

# 복합금융그룹화가 소속 금융회사의 부실위험에 미치는 영향\*

박종원\*\* · 박래수\*\*\* · 장 욱\*\*\*\* · 정혜정\*\*\*\*\*

## 〈요 약〉

본 논문에서는 복합금융그룹화가 해당 그룹소속 개별금융회사의 부실위험에 미치는 영향을 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월까지(4분기)까지 국내 복합금융그룹 및 개별금융회사의 분기별 재무자료를 이용하여 검증하였다. 검증을 위해 개별기반 부실위험측도인 Z-index와 가중규제자본비율이 복합금융그룹소속 금융회사들과 비금융그룹 금융회사들 간에 유의적인 차이가 있는지를 통합 및 패널 회귀분석을 이용해 분석하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, Z-index와 가중규제자본비율을 비교·분석한 결과, 복합금융그룹 소속 금융회사들의 부실위험이 비금융그룹 금융회사들에 비해 유의적으로 낮은 것으로 나타난다. 둘째, 두 그룹 간에 나타난 부실위험의 차이는 분석기간 초기에는 유의적이지 않지만, 최근으로 올수록 유의성이 높아진다. 셋째, 개별금융회사의 부실위험에 대해 소속된 금융그룹의 대형화, 다각화 및 그룹화 지표가 유의적으로 영향을 미치는 것으로 나타난다. 먼저 그룹화 효과의 경우 비록 단변량 비교에서는 복합금융그룹의 부실위험이 낮게 나타나지만, 부실위험에 영향을 미치는 다른 요인들의 효과를 통제하는 경우 개별금융회사의 그룹소속여부는 해당금융회사의 부실위험에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 그러나 이러한 부정적인 영향은, 해당복합금융그룹의 대형화 및 다각화 특성으로 인해 다소 완화되는 것으로 나타난다. 따라서 단일변량분석에서 드러난 복합금융그룹의 낮은 부실위험은 주로 해당그룹의 대형화로 인한 규모의 경제효과와 다각화에 따른 범위의 경제효과로부터 비롯되는 것으로 판단된다.

주제어 : 복합금융그룹, 부실위험, 대형화, 다각화, 그룹화

논문접수일 : 2009년 02월 13일 논문수정일 : 2009년 05월 19일 논문게재확정일 : 2009년 04월 29일

\* 이 논문은 2007년도 정부재원(교육인적자원부 학술연구조성사업비)으로 한국학술진흥재단의 지원을 받아 연구되었음(KRF-2007-321-B00065).

\*\* 교신저자, 서울시립대학교 경영학부, E-mail : parkjw@uos.ac.kr

\*\*\* 숙명여자대학교 경영학부, E-mail : rs00@sm.ac.kr

\*\*\*\* 한국자본시장연구원, E-mail : ukchang@kcmi.re.kr

\*\*\*\*\* 서울시립대학교 산업경영연구소, E-mail : co5mo5@hanmail.net

## I. 서 론

금융산업의 최근 환경변화 중 주목할 만한 것은 복합금융그룹화 현상이다. 국제적으로 복합금융그룹화는 성숙단계에 들어섰으며 국내에서도 외환위기 이후 금융산업의 구조조정 과정에서 금융지주회사나 모자회사 등의 방법으로 금융그룹화가 급속히 진행되어, 금융그룹화는 대형화 및 겸업화와 함께 금융산업의 새로운 흐름으로 자리잡고 있다. 국내 대형 복합금융그룹들은 전 금융권역으로 계열사를 확장하여 업무영역을 늘리고, 동시에 금융산업의 집중도를 높이고 있다.

금융그룹이란 2개 이상의 금융회사를 포함하고 금융업을 주된 사업으로 영위하는 그룹으로서 그룹소속 회사 모두가 공동지배하에 있는 기업집단을 의미한다. 복합금융그룹(financial conglomerates)은 금융그룹 중 서로 다른 권역에 소속된 금융회사들로 구성된 금융그룹을 의미한다.<sup>1)</sup> 위의 정의를 바탕으로 복합금융그룹의 특성을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 복합금융그룹은 2개 이상의 금융회사로 구성되어야 한다. 이는 법률적 실체가 다른 회사들로 구성되어야 한다는 것이다. 둘째, 그룹을 구성하는 각 회사들은 공동지배 하에 있어야 한다. 셋째, 주된 사업으로 금융업무를 영위하여야 한다. 마지막으로, 사업영역이 다른 금융회사들로 구성되어야 한다. 즉, 은행, 증권, 보험 등 권역이 다른 회사들로 그룹이 형성되어야 한다.

국내에서는 아직 금융그룹과 복합금융그룹에 대한 정의와 구분에 대한 구체적인 기준은 없다.<sup>2)</sup> 다만 복합금융그룹의 한 유형인 금융지주회사의 경우 2000년 10월 ‘금융지주회사법’이 제정되어 그 설립이 허용되고 있다. ‘금융지주회사법’에서는 금융지주회사

1) 바젤은행감독위원회(BCBS)와 국제증권관리위원회기구(IOSCO), 그리고 국제보험감독자협의회(IAIS)의 후원아래 금융산업의 공통이슈와 관리감독에 관한 문제를 다루기 위해 1996년 설립된 Joint Forum에서는 지난 2001년의 논의에서 복합금융그룹을 “배타적이고 주요한 활동이 적어도 두 가지 이상 다른 금융영역에서 서비스를 제공하는 것으로 구성된 공동 통제 하의 기업집단”으로 정의하고 있다(Joint Forum, 2001a). EU에서 제정한 금융그룹지침(Financial Conglomerates Directive, 2002)은 복합금융그룹(또는 거대금융그룹)을 “금융부문의 총자산이 그룹 전체의 40%를 초과하거나 규모가 가장 작은 금융회사의 총자산이 60억 유로 이상인 경우”로 정하고 있다.

2) 일본 금융청은 거대금융그룹 감독지침(2005)에서 거대금융그룹의 유형을 금융지주회사형, 사업지주회사형(또는 기업집단형), 친자회사형(또는 모자회사형), 그리고 외국지주회사형 등 네 가지로 구분하고, 유형별로 정의를 하고 있다. 금융지주회사형(financial holding company type)은 지주회사 산하에 은행, 증권, 보험 등이 설치되는 전형적인 금융지주회사로서 대형은행그룹 등이 업무를 다각화시킨 형태이다. 사업지주회사형 또는 기업집단형(horizontal group type)은 일반 사업지주회사 산하에 은행, 증권, 보험 등을 보유하는 형태이다. 친자회사형(parent-subsidary type)은 은행, 보험, 증권 중에 하나의 금융회사가 모회사가 되어 다른 분야의 금융회사를 자회사로 편입시키는 방식이다. 마지막으로 외국지주회사형은 외국에 모체인 지주회사가 있고 그 자회사나 지점으로서 일본 국내에 거점을 두고 있는 외국지주회사를 가리킨다.

를 “주식의 소유를 통하여 금융업을 영위하는 회사 또는 금융업의 영위와 밀접한 관련이 있는 회사를 지배하는 것을 주된 사업으로 하며 하나 이상의 금융회사를 지배하는 회사”로 정의하고 있다. 이 정의는 복합금융그룹의 특성 중 권역이 다른 금융회사들로 구성되어야 한다는 것만 빼 나머지 세 가지 특성을 포함하고 있다. 한편, 금융지주회사 형태 외의 다른 형태의 복합금융그룹은 ‘독점규제 및 공정거래에 관한 법률’에서 열거된 기업집단의 정의에 의해 분류되고 있다.<sup>3)</sup> 이 법에서 정의하는 기업집단은 복합금융그룹의 특성 중 2개 이상의 회사로 구성되어야 한다는 것과 공동 지배되어야 한다는 특성을 포함하고 있다.<sup>4)</sup>

따라서 비록 국내에서 복합금융그룹과 관련하여 명시적인 정의는 없지만 각 법에서 정의된 내용을 참조하면, 국내에서도 앞서의 Joint Forum(2001a)이나 EU의 금융그룹 지침(2002)에서 내린 복합금융그룹에 대한 정의를 사용하여도 무방할 것으로 판단하며, 복합금융그룹의 분류에 대해서도 일본 금융청의 유형분류를 사용할 수 있을 것으로 생각한다. 이에 기초하여 본 논문에서는 복합금융그룹을 “공동지배하에 있는 2개 이상의 금융회사로 구성된 기업집단으로서 은행업(은행, 저축은행), 증권업, 보험업(생명보험, 손해보험) 중 둘 이상의 권역에서 사업을 영위하는 기업집단”으로 정의하고 그 유형을 금융지주그룹, 모회사그룹, 기업집단그룹 그리고 외국회사그룹으로 구분한다.

복합금융그룹은 그룹화를 통해 시너지를 얻을 수 있고 포트폴리오효과에 의해 그룹 전체의 위험을 줄일 수 있다. 그러나 한편으로 이들 효과를 감안하여 지나치게 낮은 자기자본비율을 유지하거나(Demsetz and Strahan, 1997), 필요이상으로 공격적이고 위험성 높은 자산구성을 하게 되고(Demsetz and Strahan, 1997; Berger, Demsetz and Strahan, 1999), 대리문제를 발생시키는 유인구조의 왜곡(De Nicolo, 2000)과 감시수준의 저하(Winton, 1999; Wilmarth, 2001) 및 위험전이(Cumming and Hirtle, 2001) 등으로 인해 오히려 복합금융그룹 및 소속금융회사의 위험이 증가할 수 있다. 따라서 그룹화에 따른 포트폴리오효과는 주주의 위험유인(risk incentive)에 의해 상쇄될 수 있고 더 나아가 금융그룹화는 복합금융그룹의 부실위험을 증가시킬 수 있다.<sup>5)</sup> 복합금융그룹의 경우

3) 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에서 “기업집단”이라 함은 동일인이 다음 각목의 구분에 따라 대통령령이 정하는 기준에 의하여 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사의 집단을 말한다. 가. 동일인이 회사인 경우 그 동일인과 그 동일인이 지배하는 하나이상의 회사의 집단, 나. 동일인이 회사가 아닌 경우 그 동일인이 지배하는 2이상의 회사의 집단.

4) 앞서 살펴본 복합금융그룹은 중요한 하나의 특성으로 권역이 다른 금융회사의 결합을 포함하고 있으나 국내의 관련 법률에서는 이 점은 포함되지 않고 있다. 따라서 국내의 금융지주회사나 기업집단은 일반적인 금융그룹을 포함하는 것으로 파악할 수 있다.

5) 본 논문에서 ‘부실위험’은 금융기관의 파산위험(bankruptcy risk) 또는 도산위험(default risk)을 포함하

그룹 내 한 회사의 부실이 전염효과에 의해 그룹을 구성하는 전회사의 동반부실위험을 증가시키게 되고 이는 전체 경제시스템의 위험을 증가시킬 수 있으므로, 복합금융그룹의 위험관리는 개별 금융회사의 위험관리에 비해 복잡할 뿐만 아니라 그 중요성 또한 높다고 할 수 있다.

그럼에도 불구하고 아직까지 국내에서 복합금융그룹의 부실위험을 분석한 논문은 매우 드물다. 이에 본 논문은 금융그룹화가 해당 금융그룹내 개별금융회사의 부실위험에 어떤 영향을 미치는지를 분석한다. 개별기반 부실위험측도인 Z-index와 규제자본비율을 이용하여, 복합금융그룹을 구성하는 금융회사들과 비금융그룹 금융회사들의 부실위험에 차이가 존재하는지를 분석한다. 그리고 개별 금융회사의 부실위험에 영향을 주는 다른 변수들을 통제한 후 다변량 분석을 이용하여 부실위험과 금융그룹화의 특성지표인 대형화, 다각화 및 그룹화의 관계를 분석한다.

본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 먼저 단변량 분석에서는 복합금융그룹 소속회사들이 비금융그룹 소속회사들에 비해 부실위험이 유의적으로 낮게 나타났다. 그러나 다변량 분석결과 복합금융그룹에의 소속여부는 오히려 해당금융회사의 부실위험에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만, 해당복합금융그룹의 다각화와 대형화는 소속금융회사의 부실위험에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나, 단순히 금융그룹화에 따른 위험감소 보다는 해당 금융그룹의 특성에 따른 규모와 범위의 경제효과 등이 소속금융회사에 실질적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제 II장에서는 국내 복합금융그룹의 현황을 살펴본다. 제 III장에서는 선행연구를 정리하고, 제 IV장에서는 연구방법론을 제시한다. 제 V장에서는 국내자료를 이용한 실증결과를 정리하고, 제 VI장에서는 결론과 시사점을 제시한다.

## II. 국내 복합금융그룹의 현황

2006년 12월 말 현재 국내 금융그룹은 금융지주회사그룹 4개, 모회사그룹 8개, 기업집단그룹 6개, 그리고 외국회사그룹 16개 등 총 34개 그룹이 존재한다. 총 325개 금

---

여 보다 포괄적으로 기업의 경제적 부실을 나타내는 의미로 사용한다. 본 논문에서 실증분석의 주축도로 사용하는 Z-index는 일정 요건하에서 기업의 자기자본이 고갈되는 임계치를 나타내며 이는 파산위험을 측정한다. 두 번째 측도로 사용되는 가중규제자본비율은 단순히 해당기업의 파산위험을 넘어 보다 포괄적인 재무적 건강성을 측정한다.

은행회사 중에서 113개사가 복합금융그룹 소속회사로서 회사 수 기준으로 34.8%를 차지한다. 이중 은행업 진출이 허용되지 않은 기업집단을 제외한 모든 유형의 금융그룹이 은행업 위주의 사업을 영위하고 있다. 은행업 비중은 영업수익 기준으로 외국회사그룹이 89.4%, 금융지주그룹이 75.7% 그리고 모자회사그룹은 67.5%에 이른다(<표 1> 참조).

<표 1> 복합금융그룹 소속 금융회사 수 및 사업구성 비율(영업수익기준)

(기준 : 2006년 12월, 단위 : 개, %)

유 형	은행		보험		증권		저축은행		기 타 <sup>1)</sup>		계 수 <sup>2)</sup>
	수	구성비	수	구성비	수	구성비	수	구성비	수	구성비	
금융지주(4)	6	75.7	3	4.1	5	12.8	1	0.2	7	7.2	22(5.5)
모자회사(8)	3	67.5	8	26.2	5	5.9	1	0.1	9	0.4	26(3.3)
기업집단(6)	-	0.0	10	92.4	5	5.7	3	0.3	8	1.6	26(4.3)
외국회사(16)	15	89.4	3	6.0	15	4.5	-	0.0	6	0.1	39(2.4)
그룹 계(34)	24	61.9	24	28.9	30	7.0	5	0.1	27	2.1	113(3.3)

주) 1) 기타에는 종금, 자산운용, 카드, 선물회사가 포함됨,

2) ( ) 안의 수치는 그룹 당 평균 회사 수를 나타냄.

자료 : 예금보험공사.

<표 2>에 복합금융그룹의 유형별·업종별 시장점유율을 나타내었다. Panel A에 나타낸 복합금융그룹의 유형별 시장점유율을 보면, 금융회사 수에서 34.8%를 점하는 복합금융그룹이 국내 금융시장에서 차지하는 시장점유율은 총자산을 기준으로 하면 76.8%에 이르고 영업수익을 기준으로 하면 78.3%에 이른다. 영업수익률(=영업수익/총자산)은 복합금융그룹 소속 금융회사의 경우 평균 15.9%로서 비그룹 금융회사 평균 14.5%보다 높다. 특히 복합금융그룹 내 외국회사와 기업집단의 경우 수익률이 각각 41.4%와 19.8%로 모자회사와 금융지주회사에 비하여 매우 높은 수치를 보인다. 그러나 국내복합금융그룹의 대표적인 형태인 금융지주와 모자회사의 경우 수익률이 각각 10.1%와 12.2%로 다른 그룹집단에 비해 뒤지며 비그룹 평균 수익률 14.5%에도 미치지 못한다.

<표 2>의 Panel B에는 각 금융업종에서 복합금융그룹이 차지하는 시장점유율을 나타내었다. 복합금융그룹이 각 업종에서 차지하는 시장점유율은 총자산 기준으로 은행업은 76.8%이고, 증권업은 73.1%이고 그리고 보험업은 89.8%에 이른다. 영업수익률을 살펴보면 은행업에서는 복합금융그룹 소속 은행의 영업수익률이 13.4%로 은행업 평균 12.6%를 상회하고 있다. 그러나 보험, 증권 등 기타업종에서는 금융그룹에 속한 회사의 영업수익률이 각 업종 평균에 비해 낮다. 즉, 은행을 제외하고 복합금융그룹은 시장점

<표 2> 복합금융그룹의 시장점유율

Panel A : 그룹유형별 시장점유율 (기준 : 2006년 12월, 단위 : 개, 조원, %)

유형	그룹수	금융회사 수	총자산(a)	영업수익(b)	수익률(b/a)
금융지주	4	22( 6.8)	508(27.5)	51(17.8)	10.1
모자회사	8	26( 8.0)	525(28.4)	64(22.3)	12.2
기업집단	6	26( 8.0)	231(12.5)	46(15.9)	19.8
외국회사	16	39(12.0)	155( 8.4)	64(22.3)	41.4
그룹 계	34	113(34.8)	1,418(76.8)	225(78.3)	15.9
비그룹		212(65.2)	429(23.2)	62(21.7)	14.5
합 계		325(100)	1,847(100)	287(100)	15.5

주) ( )는 부모금융회사 전체에서 각 그룹이 차지하는 시장점유율임.  
 자료 : 예금보험공사.

Panel B : 각 금융업종별 시장점유율 (기준 : 2006년 12월, 단위 : 조원, %)

업종	총자산(a)		영업수익(b)		수익률(b/a)	
	전체	금융그룹 계	전체	금융그룹 계	전체	금융그룹
은행	1,353	1,039(76.8)	171	139(81.0)	12.6	13.4
보험	313	281(89.8)	78	65(83.8)	24.9	23.1
증권	93	68(73.1)	23	16(69.3)	24.7	23.5
저축은행	51	3( 5.9)	5	0.2(3.80)	10.0	6.7
기타 <sup>1)</sup>	36	27(75.1)	10	5(47.5)	27.8	18.5
계	1,847	1,418(76.8)	287	225(78.3)	15.5	15.9

주) ( )는 전체 업종에서 그룹소속의 금융회사가 차지하는 시장점유율임.  
 1) 기타에는 증권, 자산운용, 카드, 선물회사가 포함됨.  
 자료 : 예금보험공사.

유율은 높지만 수익성은 떨어지는 현상을 나타낸다. 은행의 경우에도 Panel A의 자료를 고려하면 외국회사 그룹의 수익률은 높지만 주로 국내회사로 구성된 금융지주와 모자회사의 경우 수익률이 낮은 특징을 보인다. <표 1>과 <표 2>의 결과는 국내 복합금융그룹의 경우 금융그룹화를 통해 적절한 시너지를 얻지 못함을 나타낸다.

앞서 살펴본 바와 같이 국내 금융산업에서 그룹화는 이미 상당히 진행된 것으로 판단된다. 이러한 금융그룹화의 결과 국내 금융산업의 집중도는 높아지고 있다. 우선 기술적인 수치를 살펴보면, 2006년 6월 기준으로 국내은행에서 BIG4의 시장점유율(원화대출금 합계기준)은 41.31%이다. 생명보험 산업의 경우 BIG3의 시장점유율(수입보험료 합계기준)은 63.60%에 이르고, 손해보험 산업의 경우 BIG4의 시장점유율은 73.97%이다. 그리고 증권산업의 경우 BIG5의 시장점유율(주식거래대금 합계기준)은 33.37%에 이

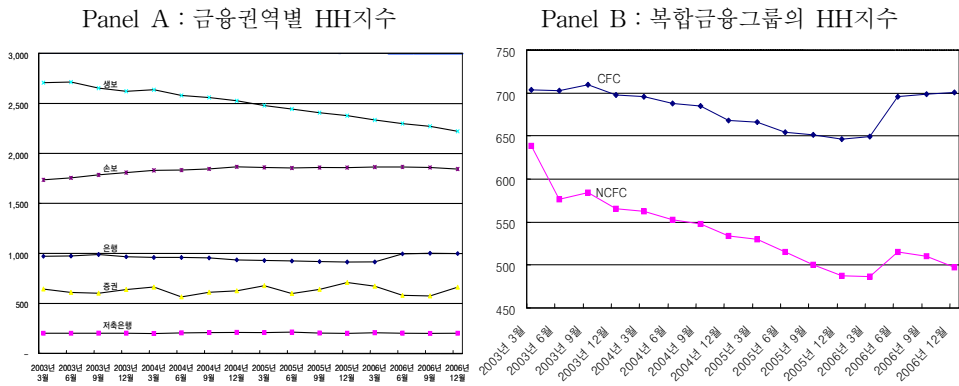
른다.

보다 계량적인 지표로서 많이 사용되는 Herfindhal-Hirshman지수(이하 HH지수)를 사용하여 금융산업의 집중도를 분석한 결과는 장욱(2007)과 함준호와 김준경(2006)에 잘 나타나 있다. 이들의 분석결과에 따르면, 증권을 제외한 은행과 보험산업에서 집중화 정도는 1997년 이후 크게 증가하였으며, 금융그룹의 집중화 정도 역시 1997년 이래 지속적으로 증가하는 모습을 보였다.

[그림 1]의 Panel A에는 2003년부터 2006년까지의 분기별 총자산 자료를 이용하여 은행, 저축은행, 증권, 손보 그리고 생보 산업을 각각 구분된 시장으로 간주하여 개별금융권역별로 산출한 HH지수를 나타내었다.<sup>6)</sup>

각 권역별로 볼 때, 생보와 손보산업은 집중도가 매우 높고, 은행산업은 경계 부분에 있고, 증권과 저축은행은 집중도가 낮다. 시계열적으로 볼 때, 생보산업은 집중도가 감소하는 추세이고 손보와 은행산업은 약간 증가하는 추세이다. 더불어 2003년부터 2006년까지 분기별 총자산 자료를 이용하여 전체권역을 하나의 시장으로 보고, 복합금융그룹에 대한 통합 HH지수를 산출하여 [그림 1]의 Panel B에 나타내었다.<sup>7)</sup> 복합금융그룹

[그림 1] HH지수(총자산 기준)



주) Panel A는 금융권역별로 HH지수를 계산한 것임. Panel B는 전 권역을 단일 시장으로 보고, CFC는 복합금융그룹 내 금융회사들의 총자산을 합산하여 단일 회사처럼 간주하여 HH지수를 계산한 것이고 NCFC는 개별회사로 간주하여 HH지수를 계산한 것임.

- 6) HH지수는 통상 1,000이하이면 집중도가 낮은 것으로, 1,000부터 1,800사이면 다소 집중된 것으로, 그리고 1,800이상이면 매우 집중된 것으로 해석한다. 이는 미국 법무부에서 합병에 따른 시장의 집중을 평가하는 기준으로 사용된다.
- 7) 함준호와 김준경(2006)의 HH지수와 본 연구의 HH지수 간 수준 차이를 보이는데, 이는 전체 권역을 어디까지로 정의할 것인가의 차이에 기인한다. 본 연구에서는 부보금융회사의 범위를 고려하여 저축은행을 지수산정의 범위에 포함하였다.

<표 3> 주요 복합금융그룹 내 권역별 비중(외국회사그룹 제외)

Panel A : 총자산 구성비중 (기준 : 2006년 12월말, 단위 : %)

계열	그룹명	은행	저축은행	증권	보험	기타
금융 지주	우리지주	93.83	-	6.17	-	-
	신한지주	93.10	-	2.51	4.39	-
	하나지주	96.26	-	3.18	0.56	-
	한국지주	-	17.51	82.49	-	-
은행 계열	국민은행	94.92	-	-	5.08	-
	농협	99.26	-	0.74	-	-
	산업은행	91.91	-	8.09	-	-
생보 계열	삼성	-	-	5.38	94.62	-
	한화	-	-	4.07	95.93	-
	교보	-	-	2.67	97.33	-
	금호아시아나	-	-	-	86.50	13.50
	태광	-	11.29	-	88.71	-
손보 계열	동부	-	7.64	6.62	85.74	-
	메리츠	-	-	16.73	75.14	8.13
	LIG	-	-	-	100.00	-
	교직원공제회	-	77.93	-	22.07	-
증권 계열	미래에셋	-	-	34.23	65.77	-
	동양	-	-	55.95	44.05	-

Panel B : 당기순이익 구성비중 (기준 : 2006년 12월말, 단위 : %)

계열	그룹명	은행	저축은행	증권	보험	기타
금융 지주	우리지주	86.63	-	13.37	-	-
	신한지주	75.29	-	4.90	19.81	-
	하나지주	89.43	-	8.03	2.54	-
	한국지주	-	2.78	97.22	-	-
은행 계열	국민은행	84.88	-	-	5.12	-
	농협	0.00	-	100.00	-	-
	산업은행	84.59	-	15.41	-	-
생보 계열	삼성	-	-	4.04	95.96	-
	한화	-	-	4.87	95.13	-
	교보	-	-	1.29	98.71	-
	금호아시아나	-	-	-	99.18	0.82
	태광	-	3.76	-	96.24	-
손보 계열	동부	-	1.08	68.22	30.70	-
	메리츠	-	-	35.95	26.60	37.45
	LIG	-	-	-	100.00	-
	교직원공제회	-	68.84	-	31.16	-
증권 계열	미래에셋	-	-	30.82	69.18	-
	동양	-	-	23.81	76.19	-

자료 : 예금보험공사.



<표 4> 주요 복합금융그룹별 소속금융회사(외국회사그룹 제외)

(기준 : 2006년 12월말)

계열	그룹 <sup>1)</sup> 명	소속 금융회사				
		은행	증권	보험	저축은행	기 타
금융 지주	우리지주	<u>우리은행</u> , <u>광주은행</u> , <u>경남은행</u>	<u>우리투자증권</u>	-	-	우리크레디트스위스자산운용, 우리금융 정보시스템, 우리 F&I, 우리프라이빗에쿼티
	신한지주	<u>신한은행</u> , <u>제주은행</u>	<u>굿모닝</u> <u>신한증권</u>	<u>신한생명</u> , <u>SH&amp;C생명</u>	-	신한신용정보, 신한캐피탈, 신한카드, 신한프라이빗에쿼티, 신한BNP파리바투신운용, 신한맥쿼리금융자문, LG카드
	하나지주	<u>하나은행</u>	<u>대한투자증권</u> , <u>하나증권</u>	<u>하나생명</u>	-	하나캐피탈, 대한투자신탁운용, 하나아이앤에스
	한국지주	-	<u>한국증권</u>	-	<u>한국투자</u> <u>저축은행</u>	한국투자신탁운용, 한국밸류 자산운용, 한국투자파트너스, 코너스톤에쿼티파트너스
은행 계열	국민은행	<u>국민은행</u>	-	<u>ING생명</u> , <u>KB생명</u>	-	KB창업투자, KB신용정보, KB자산운용, KB부동산신탁, KB 데이터 시스템, KB선물
	농협	<u>농협</u>	<u>NH투자증권</u>	농협공제	-	농협 CA 투자신탁운용, 농협선물
	산업은행	<u>산업은행</u>	<u>대우증권</u>	-	-	산은캐피탈, 산은자산운용, 한국인프라자산운용
생보 계열	삼 성	-	<u>삼성증권</u>	<u>삼성생명</u> , <u>삼성화재</u>	-	삼성카드, 삼성투신운용, 삼성벤처투자
	한 화	-	<u>한화증권</u>	<u>대한생명</u> , <u>한화손해보험</u>	-	한화투자신탁운용, 한화기술금융
	교 보	-	<u>교보증권</u>	<u>교보생명</u> , <u>교보자동차보험</u>	-	교보투자신탁운용, 생보부동산신탁
	금호아시아나	-	-	<u>금호생명</u>	-	<u>금호증권</u>
손보 계열	태 광	-	-	<u>흥국생명</u> , <u>흥국쌍용화재</u>	<u>고려저축은행</u> , <u>에가람저축은행</u>	흥국증권중개, 흥국투자신탁운용
	동부	-	<u>동부증권</u>	<u>동부화재</u> , <u>동부생명</u>	<u>동부저축은행</u>	동부캐피탈, 동부자산운용
	메리츠	-	<u>메리츠증권</u>	<u>메리츠화재</u>	-	<u>메리츠증권</u>
	LIG	-	-	<u>LIG손해보험</u> , <u>LIG생명</u>	-	
증권 계열	교직원공제회	-	-	<u>교원나라</u> <u>자동차보험</u>	<u>교원나라</u> <u>저축은행</u>	교원나라벤처투자
	미래에셋	-	<u>미래에셋증권</u>	<u>미래에셋</u> <u>생명보험</u>	-	미래에셋자산운용, 미래에셋캐피탈, 미래에셋 맵스자산운용
	동 양	-	<u>동양증권증권</u>	<u>동양생명</u>	-	동양투자신탁운용, 동양파이낸셜, 동양캐피탈, 동양창업투자, 동양선물

주) 1. 부보금융회사를 2개 이상 보유한 그룹만이 포함됨(부보금융회사는 밑줄 표시).

자료 : 예금보험공사.

의 HH지수를 복합금융그룹의 효과를 감안한 것과 그렇지 않은 것으로 구분하여 산출하여 나타내었다. Panel B의 결과를 보면, 전체적으로 볼 때 복합금융그룹 효과에 의한 금융산업의 집중도는 심각한 정도는 아니지만, 그룹화로 인하여 금융산업의 집중도가 상당 수준 높아졌음을 보여준다.

<표 3>에서 Panel A는 주요 복합금융그룹 내 권역별 총자산비중을, Panel B는 권역별 당기순이익 비중을 각각 나타내고 있다. <표 3>에 따르면, 주요 복합금융그룹 내에서 총자산이나 당기순이익에서 일부 권역의 편중도가 매우 심함을 알 수 있다. 은행을 계열회사로 편입하고 있는 복합금융그룹의 경우 은행산업 편중도는 80~90% 이상이다. 이는 은행이 그룹 내 대부분의 지표를 좌우하기 때문에 범위의 경제에 의한 포트폴리오 효과는 이루어지지 않고 은행의 위험이 복합금융그룹 위험의 거의 대부분을 차지할 수 있음을 시사한다.

<표 4>는 국내복합금융그룹별 주요 소속금융회사의 현황을 나타내고 있다. 이에 따르면, 복합금융그룹에 속하는 금융회사들은 은행, 증권, 보험과 같이 금융규제와 감독을 받는 금융회사들이 주류를 이루고 있으나, 금융규제와 감독을 강하게 받지 않는 다른 업종에 속한 금융회사들과 금융규제와 감독을 전혀 받지 않는 일반회사들도 다수 포함되어 있다. 따라서 대부분의 복합금융그룹은 권역간 규제의 형평성 차이에 의해 적지 않은 영향을 받는다고 볼 수 있다. 그리고 이러한 그룹별 소속회사의 분포차이는 복합금융그룹 내의 금융회사들이 권역간 규제의 차이를 이용하여 위험을 상호전가할 수 있음을 시사한다.

### Ⅲ. 선행연구

금융회사들이 왜 복합금융그룹화를 추구하는가에 대한 논의는 금융시장의 오랜 화두였으며 여태껏 논란의 대상이 되는 이슈이다. 이와 관련된 논의내용 및 결과를 간략히 정리하면 다음과 같다.

우선 복합금융그룹이 갖는 규모의 경제(economy of scale)효과가 지목된다. 물론 금융기관의 대형화 이슈가 곧바로 금융그룹화의 대형화 이슈로 연결되기 어렵지만, 실제로 금융산업에서 그룹화를 통한 대형화를 추구하고 있는 점을 감안한다면 그룹화를 통한 규모의 경제 달성 여부는 주요한 논의대상이다. 그러나 이에 대한 기존연구의 결과는 일관되지 않다. Berger, Hancock and Humphrey(1993)와 Hughes and Mester(1998), Mester, Nakamura and Renault(2002)는 복합금융그룹의 경우 규모의 경제효과가 실제

한다는 실증증거를 제시하고 있지만, Berger(1998)와 Pilloff and Santomero(1998) 등에 따르면 엄격한 비용절감을 통해 그런 이득을 얻는 것은 쉽지 않다고 결론짓고 있다.

두 번째 이유로 범위의 경제(economy of scope)효과가 제시된다. 실제로 복합금융그룹을 형성하게 되면, 결합상품에 의한 비용효율성(Berger, Hunter and Timme, 1993), 고객의 one-stop-shopping욕구해소(Herring and Santomero, 1990), 그룹내 효율적인 내부자본시장 형성(Gertner, Scharfstein and Stein, 1994), 및 감시비용의 절약(Mester, Nakamura and Renault, 2002) 효과를 얻을 수 있음을 기존연구에서 보여준다.

마지막으로 본 연구의 주된 관심사인 위험분산효과를 들 수 있다. 일반적으로 복합금융그룹은 규모 및 범위의 경제효과에 의해 수익이 안정되는 효과를 얻을 수 있고 이에 따라 복합금융그룹의 전체 위험은 줄어들 것으로 생각할 수 있다.<sup>8)</sup> 그러나 실제로 복합금융그룹화에 따른 위험분산효과의 존재여부에 대한 논의결과는 일관되지 않다.

Estrella(2001)는 은행업과 보험업간 거의 모든 결합에서 분산효과가 나타남을 주장한다. Kuritzkes, Schuermann and Weiner(2003) 역시 복합금융그룹에서 위험분산효과를 얻을 수 있음을 보여준다.<sup>9)</sup> 위험분산효과에 대한 이러한 몇몇 증거에도 불구하고 상당수 연구들에서는 복합금융그룹화에 따른 위험분산효과에 대해서 부정적이다. 먼저 Stiroh(2002)는 미국 은행산업이 지난 20년 동안 전통적인 이자수익 위주에서 벗어나 수익의 다변화를 추구했음에도 불구하고 이익의 안정성이 높아졌다는 아무런 객관적인 증거를 발견할 수 없다고 주장한다. 같은 맥락에서 Demsetz and Strahan(1997)은 미국의 대형 은행지주회사가 소형은행에 비해 분산효과가 큰 것은 사실이지만 이 분산효과가 낮은 위험으로 연결되지는 않는다고 보고하고 있다. 자산규모가 큰 은행지주회사들의 경우 위험분산 정도는 크지만 낮은 자기자본비율을 유지하고 기업대출 및 부동산대출 등 위험성이 높은 대출 위주로 자산을 운용함으로써 효율적인 위험분산이라는 규모의 경제효과로부터의 이득을 위험추구로 연결시키는 경향이 있다는 것이다. Flannery(2000), Santomero and Eckles(2000), 그리고 Wilmarth(2001) 등도 한 조직 내에서 다양한 사업을 영위하는 경우 사업간 상관관계가 증가하여 다각화효과가 감소한다고 주

8) 이에 대한 이론연구로 Diamond(1991), Rajan(1992), Saunders and Walter(1994), Stein(2002) 등을, 실증연구로 Boyd, Graham and Hewitt(1993), Saunders and Walter(1994) 등을 참고할 수 있다.

9) Kuritzkes, Schuermann and Weiner는 복합금융그룹의 전체위험을 측정하는 방법으로 '빌딩블록(building block) 방법'을 제안하였다. 이 빌딩블록 방법은 조직전체의 위험을 조직 내 세 가지 수준, 즉 개별위험 수준, 사업단위 수준 및 통합단위수준 등으로 구분하고 이를 순차적으로 통합하는 방법이다(장욱, 2007 참조). 이들은 분산효과는 단일위험요인 수준에서 가장 크고, 사업단위 수준에서는 감소하며 전체 사업단위를 통합하는 수준에서 가장 작음을 보여주었다.

장한다. 더 나아가 복합금융그룹이 오히려 위험 자체를 증가시키는 요인이 될 수 있다고도 한다. Winton(1999)은 복합금융그룹의 경우 거래상대방에 대한 감시 수준이 낮아져, Wilmarth(2001)는 신용평가회사에 의한 감시수준이 낮아져서, Cumming and Hirtle(2001)은 평판위험의 전이 등에 의해 복합금융그룹의 전체 위험이 증가할 수 있다고 주장한다.<sup>10)</sup>

복합금융그룹의 시스템위험에 대한 우려도 제기된다. Santomero and Eckles(2000), De Nicolo and Kwast(2001) 그리고 Wilmarth(2001)는 복합금융그룹이 대형화되어 소위 대마불사로 여겨지기 때문에 시스템위험의 우려가 있다고 주장한다. De Nicolo and Kwast(2001)는 미국 대형복합금융그룹의 주식수익률 분석결과 잠재적인 시스템위험을 나타내는 주식수익률의 상관관계가 이들의 시장점유율이 높아짐에 따라 비례하여 커짐을 보이면서 이는 대형화에 따라 시스템위험이 높아진 증거라고 주장한다. 동일한 분석을 100여 개 국가로 확장한 De Nicolo et al.(2003)은 금융산업의 집중도 상승으로 인해 시스템위험이 줄어들기보다는 오히려 개별 금융회사들이 서로 연관성이 높은 위험을 추구하도록 하는 유인을 제공함으로써, 금융시스템 전반의 위험분산효과가 저해되고 오히려 시스템위험이 높아졌음을 보고하고 있다. Herring(2002)은 복합금융그룹이 너무 복잡해져서(too-complex-to fail) 시스템위험 우려가 커진다고 주장한다. 나아가 Flannery(2000)와 Santomero and Eckles(2000)는 은행감독자들이 비은행 관계회사의 부실을 막는 것을 돕기 위해 금융안전망을 은행 이외 기관으로 확대하려는 유인을 갖는다고 주장한다. 이는 금융회사를 감시하려는 유인을 축소시켜 시장규율을 방해하고 관계회사들 간에 전염위험을 증가시킴을 의미한다.

지금까지 살펴본 연구들은 주로 복합금융그룹 전체의 위험효과를 논하던지 아니면 복합금융그룹과는 별개로 개별금융기관의 대형화와 겸업화에 따른 위험효과를 분석하고 있다. 이에 비해 복합금융그룹소속에 따른 개별금융회사의 위험효과를 논의하는 경우는 많지 않다. 게다가 복합금융그룹화로 인한 위험효과를 분석한 국내의 연구로는 함준호와 김준경(2006)이 유일하다. 이들은 외환위기 이후 독립 금융회사와 비교하여

10) 한편 금융그룹이 아닌 단일금융기관에 의한 대형화와 겸업화가 위험에 미치는 영향을 다룬 연구에서, Berger, Demsetz and Strahan(1999)은 은행이 대형화될수록 시장지배력이 증가하고 대마불사(too-big-to-fail) 기대가 강화되어 자산을 오히려 공격적으로 구성할 수 있고, 비은행 업무를 확장하는 겸업화도 조직의 불경제 원리가 작동함으로써 대리문제가 심화되어 금융회사의 위험도를 높일 수 있다고 주장한다. De Nicolo(2000)도 대형은행들의 경우 도산위험이 상대적으로 높으며, 이는 도덕적 해이를 발생시키는 유인구조의 왜곡 등 대형은행들이 위험을 추구하도록 하는 요소들이 규모 및 범위의 경계를 통해 얻는 위험감소효과를 상쇄하고 있음을 보여주는 것이라고 주장한다.

금융그룹 소속 금융회사의 도산위험이 대체로 낮은 것으로 나타나며, 겸업화효과보다는 대형화에 의한 수익성 및 변동성 개선효과가 유의하게 나타난다고 주장한다. 따라서 아직까지 국내에서 고위험 추구를 통한 대형 금융그룹의 위험 증대 현상은 관측되지 않으나, 대형 은행그룹 간 직간접적 상호의존도가 높아짐에 따라 시스템 위험의 발생 가능성이 증대되고, 겸업화로 인해 비은행부문 및 자본시장으로부터의 위험전이 가능성도 높아지고 있음을 지적하고 있다.

## IV. 연구방법론

### 1. 개별기반 부실위험 측도

본 연구에서는 개별금융회사들의 부실위험 측정치로 Altman(1968)에 의해 제안된 Z-index를 이용한다. 여기서 정의하는 부실위험이란 해당금융회사의 손실이 자기자본 규모를 초과함으로써 부채의무를 다하지 못하는 상태를 의미하며, 도산 혹은 파산위험(default risk)을 지칭한다.<sup>11)</sup> 도산을 손실이 자기자본가치를 초과하는 경우로 정의하고 금융회사의 이익(또는 손실)과 자기자본을 총자산으로 나누어 자산수익률과 자기자본 비율로 나타내보자. 이 경우 도산확률은 수익률이 (-)자기자본비율보다 작을 가능성이 있다. 수익률이 정규분포를 따른다고 가정하면 이를 표준정규변수로 변환할 수 있고 도산이 발생하는 표준정규변수의 값 Z를 구할 수 있다. 이때 정규화된 수익률 변수의 부도임계치를 나타내는 Z값은 금융회사의 손실규모가 자기자본가치와 같아지는 점에서 자산수익률과 기댓값과의 차이를 수익률 표준편차의 배수로 나타낸 값으로, 기업의 도산가능성을 측정하는 지표의 역할을 하게 된다.<sup>12)</sup> Z값은 음수이므로 논의의 편의를 위해 해당값에 (-) 부호를 붙여 양수 값으로 전환하여 이용한다.

Z-index는 자기자본비율과 수익률의 기댓값이 증가하면 커지고 수익률의 변동성이 커지면 감소한다. 여기서 양수로 측정된 Z값이 크다는 것은 금융회사의 부도허용 손실 임계치가 크다는 것이므로, 결국 해당금융회사의 부실위험이 작다는 것을 의미한다. 통상 Z-index는 절대적인 판단기준을 정하기가 어렵기 때문에 상대비교를 통해 분석한

11) Z-index를 부실위험지표로 이용한 연구로는 Boyd, Graham, and Hewitt(1993), 김선호(1997) 등 참조. 김선호(1997)는 동일지표를 금융기관의 안정성 지표로도 이용하고 있다.

12) Boyd, Graham and Hewitt(1993)는 수익률의 정규분포를 전제하지 않고도 Z-index가 해당기업의 부실위험의 상한을 나타내는 유용한 지표가 됨을 보여준다.

다. 본 연구에서 Z-index는 다음과 같이 계산된다.

$$Z\text{-index} = \frac{\mu_{ROA} + \mu_{E/A}}{\sigma_{ROA}} \quad (1)$$

식 (1)에서  $\mu_{ROA}$ 는 지수추정 기간동안 총자산영업이익률의 평균,  $\mu_{E/A}$ 는 총자산대비 자기자본비율의 평균을,  $\sigma_{ROA}$ 는 총자산영업이익률의 표준편차를 나타낸다. Z-index는 위험에 대응되는 자기자본의 정도를 나타낸다는 면에서 규제자본 측도와 비슷하다. 그러나 위험을 ROA의 표준편차로 사용하기 때문에 자산간 상관관계의 효과가 충분히 반영되는지 확신할 수 없다. 자본의 경우에도 당기순이익과 자기자본을 합산하기 때문에 중복계산의 문제를 피할 수 없다.

본 연구에서는 부실위험을 측정하는 지표로 가중규제자본비율을 사용한 분석을 추가하여 Z-index를 이용한 분석결과와 비교하고 실증결과의 강건성을 높인다. 다만, 가중 규제자본비율은 각 금융권역별로 업종특성 및 규제의 정도가 다른 점을 감안하여, 금융권역별로 다른 기준을 적용하여 측정한다. 먼저 은행의 규제자본 측도로는 BIS비율이 사용된다. 현행 BIS기준은 신용위험과 시장위험이 반영된 전체 위험가중자산에 대해 자본을 8% 이상 적립할 것을 요구한다. 한편 증권사에 대한 자본규제는 국가별로 차이가 있지만 국내의 경우, 순영업자본비율로 규제된다. 시장위험, 거래상대방위험 그리고 운영위험을 포함하는 총위험 대비 순자본의 비율이 100%를 기준으로 보통 150% 이상 유지할 것이 요구된다. 마지막으로 보험사에 대한 자본규제는 현재 지급여력비율(=지급여력금액/지급여력기준금액)이 사용되고 있다. 지급여력비율도 100% 이상 유지되는 것을 요구한다.

한편 은행의 BIS비율의 경우 위험가중자산 대비 자본을 비교하기 때문에 기준이 8%이다. 그런데 다른 권역의 경우 위험 대비 자본을 비교하기 때문에 기준이 100%이다. 이에 본 논문에서는 각 권역별 기준의 비교가능성을 높이기 위해서 BIS비율에 12.5의 승수를 곱해서 100% 기준으로 환산하여 적용한다. 따라서 본 논문에서 부실위험의 대응치로 사용하는 규제자본측정치는 은행과 저축은행은 12.5배가 곱해진 BIS비율, 증권회사는 순영업자본비율 그리고 보험회사는 지급여력비율이다.<sup>13)</sup> 이하에서는 이를 가중

13) <표 8>에 나타난 것과 같이 가중규제자본비율값들은 각 금융권역별로 차이가 있다. 각 업종별 차이로 인한 분석결과의 왜곡여부를 점검하기 위해 해당비율값에서 각 권역별 평균을 뺀 값을 표준편차로 나누어 정규화한 변수를 대상으로 동일한 분석을 통해 강건성 검정을 하였다. 분석결과 표준화된 비율값

규제자본비율로 나타난다. 가중규제자본비율은 Z-index보다 이론적 정합성은 떨어지지만 측정을 위해 과거의 시계열 자료를 필요로 하지 않기 때문에 측정시점의 금융회사의 건전성을 보다 잘 반영하는 장점을 갖는다.

## 2. 금융그룹화 특성지표

복합금융그룹의 시너지효과를 유발하는 요인을 살펴보기 위해 기존연구에서 특성요인으로 주로 사용된 대형화, 다각화 및 그룹화 효과를 살펴본다.

### 1) 그룹화

복합금융그룹에는 여러 유형이 존재하는데, 각 유형별로 감독과 규제 수준이 다르고 이에 따라 그룹화의 효과에 차이가 생기게 된다. 앞서 설명한바와 같이 복합금융그룹은 네 가지 법률적 형태로 구분된다(<표 1> 참조). 또한 각 금융권역별 계열회사들의 차별적 구성은 그룹화효과에 또 다른 영향을 미치게 되는데, 이를 분석하기 위해 금융그룹을 금융지주, 은행계열, 보험계열 및 증권계열로 구분하여 권역별 특성을 분석한다.

그룹화효과를 측정하는 구체적인 방법으로, 우선 개별 금융회사들이 복합금융그룹에 소속되는지 여부에 따라 부실위험이 영향을 받는지를 확인하기 위해, 금융그룹 소속여부를 나타내는 더미변수를 도입하여 그 효과를 측정한다. 둘째, 복합금융그룹의 유형에 따른 차이 여부를 분석하기 위해 그룹유형별 더미를 사용한다(함준호와 김준경, 2006). 다만 현재 본 연구의 범위에서 외국회사그룹이 제외되어 있으므로 그룹유형별 더미는 금융지주, 모회사 그리고 기업집단의 세 가지로 구분된다. 셋째, 권역별 특성을 살펴보기 위해 금융그룹을 금융지주, 은행계열, 보험계열 및 증권계열로 구분하는 권역별 더미변수를 사용한다.<sup>14)</sup>

### 2) 대형화

금융그룹의 대형화가 규모의 경제를 가져온다면 복합금융그룹화를 통해 시너지를 얻을 것으로 예상할 수 있다. 대형화 정도를 측정하는 측도로는 총자산이 주로 사용된다(김현욱, 2003; 강종구, 2006; 정형권과 강종구, 2006; 오완근, 김형식과 송홍선, 2007).

을 이용하면 원비율값을 이용하는 경우에 비해 유의성은 다소 낮아지지만, 전체적인 분석결과는 크게 다르지 않았다.

14) 권역별 특성을 보는데 금융지주를 넣은 이유는 금융지주가 은행계열 3개와 증권계열 1개로 권역이 혼합되어 있고, 복합금융그룹중 대표적인 상위 4대 그룹이기 때문에 구분되는 특성을 살펴보고자 함이다.

본 논문에서는 이를 금융그룹화 현상에 응용하여 그룹의 대형화 정도를 측정하기 위한 척도로 금융그룹전체의 총자산 규모를 사용한다.

### 3) 다각화

복합금융그룹이 여러 영역에서 활동하는 회사들로 구성되어 있는 경우 범위의 경제 효과 즉, 다각화 효과를 얻을 수 있고 이로 복합금융그룹의 시너지가 생성될 것으로 예상할 수 있다. 선행연구에서 다각화효과를 측정하기 위해 사용된 척도로는 비이자수의 비율(오완근, 김형식과 송홍선, 2007 등), DIV비율(Laeven and Levine, 2007), HH지수, 진출업종수, 그리고 엔트로피지수 등이 있다.

본 논문에서는 그룹 전체의 다각화정도를 평가하기 위해 HH지수를 사용한다. HH지수는 복합금융그룹 내 계열회사들을 은행, 증권, 보험 등의 권역으로 나누고 해당 권역별 자산의 집중화 정도를 지수화하여 나타낸 것이다.

$$HHI = \sum_{j=1}^N \frac{\text{권역 } j \text{의 자산}^2}{\text{총자산}^2} \quad (2)$$

HH지수는 집중화계수이므로 복합금융그룹의 다각화정도가 높을수록 HH지수는 낮아진다. 따라서 HH지수와 복합금융그룹의 부실위험은 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있다.

## 3. 통제변수

복합금융그룹화로 인해 추가적으로 나타나는 효과는 개별 금융회사의 특성과 거시경제변수의 변동에 영향을 받을 수 있다. 따라서 이들을 통제한 후 복합금융그룹화에 따른 순수한 효과를 살펴보기 위하여 개별 금융회사의 특성과 거시경제변수의 영향을 통제한다.

### 1) 금융회사 특성변수

개별 금융회사의 부실위험 특성을 나타내는 지표로서 가장 널리 쓰이는 변수들은 CAMEL 지표들이다.<sup>15)</sup> CAMEL 지표들은 현재 금융회사의 부실위험을 판단하는 대표

15) CAMEL은 1979년 미국 연방금융회사검사위원회(Federal Financial Institutions Examination Council)의



<표 5> CAEL지표와 사용변수의 비교

이탤릭체로 표시된 지표들은 원래 CAEL 지표에서는 포함되지 않지만 본 논문을 위해 삽입한 변수들이다. ROA는 각 권역에서 지표로서 계산되고 있지만 통일성을 위해 ROA(=영업이익/총자산)를 다시 계산하였다. 굵은 선으로 표시된 지표들은 본 논문에서 사용된 변수들을 의미한다.

구 분	은 행	저축은행	증권	생 보	손 보
자본적정성 (C)	<b>자기자본비율</b>	<b>자기자본비율</b>	영업용순자본비율 I	지급여력비율 I	지급여력비율 I
	BIS자기자본비율	BIS자기자본비율	영업용순자본비율 II	지급여력비율 II	지급여력비율 II
	BIS기본자본비율	BIS기본자본비율	<b>자기자본비율</b>	<b>자기자본비율</b>	<b>자기자본비율</b>
자산건전성 (A)	손실위험도 가중여신비율	손실위험도가중여신비율	<b>부실자산비율</b>	<b>부실자산비율</b>	<b>부실자산비율</b>
	<b>고정이하여신비율</b>	<b>순고정이하여신비율</b>		위험가중자산비율	위험가중자산비율
	대손충당금적립율	연체대출채권비율		대손충당금적립율	대손충당금적립율
	연체대출채권비율				
수익성 (E)	총자산순이익률	총자산순이익률	자기자본순이익률	평균예정이율 대총자산이익률	위험손해율
	총자산경비율	총자산경비율	총자산영업수익률	위험보혐료대사망보 험금비율	경과예정사업비 대손사업비비율
	순이자마진율	수지비율	자기매매영업이익률	예정사업비대실제 사업비비율	평균예정이율 대운용자산이익률
	경비보상비율				
	<b>ROA</b>	<b>ROA</b>	<b>ROA</b>	<b>ROA</b>	<b>ROA</b>
유동성 (L)	<b>원화유동성비율</b>	<b>유동성비율</b>	<b>유동성비율</b>	<b>유동성비율</b>	<b>유동성비율</b>
	단기대출비율	실가용자금비율		수지차치율	현금수지차치율
	외화유동성비율	고정자산비율			
계량지표수	14	12	6	10	10

적인 축도로 사용되고 있고 IMF에서 제안한 금융건전성지표(Financial Soundness Indicators : 이하 FSI)에서도 핵심변수로 채용된바 있다.<sup>16)</sup> 이중 경영관리능력(M)을 나타내는 지표는 정량적인 축도를 구하기 어려우므로 본 논문에서는 금융회사의 부실위험 특성을 나타내는 변수로서 이를 제외한 CAEL 변수들이 상시감시지표로 활용된다.<sup>17)</sup>

권고에 따라 채택된 통일금융회사평가제도(Uniform Financial Institutions Reexamination System : UFIRS)의 평가지표이다. 각 금융회사 부실위험을 자본적정성(capital adequacy), 자산건전성(asset quality), 경영진의 경영관리능력(management), 수익성(earnings) 및 유동성(liquidity) 등 대분류 항목으로 구분하고 등급을 산출하여 평가하는 방법이다. 국내에서는 1996년 10월부터 은행권역에 도입되어 이후 전 금융권역에 확대되어 적용되고 있다.

16) FSI는 2001년 IMF의 이사회에서 채택된 지표로서, 개별 금융회사의 건전성을 측정하기 위해 선정된 지표이다.

17) CAEL 지표에 대한 자세한 내용 설명은 금융감독원의 권역별 검사메뉴얼을 참고하기 바란다.

CAEL 지표는 대분류 항목은 같지만 금융권역별로 구체적인 측도에는 차이가 있다. 복합금융그룹은 여러 권역의 다양한 회사들로 구성되어 있기 때문에 이러한 차이점을 고려하여 최대한 표준화된 지표를 선정할 필요성이 있다. 본 논문에서는 이러한 점을 고려하여 자본적정성 항목에서는 자기자본비율을, 자산건전성 항목에서는 부실자산비율(고정이하여신비율)을, 수익성 항목에서는 ROA(=영업이익/총자산)를 그리고 유동성 항목에서는 유동자산비율을 사용한다.

기업특성관련 통제변수로서 CAEL 지표외에 개별금융회사의 자산규모를 추가한다. 금융그룹의 대형화지표로서 규모변수가 도입되어 있지만, 그룹화로 인한 효과는 개별금융회사의 대형화 여부에 따라 상이할 수 있으며 그룹소속 여부에 상관없이 개별기관 자체의 대형화 효과를 통제하기 위한 것이다. 또한 표본기업이 소속된 금융권역을 통제변수에 포함시킴으로써 업종별 특성과 규제에 따른 위험요인을 별도로 통제한다.

## 2) 거시경제변수

거시경제변수 역시 개별 금융회사의 부실위험에 영향을 준다. 본 논문에서는 이들의 영향을 통제하기 위해 기존연구에서 주로 사용된 거시경제변수들을 통제변수로 이용한다(강종구, 2006; 정형권과 강종구, 2006; 오완근, 김형식과 송홍선, 2007). 구체적으로 국민경제를 실물, 금융 및 국제 항목으로 나누고, 실물 분야를 통제하는 변수로 GDP성장률을, 금융 분야를 통제하는 변수로는 국고채 수익률을, 그리고 국제 분야를 통제하는 변수로 원/달러 환율을 사용한다.

## 4. 실증분석모형

복합금융그룹 소속 금융회사들과 비금융그룹 소속 금융회사들의 부실위험을 측정하는 측도로는 앞서 설명한 Z-index와 가중규제자본비율을 사용한다. 먼저, 부실위험 측도들을 이용하여 두 집단간 부실위험 차이를 t-test와 Wilcoxon rank-sum test를 이용하여 단변량 비교한다. 다음으로 복합금융그룹 소속 금융회사들의 부실위험과 금융그룹화의 특성지표 사이의 관계를 분석하기 위해, 부실위험지표와 금융그룹화의 특성지표인 대형화, 다각화 및 그룹화 지표들로 다변량 회귀분석을 실시한다.

분석모형은 아래와 같다. 먼저 그룹화의 효과를 보기 위해 식 (3)의 회귀모형을 분석한다.

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Group_{i,t} \\
 & + \beta_2 Group_{i,t} \times \log(Asset_{J,t}) + \beta_3 Group_{i,t} \times HHI_{J,t} \\
 & + \beta_4 TA_{i,t-1} + \beta_5 C_{i,t-1} + \beta_6 A_{i,t-1} + \beta_7 E_{i,t-1} + \beta_8 L_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 GDP_t + \beta_{10} TB_t + \beta_{11} FX_t + \sum_{k=1}^4 \beta_{k+11} I_k + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

식 (3)에서  $Y_i$ 는 개별금융회사  $i$ 의 부실위험변수로서 Z-index 혹은 가중규제자본 비율이다.  $GROUP_{i,t}$ 는 복합금융그룹소속 여부를 구분하는 더미변수로서 그룹과 비그룹으로 구분한다.  $\log(Asset_{J,t})$ 는 금융그룹의 대형화변수로서 그룹 전체를 합산한 로그총자산이 사용된다.  $HHI_J$ 는 금융그룹의 다각화변수로서 그룹내 업종별 자산을 기준으로 계산된 그룹별 HH지수가 사용된다. 금융회사의 부실위험 특성을 나타내는 CAEL 변수로서  $C_i$ 는 자본적정성 중 자기자본비율을,  $A_i$ 는 자산건전성 중 부실자산비율(고정이하여신비율)을,  $E_i$ 는 수익성 중 ROA를, 그리고  $L_i$ 는 유동성 중 유동자산비율을 나타낸다. 그리고  $I_k$ 는 개별기업의 자산규모를 나타낸다. 이들 기업특성변수들과 종속변수의 내생성 문제로 인한 회귀계수추정의 편의를 방지하기 위해 모형 내에서는 1분기 시차변수가 사용된다. 거시경제변수로서  $GDP_t$ 는 GDP 성장률을,  $TB_t$ 는 국고채수익률을, 그리고  $FX_t$ 는 원/달러 환율을 나타낸다. 첨자로서  $i$ 는 개별 금융회사를,  $t$ 는 시점을, 그리고  $J$ 는 개별 복합금융그룹을 지칭한다. 마지막으로 변수  $I$ 는 개별금융회사가 소속된 업종을 나타내는 업종더미변수(은행업, 저축은행업, 증권업, 보험업)이다.

다음으로 복합금융그룹들의 특성 중 각 권역별로 부실위험에의 영향에 차이가 나타나는지를 분석하기 위하여 식 (4)를 분석한다.

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 D_{F,t} + \beta_2 D_{B,t} + \beta_3 D_{I,t} + \beta_4 D_{S,t} \\
 & + \beta_5 Group_{i,t} \times \log(Asset_{J,t}) + \beta_6 Group_{i,t} \times HHI_{J,t} \\
 & + \beta_7 TA_{i,t-1} + \beta_8 C_{i,t-1} + \beta_9 A_{i,t-1} + \beta_{10} E_{i,t-1} + \beta_{11} L_{i,t-1} \\
 & + \beta_{12} GDP_t + \beta_{13} TB_t + \beta_{14} FX_t + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{4}$$

식 (4)에서  $D_{F,t}$ ,  $D_{B,t}$ ,  $D_{I,t}$ ,  $D_{S,t}$ 는 각 복합금융그룹들의 권역을 구분하는 더미변수로서, 각각 금융지주, 은행, 보험, 증권으로 구분된다.

이후 복합금융그룹들의 유형별로 부실위험에 차별적인 차이가 나타나는지를 분석하

기 위하여 식 (5)를 검증한다.

$$\begin{aligned}
 Y_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 D_{FH,t} + \beta_2 D_{PS,t} + \beta_3 D_{HG,t} \\
 & + \beta_4 Group_{i,t} \times \log(Asset_{i,t}) + \beta_5 Group_{i,t} \times HHI_{i,t} \\
 & + \beta_6 TA_{i,t-1} + \beta_7 C_{i,t-1} + \beta_8 A_{i,t-1} + \beta_9 E_{i,t-1} + \beta_{10} L_{i,t-1} \\
 & + \beta_{11} GDP_t + \beta_{12} TB_t + \beta_{13} FX_{t_k} + \sum_{k=1}^4 \beta_{k+13} I_k + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{5}$$

식 (5)에서  $D_{FH,t}$ ,  $D_{PS,t}$ ,  $D_{HG,t}$ 는 복합금융그룹 유형을 구분하는 더미변수로서 각각 금융지주, 모자그룹, 기업집단그룹을 나타낸다.

마지막으로 은행, 저축은행, 증권, 보험 그룹에 대해 식 (3)을 추정하여 각 그룹별로 그룹화효과에 차이가 있는지를 검증한다.

회귀모형의 분석방법으로는 전체 표본기간자료를 통합한 통합회귀분석(pooled regression)을 기본적으로 이용한다. 이때 오차항의 이분산성과 자기상관을 통제하기 위해 Newey and West(1994)의 방법에 따른 표준오차를 Bartlett kernel에 근거한 GMM으로 추정한다. 이후 분석결과의 강건성을 확보하기 위하여 패널회귀분석(panel regression analysis)을 이용하여 추가로 분석한다. 패널분석모형으로 고정효과모형(fixed effect model)을 사용하고, 그 결과를 통합회귀분석결과와 상호 비교한다.<sup>18)</sup>

## V. 실증분석 결과와 해석

### 1. 표본자료

이 장에서는 앞 장에서 설명한 분석모형을 이용하여 국내 복합금융그룹의 부실위험을 분석한다. 표본자료에서 기업집단의 경우 금융회사외의 계열회사의 비중이 크고 복잡해서 포괄적인 분석이 불가능하고 외국회사의 경우도 국내 금융회사외의 외국회사의

18) 패널회귀 모형은 횡단면별 상수항과 다른 독립변수들간에 상관관계가 없는 것을 전제한 경우에는 임의효과모형(random effect model)이, 그렇지 않은 경우에는 고정효과 모형이 각각 적합하다. 그러나 동모형에서 설명력이 큰 변수가 생략된 경우, 고정효과 모형은 임의효과모형과는 달리 불편추정량을 제공하며, 임의효과 모형이 더 적합한 경우에도 여전히 일치추정량을 제공한다는 장점이 있다. 본 연구에서는 고정효과 모형을 이용한 분석결과만을 제시한다.

영향을 고려한 포괄적인 분석을 수행하기가 매우 어렵다. 이에 본 연구에서는 <표 4>에서 기술한 주요 복합금융그룹으로 분석대상을 한정한다. 여기에는 18개 국내 금융그룹과 이에 속한 52개 소속금융회사가 포함된다.<sup>19)</sup> 전체 표본 금융회사는 191개이다. 따라서 비교대상이 되는 비금융그룹 회사들은 139개사이다. 금융그룹에 속한 금융회사의 권역별 분포로, 은행업은 9개사, 저축은행은 5개사, 증권업은 14개사, 보험업은 22개사 그리고 기타가 각각 2개사이다. 비금융그룹 회사들의 경우, 은행업 7개사, 저축은행 105개사, 증권업은 18개사, 보험업은 9개사이다.

분석기간은 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 이며, 부실위험변수인 Z-index는 해당시점 이전 20분기의 시계열자료를 통해 얻은 ROA와 총자산 대비 자기 자본비율의 평균과 ROA의 표준편차를 이용하여 산출하였다. 분석기간 동안의 총관측치에서 국외금융그룹과 증권과 보험업종의 외국기업, 그리고 분석에 필요한 종속변수 및 독립변수의 값이 없는 기업들에 대한 관측치를 제외하고 분석에 사용된 최종관측치는 2,076개이다. 이중 은행업종 소속 관측치는 211개, 저축은행은 1,096개, 증권은 401개 그리고 보험은 329개이다.

<표 6>에서 복합금융그룹과 비금융그룹 간의 주요 통계량을 비교하였다. 가중규제 자본비율과 Z-index는 복합금융그룹이 비금융그룹에 비해 유의적으로 높다. 그리고 자산건전성 및 수익성 등의 기업특성도 복합금융그룹소속 기업들이 비금융그룹의 기업들에 비해 유의적으로 높은 결과를 보인다.

<표 6> 표본의 기술통계량

구 분	표본수	가중규제 자본비율	Z-index	총자산 (억 원)	자기자본 비율	자산 건전성	수익성	유동성
복합금융그룹	598	256.90	8.16	216,608	12.95	1.50	1.63	283.29
비금융그룹	1,478	204.28	6.79	28,540	11.32	5.84	0.55	133.72
차이 (t-test)		52.62 (4.65)***	1.37 (3.57)***	188,068 (10.87)***	1.63 (2.42)**	-4.34 (-21.87)***	1.08 (5.60)***	149.57 (1.14)

주) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타낸다.

19) 주요 금융그룹에 소속된 회사는 모두 102개이지만, 이중 금융회사는 51개이고 여기에서 농협공제는 분리 계산이 어려우므로 제외되고 그 대신 기타회사 중 종금사 2개가 포함되어 최종분석대상회사는 52개이다.

## 2. Z-index 분석

<표 7>의 Panel A에서는 전체표본기간을 기준으로 Z-index를 계산하여 주요 복합금융그룹의 유형 및 금융권역별 Z-index의 가중평균값들을 제시하고, 복합금융그룹과 비금융그룹 간의 차이를 비교·분석하였다.

금융그룹소속 여부와는 무관하게 전체적으로 증권업의 Z-index가 가장 높고 보험업은 가장 낮다. 은행업의 경우 두 그룹간 차이는 유의적이지 않지만, 저축은행과 보험업의 경우 복합금융그룹의 Z-index가 비금융그룹의 그것에 비해 유의적으로 높다. 그리고 전체 합계에서는 복합금융그룹의 Z-index가 비금융그룹의 그것에 비해 유의적으로 높게 나타나며, 이는 국내복합금융그룹 소속회사들의 부실위험이 비금융그룹 소속회사들의 그것에 비해 낮다는 것을 의미한다.

다음으로 <표 7>의 Panel B에서는 2004년 6월(2분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 주요 분기별로 복합금융그룹과 비금융그룹 사이 Z-index를 시계열적으로 비교하였다. 2005년 6월(2분기) 이후부터 두 그룹간에 유의적인 차이가 나타나기 시작해서 최근으로 올수록 차이가 강하게 나타난다. 이는 Z-index가 과거 시계열자료를 통해 측정되는 속성에 기인한 것으로 판단된다.

[그림 2]에서는 표본기간동안의 Z-index를 분기별로 그림으로 나타내었다. 2004년 12월(4분기) 이후 복합금융그룹과 비금융그룹 간 Z-index의 차이가 비교적 뚜렷이 일관되게 나타난다. 이는 복합금융그룹의 형성에 따른 부실위험감소의 시너지효과가 그룹형성 후 일정한 시차를 두고 발생함을 시사한다.

## 3. 가중규제자본비율의 분석

<표 8>의 Panel A에서는 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 기준으로 복합금융그룹의 유형 및 각 그룹별로 구한 가중규제자본비율을 나타내었다. 제시된 가중규제자본비율이 100%를 넘는 경우 각 권역의 감독당국에서 요구하는 기준을 만족시킨다고 볼 수 있다. 복합금융그룹 내 모든 금융회사들이 규제자본비율을 충족하고 있음을 알 수 있다.

각 권역별 가중규제자본비율을 비교하면 은행과 저축은행 업종에서는 복합금융그룹의 규제자본이 비그룹의 그것에 비해 매우 유의적으로 높지만, 증권업종에서는 반대의 결과를 보이고 있다. 전체 합계에서는 복합금융그룹의 규제자본비율이 비금융그룹의

<표 7> Z-index의 비교

Z-index =  $(\mu_{ROA} + \mu_{E/A}) / \sigma_{ROA}$  로 계산된다. 매시점의 Z-index는 과거 20분기의 시계열자료에서 구한 ROA와 자기자본비율의 평균과 표준편차를 이용하여 계산된 것이다. 복합금융그룹내 여러 금융회사를 가중평균할 때는 총자산을 기준으로 한다. W-test는 Wilcoxon rank sum test를, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타낸다.

Panel A : 전체기간 비교(기준 : 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지, 단위 : %)

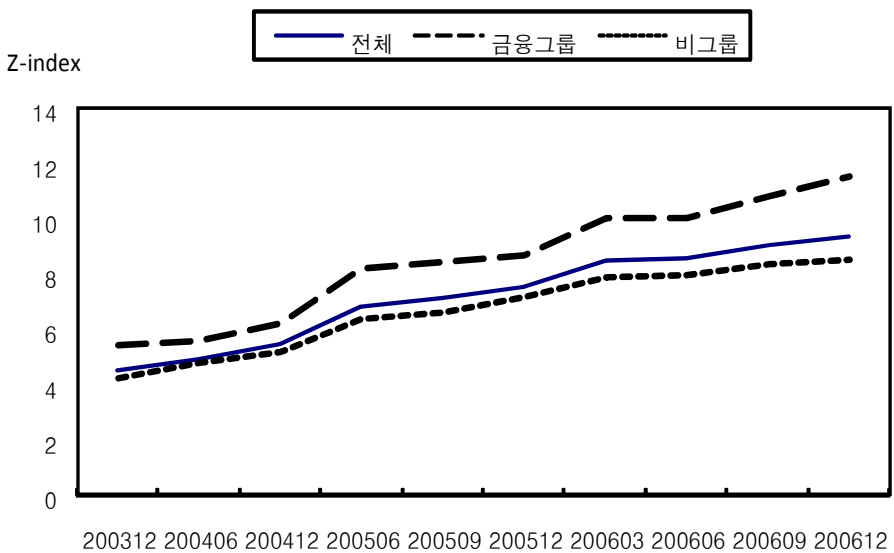
계 열	그룹명	Z-index				
		은 행	저축은행	증 권	보 험	합 계
금 융 지 주	우리지주	5.94	-	4.43	-	5.57
	신한지주	14.93	-	21.00	9.64	14.39
	하나지주	19.14	-	7.49	1.83	10.29
	한국지주	-	6.22	-4.38	-	0.23
	평 균	11.14	6.22	7.21	8.14	9.00
은 행 계 열	국민은행	13.80	-	-	3.96	8.88
	농 협	1.46	-	9.88	-	5.67
	산업은행	10.39	-	8.99	-	9.69
	평 균	8.55	-	9.44	3.96	8.08
생 보 계 열	삼 성	-	-	21.36	17.12	18.54
	한 화	-	-	7.11	2.51	4.81
	교 보	-	-	8.86	3.98	6.03
	금호아시아나	3.32	-	-	0.64	1.98
	태 광	-	5.18	-	4.16	4.54
	평 균	3.32	5.18	12.44	6.97	7.83
손 보 계 열	동부	-	12.28	16.92	5.46	9.89
	메리츠	1.68	-	17.58	7.90	9.05
	LIG	-	-	-	0.79	0.79
	교직원공제회 <sup>1)</sup>	-	8.30	-	-	8.30
	평 균	1.68	10.29	17.25	4.08	7.59
증 권 계 열	미래에셋	-	-	22.00	0.71	11.35
	동 양	-	-	7.03	1.30	4.17
	평 균	-	-	14.51	1.01	7.76
전 체	복합금융그룹	8.86	7.68	11.12	5.41	8.16
	비그룹	8.67	5.15	15.61	3.00	6.79
	차이(t-test)	0.19 (0.23)	2.53 (2.89)***	-4.49 (-4.39)***	2.41 (4.36)***	1.37 (3.57)***
	차이(W-test)	(1.09)	(3.92)***	(-3.11)***	(1.94)**	(3.64)***

주) 1) 교직원공제회그룹에 소속된 교원나라자동차보험은 Z-index를 산출하기 위한 시계열 자료가 충분하지 않음으로 인해 분석대상에서 제외됨(자료가 2003년 12월부터 시작됨).

Panel B : 주요 부분기간별 Z-index의 비교(단위 : %)

권역	구분	2004. 06	2004. 12	2005. 06	2005. 12	2006. 06	2006. 12
은행	금융그룹	7.22	7.59	7.72	8.68	10.87	12.96
	비그룹	6.54	7.01	8.17	10.04	10.45	12.20
저축은행	금융그룹	4.01	4.39	5.16	6.17	8.72	15.17
	비그룹	3.84	4.02	4.61	5.45	6.14	6.80
증권	금융그룹	7.91	9.07	12.63	12.01	12.88	14.04
	비그룹	10.60	12.75	18.76	18.51	19.96	19.64
생보	금융그룹	0.91	1.79	4.84	5.43	6.04	6.48
	비그룹	2.18	2.56	2.64	3.03	3.74	4.04
손보	금융그룹	7.55	7.07	7.77	10.08	11.17	10.30
	비그룹	1.67	1.73	2.06	3.53	5.60	5.95
전체	금융그룹	5.54	6.21	8.24	8.72	10.06	11.55
	비그룹	4.71	5.16	6.32	7.11	7.94	8.51
	차이(t-test)	0.83 (0.80)	1.05 (0.93)	1.92 (1.43)	1.61 (1.18)	2.12 (1.45)	3.04 (2.03)**
	차이(W-test)	(0.10)	(0.48)	(1.33)*	(1.71)**	(2.32)**	(2.66)***

[그림 2] 복합금융그룹과 비금융그룹의 분기별 Z-index 시계열비교





<표 8> 가중규제자본비율의 비교

규제자본 측도로는 은행과 저축은행은 BIS비율, 증권은 순영업자본비율 그리고 보험은 지급여력비율이 사용된다. 복합금융그룹내 여러 금융회사를 가중평균할 때는 총자산을 기준으로 한다. 은행, 저축은행, 증권의 경우 계산된 BIS비율에 12.5를 곱해 구해진 수치를 나타낸다. W-test는 Wilcoxon rank sum test를, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 나타낸다.

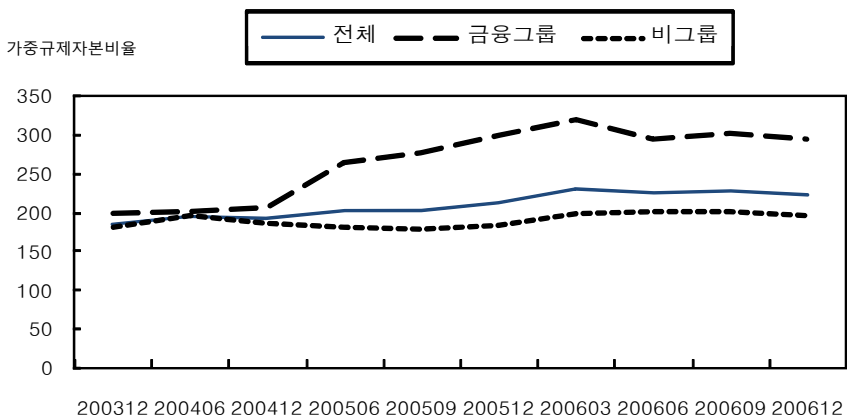
Panel A : 전체기간 비교(기준 : 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지, 단위 : %)

계열	그룹명	은행	저축은행	증권	보험	합계
금융 지주	우리지주	145.04	-	653.04	-	272.04
	신한지주	143.21	-	475.38	405.71	307.06
	하나지주	149.93	-	324.31	267.20	266.30
	한국지주	-	243.34	-24.46	-	91.97
	평균	145.25	243.34	350.52	379.07	259.23
은행 계열	국민은행	155.16	-	-	182.70	168.93
	농협	143.59	-	468.57	-	306.08
	산업은행	220.70	-	424.96	-	322.83
	평균	173.15	-	446.77	182.70	265.95
생보 계열	삼성	-	-	641.13	358.18	452.50
	한화	-	-	361.51	168.05	264.78
	교보	-	-	380.51	127.57	233.64
	금호아시아나	149.07	-	-	114.63	131.85
	태광	-	192.58	-	146.61	163.85
	평균	149.07	192.58	461.05	199.46	257.76
손보 계열	동부	-	122.03	398.11	202.13	237.78
	메리츠	478.75	-	541.27	184.68	401.57
	LIG	-	-	-	92.89	92.89
	교직원공제회	-	160.00	-	-	160.00
	평균	478.75	141.01	469.69	154.95	252.64
증권 계열	미래에셋	-	-	515.16	111.46	313.31
	동양	-	-	212.66	131.84	172.25
	평균	-	-	363.91	121.65	242.78
전체	복합금융그룹	183.52	180.94	406.89	197.40	256.90
	비그룹	140.06	129.81	587.60	200.19	204.28
	차이(t-test)	43.46 (4.93)***	51.13 (4.13)***	-180.71 (-5.53)***	-2.79 (-0.07)	52.62 (4.65)***
	차이(W-test)	(-5.62)***	(5.76)***	(-4.06)***	(-4.31)***	(13.39)***

Panel B : 주요 부분기간별 가중규제자본비율의 비교(단위 : %)

권역	구분	2004. 06	2004. 12	2005. 06	2005. 12	2006. 06	2006. 12
은행	금융그룹	167.41	189.75	192.73	196.26	200.24	185.82
	비그룹	129.89	131.83	141.10	147.82	148.22	145.85
저축은행	금융그룹	162.38	164.56	160.34	223.78	205.10	156.70
	비그룹	129.26	112.80	107.09	122.49	148.16	147.08
증권	금융그룹	293.39	263.80	419.18	479.32	486.03	511.74
	비그룹	629.02	634.91	638.82	534.09	537.21	487.80
생보	금융그룹	116.91	156.61	197.28	241.61	233.24	249.85
	비그룹	111.97	150.43	111.44	153.49	150.10	143.32
손보	금융그룹	224.22	218.01	217.21	230.09	207.82	197.31
	비그룹	181.05	218.98	303.01	364.89	290.69	305.66
전체	금융그룹	198.32	204.81	262.68	298.68	293.30	295.29
	비그룹	194.13	185.45	180.10	182.66	200.63	195.21
	차이(t-test)	4.19 (0.11)	19.36 (0.45)	82.58 (2.36)***	116.02 (3.39)***	92.67 (2.84)***	100.08 (2.86)***
	차이(W-test)	(2.78)***	(3.91)***	(4.41)***	(5.56)***	(5.14)***	(5.13)***

[그림 3] 가중규제자본비율의 분기별 비교



경우 보다 유의적으로 높다. 이는 복합금융그룹 소속회사들의 부실위험이 비금융그룹 소속회사들의 그것에 비해 낮다는 것을 의미한다.

Panel B에서는 2004년 6월(2분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 복합금융그룹과 비금융그룹 사이 가중규제자본비율을 시계열적으로 비교하였다. 여기에는 각 연도의 6월(2

분기)과 12월(4분기)자료만을 비교하였다. 2004년 12월(4분기)까지는 두 표본기업들간 가중규제자본비율의 차이가 약하게 나타나는 반면 그 이후 최근으로 올수록 그 차이가 유의적으로 크게 나타난다. 그리고 이러한 차이는 Z-index의 경우보다 더욱 뚜렷하다.

[그림 3]에서는 복합금융그룹과 비금융그룹 금융회사들의 가중규제자본비율값을 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 분기별 시계열로 비교하여 그림으로 나타내었다. <표 7>의 Panel B의 결과와 같이 2004년 12월(4분기) 이후 복합금융그룹의 가중규제자본비율이 비금융그룹의 자본비율 보다 뚜렷이 높게 나타남을 알 수 있다.

#### 4. 금융그룹화 특성지표들의 효과분석

본 절에서는 복합금융그룹 소속회사들의 부실위험과 금융그룹화의 특성지표인 대형화, 다각화 및 그룹화 지표들과의 관계를 다변량 회귀분석을 통해 분석한다.<sup>20</sup> 개별금융회사의 부실위험에 영향을 미치는 제 통제변수들을 포함한 회귀분석모형은 앞서 제시한 식 (3), 식 (4)와 식 (5)를 사용한다.

먼저 변수들간 상관관계를 판단하기 위해 <표 9>에서는 회귀분석에 사용되는 변수들 사이의 상관계수를 나타내었다. 부실위험을 나타내는 Z-index와 가중규제자본비율의 상관계수는 약 0.58로 높은 값을 보인다. 회귀식의 설명변수인 자기자본비율과 ROA간, 부실자산비율과 ROA간, 그리고 GDP성장률과 원/달러 환율간에는 약간의 상관관계를 보이지만 우려할 만한 수준은 아니다. 또 규제자본비율과 자기자본비율은 자본적정성이라는 같은 분류에 속하는 변수이지만 규제자본비율에는 자산의 신용위험의 질이 반영되고 자기자본비율에는 자본성부채가 포함되어 질적인 측면이 보장된 지표로서 차이가 있다.

<표 10>은 부실위험변수인 Z-index 및 가중규제자본비율과 설명변수들 사이의 통합회귀분석 결과를 나타낸다. 2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 분기별 자료를 통합하여 회귀분석을 실시하였다. Panel A는 종속변수를 Z-index로 두고 분석한 결과이고, Panel B는 종속변수를 가중규제자본비율로 한 결과이다.

먼저 Panel A의 회귀분석 결과를 보면, 전체표본에서 Group 더미변수의 회귀계수가 음(-)의 값을 보이고 있지만 유의하지는 않다. 이는 Z-index로 측정된 금융회사의 부실위험에 대해 복합금융그룹화가 긍정적인 영향을 미치지 못함을 의미한다. 식 (4)와

20) 표본기업 중 산업은행은 국책은행으로 수익구조 등 기업특성이 다른 표본은행들과 다를 수 있다. 이 점을 고려하여 산업은행을 제외한 표본을 구성하고 이를 대상으로 실증분석을 수행하였다. 분석결과는 <표 9>~<표 11>과 크게 다르지 않다.

<표 9> 주요 변수들 간의 상관관계

규제자본은 가중규제자본비율을, TA는 금융회사의 log(총자산)을, 금융회사의 부실위험 특성을 나타내는 CAEL 변수로서 C는 자본적정성 중 자기자본비율을, A는 자산건전성 중 부실자산비율(고정이하여신비율)을, E는 수익성 중 ROA를, 그리고 L는 유동성 중 유동자산비율을 나타낸다. 마지막으로 거시경제변수로서 GDP는 GDP 성장률을, TB는 국고채수익률을, 그리고 FX는 원/달러환율을 나타낸다.

	규제자본 Z-index	TA	C	A	E	L	GDP	TB	FX
규제자본	0.5783 (0.0001)	-0.0450 (0.0405)	0.8310 (0.0001)	-0.1744 (0.0001)	0.3126 (0.0001)	-0.0301 (0.1703)	-0.0707 (0.0013)	0.0077 (0.7262)	-0.0175 (0.4252)
Z-index	0.5807 (0.0001)	0.1301 (0.0001)	0.4622 (0.0001)	-3.1318 (0.0001)	0.1136 (0.0001)	0.0004 (0.9866)	-0.0853 (0.0001)	0.0816 (0.0002)	-0.1829 (0.0001)
TA	0.1753 (0.0001)	0.0910 (0.0001)	-0.0849 (0.0001)	-0.1544 (0.0001)	-0.0141 (0.5215)	-0.0039 (0.8606)	-0.0504 (0.0216)	-0.0054 (0.8050)	0.0067 (0.7593)
C	0.8038 (0.0001)	0.5891 (0.0001)	-0.0333 (0.1293)	-0.1938 (0.0001)	0.3668 (0.0001)	-0.0143 (0.5153)	-0.0741 (0.0007)	-0.0205 (0.3511)	0.0314 (0.1532)
A	-0.4216 (0.0001)	-0.2211 (0.0001)	-0.4838 (0.0001)	-0.2832 (0.0001)	-0.4594 (0.0001)	-0.0043 (0.8449)	0.0745 (0.0007)	0.0083 (0.7067)	-0.0313 (0.1543)
E	0.3384 (0.0001)	0.1514 (0.0001)	0.0238 (0.2781)	0.4047 (0.0001)	-0.2012 (0.0001)	-0.0050 (0.8191)	-0.0425 (0.0529)	0.0922 (0.0001)	-0.0716 (0.0011)
L	0.2497 (0.0001)	0.0954 (0.0001)	0.1905 (0.0001)	0.1990 (0.0001)	-0.3251 (0.0001)	0.1265 (0.0001)	0.0040 (0.8546)	0.0005 (0.9803)	0.0062 (0.7780)
GDP	-0.0977 (0.0001)	-0.0553 (0.0118)	-0.1376 (0.0001)	-0.0829 (0.0002)	0.1488 (0.0001)	-0.0602 (0.0061)	-0.1623 (0.0001)	0.2034 (0.001)	0.3897 (0.0001)
TB	0.0368 (0.0936)	0.1125 (0.0001)	0.0030 (0.8914)	0.0283 (0.1967)	-0.0083 (0.7060)	0.1462 (0.0001)	0.0698 (0.0015)	0.2279 (0.0001)	-0.2469 (0.0001)
FX	-0.0637 (0.0037)	-0.2060 (0.0001)	-0.0328 (0.1354)	-0.0543 (0.0134)	0.0433 (0.0487)	-0.1511 (0.0001)	-0.2386 (0.0001)	0.1340 (0.0001)	-0.5084 (0.0001)

주) 오른쪽 상단은 피어슨 상관계수를, 왼쪽 하단은 스피어만 계수를 나타낸다. 괄호안의 수치는 p값을 나타낸다.

(5)의 추정결과에서 금융그룹의 권역별, 유형별 더미변수들에서는 유의성에 약간의 차이는 있지만 동일한 결과를 보인다. 이는 비록 단변량 비교에서 복합금융그룹의 Z-index가 비금융그룹에 비해 높게 나타나지만, 해당금융회사의 부실위험에 영향을 미치는 특성 요인들을 통제한 경우에는 금융그룹화가 그룹소속 개별금융회사의 부실위험에 미치는 영향이 오히려 부정적임을 의미한다. 이러한 분석결과는 금융그룹화 결과 부실위험이 상승한다는 기존 선행연구들의 결과와도 일관성을 갖는다(De Nicolo, 2000 등).

다만, 전체표본에 대한 분석은 동종 업종내 비교분석이 아닌 만큼 더미변수는 이업종간 특성을 충분히 반영하지 못한다. 동종 업종내 금융회사간 부실위험을 비교함으로써 그룹소속에 따른 개별금융회사의 부실위험의 차이를 살펴보기 위하여 은행, 저축은

행, 증권, 보험 그룹에 대해 각각 식 (3)을 추정하였다. 분석결과 보험업은 금융그룹소속이 소속금융회사의 부실위험에 미치는 영향이 부정적인 반면, 은행업에서는 오히려 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 금융그룹화가 개별금융회사 부실위험에 미치는 영향이 업종별로 서로 다를 수 있음을 나타낸다. 그리고 앞서 살펴본 전체표본에 대한 분석에서 나타난 Group변수의 비유의성은 이러한 그룹화효과의 권역별 차이에 기인할 수 있음을 시사한다.

한편 복합금융그룹의 특성을 나타내는 대형화와 다각화 등의 효과는 Z-index와 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타난다. 먼저 그룹전체의 자산규모로 측정된 대형화지표 ( $Group \times size$ )는 은행업종의 경우를 제외하곤 모든 회귀식에서 정(+)의 값을 가지고, 대부분 강한 통계적 유의성을 가진다. 또한 다각화지표의 대용치로 사용된 집중화지표 ( $Group \times HHI$ )는 그 효과가 상대적으로 약하지만 일관되게 음(-)의 값을 가진다. 이러한 분석결과는 국내금융회사의 경우 단순히 금융그룹에 소속되어 있다는 사실만으로 해당금융회사의 부실위험을 줄여주지는 못한다는 것이며, 복합금융그룹의 추가적 특성에 따라 그 효과가 다를 수 있음을 의미한다. 특히 앞서 단변량 분석에서 확인되는 복합금융그룹의 낮은 부실위험 현상은 주로 금융그룹의 대형화에 의한 규모의 경제효과나 금융그룹내 다각화에 따른 범위의 경제효과로부터 비롯되는 것으로 판단된다. 그리고 금융권역별 회귀분석 결과를 보면 금융그룹에 의한 규모 및 범위의 경제효과에 따른 부실위험의 감소효과는 대체로 비슷하지만, 각 권역별로 그 크기나 통계적 유의성은 차이가 난다. 이는 금융권역별 소표본에는 복합금융그룹 소속회사들이 충분히 포함되지 못해 나타난 결과일수도 있지만, 복합금융그룹화로 인한 규모 및 범위의 경제효과가 금융권역별로 일정하지 않음을 의미하기도 한다. 추가적으로 그룹기반 규모효과와는 별개로 개별금융회사의 규모변수를 모형에 포함하여, 금융그룹의 규모 및 범위의 경제효과가 개별 금융회사의 규모에 따라 달리 나타날 여지를 통제하면서 동시에 개별 금융회사의 규모효과도 함께 살펴보았다. 개별금융회사의 규모가 부실위험에 미치는 영향 역시 일정치 않으며 업종별로도 차이가 나타난다. 특히 은행업의 경우에는 그룹전체의 규모보다는 은행자체의 규모가 해당은행의 부실위험변수에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타난다.

Z-index와는 별도로 가중규제자본비율을 종속변수로 회귀분석한 Panel B의 결과를 보면, Panel A의 분석결과와 거의 유사하다.<sup>21)</sup> 먼저 금융그룹의 권역별 또는 유형별

21) <표 8>에서도 드러나듯이 표본기업들의 가중규제자본비율들이 각 금융권역별로 차이가 있는 점을 감안하여, 표본기업들의 동비율을 업종평균비율값과 표준편차를 이용하여 정규화된 변수로 변환시켜 동일한 분석을 실시하였다. 분석결과는 유의성의 차이가 있긴 하지만 <표 10>의 Panel B와 크게 차이하지 않는다.

<표 10> 통합회귀분석(pooled regression) 결과

2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 분기별 자료를 통합(pooling)하여 OLS 회귀분석을 실시하였다. 종속변수로 Panel A에서는 Z-index로, Panel B에서는 가중규제자본비율로 하였다. 독립변수로서 Group은 복합금융그룹소속여부를 판단하는 더미변수이고, d\_금융지주, d\_은행, d\_보험, d\_증권은 각각 금융권역을 구분하는 더미변수이고, d\_금융지주, d\_모자, d\_기업집단은 각각 복합금융그룹 유형을 구분하는 더미변수이고, size는 대형화변수로서 그룹전체 log총자산이고, HHI는 다각화변수로서 다각화 HH지수이고, C, A, E, L은 금융회사 특성변수로서 CAEL 지표이고, TA는 log(총 자산), 그리고 GDP, TB, FX는 거시경제 변수로서 각각 GDP 성장률, 국고채수익률, 원달러환율을 나타낸다. 괄호안의 값은 Newey-West(1994)의 방법으로 시계열상관과 이분산성이 조정된 t-값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각기 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

Panel A : 종속변수 : Z-index

변수	전체표본			은행	저축은행	증권	보험
	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (3)	식 (3)	식 (3)	식 (3)
Group	-11.366 (-1.39)			190.18 (2.49)**	-0.232 (-0.02)	1.746 (0.10)	-49.921 (-4.35)***
d_금융지주		-5.713 (-3.31)***					
d_은행		-7.586 (-2.60)***					
d_보험		-3.476 (-1.45)					
d_증권		-2.699 (-0.95)					
d_금융지주			-4.430 (-2.83)***				
d_모자			-4.039 (-1.60)				
d_기업집단			-1.949 (-0.84)				
Group×size	1.033 (1.67)*	0.484 (2.79)***	0.440 (2.68)***	-10.200 (-2.60)***	0.293 (0.38)	0.279 (0.21)	4.168 (5.12)***
Group×HHI	-7.779 (-2.05)**	-3.965 (-1.22)	-4.702 (-1.40)	1.035 (0.09)	-3.097 (-1.08)	-13.171 (-1.44)	-23.463 (-5.27)***
TA	0.114 (0.33)	0.176 (0.52)	0.127 (0.39)	1.945 (3.29)***	-0.769 (-2.39)**	0.886 (1.15)	-0.265 (-0.49)
C	0.214 (4.96)***	0.217 (4.82)***	0.213 (4.79)***	-0.124 (-0.36)	0.253 (2.43)**	0.208 (4.07)***	0.265 (-0.49)
A	-0.072 (-1.27)	-0.066 (-1.18)	-0.071 (-1.27)	-0.636 (-0.80)	-0.016 (-0.24)	-0.317 (-2.30)**	0.141 (2.63)***
E	-0.037 (-0.43)	-0.043 (-0.49)	-0.033 (-0.38)	-1.011 (-1.15)	-0.073 (-0.76)	0.021 (0.11)	-0.537 (-3.50)***
L	-0.001 (-4.69)***	-0.001 (-4.37)***	-0.001 (-4.55)***	0.066 (1.47)	0.001 (0.51)	-0.001 (-1.29)	0.001 (0.85)
GDP	0.483 (2.20)**	0.471 (2.19)**	0.473 (2.16)**	-0.087 (-0.13)	0.100 (0.62)	0.854 (1.31)	0.030 (0.08)
TB	0.796 (2.58)***	0.790 (2.62)***	0.797 (2.61)***	2.192 (1.80)*	0.730 (2.56)**	0.839 (0.63)	0.420 (0.62)
FX	-0.020 (-6.78)***	-0.020 (-6.78)***	-0.020 (-6.74)***	-0.022 (-2.48)**	-0.013 (-5.73)***	-0.040 (-4.53)***	-0.011 (-2.10)**
adj R <sub>2</sub>	0.343	0.349	0.345	0.2535	0.288	0.245	0.543
관측치수	2076	2076	2076	211	1096	401	329

Panel B : 종속변수 : 가중규제자본비율

변 수	전체표본			은행	저축은행	증권	보험
	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (3)	식 (3)	식 (3)	식 (3)
Group	-299.878 (-1.97)**			-110.541 (-0.96)	-220.201 (-3.16)***	-199.128 (-0.60)	-703.679 (-1.90)*
d_금융지주		13.233 (0.41)					
d_은행		-25.954 (-0.44)					
d_보험		-10.894 (-0.21)					
d_증권		-44.666 (-0.78)					
d_금융지주			16.395 (0.52)				
d_모자			-5.206 (-0.10)				
d_기업집단			-26.750 (-0.51)				
Group×size	24.900 (2.42)**	4.666 (1.72)*	5.153 (1.83)*	4.921 (0.81)	16.740 (3.05)***	23.663 (1.07)	50.540 (1.99)**
Group×HHI	-180.571 (-3.48)***	-109.006 (-1.65)*	-122.972 (-1.78)*	29.173 (2.28)**	7.782 (0.52)	-407.600 (-3.04)***	-134.521 (-1.54)
TA	10.249 (1.52)	13.058 (2.18)**	13.167 (2.20)**	-0.34 (-0.33)	-13.301 (-2.77)***	60.658 (3.97)***	-2.071 (-0.10)
C	12.269 (11.65)***	12.519 (11.89)***	12.532 (11.88)***	8.609 (7.57)***	12.064 (13.63)***	11.884 (5.63)***	12.813 (10.40)***
A	-1.349 (-1.16)	-1.316 (-1.11)	-1.385 (-1.17)	-6.281 (-3.52)***	-0.990 (-0.89)	-7.001 (-1.76)*	3.028 (0.50)
E	5.062 (1.76)*	4.747 (1.67)*	4.637 (1.63)	-1.100 (-0.45)	1.813 (0.49)	0.295 (0.06)	17.917 (2.73)***
L	0.017 (10.55)***	0.016 (10.68)***	0.016 (10.30)***	-0.210 (-2.05)**	0.015 (2.46)**	-0.011 (-0.52)	0.013 (4.82)***
GDP	4.029 (0.69)	4.081 (0.70)	4.002 (-0.69)	0.882 (0.61)	-4.778 (-1.06)	-7.578 (-0.35)	19.946 (1.58)
TB	9.679 (1.40)	10.405 (1.49)	10.524 (1.50)	-3.738 (-1.44)	12.347 (1.91)*	44.268 (1.33)	-2.310 (-0.15)
FX	-0.085 (-1.28)	-0.090 (-1.35)	-0.089 (-1.35)	0.023 (1.44)	0.007 (0.17)	-0.281 (-1.14)	-0.221 (-2.23)**
adj R <sup>2</sup>	0.695	0.693	0.693	0.729	0.745	0.441	0.764
관측치수	2076	2076	2076	211	1096	401	329

더미변수들은 유의적이지 않지만, 전체 표본 및 각 권역별 표본을 대상으로 한 회귀분석에서 Group변수가 대부분 유의적인 음(-)의 값을 보인다. 따라서 비록 단일변량분석에서는 금융그룹소속의 금융회사들이 더 높은 가중규제자본비율값을 가지는 것으로 나타났다지만, 특성 변수들을 통제한 뒤에는 그룹화가 부실위험에 미치는 효과는 부정적인 것으로 나타난다. 이러한 결과는 각 금융권역별 소표본에 대한 분석결과에서 Z-index를 이용한 분석결과보다 더 일관되게 나타난다. 따라서 국내금융시장에서 금융그룹화가 그에 소속된 개별 금융회사의 부실위험에는 한계적으로(marginally) 부정적인 영향을 미치지만, 이러한 영향은 각 업종별로 차이가 남을 말해준다.

또한 복합금융그룹의 대형화 효과는 개별금융회사의 규모를 감안하고서도 대체로 가중규제자본비율과 정(+)의 관계를 가진다. 대형화지표는 모든 회귀식에서 정(+)의 값을 가지고, 대부분의 회귀식에서 유의적이다. 다각화지표 역시 Z-index의 경우와 매우 유사하게 나타난다. 주목할 것은 은행업의 경우에는 다각화정도가 해당 그룹내 은행의 부실위험에 미치는 영향이 오히려 부정적인 것으로 나타난다는 것이다. 이는 국내 은행업의 경우에 겸업화에 따른 비은행부문 및 자본시장으로 부터의 위험전이 가능성을 시사한다(함준호와 김준경, 2006).

<표 11>은 복합금융그룹화가 소속금융회사의 부실위험에 미치는 영향을 고정효과 패널회귀분석을 이용하여 분석한 결과이다. 분석결과를 보면, <표 10>의 결과와 매우 비슷하다. 먼저 전체표본을 대상으로 규모와 범위의 경제효과를 제외한 그룹화 효과(Group 변수)는 부실위험 변수와 관계없이 모두 유의적인 음의 관계를 갖는다. 다만 일관되지는 않지만, 통합회귀식의 결과와는 달리 회귀식 (4)와 (5)의 분석결과에서 각 권역별 혹은 유형별로 그룹화로 인한 위험감소효과가 나타난다. 이러한 결과는 각 금융권역별로 그룹화로 인한 위험분산효과가 차이가 있음을 보여주는 추가적인 증거이며, 더 나아가 각 권역별로 그룹화로 인한 효과가 서로 정반대로 나타날 수도 있음을 말해주는 것이다. 그럼에도 불구하고 <표 10>과 <표 11>의 결과의 유사성은 복합금융그룹의 특성요인이 부실위험과 가지는 관계가 분석모형이나 위험측정변수에 따라 크게 달라지지 않고 강건하다는 것을 보여주는 것이다.

## VI. 결론 및 시사점

금융그룹화는 최근의 금융환경 변화에서 두드러진 현상 중의 하나이다. 국내에서도 금융그룹화의 결과 국내 금융산업의 집중도가 높아지고 있으나, 권역별 금융시장의 규



<표 11> 고정효과 패널회귀분석 결과

2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월(4분기)까지 분기별 자료에 대해 고정효과 패널회귀분석을 실시하였다. Panel A는 종속변수를 Z-index로 하고 Panel B는 종속변수를 가중규제자본비율로 하였다. 독립변수로서 Group은 복합금융그룹소속여부를 판단하는 더미변수이고, d\_금융지수, d\_은행, d\_보험, d\_증권은 각각 금융권역을 구분하는 더미변수이고, d\_금융지수, d\_모자, d\_기업집단은 각각 복합금융그룹 유형을 구분하는 더미변수이고, size는 대형화변수로서 그룹전체 log총자산이고, HHI는 다각화변수로서 다각화HH지수이고, C, A, E, L은 금융회사 특성변수로서 CAEL 지표이고, TA는 log(총자산), 그리고 GDP, TB, FX는 거시경제변수로서 각각 GDP 성장률, 국고채수익률, 원/달러환율이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각기 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

Panel A : 종속변수 : Z-index

변수	전체표본			은행	저축은행	증권	보험
	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (3)	식 (3)	식 (3)	식 (3)
Group	-22.060 (-3.34)***			-51.908 (-1.46)	-44.648 (-3.28)***	36.304 (1.72)*	-48.977 (-5.05)***
d_금융지수		0.559 (0.34)					
d_은행		-1.740 (-0.57)					
d_보험		3.696 (1.67)*					
d_증권		8.230 (2.06)**					
d_금융지수			0.680 (0.42)				
d_모자			0.161 (0.07)				
d_기업집단			5.909 (2.52)**				
Group×size	1.765 (3.56)***	0.032 (0.23)	0.008 (0.06)	3.719 (1.90)*	3.702 (3.50)***	-3.114 (-2.04)**	4.064 (5.68)***
Group×hhi	-5.191 (-1.80)*	2.536 (1.43)	2.793 (1.57)	-19.740 (-1.76)*	-14.303 (-3.03)***	20.672 (2.32)**	-20.127 (-4.71)***
TA	-1.549 (-6.66)***	-1.515 (-6.47)***	-1.525 (-6.53)***	3.204 (2.72)***	-1.411 (-4.63)***	-1.638 (-2.60)***	-1.822 (-4.93)***
C	0.016 (1.56)	0.018 (1.70)*	0.018 (1.70)*	-0.834 (-3.19)***	0.117 (6.59)***	-0.025 (-1.21)	0.164 (7.35)***
A	0.015 (0.71)	0.013 (0.62)	0.013 (0.60)	-0.356 (-0.88)	0.061 (3.37)***	-0.107 (-0.99)	0.046 (0.24)
E	0.010 (0.39)	0.007 (0.27)	0.008 (0.32)	0.026 (0.06)	-0.002 (-0.05)	-0.095 (-1.62)	-0.152 (-1.83)*
L	-0.001 (-0.41)	-0.001 (-0.51)	-0.001 (-0.53)	0.020 (0.80)	-0.001 (-1.60)	-0.002 (-1.75)*	0.001 (1.00)
GDP	0.437 (2.17)**	0.480 (2.23)**	0.482 (2.23)**	-0.058 (-0.15)	0.086 (0.39)	0.809 (1.33)	-0.112 (-0.50)
TB	0.600 (2.57)**	0.629 (2.50)**	0.629 (2.50)**	1.384 (2.74)***	0.686 (3.17)***	0.721 (0.96)	0.815 (2.97)***
FX	-0.021 (-14.50)***	-0.022 (-14.39)***	-0.022 (-14.42)***	-0.016 (-4.02)***	-0.014 (-8.37)***	-0.044 (-9.94)***	-0.012 (-6.79)***
관측치수	2076	2076	2076	211	1096	401	329

Panel B : 종속변수 : 가중규제자본비율

변수	전체표본			은행	저축은행	증권	보험
	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (3)	식 (3)	식 (3)	식 (3)
Group	-646.340 (-4.14)***			279.04 (2.53)**	-317.48 (-1.43)	-1435.69 (-2.33)**	-430.65 (-1.64)
d_금융지주		77.240 (1.81)*					
d_은행		40.765 (0.59)					
d_보험		48.957 (0.94)					
d_증권		71.587 (0.83)					
d_금융지주			77.425 (1.82)*				
d_모자			37.813 (0.69)				
d_기업집단			61.074 (1.11)				
Group×size	53.154 (4.58)***	2.754 (0.81)	2.616 (0.77)	-17.552 (-2.96)***	26.088 (1.53)	113.71 (2.55)**	36.93 (1.91)*
Group×hhi	-294.960 (-4.27)***	-72.56 (-1.55)	-70.974 (-1.51)	71.131 (2.75)***	-10.583 (-0.13)	-757.57 (-2.77)***	-277.11 (-2.38)**
TA	-4.215 (-0.75)	-1.254 (-0.22)	-1.284 (-0.23)	0.130 (0.06)	-27.778 (-5.53)***	-12.341 (-0.62)	31.507 (3.13)***
C	7.247 (25.89)***	7.301 (25.95)***	7.313 (26.02)***	5.252 (6.59)***	8.279 (23.73)***	6.520 (9.09)***	11.428 (18.75)***
A	-2.856 (-5.08)***	-2.890 (-5.11)***	-2.881 (-5.10)***	-5.837 (-4.51)***	-1.918 (-5.21)***	-12.179 (-3.33)***	-5.574 (-1.04)
E	3.806 (5.47)***	3.710 (5.30)***	3.728 (5.33)***	-2.067 (-1.39)	2.519 (3.77)***	0.624 (0.30)	4.190 (1.77)*
L	0.007 (4.54)***	0.007 (4.35)***	0.007 (4.36)***	0.161 (2.06)**	0.010 (2.22)**	-0.010 (-0.31)	0.006 (5.43)***
GDP	2.935 (0.77)	4.000 (1.10)	4.008 (1.10)	1.761 (1.50)	-4.676 (-1.38)	-5.533 (-0.30)	14.073 (1.96)*
TB	9.200 (2.15)**	10.551 (2.61)***	10.544 (2.60)***	0.716 (0.46)	12.637 (3.81)***	30.007 (1.29)	1.091 (0.12)
FX	-0.063 (-2.22)**	-0.088 (-3.25)***	-0.089 (-3.26)***	-0.005 (-0.39)	0.006 (0.24)	-0.210 (-1.54)	-0.110 (-1.96)*
관측치수	2076	2076	2076	211	1096	401	329

모와 각 권역 내의 금융회사의 규모 차이 등에 의해 국내금융그룹의 경우 겸업화의 효과가 제대로 달성되지 못하고 있는 것으로 나타난다.

본 논문은 복합금융그룹화가 해당 그룹내 금융회사의 부실위험에 미치는 영향을 실증분석하였다. 먼저, 개별기반 부실위험측도인 Z-index와 규제자본비율 측도를 이용하여 복합금융그룹 소속 금융회사들과 비금융그룹 금융회사들 사이에 부실위험의 차이가 있는지를 비교·분석하였다. 이후 해당 부실위험지표와 금융그룹화의 특성지표인 대형화, 다각화 및 그룹화 지표들과의 관계를 다변량 분석을 이용하여 검증하였다.

2003년 12월(4분기)부터 2006년 12월까지(4분기)까지 국내 복합금융그룹의 분기별 재무자료를 이용하여 분석을 한 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, Z-index와 가중규제자본비율을 사용하여 복합금융그룹 소속 금융회사들과 비금융그룹 금융회사들 사이의 부실위험을 단순 비교분석한 결과, 복합금융그룹 소속 금융회사들의 부실위험이 비금융그룹 금융회사들에 비해 유의적으로 낮은 것으로 나타난다.<sup>22)</sup> 둘째, 두 그룹간에 분석기간 초기에는 부실위험의 차이가 유의적이지 않지만 최근으로 올수록 부실위험 차이가 유의적으로 나타난다. 셋째, 다변량 회귀분석결과 개별금융회사의 부실위험에 대해 대형화, 다각화 및 그룹화 지표가 유의적으로 영향을 미치는 것으로 나타난다. 복합금융그룹에 소속된 금융회사의 부실위험은 금융그룹의 대형화와 다각화의 정도가 높을수록 낮아진다. 즉, 복합금융그룹의 낮은 부실위험은 대형화에 의한 규모의 경제효과와 다각화에 의한 범위의 경제효과로부터 비롯되는 것으로 판단된다. 다만, 그룹화 효과의 경우 단변량 비교에서는 복합금융그룹의 부실위험이 낮게 나타나지만, 다변량 분석에서 특성 요인들을 통제한 경우에는 부실위험에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타난다. 즉, 개별금융회사의 부실위험에 영향을 미치는 여러 요인들과 그룹화로 인한 범위와 규모의 경제효과를 모두 통제한 뒤에는 복합금융그룹에의 소속여부는 해당금융회사의 부실위험에 오히려 부정적인 효과를 미치는 것으로 나타난다. 이는 국내금융시장의 경우 복합금융그룹의 규모와 범위의 경제효과 등 긍정적인 요인은 분명히 존재하지만, 단순히 복합금융그룹화 혹은 해당그룹에의 소속됨 그 자체만으로는 소속 금융회사의 부실위험에 긍정적으로 기여하지 못함을 말해준다. 따라서 국내의 경우 그룹화로 인한 시너지 효과를 효과적으로 얻기 위해서는, 단순히 시류에 편승한 복합금융그룹화의 시도 보다는 금융업종의 특성과 그룹화 유형을 고려하되 무엇보다도 규모와 범위의 경제효과가 소속 금융회사의 부실위험에 중요한 요인임을 감안해야 할 것이다.

22) <표 6>~<표 8>에서 복합금융그룹과 비금융그룹의 Z-index(또는 가중규제자본비율) 분석결과는 다른 권역에 비해 상대적으로 총자산의 규모가 큰 은행권의 영향이 강하게 반영된 결과로 해석될 수 있다.

본 논문은 최근 금융환경 변화중 하나인 복합금융그룹화가 금융회사의 부실위험에 미치는 영향을 분석함으로써 금융감독 등 금융정책 입안에 시사점을 주고자 하였다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계를 지니고 있다. 첫째, 외국회사 금융그룹의 국내진출도 중요한 금융환경변화의 하나이나 자료의 부족으로 분석에 포함하지 못하였다. 따라서 향후 자료보완을 통해 이들의 그룹화 효과를 연구할 필요가 있다. 둘째, 그룹화의 시너지효과를 보다 포괄적으로 분석하기 위해 부실위험뿐만 아니라 기업가치 등 다양한 금융지표에 대한 분석이 요청된다. 마지막으로, 개별금융회사 기반의 위험측도에 기초한 부실위험분석과 더불어, 연결재무자료를 이용하여 보다 정확한 측도를 가지고 복합금융그룹 전체기반 지표에 대한 분석이 요청된다.

## 참 고 문 헌

- 강종구, “금융환경 변화가 금융안정에 미치는 영향”, 『금융경제연구』 제258호, 한국은행, 2006.
- 권역별 검사매뉴얼, 금융감독원, 최신호.
- 김선호, “겸업은행제도의 도입에 대한 연구”, 한국금융연구원, 1997.
- 김현욱, “은행의 대형화와 은행부실위험”, 정책연구시리즈 2003-01, 한국개발연구원, 2003.
- 오완근, 김형식, 송홍선, “대형화, 겸업화가 은행 리스크에 미치는 영향”, 『금융안정연구』 제8권 제1호, 예금보험공사, 2007. 6, 1-24.
- 장욱, “복합금융그룹의 부실위험 측정 및 리스크상시감시방안”, 예금보험공사, 2007.
- 정형권·강종구, “은행 대형화 및 시장집중도 상승이 은행 효율성에 미친 영향”, 『금융경제연구』 제274호, 한국은행, 2006.
- 함준호, 김준경, “금융그룹화와 금융위험 : 실증분석 및 정책과제”, 한국개발연구, 제28권 제1호, 한국개발연구원, 2006, 145-191.
- Altman, E., “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy,” *Journal of Finance*, 23(4), (Sept. 1968), 589-610.
- Basel Committee on Banking Supervision(BCBS), International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Basel Committee Publications 4, (July 1988).
- \_\_\_\_\_, The New Basel Capital Accord, BIS, January 2001; available at <http://www.bis.org/publ/bcbsca03.pdf>.
- BCBS Joint Forum, Compendium of documents produced by the Joint Forum, BIS, July 2001a; available at <http://www.bis.org/publ/joint02.pdf>.
- \_\_\_\_\_, Risk Management Practices and Regulatory Capital, Cross-Sectoral Comparison, November 2001b; available at <http://www.bis.org/publ/joint03.pdf>.
- Berger, Allen N, “The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisitions : A Preliminary Look at the 1990s Data,” in Y Amihud and G Miller(eds), Bank Mergers and Acquisitions, Boston : Kluwer Academic Publishers, 1998, 79-111.
- Berger, A., R. Demsetz, and P. Strahan, “The Consolidation of the Financial Services Industry : Causes, Consequences, and Implications for the Future,” *Journal of Banking and Finance* 23, (1999), 135-194.

- Berger, A., D. Hancock and D. Humphrey, "Bank Efficiency Derived from the Profit Function," *Journal of Banking and Finance*, 17(2/3), (1993), 317-47.
- Berger, A., W. Hunter and S. Timme, "The Efficiency of Financial Institutions : A Review and Preview of Research Past, Present and Future," *Journal of Banking and Finance*, 17(2/3), (1993), 221-49.
- Boyd, J., S. Graham, and R. Hewitt, "Bank Holding Company Mergers with Non-bank Financial Firms : Effects on the Risk of Failure," *Journal of Banking and Finance*, 17, (1993), 43-63.
- Cumming, C., and B. Hirtle, "The Challenges of Risk Management in Diversified Financial Companies," *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, (March 2001), 1-17.
- De Nicolo, G., "Size, Charter Value and Risk in Banking : An International Perspective," mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2000.
- De Nicolo, G., and M. Kwast, "Systemic Risk and Financial Consolidation : Are They Related?," *FEDS Discussion Paper*, 2001(33), 2001.
- De Nicolo, G., P. Bartholomew, J. Zaman, and M. Zephirin, "Bank Consolidation, Internationalization and Conglomeration : Trends and Implications for Financial Risk," *IMF Working Paper*, 03/158 (Washington : International Monetary Fund), 2003.
- Demsetz, R., and P. Strahan, "Diversification, Size and Risk at Bank Holding Companies," *Journal of Money, Credit and Banking*, 29(3), (1997), 300-313.
- Diamond, D., "Monitoring and reputation : the choice between bank loans and directly placed debt," *Journal of Political Economy*, 99, (1991), 689-721.
- Estrella, A., "Mixing and Matching : Prospective Financial Sector Mergers and Market Valuation," *Journal of Banking and Finance*, 25(12), (2001), 2367-2392.
- Flannery, M., "Modernizing Financial Regulation : The Relation Between Interbank Transactions and Supervisory Reform," *Journal of Financial Services Research*, 17(1), (2000), 101-116.
- Gertner, R., D. Scharfstein and J. Stein, "Internal Versus External Capital Markets," *Quarterly Journal of Economics*, 109(4), (1994), 1211-1230.
- Herring, R., "International Financial Conglomerates : Implications for Bank Solvency

- Regimes,” presented at the World Bank’s Second Annual International Seminar on Policy Challenges for the Financial Sector in the Context of Globalization, June 2002.
- Herring, R., and A. Santomero, “The Corporate Structure of Financial Conglomerates,” *Journal of Financial Services Research*, December (1990), 471-97.
- Hughes, J. P., and L. J. Mester, “Bank Capitalization and Cost : Evidence of Scale Economies in Risk Management and Signalling,” *Review of Economics and Statistics*, 80(2), (1998), 314-325.
- Kuritzkes, A., T. Schuermann and S. Weiner, “Risk Measurement, Risk Management and Capital Adequacy in Financial Conglomerates,” *Brookings-Wharton Papers in Financial Services*, April 2003.
- Laeven L. and R. Levine, “Is There a Diversification Discount in Financial Conglomerates?,” *Journal of Financial Economics*, (2007), 331-367.
- Mester, L., L. Nakamura and M. Renault, “Checking Accounts and Bank Monitoring,” *Wharton Financial Institutions Working Paper #01-3/R*, 2002.
- Newey, W., and K. West, “A Simple, Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix,” *Econometrica*, 55, (1987), 703-708.
- \_\_\_\_\_, “Automatic Lag Selection in Covariance Matrix Estimation,” *Review of Economic Studies*, 66, (1994), 631-653.
- Pilloff, S., and A. Santomero, “The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions,” in Y Amihud and G Miller(eds), *Mergers of Financial Institutions*, New York : Irwin Professional Publishing, 1998.
- Rajan, R., “Insiders and Outsiders : the Choice between Informed and Arm’s-length Debt,” *Journal of Finance*, 47, (1992), 1367-400.
- Santomero, A., and D. Eckles, “The Determinants of Success in the New Financial Services Environment : Now that Firms can do Everything, What Should They Do and Why Should Regulators Care?,” *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, (October 2000), 11-23.
- Saunders, A., and L. Walter, “Universal Banking in the United States : What Could We Gain? What Could We Lose?,” Oxford University Press, New York. 1994.
- Stein, J., “Information production and capital allocation : decentralized versus hier-

archical firms,” *Journal of Finance*, 57, (2002), 1891-1921.

Stiroh, K., “Diversification in Banking : Is Noninterest Income the Answer,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, September 2002.

Wilmarth, A. “How Should We Respond to the Growing Risks of Financial Conglomerates?,” The George Washington University Law School, *Public Law and Legal Theory Working Paper* 34, 2001, forthcoming in Patricia A McCoy (ed), *Financial Modernization After Graham-Leach-Bliley*, LEXIS Publishing 2002.

Winton, A., “Don’t Put all Your Eggs in One Basket? Diversification and Specialization in Lending,” *Working Paper*, Dept of Finance, University of Minnesota, September 1999.



THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT  
Volume 26, Number 2, June 2009

# The Effect of Financial Conglomeration on the Default Risk of Financial Companies : Evidence from the Korean Financial Industry\*

Jong Won Park\*\* · Rae-Soo Park\*\*\* · Uk Chang\*\*\*\* · Hyejeong Chung\*\*\*\*\*

## 〈abstract〉

Financial conglomerates combine banking, securities, insurance and other financial services within a single economic entity. In this paper we analyze the effect of financial conglomerations on the default risk of financial companies in the Korean financial industry. We use two risk measures based on individual company level as proxies of the default risk, one is Z-index proposed by Altman(1968) and the other is the weighted capital adequacy ratio. We find that financial conglomerations has a negative effect on the default risk of financial companies. The asset size and diversity level of financial conglomerates, however, are negatively correlated with the default risk of financial companies. These results mean that in the Korean financial industry, even though the economy of scale and scope does exist, financial conglomerations does not translate into lower risk of financial companies composing financial conglomerates.

Keywords : Financial Conglomerates, Default Risk, Consolidation, Size, Diversification

---

\* This work was supported by Korea Research Foundation Grant number KRF-2007-321-B00065.  
\*\* Professor, Department of Business Administration, University of Seoul  
\*\*\* Professor, Department of Business Administration, Sookmyung Women's University  
\*\*\*\* Research Fellow, Korea Capital Markets Institute  
\*\*\*\*\* Research Fellow, University of Seoul