터 라운드테이블 자료집, 2014
- Acemoglu, Daron, "Reward Structures and the allocation of Talent," *European Economic Review*, 39, 1995, pp.17-33
- Acemoglu, Daron, "Thoughts on Inequality in Financial Crisis." Presentation at the American Economic Association meetings, January 2011
- Acemoglu, Daron and James Robinson, *Why Nations Fails?*, 2012. (최완규 역, 『국가는 왜 실패하는가』, 2012, 시공사)
- Albertazzi, Ugo and Leonardo Gambacorta, “Bank profitability and the business cycle,” *Journal of Financial Stability* 5, 2009, pp.393-409
- Allen, Franklin and Anthony M. Santomero, “The theory of Financial Intermediation,” *The Journal of Banking and Finance*, 21, 1998, pp.1461-1485
- Amel, Dean, Colleen Barnes, Fabio Panetta and Carmelo Salleo, “Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence,” *Journal of Banking & Finance* 28, 2004, pp. 2493-2519
- Arcand, Jean Louis, Enrico Berkes and Ugo Panizza, “Too Much Finance?,” Working Paper, 2012
- Bhattacharya, Utpal, Andreas Hackethal, Simon Kaesler, Benjamin Loos and Steffen Meyer, “Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study,” *Review of Financial Studies*, Forthcoming, 2012
- Berger, Allen N., Gerald A. Hanweck and David B. Humphrey, “Competitive viability in banking: Scale, scope, and product mix economies,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 20, Issue 3, 1987, pp.501-520
- Bolt, Wilko, Leo de Haan, Marco Hoeberichts, Maarten R.C.van Oordt and Job Swank, “Bank profitability during recessions,” *Journal of Banking & Finance* 36, 2012, pp. 2552-2564
- Cecchetti, Stephen G and Enisse Kharroubi, “Reassessing the impact of finance on growth,” Conference Draft, January 2012
- Claessens, Stijn and Luc Laeven, “What Drives Bank Competition? Some International Evidence,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, No. 3, 2004, pp.563-583

- Cochrane, John H. "Finance: Fundtion Mattersm Not Size," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No.2, 2013 pp.29-50
- Demirguc-Kunt, Asli and HARRY Huizinga, "Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability: Some International Evidence," *The World Bank Economic Review*, Vol.13, No.2, 1999, pp.379-408
- French, Kenneth R., "Presidential Address: The Cost of Active Investing," *The Journal of Finance*, VOL. LXIII, NO. 4, 2008, pp.1537-1573
- Goddard, John, Phil Molyneux and John O. S. Wilson, "Dynamics of growth and profitability in banking," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, No. 6. 2004, pp.1069-1090
- Greenwood, Robin and David Scharfstein, "The Growth of Finance," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27, No.2, 2013 pp.3-28
- Iannotta, Giuliano, Giacomo Nocera and Andrea Sironi, "Ownership structure, risk and performance in the European banking industry," *Journal of Banking & Finance* 31, 2007, pp.2127-2149
- Levine, Ross, Norman Loayza and Thorsten Beck. "Financial intermediation and growth: Causality and causes," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, Issue 1, 2000, pp. 31-77
- Levine, Ross, "Finance and Growth: Theory and Evidence," in *Handbook of Economic Growth*, ed by P.Aghion and S.N. Durlauf, Vol 1A, pp. 865-934, Elsevier, Amsterdam.
- Maudos, Joaquin, Juan Fernandez de Guevara, "Factors explaining the interest margin in the banking sectors of the European Union," *Journal of Banking & Finance* 28, 2004, pp.2259-2281
- Maudos, Joaquin, Juan Fernandez de Guevara, "The cost of market power in banking: Social welfare loss vs. cost inefficiency," *Journal of Banking & Finance* 31, 2007, pp.2103-2125
- Merton R.C., "A Functional Perspective of Financial Intermediation," *Financial Management*, Vol.24, No.2, 1995, pp.23-41
- Molyneux, Philip and John Thornton, "Determinants of European bank profitability: A note," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 16, Issue 6, 1992, pp.1173-1178
- Murphy, Kevin M., Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Why is Rent-Seeking so Costly to Growth?" *The American Economic Review*, Vol.83, No.2, 1993

pp.409-414

Philippon, Thomas, "Has the U.S. Finance Industry Becomes Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation," NBER Working paper 18007, May 2012

Philippon, Thomas and Ariell Reshef, "Wages and Human Capital in the U.S. Finance Industry," NBER Working paper 14644, January 2009

Smirlock, Michael, "Evidence on the (non) relationship between concentration and profitability in banking," Journal of money, credit and Banking, Vol. 17, No. 1, 1985, pp. 69-83

Vennet, Rudi Vander, "Cost and Profit Efficiency of Financial Comglomerates and Universal Banks in Europe," Journal of Money, Credit and Banking, Vol.34, No.1, 2002, pp.254-282