

국내 증권산업의 환경변화와 대응방안

- 2020 증권산업 비전과 전망 -

2013. 12.

연 구 위 원

박 용 린

연 구 위 원

이 석 훈

연 구 위 원

장 정 모

연 구 위 원

최 순 영



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

현재 국내 증권산업은 중대한 변화의 기로 앞에 서 있다고 해도 과언이 아니다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 국내 증권산업의 수익 감소와 수익성 하락은 단기적인 상황이 아닌 구조적인 현상으로 보인다. 한국의 증권사들은 영업수익의 절반 가량을 위탁매매수수료에 의존하고 있으며 이러한 사업모델은 지난 10여 년간 크게 변화하지 않았다. 그러나 이미 수년간 급속히 진행되고 있는 인구고령화와 최근 한국 경제의 저성장·저금리 기조라는 두 개의 메가트렌드(mega trend)는 국내 증권사 사업모델과 증권산업 경쟁구도의 근본적인 변화를 불러올 것으로 예상된다.

다가오는 금융산업의 환경 변화는 기존 사업구조를 고수하는 증권사에게 유리하지 않을 것으로 보인다. 인구고령화와 저성장·저금리 기조는 상호작용을 통해 안전자산 선호 증가, 기업의 주가 상승률 둔화 등 국내 위탁매매시장에 부정적 영향을 미칠 것이다. 반면, 이러한 환경 변화는 자산관리서비스, M&A 자문서비스, 장외파생상품 등의 분야에서는 수요가 증가하는 기회로도 작용할 것으로 보인다.

본 보고서는 한국 경제와 사회가 직면하고 있는 메가트렌드가 국내 증권산업에 미치는 영향을 심층 분석하고 이를 바탕으로 2020년 한국 증권산업의 전망을 본다. 특히, 투자은행 업무, 위탁매매 업무, 자산관리 업무 등 증권사의 주요 업무별로 시장과 사업을 분석하고 각 업무별 분석을 취합해서 증권산업의 미래 모습을 그려보는 종합적 분석을 시도한다. 반면 개별 증권사가 가진 역량과 상황이 다른 만큼 일률적인 사업전략을 제시하지는 않는다. 본 보고서는 국내 증권산업의 주요 변화를 전망해 봄으로써 증권사들이 각자의 상황에 적합한 사업전략 수립 시 도움을 주는데 그 목적을 두고 있다.

본 보고서를 작성하는데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 박용린 연구위원, 이석훈 연구위원, 장정모 연구위원, 최순영 연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 지정 논평을 맡아주신 본 연구원의 남길남 연구위원, 사내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들, 그리고 원고 정리에 수고를 아끼지 않은 윤지아 선임연구원, 박신애 선임연구원, 곽윤희 연구원, 이수련 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 본 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2013년 12월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	xiv
Abstract	xxxii
I. 서론	3
II. 증권산업 환경 분석	9
1. 거시경제 환경 분석 (장정모)	9
2. 증권산업 환경 변화 (최순영)	16
3. 증권산업 SWOT 분석 (이석훈)	20
III. 증권산업 현황 및 2020년 시장 전망	37
1. 위탁매매 (이석훈)	38
2. 투자은행 (박용린 · 이석훈)	60
3. 자산관리 (최순영)	118
4. 장외파생상품 (박용린)	147
5. 프라임브로커리지 (장정모)	174
6. 기업신용공여 (장정모)	192
7. 종합 (박용린 외)	197
IV. 증권산업 2020년 비전 및 실행계획	201
1. 비전달성을 위한 증권산업 발전 방향 (박용린)	201
2. 사업부문별 성장전략 및 실행계획 (박용린 외)	232
3. 증권산업 발전을 위한 규제 개선사항 (박용린 외)	251
참 고 문 헌	263

표 목 차

<표 II-1> 국가 간 인구고령화 현황	9
<표 II-2> 연령별 추계인구 비중	10
<표 II-3> 인구고령화의 거시경제적 영향력	11
<표 II-4> 한국 국내총생산(GDP) 및 금리 추이	12
<표 II-5> 2012년 투자은행 부문별 리그테이블	25
<표 III-1> 유가증권 유형별 증권사 위탁매매 수수료(율) 추이	45
<표 III-2> 유가증권 유형별 위탁매매 시장집중도 추이	47
<표 III-3> 매매회전율 및 시가총액과 설명변수 간 상관관계	54
<표 III-4> 매매회전율과 시가총액 결정요인 분석	55
<표 III-5> 위탁매매 전망을 위한 변수들의 가정된 수치	57
<표 III-6> 연도별 위탁매매 부문의 수익 추정	58
<표 III-7> 산업별 IPO 현황(2008~2012년)	65
<표 III-8> 산업별 IPO 시장집중도 현황(2008~2012년)	66
<표 III-9> 공모 규모별 IPO 건수와 공모가 저평가 추이	67
<표 III-10> 한국 및 미국의 채권 종류별 인수 규모 비교(2012년)	70
<표 III-11> 신용등급별 회사채 발행 규모	73
<표 III-12> 발행시장별 인수 부문 수수료수익과 수수료율 추이	77
<표 III-13> 발행시장별 인수 부문 시장집중도(CR5, HHI) 추이	78
<표 III-14> 소형 및 중대형 IPO와 설명변수 간 상관관계	84
<표 III-15> 소형 및 중대형 IPO 결정요인 분석	85
<표 III-16> 회사채 인수금액 결정요인 분석	89
<표 III-17> 인수 부문의 수익 전망을 위한 변수들에 대한 가정	91
<표 III-18> 연도별 인수 부문의 수익 추정	92

<표 III-19> 국내 M&A시장 규모	94
<표 III-20> 2012년 국내 M&A시장 구분	95
<표 III-21> 2010-2012년 주요 국내 전략적 M&A 거래	96
<표 III-22> 국내 기업의 M&A 방식별 건수 및 비중	97
<표 III-23> 국내 PEF 연도별 자금모집액	98
<표 III-24> 국내 PEF 약정규모 분포	98
<표 III-25> 국민연금 코퍼레이트 파트너십(Corporate Partnership) 현황 ·	101
<표 III-26> 정책금융공사(KoFC) PEF 출자 현황	102
<표 III-27> 30대 그룹 현금성 자산 추이	103
<표 III-28> 대규모기업집단 기업결합 건수 및 금액추이	104
<표 III-29> 최근 4년간 계열사 간 국내 M&A 건수 및 비중	105
<표 III-30> 최근 2년간 대규모기업집단의 계열사 간 M&A 건수 비중	105
<표 III-31> 전략적 M&A의 회귀분석 결과	107
<표 III-32> 국내 기업 현금 보유액	108
<표 III-33> 연도별 PEF 신규투자 규모 추정	109
<표 III-34> 연도별 M&A시장 규모 추정	110
<표 III-35> 증권사 M&A 자문수수료	111
<표 III-36> 2012년 국내 M&A 리그테이블	115
<표 III-37> 연도별 M&A 자문서비스 시장 규모 추정	117
<표 III-38> 구조조정 관련 매각 대상 기업	118
<표 III-39> 증권사 리테일 상품 판매 규모(FY2012)	128
<표 III-40> 증권사 자산관리 부문 수익(FY2012)	129
<표 III-41> 가계 연령층별 자산 규모 및 비중 분포(2012)	131
<표 III-42> 한국 부유층 수 및 금융자산 추이	132
<표 III-43> 가계 연령층별 실물자산 구성(2012)	134
<표 III-44> 한국 부유층 총자산 구성	134
<표 III-45> 연도별 증권사 자산관리시장 규모 추이	142

<표 III-46> 연도별 증권사 자산관리수익 추이(Baseline Case)	143
<표 III-47> 연도별 증권사 자산관리수익 추이(Potential Case)	145
<표 III-48> 금융회사의 장외파생상품 거래 비중	148
<표 III-49> 2012년 기초자산별 DLS 발행 비중	156
<표 III-50> 증권사의 추가연계증권 판매수수료 총액	158
<표 III-51> Hi-Five ELS 구조의 발행마진 비교 예시	159
<표 III-52> ELS 발행 규모의 회귀분석 결과	161
<표 III-53> 연도별 ELS 발행 규모 추정	163
<표 III-54> 국내 증권업의 장외파생상품 사업 비중	165
<표 III-55> OECD 11개국 장외파생상품 기초자산별 거래량	167
<표 III-56> OECD 11개국 장외파생상품 기초자산별 GDP 대비 비중	167
<표 III-57> 우리나라 장외파생상품 기초자산별 거래량	168
<표 III-58> 우리나라 장외파생상품 기초자산별 GDP 대비 비중	168
<표 III-59> 국내 증권업의 장외파생상품 사업수익 추정	173
<표 III-60> 증권사별 헤지펀드 계약현황	176
<표 III-60> 증권사별 헤지펀드 계약현황(계속)	177
<표 III-61> 국내 프라임브로커 계약현황(2013년 10월 기준)	178
<표 III-62> 국내 프라임브로커 서비스 제공 현황	180
<표 III-63> 글로벌 프라임브로커 시장점유율	182
<표 III-64> 프라임브로커리지 산업의 수익성 추정	186
<표 III-65> 헤지펀드 시장 규모 추정	187
<표 III-66> 주식거래수수료 추정	189
<표 III-67> 순이자수익 추정	190
<표 III-68> 기타수익 추정	191
<표 III-69> 종합금융투자사업자의 대출한도 및 예상수익	197
<표 III-70> 증권산업 사업부문별 예상수익	198
<표 IV-1> 미국 증권산업의 패러다임 변화	205

<표 IV-2> 일본 증권산업의 패러다임 변화	207
<표 IV-3> 일본 금융투자상품의 주요 변화 및 내용	211
<표 IV-4> 우리나라 41개 증권사의 그룹계열 현황(2012.9)	218
<표 IV-5> 우리나라 상위 55개 그룹의 증권사 보유 현황	220
<표 IV-6> 상위 15개 증권사의 계열별 구분	221
<표 IV-7> 증권산업 시장분할 및 발전방향	229

그 립 목 차

<그림 II-1> 한국 국내총생산(GDP) 성장률(실질) 전망	13
<그림 II-2> 2013~2020년 금리(국고채 3년) 전망	15
<그림 II-3> 국내 증권산업의 SWOT 분석	20
<그림 II-4> 국내 3대 증권사와 글로벌 IB의 자기자본 비교	23
<그림 II-5> 국내 증권사와 글로벌 IB 간 생산성 비교	23
<그림 II-6> 증권사 규모별 수익구조 현황	24
<그림 II-7> 우리나라와 미국 IB 업무의 수수료율 비교	25
<그림 II-8> 우리나라와 미국 증권사의 자산관리수익 비교	26
<그림 II-9> 자산관리(랩어카운트 계약자산)시장의 추이	27
<그림 II-10> 아시아, 유럽, 북미의 시가총액과 GDP 성장률	30
<그림 II-11> 최근 국내 증권사 평균 ROE 추이	31
<그림 II-12> 최근 위탁매매 수수료율 추이	31
<그림 II-13> 국내 증권사 위탁매매수수료 추세	32
<그림 III-1> 유가증권 유형별 위탁매매수익의 추세	39
<그림 III-2> OECD 주요국 위탁매매 회전율 및 GDP 대비 시가총액 ·	40
<그림 III-3> 투자자별 주식보유 비중의 변화	42
<그림 III-4> 개인 및 기관투자자의 일평균 주식거래 대금 추이	43
<그림 III-5> 투자자 유형별 주식거래 비중의 변화	44
<그림 III-6> 위탁매매 수수료수익과 관련 순이자수익 현황	46
<그림 III-7> 증권사 자본력과 주식 위탁매매수수료 간 상관관계	48
<그림 III-8> 국가별 GDP와 시가총액 간의 관계	53
<그림 III-9> 예측된 위탁매매수익과 실제 위탁매매수익	56
<그림 III-10> IPO와 유상증자 시 증권사 인수 규모 추이	61

<그림 III-11> 기업 규모별 주식발행 건수 추이	62
<그림 III-12> 공모 규모별 IPO 건수 비중 변화	63
<그림 III-13> 국공채 및 금융채와 회사채의 인수 규모 추이	69
<그림 III-14> 투자자 유형별 회사채 보유 규모의 추이	71
<그림 III-15> 회사채 및 대출 금리 추이	72
<그림 III-16> 최근 회사채 만기별 발행 비중의 추이	74
<그림 III-17> 유동화자산 유형별 ABS 발행금액 추이	75
<그림 III-18> 한국과 미국의 IPO 직·간접 비용의 비교(2011년)	80
<그림 III-19> GDP와 IPO시장 규모 간의 관계	83
<그림 III-20> IPO 수수료수익의 추정치와 실제값 간의 비교	86
<그림 III-21> GDP와 채권시장 규모 간의 관계	88
<그림 III-22> 회사채 인수금액의 추정치와 실제값 간의 비교	90
<그림 III-23> 최근 3년간 부문별 평균 인수수익 비중	91
<그림 III-24> 주요국 M&A 거래 중 재무자문사의 중개 비중	111
<그림 III-25> 세계 부유층 자산 추이	120
<그림 III-26> 일본 증권업의 수익구조 변화 추이	122
<그림 III-27> 금융업권 간 취급 상품·서비스	124
<그림 III-28> 금융업권별 뮤추얼펀드 판매 구성	125
<그림 III-29> 증권사 자산관리시장 CR5 추이	130
<그림 III-30> 2020년 증권사 자산관리시장 규모 전망	142
<그림 III-31> 2020년 증권사 자산관리수익 전망	145
<그림 III-32> ELS 월별 미상환잔액 추이	150
<그림 III-33> ELS 공모/사모 및 원금보장/비보장 비율	151
<그림 III-34> ELS 월별 발행금액 추이	151
<그림 III-35> DLS 월별 미상환잔액 추이	152
<그림 III-36> DLS 공모/사모 및 원금보장/비보장 비율	153
<그림 III-37> DLS 월별 발행금액 추이	154

<그림 III-38> 프라임브로커리지 산업구조	183
<그림 IV-1> 상위 20개 증권사 계열별 자본규모 현황	222
<그림 IV-2> 증권사 계열별 ROE 추이	223
<그림 IV-3> 증권사 계열별 자기자본 100억원 대비 투자은행 수익 현황 ·	225
<그림 IV-4> 증권사 계열별 자기자본 100억원 대비 자산관리 및 상품판매, 퇴직연금 수익 현황	225

약어 표

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
BIS	Bank for International Settlements
CB	Convertible Bond / Commercial Bank
CCP	Central Counterparty
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CIB	Corporate & Investment Bank
CLN	Credit-Linked Note
CMA	Cash Management Account
DLS	Derivative-Linked Securities
ELS	Equity-Linked Securities
ELW	Equity-Linked Warrants
ETN	Exchange-Traded Note
FICC	Fixed Income, Currency, Commodity
GDP	Gross Domestic Product
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
GP	General Partner
HHI	Herfindahl Hirschman Index
HNW	High Net Worth
HTS	Home Trading System
IB	Investment Bank

IFA	Independent Financial Agent
IPO	Initial Public Offering
IRS	Interest Rate Swap
IT	Information Technologies
JOBS	Small Business Jobs Acts of 2010
KRX	Korea Exchange
KSE	Korea Stock Exchange
LBO	Leveraged Buyouts
LP	Liquidity Provider
LSE	London Stock Exchange
M&A	Mergers and Acquisitions
MTS	Mobile Trading System
NCR	Net Capital Ratio
NPL	Non-Performing Loan
NYSE	New York Stock Exchange
ODS	Outdoor Sales
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
PB	Private Banker
P-CBO	Primary Collateralized Bond Obligation
PE	Private Equity
PEF	Private Equity Fund
PF	Project Financing
PI	Principal Investment
RBC	Risk-Based Capital

RMBS	Residential Mortgage-Backed Security
ROE	Return on Equity
RP	Repurchase Agreement
SEC	Securities and Exchange Commission
SEO	Secondary Equity Offering
SPC	Special Purpose Company
STP	Straight Through Processing
SWOT	Strength, Weakness, Opportunity, Threat
TSE	Tokyo Stock Exchange
UHNW	Ultra High Net Worth
UN	United Nations
WMI	Wealth Management Institute

《 Executive Summary 》

I. 서론

최근 증권사 운영업수익 감소 및 지속적인 수익성 하락으로 인해 우리나라 증권산업이 위기에 처해 있다. 최근 수년간 ELS/DLS를 중심으로 한 장외파생상품을 제외하고는 위탁매매 부문의 부진을 상쇄할 여타 사업 부문의 성장세는 두드러지지 않고 있다.

본 보고서는 위기에 처한 현재의 우리나라 증권산업이 나아갈 방향을 탐색해 보기 위하여 사업 환경의 변화에 대한 이해를 바탕으로 2020년 우리나라 증권산업의 규모를 각 사업부문별로 추정해 보고 자본시장 성장의 주역으로서 증권업계 전체의 성장전략과 역량 강화 방안을 도출해 보고자 한다.

II. 증권산업 환경 분석

현재 국내 금융산업은 인구고령화와 저성장·저금리라는 두 개의 메가트렌드(mega trend)에 직면하고 있다. 우리나라는 2000년에 이미 고령화사회에 진입했으며, 2018년 고령사회, 2026년 초고령사회로 진입할 전망이다. 국내총생산(GDP)은 2000년~2007년 사이 연평균 5.2%의 성장률을 기록했으나 글로벌 금융위기 이후 2008년~2012년 사이에는 연평균 2.9%로 급감했다. 향후 국내 경제가 다소 회복될 것으로 보이지만 2013년~2020년 GDP 연평균 성장률은 3.5%로 추정되어 중장기적으로 저성장 국면 진입이 예상된다.

인구고령화와 저성장·저금리 현상은 서로 간의 상호작용을 통해 국내 금융시장의 구조적 변화를 가져올 것이다. 증권사 입장에서는 이러한 변화가 위탁매매 등 일부 업무에 있어 중대한 위협요인으로 작용하는 한편, 자산관리, M&A 자문 등의 업무에는 새로운 기회 요인이 될 것으로 보인다.

Ⅲ. 증권산업 현황 및 2020년 시장 전망

1. 위탁매매

국내 위탁매매 부문의 경우, 지난 10년 사이 고객구성의 변화, 위탁매매 규모의 정체, 수수료율 하락 등이 주요한 특징으로 나타났다. 최근 개인들의 주식시장 이탈이 크게 증가하였을 뿐 아니라 기관들의 헤지 또는 패시브한 거래가 증가하여 주식시장의 변동성이 낮아지고 저성장 시대에 기업들의 실적이 악화되면서, 위탁매매시장은 급격하게 위축되었다. 다른 한편 온라인 위탁매매 고객을 확보하려는 증권사 간 치열한 경쟁으로 인해 위탁매매 수수료율은 꾸준히 하락하는 모습을 보였다.

위탁매매시장 규모에 영향을 줄 수 있는 시장환경적 외생변수들을 설명변수로 설정한 회귀분석을 이용하여 중장기적인 위탁매매시장 규모와 수익 규모를 전망하였다. 향후 위탁매매 수수료수익은 연평균 약 2.8%의 성장률로 2020년에는 약 5.2조원이 되고 이자수익을 포함한 위탁매매 관련 총 수익은 약 6.8조원이 될 것으로 예상된다.

위탁매매수익 규모가 여타 사업 부문에 비해 매우 크기 때문에 위탁매매수익 규모 성장률이 낮더라도 2020년에 위탁매매가 전체 증권업에서 차지하는 비중은 여전히 높을 것으로 보인다.

2. 투자은행

가. 인수 부문

주식발행과 채권발행시장 모두 지난 10여년 사이 거시경제적 환경에 따라 다소 변동을 보이기는 하였으나 증가하는 추세를 확인하였다. 주식발행과 채권발행이 중소기업보다는 대기업 중심으로 확대되었던 것과 회사채시장이 서브프라임 이후 크게 성장하였던 것이 두드러졌다. 실제로 IPO나 유상증자의 경우 건수보다는 건별 규모의 증가가 주식발행 규모의 확대를 견인하였음을 확인하였다. 또한 보험, 연기금, 증권사 등 기관투자자 부문이 확대되었고 이들의 안전자산 투자 유인이 확대되면서 우량 채권의 금리가 지속적으로 낮아졌던 것이 A등급 이상의 우량 채권 중심으로 회사채시장이 성장할 수 있었던 요인임을 확인하였다.

시장 규모에 영향을 줄 수 있는 시장환경적 외생변수들을 설명 변수로 설정한 회귀분석을 통해 인수 부문의 수익을 추정한 결과, IPO와 회사채수익은 연평균 2.9%와 5.7%의 성장률을 보이면서 2020년에는 각각 962억원, 4,760억원이 될 것으로 전망되었다. IPO와 회사채 외 여타의 부문을 포함하면, 증권사들이 2020년에는 인수 부문에서 약 9,083억원의 수익을 낼 것으로 예상되었다. 위탁매매수익의

성장률이 연평균 2.8%가 될 것으로 보았던 것에 비해 연평균 5.2%의 인수 부문 성장률은 다소 높다. 그러나 현재 위탁매매 부문에 비해 인수 부문의 수익 규모가 1/6 수준 정도라는 점을 고려하면 위탁매매 대비 인수 부문의 수익 비중은 2020년이 되어도 크게 달라지기는 어려울 것으로 보인다.

나. M&A 자문서비스

2012년 21.6조원 규모인 국내 M&A시장은 다음과 같은 특징을 가지고 있다. 첫째, 기업 간 M&A의 상당 부분을 시장 전망에 의한 자발적인 M&A가 아닌 그룹 계열사 간의 사업조정에서 따른 M&A가 차지하고 있다. 둘째, 국내 M&A시장에서 PEF의 역할이 지속적으로 강화되고 있다. 셋째, 국내 M&A시장은 국민연금과 정책금융공사 등 연기금과 정책금융기관에 의한 정책적 목적의 PEF 출자를 통한 M&A시장 형성이 주를 이루고 있다. 국내 M&A시장에서 역할이 강화되고 있는 PEF의 경우 2004년 PEF 제도 도입 이후 40조원 이상의 시장 규모로 급성장하였다.

2020년 국내 M&A 자문서비스 시장 규모를 GDP, 기업현금보유액, 금리를 사용, 그리고 금융위기와 유로존 위기에 대한 더미변수를 사용하여 추정된 결과, 국내 M&A시장 규모는 2020년 약 80조원으로 추정된다. 국내 증권사 간 과열 경쟁으로 인한 M&A 자문수수료의 하락이 없다는 가정 하에 2020년 국내 증권사 M&A 자문수수료 수입을 추정하면 약 6,380억원으로 2012년 대비 연평균 12.4% 증가할 것으로 예상된다.

3. 자산관리

국내 증권사들의 수익이 계속 악화되는 가운데 자산관리 사업은 리테일 부문에서 위탁매매를 대체할 수 있는 가장 유력한 후보로 주목받고 있다. 반면, 아직까지 국내 증권사들의 자산관리서비스의 정의와 범위가 명확하게 정립되지 않아, 위탁매매를 제외한 모든 리테일 사업을 자산관리의 범위로 보는 것이 보편적이다. 이 경우 증권사의 자산관리서비스는 집합투자증권취급(뮤추얼펀드 판매), 자산관리(랩어카운트), 파생결합증권판매(ELS, DLS) 및 신탁을 포함한다.

2012년 기준 증권사들이 취급하는 자산관리 상품의 시장 규모는 190조원이며 관련 자산관리 사업 수입은 4,610억원으로 추정된다. 증권사 자산관리 수입은 집합투자증권판매가 2,197억원(47.7%)로 가장 큰 비중을 차지하며, 자산관리(랩어카운트) 1,465억원(31.8%), 신탁 530억원(11.5%), 파생결합증권판매 418억원(9.1%) 순이다.

국내 증권사들이 단순히 현재의 상품판매 사업모델을 유지하는 Baseline Case의 경우 2020년 증권사 자산관리시장 규모는 388조원으로 연평균 9.3%의 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 향후 국내 증권사 자산관리서비스가 미국과 같이 자문에 대한 보수를 받을 수 있다고 가정하는 Potential Case의 경우 2020년 자산관리수익은 1조 1,977억원까지 증가할 수 있을 것으로 전망된다.

4. 장외파생상품

글로벌 금융위기 이후 저금리 기조가 지속되면서 금리보다 높은 수익을 추구하려는 투자수요의 증가로 ELS 및 DLS시장이 최근

빠르게 성장하였다. 2012년 12월 기준 ELS 미상환잔액은 약 36조원, DLS 미상환잔액은 약 14조원, 합계 50조원으로서 ELS 및 DLS는 약 80조원 규모의 공모형 주식형펀드와 견줄 만한 수준으로 성장하였다. ELS는 국고채 5년물 금리, 가계 자산 및 퇴직연금의 증분, KOSPI 변동성지수를 사용하여 ELS의 2020년 발행 규모를 추정할 결과, 2012년 발행 규모 46.2조원 대비 연평균 3.9% 증가한 62.6조원에 달할 것으로 추정되었다.

2020년 국내 증권사 장외파생상품 부문의 시장 규모를 추정하기 위해서 선진국 경제 규모 대비 장외파생상품시장 규모와 국민소득 수준과의 관계를 활용하여 국내 장외파생상품시장 규모를 추정할 후 국내 금융업권 간 장외파생상품 시장점유율에 대한 가정, 그리고 장외파생상품 부문의 마진율에 대한 가정을 통하여 국내 증권사 장외파생상품 부문의 시장 규모를 추정한다. 이러한 분석 결과, 2020년 증권업 Equity 및 FICC 파생사업으로부터의 운영업수익 규모는 Equity 1.2조원, FICC 4.2조원 등 총 5.4조원으로 추정되어 연평균 7.5% 성장할 것으로 추정된다.

5. 프라임브로커리지

프라임브로커의 수익원은 위탁매매, 대차거래, 신용공여, 스와프 등 크게 네 가지로 분류된다. 현재까지는 위탁매매와 대차거래 시 발생하는 수수료가 국내 프라임브로커의 수익 중 대부분을 차지하고 있다. 2012년 정부위원회의 검토보고서에 따르면 2012년 7월 기준 국내 헤지펀드 시장의 규모는 7,179억원 수준이며 2012년 상반기 증권사의 프라임브로커 영업수익은 21억 8,000만원 수준이다.

국내 프라임브로커의 수익은 2013년 195억원에서 2020년 1,605억 원으로 증가할 것으로 예상되며, 설정액 대비 마진의 경우 2020년에 2% 대에 안착할 것으로 보인다.

6. 기업신용공여

최근 자본시장법 개정안에서는 투자중개업 및 기업금융 업무와 관련하여 제한적으로 허용하고 있는 '기업여신'을 제한 없이 허용하는 특례를 5개 종합금융투자사업자에게 부여하였다.

이들 5개 증권사의 추가 대출가능한도는 약 1조 5,000억원에서 2조 6,000억원일 것으로 판단되나, 실제 대출은 1/3 수준으로 이에 크게 못 미칠 것으로 예상된다. 따라서 이들 5개사의 2020년 예상수익은 각 연 90억원에서 150억원 수준이 될 것으로 예상된다.

7. 종합

증권산업 사업부문별 2020년 시장 규모 예측치를 종합하면 2020년 순영업수익 기준 국내 증권사 총 시장 규모는 15.2조원 규모로 추정된다. 구성을 살펴보면 위탁매매는 6.8조원, 투자은행 부문은 1.5조원, 자산관리 부문은 1.2조원, 장외파생상품 부문은 5.4조원, 프라임브로커리지 부문은 0.2조원, 기업신용공여 부문은 0.1조원이다. 2020년 전체 시장 규모 15.2조원은 2012년 국내 증권사 전체 순영업수익 8.8조원 대비 1.7배이며 연평균 성장률 7.0% 수준이다.

각 사업부문별 비중의 변화를 살펴보면 위탁매매는 2012년 52.5%에서 2020년 45.1%로 감소하며, 투자은행은 8.0%에서 10.0%로 소폭 증가하고, 자산관리는 5.2%에서 7.9%로 증가한다. 장외파생상품은 2012년 34.2%에서 35.7%로 증가하고, 종합금융투자사업자의 신규 사업인 프라임브로커리지와 기업신용공여는 2020년 각각 1.1%와 0.3%의 비중을 차지할 것으로 추정된다.

IV. 증권산업 2020년 비전 및 실행계획

1. 비전달성을 위한 증권산업 발전방향

한국 증권산업의 위기를 해소하기 위해서는 구조 개편으로 인한 경쟁 완화와 이를 통한 고부가가치화 및 수수료 인하 압력 해소, 그리고 신규 사업 확대 및 기존 사업 고도화를 통해 해결할 수 있다.

한국 증권산업의 자발적 구조구정 가능성은 낮은 편인데 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 우리나라의 경우 중상위 증권사의 대부분이 주요 대규모기업집단 및 금융지주회사로 대주주의 지배구조 장악 및 경영권 의지가 강하기 때문이다. 둘째, 우리나라 증권사들은 자본금 규모에 상관없이 기본적으로 위탁매매 중심의 유사한 사업구조를 가지고 있다. 셋째, 우리나라는 은행이나 보험 등 타 금융권 또는 산업 자본의 증권사 라이선스에 대한 잠재 수요가 상존하고 있다.

현재 증권산업 시장구도에 큰 이변이 없는 한 증권산업은 신규 사업 확대 및 기존 사업 고도화를 통해 수익성 개선의 노력을 경주할

것으로 예상된다. 그러나, 이러한 시장구도 전망과 관련된 시나리오에는 변수가 있는데 이는 1) 대형 증권사 간 합병 또는 인수를 통한 선도 대형 IB의 출현 가능성, 2) 글로벌 또는 아시아 지역 선도 PE와 국내 독립계 증권사의 전략적 제휴에 의한 시장통합 가능성, 그리고 3) 증권산업 진입규제 완화 가능성이다.

2. 사업부문별 성장전략

가. 위탁매매

위탁매매 부문이 향후에도 국내 증권업 내 중요한 수익원이 될 가능성이 크기 때문에, 이 부문에 대한 성장전략은 개별 증권사 입장에서 매우 중요할 것으로 보인다.

첫째, 증권사들은 위탁매매 중심에서 위탁매매, 펀드판매, 자산관리, 금융투자상품 등을 효과적으로 결합한 리테일 영업전략으로 전환할 필요가 있다. 둘째, 온라인 위탁매매 부문의 특징을 고려하여 일부 증권사들을 중심으로 온라인 부문의 특화 전략을 추구할 필요가 있다. 셋째는 기관투자자 부문이 확대되고 있는 상황에서, 일부 중소형사들은 기관투자자 대상의 위탁매매 영업을 중심으로 특화할 필요가 있다. 넷째는 특정 산업이나 섹터를 중심으로 한 애널리스트 부문의 특화 전략이다. 특히 이러한 전략은 산업을 기준으로 기관투자자 대상의 위탁매매시장을 분할하는 결과를 초래하여 애널리스트의 전문성을 강화할 뿐 아니라 증권사 간 경쟁을 완화시킬 것으로 보인다.

마지막으로, 증권사들은 주식시장이 크게 성장하고 있는 아시아권 지역으로 온라인 위탁매매 서비스를 수출할 필요가 있다. 아시아 신흥국의 경우, 최근 자본시장의 성장률이 높은 반면 자본시장 발전 정도가 낮아 위탁매매 부문을 중심으로 성장 잠재력이 크므로 국내 증권사들이 가지고 있는 온라인 위탁매매 역량을 기반으로 이러한 시장에서 새로운 수익을 창출할 수 있는 기회가 있을 것으로 본다.

나. 투자은행

1) 인수 부문

인수 부문은 위탁매매와 달리 증권사들이 차별화된 전략이나 평판 등을 통해서 수수료를 경쟁을 완화하고 고부가가치 시장으로 전환될 수 있는 여지가 크다. 먼저 IPO 부문의 경우, 증권사들은 특정한 산업이나 기업군에 대한 우월한 정보력과 기업분석 역량을 갖추고 관련된 투자자 네트워크를 구축하는 산업중심의 특화전략이 필요할 것으로 보인다. 또한 초과배정옵션을 활용한 시장조성 활동을 통해서 공모주의 가격안정과 함께 추가적인 수익을 동시에 낼 필요가 있다.

회사채 인수 부문에서는 주관사의 역할을 강화하는 전략과 인수과정에서의 위험을 감수할 수 있는 적극적인 수익모델로 전환함으로써 수수료를 경쟁을 완화할 필요가 있다. 특히 증권사들은 회사채 발행과정에서 엄정한 기업실사를 기반으로 기업을 분석하고 이에 기반한 수요예측 과정에서 투자자들의 가격정보를 적극적으로 반영해야 할 것이다.

2) M&A 자문서비스

M&A 자문서비스 시장 성장을 위해서 국내 증권사들은 우선 무엇보다도 M&A 자문서비스의 역량을 강화해야 한다. 이를 위해서는 전문인력의 확보와 M&A 자문서비스에 대한 강한 의지, 성과보상 체계, 조사연구에의 투자, 해외 네트워크 구축 등 전사적 지원이 필요하다.

또한 한정된 M&A 자문서비스 시장의 성장 한계를 극복하기 위해서는 다음 사항들이 필요하다. 첫째, 국내 M&A시장의 주요 참여자로 부상할 것으로 예상되는 PEF에 대한 투자은행 서비스 강화를 통해 수익을 확보하려는 노력이 필요하다. 둘째, 성장형 우량 중소·중견기업의 발굴과 자기자본 투자(PI)를 통하여 기업과의 장기적 관계를 통한 IPO, 자금조달, M&A 등 기업금융 관련 딜플로우를 창출해야 한다. 셋째, 국내 증권사는 향후 국경 간 M&A시장의 비중을 높일 필요가 있다. 특히, 중견기업군을 겨냥하여 이들이 해외 M&A를 통하여 해외진출을 할 때 이러한 기업들과 동반 진출하는 것이 지속적으로 필요할 것으로 판단된다.

다. 자산관리

국내 증권사의 자산관리 사업이 자산관리서비스 관련 자문에 대한 보수를 받는 Potential Case를 달성하기 위해서는 상품, 서비스, 채널 및 제도적 측면에서 해결해야 할 발전과제들이 존재한다.

첫째, 자산관리 상품의 개발 및 공급 역량의 강화가 필요하다. 우선, 금융공학 기법을 사용해 기존 국내 자산의 위험-수익 프로파일을 변환(transform)하는 상품들이 보다 확대되어야 한다.

또한, 해외투자상품의 국내 공급 및 증권사의 직접적인 해외진출 증가가 예상되므로 이와 관련한 리스크 관리 방안을 마련해야 한다. 이와 더불어 고객에게 포괄적인 자산포트폴리오 솔루션을 제공하기 위해서는 부동산을 포함한 다양한 실물자산 및 대체투자 상품들이 자산관리의 영역에 포함되어야 할 것이다.

둘째, 증권사 자산관리서비스의 제고가 필요하다. 증권사가 가지고 있는 전문성 및 차별성을 발휘하기 위해서는 영업인력(PB)의 역량 강화, 고객 데이터베이스 구축·분석, 투자자 교육 등 다방면의 노력이 요구된다.

셋째, 채널 측면에서 증권사들의 자산관리서비스가 제공될 수 있는 보다 다양한 통로가 개발되어야 할 것이다. 이를 위해서 호주와 영국에서 널리 활용되는 독립재무자문업자(Independent Financial Agent: IFA)의 국내 도입이 필요하다. 채널 측면에서는 온라인 채널의 고도화를 이루어나갈 필요가 있다.

라. 장외파생상품

국내 증권사가 장외파생상품시장의 사업 기회를 포착하기 위해서는 장외파생상품 사업의 활성화를 위한 자본력, 기초자산의 다양화 및 기업고객을 포함한 다양한 고객의 확보가 필요하다.

첫째, 우리나라 증권사들이 장외파생상품에서 은행권에 근접하는 유리한 조건으로 거래를 하기 위해서는 신용한도(credit line) 강화가 필수적이다. 신용한도 확대와 이를 뒷받침하는 장외파생상품 포지션의 다양성은 장외파생상품의 북(book) 규모를 키워나갈 수 있게 하며

딜링하는 거래액의 증가로 경쟁력있는 가격을 고객에게 제시할 수 있게 되어 세일즈 및 트레이딩 부문의 경쟁력 향상을 유도할 수 있게 한다.

둘째, 주식, 신용 및 금리는 물론이고, 향후 외환을 기초자산으로 하는 장외파생상품 사업을 확대해야 한다. 외환 관련 장외파생상품 사업의 확대를 위해서는 현재 은행권에 편중되어 있는 외국환거래 은행 제도를 외환관리에 직접적인 영향을 미치지 않는 부분부터 증권업계에 개방하도록 증권업계 전반의 노력이 필요하다.

셋째, 증권업은 이러한 신용한도의 확대와 기초상품의 다양화를 바탕으로 적극적으로 딜플로우를 일으킬 수 있는 고객, 특히 기업고객을 발굴하여 북(book)의 다양성을 키울 수 있도록 노력해야 한다.

마. 프라임브로커리지

프라임브로커가 보다 높은 질의 서비스를 헤지펀드에 제공하려면 유동성을 바로 공급하기 위한 신용 외에도 정확한 정보 제공을 위한 리서치 능력, 원활한 전산시스템, 다양한 기관과 외국계투자자들을 포함한 금융네트워크, 다양한 금융파생상품 등이 필요하다. 아시아 헤지펀드 시장에서 국내 증권사가 프라임브로커 역할을 하기 위해서는 미니 프라임브로커의 특화전략에 초점을 두되 자본 확대를 염두에 둔 복합적인 성장전략이 필요하다.

또한 글로벌 헤지펀드들은 고위험을 감수하며 높은 수익을 추구하는 대신 안정적인 채권형 자산을 선호하는 쪽으로 투자전략을 변화시키고 있다.

이와 같은 흐름을 감안할 때 연기금의 안정적인 투자방식과 유사하되 보다 공격적인 전략으로 높은 수익률을 확보하려는 헤지펀드가 국내에도 다수 등장할 것으로 예상된다. 단, 이들이 성공적으로 시장에 안착하려면 상관관계가 적은 다변화된 전략에 맞도록 다양한 금융상품을 헤지펀드에 제공할 수 있는 능력이 프라임브로커에 요구된다.

바. 기업신용공여

국내 업계의 기술경쟁력은 선진국과 맞먹는 수준이지만 금융경쟁력이 낙후돼 있어 해외 프로젝트 수주에 어려움이 따른다. 해외 프로젝트에 필요한 금융지원을 위해서는 대규모 자금조달 방식을 효과적으로 설계하고 투자자 네트워크를 활용하는 능력이 필요하다. 기업신용공여의 확대는 기업고객에 제공하는 서비스의 다양화를 의미한다. 은행들이 참여하기 어려운 채권발행 인수나 대출채권 유동화, 구조화채권, 펀딩 분야에서 참여를 확대할 기회가 생긴 것이다.

다만, 글로벌 투자은행들은 이미 자문·주선수수료 외에도 재원조달과정에 참여하여 대출 이자 등 추가 이익을 창출하는 등 경험과 전문성이 풍부하다. 종합금융투자사업자가 이에 대응할 경쟁력을 자생적으로 단기간에 갖추는 것은 어려운 일일 수 있다. 따라서 종합금융투자사업자가 개별적으로 나서기보다는 각사 간에 전략적 업무제휴를 확대할 필요가 있다.

3. 증권산업 발전을 위한 규제 개선사항

가. NCR 제도 개선

증권사들이 브로커리지 위주의 수익구조에서 탈피하여 다양한 금융상품 및 중개 업무를 활성화하기 위해서는 영업용순자본비율 제도를 개선하여 증권산업의 자기자본 활용도를 높일 필요가 있다. 현재 영업용순자본비율을 은행업권과 유사한 수준으로 낮추는 한편, 실질적인 부담이 되고 있는 기관별 업무취급 기준에 따른 NCR 요건을 적기시정조치에 근접한 수준으로 조정해야 한다. 또한, 종합금융투자사업자의 경우 신용공여의 지속적인 확대를 위해서는 신용리스크에 대한 보다 정확하고 체계적인 산출방식이 필요하다.

나. 증권사 외환업무 관련 규제완화

자본시장법상 증권사에게 허용된 업무도 외국환 거래 범위에 열거되지 않아 거래가 제약되며 외환거래 자유화 추세에도 불구하고 외국환은행에 비해 외환업무는 오히려 축소되었다. 이러한 실질적 거래 제한은 국내 외국환은행 및 해외 글로벌 플레이어와 비교하여 국내 증권사의 경쟁력 저하를 가져와 글로벌 금융시장의 플레이어로 성장하는데 한계를 가져온다.

이러한 업무를 성공적으로 수행하기 위해서 증권사 외화차입한도를 확대하고, 비거주자에 대한 원화증권 관련 신용공여 및 외화증권관련 신용공여 업무, 외화증권대차 업무 등을 증권사 고유업무로

인정할 필요가 있다. 이렇게 될 경우 해외자금의 유치와 신규 수익원 발굴을 위한 해외진출 가능성이 제고되고, 증권사 고객의 편의가 증대되며 외환시장 참여자 저변 확대로 외환시장 변동성 완화에도 도움을 줄 것으로 기대된다.

다. 사업부문별 제도개선 사항

1) 위탁매매

대형 증권사와 달리 중소형 증권사들의 경우 모든 업무를 자체적으로 하기에는 비용부담이 커 이를 해소할 수 있도록 미들오피스 및 백오피스 업무 등을 통합적으로 수탁 받아 수행할 수 있는 위탁 전문회사의 설립을 제도적으로 지원할 필요가 있다. 코넥스시장이 자금조달 시장으로 성장하는 한편, 이를 보완할 수 있는 유통시장 활성화를 위해 증권사들이 주도하는 장외시장의 활성화를 지원할 필요가 있다.

2) 투자은행

최근 금융위원회는 기업들의 상장을 유도하도록 상장 및 상장유지 비용의 합리화를 위한 방안을 제도적으로 마련하고 있다. 이러한 제도개선은 소형 IPO시장 활성화에 영향을 크게 미칠 것으로 본다. 그러나 이 외에 장기적인 관점에서 기관투자자들의 소형주 투자 활성화를 유도하는 정책방안을 강구할 필요가 있다.

회사채에 대한 투자 활성화나 안정적인 수요기반 구축을 위해서는 회사채 집중투자펀드 조성, CDS 거래 활성화, 회사채 유통시장

활성화 등을 통해 회사채 수용기반을 확대할 필요가 있다. 한편, 고수익 회사채와 담보부사채를 활성화하기 위해 부도율·회수율 통합 관리를 정책적으로 개발하고 담보부사채신탁법에서 인정되는 부동산 담보뿐 아니라, 동산, 채권, 지식재산권 등으로 담보를 확대할 필요가 있을 것으로 본다.

3) 자산관리

변화하는 고객 니즈에 부합하는 금융상품 및 서비스의 제공을 위해서는 보다 자율적이고 공정한 상품개발의 허용과 해외투자상품 도입의 절차 간소화 등이 필요하다. 나아가, 보다 포괄적인 재무자문을 제공하기 위해서는 증권사가 취급 가능한 자산의 범위 확대가 요구된다.

채널 다변화를 위해서는 독립재무자문업자(IFA) 제도 도입 및 활성화를 추진할 필요가 있다. IFA 제도가 활성화되기 위해서는 비지점 금융상품판매 취급과 관련된 금융소비자보호법안의 '아웃도어세일즈(ODS)' 금지 관련 문제를 해결해야 하며, 고객의 편의성을 위한 번의 금융거래계좌 개설로 다수의 금융사 상품 취급이 가능한 금융실명 상호인정과 같은 제도 개선도 고려해볼 필요가 있다.

4) 프라임브로커리지

먼저 헤지펀드에 대한 개인투자자 최저투자금액 한도를 인하할 필요가 있다. 둘째, 한국예탁원이나 한국거래소에서 RP 및 대차시스템을 개선하여 프라임브로커의 대상증권 재활용 시에도 이중과세부담이 없도록 할 필요가 있다.

셋째, 헤지펀드에 대한 신용공여의 경우 프라임브로커의 외화신용공여가 가능하도록 외국환거래법을 개정할 필요가 있다. 마지막으로 안정적이고 유연한 담보의 재사용을 위해 민법상 개정을 검토하는 것이 바람직하다.

5) 기업신용공여

기업신용공여가 보다 활성화되기 위해서는 NCR 규제 완화가 시급하다. 현 NCR 규제 하에서는 신용공여액을 순자본에서 전액 차감하도록 되어 있어 부담으로 작용할 가능성이 높기 때문이다. 따라서 신용공여 등 신규 업무의 확대 및 관련 리스크의 정확한 산출을 위해서는 바젤안에 근거한 신용위험액 산정을 적극적으로 검토할 필요가 있다.

Korea's Securities Industry: 2020 vision and outlook

I. Introduction

Korea's securities industry is facing a challenging situation of continued decline in revenues and profitability, particularly in its core brokerage business. And with the exception of the growth in recent years of OTC derivatives, such as ELS and DLS, there is no clear growth in the overall industry to offset the slump in its main business areas.

In this study, we present a picture of the industry's future direction based on the changes in Korea's financial market environment. In particular, we estimate the size of the key markets up to 2020, along the main businesslines of securities firms, and draw out strategies and competence-strengthening measures for the securities industry to lead Korea's capital market growth.

II. Analysis on Business Environment

Currently, Korea's financial industry faces the two mega trends that will impact its future direction. A rapidly aging population and a slowdown in the rate of economic growth and accompanying low interest rate environment are two major forces that will greatly impact the future of the industry.

Korea became an aging society in 2000, and is expected to become an aged society in 2018, and then a super-aged society in 2026. Korea's GDP recorded annual average growth of 5.2% from 2000 to 2007 before the global financial crisis, but the growth plummeted to 2.9% in the post-crisis era (2008 ~ 2012). Despite the projection that Korea's economy will recover near-term, the longer-term estimated annual GDP growth is 3.5% from 2013 to 2020.

These changes, by themselves and interactively, will deliver fundamental changes to the business of Korea's securities firms. Business areas such as brokerage face further challenges to growth, while in other areas such as wealth management and M&A advisory service, new opportunities may emerge as a result of these fundamental shifts.

III. Securities Industry Status and Market Outlook for 2020

1. Brokerage

Brokerage revenues fell dramatically to KRW 3.7 trillion in 2012. Despite this fact, brokerage services remain the primary revenue source, accounting for about 55% of securities firms' total commission income. In the last 10 years, the share of retail clients dwindled from 76% to 61%, with brokerage commission rates fell around 45% from 16.9 bp in 2003 to 9.4 bp in 2012.

To project the size of the brokerage market and commission income, we estimate parameters through a regression analysis with extraneous variables (factors related to the market environment) being set as explanatory variables. According to the analysis, brokerage commission income is estimated to grow 2.8% annually to KRW 5.2 trillion, and the overall brokerage income (including interest income) will reach KRW 6.8 trillion in 2020. Considering the remarkably large size of brokerage compared to other businesses, the relative size of brokerage in the overall securities industry will remain high in 2020 despite the expected slow growth.

2. Investment Banking

A. Underwriting

Overall stock issuance (IPO and other offerings combined) grew in the late 2000s compared to the early and mid 2000s. Notably, the change in the composition of IPO issuers stood out. IPO deals over KRW 100 billion rose from 2.9% to 10.0% of the total IPOs as did IPO deals between KRW 30 billion to 100 billion, increasing over two times from 9.4% to 18.7%. Small IPOs, sized under KRW 10 billion, dropped significantly from 53.4% to 34.9%.

In the bond market, issuance of government and public bonds as well as financial institution bonds began to increase in the mid

2000s, while a large leap was seen in corporate bonds issuance after the 2008 global financial crisis. The size of corporate bonds with A or higher ratings stood at around KRW 24.5 trillion in 2008, but it grew over 100% to KRW 53 trillion in 2012. By comparison, corporate bonds rated BBB, BB, or lower increased only slightly from KRW 3.1 trillion to KRW 4.1 trillion during the same period.

According to regression analysis that set extraneous variables (market environmental factors that influence the market size) as explanatory variables, the annual growth rate of IPO and corporate bonds are forecast to be 2.9% and 5.7%, implying market size of and KRW 96.2 billion and KRW 476.0 billion in 2020, respectively. With other offerings combined, Korean securities firms are estimated to earn KRW 908.3 billion of revenues from underwriting in 2020.

B. M&A Advisory Service

Korea's KRW 21.6 trillion M&A market, as of 2012, had the following characteristics. First, a significant portion of M&A deals resulted from internal restructuring of large business groups, not voluntary M&As triggered by the future business outlook. Second, the role of PEFs was strengthened. Third, most deals in the market took the form of policy-oriented PEF investments by pension funds

and policy financing institutions (e.g., National Pension and Korea Finance Corporation). With the increasing importance in the domestic M&A market, the PEF market rapidly increased to over KRW 40 trillion since the inception of PEF in 2004.

We estimate the size of Korea's M&A advisory market by using as explanatory variables GDP, corporate cash holdings, interest rates, and dummy variables for the global financial crisis and Eurozone crisis. Korea's M&A market is forecast to reach KRW 80 trillion in 2020. Under the assumption that fierce competition between market players will not bring down M&A advisory fees, Korean securities firms are expected to earn about KRW 638.0 billion M&A advisory fees in 2020, implying an annual growth of 12.4% from 2012.

3. Wealth Management

While the profitability of Korean securities firms continues to deteriorate, wealth management is regarded as having the greatest potential to replace brokerage revenues in the retail business segment. But the definition and scope of wealth management services are still vague within the industry. The broadest and most commonly used definition of securities firms' wealth management is all retail business, excluding brokerage. Currently, this includes distribution of collective investment securities (mutual funds), derivative linked securities (ELS and DLS),

wrap accounts and trusts.

As of 2012, the wealth management market of securities firms stood at around KRW 190 trillion, with securities firms deriving estimated revenues of KRW 461.0 billion. Among the revenues, sales of collective investment securities represented the largest share (47.7%), followed by wrap accounts (31.8%), trusts (11.5%) and derivatives linked securities (9.1%).

According to a baseline case where Korean securities firms maintain the current product line-up and business model, the wealth management market is expected to grow 9.3% on annual average to KRW 388 trillion in 2020. But under a potential case, assuming that securities firms will be able to earn advising fees similar to the levels in the US, revenues from wealth management is estimated to reach up to KRW 1.2 trillion in 2020.

4. OTC Derivatives

Investor demand for returns higher than bank interest rates is rising under the prolonged low-rate environment. Accordingly, ELS and DLS markets are growing rapidly. As of December 2012, the amount of ELS and DLS outstanding reached KRW 50 trillion (ELS of KRW 36 trillion and DLS of KRW 14 trillion), which is comparable to the market for Korea's publicly placed equity funds (KRW 80 trillion).

To estimate the 2020 OTC derivatives market size for Korea's securities firms, we rely on the relationship between the relative size of the OTC derivatives market to GDP in developed nations. With the estimation, we use assumptions about each financial sector's market share and profit margin in order to finally compute the OTC derivatives market size for the overall industry. 2020 net revenue projection from derivatives on equity and FICC combined is projected at KRW 5.4 trillion (KRW 1.2 trillion from equity derivatives and KRW 4.2 trillion from FICC derivatives), which implies an average growth of 7.5%.

5. Prime Brokerage

Prime brokers provide various services to hedge funds (e.g., securities lending, credit provision, fund asset custody and management, settlement and clearing) either directly or indirectly. According to the National Policy Committee's review, Korea's hedge fund market reached KRW 717.9 billion, as of July 2012. Securities firms' revenue from prime brokerage stood at about KRW 2.2 billion during the first half of 2012.

So far, prime brokerage revenues come from four sources: brokerage, securities lending, credit provision, and swap transactions. Commissions from brokerage and securities lending represent a significant portion of Korean prime brokers' revenue.

It is estimated that Korean prime brokers will be able to enjoy relatively high profitability. In 2011, global prime brokers' margin on AUM fell to a record low of 1.7%. According to estimations, Korean prime brokers' margin on AUM will hover around 1.2% in 2013, and reach the 2% range in 2020.

6. Corporate Credit Provision

The recent revision to the Financial Investment Services and Capital Markets Act gave five "comprehensive financial investment services providers" expanded range to provide corporate loans, which was previously allowed under restricted conditions (i.e. only if it relates to brokerage or corporate financing services). Credit provision services being discussed so far include, but are not limited to, bridge loans related to M&A or underwriting, loans and guarantees for principal investments in start-up companies, and structured financing.

The additional credit line available from these five firms is expected to range from KRW 1.5 trillion to KRW 2.6 trillion. But considering the Net Capital Ratio (NCR) regulation and conservative operation of Korean players, the actual size of loans may be around one-third, or far lower than the currently available limit. The five firms are forecast to earn roughly about KRW 9 billion to KRW 15 billion.

7. Summary

Put together, Korea's securities market size, based on net revenue, is estimated to reach KRW 15.2 trillion in 2020 (KRW 6.8 trillion from brokerage, KRW 1.5 trillion from investment banking, KRW 1.2 trillion from asset management, KRW 5.4 trillion from OTC derivatives, KRW 0.2 trillion from prime brokerage, and KRW 0.1 trillion from corporate loan provision). The overall market outlook of KRW 15.2 trillion is 1.7 times the 2012 aggregate net revenue of KRW 8.8 trillion.

As for revenue composition, brokerage share is expected to decrease from 52.5% in 2012 to 45.1% in 2020, while investment banking and wealth management shares will increase slightly from 8.0% to 10.0%, and 5.2% to 7.9%, respectively. Also, OTC derivatives revenue share will go up from 34.2% to 35.7%. The new business areas (prime brokerage and corporate loan provision) for comprehensive financial investment services providers are estimated to represent 1.1% and 0.3% of the total market in 2020, respectively.

IV. Industry Vision for 2020 and Action Plans

1. Future Industry Development to Accomplish the Vision

To address the challenges facing Korea's securities firms, the industry needs to adjust the structure, such as adding more value, easing competition to reduce the downward pressure on commissions, and to create new revenue sources by developing new businesses and advancing existing ones.

However, the likelihood of a voluntary restructuring is very low in Korea's securities industry because of its governance structure: most mid to large securities firms in Korea are owned by conglomerates or financial holding companies that are unlikely to give up control of existing securities firm subsidiaries.

2. Growth Strategy

A. Brokerage

Securities firms need to transition their retail business model, from one that relies primarily on brokerage to one that effectively combines brokerage, fund distribution, wealth management and other financial investment vehicles.

Intense competition is continuously driving down brokerage commission in online trading, implying those firms that are able to achieve cost efficiency will be able to attain gains in market share. For those unable to achieve greater efficiency, a specialization or niche market strategy may be needed. Small-to-medium sized securities firms could specialize and tailor their brokerage services for institutional investors. A strategy to focus analyst coverage on particular industries or sectors is also a possibility.

Korean securities firms can also leverage their advanced capabilities in online brokerage to generate new revenue in Asia's emerging markets.

B. Investment Banking

1) Underwriting

Underwriting services offer more leeway for securities firms to use differentiated strategies and to break away from fee competition and towards high-value markets. For stock underwriting, securities firms need to adopt a specialization strategy by accumulating superior information or building corporate client networks for specific business groups or industries. Also necessary is the over-allotment option through which Korean securities firms generate revenues and engage in market making activity to stabilize offering prices.

In the corporate bond underwriting market, underwriters should shift towards a more aggressive revenue model where they take a stronger role and higher risk in order to reduce fee competition. As is the case with stock underwriting, a specialization strategy is necessary for underwriters to build up information on specific industries, sectors, or business groups.

2) M&A Advisory Service

For securities firms to grow their M&A advisory business, they should first build up their capabilities through company-wide efforts. Based on the firm determination for M&A advisory services, they should try to secure professional workforces, build performance-based compensation schemes, invest in research, and develop overseas networks.

Also necessary are efforts to generate revenues from investment banking services for PEFs, who are expected to grow as a major market participant in Korea's M&A market. In addition they need develop more advisory as well as principal investment opportunities focused on growth stage SMEs, IPOs based on long term relationship management, financing deals, and an overall improvement in corporate finance related deal flows. Also, they need to increase involvement in cross-border M&As, of which an effective way to do so would be to join hands with SMEs when they expand abroad through cross-border M&As.

C. Wealth Management

For the wealth management businesses of Korean securities firms to achieve their full potential, improvement must take place along multiple dimensions of products, service, distribution channels, as well as regulation. First, product development capabilities must be enhanced, particularly in products based on financial engineering in light of the shifting risk-return profile of Korea's traditional investment assets. Also, more off-shore financial products will need to be introduced domestically. In addition, in order to offer a full set of solutions to customers, the treatable assets of wealth management needs to be expanded to include alternative asset classes.

Second, securities firms need to upgrade their level of services. To take advantage of the comparative advantage of the wealth management expertise securities firms have versus banking or insurance firms, efforts to strengthen the sales force, build and analyze client databases, and better investor education will all be necessary.

Third, it is necessary to diversify the sales channels through which securities firms provide wealth management services. Introducing the independent financial agent (IFA) system, widely used in Australia and the UK, could be one way to go about doing so. Also, preparations are needed in the increasingly important online and mobile channels.

D. OTC Derivatives

For Korean securities firms to seize business opportunities in the OTC derivatives market, they need to enhance capital strength, diversify underlying assets of derivatives, and broaden customer pools including corporate clients.

First, securities firms need to have higher credit lines so that they can transact OTC derivatives under similar conditions applied to banks. In addition, in order to grow the OTC derivatives book size, diversification of positions is required. This will also enable firms to strengthen their sales and trading capabilities by being able to offer clients more competitive prices.

Second, the foreign currency OTC derivatives business needs to be expanded. To this end, the current regulation related to foreign currency trading, which favors banks, need to be eased. Access to foreign currency trading that have low impact on Korea's foreign exchange management needs to be expanded to securities firms.

Third, based on the improved credit ratings and diversified underlying assets, the securities industry should diversify their books by aggressively luring new clients who are capable of generating deal flows.

E. Prime Brokerage

The prerequisite for prime brokers to provide high quality services to hedge funds includes not only the credit necessary to offer instant liquidity, but also other capabilities, including accurate research, seamless IT systems, financial networks with foreign investors and other institutions, and diverse financial derivatives.

Korean securities firms that want to act as prime brokers in Asia's hedge fund market should use mixed growth strategies, such as benchmarking the mini prime broker models, while at the same time considering the possibility of enlarging capital in the future.

The flight from high-risk, high-return to low-risk, low-return investments is a global trend among many global hedge funds. Considering this, Korea will see many hedge funds, who like pension funds, will adopt stable investment techniques but also try to secure higher returns from aggressive strategies. For them to take hold in Korea, prime brokers will have to provide hedge funds many different kinds of financial assets that are less correlated and thus suitable for portfolio diversification.

F. Corporate Credit Provision

Overseas investment banks already have ample experience and expertise in revenue diversification. On top of underwriting commission in financing, they also earn additional revenues from interest income from loan provision. As it is unrealistic for Korea's comprehensive financial investment services providers to have enough competitiveness vis-a-vis global investment banks in the short run they need to form and expand strategic partnerships that include not only mutual cooperation between securities firms, but also wider cooperation between banks and securities firms.

Securities firms may be able to tap into banks' project financing market by participating in profitable development projects as loan providers. This is an area of opportunity given that intense competition has significantly eroded the profitability of the existing project financing securitization market. Under new regulatory changes, the five comprehensive financial investment services providers will be able to become lenders in project financing, and mortgage providers in the post-construction stage, if they commit to providing mortgages for unsold homes.

3. Recommended Regulatory Improvements for Industry Development

A. NCR Regulation

To help securities firms break away from the brokerage-oriented revenue structure and facilitate their product diversification and financial intermediation, the NCR system needs to be improved so that the industry is better able to use their capital. To this end, the current NCR requirement should be eased to the level of capital requirements that are applied to the banking industry. Also, in order to foster a balanced market consisting of both large and boutique investment banks, a policy of differentiated NCR requirements according to firm size should be considered.

B. Deregulation on Foreign Exchange-related Business

When capital market clients invest in financial vehicles denominated in foreign currencies or borrow foreign currencies, securities firms dealing with the clients have to first borrow the Korean won and then convert it to another currency. This is not only costly but also very inconvenient.

In order to help securities firms operate these services more effectively, several regulatory changes are necessary. First, the

foreign currency borrowing ceiling should be increased. Second, several services currently unavailable to securities firms should be allowed: credit provision to non-residents' won denominated and foreign currency securities, foreign currency securities lending, derivatives trading for the hedging purpose in managing trust assets through foreign assets, and foreign currency transactions between banks and securities firms. This will increase the likelihood of securities firms' overseas expansion to raise overseas funds and develop new revenue sources. This can also increase benefit for customers and the reduce volatility in the foreign currency market.

C. Regulatory Recommendations by Business Line

1) Brokerage

Unlike their larger counterparts, mid-to-small sized securities firms are finding it more costly to keep all operations in-house, and thus there is a growing need for outsourcing of some of these operations. This necessitates regulatory changes to allow the establishment of entities to which securities firms can outsource their middle-office and back-office duties.

2) Investment Banking

In response to the decline in small IPO deals, new regulations should be devised to keep the costs of getting listed and staying

listed at a more reasonable levels. In addition, policy measures that induce institutional investors to invest more in small cap stocks should be examined. Also, the quantitative criteria for initial listing on Korea's regular exchange are quite strict and a recommendation would be to ease the quantitative criteria for companies in the growth industries, but at the same time strengthening due diligence or qualitative criteria.

To facilitate investments in corporate bonds, the demand pools for corporate bonds should be extended by creating funds heavily investing in corporate bonds, facilitate CDS transactions, and promote the secondary corporate bonds market. To expand the market for high-yield corporate bonds and secured debentures, regulators need to set an integrated system to manage data (e.g., default rate, recovery rate) and extend the scope of collateral recognized under the Secured Debenture Trust Act to include liquid assets, bonds and intellectual properties.

3) Wealth Management

To meet the rapidly changing customer needs by providing a wide range of financial products and services in a timely manner, securities firms should be given more discretion in product design and a streamlined procedure to introduce overseas investment products. Furthermore, they should be able to broaden the scope of financial products so that their financial advising services become more complete.

At the same time, the independent financial agent (IFA) system should be introduced to facilitate a more diversified distribution channel. The precondition for the IFA system is repealing the ban on “outdoor sales” of financial products

4) Prime Brokerage

The Korea Securities Depository and Korea Exchange should improve their repo and securities lending systems so that prime brokers are not subject to dual taxation when they re-use the securities. Also a revision to the Foreign Exchange Transactions Act to enable prime brokers to provide credit in foreign currencies is recommended. And it might be helpful to revise on the Civil Law in order to assure the stable and flexible re-use of collateral.

5) Corporate Credit Provision

The NCR requirement should be eased in order to boost credit provision to corporate clients. Under the current NCR regulation, the total amount of credit provision is deducted from the net capital, which imposes a burden on securities firms. It is worth considering a system similar to the Basel-based one which uses credit risk weighted assets to accurately compute the risk associated with credit provision and other new services.

I. 서론

I. 서론

지금은 우리나라 증권산업 전체의 위기의식이 팽배해 있는 상황이다. 최근 우리나라 증권산업 운영업수익의 감소와 자기자본수익률(Return on Equity: ROE)¹⁾로 대변되는 수익성의 지속적 하락이 우리나라 증권업 위기의 현실을 그대로 나타내주고 있다. 이는 우리나라에서 증권업이 태동한 이래 증권사 비즈니스의 근간이 되어 온 위탁매매가 주식시장 거래대금의 지속적 감소와 증권사 간 경쟁심화로 위축되어 있기 때문이다.

반면, 위탁매매 부문의 부진을 상쇄할 여타 사업 부문의 성장세는 두드러지지 않고 있다. IPO(Initial Public Offering)와 M&A(Mergers and Acquisitions) 등 투자은행 부문 중 IPO의 경우, IPO 건수의 감소 및 낮은 인수 수수료율로 인하여 수수료수익이 감소했으며 M&A의 경우는 금융위기 이후 시장이 다소 활성화된 측면은 있지만 낮은 자문 수수료율로 아직까지 증권사의 주요 수익원이 되지 못하고 있다. 자산관리시장의 경우도 상품판매는 금융위기 이후 감소한 펀드 수탁고가 아직까지 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하고 있으며, 위축된 시장 환경 하의 경쟁심화로 펀드 판매수수료율도 지속적으로 하락하고 있고 리테일 부문의 자산관리서비스에 대한 인식 부족으로 자산관리시장의 성장은 더딘 상황이다. 최근 인가된 종합금융투자사업자의 신규 사업인 프라임브로커리지나 기업신용공여도 아직까지 초창기인 헤지펀드 산업이나 M&A시장 규모 등을 감안할 때 증권사의 주요 수입원으로 자리 잡기에는 시간이 소요될 것으로 전망된다.

다만, 최근 수년간 ELS(Equity-Linked Securities)/DLS(Derivative-Linked Securities)를 중심으로 하는 장외파생상품²⁾만은 시장이 급성장하

1) 본 보고서에서는 내용 해석에 무리가 없는 선에서 영문 약어 및 한글 용어를 병행하여 사용하기로 한다.

4 국내 증권산업의 환경변화와 대응방안

였고 금리 하향 추세로 인해 운용 과정에서 보유하게 되는 채권의 운용 수익이 급증하여 증권사 순이익에 기여하였다. 하지만, 향후 미국의 출구 전략 시행으로 인한 금리의 중단기적 상승 가능성이나 이미 금리가 충분히 하락한 점을 고려하면 이익의 지속 가능성은 불투명하다.

이와 같은 증권산업의 위기는 우리나라뿐만 아니라 1970년대의 미국, 그리고 1990년대 이후 일본에서도 경험한 현상이다. 물론 미국과 일본의 증권산업 구조조정 의 원인과 경과, 그리고 구조조정 이후 증권산업의 구조 변화가 우리나라의 경우와 일치하는 것은 아니지만 우리나라와 같이 수수료 자유화와 경쟁심화로 촉발된 위탁매매시장의 부진이 일조한 것은 분명하다.

현재 우리나라는 세계에서 가장 빠른 속도로 인구고령화가 진행되고 있으며, 저성장 및 저금리 국면으로 빠르게 진입하고 있다. 이러한 자본시장과 증권산업을 둘러싼 거시환경의 변화로 인하여 자본시장 참여자 모두의 니즈가 변하고 있다. 현재 위기를 맞고 있는 증권산업도 이러한 자본시장 참여자의 니즈 변화에 대응하고 질적으로 한 단계 높은 자본시장 서비스를 제공할 경우 다시 도약할 수 있는 기회를 맞이하게 될 것이다.

최근 위탁매매 부문 부진의 원인인 거래대금의 감소와 위탁매매 수수료율의 하락은 현재의 증권산업 구조에서는 단기적으로 해결할 수 없는 구조적 변화이다. 따라서 이를 극복하기 위해서는 무엇보다 증권산업 전체가 추가적인 수익을 창출할 수 있도록 위탁매매를 제외한 타 사업 부문의 역량을 강화하고 새로운 상품 및 서비스를 개발하며 해외 자본

2) 자본시장법상 ELS 및 DLS는 파생결합증권으로 분류되고 있어 이를 장외파생상품으로 표기하는 것은 부적절하나, 이러한 증권의 운용과정이 일반적으로 장외파생상품과 연계하여 이해되는 등 장외파생상품 부문과 밀접한 관계를 가지고 있으므로, 본 보고서에서는 일반 장외파생상품과 파생결합증권을 통칭하여 장외파생상품이라 칭하기로 한다.

시장 진출이나 해외 자본시장에서의 수익기회를 적극적으로 활용함과 동시에, 증권산업 구조의 변화를 진지하게 모색할 시점이다.

본 보고서는 위기에 처한 현재의 우리나라 증권산업이 나아갈 방향을 탐색해 보기 위하여 사업환경의 변화에 대한 이해를 바탕으로 2020년 우리나라 증권산업의 규모를 각 사업부문별로 추정해 보고 자본시장 성장의 주역으로서 증권업계 전체의 성장전략과 역량강화 방안을 도출해 보고자 한다.

이를 위해서 본 보고서에서 구체적으로 수행하는 연구 내용은 다음과 같다. II장에서는 우리나라 증권산업의 거시환경으로 인구고령화, 저성장 및 저금리 현황을 살펴보고, 국내 증권산업의 강·약점 및 기회와 위기 요인을 살펴본다. III장에서는 위탁매매, 투자은행, 자산관리, 장외파생상품, 프라임브로커리지 및 기업신용공여의 6개 사업부문별 현황과 각 사업 부문의 시장 규모에 영향을 미치는 다양한 변수에 대한 검토를 토대로 회귀분석을 수행하여 사업부문별 2020년 시장 규모를 추정한다. IV장에서는 개별 사업 부문에 대한 이해를 바탕으로 증권산업 전체의 발전방향과 사업부문별 성장전략에 대해 논하고 마지막으로 증권산업 발전을 위한 주요 규제 개선사항을 살펴본다.

II. 증권산업 환경 분석

1. 거시경제 환경 분석 (장정모)
2. 증권산업 환경 변화 (최순영)
3. 증권산업 SWOT 분석 (이석훈)

II. 증권산업 환경 분석

1. 거시경제 환경 분석

가. 인구고령화

인구고령화로 인한 인구구조의 변화가 자본시장에 미치는 영향을 이해하기 위해 2020년까지 한국의 인구가 어떻게 변화할 것인지를 살펴보고자 한다. 인구고령화는 20세기 들어 선진국을 중심으로 전 세계적으로 나타나고 있는 현상이며, 한국의 경우 고령화가 가장 빠르게 진행되고 있다. <표 II-1>에서 볼 수 있듯이, 한국은 2000년에 이미 고령화사회로 진입했으며, 2018년 고령사회, 2026년 초고령사회로 진입할 전망이다. 고령사회에서 초고령사회로의 전환은 한국이 일본보다 1/3 가량 압축된 기간이다.

<표 II-1> 국가 간 인구고령화 현황

	도달연수			소요연수	
	고령화사회	고령사회	초고령사회	고령화사회 → 고령사회	고령사회 → 초고령사회
한국	2000년	2018년	2026년	18년	8년
미국	1942년	2014년	2030년	72년	16년
일본	1970년	1994년	2006년	24년	12년

주 : 전체인구 중 65세 이상 인구 비율이 7% 이상~14% 미만은 고령화사회(aging society), 14% 이상~20% 미만은 고령사회(aged society), 20% 이상은 초고령사회(super-aged society)로 분류함(UN(United Nations) 정의)

자료: 유경원 · 이해은(2010) 재인용

10 국내 증권산업의 환경변화와 대응방안

인구고령화는 증권산업의 주요 고객 구성의 변화를 야기하며, 이는 특히 리테일 고객의 연령별 금융자산 규모와 금융투자 행태의 차이를 통해 큰 영향을 미칠 것이다. 우선 규모 측면의 변화를 볼 경우 현재 국내 증권사 리테일 사업의 주력 고객층은 50대~60대의 연령층에 속한다. 일반적인 생애주기에 있어 연령이 높아지고 경력이 쌓이면서 소득 수준이 증가하고, 부의 축적을 위한 시간이 필요하기 때문에 금융투자상품의 수요층은 연령대가 높을 수밖에 없으며 이는 전세계적으로 공통된 현상이다.

2012년 발표된 통계청의 ‘장래인구추계’ 보고서에 따르면 국내 총인구에서 50세 이상 연령층이 차지하는 비중은 2010년 29.0%에서 2020년 39.8%로 불과 10년 사이 1/3 가까이 증가할 것으로 전망하고 있다.

<표 II-2> 연령별 추계인구 비중

	2010	2012	2014	2016	2018	2020
30세 미만	37.3%	35.6%	34.0%	32.8%	31.7%	30.5%
30~39세	16.5%	16.0%	15.5%	14.9%	14.4%	13.8%
40~49세	17.2%	17.1%	17.0%	16.7%	16.3%	15.9%
50~59세	13.5%	14.9%	15.8%	16.3%	16.6%	16.7%
60세 이상	15.5%	16.5%	17.7%	19.3%	21.0%	23.1%
총인구 (만명)	4,941	4,987	4,999	5,002	4,996	4,982

자료: 통계청(2012a)

인구고령화가 거시경제에 미치는 영향은 크게 공급, 수요, 재정 측면으로 나누어 살펴볼 수 있다. 먼저 공급측면을 보면 노동과 자본의 투입 감소로 잠재성장률이 저하될 수 있지만, 교육을 받는 인구가 감소하여 1인당 교육투자비가 증대되는 긍정적인 영향에 대한 관심도 높아지고 있다.

수요 측면에서는 소비성향이 상대적으로 높은 노년층의 소비가 증가할 것이나 저축률의 하락으로 투자수요가 위축될 가능성이 높다. 또한 재정측면에서도 조세수입이 감소하여 재정수지를 악화시키는 한편 사회보장 지출이 증가하여 거시경제 전체의 효율성이 손상될 수 있다.

<표 II-3> 인구고령화의 거시경제적 영향력

	영향요인	영향력
공급측면	노동공급 - 노동의 양적 투입 - 인적자본의 축적	부정적 긍정적
	자본축적 - 저축률 변화 - 자본수익률 변화	부정적
	생산성 변화(기술진보 및 혁신활동 향상)	긍정적
수요측면	소비구조의 변화(노령층의 소비 증가)	긍정적
	투자의 변화 (저축률 감소에 의한 국내투자 위축 가능성)	부정적
재정측면	재정악화 가능성 - 조세수입 감소 - 사회보장 지출 증가	부정적

자료: 이진면 외(2012)

이와 같이 생애주기가설의 관점에서 본 인구고령화의 거시경제적 영향은 전반적으로 부정적인 측면이 지배적이다. 하지만, 인구고령화가 장기화되고 있는 주요 선진국에서는 미래소득과 수명에 대한 불확실성으로 인해 예비적 저축(precautionary saving)을 증가시키는 현상이 나타나고 있다. 따라서 고령화로 인한 저축의 감소는 축소되거나 심지어 증가할 수 있다는 주장이 이전보다 힘을 얻고 있는 실정이다.

나. 저성장·저금리

위의 논의를 고려해볼 때 고령화의 진전에 따른 생산가능인구의 감소는 내수활력을 약화시킬 것으로 보인다. 한국의 국내총생산(Gross Domestic Product: GDP)은 2000년~2007년 사이 연평균 5.2%의 성장률을 기록했으나 글로벌 금융위기 이후 2008년~2012년 사이에는 연평균 2.9%로 급감했다. 또한, 이러한 국내 경제성장의 둔화는 단순히 금융위기로 인한 일시적인 현상만이 아닌, 장기적 저성장 국면으로 진입할 가능성을 높인다. 실제로 다수의 국내외 기관들은 2020년까지 한국경제의 GDP 성장률이 3%대에 머물 것으로 전망하고 있다.

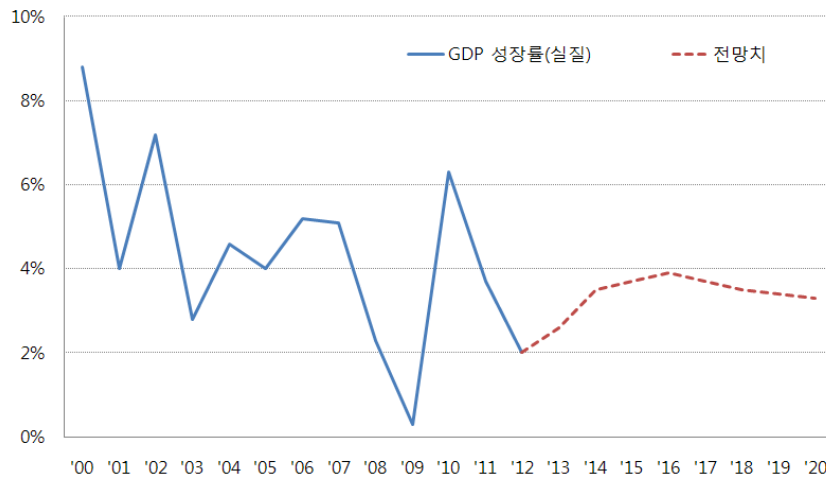
<표 II-4> 한국 국내총생산(GDP) 및 금리 추이

	GDP 성장률(명목)	GDP 성장률(실질)	금리 (국고채 3년)
2000	9.9	8.8	8.3
2001	8.0	4.0	5.7
2002	10.6	7.2	5.8
2003	6.5	2.8	4.6
2004	7.8	4.6	4.1
2005	4.6	4.0	4.3
2006	5.0	5.2	4.8
2007	7.3	5.1	5.2
2008	5.3	2.3	5.3
2009	3.8	0.3	4.0
2010	10.2	6.3	3.7
2011	5.3	3.7	3.6
2012	3.0	2.0	3.1

주 : 연말 기준 사용
자료: 한국은행

국회예산정책처(2012, 2013)의 전망치에 따르면 수출여건 개선과 국제 금융시장의 불안정성 완화로 국내 경제는 2013년부터 회복세로 돌아선 후 2016년 3.9%까지 매년 증가할 것으로 전망되고 있다. 하지만 2017년부터는 경제성장률이 다시 둔화되는 추세를 보여 2013년~2020년 연평균 경제성장률은 3.5% 수준에 그칠 것으로 나타나, 과거에 비해 국내 경제의 성장률이 상당히 낮을 것으로 전망되고 있다.

<그림 II-1> 한국 국내총생산(GDP) 성장률(실질) 전망



주 : 2000년~2012년은 한국은행, 2013년~2017년 전망치는 국회예산정책처(2013), 2018년~2020년 전망치는 국회예산정책처(2012)를 이용
 자료: 한국은행, 국회예산정책처, 자본시장연구원

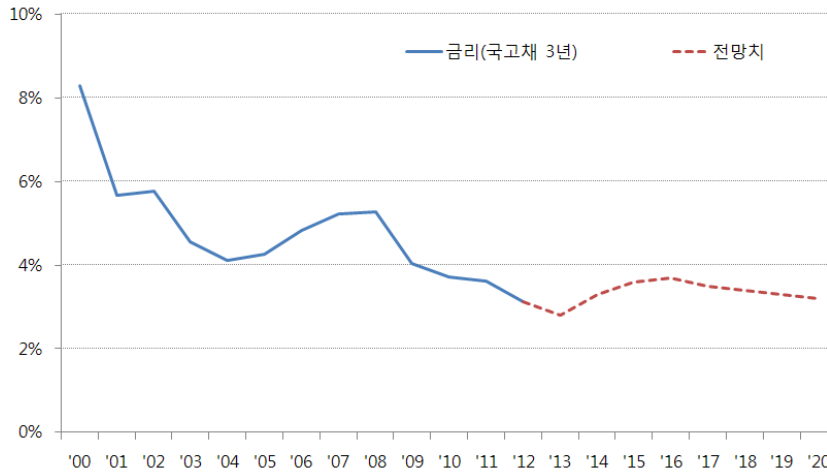
세계 경제의 회복세에도 불구하고 국내 경제가 둔화세를 보일 것으로 전망되는 주된 이유는 국내외 주요 정책금리 인상에 따른 시장금리 상승의 부정적 영향이다. 시장금리 상승은 우리나라 가계의 원리금 상환 부담 증가로 이어져 내수를 크게 위축시킬 수 있다. 2013년 3분기 말 기준 가계부채(가계신용 기준)는 991조 7천억원으로 2004년 494조원에서 9년

만에 2배가 넘는 수준으로 확대되었다. 또한, 가계부채 수준이 높아진 상황에서 부채보다 소득이 상대적으로 완만히 증가함에 따라 가계의 부채상환 능력이 취약해지는 문제가 발생하고 있다. 2013년 3월말 기준 가계부채가 전년대비 7.7% 증가한데 비해 처분가능소득은 4.9% 증가에 그쳐 처분가능소득 대비 가계부채 비중(2013년 6월말 기준)이 137%에 달하였다. 이와 함께, 일자리 창출지연으로 인한 고용불안, 실질 임금상승률 둔화에 따른 소득분배 악화, 부동산 경기침체 등으로 소비가 위축되는 현상이 나타나고 있다.

국내 경제성장률의 둔화 현상은 저금리 상황을 동반한다. 국회예산정책처(2012, 2013)는 2000년~2007년 평균 금리가 5.35% 수준이었던 국고채 3년물이 2013년~2020년 사이에는 평균 3.35%로 감소하여 '3% 금리 시대'가 고착화될 것으로 전망하고 있다. 국내 경제성장률의 전망과 마찬가지로 국고채 3년물 금리도 2016년까지는 증가하는 추세를 보이다가 2017년부터는 매년 0.1%p 감소한다고 본 것이다.

이론적으로 국가 경제의 균형금리는 한 사회의 평균적 수익률을 나타내는 경제성장률과 평균적인 화폐가치 감가를 나타내는 인플레이션 수준을 반영한다. 실질성장률이 잠재성장률을 밑도는 현상이 지속되면 임금으로 인한 물가상승압력도 낮아질 수밖에 없다. 비록 단기적으로는 금리 인상이 예상되기는 하나, 우리나라도 길게는 외환위기, 짧게는 글로벌 금융위기 이후 저성장 경제로 진입하였다고 볼 수 있다. 따라서 균형금리 수준 역시 생산갭(잠재성장률과 실제성장률의 차이)과 인플레이션갭(목표인플레이션과 기대인플레이션간 차이)을 반영하여 낮은 수준에서 형성될 것으로 예측된다. 이러한 흐름은 노동투입이 급격하게 감소하는 2018년 고령사회 진입 이후 더욱 급속하게 진행될 것으로 예측되며, 금리 인상은 제한적일 것으로 보인다.

<그림 II-2> 2013~2020년 금리(국고채 3년) 전망



주 : 2000년~2012년은 한국은행, 2013년~2017년 전망치는 국회예산정책처(2013), 2018년~2020년 전망치는 국회예산정책처(2012)를 이용. 이중 2018년~2020년 국고채 전망치는 부채한 관계로 국회예산정책처(2013)의 2017년 예상 금리스프레드(국고채-회사채=1.2)가 향후 3년간 유효하다는 가정 하에 2018~2020년에는 국회예산정책처(2012)의 '회사채금리(전망값)-1.2' 값을 국고채 금리 대응치로 사용함

자료: 한국은행, 국회예산정책처, 자본시장연구원

여기서 저금리란 상대적 개념으로 금리의 순환적 상승과 하락을 배제하는 개념은 아니며, 정확하게는 저성장에 대응하는 균형금리 개념으로 이해하는 것이 합당할 것이다. 저금리 하에서도 금리의 경기순환적 변동에 따라 자산시장은 과거와 동일한 메커니즘으로 영향을 미칠 것이다. 다만, 금리의 절대 수준이 낮아짐에 따라 장기저축의 복리효과로는 은퇴 이후 소비의 단절 혹은 내핍이 우려되기 때문에 실제 생애자산배분 측면에서 수익성에 대한 선호를 증가시킬 수 있다는 점에서 저성장에 대응한 저금리 개념은 가계포트폴리오 면에서 새로운 금융환경으로 작용하고 있다.

2. 증권산업 환경 변화

현재 우리나라가 직면하고 있는 인구학적 및 거시경제적 환경 변화는 국내 금융산업에 큰 영향을 미칠 것으로 예상되며 특히, 두 현상의 개별적인 영향과 더불어 서로 간의 상호작용으로 인해 국내 금융시장의 구조적 변화가 야기될 수 있다. 증권업에 있어서 이러한 환경 변화는 동시에 위험과 기회 요인으로 작용할 것이며, 또한 국내 증권사들의 사업 모델 변화를 불가피하게 하기도 한다.

우선, 인구고령화는 안전자산을 선호하는 고령인구 비중의 증가를 의미함에 따라 상대적으로 위험성이 높은 주식에 대한 투자 비중이 감소할 것으로 예상된다.³⁾ 이는 결과적으로 이미 수년간 거래대금 감소로 어려움을 겪고 있는 증권사 위탁매매 사업이 증시 호황에 따라 단기적인 회복세를 경험할 수 있으나 장기적인 관점에서는 감소 추세가 고착될 가능성이 높음을 시사한다. 반면, 주식, 채권 등 유가증권에 대한 직접투자가 감소하지만 연금, 펀드 등 간접적인 통로를 통한 투자는 증가할 것으로 보인다. 인구고령화로 인해 공적연금(국민연금)과 사적연금(퇴직연금)의 규모는 지속적으로 증가하고 있다. 국민연금의 기금 규모는 2013년 7월 현재 407조원 수준에서 2020년에는 847조원에 달할 것으로 전망⁴⁾되고 있으며 국내 퇴직연금시장 규모는 2013년 6월 현재 71조원에서 2020년에는 149조원에 이를 것으로 추정된다.⁵⁾ 결국 증권사 입장에서 보면 위탁매매 수수료율이 높은 개인 고객 기반이 감소하고 상대적으로 수수료율이 낮은 기관투자자 고객의 비중이 증가하는 상황이 지속되면, 설사 주식 거래대금이 현재 수준으로 유지된다고 가정할 경우에도 증권

3) 이상호 외(2011)

4) 고용노동부(2013)

5) 미래에셋퇴직연금연구소(2009)

사의 위탁매매수수료 수입은 감소할 수밖에 없는 구조다. 따라서 증권업 전반적으로는 위탁매매 중심 사업구조의 퇴조는 불가피해 보인다. 물론 위탁매매에 집중하는 일부 특화·전문화 증권사들은 시장에서의 입지를 유지할 수 있을 것이지만 업계 전반적으로 볼 경우 위탁매매가 전체 증권사 수입에서 차지하는 비중은 계속해서 감소할 수밖에 없을 것이다.

인구고령화가 증권사 위탁매매 사업에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보이는 반면, 증권사 자산관리 사업에는 새로운 기회 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 은퇴 시점을 앞둔 한국의 베이비부머 세대는 은퇴 후의 소득대체, 장수리스크, 물가인상 등 각종 위험요인에 대비해 자산관리를 준비해야 한다. 그러나 과거와 달리 은행 예금 등 안전자산의 수익성 하락과 부동산 가치 상승 둔화 등 전통적 자산포트폴리오의 기대수익률이 감소하고 불확실성은 증가하는 상황이기 때문에 새로운 투자상품 및 전문가를 통한 자산관리서비스에 대한 수요가 증가할 전망이다. 결국 증권사는 감소하는 위탁매매수익을 자산관리 사업을 통해 얼마나 대체할 수 있는가에 따라 향후 리테일 사업의 규모가 결정될 것이다.

위탁매매에서 자산관리 중심으로의 증권사 리테일 사업모델 전환은 국내 증권업 경쟁구도에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 홈트레이딩 시스템(Home Trading System: HTS) 등 거래 플랫폼이 주요 경쟁요인이자 비용인 위탁매매 사업과 달리 자산관리의 주요 경쟁력은 판매망, 브랜드 및 영업인력(Private Banker: PB)의 양과 질에 따라 결정된다. 자산관리 사업을 지원하기 위해서는 지점 확대, 백오피스 보강, PB 교육 프로그램 개발 등 고정비용이 수반되기 때문에 규모의 경제가 작용한다. 규모의 경제를 달성하기 위해서는 사업 규모의 확대가 필요하며 대형증권사의 경우 이를 유기적 방식 또는 M&A를 통해 추진할 가능성이 있다. 반면, 대형화가 어려운 중소형 증권사들의 경우 특정 고객층을 겨냥한 자산관리 사업을 추진하는 전략을 취하는 게 바람직할 수 있다.

다음으로 저성장·저금리가 증권업에 미치는 영향을 살펴본다. 국내 경제의 저성장·저금리 환경은 인구고령화로 인한 가계 소비 위축과 더불어 생산가능인구의 감소로 인한 자본과 노동 간의 불균형으로부터 비롯된다. 또 다른 중요한 원인은 국내 기업들의 기존 사업이 성숙단계(mature stage) 진입함으로 인한 성장세 둔화와 이를 대체할 신성장동력의 미확보 때문이다. 이는 국내 기업들의 주가 상승률 둔화와 변동성 축소로 이어지기 때문에 주식거래의 감소 요인으로 작용할 것이다. 결국 앞서 설명한 인구고령화로 인한 수요측 변화와 더불어 한국 경제의 저성장은 증권사 위탁매매 수입에 이중적 고충을 가할 것으로 예상된다.

국내 기업들의 성장성 저하와 내수시장 둔화는 증권사의 투자은행(Investment Bank: IB) 업무에도 영향을 미칠 것으로 보인다. 인수(underwriting) 업무는 수요가 감소하는 반면, M&A 자문은 수요가 증가할 것으로 예상된다. 우선 주력 사업의 성장 둔화로 기업들의 투자가 감소함에 따라 자금조달 수요가 감소할 것으로 예상된다. 이미 국내 주요 기업들은 대출이나 직접금융을 통한 자금조달을 제한하고 있고 이익잉여금 유보를 통해 주요 투자수요를 충족하고 있는 상황이다. 국내 기업들이 마땅한 신규사업을 발굴하지 못할 경우 투자수요가 감소함에 따라 유상증자시장도 위축될 수밖에 없다.

반면, 국내 주요 산업들이 성숙단계에 진입함에 따라 효율성 제고를 위한 구조조정의 가능성과 일부 기업들의 신성장동력 발굴을 위한 해외진출 증가는 증권사 M&A 자문서비스의 호재로 작용할 수 있다. 다만, 해외진출과 관련된 국경 간(cross-border) M&A 자문의 경우 국내 증권사들이 현재 전무한 수준의 딜 경험과 부족한 역량을 보강하지 않으면 외자계 투자은행의 독식이 여전할 것이다. 산업 구조조정에 따른 M&A시장 활성화는 최근 확대된 증권사 기업여신 사업에도 긍정적인 기회 요인으로 작용할 수 있다. 증권사 기업여신은 일반 은행 대출과 달

리 주로 M&A 등에 필요한 단기 인수자금의 제공(브릿지론), 신생기업 발굴 시 자기자본투자(Principal Investment: PI) 목적의 용자 및 보증 등에 주로 활용되기 때문이다.

마지막으로 인구고령화와 저성장·저금리 기조의 상호작용 효과(interactive effect)는 장외파생상품을 포함한 국내 구조화상품시장의 활성화에 도움이 될 것으로 보인다. 이는 인구고령화로 인한 개인 및 공·사적 연금의 중위험·중수익 금융상품 수요가 늘어나는 상황에서 저성장·저금리 기조가 맞물려 기존 투자자산의 위험-수익 프로파일이 낮아짐에 따라 기초자산의 위험-수익 프로파일을 원하는 형태로 변환해주는 구조화상품에 대한 수요가 늘어날 것이기 때문이다. 따라서 이러한 수요 변화에 부응하기 위해서는 증권사들의 구조화상품 제조 역량이 강화되어야 할 것이다. 하지만, 구조화상품시장의 확대는 불가피하게 금융업의 전반적 위험 수준과 복잡성이 증가하는 현상을 동반한다. 이는 또한 위험 증가를 수용 및 감당하기 위해 증권사가 대형화해야 할 유인으로 작용할 수 있다.

이와 같이 인구고령화와 저성장·저금리 기조라는 두 개의 메가트렌드(mega trend)는 지난 10여 년간 큰 변화가 없었던 국내 증권사의 사업모델과 국내 증권업 경쟁구도를 바꿀 중요한 요인으로 작용할 것이다. 개별 증권사 입장에서 생존 및 성장을 확보하기 위해서는 이러한 환경 변화에 얼마나 적합하게 대응하고 새로운 사업기회를 만들어낼 수 있는가에 따라 결정될 것이다. 다음 절에서는 이러한 변화에 국내 증권사들이 얼마나 대처할 준비가 되었는지를 보기 위한 국내 증권산업의 SWOT (Strength, Weakness, Opportunity, Threat) 분석을 해본다.

3. 증권산업 SWOT 분석

인구고령화, 저성장 및 저금리라는 우리나라 초유의 거시경제적 환경 변화 속에서 국내 증권산업의 비전을 수립하고 발전 방향을 살펴보기 위해서는 국내 증권산업의 금융서비스 역량과 관련한 강점과 약점을 살펴보고 최근 급변하고 있는 거시환경 하의 기회요인과 위기요인을 파악하는 것이 필요하다.

<그림 II-3> 국내 증권산업의 SWOT 분석

강점	기회
<ul style="list-style-type: none"> - 국내 증권사의 우수한 IT 역량 - 우수한 리테일 영업 노하우 - 아시아 최고 수준의 부실채권 전문성 	<ul style="list-style-type: none"> - 금융자산의 축적 - 자본시장법상의 업무영역 확대에 따른 신규사업 진출 - 아시아 신흥시장의 자본시장 부문 성장

증권산업

약점	위기
<ul style="list-style-type: none"> - 대형사들의 소규모 자본력 - 천편일률적인 수익구조와 이에 따른 비효율성 - IB 부문의 저가 출혈경쟁과 경쟁력 부재 - 자산관리서비스 부문의 취약 	<ul style="list-style-type: none"> - 증권사들의 수익성 악화 - 수수료율의 하락 - 위탁매매 중심의 수익구조와 포화상태의 위탁매매 부문

가. 국내 증권산업의 강점

먼저, 국내 증권산업의 첫 번째 강점은 한국거래소(Korea Exchange: KRX)와 국내 증권사들이 아시아 최고 수준의 IT(Information Technologies) 인프라 및 HTS/MTS(Mobile Trading System) 역량을 보유하고 있다는 점을 들 수 있다. 이러한 강점을 기반으로 한국거래소는 IT 인프라를 아시아 시장에 수출하고 있다. 먼저, 한국거래소는 베트남, 라오스, 캄보디아 거래소 설립 지원 및 IT 인프라 수출을 진행하고 있다. 또한 일부 국내 증권사들은 HTS/MTS에서 축적된 기술력을 바탕으로 HTS/MTS를 아시아 또는 남미 시장에 수출하거나 현지에서 서비스를 개시하고 있다.

국내 증권사들의 두 번째 강점은 지난 수십 년간의 위탁매매 관련 리테일 영업을 통해 축적된 우수한 리테일 영업 노하우 및 전문 인력이라고 할 수 있다. 국내 증권사들은 리테일 수익 비중이 높은 관계로 이와 관련된 전략, 운영, 교육, 인사 및 보상 시스템 등의 경험이 풍부하다. 이러한 리테일 운영 노하우는 증권업 발전 초기 단계에 있는 아시아 시장에서는 한국 증권사들의 비교우위(comparative advantage)가 될 수 있다. 또한, 높은 교육 수준과 각종 금융 관련 자격증을 보유하고 있는 국내 리테일 PB의 전문성도 아시아 상위권에 속하고 있다.

국내 증권사들의 세 번째 강점은 1997년 외환위기 경험으로 인한 아시아 최고 수준의 부실채권(Non-Performing Loan: NPL) 관련 전문성이라고 할 수 있다. 외환위기 당시 태동한 국내 NPL시장은 2000년대 후반으로 오면서 급성장하여 시장 규모가 2008년 1.6조원에서 2012년 10조원으로 빠르게 증가하였다. 이는 연기금, 보험사 등 기관투자자들의 수요 증가에 기인한 것이다. 국내 증권사들도 NPL 전담팀을 신설·운영하고 있으며 외환위기를 계기로 축적된 NPL 전문성을 적극 활용하고 있는데, 향후 중국 등 아시아 주요 신흥시장에서 경제위기 또는 시장위기가 발

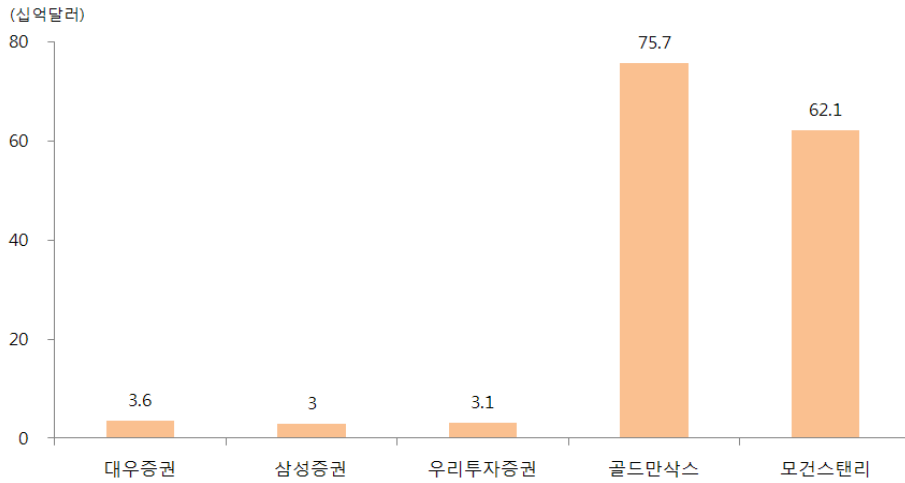
생활 경우 예상되는 현지 NPL시장의 확대가 추가적인 성장 요인이 될 것으로 전망된다.

나. 국내 증권산업의 약점

반면, 국내 증권산업은 다음과 같은 약점을 가지고 있다. 첫째, 국내 대형 증권사들은 취약한 자본력으로 인하여 시장선도자로서의 역할을 수행하고 있지 못하고 있다. 대형 IB는 대규모 자본을 기반으로 한 고부가가치 영업을 수행할 수 있고 자본시장의 글로벌화에 따라 해외 네트워크에 대한 투자도 가능해야 하는데, 현재 국내 대형 증권사의 자본력은 그러한 면에서 매우 열악한 상황이다. 예를 들어, 2012년 국내 최대 증권사의 자기자본은 3.6조원 수준으로 골드만삭스의 1/21, 노무라증권의 1/8 수준이며, 아시아지역 특화 증권사인 맥쿼리에도 크게 뒤지고 있다. 이러한 취약한 자본력으로 인해 증권사들은 적극적으로 모험자본을 공급하고 위험을 인수하는 본연의 역할을 담당할 수 없으며 향후 인구 고령화 및 저성장·저금리 시대의 투자자 수요를 충족시키는 중위험·중수익 상품의 개발을 담당할 장외파생상품 사업 부문의 구조화 상품 개발 능력을 저해하고 있는 현실이다(<그림 II-4> 참고).

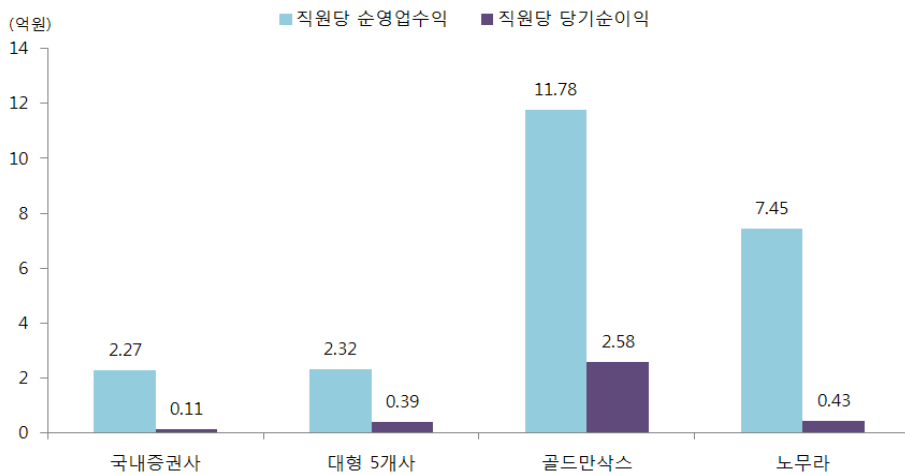
또한, 이러한 취약한 자본력은 인력의 생산성 측면에 바로 반영되고 있는데, 국내 대형 5개 증권사 및 국내 증권사 전체의 1인당 순영업수익은 골드만삭스나 노무라에 대비 각각 20%와 30%에 불과하여, 생산성이 상대적으로 낮은 모습을 보이고 있다. 그런데 국내 대형 5개 증권사의 1인당 순영업수익과 당기순이익이 국내 증권사 평균과도 차이를 보이고 있지 않아, 국내 대형사들이 상대적으로 우위에 있는 자본력을 효과적으로 활용하지 못하고 있음을 시사하고 있다(<그림 II-5> 참고).

<그림 II-4> 국내 3대 증권사와 글로벌 IB의 자기자본 비교



자료: 개별 증권사 사업보고서

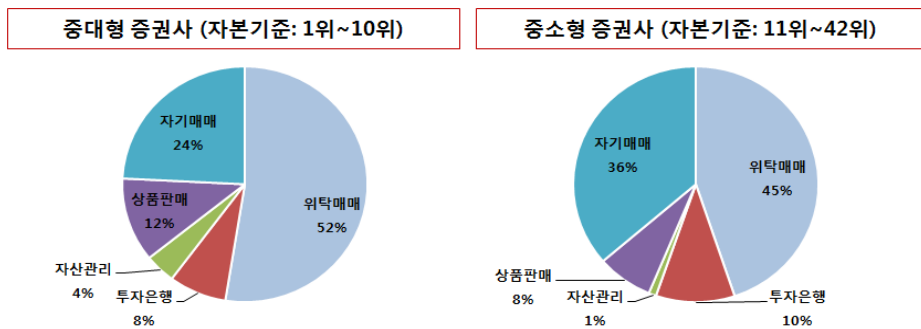
<그림 II-5> 국내 증권사와 글로벌 IB 간 생산성 비교



자료: 개별 증권사 사업보고서

국내 증권산업의 두 번째 약점은 대형사와 중소형사를 가리지 않고 유사한 종합증권업의 수익구조를 가지고 있어 전술한 바와 같이 취약한 자본규모로 인하여 전문성이나 효율성이 떨어지는 모습을 보이고 있다는 것이다. 최근 증권업의 시장 위축에 따라 2012년도 대형사 평균 ROE는 2.68%였던 반면, 중소형사 평균 ROE는 2.33%로 중소형사의 수익성이 대형사보다도 더욱 악화되고 있는 모습을 보이고 있다.

<그림 II-6> 증권사 규모별 수익구조 현황

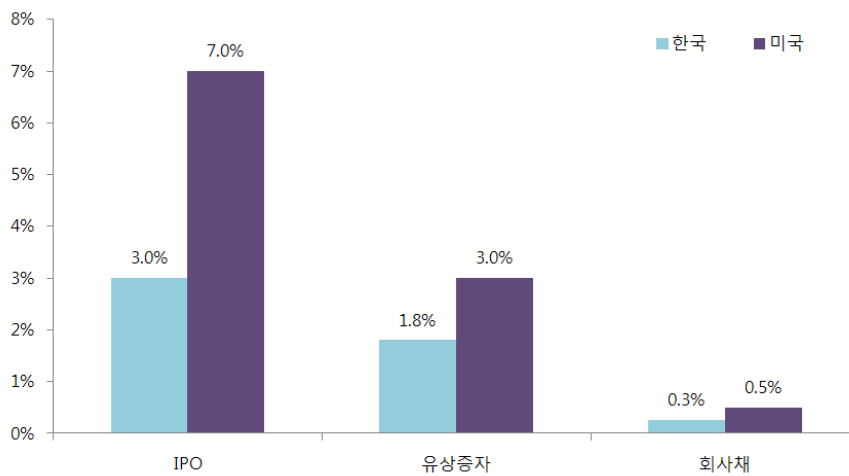


자료: 금융감독원 금융통계시스템

셋째, 시장선도자가 부재한 상황에서 대형사와 중·소형사 간 IB 업무에서의 저가 출혈경쟁이 심화되고 IB 부문의 서비스 경쟁은 위축되고 있다는 것이다. IB 건별 수수료가 IPO, 유상증자, 회사채 부문 모두 미국에 비해 1/2 수준에도 미치지 못하고 있어, 국내 IB시장은 규모면에서 협소할 뿐 아니라 수익성 측면에서도 매우 미흡한 실정이다. 국내 증권사의 투자은행 부문은 자본력 뿐 아니라 전문인력과 투자자 네트워크가 부족하여 고부가가치 IB 딜 소싱과 대규모 위험인수를 수행해내지 못하고 있다. 해외채권 부문이나 대형 M&A 자문서비스 시장은 대부분 외국계 IB들이 시장점유율을 독차지하고 있음을 <표 II-5>에서 볼 수 있다. 다국적 기업으로 성장한 국내 대기업들은 국내 IB의 역량이 부족

한 점 때문에 대형 IB 딜의 상당 부분을 글로벌 IB들에게 의존하고 있는데, 이에 따른 잠재적인 비효율성이 클 것으로 판단된다.

<그림 II-7> 우리나라와 미국 IB 업무의 수수료율 비교



자료: SIFMA(2009), 금융감독원 금융통계정보시스템, 전자공시시스템

<표 II-5> 2012년 투자은행 부문별 리그테이블

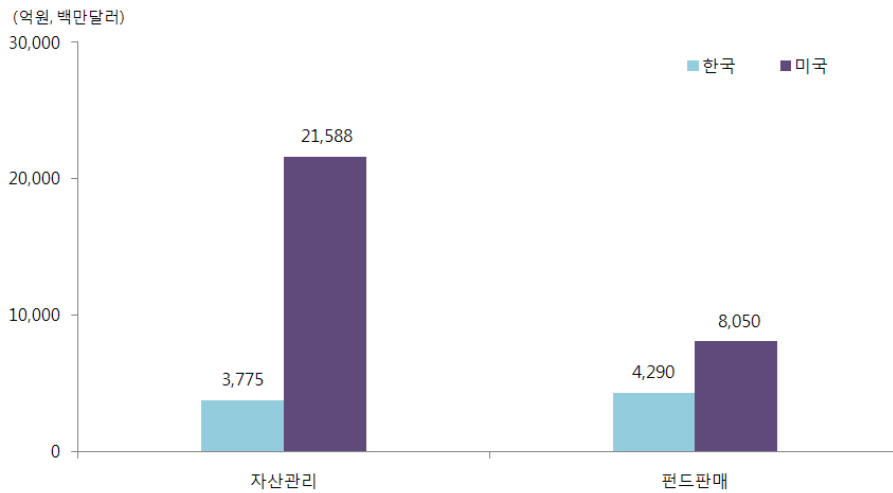
순위	IPO	회사채	해외채권	M&A 자문
1	KDB대우증권	우리투자증권	HSBC	모간스탠리
2	우리투자증권	KB투자증권	도이치증권	골드만삭스
3	JP모간	한국투자증권	BofA 메릴린치	JP모간
4	하이투자증권	KDB대우증권	바클레이즈	크레디트 스위스
5	미래에셋증권	동양증권	스탠다드 차타드	딜로이트 안진

주 : IPO에서 JP모간과 하이투자증권은 공동 3위이고 해외채권과 M&A는 2013년 상반기 기준

자료: 더벨 리그테이블

넷째, 국내 증권사 자산관리 부문은 미국에 비해 매우 미미한 수준을 보여주고 있다. 이는 기본적으로 우리나라 가계의 금융자산 축적이 최근에서야 확대되어 미국과는 달리 자산관리시장이 발달되기 어려운 환경이었기 때문이다.

<그림 II-8> 우리나라와 미국 증권사의 자산관리수익 비교

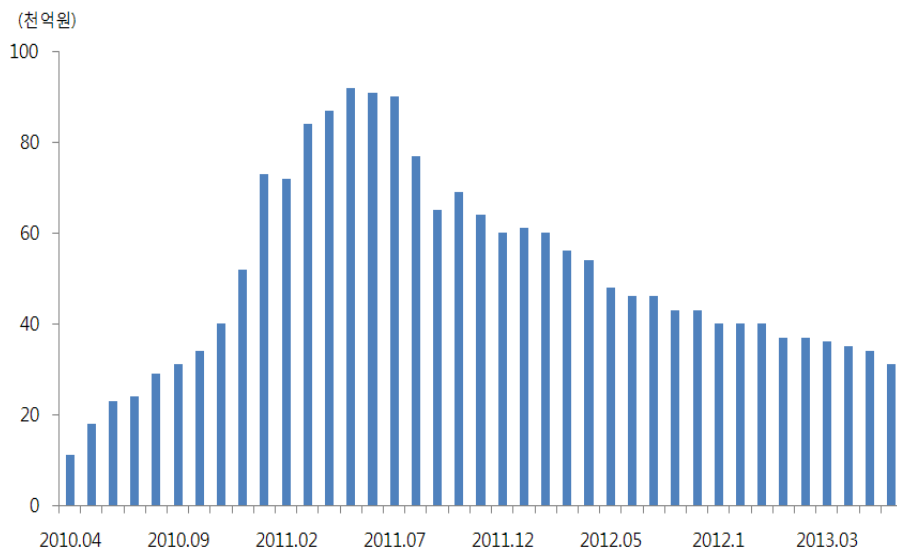


주 : 국내 자료는 2012년, 미국 자료는 2007년 기준이며, 미국의 경우 NYSE 회원사 합계 자료임
 자료: SIFMA(2009), 금융감독원 금융통계시스템

<그림 II-9>는 최근 국내 자산관리시장이 크게 확대된 후 위축되고 있는 상황을 보여주고 있는데, 이는 국내 자산관리서비스가 미국과는 달리 수익률 위주로 마케팅을 하였고 투자자들도 단기적인 수익률로 시장에 참여하였기 때문으로 보인다. 미국에서의 자산관리서비스는 고객자산의 장기적인 포트폴리오를 위한 맞춤형 서비스로 자문료를 중심으로 수익을 창출하고 있으나, 국내는 아직 평판을 갖춘 금융자문가(financial advisor)가 많지 않고 투자자들도 자문서비스에 대한 인식이 낮은 상황

이다. 자문서비스에 대한 고객들의 인식이 개선되기 위해서는 무엇보다도 평판을 갖춘 금융자문가들의 출현이 필요하다.

<그림 II-9> 자산관리(랩어카운트 계약자산)시장의 추이



자료: 금융투자협회

다. 국내 증권산업의 기회요인

국내 증권산업의 기회요인은 다음과 같다.

첫째, 국내 가계 금융자산은 향후 3~5년간 경제성장률을 상회하는 속도로 증가할 전망이며, 안전자산에서 투자자산으로의 '머니무브(Money Move)'도 예상되어 증권사에게 기회가 될 것으로 전망된다. 먼저, 저출산으로 인해 향후 5년간 총부양비율이 역대 최저수준으로 감소함에 따라 가계 금융자산 규모가 빠르게 증가할 전망이다. 총부양비율은 생산가능

인구(15~64세) 대비 부양인구(14세 이하 및 65세 이상)를 의미하며, 이 비율은 저출산으로 인해 향후 5년간 35%대로 역사상 가장 낮은 수준을 기록할 것으로 전망된다.⁶⁾ 이는 당분간 생산가능인구의 부양비용 부담이 줄어들어 따라 금융자산 축적이 늘어나는 효과를 가져다준다. 저금리 기조의 장기화로 인한 은행 예금금리 하락은 중위험-중수익 투자자산으로의 '머니무브'를 야기한다. 2012년 기준 한국 가계의 금융자산에서 현금·예금 등 안전자산이 차지하는 비중(45.4%)은 미국(14.6%), 호주(22.9%), 영국(28.6%)에 비해 매우 높은 수준이다. 이는 한국 가계의 상대적으로 높은 안전자산 선호에도 기인하지만, 일부 이유는 과거 5%~7% 수준의 높은 예금금리도 주요 원인으로서, 예금금리 하락의 장기화에 따라 현금·예금 비중이 감소할 것으로 전망된다.

인구고령화에 기인한 국내 부동산시장의 장기 정체 또한 가계 금융자산 증가의 주요 요인으로 작용할 전망이다. 2012년 현재 국내 가계 자산에서 부동산이 대부분인 비금융자산이 차지하는 비중은 70%를 상회하고 있어 일본(40.9%), 미국(31.6%) 등 선진시장 가계에 비해 매우 높은 수준인데 향후 부동산 수익률 감소에 따라 가계자산의 부동산 비중은 줄어들 전망이다, 이는 금융자산 비중의 증가로 이어질 것이다.

현재 국민연금을 비롯한 각종 연기금이 지속적으로 확대되고 있을 뿐 아니라, 최근 도입된 퇴직연금 부문도 잠재적으로는 자본시장 규모를 크게 확대하여 증권사의 주요한 고객이 될 것으로 기대된다. 국민연금의 경우 2016년 말 목표로 주식 30%(국내 20%) 이상, 대체투자 10% 이상으로 확대할 계획이다. 또한 현재는 퇴직연금시장에서 증권업이 차지하는 비중이 약 20% 수준으로 은행과 보험업에 비해 열세에 있으나, 퇴직연금 부문에서 증권사들이 자산운용 서비스의 차별화나 금융투자상품의 수익성 개선을 이룬다면 증권업 비중의 증가가 예상된다. 퇴직연금의 자산

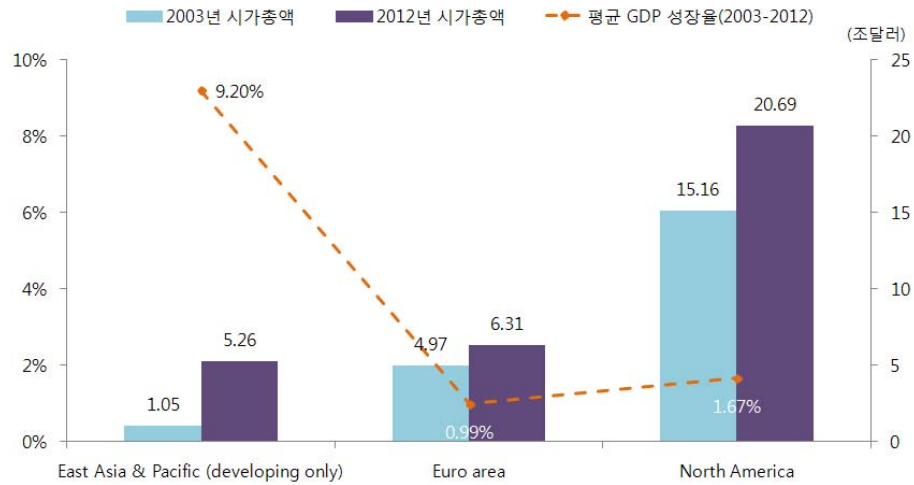
6) 노무라(2011)

구성을 보면, 약 60%가 예금 및 적금, 보험상품이 30% 수준이며 금융투자상품은 10% 미만으로 나타나고 있는 반면, 미국의 경우 주식형펀드가 약 60%를 차지하고 있다.

둘째, 최근 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법) 개정에 따라 3조원 이상의 자본력을 가지는 증권사(종합금융투자사업자)는 프라임브로커리지 서비스와 기업에 대한 신용공여 등 자본력을 활용한 IB 서비스를 본격적으로 수행할 수 있게 되었다. 향후 기관투자자 부문이나 헤지펀드 시장이 확대될 경우 새로운 수익원으로서 프라임브로커리지 부문의 높은 수익을 기대해 볼 수 있다. 또한, 종합금융투자사업자는 M&A 자문 과정에서 브릿지론(bridge loan) 형태로 인수자금 제공이나 신생기업 발굴 시 용자 및 보증을 할 수 있게 되어 자본력을 필요로 하는 IB 서비스가 확대될 것으로 기대된다.

셋째, 대외적으로는 문화적으로나 지리적으로 가까운 아시아 신흥국들의 경제성장이나 자본시장 부문의 성장이 두드러지고 있다는 점이 기회요인으로 작용할 수 있다. 지난 2003년부터 2012년까지의 10년간의 평균 GDP 성장률을 지역별로 비교해보면, 아시아 신흥국은 평균 9.20%로 유럽과 북미의 각각 0.99%, 1.67%에 비해 상당히 높은 수치를 보이고 있다. 자본시장의 규모를 가늠하는 시가총액도 1조달러 규모에서 5조달러 규모로 성장하면서, 유로지역의 6.3조달러 규모에 상당히 근접해 가는 모습을 보이고 있다.

<그림 II-10> 아시아, 유럽, 북미의 시가총액과 GDP 성장률

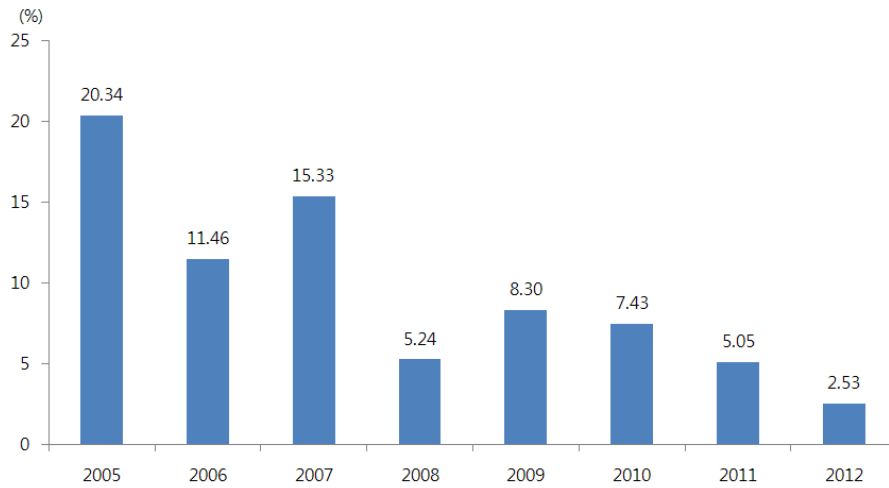


자료: World Bank

라. 국내 증권산업의 위협요인

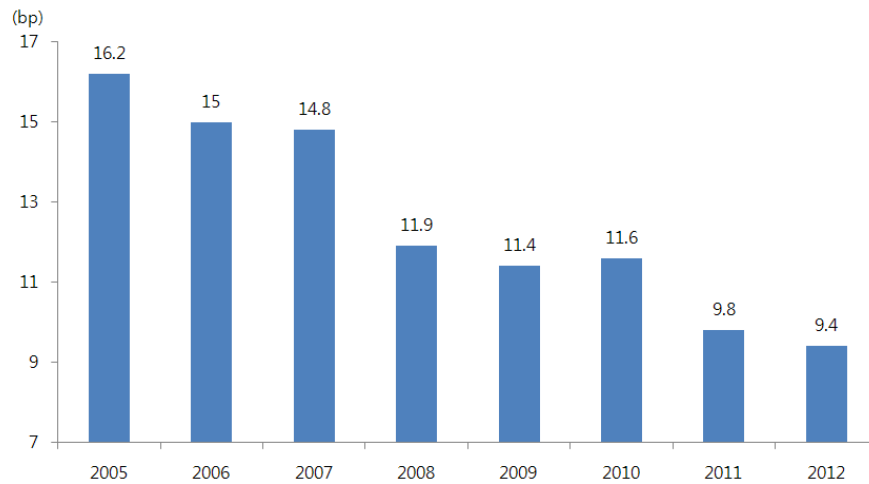
국내 증권산업의 위협요인은 첫째, 2000년대 중반 이후 국내 증권사들의 수익성이 꾸준히 하락하고 있는 반면 이를 개선할 수 있는 성장 동력을 찾지 못하고 있다는 것이다. 증권사들의 ROE는 서브프라임 이전 10%를 넘었던 것이 현재는 3%에도 미치지 못하고 있는데 이는 증권사 전 부문에 걸쳐 수수료율이 크게 하락하고 있어 높은 수익성을 내지 못하고 있는 점과 위탁매매 외에서 새로운 수익원을 발굴하지 못하고 있기 때문이다.

<그림 II-11> 최근 국내 증권사 평균 ROE 추이



자료: 금융감독원 금융통계시스템

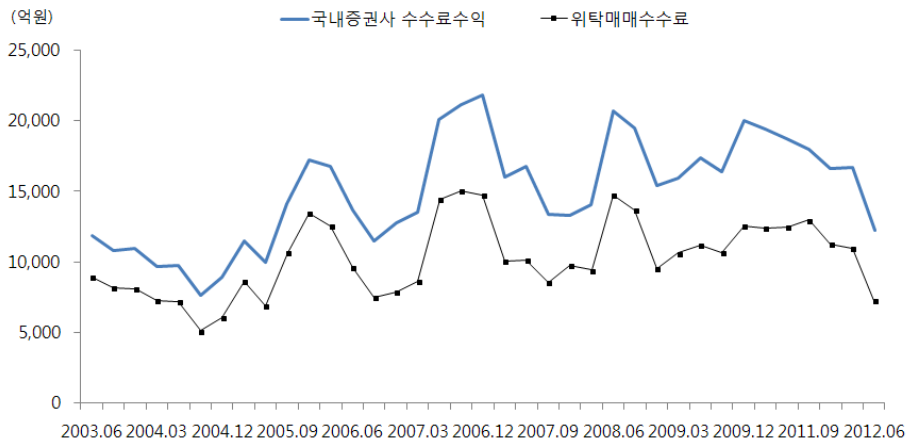
<그림 II-12> 최근 위탁매매 수수료율 추이



자료: 금융감독원 금융통계시스템

둘째, 위탁매매 중심의 영업을 하고 있는 국내 증권사들은 위탁매매 부문의 변동성에 심하게 노출되어 있고, 포화상태의 위탁매매시장으로 인하여 수익성이 개선되기 어려울 것으로 보인다. <그림 II-13>에서 볼 수 있듯이, 증권사들은 위탁매매수수료 수익의 변동성이 매우 심한 상황에서 안정적인 수익성을 추구하기 어렵다. 더욱이 위탁매매 부문이 향후 크게 확대되기 어려운 상황이기 때문에 현재의 위탁매매 중심의 증권사 수익구조가 가지는 비효율적인 면은 지속될 가능성이 크다.

<그림 II-13> 국내 증권사 위탁매매수수료 추세



자료: 금융감독원 금융통계시스템

이러한 위탁매매 의존도는 주식시장의 거래대금이 평균적으로 향후 현재와 같은 상태를 유지하거나 감소할 가능성이 높은 것을 고려하면 국내 증권업에 중요한 위협요인을 제공하고 있다. 최근 주식시장의 거래대금이 크게 부진한 원인은 다음과 같은 구조적인 측면에 기인하는 부분이 있다. 첫째, KOSPI 주식시장과 차익거래, 헤지거래 등으로 밀접하게 관련된 KOSPI200 주가지수 파생상품시장의 규제로 차익거래, 헤지거

래, 그리고 시세차익거래 목적의 수요가 줄어들었기 때문이다. 둘째, 2008년 금융위기 이후 투자문화가 단기에서 장기로 바뀌면서 일중 거래 회전을 감소와 함께 일중 변동성이 줄어들었기 때문이다.

셋째, 국내 증권사들이 리테일 위탁매매 부문 영업에 집중해온 결과, 투자은행이나 자산관리 부문에 대한 역량 강화를 위한 투자가 부족한 상황이다. 따라서 우수한 역량과 평판을 갖춘 IB banker, 애널리스트, 금융자문가(financial advisor) 등의 금융 전문인력이 부족하다. 반면, 글로벌 IB들은 금융위기를 겪은 이후, 상당히 안정적인 수익성을 나타내는 자산관리 부문과 금융위기 속에서도 꾸준한 수익을 제공한 것으로 평가받는 인수(underwriting) 또는 M&A 자문 등의 전통적인 투자은행 부문을 강화하고 있다.

III. 증권산업 현황 및 2020년 시장 전망

1. 위탁매매 (이석훈)
2. 투자은행 (박용린 · 이석훈)
3. 자산관리 (최순영)
4. 장외파생상품 (박용린)
5. 프라임브로커리지 (장정모)
6. 기업신용공여 (장정모)
7. 종합 (박용린 외)

III. 증권산업 현황 및 2020년 시장 전망

본 절에서는 증권사의 주요 업무별 시장 규모, 경쟁구도 등 현황을 살펴보고 향후 업무별 발전에 필요한 주요 과제(key gaps)를 분석한다. 또한, 주요 업무별 주요 성장요인에 기반하여 2020년 시장 규모와 증권사의 수익 규모를 전망해본다. 시장 및 수익 전망의 방법론은 업무에 따라 차이가 있다. 핵심 설명변수들의 과거 데이터가 충분한 경우 회귀분석을 통해 회귀계수를 구하고 해당 설명변수의 예측치를 적용하여 시장 및 수익 전망치를 구한다. 위탁매매, 투자은행 및 장외파생상품 업무의 경우 주요 변수들의 과거치가 충분한 관계로 회귀분석 방법론을 택한다. 반면, 회귀분석을 위한 과거 데이터가 부족하거나 시장이 아직 형성되지 않은 신규 업무의 경우 다른 방법론을 사용하여 전망치를 구한다. 리테일 고객만이 대상인 자산관리시장의 경우 가계 금융자산에 대한 수요 변화 예측을 활용하고, 프라임브로커리지 및 기업신용공여의 경우 선진 시장 벤치마킹과 업계의 시장 전망 의견 등을 사용한다.

2020년 시장 및 수익 전망은 방법론적 한계가 있으며 해석에 대해서도 유의해야 할 사항들이 있다. 우선 전망 방법론에 상관없이 공통적으로 적용되는 한계점은 주요 거시변수의 전망치 활용이다. 2013년에서 2020년까지의 GDP, 금리 등 주요 거시변수는 국회예산정책처의 전망치⁷⁾를 사용한다. 따라서 거시변수 전망치의 정확성에 따라 업무별 시장 및 수익 전망 또한 민감하게 움직일 수 있다. 각 방법론에 있어서도 유의해야 할 사항들이 있다. 회귀분석 방법론의 경우 해당 업무별 경제학적 이론에 근거한 모델이 아니기 때문에 주요 회귀계수는 경제학적 의미(economic significance)보다는 통계학적 의미(statistical significance)의 성격을 지닌다. 가계 금융자산 예측, 선진시장 벤치마킹 및 업계 전망치를

7) 국회예산정책처(2012)

활용하는 방법론의 경우 주요 설명 요인들의 선택 및 상관관계에 대한 통계학적 검증이 없다는 한계가 있다. 그러나 2020년 시장 및 수익 전망의 목적과 활용 방안이 정확한 규모의 예측보다는 향후 국내 증권산업의 방향성을 보여주고자 하는데 중점을 두고 있다는 점에서 방법론상의 한계는 수용할 수 있는 수준으로 판단된다.

1. 위탁매매

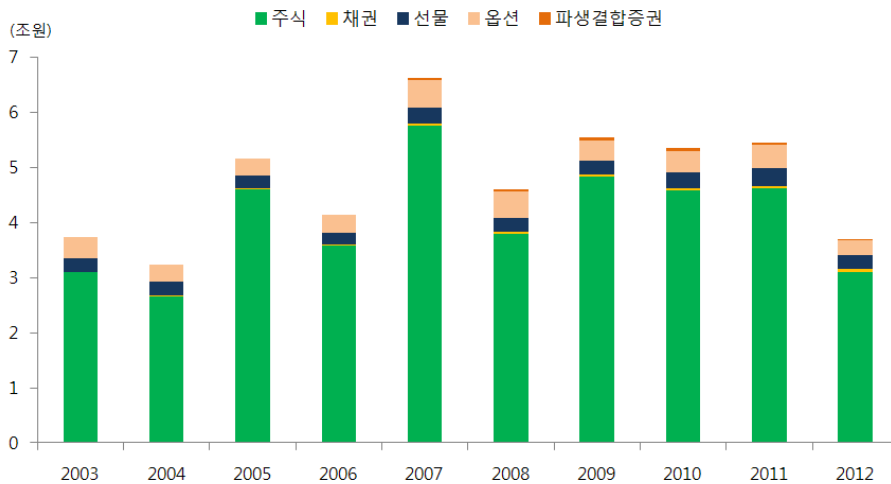
위탁매매 부문은 2012년도 수익이 크게 악화된 상황에서도 여전히 전체 수수료수익에서 차지하는 비중이 55%로, 증권업의 대표적인 수익원이다. 증권업 내 업무별 시장 규모를 고려해 볼 때 증권사들이 현재와 같은 위탁매매 중심의 수익구조를 쉽게 전환하기 어렵다는 점에서 증권업의 수익성은 위탁매매시장 규모 변화에 상당히 의존할 가능성이 높다. 다시 말하면 위탁매매 부문의 중장기적인 시장 규모에 대한 전망에 따라 증권사들은 경영전략을 달리 수립할 필요가 있을 것이다. 본 절에서는 최근 국내 위탁매매시장의 현황을 검토하고 회귀분석을 통해 2020년 위탁매매 부문의 시장 규모를 전망한다.

위탁매매 부문의 경우, 증권사들은 주식을 비롯하여 채권, 선물, 옵션, 파생결합증권 등에 대해 위탁매매 관련 서비스를 제공함으로써 고객들로부터 수수료를 받는 것 외에도 위탁매매 고객을 대상으로 한 신용공여 또는 기타 관련 수익도 상당히 창출하고 있다. 위탁매매 고객 관련 신용공여나 기타 수익이 작지 않지만 이러한 수익이 위탁매매 규모에 의해 상당 부분 결정된다는 점을 고려하여, 본고는 위탁매매 서비스를 중심으로 현황을 논의하고 시장 전망을 위한 분석을 하고자 한다.

가. 위탁매매 현황

2012년 기준 주식 위탁매매수익은 전체 위탁매매수익 대비 약 82%로 여타의 위탁매매수익보다도 절대적으로 크다.⁸⁾ 주식 다음으로는 옵션, 선물, 채권 순으로 수익이 큰 것으로 나타나고 있다. 한편, 최근 위탁매매수익의 추세를 보면 증권업 전체 7조원에 가까운 수익을 보였던 2007년을 정점으로 정체되거나 하락하는 모습을 보이고 있다. 위탁매매시장이 크게 악화되었던 것으로 평가받고 있는 2012년에는 증권업 전체 기준 3조 7천억원 규모의 수익을 보였는데, 이는 지난 10여 년 전 수준과 크게 다르지 않은 수치이기도 하다.

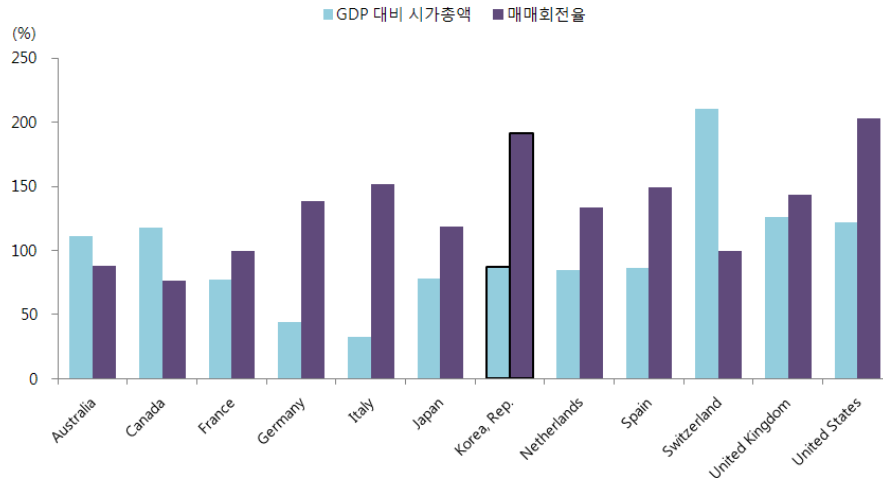
<그림 III-1> 유가증권 유형별 위탁매매수익의 추세



주 : 회계연도 기준
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

8) 선물이나 채권의 위탁매매의 경우, 거래대금은 주식보다 크거나 비슷하지만 수수료율은 주식에 비해 매우 낮다.

<그림 III-2> OECD 주요국 위탁매매 회전율 및 GDP 대비 시가총액(2003년~2012년 평균)



주 : 매매회전율=연간 주식거래대금/연평균 시가총액
 자료: OECD, World Bank Data

주식거래대금은 시가총액과 매매회전율로 결정되기 때문에, 매매회전율은 주식거래대금을 시가총액으로 나눈 값을 의미한다. 주식거래대금은 정의(定義)상 시가총액이 크거나 매매회전율이 높을수록 커지게 된다. 결국 주식거래대금을 전망하거나 변화를 논의할 때, 시가총액과 매매회전율은 중요한 지표가 된다.

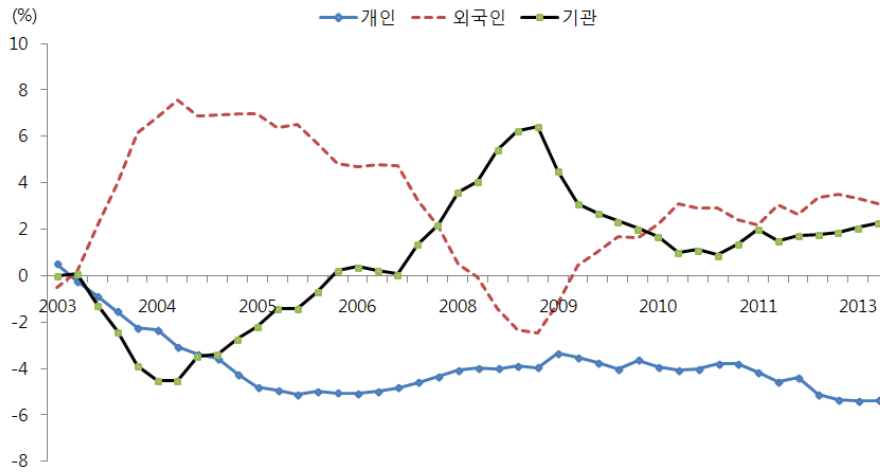
<그림 III-2>는 GDP 대비 시가총액과 매매회전율에 대해 국가 간 비교를 보여주고 있다. GDP 대비 시가총액의 경우, 우리나라는 일본이나 독일보다 높을 뿐 아니라 주식시장이 발달한 미국, 영국 등과도 차이가 크지 않은 수준이다. 즉 국내 GDP 대비 시가총액은 주식시장 발전에 따라 보다 증가할 여지가 있지만 이미 미국이나 영국과도 비슷하여 크게 증가하기는 어려울 것으로 보인다. 따라서 국내 시가총액은 GDP가 성장하는 수준에서 증가할 가능성이 크다.

국내 매매회전율은 비교 국가들 중 미국 다음으로 높은 특징을 보이고 있다. 미국을 제외하고는 호주, 영국, 스위스, 캐나다 등 자본시장이 발달되어 있고 기관투자자 비중이 큰 국가들에서는 매매회전율이 상대적으로 낮았다. 이는 기관투자자들은 개인보다는 매매회전율이 낮기 때문이다. 실제로 국내 매매회전율이 국가 간 비교에서 상대적으로 높았던 요인 중 하나는 매매회전율이 낮은 기관투자자의 비중이 낮고 매매회전율이 높은 개인투자자의 비중이 높았기 때문인 것으로 보인다.

<그림 III-3>은 2003년을 기준으로 개인, 외국인, 기관투자자별 주식 보유비중의 변화를 보여주고 있다. 이러한 추이는 FnGuide에서 구한 투자자 유형별 일별 순매수대금을 해당일의 시가총액으로 나누어 순보유의 증감을 나타낸 것이다.⁹⁾ <그림 III-3>은 개인의 주식 보유비중이 꾸준히 감소하여 2003년과 2012년 사이 보유비중이 약 6%p 하락하였으며 반대로 외국인과 기관투자자의 주식 보유비중은 동기간 약 2~3%p씩 증가하였음을 보여주고 있다. 그 이유로는 개인들의 투자수익률 저하로 인해 개인투자자들이 주식시장을 이탈하였거나 보험 및 연기금 등의 확대로 기관투자자들의 주식시장 참여가 증가하였기 때문으로 보인다. 이러한 기관들의 주식시장 참여가 증가하는 추세는 고령화나 저금리 등으로 향후에도 지속될 가능성이 크다. 결국 이러한 주식시장의 기관화는 매매회전율을 낮출 것으로 보인다.

9) <그림 III-3>은 일별 순매수대금을 통해서 추정된 투자자별 보유비중의 변화를 보여주고 있다. 이러한 추정 방식은 분석기간 동안 주식투자에 따른 수익률이 낮았던 투자자 그룹의 보유비중을 실제보다 높이는 방향으로 편향(bias)을 제공할 가능성이 있다. 대체로 개인이 외국인이나 기관투자자보다 수익률이 낮다는 점을 감안하면, 개인의 실제 보유비중은 <그림 III-3>에서 제시된 것보다는 더욱 하락하였을 것으로 보인다.

<그림 III-3> 투자자별 주식보유 비중의 변화

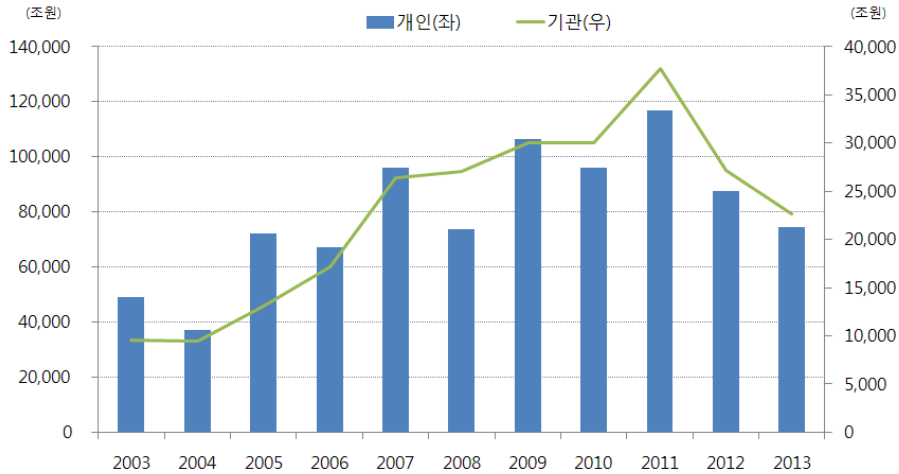


자료: FnGuide

<그림 III-3>을 보면, 최근 2년 사이 개인투자자들의 주식보유비중이 약 2%p 감소하였는데, 이러한 수치는 최근 개인투자자들의 주식시장 이탈이 작지 않음을 의미한다. 이러한 개인투자자들의 주식보유 비중 하락은 위탁매매시장이 악화된 이유 중의 하나임에는 틀림없다.

그러나 이러한 요인 외, 2007년 이후 급성장한 ELS시장으로 ELS 헤지 목적의 주식매매가 증가한 것이나 인덱스펀드와 ETF 같은 패시브 지수추종형 펀드 비중의 증가로 주식시장의 변동성이 낮아진 것도 위탁매매 감소의 원인으로 지목되고 있다. 저성장 시대로 오면서 기업이익의 정체가 심화된 점도 투자자들의 주식투자 및 거래 유인을 낮춘 것으로 평가되고 있다. 최근 1~2년 사이 변동성이 낮아지고 수익률의 감소가 지속되면서 기관투자자들의 주식거래 대금도 함께 감소하고 있는데 이 또한 개인고객의 이탈현상과 함께 위탁매매시장을 악화시키고 있는 요인으로 보인다(<그림 III-4> 참조).

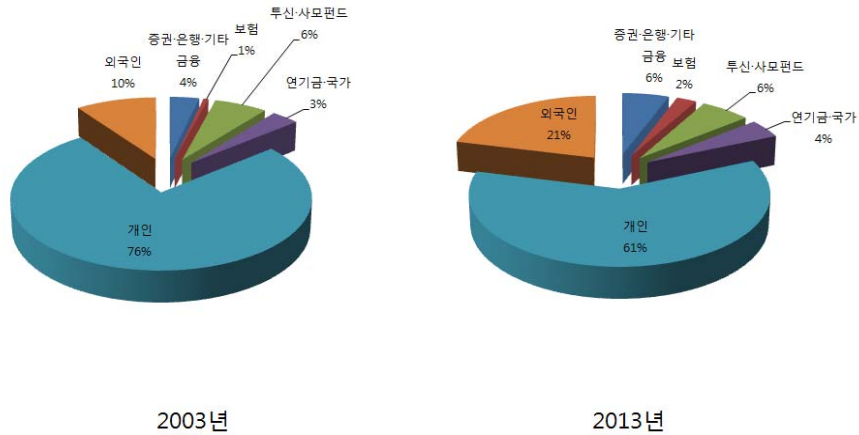
<그림 III-4> 개인 및 기관투자자의 일평균 주식거래 대금 추이



주 : 2013년은 6월까지의 자료임
 자료: FnGuide

<그림 III-5>는 지난 10여 년간 위탁매매 고객 구성의 변화를 보여주고 있다. 위탁매매 고객의 구성 변화를 보면 개인의 위탁매매 비중이 2003년 76%에서 2013년 61%로 크게 감소하였던 반면 외국계 증권사들이 독식하고 있는 외국인의 위탁매매 비중은 10%에서 21%로 증가하였던 것이 두드러진다. 그 외, 기관투자자의 위탁매매 비중은 14%에서 18%로 증가하였다. 보험과 연기금 등의 위탁매매 비중이 각각 1%와 3%에서 2%와 4%로 증가하였는데, 이는 고령화 시대에 들어서면서 개인들의 금융자산의 일정 부분이 자발적이든지 또는 비자발적이든지 간에 보험 및 연기금 등으로 들어갔던 것이 이들의 주식시장 참여를 높였기 때문인 것으로 보인다. 그러나 2000년대 중반 확대되었던 주식형 펀드시장이 서브프라임 사태 이후 위축된 탓에, 투신·사모펀드의 위탁매매 비중은 6%로 정체된 모습을 보여주고 있다.

<그림 III-5> 투자자 유형별 주식거래 비중의 변화



주 : 2013년은 6월까지의 자료임
 자료: FnGuide

고령화 시대에 개인들의 금융자산 중 보험이나 연금의 비중이 확대되고 개인들이 직접투자보다는 안정적이면서도 수익률을 제공하는 금융투자상품을 선호할 가능성이 있어 기관투자자 부문이 주식시장에서 차지하는 비중은 지속적으로 확대될 것으로 보인다. 기관화가 확대됨에 따라 대규모 거래를 위한 Dark Pool 형태의 거래나 파생상품과 연계된 거래 또는 헤지펀드에 의한 대차거래 등이 확대되고 있는데, 이에 따라 위탁매매의 유형도 점차 다양해질 것으로 보인다.

<표 III-1>은 유가증권 유형별 증권사 위탁매매수익과 수수료율을 보여주고 있다. <표 III-1>에서 확인할 수 있듯이, 주식 위탁매매 수수료율은 2003년 이후 꾸준히 하락하면서 2003년 16.9bp에서 2012년 9.4bp로 지난 10년 사이 약 45% 정도 감소하였다.¹⁰⁾ 주식 위탁매매 수수료율 하

10) 지난 2011년 위탁매매 부문에 모바일 서비스가 본격적으로 도입되면서 수

락의 원인은 IT 기술이 진화하면서 비용이 절감되었을 뿐 아니라 온라인 위탁매매 서비스의 차별화가 크게 나타나기 어려워 온라인 고객들이 수수료율에 민감하게 반응함에 따라 수수료율 경쟁이 과열되었기 때문인 것으로 보인다.

이외 주식 위탁매매 고객을 유치할 경우 증권사들이 신용공여나 자선들이 취급하는 금융투자상품의 수익 측면에서 시너지를 고려한 것도 증권사 간 위탁매매 수수료율 경쟁을 부추겼던 요인으로 보인다.

<표 III-1> 유가증권 유형별 증권사 위탁매매 수수료(율) 추이

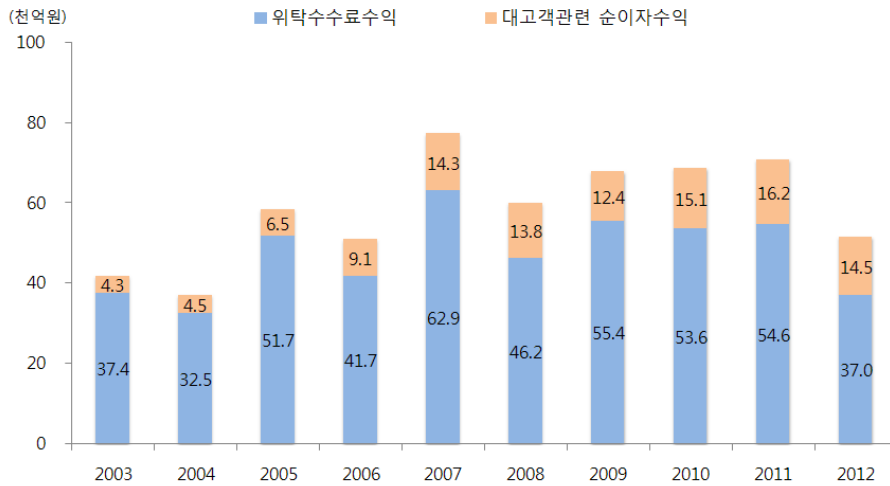
(단위: 천억원)

연도	주식		채권		선물		옵션	
	수익	수수료율	수익	수수료율	수익	수수료율	수익	수수료율
2003	25.2	16.9bp	0.13	0.99bp	2.37	0.57bp	3.96	17.8bp
2004	20.6	16.5bp	0.20	1.03bp	2.42	0.54bp	3.18	16.5bp
2005	35.2	16.2bp	0.23	1.34bp	2.22	0.47bp	3.09	16.3bp
2006	33.1	15.0bp	0.26	1.19bp	2.16	0.42bp	3.09	16.2bp
2007	56.0	14.8bp	0.34	0.22bp	2.82	0.40bp	5.09	14.8bp
2008	32.3	11.9bp	0.26	0.14bp	2.68	0.33bp	4.79	8.6bp
2009	41.2	11.4bp	0.42	0.12bp	2.60	0.27bp	3.54	4.8bp
2010	38.4	11.6bp	0.47	0.11bp	2.83	0.22bp	3.88	5.0bp
2011	41.4	9.8bp	0.46	0.11bp	3.26	0.22bp	4.16	4.4bp
2012	29.4	9.4bp	0.36	0.11bp	1.90	0.22bp	2.16	4.1bp
2003-2007	39.4	16.6bp	0.23	0.95bp	2.40	0.48bp	3.68	16.3bp
2008-2012	41.8	10.7bp	0.42	0.12bp	2.78	0.25bp	3.85	5.4bp

자료: 금융감독원 금융통계시스템

수수료율 경쟁은 한층 과열된 것으로 보인다. 실제로 2011년 위탁매매 수수료율은 2010년 대비 15.5%의 큰 감소폭을 보였다.

<그림 III-6> 위탁매매 수수료수익과 관련 순이자수익 현황



주 : 대고객 관련 순이자수익=신용공여이자+매입대출채권이자+대출금이자+차주 매각대금이용료+증금예치금이자+별도예치금평가이익-대주매각대금이용료-투자자예탁금이용료-별도예치금평가손실

자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-6>은 위탁매매 대고객 관련 순이자수익이 확대되고 있음을 보여주고 있다. 위탁매매 관련 순이자수익은 2003년 4,300억원 수준에서 2007년 1조 4천억원으로 3배 이상 증가했다. 최근 3년간 위탁매매수수료 대비 위탁매매 대고객 관련 순이자수익의 비율도 31.5%로 12.0%였던 2003년과 차이가 크게 나타났다.

주식 위탁매매 외에도 채권, 선물, 옵션 등의 위탁매매 수수료율도 2000년대 초중반(2003~2007년)에 비해 2000년대 후반 이후(2008~2012년)에 크게 감소하였는데, 대표적으로 채권이 0.95bp에서 0.12bp로 가장 큰 감소폭을 보였으며 선물과 옵션도 각각 0.48bp와 16.3bp에서 0.25bp와 5.4bp로 1/2 수준 또는 1/3 수준으로 감소하였다.

요약해보면, 지난 10여년 사이 주식 위탁매매 수수료율이 2배 이상 감소하였던 것은 최근 위탁매매가 감소하였던 것 외에 위탁매매수익을 악화시켰던 주된 요인이었던 것이다.

<표 III-2> 유가증권 유형별 위탁매매 시장집중도 추이

연도	주식		채권		선물		옵션	
	CR5	HHI	CR5	HHI	CR5	HHI	CR5	HHI
2003	50.2	666	78.1	1,584	42.9	567	36.3	500
2004	50.7	675	73.1	1,262	39.5	530	36.9	500
2005	52.5	744	79.4	1,437	41.9	569	38.9	539
2006	51.0	726	70.2	1,220	39.2	551	36.3	524
2007	50.4	714	72.3	1,749	39.4	556	39.3	556
2008	49.2	688	58.2	930	40.5	585	41.2	574
2009	48.1	664	50.1	767	35.6	493	41.3	569
2010	47.5	638	47.3	696	38.1	499	39.8	547
2011	45.4	607	44.4	681	37.7	483	39.4	538
2012	46.0	611	42.2	633	39.3	511	40.2	542
2003-2007	51.0	705	74.6	1,450	40.6	554	37.5	524
2008-2010	47.2	642	48.4	741	38.2	514	40.4	554

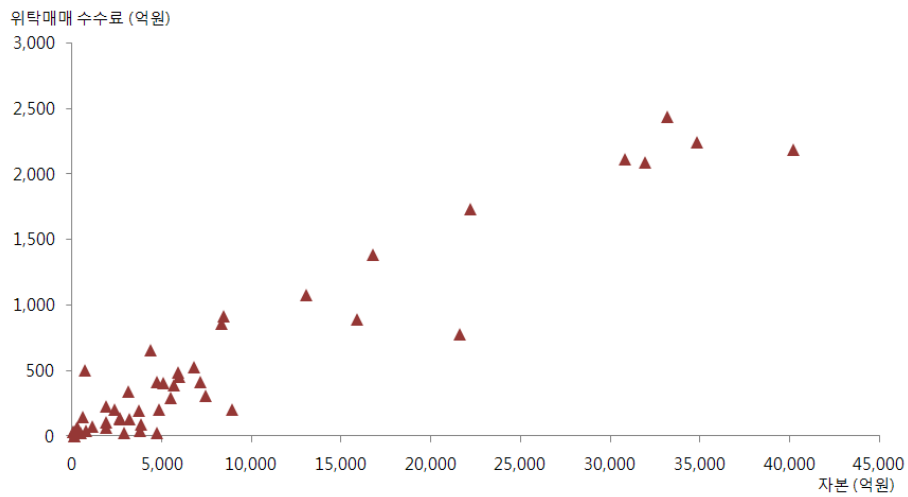
자료: 금융감독원 금융통계시스템

시장구조 측면에서 보면 2012년 수수료수익 기준 상위 5개사들의 시장점유율이 주식 46.0%, 채권 42.2%, 선물 39.3%, 옵션 40.2%로 낮았고 HHI(Herfindahl Hirschman Index)지수¹¹⁾ 또한 500~700%로 낮게 나타났다. 이는 위탁매매 부문이 매우 경쟁적인 시장구조에 있음을 보여주는 것이다. <그림 III-7>에서 확인 할 수 있듯이 위탁매매 부문의 시장구조는 증권사들의 자본력과 매우 밀접한 관계를 가지고 있다. 이는 위탁

11) HHI지수는 통상 2,000% 이상이면 독점적인 시장구조, 1,000~2,000% 사이는 과점적인 시장구조, 1,000% 미만이면 경쟁적인 시장구조에 있다고 본다.

매매 부문이 리테일 영업망에 상당히 의존하기 때문이다. 결국 증권업 전체에서 상위 5개 증권사들이 차지하는 자본력 비중이 43.3%임을 보면, 위탁매매 부문의 경쟁구도는 자본력 측면에서 경쟁적인 증권산업의 시장구조에 따른 것임을 알 수 있다.

<그림 III-7> 증권사 자본력과 주식 위탁매매수수료 간 상관관계



자료: 금융감독원 금융통계시스템

한편 위탁매매 부문이 자본력과 점포망이 고객유치 경쟁에서 중요한 요인 중의 하나임에도 불구하고 고객확보를 위한 수수료 경쟁은 여전히 치열하였던 것으로 보인다. 그 이유는 수수료에 민감한 온라인 고객을 유치하기 위한 경쟁이 증권사 사이에서 매우 치열하였고 이로 인해 증권사들은 자사의 오프라인 리테일 고객이나 법인 대상의 위탁매매 수수료율도 함께 낮출 수밖에 없었기 때문인 것으로 보인다.

마지막으로, 최근 국내 증권사들의 해외진출은 온라인 위탁매매 부문을 중심으로 나타나고 있다. KDB대우증권은 인도네시아 최대 온라인 증

권사 eTrading증권의 지분 41.65%를 정식으로 인수하고 인도네시아 시장 진출을 본격화하였다. 실제로 KDB대우증권은 2007년부터 eTrading증권의 지분을 꾸준히 취득하며 인도네시아 금융시장에 대한 경험을 축적하는 한편, IT, 경영전략, 마케팅을 중심으로 eTrading증권에 대한 지원을 강화해왔다. 그 결과 1% 미만에 불과했던 시장점유율을 3.6%까지 상승시켰고, 특히 온라인시장에서는 점유율 20%를 차지하며 온라인 1위 회사로 성장시키는 성과를 창출했다.¹²⁾ 그 외 최근 키움증권이나 대신증권 등은 인도네시아에 현지 법인을 설립하거나 현지 증권사와 온라인 사업을 협력하는 등 위탁매매 진출에 박차를 가하고 있다. 이러한 현상은 국내 위탁매매시장이 포화상태이고 경쟁이 치열한 반면 국내 증권사들이 다년간 쌓아온 온라인 위탁매매 영업전략이나 경쟁력이 주식 위탁매매시장이 최근 성장하고 있고 아직 국내보다는 발달하지 못한 아시아 시장에서 활용될 수 있다는 강점이 작용하고 있는 것으로 보인다.

나. 위탁매매의 Key Gaps 분석

증권사들의 주 고객이자 매매회전율이 높아 위탁매매 수익성을 높였던 개인투자자들이 주식시장에서 이탈하면서 증권사의 위탁매매 규모를 크게 낮추고 있다. 고령화 시대에 접어들면서 개인들은 안정적이면서도 일정 수준의 수익성을 제공하는 보험, 연금, 펀드 및 금융투자상품 등을 통한 간접투자를 확대하고 있다. 이러한 간접투자는 이들의 주식에 대한 직접투자를 대체하고 있다. 서브프라임 사태 이후 개인투자자들은 저성장 기조에서 주식 수익률에 대한 기대가 낮아졌을 뿐 아니라 주식투자에 따른 위험 부담을 크게 가지면서 은행예금이나 중위험·중수익 상품

12) KDB대우증권은 eTrading증권 지분 41.65%를 인수해 기존 38.35%였던 지분율을 80%까지 지분을 확대했다(KDB대우증권, 포기할 수 없는 해외 진출의 꿈, 이데일리 2013.10.4).

등 안전자산에 대한 선호 현상이 커졌다. 이러한 현상이 구조적인 측면이 크다는 점에서, 개인투자자들의 주식시장 이탈은 향후에도 지속될 것으로 보인다. 국내 증권사 대부분이 리테일 위탁매매 중심의 수익구조를 갖추고 있어 현재의 추세가 지속될 경우 개인투자자 감소에 따른 위탁매매 수익성 악화는 심화될 가능성이 크다.

이와 같이 위탁매매 수요의 확대 가능성이 적고 영업의 속성장 수수료 마진을 높이기 쉽지는 않은 구조에서 위탁매매 부문은 향후 증권업계의 성장 동력이 되기는 어려울 것으로 보인다. 미국과 일본 등 해외사례를 보면, 위탁매매 수수료율의 경쟁이 심화되고 기관투자자들의 참여가 확대되는 등 자본시장이 발전하는 과정에서 위탁매매 부문의 비중이 위축되었음을 알 수 있다. 이러한 상황에서 리테일 위탁매매 영업에 인력과 자본이 집중되어 있어, 국내 증권사들이 수익구조 개선을 통하여 새로운 성장 동력을 찾는 데 노력해야 할 것이다.

일부 온라인 특화증권사를 제외하고 중소형사들 대부분이 대형사와 마찬가지로 점포망을 통한 리테일 영업에 상당히 의존하고 있고 천편일률적인 종합증권업 형태를 유지하고 있기 때문에 위탁매매 부문의 시장 점유율은 증권사의 자본력에 비례하고 있음을 앞서 확인하였다. 그런데 신보성 외(2008)에 따르면 위탁매매 부문이 비용측면에서 규모의 경제를 가진다. 이는 중소형사들의 비용구조가 위탁매매 고객 규모가 상대적으로 큰 대형사에 비해 비효율적일 것임을 의미한다. 따라서 중소형사들은 위탁매매 위축에 따른 추가적인 비용부담이 더욱 심각할 것이다.

한편, 기관투자자들의 위탁매매 비중이 확대되고 있는 가운데 지난 10년 사이 애널리스트들의 수는 크게 증가하였다. 그러나 애널리스트 서비스 부문에서 차별화된 경쟁력이나 역량은 이에 비례하여 향상되지 못하고 있다. 이는 국내 증권사들이 전 산업을 대상으로 기업 커버리지를 높이는 방향으로 애널리스트 규모를 키우고 있어, 특정한 산업이나 섹터

에서 전문성이 높은 애널리스트들을 양성하지 못하였기 때문이다. 더욱이, 중소기업 뿐 아니라 대형사들도 미국의 선진사례¹³⁾와 같이 특정 산업이나 섹터 부문에서 평판을 갖춘 애널리스트들을 가지고 있지 못하고 이를 통해서 애널리스트 부문과 투자은행 사업 간 시너지도 만들어 내지 못하고 있다.

다. 국내 위탁매매시장의 증장기 전망

1) 주식 위탁매매시장 전망을 위한 방법론과 요인 분석

2020년까지의 주식 위탁매매시장 전망을 위한 방법론은 다음과 같다. 시장 전망을 위한 첫 번째 단계는 주식 위탁매매시장 규모에 영향을 줄 수 있는 시장환경적 외생변수들을 설명변수로 설정한 회귀분석을 함으로써 시장환경적 외생변수들과 위탁매매시장 규모 간의 관계를 추정한다. 두 번째 단계는 시장환경적 외생변수들의 향후 예상치를 추정된 모형에 적용함으로써 주식 위탁매매시장 규모를 구하고 가정된 수수료율을 곱하여 수익규모를 예측한다.

위탁매매수익은 매매회전율(turnover)과 시가총액으로 구성된 위탁매매 거래대금과 수수료율을 곱한 값이다. 본고에서는 매매회전율과 시가총액이 결정되는 요인이 달라 이들 변수들에 대한 회귀분석을 개별적으로 수행하였다. 매매회전율과 시가총액을 추정하기 위한 회귀분석은 분위추정법(quantile regression)을 이용하였는데, 이 방법론은 최소자승법보다는 특이값(outlier)에 영향을 덜 받는 장점을 가진다. 모든 회귀분석은 2003년부터 2012년까지로 10년 동안의 분기 통계치를 사용하였다.

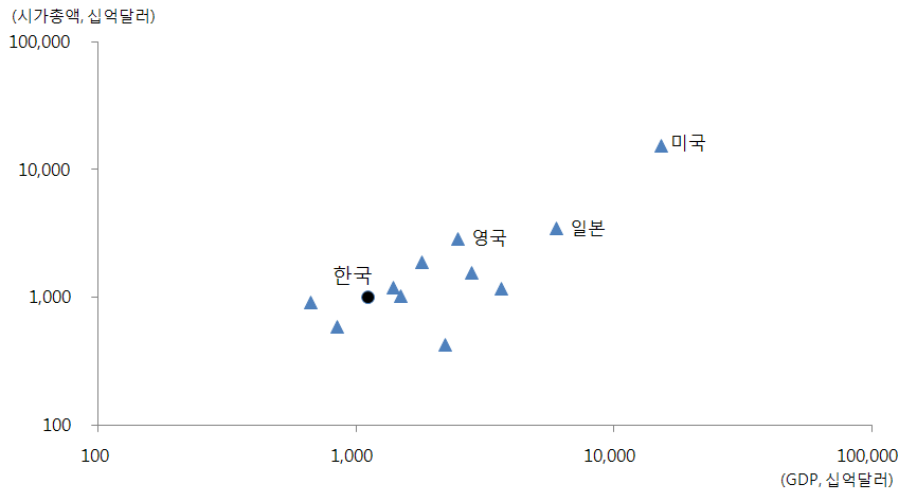
13) 이를 테면, Piper Jaffray는 7개 주력산업을 중심으로 투자은행과 법인 브로커리지 간의 시너지를 창출하고 있고 Friedman Billing Ramsey(FBR), JMP Group, KBW 등도 유사한 전략으로 수익을 내고 있다.

$$\begin{aligned} \text{위탁매매 수수료수익} &= \text{위탁매매 수수료율} \times \text{위탁매매 거래대금} \\ &= \text{위탁매매 수수료율} \times (\text{매매회전율} \times \text{시가총액}) \end{aligned}$$

먼저, 매매회전율을 추정하는 회귀분석에서는 설명변수로 해당 분기의 3개월 수익률(t), 변동성(t), 개인비중 변화(t)를 이용하였다. 여기서, 3개월 수익률(t)은 t분기의 종합주가지수와 코스닥지수의 수익률을 해당 분기의 시가총액을 기준으로 가중 평균한 주가지수수익률이고 변동성(t)은 종합주가지수와 코스닥지수의 표준편차를 시가총액을 기준으로 가중 평균한 주식지수수익률의 t분기 표준편차이며, 개인비중 변화(t)는 2003년 1분기를 기준으로 유가증권시장과 코스닥시장의 일간 개인순매수를 해당일 시가총액으로 나누어 구한 개인 주식보유비중의 변화에 대한 t분기까지의 누적치가 된다. 한편, 종속변수인 매매회전율은 국내 증권사 전체의 분기별 주식위탁매매 거래대금(시장+장외)을 해당 분기의 평균 시가총액으로 나눈 값이다.

시가총액을 추정하기 위한 회귀분석에서는 설명변수로 t분기의 경제총생산(t), t분기부터 1년간의 경제성장률(t+4), t분기 AA-등급 이상 만기 3년의 회사채 금리(t), t분기의 평균 환율(t) 등이 이용되었다. 종속변수는 유가증권과 코스닥 시가총액을 더한 분기별 평균 시가총액으로 사용하였다.

<그림 III-8> 국가별 GDP와 시가총액 간의 관계



자료: World Bank

자본시장 발달 정도에 따라 기업들의 주식시장 참여율이 달라 국내 총생산 대비 시가총액은 다소 차이가 있다. 그러나 국내총생산이 큰 경우 해당 국가 내 기업들의 수가 많고 생산규모도 크기 때문에 상장기업들의 시가총액은 GDP 규모와 높은 상관관계를 가진다. <그림 III-8>¹⁴⁾에서 알 수 있듯이, 국가별 GDP 규모와 시가총액 간에는 우상향 관계가 매우 유의적으로 나타나고 있다. 특히 이러한 분석결과는 향후 GDP 규모가 국내 주식시장 시가총액 결정에 중요한 영향을 미칠 것임을 시사한다.

시가총액은 기업들의 생산활동 또는 투자에 따른 수익성에 의해서도 결정된다. 국내 기업들의 생산활동 또는 투자활동은 회사채 금리 뿐 아니라 환율에 의해서도 영향을 크게 받는데, 그 이유로는 국내 기업들

14) <그림 III-8>에서 비교 국가들은 GDP가 대체로 우리나라보다 큰 OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) 국가들(호주, 캐나다, 프랑스, 독일, 일본, 네덜란드, 스페인, 스위스, 영국, 미국)이다.

상당수가 수출과 관련되어 있어 환율에 따라 수익성이 결정되기 때문이다. 그 외 외국인 투자자들의 국내 기업에 대한 주식투자가 환율에 영향을 받기 때문에 환율은 국내 주식시장 시가총액 결정에 중요하다.

<표 III-3> 매매회전율 및 시가총액과 설명변수 간 상관관계

	매매회전율		시가총액
3개월 수익률(t)	0.0769	경제총생산(t)	0.9627
3개월 수익률(t-1)	0.0466	경제성장률(t+4)	0.0576
변동성(t)	0.5712	회사채금리(t)	-0.2806
개인비중변화(t)	0.4547	환율(t)	-0.1517

<표 III-3>에서는 매매회전율 및 시가총액과 앞서 제시한 설명변수 간 상관관계를 나타내고 있다. 분석결과, 매매회전율의 경우 변동성(t)과 개인주식투자 비중의 누적치(t)와 상관관계가 높았고 시가총액은 경제총생산(t) 뿐 아니라 회사채금리(t) 및 환율(t)과도 높은 상관관계를 가지고 있음을 확인할 수 있었다.

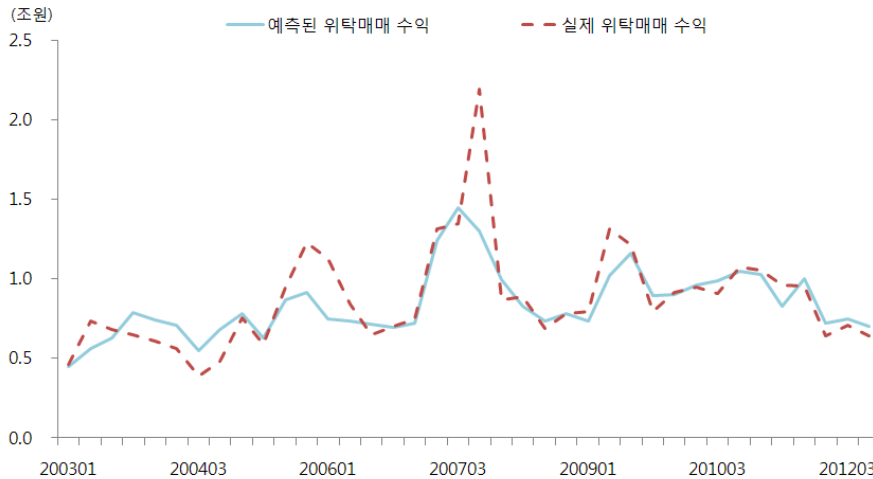
<표 III-4> 매매회전율과 시가총액 결정요인 분석

종속변수 설명변수	매매회전율	시가총액
3개월 수익률(t)	0.0099*** (3.46)	
3개월 수익률(t-1)	0.0039 (1.36)	
변동성(t)	22.60*** (5.16)	
개인비중변화(t)	0.083*** (4.85)	
경제총생산(t)		1.19*** (23.10)
경제성장률(t+4)		11.01** (2.08)
회사채 금리(t)		-0.915 (-0.08)
환율(t)		-0.264** (-2.37)
상수항	0.584*** (3.87)	-18.01*** (-8.66)
R squared	0.4471	0.8354

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 유의적이며 () 안은 t 통계량임

<표 III-4>는 매매회전율과 시가총액에 대한 분위회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 매매회전율의 경우, 해당 분기의 주식수익률이나 변동성, 개인비중 변화에 매우 유의적인 영향을 받고 있었다. 구체적으로는 주식 수익률과 변동성이 높을 때나 개인비중이 높은 경우 매매회전율이 높아지는 것으로 나타났다. 시가총액의 경우, 경제총생산, 경제성장률은 양(+)의 계수 값을, 환율은 음(-)의 계수 값을 보였으며, 모두 유의적인 것으로 나타났다.

<그림 III-9> 예측된 위탁매매수익과 실제 위탁매매수익



자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-9>는 회귀분석을 통해서 추정된 계수들과 과거 설명변수들의 값을 이용하여 분석기간 예측된 위탁매매수익과 실제 위탁매매수익을 비교하고 있다. 예측된 위탁매매수익 추이는 2007년 일부 분기를 제외하고는 실제 위탁매매수익 추이와 매우 유사하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

2) 위탁매매 부문의 시장 전망

주식 위탁매매회전율과 시가총액에 대한 회귀분석을 이용하여 구한 추정계수들과 시장환경적 요인변수들의 전망치를 이용하여 2020년까지의 위탁매매시장 규모를 예측한다. <표 III-5>는 주식 위탁매매시장 규모에 영향을 주는 변수들에 대해 가정된 수치를 보여준다. 회귀분석 결과를 주식 위탁매매 수수료수익 전망에 한하여 이용할 수밖에 없기

때문에, 전체 위탁매매수익을 전망하기 위해서는 여타 유가증권에 대한 위탁매매 수수료수익이나 위탁매매 관련 이자수익 등을 추가로 구해야 한다. 이를 위해 본고는 현재의 주식 위탁매매 수수료수익 대비 여타 유가증권 위탁매매 수수료수익과 위탁매매 관련 이자수익의 비율이 향후 2020년에도 동일하게 유지된다고 가정하고 이들 수익에 대한 예측치를 구한다.

<표 III-5> 위탁매매 전망을 위한 변수들의 가정된 수치

변수	가정된 수치	비 고
변동성	0.02325%	최근 3년 평균
3개월 수익률	3.323%	분석기간 평균
개인비중 변화	-0.033%	분석기간 평균 감소율
연간 경제성장률	-	국회예산처 보고서 참고
환 율	-	국회예산처 보고서 참고
회사채(3년, AA-)	-	국회예산처 보고서 참고
위탁매매 수수료율	-	분석기간 수수료율 감소율의 1/2
주식 위탁매매수익	84.45%	전체 위탁매매수수료 대비
위탁고객 이자수익	23.98%	전체 위탁매매수익 대비

위탁매매 전망을 위한 변수들의 가정된 수치로 3개월 수익률은 분석기간 평균치를 이용하였고 변동성은 최근 3년 평균 변동성, 개인비중 변화는 분석기간 동안의 평균 감소율을 이용하였다. 경제성장률, 환율, 회사채(3년, AA-) 변수는 최근 국회예산처 중장기 전망보고서에서 발표된 전망치를 이용하였다. 위탁매매 수수료율은 분기별 0.65% 수준의 수수료 하락률을 가정하였는데 이는 현재의 감소추세보다 1/2 수준 완화¹⁵⁾된 것이다.

15) 위탁매매 수수료율이 상당히 낮아진 상황이기 때문에, 증권사 간 경쟁이 높더라도 현재보다는 하락 추세가 완화될 것이라고 보았다.

<표 III-6> 연도별 위탁매매 부문의 수익 추정

(단위: 조원)

	주식 위탁매매수수료	전체 위탁매매수수료	이자수익 포함한 위탁매매수익
2014	3.73	4.41	5.81
2015	3.83	4.53	5.96
2016	3.92	4.64	6.10
2017	4.07	4.82	6.34
2018	4.19	4.97	6.53
2019	4.30	5.09	6.70
2020	4.39	5.19	6.83

추정 결과, 향후 위탁매매 수수료수익은 연평균 약 2.8%의 성장률로 2020년에는 약 5.2조원 수준이 되고 이자수익을 포함한 위탁매매 관련 총 수익으로는 약 6.8조원이 될 것으로 예상되었다. 현재 위탁매매수익 규모가 여타 사업 부문에 비해 매우 크기 때문에, 위탁매매수익 규모 성장률이 낮더라도 2020년에도 위탁매매 부문이 전체 증권업 수익에서 차지하는 비중은 여전히 높을 것으로 보인다.

라. 소결

국내 위탁매매 부문은 지난 10년 사이 고객구성의 변화, 위탁매매 규모의 정체, 수수료율 하락 등이 주요한 특징으로 나타났다. 주식보유비중의 변화를 보면 개인의 비중은 크게 감소하였던 반면 기관투자자와 외국인의 비중은 꾸준히 증가하였다. 이는 개인투자자들이 주식시장을 이탈하고 자산관리나 보험, 연금 부문이 확대되면서 기관투자자들의 주식시장 참여가 상대적으로 증가하였기 때문이다. 매매회전율이 높은 개인투자자들의 위탁매매 비중이 감소한 것 외에도 ELS나 ETF 등 금융투자상품이 확대되면서 기관들의 헤지거래나 패시브한 거래가 증가하여 주식시장의 변동성이 낮아졌을 뿐 아니라 저성장 시대에 기업들의 실적이 악화되었던 점도 위탁매매시장을 위축시켰던 요인임을 확인하였다. 다른 한편, 위탁매매 서비스의 차별화가 어렵기 때문에 증권사들이 고객을 확보하기 위해 수수료율 경쟁을 확대하였던 것도 사실이다. 위탁매매 거래가 감소하였던 요인이 구조적인 변화에 기인한 점이 크고 수수료율도 더욱 낮아질 가능성이 크다는 점을 감안하면, 향후 위탁매매수익 규모는 본 절에서 분석한 위탁매매시장 전망과 같이 높은 성장률을 보이는 것은 어려울 것으로 보인다.

비록 위탁매매 성장률이 여타의 부문보다도 낮을 것으로 예상되지만 현재의 시장 규모 자체가 매우 크기 때문에 위탁매매 부문은 당분간 증권업 내 높은 수익원을 유지할 것으로 보인다. 결국 증권사들은 위탁매매 부문에서 비용효율성을 최대한 높임으로써 현재보다 수익성을 개선하는 전략을 취해야 할 것이며 기관화되고 있는 위탁매매시장에 적절하게 대응해야 할 것으로 보인다.

2. 투자은행

가. 국내 인수 부문

1) 국내 인수 부문의 현황 및 추이

증권사들은 주식이나 채권발행시장에서 발행증권의 인수 또는 주선 업무 등의 서비스를 통해 인수 부문의 수익을 내고 있다. 증권사의 인수 부문의 수익은 발행규모와 인수 수수료율로 구분해 볼 수 있다. 발행시장의 규모는 거시경제적 요인에 따른 자금조달의 수요 뿐 아니라 직접 자금 조달에 따른 기업들의 직간접 비용에 의해서도 영향을 받는다. 인수 수수료율은 발행증권의 유형이나 규모에 따라 건별로 다르게 결정되고 있다. 인수 부문의 수익 변화나 추세를 파악하기 위해서는 거시경제적 환경요인이나 자금조달의 직간접 비용 등을 통한 발행규모 뿐 아니라 발행증권의 유형이나 건별 규모, 기업고객의 특징을 통해 인수 수수료율 등을 함께 살펴볼 필요가 있다.

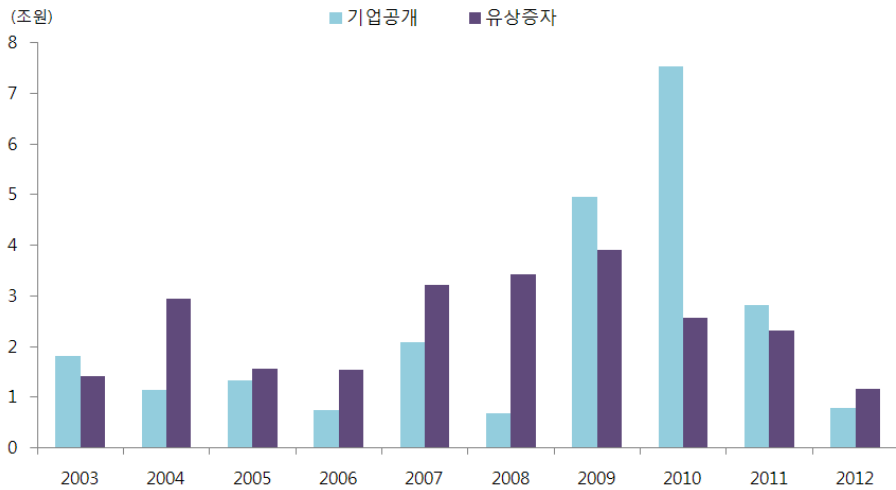
가) 주식 인수 부문의 현황

주식발행은 비상장기업이 통상적으로 거래소에 상장함과 동시에 주식을 발행하는 기업공개(Initial Public Offering: IPO)와 상장기업이 추가로 주식을 발행하는 유상증자(Secondary Equity Offering: SEO)로 구분된다. 여기서는, 유상증자를 포함한 주식 발행시장의 현황을 개괄적으로 파악한 후 IPO시장을 중심으로 세부적인 현황이나 특징을 검토한다.

<그림 III-10>은 최근 국내 IPO와 유상증자 과정에서 증권사들이 인정한 주식발행 규모를 보여주고 있다. IPO와 유상증자를 합한 전체 증

권사 주식 인수 규모는 2003년부터 2007년까지의 기간(2000년대 초·중반기)에 비해 2008년부터 2012년까지의 기간(2000년대 후반 이후)에서 평균적으로 많았다.

<그림 III-10> IPO와 유상증자 시 증권사 인수 규모 추이



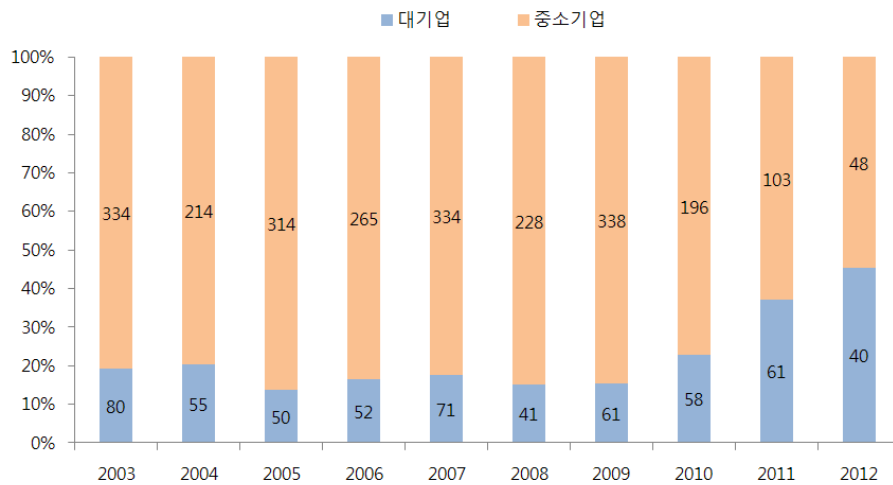
자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-10>에서 확인할 수 있듯이 연간 주식 인수 규모는 거시경제적 환경이나 주식시장 상황에 따라 급변하는 모습을 보이고 있다. IPO의 경우, 연간 전체 증권사의 인수 규모는 1조원에서 5조원 사이로 연도별 격차가 컸으며 분석기간 평균은 2조원 정도로 나타났다. 유상증자 부문에서도 증권사의 인수 규모는 평균 2.3조원이었고 1.5조원에서 3.5조원 사이로 연도별 편차를 보였다. IPO는 기업들의 투자활동에 따른 자금조달 수요가 높거나 발행기업 주주들이 높은 주가에서 투자자금을 회수하려는 유인에 의해 결정되기 때문에 경기 불황기 또는 주식시장 침체기에는 크게 감소한다. 반면 유상증자는 상장기업들이 경기불황기에

기업대출이나 회사채시장 등의 자금조달이 어려워질 경우 대안적인 자금조달 창구로 활발해지는 측면이 있다. 이를테면, 전체 증권사의 IPO 인수 규모가 카드채 사건이 있었던 2004년과 서브프라임 사태가 있었던 2008년 경기 불황기에 크게 위축되었던 반면 유상증자 부문은 그렇지 않았는데, IPO와 유상증자의 발행유인이 다소 다르기 때문인 것으로 보인다.

지난 10년 사이 주식 인수 규모가 연도에 따라 편차가 컸던 만큼, 향후에도 국내 주식 인수시장은 경제총생산이나 경제성장률, 주식시장 현황 등에 민감하게 반응하여 변화할 것으로 보인다.

<그림 III-11> 기업 규모별 주식발행 건수 추이

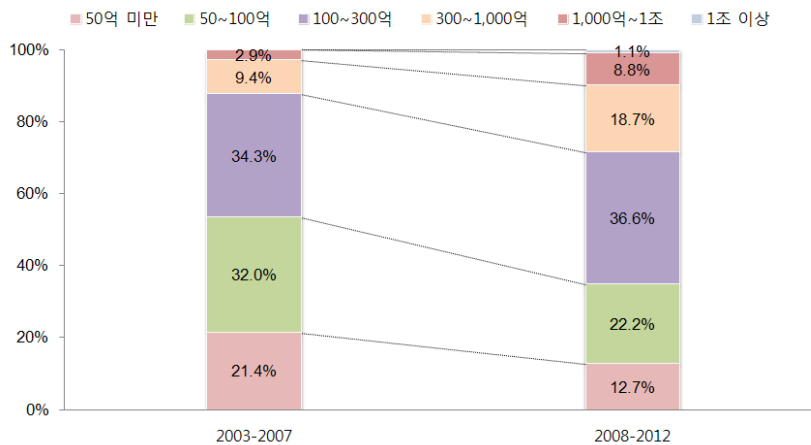


자료: 금융감독원 전자공시시스템

<그림 III-11>은 IPO와 유상증자를 합한 기업 규모별 주식발행의 건수 추이를 보여주고 있다. 총 분석기간 동안 주식발행시장에서 중소기업이 차지하는 비중이 80.7%(연평균 237.4건)로 19.3%의 대기업(연평균

56.9건)보다 높은 것으로 나타났다. 그러나 주식발행에서 대기업이 차지하는 비중은 2009년부터 꾸준히 증가하면서 최근 3년 평균 35.2%를 보였다. 주식발행의 건별 규모에서는 대기업과 중소기업 간 격차가 매우 컸다. 최근 3년 대기업과 중소기업¹⁶⁾의 유상증자 평균 발행규모가 각각 1,234억원과 140억원으로 둘 간의 건별 발행규모는 약 10배 정도 차이를 보였다. IPO의 경우도 대기업과 중소기업의 평균 발행규모는 각각 943억원과 172억원으로 건별 발행규모의 차이가 컸다. 그런데 최근 건별 규모가 큰 대기업들의 주식발행이 증가하고 있다. 이러한 사실은 최근 증권사의 주식 인수규모가 건수보다는 건별 규모가 확대되어 증가하였던 것임을 보여주는 것이기도 하다.

<그림 III-12> 공모 규모별 IPO 건수 비중 변화



자료: 금융감독원 전자공시시스템

16) 중소기업은 중소기업기본법에 따라 국가의 보호를 받는 영리 기업으로 업종에 따라 상시 근로자 100~300명, 매출액 200~300억원, 자본금 30~80억원 이하이거나 중견기업의 질적 기준을 초과하지 않는 기업을 말한다.

<그림 III-12>는 공모 규모별 IPO 건수를 2003년부터 2007년까지와 2008년부터 2012년까지로 구분하여 비교한 결과를 보여주고 있다. 비교한 결과를 보면 공모금액이 1,000억원 이상인 IPO 건수의 비중은 2.9%에서 10%로 증가하였고 300~1,000억원 사이인 IPO 건수의 비중도 9.4%에서 18.7%로 2배 가량 증가하였던 반면, 100억원 미만인 IPO 건수의 비중은 53.4%에서 34.9%로 크게 감소하였다. 이러한 분석결과는 앞서 주식발행 건수 기준으로 대기업의 비중이 확대되었다는 사실과 궤를 같이한다.

<표 III-7> 산업별 IPO 현황(2008~2012년)

산 업	IPO 건수 및 비중		
	유가 증권	코스닥	비중
건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술	4	2	2.5%
도매 및 상품중개업	3	3	2.5%
방송업	3	3	2.5%
기타 운송장비 제조업	1	6	2.9%
전기장비 제조업	0	8	3.4%
1차 금속 제조업	3	6	3.8%
자동차 및 트레일러 제조업	3	6	3.8%
정보서비스업	2	8	4.2%
금속가공제품 제조업; 기계 및 가구 제외	1	11	5.0%
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	1	12	5.5%
의료용 물질 및 의약품 제조업	2	11	5.5%
전문서비스업	2	12	5.9%
화학물질 및 화학제품 제조업; 의약품 제외	3	15	7.6%
출판업	1	23	10.1%
기타 기계 및 장비 제조업	2	32	14.3%
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비	4	45	20.6%
합 계	35	203	100.0%

주 : IPO 건수가 5건 미만이었다던 산업의 경우 제외하였음
 자료: 금융감독원 전자공시시스템

<표 III-7>은 지난 5년 사이 IPO 건수가 5개를 초과한 산업에 한정하여 산업별 IPO 현황을 보여주고 있다. 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 등 IT 산업은 최근 5년 사이 49개의 IPO가 있어 IPO가 가장 빈번한 산업이었음을 보여주었다. 지난 5년 사이 IPO 건수가 20개를 초과한 산업(즉 연평균 5개의 IPO가 있었던 산업)이 오직 3개 밖에는 나타나지 않아, 42개의 국내 증권사들이 특정한 산업에 특화함으로써 IPO시장을 분할하기에는 다소 어려운 여건이었던 것으로 보인다.

<표 III-8> 산업별 IPO 시장집중도 현황(2008~2012년)

산 업	IPO 건수	CR1
금속가공제품 제조업; 기계 및 가구 제외	12	16.7%
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	13	53.8%
의료용 물질 및 의약품 제조업	13	30.7%
전문서비스업	14	21.4%
화학물질 및 화학제품 제조업; 의약품 제외	18	16.7%
출판업	24	29.2%
기타 기계 및 장비 제조업	34	17.6%
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비	49	30.6%

주 : IPO 건수가 10건 미만이었던 산업의 경우 제외하였음
 자료: 한국거래소, 금융감독원 전자공시시스템

실제로, 증권사들은 IPO가 다소 빈번했던 산업을 중심으로 하는 특화전략을 활발하게 구축하지는 못하고 있다. <표 III-8>은 특정 산업의 IPO에서 상위 1위의 시장점유율이 대체로 30%를 넘지 못하고 있음을 보여주고 있다. 또한, 1위의 시장점유율을 가졌던 증권사들은 대체로 대형사들이었는데, 이는 특정 산업에 특화된 중소형사는 존재하지 않았음을 시사한다.

<표 III-9> 공모 규모별 IPO 건수와 공모가 저평가 추이

연도	IPO 건수				공모가 저평가			
	100억 미만	100 ~ 300억	300억 이상	합계	100억 미만	100 ~ 300억	300억 이상	합계
2003	61	11	6	78	60.6%	78.1%	78.5%	64.4%
2004	34	16	6	56	17.7%	12.6%	30.3%	17.6%
2005	33	40	7	80	70.9%	65.1%	67.1%	67.6%
2006	32	20	10	62	46.6%	34.1%	33.2%	40.4%
2007	27	33	14	74	36.7%	40.5%	14.8%	34.3%
2008	22	15	7	44	28.6%	-1.6%	-6.7%	12.7%
2009	28	17	21	66	68.1%	54.6%	28.7%	52.1%
2010	18	35	22	75	38.8%	11.7%	24.8%	22.1%
2011	23	25	23	71	39.7%	23.1%	30.3%	30.8%
2012	8	12	8	28	38.5%	25.5%	2.4%	22.6%
2003-2007	37.4	24	8.6	70	48.8%	47.4%	38.6%	47.0%
2008-2012	19.8	20.8	16.2	56.8	45.0%	21.1%	22.4%	29.8%

자료: 금융감독원 전자공시시스템

<표 III-9>는 지난 10여년 동안 공모금액이 100억원 미만의 IPO 건수는 꾸준히 감소하는 반면 공모금액이 300억원 이상의 중대형 IPO 건수는 다소 증가하고 있음을 보여주고 있다. 즉 경제 규모가 커지는 상황에서도 소형 IPO의 건수는 중대형 IPO와 달리 크게 감소하고 있는 것이 두드러진다. 그 이유 중의 하나는 2000년대 초반 벤처붐이나 IT 버블로 인해 소형 IPO의 가치평가가 우호적이었던 반면 최근 IT 산업을 비롯하여 중소기업들에 대한 성과가 좋지 못하고 이에 따라 이들에 대한 시장의 평가도 높지 못하기 때문인 것으로 보인다. 소형 IPO 건수가 감소한 또 다른 이유는 공모가 저평가¹⁾ 현상이 소형 IPO에서

여전히 두드러져 해당 기업들이 자금조달에 따른 높은 간접비용¹⁸⁾을 지불하고 있기 때문인 것으로 보인다. 2007년 공모가 선진화 방안으로 풋백옵션제도가 폐지된 이후 대형 IPO에 대한 공모가 저평가는 38.6%에서 22.4%로 상당히 완화되었던 반면, 소형 IPO에 대한 공모가 저평가는 48.8%에서 45.0%로 여전히 높았다.

이 외에도 상장유지에 따른 기본적인 비용이 높아, 당기순이익이 크지 않은 중소기업들은 상장의 효익 대비 상장의 비용이 매우 높은 것으로 평가되고 있다.¹⁹⁾ 코스닥시장 일반기업 상장요건을 충족하는 비상장 기업의 당기순이익 중간값이 16억원임을 고려할 때, 약 3억원을 초과하는 상장유지에 따르는 정기적 소요금액은 매우 높은 수준이다. 여기에 비정기적인 비용으로는 변경등록수수료, 유가증권신고 관련비용, 과징금, 기부금 등이 있으며, 기업지배구조의 지속적 개선 요구와 IFRS 도입 등 규제비용이 증가하고 있다.

나) 채권 인수 부문의 현황

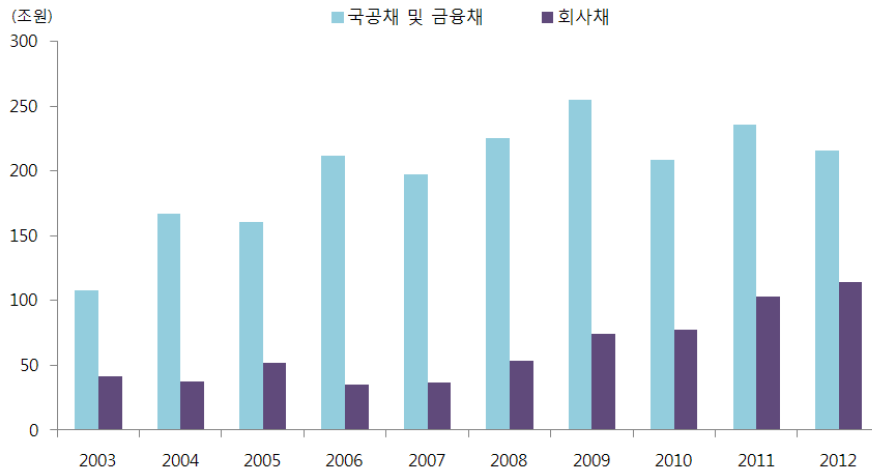
채권발행은 크게는 국공채와 회사채로 구분되며, 회사채에는 은행채, 금융채, 일반회사채, 자산유동화증권(Asset-Backed Securities: ABS), 단기사채(기업어음) 등이 있다. 여기서, 일반회사채와 ABS 발행시장을 중심으로 현황 및 특징을 파악한다.

17) 공모가 저평가는 공모가 대비 상장 첫날의 종가 수익률로서 IPO 과정에서 공모주식에 대한 할인율을 의미한다. 이를 테면, 공모가가 1,000원이었던 공모주식의 첫날 종가가 1,200원이었다면 공모가 저평가는 20%가 된다.

18) 만약 공모가 저평가가 50%였다면, 기업이 IPO를 통해 100억원의 시장가치를 가지는 주식을 매도할 때 청약한 투자자에게 공모주식을 50억원에 매도한 것을 의미한다. 즉 해당 기업은 시장가치 100억원 상당의 주식을 매도하여 50억원의 자금을 조달한 것이다.

19) 이인형 외(2012)

<그림 III-13> 국공채 및 금융채와 회사채의 인수 규모 추이



자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-13>에서는 국공채 및 금융채의 발행 규모가 완만하게 성장하고 있는 반면 회사채의 경우 서브프라임 사태 이후 급격하게 증가하는 모습을 보여주고 있다. 미국 회사채시장 규모가 신용위기로 기업 부도율이 급등했던 시기에 확대되었던 것과 마찬가지로 국내 회사채시장도 서브프라임 사태로 인한 신용위기 이후 급등하는 모습을 보이고 있는 것이다. 국내 회사채시장이 급격하게 성장할 수 있었던 이유로는 금융위기 이후 부실화된 은행들의 자산감축(deleveraging) 유인에 따라 대출이 감소하였다는 점, 신용위기인 상황에도 불구하고 높은 회사채 금리로 채권의 가격이 조정될 수 있는 회사채의 경우 투자자들이 신용위기 시에도 투자할 유인이 존재한다는 점, 기업들은 생존전략으로 회사채를 통한 장기자금 의존현상이 확대되었다는 점을 들 수 있다.²⁰⁾ 분명, 서브프라임 사태로 인한 신용위기는 국내 회사채시장 확대의 기폭제로 작용했던 것으로 보인다.

20) 윤영환(2012)

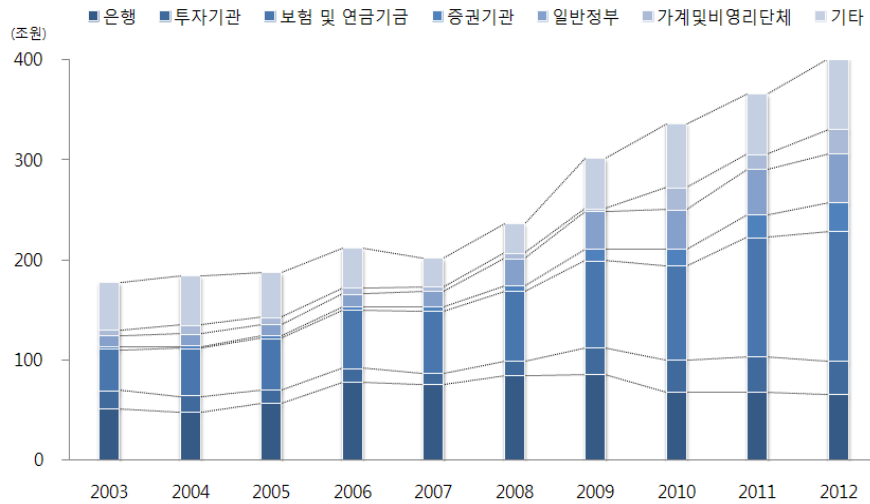
<표 III-10> 한국 및 미국의 채권 종류별 인수 규모 비교(2012년)

구 분	한국		미국	
	금액 (조원)	비중	금액 (십억달러)	비중
국공채	174.6	38.0%	474.5	17.9%
투자등급 회사채	106.1	23.1%	999.5	37.7%
하이일드 채권	4.1	0.9%	326.2	12.3%
MBS	20.0	4.4%	462.0	14.4%
ABS	32.8	7.1%	321.0	9.0%
단기사채(기업어음)	122.1	26.6%	308.5	8.8%
합 계	459.7	100.0%	2,891.7	100.0%

- 주: 1) 국공채 = 국공채 및 금융채(금융통계시스템) - 금융채(금융감독원 보도자료)
 2) 투자등급 회사채(금융감독원 보도자료) = A등급 이상의 회사채 + 금융채
 3) 하이일드 채권(금융감독원 보도자료) = BBB등급 이하의 회사채
 4) MBS, ABS는 한국기업평가 발행실적 자료(ABCP 포함)
 5) 기업어음 = 기업어음 (금융통계시스템) - ABCP(한국기업평가)
 6) 금융감독원 보도자료 상의 회사채, 금융채 모두 인수실적으로 가정
 7) 미국 자료는 Bloomberg 자료

<표 III-10>은 한국과 미국의 채권 종류별 인수 규모를 비교하고 있다. 한국은 전체 채권인수 규모에서 국공채가 차지하는 비중이 38%로 가장 높았으며, 그 다음으로는 기업어음(26.6%), 투자등급 회사채(23.1%), ABS(7.1%), MBS(4.4%), 하이일드채권(0.9%) 순으로 나타났다. 미국과 비교하면 국공채와 기업어음의 인수 비중이 상대적으로 컸던 반면 투자등급 회사채, 하이일드 채권, MBS는 상대적으로 작았다. 국내 ABS시장은 현재 7.1%의 비중을 차지하고 있어 제도가 도입된 지가 오래되지 않았던 것에 비해 시장침투율이 낮지 않은 것으로 보인다.

<그림 III-14> 투자자 유형별 회사채 보유 규모의 추이

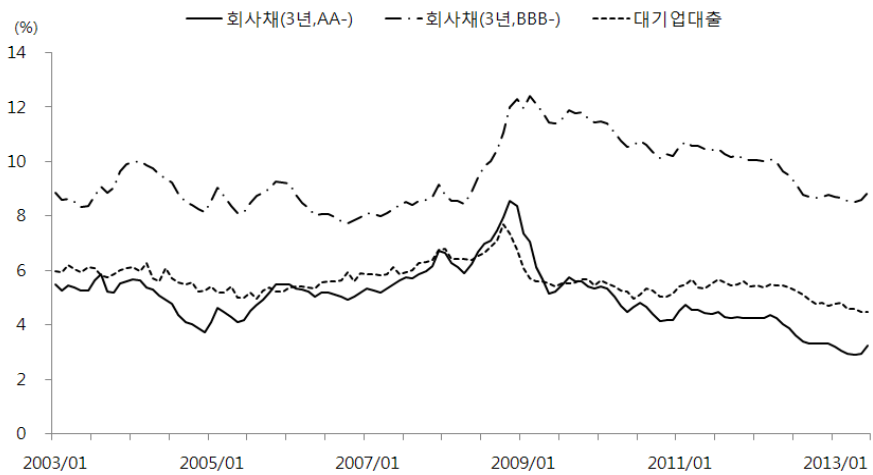


자료: 한국은행 경제통계시스템

<그림 III-14>는 투자자 유형별 회사채 보유 규모의 추이를 보여주고 있다. 보험 및 연금기금의 회사채 보유 규모는 2003년 42조원에서 2012년 130조원으로 크게 성장하였고 비중도 23.4%에서 32.4%로 증가하였다. 이에 따라 보험 및 연금기금은 현재 가장 큰 회사채 보유 규모와 비중을 차지하고 있다. 국민연금을 포함하고 있는 일반정부도 2012년 회사채 보유 규모와 비중이 각각 48조원과 12%로 11조원과 6.4%였던 2003년에 비해 크게 증가하였다. 보험사들은 현재 연금 가입자들이 증가하고 위험기준자기자본규제(Risk-Based Capital: RBC)가 도입됨에 따라 장기 우량 회사채 투자를 확대하고 있다. 고령화 시대에 더욱 확대될 것으로 보이는 보험과 연금 등은 향후에도 우량회사채에 대한 보유유인이 커 회사채 투자수요의 확대를 견인할 것으로 전망된다. 증권사들의 회사채 보유 규모와 비중은 동기간 2조원(1.3%)에서 30조원(7.2%)으로 크게 증가하였다. 특히 증권사들은 ELS, DLS, RP(Repurchase Agreement), CMA

(Cash Management Account) 등의 금융투자상품에 대한 취급을 높이면서 회사채 보유 규모를 확대했던 것으로 보인다. 마지막으로, 증권사들의 소매채권 판매영업이 확대되면서 가계 및 비영리단체도 2010년부터 증가하는 모습을 보이고 있다.

<그림 III-15> 회사채 및 대출 금리 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템

<그림 III-15>에서 확인할 수 있듯이, 보험, 연기금, 증권사, 개인투자자들을 중심으로 회사채 투자가 확대되면서 기업들의 회사채 발행규모가 증가하였음에도 불구하고 회사채 금리는 지속적으로 하락하는 모습을 보였다. 실제로 2009년 5월 회사채 금리(3년, AA-)가 5.16%로 5.53%였던 은행의 대기업 평균 대출금리보다 낮아지기 시작하였으며, 2013년 4월에는 회사채 금리(3년, AA-)와 대기업 평균 대출금리가 각각 2.91%와 4.57%로 둘 간의 격차가 약 166bp 수준까지 확대되었다. 결국 낮은 회사채 금리로 인해 신용등급이 우량한 기업들이 회사채 발행을 통한 자금조달을 확대하였던 것으로 보인다.

반면 비우량 회사채 금리(3년, BBB-)는 대기업 평균 대출금리와의 격차가 금융위기 이후 더욱 벌어지면서 우량 회사채 금리(3년, AA-)와는 다른 모습을 보였다. 2013년 4월 회사채 금리(3년, BBB-)는 8.59%로 대기업 평균 대출금리(4.57%)와의 격차가 약 402bp였으며, 이는 서브프라임 사태 이전인 2000년대 중반(2003년부터 2008년 8월까지) 평균 격차인 290bp 수준보다 약 100bp 이상 증가한 것이다.²¹⁾ 이는 금융위기 이후 안전자산에 대한 선호현상이 증가한 상황에서 상대적으로 위험자산에 속하는 비우량 신용등급의 채권 수요가 오히려 위축되었기 때문인 것으로 보인다.

<표 III-11> 신용등급별 회사채 발행 규모

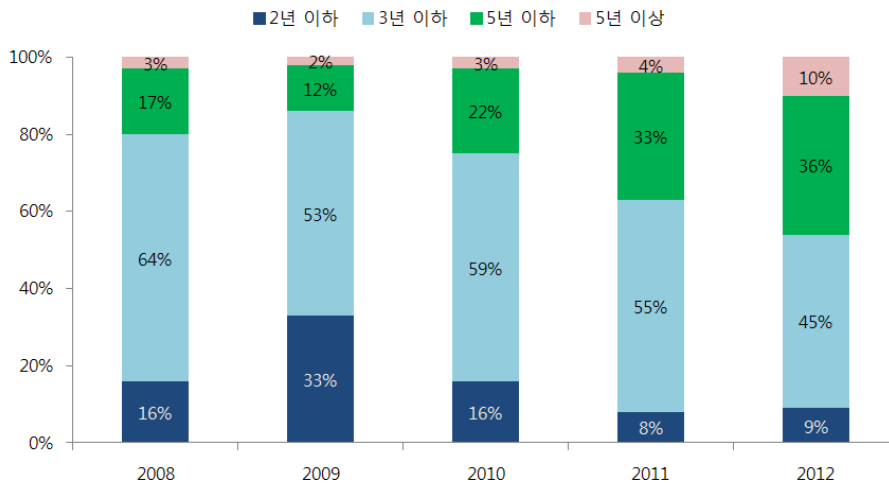
	A 이상	BBB	BB 이하	A 이상	BBB	BB 이하
	건수(개)			금액(조원)		
2003년	120	105	28	11.68	4.49	1.67
2004년	156	225	23	16.07	9.26	0.65
2005년	156	169	17	14.57	7.16	0.19
2006년	97	120	35	10.54	5.79	0.59
2007년	197	101	93	17.06	3.79	1.24
2008년	225	56	37	24.45	2.48	0.68
2009년	402	68	41	42.65	3.65	1.07
2010년	350	96	16	40.35	4.19	0.69
2011년	476	86	13	56.7	4.42	0.43
2012년	461	77	22	53.01	3.18	0.92

자료: 금융감독원

21) 회사채 금리(3년, BBB-)와 평균 대기업 대출금리 간 격차가 가장 컸던 서브프라임 직후인 2009년에는 평균 615bp 차이를 보였다.

실제로 채권발행시장은 2009년부터 A등급 이상의 회사채를 중심으로 크게 확대된 반면 BBB등급 이하의 회사채에서는 정체 혹은 감소하는 모습을 보였다. 2008년 24.5조원이었던 A등급 이상의 회사채 발행규모는 지난 5년 사이 100% 이상의 성장을 보이며 2012년 현재 53조원 수준을 보이고 있다. 반면, BBB등급 이하의 회사채시장 규모는 3.1조원에서 4.1조원으로 증가폭이 크지 않았다. 발행건수 기준으로도 국내 회사채시장은 우량회사채 중심으로 성장하였음을 알 수 있다(<표 III-11> 참고).

<그림 III-16> 최근 회사채 만기별 발행 비중의 추이

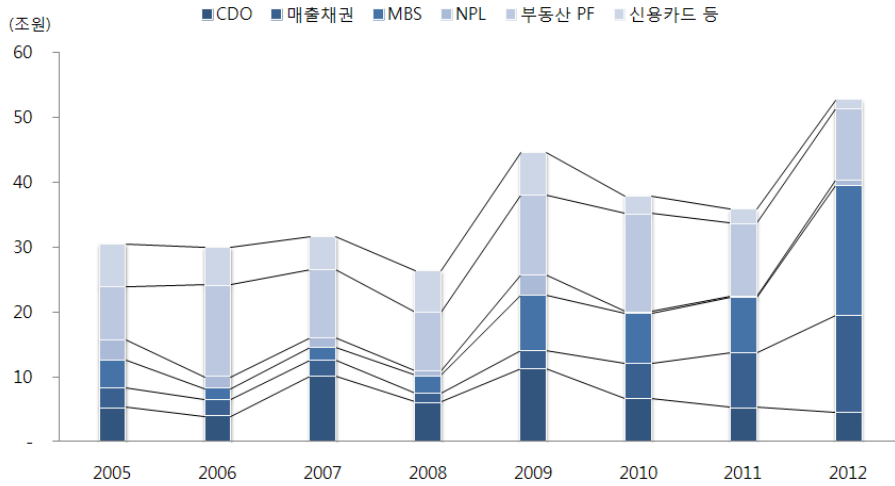


자료: 금융감독원

한편 회사채시장은 서브프라임 사태 이후 3년 이상의 만기를 가지는 장기 회사채 발행의 비중이 높아지고 있다. 3년 이상의 만기를 가지는 회사채 발행 비중은 2009년 14%에서 2010년 24%, 2011년 37%, 2012년 46%까지 꾸준히 확대되었으나, 만기가 2년 이하인 회사채는 2009년 33%에서 2012년 9%까지 감소하였다. 장기 회사채 발행시장이 활발할 수

있었던 요인으로는 기업들이 신용위기 이후 경제 불확실성 하에서 자금 시장의 경색 또는 기업구조조정 압력 등에 대한 경험을 바탕으로 단기 차입 비중을 줄이고 장기자금을 조달하려는 유인이 커졌고 보험이나 연기금 등 또한 장기채권에 대한 수요가 증가할 있었기 때문인 것으로 보인다.

<그림 III-17> 유동화자산 유형별 ABS 발행금액 추이



자료: 한국기업평가

ABS시장의 경우 2009년과 2012년에 크게 성장하였다. 서브프라임 사태 직후인 2009년의 경우, 금융시장 경색을 완화하기 위한 정부의 대규모 정책자금 지원(Primary Collateralized Bond Obligation: P-CBO), 은행 BIS(Bank for International Settlements) 비율 제고 목적의 RMBS (Residential Mortgage-Backed Security)-모기지 스왑 프로그램의 도입, 부실채권 증가에 따른 감독당국의 부실채권(Non Performing Loan: NPL) 비율 가이드라인 제시 등으로 ABS시장이 RMBS, CDO(Collateralized

Debt Obligation), NPL 중심으로 확대되었다.²²⁾ 2012년 ABS시장은 통신사의 단말기 할부채권 유동화 증가에 기인하여 매출채권 비중이 크게 확대되었고, 주택금융공사의 적격대출 유동화가 본격화되면서 RMBS가 증가하였다. ABS시장의 경우 유동화자산의 신용보강 가능성과 유동화자산 보유 정도에 따라 시장 규모가 확대될 여지가 있으며, 금융시장의 불확실성에 따른 신용보강의 유인과 투자자들의 안전자산 선호 등도 시장 규모 확대에 중요한 요인이 될 것으로 보인다.

다) 인수 부문의 수수료수익 및 시장집중도

앞서 대기업들의 직접자금 조달 확대가 최근 인수 부문의 성장 배경이었음을 논의하였다. 대기업들의 직접자금 조달 확대로 주식발행시장에서는 발행 건수보다는 건별 발행 규모의 확대가, 채권발행시장에서는 우량회사채를 중심으로 성장하는 모습이 두드러지게 나타났다. 여기서는 주식이나 채권의 발행시장이 확대되고 있는 상황에서 인수 부문의 수수료수익과 수수료율이 어떠한 추세를 보이고 있고 시장구조는 어떠한지를 검토하고자 한다.

22) 김경무(2010)

<표 III-12> 발행시장별 인수 부문 수수료수익과 수수료율 추이

연도	IPO		유상증자		국공채 및 금융채		회사채	
	수익	수수료율	수익	수수료율	수익	수수료율	수익	수수료율
2003	592	3.27%	261	1.83%	171	0.016%	1,036	0.25%
2004	506	4.42%	199	0.68%	172	0.010%	1,077	0.28%
2005	698	5.27%	216	1.38%	173	0.011%	1,145	0.22%
2006	340	4.50%	275	1.78%	248	0.012%	1,147	0.32%
2007	655	3.14%	247	0.77%	341	0.017%	1,193	0.32%
2008	226	3.28%	594	1.73%	511	0.023%	1,623	0.30%
2009	1,092	2.21%	723	1.85%	465	0.018%	1,925	0.26%
2010	1,498	1.99%	592	2.30%	448	0.021%	1,965	0.25%
2011	647	2.30%	277	1.19%	396	0.017%	2,584	0.25%
2012	293	3.75%	280	2.40%	371	0.017%	2,491	0.22%
2003-2007	558	4.12%	240	1.29%	221	0.013%	1,120	0.28%
2008-2012	751	2.71%	493	1.89%	438	0.019%	2,118	0.26%

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

<표 III-12>는 증권사들의 인수 부문 수수료수익과 평균 수수료율을 보여주고 있다. 2000년대 후반 이후 IPO 수수료수익은 2000년대 초·중반 대비 35%의 성장률을 보였으나 수수료율은 2000년대 초·중반 4.12%에서 2000년대 후반 이후 2.71%로 크게 감소하였다. IPO 수수료율이 하락한 원인은 IPO 건별 발행규모가 증가했고 풋백옵션(putback option)제도의 폐지로 상장 후 시장조성활동에 대한 부담이 감소하면서 주관사 간 수수료 경쟁이 가열되었기 때문으로 보인다. 한편, IPO와는 달리 국공채 및 금융채, 회사채 등의 수수료율은 거의 하락하지 않아 수수료수익이 인수규모에 비례하였다. 실제로 채권인수 부문은 수수료율의 하락 없이 시장 규모가 급격하게 성장하여, 2000년대 후반 이후 증권사들의 채권 인수 수익은 2000년대 초·중반 대비 100% 전후 증가한 모습을 보였다.

<표 III-13> 발행시장별 인수 부문 시장집중도(CR5, HHI) 추이

연도	IPO		유상증자		국공채 및 금융채		회사채	
	CR5	HHI	CR5	HHI	CR5	HHI	CR5	HHI
2003	57.8	918	82.5	3,039	53.1	999	57.1	882
2004	61.4	1,057	75.5	1,729	42.3	607	45.1	606
2005	67.3	1,261	54.6	813	34.5	458	44.2	625
2006	59.9	957	61.4	943	39.1	512	50.9	727
2007	59.7	965	48.4	678	51.2	1,002	51.7	726
2008	64.4	1,072	71.5	1,158	38.1	543	47.5	719
2009	53.9	797	44.2	593	36.3	487	46.9	611
2010	52.1	743	56.9	906	45.6	604	38.6	503
2011	66.5	1,200	59.1	1,051	46.7	538	35.5	452
2012	70.6	1,129	59.2	978	41.6	598	34.5	479
2003- 2007	61.2	1,032	64.5	1,440	44.0	716	49.8	713
2008- 2010	61.5	988	58.2	937	41.7	554	40.6	553

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

인수 부문의 시장구조를 보면, 2012년 수수료수익 기준 상위 5개 증권사들의 시장점유율이 IPO와 유상증자에서 각각 70.6%와 59.2%였고 국공채 및 금융채와 회사채에서는 각각 41.6%와 34.5%로, 주식 인수 부문의 시장집중도가 채권 인수부문보다도 높은 것으로 나타났다. 인수 부문은 발행증권의 인수에 따른 위험이 커 증권사 자본력과 역량이 중요한데도 시장집중도가 낮게 나타나고 있는데, 그 이유는 국내 증권사들 대부분이 차별화된 서비스를 제공하지 못하고 있고 인수위험도 적극적으로 감수하지 않는 방식으로 주관업무가 이루어져 수수료율 경쟁이 심화된 시장이 되었기 때문으로 보인다.

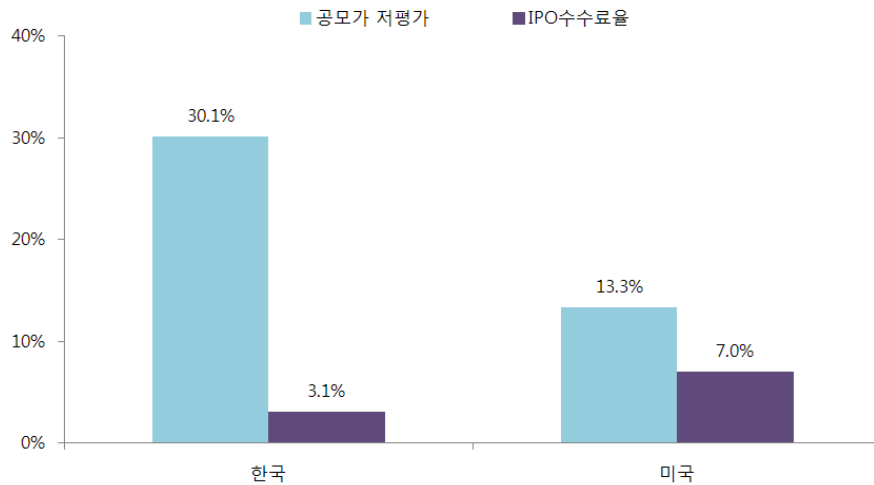
2) 인수 부문의 Key Gaps

미국 등 선진국과 달리 우리나라의 경제규모가 크지 못한 이유로 국내 주식 및 채권 인수 부문의 시장 규모는 상대적으로 작다. 이에 따라 증권사들이 인수 부문에 인력과 자본력을 전폭적으로 투자하지 못하고 있다. 이에 따라 증권사들의 인수관련 서비스 경쟁력이 갖추어지지 않았고 평판보다는 수수료율 경쟁이 두드러지게 나타나고 있다. 국내 인수 부문은 증권사들의 수익확대와 효율적인 기업금융의 선순환 고리를 구축하지 못하고 있다.

국내 기업들은 지난 수십년 동안 은행을 통해서 자금을 조달하였던 관행을 가지고 있다. 최근에서야 기업들이 자본시장을 통한 직접금융을 확대하고 있는 상황이다. 따라서 전 세계적으로도 자본시장이 가장 발달하였을 뿐 아니라 자본시장을 통한 자금조달이 오랜 역사를 가졌던 미국에 비해 국내 기업들은 은행 대출에 비해 직접 자금조달의 비중이 미진할 수밖에 없다. 향후 국내 경제성장률이 낮아지면서 잠재적인 기업고객의 성장률이 미진할 것으로 보이고 기업들의 은행 중심의 자금조달 관행이나 선호가 여전할 것으로 보여 국내 인수 부문은 향후에도 현재의 시장 규모보다 크게 확대될 것으로 기대하기는 어렵다.

국내 증권사들은 발행기업의 보증, 공모가격의 발견, 마케팅 등의 역할이 선진화된 미국 증권사와 비교하면 상당히 부족하다. 증권사들은 자신의 평판을 통해서 발행기업을 보증하고 이를 통해 높은 공모가에서 투자자를 유치할 수 있어야 한다. 또한 증권사들은 자신들의 투자자 네트워크를 활용하여 시장가격에 근접한 적정한 공모가격을 발견할 수 있어야 한다. 이렇듯 증권사들은 자신들의 역량에 따라 인수과정의 서비스를 차별화할 수 있고 이를 통해서 시장지배력을 형성할 수 있다. 결국 국내 증권사들이 이러한 역량이 부족한 탓에 수수료경쟁에 집중하고 있는 점은 향후 해결해야 할 중요한 과제로 보인다.

<그림 III-18> 한국과 미국의 IPO 직·간접 비용의 비교(2011년)



자료: 금융감독원 전자공시시스템, Jay R. Ritter 웹사이트

<그림 III-18>은 2011년 한국과 미국에 상장한 기업들이 IPO 과정에서 지불한 직·간접 비용을 보여주고 있다. 통상 IPO 공모가는 시장가(상장일 종가)보다 낮게 형성되는데, 이를 공모가 저평가라 한다. 공모가 저평가는 $100 \times (\text{상장일 종가} - \text{공모가}) / \text{공모가}$ 로서 투자자를 유치하기 위해 시장가보다 낮게 책정된 것으로 해석된다. 즉, 투자자들이 공모주에 대한 신뢰가 적었거나 투자자 네트워크를 통한 가격발견이 부족한 경우 공모가 저평가는 높아질 수 있다. <그림 III-18>에서 볼 수 있듯이, 2011년 상장했던 국내 기업들의 공모가 저평가는 평균 30.1%로 13.3%였던 미국 기업들에 비해 높은 것으로 나타났다. 국내 기업들은 IPO 과정에서 시장가보다 30.1% 낮은 공모가로 투자자들을 유치하였다. 이는 국내 기업들이 미국 기업들보다도 2배 이상의 자금조달 간접비용을 지불하고 있는 것이다. 한편 IPO 수수료율을 비교해보면, 3% 수준인 국내 증권사들과는 달리 미국의 증권사들은 평균 7% 수수료율을 받고 있다. 즉, 국내 증권사들은 발행기업의 보증, 공모가 발견, 마케팅 등에서 역량이 부

족하여 기업들의 자금조달 비용을 증가시키는 한편, 평판 등의 시장지배력을 형성하지 못한 탓에 수수료수익을 충분히 올리지 못하고 있다.

채권발행시장의 경우, 최근에서야 기업실사가 강화되고 수요예측을 의무화함으로써 선진화된 제도가 도입되었다. 과거에는 발행기업이 금리를 정하고 인수할 증권사들을 통해서 사전에 투자자를 확정하는 방식이 관행으로 이루어져 있어, 증권신고서 제출이나 총액인수 등이 형식적이었다. 이러한 방식으로 인해서 발행금리가 시장수요에 의해 형성되지 못하였을 뿐 아니라 주관사나 인수 증권사들은 채권에 대한 인수위험이 없어 수수료 경쟁만 과열되어 있었다. 최근 선진화된 제도가 도입되기는 하였으나 도입 초기로, 주관사가 부여받은 권한을 통해서 기업실사를 강화하거나 적절한 공모금리를 유도하는 등의 서비스 역량이 아직 미진한 것이 사실이다.

국내 회사채시장은 여전히 비우량 채권시장을 구축하지 못하고 있다. 또한 시장여건에 따라 회사채 투자수요가 매우 민감하여 질적으로도 회사채시장은 더욱 발전되어야 할 것이다. 보험이나 연기금 등 기관투자자들의 자산 규모가 확대되면서 안전자산 포트폴리오로 우량회사채에 대한 수요만 확대하고 있다. 이 외에도 기관투자자들 또한 전문성이 높지 않아 채권에 대한 가치평가를 양질의 시스템을 통해 마련하지 못하고 있어 일부 시장여건에 따라 크게 쏠리고 있다. 이러한 점들도 국내 채권인수 부문에서 개선되어야 할 문제로 보인다.

국내 대기업들은 다국적 기업으로서 해외 무역이나 투자 등의 활동이 많아 대규모의 주식발행이나 외화채권 발행에 대한 수요가 꾸준하게 있다. 국내 증권사들이 자본력이나 역량 이외에 해외 투자자 네트워크가 부족한 이유로 외화채권 또는 대형화된 주식발행과 관련된 딜 경쟁에서 대부분 외국계 IB에게 내주고 있는 것도 국내 증권사들이 해결해야 할 과제이다.

3) 국내 인수시장의 중장기 전망

전체 인수시장은 IPO, 유상증자, 국공채 및 금융채, 회사채, 기업어음 등으로 구분된다. 본고는 인수 부문에서 약 63% 비중을 차지하고 있는 IPO와 회사채를 중심으로 전망하고, 현재의 부문별 수익비중이 2020년에도 유지될 것이라는 가정 하에 전체 인수부문의 수익을 전망하였다.

가) IPO시장 규모 전망을 위한 방법론과 요인 분석

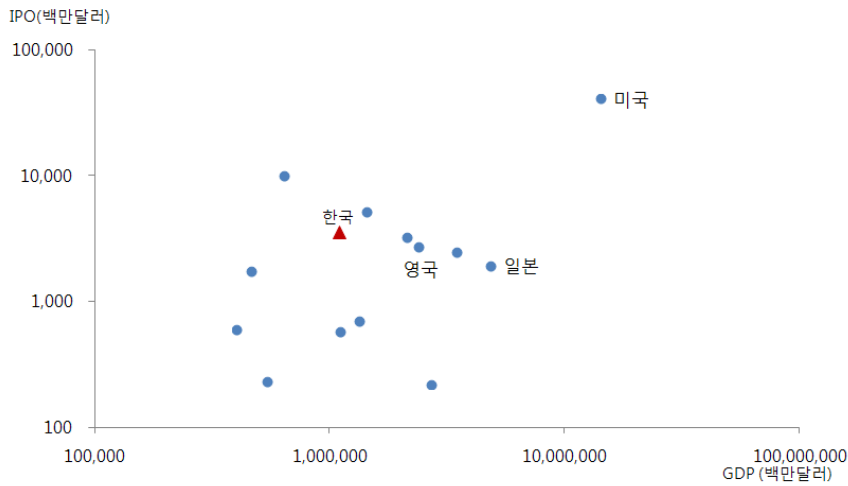
위탁매매와 마찬가지로, 여기서도 시장환경적 외생변수들과 IPO시장 규모 간의 관계를 회귀분석을 통해서 추정한 후, 시장환경적 외생변수들의 예상치를 적용하여 IPO 수익 규모를 예측한다.

$$\begin{aligned}
 \text{IPO 수익} &= \text{평균 IPO 수수료율} \times \text{IPO시장 규모} \\
 &= \text{소형 IPO 수수료율} \times (\text{소형 IPO 건수} \times \text{소형 IPO 규모}) + \\
 &\quad \text{중대형 IPO 수수료율} \times (\text{중대형 IPO 건수} \times \text{중대형 IPO 규모})
 \end{aligned}$$

2012년 개별 IPO의 공모금액은 최대 약 3천억원 수준에서 최저 35억원 수준으로 나타나고 있듯이, 건별 IPO 공모금액의 편차가 매우 심하다. 이러한 이유로 특정 분기의 총 IPO 공모금액은 대형 IPO가 있었는지에 따라 다르게 결정될 가능성이 크고 이에 따라 연간 총 IPO 공모금액은 기업들의 IPO 활동을 적절하게 반영하지 못하는 면이 있다. 이를 고려하여 여기서는 IPO 공모 규모에 따라 소형 IPO와 중대형 IPO로 구분하고, 해당 분기에 소형 및 중대형 IPO의 건수, 평균 규모를 추정하였다. 소형 IPO는 공모금액이 300억원 미만이며 중대형 IPO는

300억원 이상인 것으로 정하였다. 회귀분석은 위탁매매와 같이 분위추정법(quantile regression)을 이용하였으며, 2003년부터 2012년까지 10년간의 분기별 자료를 사용하였다.

<그림 III-19> GDP와 IPO시장 규모 간의 관계



자료: Bloomberg, World Bank

<그림 III-19>는 OECD 국가들을 중심으로 GDP와 IPO 규모 간의 상관관계를 보여주고 있다.²³⁾ GDP와 IPO 간에는 양(+)의 상관관계가 매우 높지는 않았는데, 이는 GDP 규모가 비슷하더라도 해당 국가의 주식 시장 발전 정도나 경제의 활황 여부, 투자자들의 투자심리에 따라 IPO 시장 규모가 크게 달라질 수 있기 때문이다.

구체적으로 IPO시장을 추정하는 회귀분석의 설명변수로는 t분기의 경제총생산(t), t분기부터 1년간의 경제성장률(t+4), 전분기 3개월 수익률

23) IPO는 기업들의 자금조달을 위한 창구 중 하나이기 때문에, GDP 규모는 IPO 규모를 결정하는 중요한 변수이다.

(t-1), 전분기 평균 공모가 저평가(t-1) 등을 사용하였다. 전분기 3개월 수익률과 공모가 저평가는 IPO시장이 투자자들의 투자심리에 크게 영향을 받는다는 기존 문헌의 결과를 고려하였다.

<표 III-14> 소형 및 중대형 IPO와 설명변수 간 상관관계

	경제총생산 (t)	경제성장률 (t+4)	3개월 수익률 (t-1)	공모가저평가 (t-1)
소형IPO 수	-0.6155	0.2858	0.2669	0.3757
소형IPO 규모	0.5090	0.1039	0.1545	-0.1976
중대형IPO 수	0.3933	0.1481	0.1454	-0.2340
중대형IPO 규모	0.1428	0.1454	0.1166	-0.0024

분석 결과, 소형 IPO의 수는 경제성장률(t+4), 3개월 수익률(t-1), 공모가 저평가(t-1)와 양(+)의 상관관계를 보여주고 있지만 경제총생산(t)과는 음(-)의 상관관계를 보였다. 반면, 중대형 IPO의 수는 경제총생산(t), 경제성장률(t+4), 3개월 수익률(t-1)과 양(+)의 상관관계를 보여주고 있으나 공모가 저평가(t-1)와는 음(-)의 상관관계가 나타났다. IPO 규모는 소형과 중대형 모두 경제총생산(t), 경제성장률(t+4), 3개월 수익률(t-1)과 양(+)의 상관관계를 보여주었고, 공모가 저평가(t-1)와는 음(-)의 상관관계가 있었다. 정리하면, 소형과 중대형 IPO 모두 3개월 수익률(t-1)이나 공모가 저평가(t-1)와 같은 주식시장의 환경보다는 경제총생산(t)이나 경제성장률(t+4)과 같은 거시경제 지표와 상관관계가 높은 것으로 나타났다.

<표 III-15> 소형 및 중대형 IPO 결정요인 분석

종속변수 설명변수	소형	대형	소형	대형
	IPO 수	IPO 수	IPO 규모	IPO 규모
경제총생산(t)	-0.0051 (-0.79)	0.0030 (1.59)	9.055 (3.13)	10.49 (0.09)
경제성장률(t+4)	0.599 (1.21)	0.261 (1.62)	355.5 (1.50)	9,070.9 (0.93)
3개월 수익률(t-1)	0.063 (0.50)	0.022 (0.62)	126.0** (2.22)	1,886.1 (0.92)
공모가 저평가(t-1)	0.024 (0.46)	0.009 (0.62)	17.36 (0.79)	-218.8 (-0.28)
상수항	20.70 (1.21)	-6.03 (-1.22)	-12,980 (-1.70)	44,838 (0.15)
R squared	0.1961	0.1230	0.2624	0.0491

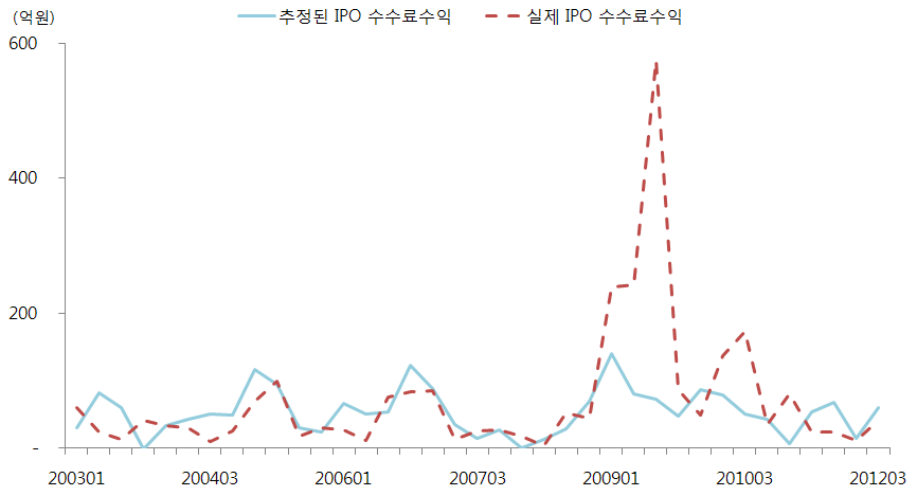
주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 유의적이며, () 안은 t통계량임

<표 III-15>는 소형 및 대형 IPO의 수와 평균 규모에 대한 분위회귀 분석의 결과를 보여주고 있다. 분석결과, 경제성장률(t+4)과 3개월 수익률(t-1)은 IPO시장에 양(+)의 효과를 보여주고 있으나, 유의적이지는 않았다. 경제총생산(t)은 소형 IPO 수를 종속변수로 한 회귀분석을 제외하고는 모두 양(+)의 효과를 보여주었으며, 공모가 저평가(t-1)의 경우도 대형 IPO 평균 규모를 종속변수로 한 회귀분석을 제외하고는 모두 양(+)의 효과를 나타내었다.

IPO시장에 대한 회귀분석 결과는 위탁매매와 달리 추정된 계수값들이 대체로 유의적이지 않았는데, 이는 IPO의 결정요인들이 분석에서 이용된 시장환경적 요인들 외에도 관찰하기 어려운 변수들에 의해 영향을 크게 받기 때문이다. 이러한 IPO시장은 변동성이 커 시장 규모를

정확하게 예측하기는 어려울 것으로 보인다. 비록 유의성이 높지 못한 회귀분석 결과이지만, 경제변수나 시장변수가 이론적인 기반에 근거한 변수이기에 이를 기초로 IPO의 수나 규모를 예측하는 것은 향후 IPO의 추세를 예측하는 목적으로 합리성이나 타당성을 가진다고 본다.

<그림 III-20> IPO 수수료수익의 추정치와 실제값 간의 비교



자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-20>은 회귀분석에서 추정된 계수들과 설명변수들의 과거 값을 이용하여 분석기간 추정된 IPO 수익과 실제 IPO 수익을 비교하고 있다. 추정된 IPO 수익과 실제 IPO 수익 간 괴리는 앞서의 위탁매매 경우보다 다소 컸으나, 전체적인 흐름은 유사하였다.

나) 회사채 인수규모 전망을 위한 방법론과 요인 분석

여기서는 IPO시장과 마찬가지로 회사채 인수시장에 영향을 미치는 시장환경적 외생변수들을 고찰하고 이를 설명변수로 설정한 회귀분석을 통해서 회사채 인수 수수료수익 규모를 전망한다.

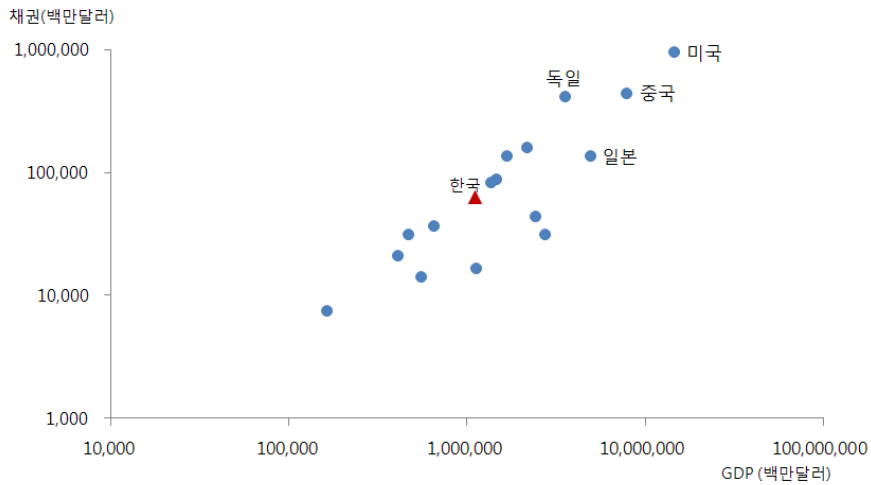
$$\text{회사채 인수 수수료수익} = \text{평균 회사채 수수료율} \times \text{회사채 인수금액}$$

회사채 인수 수수료수익의 경우, IPO와는 달리 발행채권의 종류(일반 회사채, ABS 등)나 건별 공모규모에 따라 수수료율의 차이가 크지 않다. ABS와 일반회사채시장은 거시 또는 시장환경적 요인에 영향을 동일하게 받지 않을 수 있어 개별적으로 요인분석을 해야 하지만, 여기서는 ABS와 일반회사채를 통합한 회사채 발행규모 전체를 종속변수로 하여 회귀분석을 수행한다.²⁴⁾ 회귀분석은 분위추정법을 이용하였으며, 2003년부터 2012년까지 10년간의 분기별 자료를 사용하였다.

IPO시장과 마찬가지로 경제 규모가 커지면서 시장 내 보다 많은 기업들이 채권을 통한 자금조달을 확대할 가능성이 크기 때문에 경제규모는 채권발행시장을 결정하는 중요한 변수다. <그림 III-21>은 OECD 국가들을 대상으로 한 GDP와 채권 발행규모 간의 관계를 보여주고 있다. GDP와 채권발행 규모 간에는 양(+)의 상관관계가 IPO시장에 비해 매우 높게 나타나고 있다.

24) 기업어음이나 금융채, 국공채 등은 회사채시장 규모에 포함하지 않았다.

<그림 III-21> GDP와 채권시장 규모 간의 관계



자료: Bloomberg, World Bank

채권의 발행규모는 기업들의 자금조달 수요 뿐 아니라 금리와 인플레이션 등의 자금조달에 따른 비용 요인에도 영향을 받는다는 점을 고려하여 회귀분석에서 이용할 설명변수들을 설정하였다. 회귀분석에서 사용한 설명변수로 본고는 t분기의 경제총생산(t), t분기부터 1년간의 경제성장률(t+4), t분기 AA-등급 이상 만기 3년의 회사채 금리(t), t분기의 인플레이션(t) 등을 사용하였다.

<표 III-16> 회사채 인수금액 결정요인 분석

분석방법 설명변수	회귀분석	상관관계
경제총생산(t)	0.209*** (5.27)	0.7499
경제성장률(t+4)	-1,037*** (-2.56)	-0.3995
금리(t)	-3,578** (-3.14)	-0.1603
인플레이션(t)	1,109 (0.95)	0.2289
상수항	-16,037 (-1.23)	
R squared	0.4810	

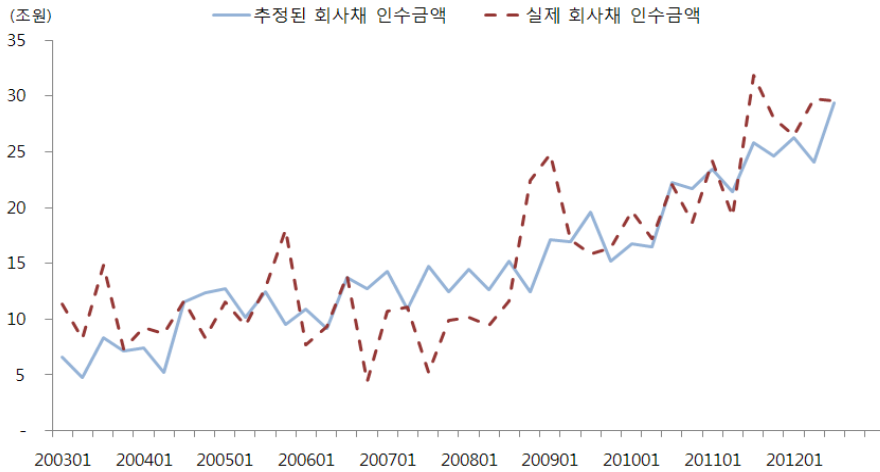
주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 유의적이며, () 안은 t통계량임

회사채 인수금액은 경제총생산과 높은 양(+)의 상관관계를 보였던 반면, 경제성장률과는 음(-)의 상관관계를 보였다. 또한 금리는 낮을수록, 인플레이션은 높을수록 회사채 인수금액이 증가하는 것으로 나타났다.

회귀분석 결과에서도, 경제총생산은 회사채 인수금액에 양(+)의 효과를 주는 반면, 경제성장률은 음(-)의 효과를 주는 것으로 나타났다. 한편, 경제총생산과 함께 금리는 회사채 인수금액에 매우 유의적인 영향을 주는 변수로 나타났다. 분석결과는 경제총생산 뿐 아니라 낮은 금리가 기업들의 회사채 발행 유인을 높이는 데 중요하게 작용하였음을 시사한다.

<그림 III-22>는 회귀분석을 통해서 추정된 계수들과 과거 설명변수들의 값을 이용하여 분석기간 동안 추정된 회사채 인수금액과 실제 회사채 인수금액을 비교한다. 둘 간의 차이가 부분적으로 있었으나, 추세에 있어서는 추정치들이 실제치에 상당히 근접한 모습을 보이고 있다.

<그림 III-22> 회사채 인수금액의 추정치와 실제값 간의 비교



자료: 금융감독원 금융통계시스템

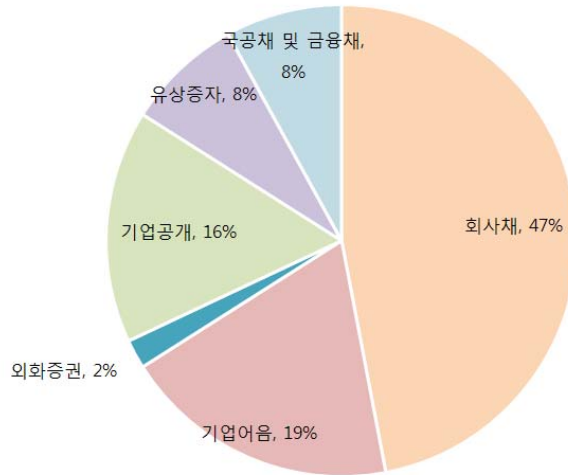
다) 인수 부문의 시장 전망

증권사들은 IPO와 회사채 외에도 유상증자, 기업어음, 국공채 및 금융채, 외화증권 등을 통해서 인수 관련 수수료수익을 가진다. 앞서 분석한 회귀분석 결과를 토대로 IPO와 회사채 인수규모를 2020년까지 추정하는 한편, 유상증자, 기업어음, 국공채 및 금융채, 외화증권 등의 인수 시장 규모는 IPO와 회사채시장과 유사하게 성장할 것이라고 가정하고 추정하기로 한다.

<그림 III-23>은 최근 3년간의 부문별 평균 인수 수익의 비중을 보여주고 있다. IPO와 회사채는 인수 부문의 전체 수익에서 약 63%²⁵⁾의 비중을 차지하고 있었으며, 본고는 이러한 수익 비중이 2020년에도 유지될 것이라고 가정하였다.

25) 최근 5년간 평균에서도 IPO는 17%, 회사채는 46%로, 인수 부문에서 IPO와 회사채시장이 차지하는 비중이 63%로 최근 3년간 평균과 유사하였다.

<그림 III-23> 최근 3년간 부문별 평균 인수수익 비중



자료: 금융감독원 금융통계시스템

<표 III-17> 인수 부문의 수익 전망을 위한 변수들에 대한 가정

변수	가정된 수치	비 고
경제성장률	-	국회예산처 보고서 참고
회사채(3년, AA-)	-	국회예산처 보고서 참고
공모주 저평가(t-1)	31.98%	분석기간 평균
3개월 수익률	3.323%	분석기간 평균
인플레이션	-	국회예산처 보고서 참고
IPO 수수료율	중소형: 3.5% 중대형: 2.6%	분석기간 중위값
회사채 인수 수수료율	0.27%	분석기간 평균
인수 부문 내 IPO, 회사채 수익 비중	63.0%	최근 3년 IPO, 회사채 인수 수익 비중

IPO와 회사채 인수 수익을 전망하기 위해서, 본고는 앞서 회귀분석에서 사용된 설명 변수들에 대해서 <표 III-17>에서 제시되고 있는 가정된 수치를 사용한다. 경제성장률과 회사채(3년, AA-) 금리, 인플레이션은 최근 발간된 국회예산처 중장기 전망보고서 전망치를 참고하였고 3개월 수익률과 공모주 저평가는 분석기간 평균치를 사용하였다. 한편 IPO 수수료율은 분석기간 전체 소형/중대형 IPO 중에서 각각의 중위값을, 회사채 인수 수수료율은 분석기간 평균을 사용하였다.

<표 III-18> 연도별 인수 부문의 수익 추정 (단위: 억원)

	IPO 수익	회사채 수익	인수 부문 전체 수익
2014	814	3,420	6,720
2015	786	3,588	6,943
2016	803	3,805	7,315
2017	876	4,025	7,780
2018	906	4,270	8,215
2019	935	4,513	8,647
2020	962	4,760	9,083

추정 결과, IPO와 회사채 수익은 연평균 2.9%와 5.7%의 성장률을 보이면서 2020년에는 각각 962억원과 4,760억원이 될 것으로 전망되었다. IPO와 회사채 외 여타의 부문을 포함하면, 증권사들이 2020년에는 인수 부문에서 약 9,083억원의 수익을 낼 것으로 예상되었다. 위탁매매 수익의 성장률이 연평균 2.8%가 될 것으로 보았던 것에 비해 연평균 5.2%의 인수 부문 성장률은 다소 높다. 그러나 현재 위탁매매 부문에 비해 인수 부문의 수익 규모가 1/6 수준 정도라는 점을 고려하면 위탁매매 대비 인수 부문의 수익 비중은 2020년이 되어도 크게 달라지기는 어려울 것으로 보인다.

4) 소결

주식발행과 채권발행시장 모두 지난 10여년 사이 거시경제적 환경에 따라 다소 변동을 보이기는 하였으나 증가하는 추세를 확인하였다. 주식발행과 채권발행이 중소기업보다는 대기업 중심으로 확대되었던 것과 회사채시장이 서브프라임 이후 크게 성장하였던 것이 두드러졌다. 실제로 IPO나 유상증자의 경우 건수보다는 건별 규모의 증가가 주식발행 규모의 확대를 견인하였음을 확인하였다. 또한 보험, 연기금, 증권사 등 기관투자자 부문이 확대되었고 이들의 안전자산 투자 유인이 확대되면서 우량 채권의 금리가 지속적으로 낮아졌던 것이 A등급 이상의 우량 채권 중심으로 회사채시장이 성장할 수 있었던 요인임을 확인하였다. 이러한 인수부문의 특징이 향후에도 지속될 가능성이 큰 만큼 증권사들은 이러한 변화에 적절하게 대응하여 경영전략을 수립할 필요가 있을 것으로 보인다.

시장 전망에 대한 분석 결과에서 알 수 있듯이, 중장기적으로 주식과 채권의 인수 규모는 기업들의 직접금융을 통한 자금조달 확대에 영향을 주는 거시경제적 환경에 의해 크게 결정될 것으로 본다. 분석에서 제시되지는 못했으나 거시경제적 환경 외에도 경제 불확실성에 대한 투자자들의 부정적인 심리 또한 주식과 채권 인수부문에 중요하다. 실제로 최근 저성장 기조로 국내 기업들의 실적이 부정적인 상황에서 투자자들은 주식시장에서 발행되는 주식을 높은 가격에서 투자하기를 꺼려하였으며 일부 우량 채권을 안정자산으로 평가하지 못했던 일들이 나타났다. 저성장 시대에 주식 및 채권에 대한 발행시장을 지속적으로 발전시키고 활성화하기 위해서는 증권사들은 기업들에 대한 보증역할을 높이고 위험을 인수하는 방식으로 중개역할을 강화하여 기업들의 직접자금조달 비용을 낮추거나 시장의 불확실성을 해소할 필요가 있다고 본다.

나. M&A 자문서비스

1) 국내 M&A시장 특성

국내 M&A시장은 글로벌 금융위기의 영향으로 2008년부터 침체가 지속되다 2010년 회복되는 듯 하였으나 2011년 유로존 재정위기의 여파로 다시 침체되는 모습을 보였다. 그러나 2012년 들어 유로존 재정위기의 여파를 서서히 극복해 나가면서 M&A시장은 2012년 기준 총 150.5조원, 651건의 M&A를 기록하였다. 이 중 국내에서 이루어진 외국계 기업 간 M&A 규모인 128.9조원을 제외하면, 국내 기업이 관여한 총 M&A 규모는 21.6조원으로 전체 국내 M&A 금액의 14.4%에 불과하였다.

<표 III-19> 국내 M&A시장 규모

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
건수	744	857	550	413	499	543	651
금액(조원)	253.4	297.0	142.8	150.3	215.4	140.2	150.5
국내기업 관여 비율 (금액기준)	8.6%	11.4%	15.1%	19.1%	14.4%	23.5%	14.4%

주 : 국내 기업이 관여한 M&A는 국내 기업 간 M&A(In-In), 국내 기업의 해외 기업 인수(In-Out), 외국 기업의 국내 기업 인수(Out-In)를 포함
 자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013)

<표 Ⅲ-20> 2012년 국내 M&A시장 구분

구분	국내기업의 기업결합		외국기업의 기업결합		계
	In-In	In-Out	Out-In	Out-Out	
건수	514 (79.0%)	29 (4.5%)	28 (4.3%)	80 (12.3%)	651 (100.0%)
금액	18.0 (12.0%)	1.7 (1.1%)	1.9 (1.3%)	128.9 (85.6%)	150.5 (100.0%)

자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013)

2010년과 2011년 국내 기업 간 주요 M&A 거래는 대우 및 금호그룹 관련 구조조정 M&A가 상당 부분을 차지하였으며 2012년 시장 규모는 외환은행, 하이닉스, 하이마트 등의 대형 M&A 건으로 2011년 20.8조원 대비 소폭 증가한 21.7조원을 기록하였다. 그러나 국내 M&A시장은 기본적으로 향후 경제 및 시장 전망에 의한 자발적인 M&A가 주류를 이루고 있는 상황은 아니다.

<표 III-21> 2010-2012년 주요 국내 전략적 M&A 거래

	인수대상기업	인수기업	금액(\$m)	업종	날짜
1	대우인터내셔널	POSCO	3,547	도소매	2010-09-20
2	한국외환은행	하나금융지주	3,433	은행	2012-02-09
3	하이닉스	SK Telecom	2,076	반도체	2012-02-14
4	하이마트	롯데쇼핑	1,919	유통	2012-11-01
5	대한통운	CJ GLS	1,696	운송	2011-12-30
6	파워콤	LG통신	1,324	통신	2010-01-01
7	GS스퀘어/ GS마트	롯데쇼핑	1,145	유통	2010-05-26
8	S-LCD	삼성전자	943	전자	2012-01-31
9	센트럴시티	신세계	924	부동산	2012-10-16
10	푸르덴셜증권/ 자산운용	한화증권	422	금융서비스	2010-06-01
11	에이스디지털	제일모직	416	컴퓨터	2011-08-01

자료: 기사모음(구조조정 관련 및 관계사 M&A 제외)

우리나라 M&A시장의 특징은 기업 간 M&A의 상당 부분을 그룹 계열사 간의 사업조정에 따른 M&A가 차지하고 있다는 것이다. 2012년 국내 기업에 의한 전체 M&A 건수인 543건 중 계열사 간 M&A는 220건으로 전체의 40.5%를 차지하고 있으며, 이 중 171건, 77.7%가 합병 방식에 의한 M&A이다. 반면, 비계열사 간 M&A에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 주식 인수 방식의 M&A로서 비계열사 간 M&A의 38.7%를 차지하고 있다. 계열사 간 합병은 경영권 이전과 관련되는 M&A가 아니므로 M&A 자문서비스 시장과의 연관성이 약한 M&A라 할 수 있다.

<표 III-22> 국내 기업의 M&A 방식별 건수 및 비중

		주식취득	합병	영업양수	기타	합계
2010	계열	7 (1.7%)	104 (24.7%)	15 (3.6%)	5 (1.1%)	131 (31.1%)
	비계열	133 (31.6%)	3 (0.7%)	26 (6.2%)	128 (30.4%)	290 (68.9%)
	전체	140 (33.3%)	107 (25.4%)	41 (9.8%)	133 (14.0%)	421 (17.5%)
2011	계열	4 (0.9%)	93 (21.6%)	16 (3.7%)	0 (0.0%)	113 (26.2%)
	비계열	138 (32.0%)	4 (0.9%)	25 (5.8%)	151 (35.1%)	318 (73.8%)
	전체	142 (32.9%)	97 (22.5%)	41 (9.5%)	151 (35.1%)	431 (100.0%)
2012	계열	1 (0.2%)	171 (31.5%)	36 (6.6%)	12 (2.2%)	220 (40.5%)
	비계열	125 (23.0%)	2 (0.4%)	39 (7.2%)	157 (28.9%)	323 (59.5%)
	전체	126 (23.0%)	173 (31.9%)	75 (13.8%)	169 (31.1%)	543 (100.0%)

주 : 1) 기타는 임원겸임과 회사설립을 포함
 2) 국내 기업 간 M&A(In-In) 및 국내 기업의 해외기업 인수(In-Out)만을 포함
 자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013)

2) M&A 자문서비스 고객 분석

가) PEF 시장

국내 M&A시장의 큰 특징 중 하나는 PEF(Private Equity Fund)의 역할 강화이다. 국내 PEF는 2013년 5월말 기준 219개의 PEF, 40.0조원의 출자약정액을 기록하고 있으며, PEF 평균 출자규모는 1,826억원 수준이다. 금융위기의 직격탄을 맞은 해외 PEF와는 달리 국내 PEF는 금융위기 기간에도 양호한 국내 실물 경제 및 PEF 출범 초기의 잇점 등으로 견조한

성장세를 시현하였다. 국내에서 설정된 PEF의 대부분은 약정 규모 1,000억원 이하의 프로젝트 PEF이나 5,000억을 초과하는 대형 블라인드 PEF도 17개에 이르고 있으며, 대표적인 PEF로는 엠비케이파트너스(1조원), 엠비케이파트너스2호(1조 5천억원), 맥쿼리코리아오퍼튜니티즈(1조 2천억원), 케이디비밸류제6호(2조 7,500억원), 미래에셋파트너스3호(6천 100억원), 엠비케이파트너스3호(1조 5천억원), 우리블랙스톤(6천억원), 케이디비칸서스밸류(6천 5백억원) 등이 있다. 그러나 이러한 국내 PEF의 누적 출자약정액의 지속적 증가에도 불구하고 PEF의 대형화는 아직까지 이루어지고 있지 않은 상황이다.

<표 III-23> 국내 PEF 연도별 자금모집액

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013.5	총계
금액 (조원)	3.2	1.5	1.5	4.6	4.2	6.5	6.9	8.8	3.0	40.0
PEF 수	5	10	9	18	24	40	38	57	18	219
PEF 평균 (억원)	6,330	1,518	1,630	2,530	1,753	1,616	1,808	1,538	1,655	1,826

주 : 산업발전법 및 해외자원개발법 하의 5개 PEF 제외
 자료: 금융감독원

<표 III-24> 국내 PEF 약정규모 분포

	1조원 초과	5천억~1조원	1천억~5천억	1천억 이하	총계
개수	5	12	77	125	219
비율	2.2%	5.4%	35.2%	57.0%	100.0%

주 : 2013년 5월 말 기준
 자료: 금융감독원

2011년 국내 PEF의 주요 M&A 거래로는 케이디비벨류제6호 PEF가 기존 재무적 투자자들로부터 대우건설 지분 37.2%를 인수한 건(2조 2,000억원), 오릭스엘티아이 PEF가 미래에셋생명 지분 15.8%를 유상증자로 인수한 건(3,000억원), 보고제이의일호 및 보고제이의이호 PEF가 동양생명의 지분 44.0%를 인수한 건(2,400억원), H&Q 제2호와 IMM PEF가 HI 컨소시엄을 구성하여 하이마트 지분 약 11.0%를 인수한 건(1,750억원) 등을 들 수 있다. 2012년의 경우는 싱가포르 국부펀드인 GIC(Government of Singapore Investment Corporation)와 국내 PEF인 IMM PE가 포함된 GIC 컨소시엄이 교보생명 지분 24.0%를 공동인수한 건(1조 2천억원), KoFC-IBKS-Kstone PEF가 대우건설 지분 12.3%, 금호고속 지분 100.0%, 서울고속버스터미널 지분 38.7%을 금호산업으로부터 패키지로 인수한 건(9,500억원) 등이 있다.

그러나 대형 M&A 매물의 소화에서 PEF가 주도적인 역할을 하기에 좀 더 시간이 필요할 것으로 예상되는데, 이를 위해서는 대형 딜의 성공적인 투자와 회수 경험의 축적, 그리고 무엇보다 펀드의 대형화가 필요하다. 이러한 이유로는 첫째, 높은 시너지 프리미엄을 지급할 수 없는 PEF의 속성, 둘째, 아직까지 우리나라 PEF는 섹터 전문화가 잘 이루어져 있지 않으므로 위험인수(risk-taking) 능력이 부족한 점, 셋째, 대형 M&A의 인수가액은 평균 규모가 상대적으로 영세한 국내 PEF의 포트폴리오 투자 한도를 초과하며, 프로젝트 PEF의 규모는 아직까지 평균적으로 작다는 점, 넷째, 클럽 딜(club deal)과 같이 컨소시엄으로 투자할 경우 공동 GP(General Partner)에 따른 운용상의 비효율성을 들 수 있다.

우리나라의 PE(Private Equity) 침투율과 국민연금 운용기금의 규모와 증가 속도를 고려하면 국내 PEF가 추가적으로 성장할 여지는 충분한 것으로 판단된다. 다만, M&A 자문서비스가 상대적으로 많이 필요한 투자는 PEF 투자 방식 중 바이아웃인데, PEF 투자 중 바이아웃의 비중이

상대적으로 작은 국내 PEF 시장의 성격을 고려하면 PEF를 통한 증권사의 M&A 자문서비스 시장 성장의 한계도 분명히 존재한다.

국내 PEF 시장의 특징적인 부분 중 하나는 거의 전적으로 민간에 의해 형성되고 있는 해외 PE 시장과 다르게 연기금과 정책금융기관에 의한 정책적 목적의 PEF 출자가 이루어지고 있다는 것이다. 먼저 기금운용 규모가 2012년 말 기준 392조원에 이르는 세계 4대 연기금인 국민연금은 국내 PEF와 대기업 및 중견기업의 적극적인 해외진출을 돕기 위해 국내 대기업이 해외 기업 및 자산에 투자할 때 1:1 매칭투자하는 블라인드 PEF인 코퍼레이트 파트너십(Corporate Partnership) PEF에 주요 출자자(anchor LP)로 참여하고 있다. 대기업 별로 별도로 구성되는 코퍼레이트 파트너십 PEF들은 파트너로 지정된 대기업이 투자 대상을 선정하면 PEF에서 특수목적법인(Special Purpose Company: SPC)을 통하여 대기업과 1:1 매칭투자를 진행한다. 물론 국민연금의 코퍼레이트 파트너십이 정책적 목적만을 갖는 것은 아니지만 이러한 PEF는 해외에도 사례가 거의 없는 특수한 한국형 PEF라고 할 수 있다.

코퍼레이트 파트너십에는 프로그램 참여 당사자의 이해관계를 조율하는 견제와 균형의 요소가 자리잡고 있어서 원활하게 운영될 경우 참여 당사자 모두에게 유리한 결과를 가져올 수 있다. 먼저 기업, 즉, 전략적 투자자의 입장에서는 매칭투자로 인하여 해외투자에 따른 위험의 분산이 가능하며 GP의 투자대상 심사를 통해 양질의 딜에 대한 선별적 투자가 가능하다. 해외투자 경험이 많지 않은 국내 GP 입장에서는 대기업으로부터 투자대상 발굴의 편의를 제공받고 해외투자 경험을 쌓을 수 있는 기회가 될 수 있으며 대기업이 경제적 논리에 부합하지 않는 자의적 해외투자를 추진할 경우 이를 견제할 수 있다. 인구고령화로 양호한 운용 수익률을 지속적으로 올릴 필요가 있는 국민연금 입장에서는 성장성이 높은 지역이나 산업으로의 적극적인 해외진출로 국내시장에서의 운용의 한계를 벗어나 해외 PE 투자로부터 수익을 창출할 수 있다.

<표 III-25> 국민연금 코퍼레이트 파트너십(Corporate Partnership) 현황
(단위: 억원)

기업명	규모	기업명	규모
KT&G	3,920	한라그룹	2,000
POSCO	4,000	두산그룹	4,000
동원그룹	2,900	LG상사	3,000
SK그룹	4,000	CJ그룹	5,000
GS건설	2,940	동아제약	2,000
LS그룹	3,000	대성합동지주	2,000
KT	4,000	한국전력	4,000
삼성물산	3,000	풀무원	2,000
한화그룹	5,000	LG 생명과학	4,000

자료: 국민연금

우리나라에서 정책적 목적의 PEF 출자를 담당하고 있는 주요 출자자 중 하나는 정책금융공사이다. 정책금융공사는 중견기업 육성, 신성장동력 분야 투자, 대기업-중소기업 동반성장 등을 지원하기 위한 PEF에 출자하고 있다. 2012년 6월 금액 기준으로 중견기업 육성 분야 1조 3천억원, 신성장동력 분야 2조 3천억원, 동반성장 PEF 4천억원 등 정책금융공사 출자 PEF의 총 규모는 4조원으로 2012년 6월 말 국내 전체 PEF 출자액의 12% 수준이다. 정책금융기관이 특정 정책목표의 달성을 위하여 체계적으로 출자하는 경우는 세계적으로 드문 현상으로 PEF 시장 확대와 시장실패의 극복에 기여하는 측면이 있다. 그러나 정책자금의 PEF 출자가 일정 시기에 집중됨에 따라 정책자금을 출자받은 다수의 PEF가 동일 투자대상을 놓고 경합을 벌이는 상황이 벌어지는 등 투자대상 기업의 발굴 문제와 민간 투자와의 경합에 따른 출자년도(vintage) 수익률의 악화로 정책자금의 효율적 운용이 퇴색되는 측면도 있다.

<표 III-26> 정책금융공사(KoFC) PEF 출자 현황

(단위: 억원)

분야	PEF	총 규모	KoFC 출자 규모
신성장 동력	KoFC Macquarie Growth Champ 2010-1	5,500	2,475
	KoFC STIC Growth Champ 2010-2	5,052	2,000
	KoFC Woori Growth Champ 2010-3	1,100	500
	KoFC Miraeasset Growth Champ 2010-4	3,763	1,500
	KoFC Skylake Growth Champ 2010-5	2,320	1,500
	KoFC Kyobo-Hanwha Growth Champ 2010-6	1,000	500
	KoFC Daishin-Ajuib Growth Champ 2010-7	1,000	500
	KoFC Posco-Hanwha-KB Shared Growth no.2	2,000	800
	KoFC SK Parters Shared Growth no. 3	1,000	500
	JKL Growth Champ 2011-1	1,750	1,000
	Wonik Growth Champ 2011-3	1,700	1,000
증견기업	NH-LB Growth Champ 2011-4	1,500	1,000
	KoFC KDBC-JKL Frontier Champ 2010-1	1,600	1,000
	KoFC QCP-IBKC Frontier Champ 2010-2	3,340	1,500
	KoFC KTB Frontier Champ 2010-3	2,581	1,500
	KoFC Shinhan Frontier Champ 2010-4	1,530	500
	KoFC KBIC Frontier Champ 2010-5	1,000	500
	KoFC Hana-Dongbu Frontier Champ 2010-6	1,200	500

자료: 정책금융공사

나) M&A 기업 고객

기업이 전략적 투자자로서 M&A시장의 성장을 주도해 온 해외 M&A시장과 달리, 대기업을 포함한 우리나라 기업들은 M&A시장 참여에 소극적이다. 소유와 경영의 분리가 이루어지지 않은 우리나라의 경우 매도자 측에서는 경영권 매각에 대한 거부감과 기업의 매각을 실패로 인식하는 사회통념으로 인하여 일부 구조조정 시기를 제외하고는 양질의 M&A 매물이 별로 없는 시장이라고 할 수 있다. 일부 현금흐름이 양호하고 지속적인 사업 확장이나 다각화를 시도하는 대기업 그룹을 제외하고는 인수의 주체로 나서는 경우도 많지 않다. 또한 대기업 그룹이 국내 인수나 국경 간 M&A를 통한 인수에 나서는 경우, 국내 증권사를 자문사로 쓰는 경우는 거의 없다. 국내 전략적 투자자들은 해당 M&A 섹터에 대한 국내 증권사의 자문 역량에 대한 신뢰가 아직까지 부족하여 해외 글로벌 투자은행을 M&A 자문사로 쓰는 경향이 있기 때문이다. 이는 M&A 거래를 추진할 때 해외 글로벌 투자은행을 사용함으로써 M&A 실패 시의 면책을 위한 고려도 작용하는 것으로 보인다.

<표 III-27> 30대 그룹 현금성 자산 추이

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
현금성 자산 (조원)	20.4	28.4	36.1	42.5	47.6	53.5	63.8	72.5	103.6	103.0	123.6	130.0
총 자산 (조원)	437.9	576.3	603.3	636.0	698.9	769.9	859.9	980.5	931.7	1011.0	1164.0	1295.0
자산 대비 비율	4.7%	4.9%	6.0%	6.7%	6.8%	6.9%	7.4%	7.4%	11.1%	10.2%	10.6%	10.0%

주 : 현금성자산은 현금, 현금등가물 및 단기금융상품임

자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013), FnGuide

그럼에도 불구하고 향후 중장기적으로 국내 M&A시장은 실물경제의 성장과 함께 활성화될 것으로 예상되는데 이를 견인하는 요소는 다음과 같다. 국내 대규모기업집단의 경우 현금유동성을 바탕으로 한 시장지배력 확대, 시너지 창출을 위한 신규사업 및 신성장동력 사업진출 등을 목적으로 한 M&A를 추진할 것으로 예상된다. 국내 30대 그룹의 총자산 대비 현금성 자산의 비중이 과거 수년 간 지속적으로 증가하고 있는 추세이다.

<표 III-28> 대규모기업집단 기업결합 건수 및 금액추이

	2008	2009	2010	2011	2012
기업결합건수	153	146	202	153	197
기업결합금액(조원)	11.4	16.8	19.7	22.1	7.8

자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013)

또한, 2012년을 제외하고는 기업결합금액이 지속적으로 증가하여 2011년의 경우 22.1조원에 이르고 있는 등, 최근 대규모기업집단 기업결합 건수 및 금액이 증가세를 보이고 있다. 특히 고무적인 현상은 대기업 그룹 M&A를 포함하는 국내 전체 M&A시장의 큰 특징 중 하나인 계열사 간 M&A 비중이 2012년을 제외하고는 2009년에서 2011년까지 3년간 지속적으로 감소하는 반면, 비계열사 간 M&A는 증가하고 있는 것으로서 경영권 이전이 수반되는 진정한 의미의 M&A시장 규모가 확대되고 있는 것을 확인할 수 있다. 2012년 계열사 간 M&A 비중의 증가는 대규모기업집단을 중심으로 한 경영합리화 및 시너지 제고를 위한 구조조정 성격의 기업결합이 증가한 것으로 해석된다.

<표 III-29> 최근 4년간 계열사 간 국내 M&A 건수 및 비중

구분	계열사 간 M&A	비계열사 간 M&A	계
2009	129 (31.2%)	284 (68.8%)	413 (100.0%)
2010	139 (27.9%)	360 (72.1%)	499 (100.0%)
2011	121 (22.3%)	422 (77.7%)	543 (100.0%)
2012	227 (34.9%)	424 (65.1%)	651 (100.0%)

주 : 국내 기업 간 M&A(In-In) 및 국내 기업의 해외기업 인수(In-Out)만을 포함
 자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013)

<표 III-30> 최근 2년간 대규모기업집단의 계열사 간 M&A 건수 비중

구분	계열사 간 M&A	비계열사 간 M&A	계
2011	39 (25.5%)	114 (74.5%)	153 (100.0%)
2012	84 (42.6%)	113 (57.4%)	197 (100.0%)

자료: 공정거래위원회 공정거래백서(2013)

이에 더하여, 기업들뿐만 아니라 해외진출을 목적으로 한 국내 금융기관의 국경 간 M&A도 지속적으로 추진될 것으로 예상된다. 마지막으로 국내 PEF는 대형 M&A 보다 국내 중·대형 M&A시장 활성화에 기여할 것으로 예상되며, 대형 M&A의 경우에는 전략적 투자자의 M&A 시 재무적 투자자로서 또는 클럽 딜(Club Deal)을 통한 대형 M&A의 선별적 추진도 기대된다.

그러나 이러한 국내 M&A시장의 구조적 변화 가능성은 기본적으로는 국내 증권사에 대해 간접적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 이는 대기업

그룹 집단이나 금융기관의 경우, M&A 자문사로서 해외 글로벌 투자은행을 사용할 가능성이 높기 때문이다. 그럼에도 불구하고 향후 중장기적으로는 증권그룹 또는 강소기업 고객 기업군을 표적으로 하는 M&A시장이 활성화될 가능성이 높다. 이는 증권그룹이나 강소기업들의 경우 성장뿐만 아니라 생존 관점의 선제적 M&A의 필요성이 대두될 수 있기 때문이다. 그리고 이러한 관점에서 국내 증권사들은 계열 금융기관이나 자체 PEF 운용을 통한 공동투자 또는 인수금융을 지원할 수 있는 체제가 필요하다.

3) 중장기 M&A시장 규모 예측

2020년 M&A시장 규모 예측을 위한 방법론은 다음과 같다. 2004년부터 2011년까지 연도별 공정거래위원회 M&A 자료를 전략적 투자자인 기업에 의한 M&A와 재무적 투자자인 PEF에 의한 M&A로 분류 및 추정하여 각각의 M&A 유형에 대하여 별도로 향후 시장 규모를 예측한다. 전략적 투자자에 의한 M&A에 대해서는 2004년~2011년 사이 공정거래위원회가 발간한 국내 M&A시장 규모 자료에서 PEF 투자분을 제외한 M&A시장 규모에 대한 회귀분석을 수행한다. 이러한 회귀분석을 바탕으로 PEF 투자를 제외한 국내 M&A시장의 2020년 시장 규모를 예측한다. PEF에 의한 M&A시장 규모는 전략적 투자자에 의한 M&A와 다르게 별도의 동인에 의해 시장 규모가 결정되는 경향이 있으므로 전략적 M&A와는 별도로 향후 시장 규모를 예측한다. 이렇게 산출한 2020년까지의 연도별 PEF 투자액을 전략적 투자자에 의한 M&A시장 규모 예측치에 합산하여 2020년까지의 전체 M&A시장 규모를 추정한다.

전략적 M&A에 대한 회귀분석의 독립변수로는 금융위기 더미, 유로존 재정위기 더미, GDP, 기업 현금 보유액 및 금리를 사용한다. 2004년부터 2011년까지 8년의 표본기간은 글로벌 금융위기와 유로존 재정위기

가 포함되어 있다. M&A는 이러한 경제 및 금융시장 위기 시에 시장 규모가 축소되는 경향이 있으므로 이를 통제하기 위해 금융위기는 2008~2010년, 유로존 재정위기는 2011년으로 더미변수를 설정한다. GDP는 M&A시장 규모를 예측하는 변수로 광범위하게 사용되고 있다. 또한 M&A시장 규모는 기업들의 현금 보유액에도 영향을 받는 것으로 알려져 있다. 마지막으로 금리는 국고채 3년물 금리를 사용한다. 금리는 전략적 M&A에서 자금조달 비용을 나타내며, 또한 경기의 활황을 나타내는 지표로 사용된다. PEF에 의한 M&A시장 규모는 국내에서 PEF가 처음 출범한 2005년 이후 PEF 신규투자의 추세를 반영하여 2020년까지 신규투자 규모를 추정하되, 주요 PEF 출자자인 국민연금의 향후 PEF 출자 규모를 반영하여 추정한다.

먼저, 전략적 M&A의 회귀분석 결과는 다음과 같다.

<표 III-31> 전략적 M&A의 회귀분석 결과

	y절편	금융위기 더미	유로존 재정위기 더미	GDP	기업 보유 현금	국고채 3년 금리
계수	-470.26	-192.08	-314.91	0.69	0.03	17.82
t-통계량	-2.85***	-6.31***	-6.41***	5.83***	0.06	1.11

이러한 회귀분석 결과를 통하여 추정한 2014년부터 2020년까지의 국내 전략적 M&A시장 규모는 다음과 같다. 먼저, 동기간 글로벌 금융위기와 같은 금융위기가 없음을 전제로 한다. 기업 보유 현금은 다음 <표 III-32>에서와 같이 금융위기 기간을 제외하고는 대체적으로 GDP 대비 14% 수준에 머무르고 있음을 알 수 있다. 이는 다중공선성(multicollinearity) 문제로 기업보유현금의 설명력이 낮은 이유가 되고 있으며,

향후 기업보유현금의 예측치로는 GDP 예측치의 14%를 사용한다. 이와 같이 하면 2014년에서 2020년까지의 GDP 및 금리 예측치를 통하여 전략적 M&A의 국내 시장 규모를 예측할 수 있다.

<표 III-32> 국내 기업 현금 보유액

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
GDP(조원)	827	865	909	975	1,026	1,065	1,173	1,235
기업보유현금 (조원)	119	133	147	93	135	167	169	177
GDP 대비 기업현금비중	14.3%	15.3%	16.2%	9.5%	13.1%	15.7%	14.4%	14.4%

자료: 한국은행 경제통계시스템

한편, PEF에 의한 재무적 M&A의 시장 규모는 PEF의 가장 큰 핵심 출자자인 국민연금의 2017년 대체투자 운용계획 상의 연도별 PEF 투자액을 통하여 추정한다. 국민연금은 2017년 총 적립금 591.47조원의 14%인 82.8조원을 대체투자에 할애할 계획이다. PEF 출자가 대체투자액에서 차지하는 비중은 2010년 19.8%, 2011년 19.0%, 2012년 18.5%를 차지하고 있으며 2017년까지 현재의 대체투자액 대비 PEF 출자 비중인 18.5%가 지속된다는 가정 하에 2017년까지의 국민연금 PEF 투자액을 산출한다. 또한, 전체 누적 PEF 투자액 중에서 국민연금 출자가 차지하는 비중은 2010년 22.4%, 2011년 19.9%, 2012년 19.2%이며, 최근 2011년 비중 대비 2012년 감소분인 0.7%가 지속적으로 연도별로 감소된다고 가정하면 2017년 국내 PEF 누적 투자액 대비 국민연금 투자 비중은 2017년 15.4%를 유지할 것으로 예상되며, 따라서 2017년 국내 PEF 누적 투자액은 99.6조원으로 예상된다. 이러한 연도별 국내 PEF 누적 투자액 추정치를

통하여 연도별 국내 PEF 신규 투자액을 산출할 수 있으며 이렇게 산출된 2017년의 국내 PEF 신규 투자액은 16조원으로 추정된다. 2018년부터 2020년까지의 신규 PEF 투자액은 보수적 추정치 산출을 위하여 16조원 수준에 머무르는 것으로 가정한다.

<표 III-33> 연도별 PEF 신규투자 규모 추정
(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
국민연금 대체투자액	43.0	52.9	62.9	72.9	82.9			
국민연금 대체투자 중 PEF 비중	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%			
국민연금 PEF 투자액	8.0	9.8	11.7	13.5	15.4			
전체 PEF 투자 중 국민연금 비중	18.4%	17.7%	16.9%	16.2%	15.4%			
전체 PEF 투자액	43.2	55.5	68.9	83.5	99.6			
신규 PEF 투자액	11.3	12.3	13.4	14.6	16.0	16.0	16.0	16.0

자료: 국민연금(2012), 박무환 외(2012), 자본시장연구원

2013년에서 2020년까지의 연도별 전체 M&A시장 규모는 연도별 전략적 M&A 및 PEF 신규투자액을 합산하여 산출된다. 2020년 국내 M&A 전체 거래규모는 전략적 M&A 996조원과 PEF 16조원을 합하여 총 1,012조원 규모를 형성할 것으로 추정된다.

<표 III-34> 연도별 M&A시장 규모 추정

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
전략적 M&A	514.3	586.8	652.0	713.1	778.8	848.2	920.7	996.1
PEF 신규투자	11.3	12.3	13.4	14.6	16.0	16.0	16.0	16.0
전체 M&A시장	525.6	599.1	665.4	727.7	794.8	864.2	936.7	1,012.1

자료: 한국은행, 국회예산정책처, 자본시장연구원

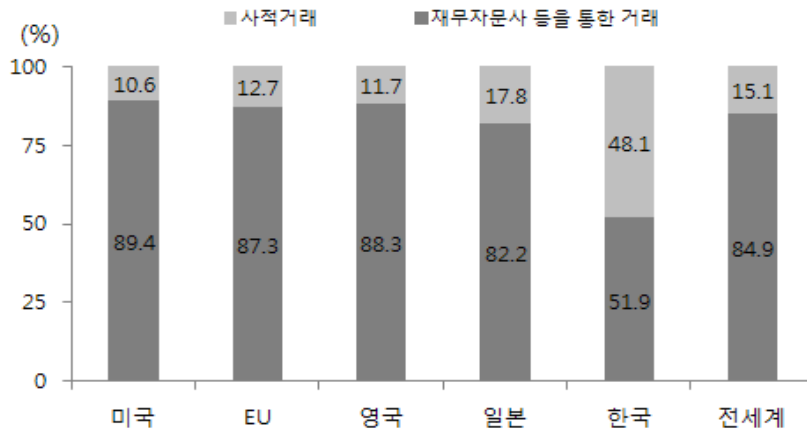
4) 국내 IB M&A 자문서비스 시장 현황

국내 M&A시장의 성장은 국내 M&A 자문서비스 시장의 성장을 견인할 것으로 예상된다. M&A 자문서비스는 투자은행의 핵심 업무 중 하나이며 자기자본을 사용하지 않으면서 고수익이 가능하므로 증권업의 자본 건전성에 기여하는 주요 투자은행 업무이다. 그러나 국내 M&A시장은 전체 M&A 거래에서 자문사를 고용하는 경우가 선진국에 비해 매우 낮은 상황이며 이는 M&A 자문서비스 효용에 대한 확신의 부재에 기인한다(<그림 III-24> 참고).

이에 더하여, 국내 M&A시장은 외환위기 전부터 현재까지 대형 M&A 거래를 중심으로 외국계 투자은행에 의해 주도되고 있다. 2011년 M&A 자문사 상위 37개 업체 중 18개 업체가 외국계 자문사로서, 이들은 전체 383조원 중 201조원의 M&A 거래를 성사시켜, 거래금액으로는 52.5%를 차지한 반면, 거래 건수에서는 26.2%만을 차지하고 있다. 그러나 국내 증권사들의 M&A 자문수수료 수입은 2004년 318억원에서 2011년 2,372억원으로 급성장하였으며 전체에서 차지하는 비율도 2004년 46%에서 이후 평균 70%대로 증가하였다. 이는 국내 증권사의 M&A 역량이 강화된 결과로 나타난 것뿐만 아니라 외국계 투자은행의 경우 M&A 업무는 대부분 지역사업 본부 소관으로 사무소 간 수익분배에도

기인하는 결과이다. Thomson Reuters에 의하면, 2008-2009년 간 국내 5대 외국사 M&A 자문사 수수료 수입은 1,900억원대에 이르는 것으로 추정되고 있다(<표 Ⅲ-35> 참고).

<그림 Ⅲ-24> 주요국 M&A 거래 중 재무자문사의 중개 비중
(2006~2008년 평균)



자료: 한국은행(2009)

<표 Ⅲ-35> 증권사 M&A 자문수수료

(단위: 억원)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	합계
국내계	318 (46%)	657 (73%)	1,257 (71%)	2,137 (70%)	1,669 (69%)	2,167 (80%)	1,804 (74%)	2,349 (65%)	2,509 (79%)	14,867 (71.5%)
외국계	375 (54%)	249 (27%)	506 (29%)	911 (30%)	745 (31%)	548 (20%)	624 (26%)	1,277 (35%)	687 (21%)	5,922 (28.5%)
총계	693	906	1,763	3,048	2,414	2,715	2,428	3,626	3,196	20,789

자료: 금융투자협회

5) M&A 자문서비스 Key Gaps

M&A는 신속하고 효율적인 구조조정 수단이며 기업 성장의 동력을 확보하는 주요한 방법의 하나이다. 그래서 경제와 자본시장에서 M&A가 갖는 의미가 큰데, 증권사는 M&A 자문서비스 제공을 통하여 M&A시장을 지원하고 활성화하는 역할을 수행한다. 따라서 증권사 투자은행 부문의 수익원으로서 뿐만 아니라 경제의 구조조정 수단을 제공하고 기업 성장의 원동력을 제공한다는 측면에서 증권사 M&A 자문서비스의 역량 제고가 반드시 필요하다고 할 수 있다. 특히 우리나라 대형 M&A 자문의 거의 대부분을 외국계 투자은행들이 독식하는 현실을 고려할 때 증권사 M&A 자문서비스 역량의 강화가 더욱 필요하다.

M&A 자문서비스는 다수의 M&A 자문 경험을 통한 거래 수행 능력, 기업 및 투자자 네트워크, 리서치 능력, 고객 비밀유지(client confidentiality)와 같은 높은 수준의 직업정신(professionalism) 등이 골고루 필요한 고난이도의 전문 서비스이다. M&A 자문서비스를 성공적으로 수행하기 위해서는 전문 인력의 양성 또는 확보, 기업 및 투자자 네트워크, 데이터베이스 등 인프라의 구축이 필요하기 때문에 M&A 자문서비스는 시간과 비용의 투자가 필요한 사업이다.

M&A 자문서비스는 대형 M&A 건에 대한 자문 경험이 가져다주는 평판효과가 크다. 또한, 거래규모의 일정 비율로 수취되는 M&A 성공보수(success fee)로 인하여 대형 M&A, 그리고 성사 가능성 높은 M&A 거래에 대한 자문사 간 경쟁이 치열하다. 대형 M&A 자문 건의 수주에 많은 노력을 기울였으나 자문사에 선정되지 못할 경우 기회비용이 발생하기 때문에 한정된 M&A 자문서비스 자원의 선택과 집중이라는 측면에서 국내 증권사들은 외국계 투자은행이 치열한 경합을 벌이는 주요 대형 및 우량 M&A에 대한 적극적인 수주 전략을 취하기 어렵다. 외국계 투자은행들은 수십 년의 업력과 노하우를 통해 국내 대형 M&A시장

을 주도해 왔으며, 특히 해외 사무소 네트워크를 통한 국경 간 M&A 자문을 독점해 왔다.

외국계 투자은행의 경우 전 세계에서 축적한 M&A 자문 경험 그리고 특정 섹터에 대한 전문성을 바탕으로 글로벌 기업들과 고객관계를 유지해 왔다. 국제적인 수준에 오른 우리나라 대기업들도 M&A에 있어서 외국계 투자은행을 선호하는 것이 현실이다. 또한, 외국계 투자은행은 자기자본 투자가 거의 필요 없어서 자본효율성이 뛰어난 M&A 자문 서비스에 대한 경영진의 관심 또한 높아서 M&A 수주전에서 고위 경영진의 전폭적 지원을 받는 경우가 많다. 또한, 성공적인 M&A 자문서비스는 역량있는 전문인력의 확보가 핵심인데 외국계 투자은행의 경우 과감한 보상체계를 갖추고 스카우트에 주력하고 있어서 능력있는 M&A 전문인력의 유입이 지속적으로 이루어지고 있다.

반면, 국내 증권사는 짧은 M&A 자문 업력으로 인한 트랙레코드 부재로 외국계 투자은행과의 경쟁이 치열한 대형 M&A 수주가 곤란하기 때문에 일부 대형 증권사를 제외하고는 국내 중소형 M&A 자문서비스 시장에 주력해 왔다. 또한, 국내 증권사의 경우 M&A 부서와 소속 직원을 M&A 자문서비스의 전문인력으로 양성하려는 체계적 접근방식 보다는 M&A 부서를 증권사의 다양한 부서의 하나로만 인식하여 M&A 전문 인력의 체계적 양성과 커리어 관리가 이루어지지 않아왔다. 또한, 국내 증권사 최고경영자들은 짧은 임기로 인하여 M&A 자문서비스의 자본효율성이 높음에도 불구하고 임기 내 투자 대비 수익성이 불확실한 M&A 자문서비스에 많은 관심을 가지기 어려웠다.

이렇게 국내 증권사들의 M&A 자문서비스 부문이 활성화 되지 않는 이유는 M&A 자문서비스 부문의 악순환 구조에 있다고 할 수 있다. 전문적인 바와 같이 대형 M&A 자문 또는 수익성 높은 M&A 자문을 외국계 투자은행이 지배하고 있는 상황에서 국내 증권사는 대부분 중소형

M&A 자문에 집중할 수밖에 없으며, 중소형 M&A 자문서비스의 낮은 수수료 수입은 국내 증권사 최고경영자들로 하여금 M&A 자문서비스에 대한 확신을 가질 수 없게 만들어 장기적이고 체계적인 투자 및 혁신적인 보상체계가 자리 잡을 수 없도록 만들게 된다. 이러한 투자와 보상체계의 부재는 다시 외국계 투자은행과의 경쟁이 치열한 대형 M&A 자문이나 수익성 높은 M&A 자문 건의 수주를 어렵게 한다. 그리고 이는 다시 낮은 수수료 수입, 대형 M&A 자문의 트랙레코드 부재, 고급 인력의 확보 불가 등으로 이어지며 체계적인 M&A 자문 역량의 축적이 어렵게 되는 악순환에 빠지게 되는 것이다.

<표 III-36> 2012년 국내 M&A 리그테이블

순위	자문사	구분	금액(백만원)	건수
1	크레디트스위스	외국계	4,590,545	2
2	하나대투증권	국내계	4,363,600	4
3	삼정KPMG	국내계	3,125,289	14
4	삼일PwC	국내계	2,358,012	25
5	맥쿼리증권	외국계	2,349,599	3
6	JP모간	외국계	2,182,799	4
7	우리투자증권	국내계	1,973,577	4
8	Rothschild	외국계	1,825,000	2
9	BofA 메릴린치	외국계	1,687,363	1
10	골드만삭스	외국계	1,671,648	3
11	씨티글로벌마켓증권	외국계	1,616,813	2
12	딜로이트 안진	국내계	1,350,338	9
13	UBS	외국계	1,136,490	2
14	삼성증권	국내계	1,021,743	8
15	NH농협증권	국내계	767,145	2
16	한국산업은행	국내계	766,567	3
17	도이치증권	외국계	757,498	2
18	신한금융투자	국내계	674,945	1
19	모간스탠리	외국계	674,500	2
20	바클레이즈	외국계	578,038	2
21	KDB대우증권	국내계	557,963	5
22	KB투자증권	국내계	378,026	2
23	Evercore Partners	외국계	354,330	1
24	소시어스	국내계	212,300	2
25	Locus Capital Partners	국내계	201,892	2
...
37	한울 회계법인	국내계	18,100	1
	국내계	19	18,180,253 (47.5%)	90 (73.8%)
	외국계	18	20,121,146 (52.5%)	32 (26.2%)

자료: The Bell

6) 국내 IB M&A 자문서비스 시장 규모

전술한 전체 국내 M&A시장 규모 추정치를 바탕으로 공정거래위원회 전체 M&A시장 규모 자료 중 국내 증권사가 M&A 자문사로 활동할 것으로 예측되는 내국인 간 M&A인 In-In M&A 거래의 비중을 적용하여 연도별 전략적 In-In M&A시장 규모를 산출하고 이를 연도별 PEF 투자에 합산하여 국내 증권사 대상 M&A시장 규모를 추정한다. 그러나 모든 M&A가 M&A 자문사를 사용하는 것은 아니다. 전체 M&A시장 규모에 2006-2008년 간 국내 M&A 중 자문사가 사용된 비중인 52%²⁶⁾를 적용하여 국내 증권사 M&A시장 규모를 추정하고, 여기에 2008~2011년 간 평균 M&A 자문수수료율인 0.8%를 적용하여 국내 증권사 M&A 자문서비스 시장 규모를 추정한다. 이러한 방식으로 추정한 국내 증권사 전체 M&A시장 규모는 2020년 약 76조원으로 추정되며, 국내 증권사 간 과열 경쟁으로 인한 M&A 자문수수료율의 하락이 없다는 가정 하에 2020년 증권사 총 M&A 자문수수료 수입은 6,070억원 수준으로 추정된다.

26) 한국은행(2009)

<표 III-37> 연도별 M&A 자문서비스 시장 규모 추정

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
전략적 M&A 규모	514.3	586.8	652.0	713.1	778.8	848.2	920.7	996.1
In-In M&A 비중	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
PEF 투자	11.3	12.3	13.4	14.6	16.0	16.0	16.0	16.0
자문사 사용비중	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
국내 증권사 M&A시장 규모	40.6	46.0	51.0	55.8	61.0	65.7	70.6	75.7
M&A 자문 수수료율	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
국내 증권사 M&A자문서비스 시장 규모 (10억원)	326	369	409	447	489	527	566	607

자료: 한국은행, 국회예산정책처, 자본시장연구원

참고로 과거 외환위기와 그 이후 일부 부실화된 금융기관 및 기업이 구조조정을 통하여 상당 부분 매각이 완료된 바가 있다. 과거 기업구조조정 관련 출자전환 등을 통하여 산업은행, 정책금융공사 등 정책금융기관과 예금보험공사가 보유하게 된 이래 아직까지 보유중인 금융기관 및 기업 지분 현황이 다음 <표 III-38>에 나타나 있다. 이러한 대형 M&A 건 등은 향후 국내 증권사가 M&A 자문사 경쟁에 적극적으로 뛰어들어 트랙레코드를 쌓을 수 있는 기회를 제공할 수 있다.

<표 III-38> 구조조정 관련 매각 대상 기업

(단위: 억원)

기업 또는 기관명	최대주주	매각 지분
우리금융지주	예금보험공사	57.00%
제주은행	예금보험공사	17.67%
한화생명	예금보험공사	24.75%
한국자금융재	예금보험공사	24.25%
STX팬오션	산업은행	14.99%
대우조선해양	산업은행	31.46%
금호산업	산업은행 및 채권단	66.00%
쌍용양회	산업은행	13.81%
현대건설	정책금융공사	22.50%
한국항공우주산업	정책금융공사	26.00%

자료: 각사 홈페이지 및 금융감독원 전자공시시스템

3. 자산관리

가. 자산관리서비스 시장의 성장 요인

국내 증권사들의 수익이 계속 악화되는 가운데 자산관리서비스는 위탁매매를 대체할 가장 유력한 사업 부문으로 지목받는다. 이러한 이유는 세 가지 근거가 제시되는데, 첫째, 미국 및 일본 등 우리나라보다 증권업의 성장과정을 먼저 경험했던 선진시장들의 경우 이러한 양상을 보였기 때문이다. 미국의 경우 1975년 위탁매매수수료 자율화, 일본의 경우 1990년 주식시장 버블의 붕괴로 인한 브로커리지 시장의 위축을 자산관리서비스의 활성화를 통해 어느 정도 대응한 성공적 선행사례다. 둘째, 인구구조적 변화로 인한 투자자들의 수요 변화가 또 하나의 주요

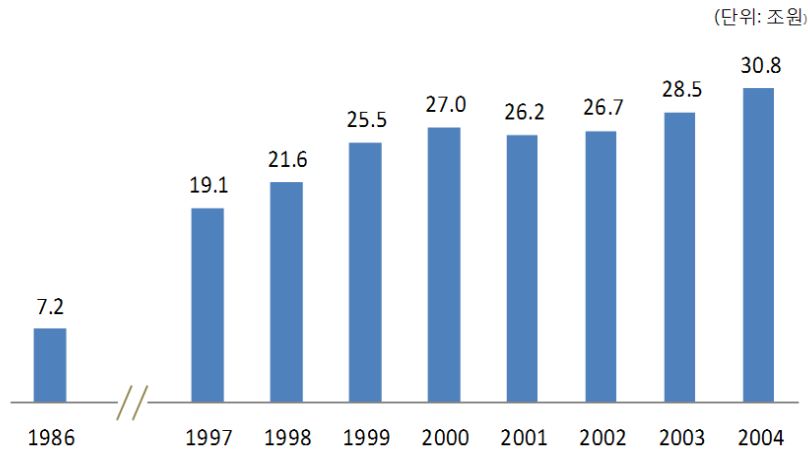
이유로 지목되고 있다. 한국은 세계에서 인구고령화가 가장 빠르게 진행되고 있는 국가에 속하며, 자산축적(asset accumulation)에서 자산보호(asset protection)를 추구하는 인구 비중이 늘어남에 따라 자산관리서비스에 대한 필요성이 증가하고 있다. 셋째, 한국 경제가 장기 저성장·저금리 국면에 진입함에 따라 주식, 펀드 등 기존 투자상품의 수익성이 떨어지고 해외채권, 대체투자 등 보다 다양한 상품을 포함한 투자포트폴리오에 대한 수요가 증가할 전망이다.

미국 시장을 필두로 전 세계 자산관리시장은 1990년대 후반에 들어 본격적으로 성장하기 시작했는데, 여기에는 수요와 공급 측면의 주요 요인들이 작용했다. 우선 수요 측면의 요인들을 살펴보면, 자산관리서비스가 가장 발달되어 있는 미국의 경우 14년(1986년~2000년) 가까이 유례없는 미 증시의 장기호황으로 부유층의 수와 이들의 자산 규모가 빠르게 증가했다. <그림 III-25>에서 보면 1986년~2000년 사이 세계 부유층자산은 7.2조달러에서 27조달러로 4배 가량 증가하고 연평균 9.9%의 높은 성장률을 시현했다. 특히 1990년대 말 빠르게 증가한 부유층 자산은 증시의 호황이 주요 성장 요인이었던 것으로 분석된다.²⁷⁾ 반면 2000년 IT 버블의 붕괴는 부유층 수 및 자산 증가에 제동을 걸었고, 2003년 이후 다시 증가세로 돌아섰으나 그 성장세는 과거에 비해 다소 둔화된 수준이다. 또한, 2000년 이후 세계 부유층 시장 성장의 중심지는 아시아 및 중동으로 이전하기 시작했다.

선진 자산관리시장에서 주목해야 할 또 다른 점은 부유층 구성의 변화다. IT 붐 등으로 형성된 신부유층(entrepreneurial wealthy)은 과거 상속과 같은 방식으로 부를 승계 받은 전통부유층(traditional wealthy)에 비해 금융에 보다 능숙한 투자자들로서 자산관리서비스에 대한 활용이 보다 진보됐다고 볼 수 있다.

27) Maude(2006)

<그림 III-25> 세계 부유층 자산 추이



자료: Capgemini · Merrill-Lynch(2005)

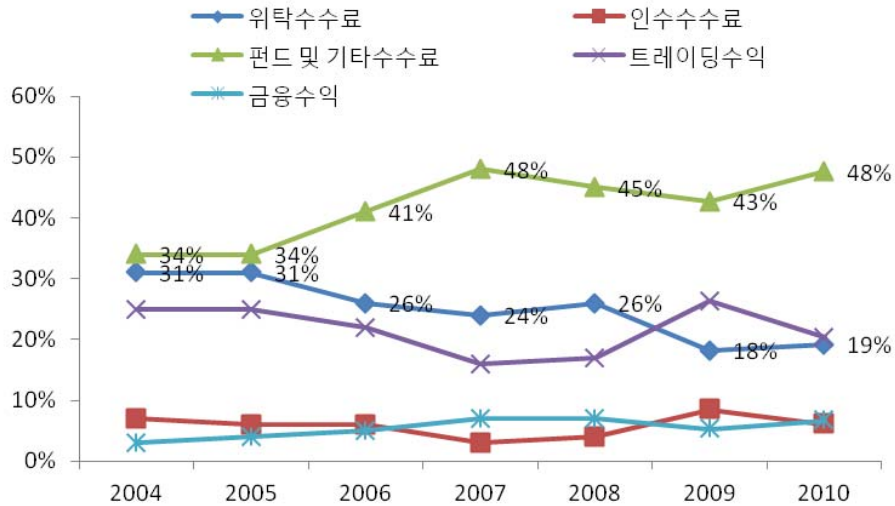
자산관리서비스에 대한 수요 증가와 함께 미국 금융산업의 규제적 및 기술적 변화가 자산관리서비스 제공의 공급을 늘리는데 기여했다. 우선, 1975년 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)의 브로커리지 수수료 전면 자율화 조치로 인해 위탁매매수익 하락을 경험한 미국 증권사들은 스스로 새로운 수익원을 찾아 나서게 되었다. 1999년 글래스-스티글(Glass-Steagall) 법 제정으로 투자은행(IB)과 상업은행(Commercial Bank: CB) 업무의 겸업이 허용됨에 따라 금융겸업화가 확산되고, 금융회사들이 자산관리 사업에 진출하여 투자은행 상품의 판매채널을 확보하려는 전략들이 늘어났다. 이와 더불어 IT 기반의 기술 혁신 진전으로 STP(Straight Through Processing)²⁸⁾ 등 자산관리서비스의 자동화 및 표준화가 쉬워진 이유도 자산관리서비스 발전의 중요한 설명요인으로 지목된다.

28) 증권거래에서 필요한 데이터, 즉 '매매주문에서 결제에 이르는 전 프로세스'의 자동화를 의미

일본의 경우 2000년대 중반에 들어 자산관리서비스가 증권사들의 주요 수익원으로 자리 잡기 시작했으며, 이는 1990년 주식을 포함한 일본 자산시장 버블의 붕괴 이후 개인들의 주식거래 기피와 증권사들의 수익성 악화가 주요 원인으로 작용했다. 일본은 1980년대 중반부터 일본 정부의 양적완화 정책으로 자산버블이 형성되기 시작했으며, 이는 1989년 정점에 도달했다. 니케이 225 지수는 1986년 13,000포인트에서 1989년 12월 말 38,975포인트로 3년 사이 3배가량 늘어났는데, 1999년 정부의 긴축정책 추진으로 주식시장이 붕괴되고, 니케이 225 지수는 2003년 7,603로 정점의 20% 수준으로 급감했다. 일본의 경우 주식시장의 붕괴는 단순히 일시적인 충격으로 남아있지 않고, 일본 개인투자자들에게 주식은 위험한 것이고 피해야 한다는 인식을 각인시켰으며, 당시의 투자자들은 오늘날에도 그 경험을 기억하고 있다. 지금 국내 증권사들처럼 위탁매매 의존도가 50%에 달했던 일본 증권사들은 생존을 위해 불가피하게 새로운 수익원을 발굴해야 했고, 이를 자산관리에서 찾았다.

<그림 Ⅲ-26>에서 보면 일본 증권사들의 수익에서 위탁매매가 차지하는 비중은 꾸준히 감소하고 있으며, 2010년 20% 이하에 머무르고 있다. 반면, 주요 자산관리 수익인 펀드판매 및 기타 수수료(자산관리수수료 포함)는 꾸준히 증가하고 있으며, 증권사 수익에서 차지하는 비중이 2010년 약 50% 수준에 달하고 있다.

<그림 III-26> 일본 증권업의 수익구조 변화 추이



자료: 일본증권업협회(JSDA)

인구고령화도 자산관리시장의 주요 잠재적 성장 동력이다. 가계의 투자수요는 생애주기(life cycle)에 따라 변화하며, 20대~40대에는 앞으로의 소득이 기대되기 때문에 투자상품의 수익성에 초점을 두는 반면, 50대 이상의 경우 은퇴 후 안정적인 소득 대체, 인플레이션 방어, 장수위험 등 수익성 외적인 부분 또한 중요시하기 때문에 자산관리서비스에 대한 니즈가 높아진다. 따라서 인구고령화로 인한 50대 이상의 인구비중 증가는 자산관리서비스에 대한 수요를 증가시킨다고 볼 수 있다.

마지막으로 저성장·저금리 기조 또한 자산관리시장의 주요 발전 요인으로 작용한다. 한 국가의 저성장·저금리 경제 환경은 해당 국가의 다양한 자산의 위험-수익 프로파일(risk-return profile)의 변화를 야기한다. 이는 두 가지 주요 측면에서 자산관리 수요에 영향을 미치는데, 첫째, 현금·예금 등 안전자산이든, 주식·채권과 같은 투자자산이든 주어

진 위험 수준에 비해 미래의 기대수익이 낮아질 것이라는 점이다. 따라서 이는 개인 자산포트폴리오의 조정을 요구할 수밖에 없고, 이러한 자산포트폴리오 조정 니즈로 인해 자산관리 수요가 늘어난다. 둘째, 전통 자산으로는 원하는 위험-수익 프로파일을 달성할 수 없게 될 경우 이를 구조화·합성 형태로 새롭게 만들거나, 위험-수익 프로파일이 국내와 다른 해외투자 자산을 통해서 얻어야 한다. 이 경우 과거에 비해 투자상품의 다양성과 복잡성이 증가하게 되고, 고객 입장에서는 고도화된 자산관리 상품 및 솔루션을 설명 및 설계해 줄 수 있는 서비스에 대한 수요가 늘어난다.

우리나라의 경우에도 이와 유사한 상황들이 지금 전개되고 있다는 점에서 자산관리서비스에 대한 수요가 앞으로 늘어날 것으로 전망된다. 그러한 반면, 국내 증권사들이 이러한 수요 증가에 부합한 자산관리서비스를 제공하고 있는지, 그렇지 않다면 앞으로 어떠한 노력들을 해야 하는지에 대해서 각각 다음 절에서 살펴보도록 한다.

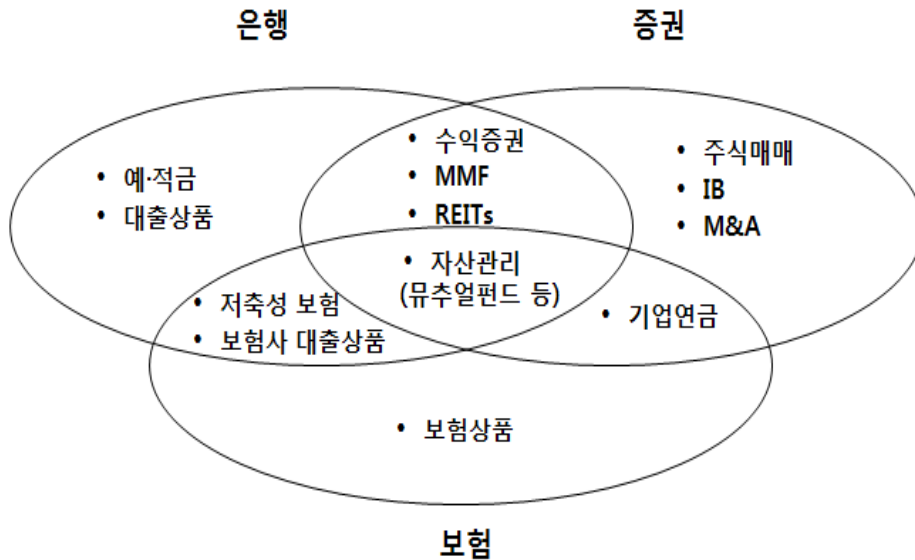
나. 국내 금융산업 자산관리시장

국내 금융시장에 자산관리서비스가 부각되기 시작한 시기는 1997년 외환위기 직후로 볼 수 있다. 외환위기 이후 금융산업의 대대적 구조조정과 수익성 악화 상황에서 금융회사들은 새로운 수익원을 찾기 시작했고, 자산관리 산업에 관심을 갖기 시작했다. 특히, 은행들이 자산관리 사업에 적극적인 자세를 보였으며, 이는 대기업들의 대출 수요 감소의 공백을 메우기 위해 은행들이 개인과 중소기업 시장을 공략하기 시작하면서 비롯된다. 여기에 외환위기 이후 방카슈랑스, 은행 지주회사 제도의 도입 등 금융업종 간 경계의 철폐로 단일 금융기관에서 고객에게 종합적인 자산관리서비스를 제공하기가 쉬워진 측면도 국내 자산관리시장

성장에 기여했다. 2004년 「간접투자자산운용업법」 시행으로 보험사의 뮤추얼펀드 판매가 가능해지고, 2005년 기업퇴직연금 제도 도입으로 증권사의 퇴직연금시장 진출이 가능해졌다. 여기에 2006년 은행의 환급형 보험 판매 허용, 2007년 보험사 지점을 통한 은행 예금상품 취급 추진, 증권사의 CMA를 통한 지급결제서비스 제공 등으로 금융업종 간 경쟁이 심화되고 있다.

금융업권 간의 상품판매 장벽이 낮아짐에 따라 은행과 더불어 증권사 및 보험사들도 자산관리서비스를 적극 시도하기 시작했으며 은행은 프라이빗뱅킹(Private Banking), 증권사는 웰스매니지먼트(Wealth Management), 보험사는 종합자산관리사(Financial Planner)를 통해 자산관리서비스를 제공하고 있다.

<그림 III-27> 금융업권 간 취급 상품·서비스

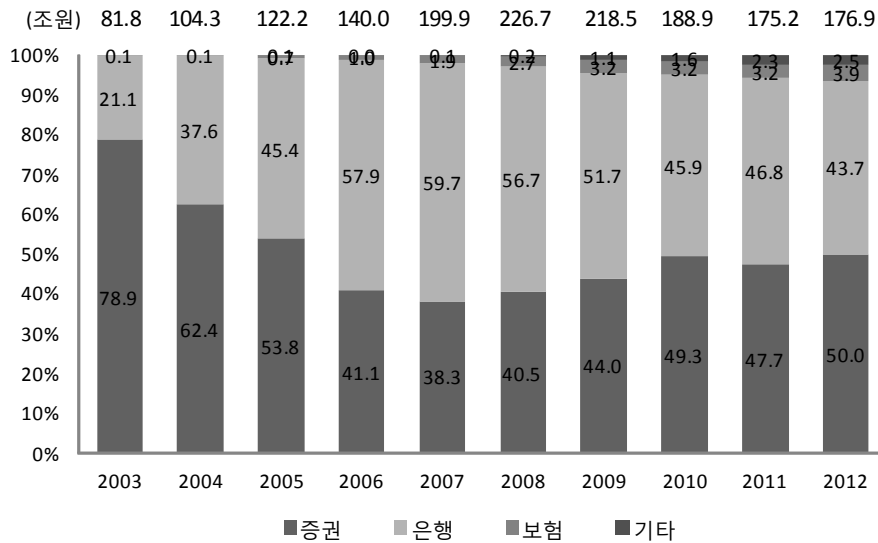


자료: 김관태(2007)

금융업권 간 제공하는 자산관리 상품·서비스 중 가장 큰 비중은 뮤추얼펀드 판매가 차지하고 있다. 이는 아직까지 국내 자산관리시장이 은행, 증권 및 보험 간의 특성을 살린 차별화된 사업으로 발전하지 못했다는 반증이기도 하다.

<그림 Ⅲ-28>에서 금융업권별 뮤추얼펀드의 판매 실적 추이를 살펴보면 과거 증권사가 우위를 가지고 있었으나, 점진적으로 은행이 시장을 잠식해 나아가는 모습을 볼 수 있다. 2003년에서 2012년 사이 증권업의 뮤추얼펀드 판매 비중은 78.9%에서 50.0%로 감소한 반면, 동 기간 은행의 뮤추얼펀드 판매 비중은 21.1%에서 43.7%로 증가했다.

<그림 Ⅲ-28> 금융업권별 뮤추얼펀드 판매 구성



자료: 금융투자협회

이러한 현상은 뮤추얼펀드가 점차적으로 일반상품화(commoditize)되어가는 상황을 반영하기도 하는데, 이는 뮤추얼펀드의 판매 및 각종 수수료 또한 하향하는 추세를 동반하고 있다. 즉, 국내 자산관리시장이 지금과 같은 단순 상품판매 성향을 벗어나지 못할 경우 향후에도 자산관리시장의 주도권은 판매채널에 따라 결정될 것이며, 이는 지점 수 측면에서 절대적 우위를 가지고 있는 은행업에 유리할 수밖에 없다. 더욱이나 최근 자본시장법 개정안 시행으로 은행도 원금보장형 ELS를 발행²⁹⁾할 수 있게 됨에 따라 자산관리시장을 두고 은행과 증권사 간의 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 예상된다.

따라서 향후 국내 자산관리시장이 발전하고, 고객에게 양질의 서비스를 제공해주기 위해서는 금융업종 간의 특성을 살린 차별화된 상품 및 서비스의 개발이 절실하다.

다. 증권사 자산관리 사업

국내 금융회사 및 고객 입장 모두에서 아직까지 자산관리서비스의 정의와 범위가 명확하지 않은 상황이다. 자산관리 사업을 하고 있는 금융회사마다 사업의 개념이 다르며, 고객들 또한 자산관리가 무엇인지에 대한 인식 및 이해가 높지 않다. 보편적으로 금융회사들이 자산관리의 간판 아래 영위하는 업무들의 공통분모는 전통적 주력사업을 제외한 소

29) 기존에는 은행의 경우 통상 증권사가 발행한 ELS를 신탁을 통해 판매, 혹은 ELS와 유사한 구조의 주가지수연동예금(ELD)만을 취급할 수 있었다. 2013년 8월 29일 자본시장법 개정안이 시행되면서 자본시장법 4조 7항에 '원금의 이자만으로 지수 등에 연계된 증권은 파생결합증권에서 제외한다'는 내용이 추가되어 원금보장형 ELS가 채무증권으로 분류가 바뀌게 됨에 따라 그동안 증권사만 발행가능했던 원금보장형 ELS를 은행도 발행할 수 있게 되었다.

매금융으로 볼 수 있다.

증권사 자산관리 역시 회사마다 정의와 사업의 형태에 있어 다소 차이가 있으나, 가장 보편적이고 포괄적인 정의는 위탁매매를 제외한 모든 리테일(retail) 사업 및 서비스로 볼 수 있다. 일반적으로 집합투자증권취급(뮤추얼펀드 판매), 자산관리(랩어카운트), 파생결합증권판매(ELS, DLS) 및 신탁이 증권사 자산관리 사업에 속한다. 이러한 업무들을 보면, 랩어카운트나 신탁처럼 선진시장의 자산관리서비스에 근접한 부분도 있으며, 펀드판매 및 파생결합증권판매처럼 판매 이전 상품에 대한 설명 및 자문이 일부 있으나 단순 상품판매에 가까운 부분들도 포함되어 있다.

<표 III-39>에서 FY2012 증권사를 통해 제공된 주요 상품시장의 규모를 비교해보면 집합투자증권판매 185조원, 특정금전신탁 102조원, 파생결합증권판매 71조원, 랩어카운트 60조원 순으로 총 419조원에 달한다. 이는 홀세일(wholesale)과 리테일(retail)을 모두 포함하고 있는 시장으로 증권사의 자산관리시장 규모를 도출하기 위해서는 리테일 부분을 따로 계산해내야 한다. 그러나 증권사 재무제표에는 홀세일과 리테일이 구분되어 있지 않기 때문에 일부 부문에 대해서는 추정치를 사용하기로 한다. 집합투자증권판매의 경우 전체 규모에서 공모펀드 판매를 리테일 비중(51.2%)으로 간주하고, 자산관리(랩어카운트)는 금융감독원(2013)의 일임형 랩어카운트의 '개인 및 기타' 비중(71.7%)³⁰⁾과 자문형랩의 개인 비중(100% 간주)을 가중평균해서 산출한다. 파생결합증권판매는 이효섭(2010a)에서 조사된 ELS(40%), DLS(10%) 리테일 비중을 사용한다. 금전신탁의 경우 금융위원회(2013)에 기반한 리테일 비중을 활용하였다. 이들 데이터를 이용해 분석한 결과, FY2012 증권사의 자산관리시장 규모는 190조원 수준으로 추정된다.

30) '개인 및 기타' 항목에는 종합금융투자사업자, 은행, 중금사 등이 포함되어 있어 상방 편향(upward bias)의 가능성이 있다.

<표 III-39> 증권사 리테일 상품 판매 규모(FY2012)

(단위: 조원)

	총 판매액	리테일 규모	리테일 비중
집합투자증권판매	185.4	95.0	51%
자산관리(랩어카운트)	59.7	43.6	73%
ELS	45.9	18.4	40%
DLS	25.4	2.5	10%
신탁	102.1	30.6	30%
합계	418.5	190.1	46%

자료: 금융투자협회

<표 III-40>에서 자산관리 사업을 통한 증권사의 수익을 살펴보면, FY2012 홀세일(wholesale) 및 리테일(retail) 고객을 모두 포한 자산관리 관련 수익은 9,485억원이다. 여기에 총 판매액의 리테일 비중을 단순히 곱하여 리테일 수익을 산출해볼 경우 자산관리 관련 리테일 수익은 4,610억원으로 추정된다.³¹⁾ 다만, 각 상품·서비스별로 기관 및 개인 고객 간의 수수료율 차이가 있고, 특히 대부분의 경우 개인 고객으로부터 받는 수수료율이 기관 고객에 비해 높다는 점을 감안할 경우 실질적 리테일 자산관리 수익은 이보다 더 높을 것으로 추정된다. 따라서 4,610억원은 리테일 자산관리 수익의 하계(lower bound)로 볼 수 있으며, 실질적으로는 6,000억원~7,000억원 수준일 것으로 짐작된다.

31) ELS/DLS 판매수수료 수익은 2012년 K-IFRS 도입 이후 트레이딩 손익으로 분류되어 재무제표로 파악하기 힘들다. 이전 K-GAAP 하에서는 ELS/DLS 관련 판매수수료는 파생결합증권 판매수수료로 분류되었다. 본 연구에서 ELS/DLS 총 판매액에 손미지(2012)에서 제시하는 판매 마진 추정치(200bp)를 적용해서 판매수수료 수익을 산출한다.

<표 III-40> 증권사 자산관리 부문 수익(FY2012)

(단위: 억원)

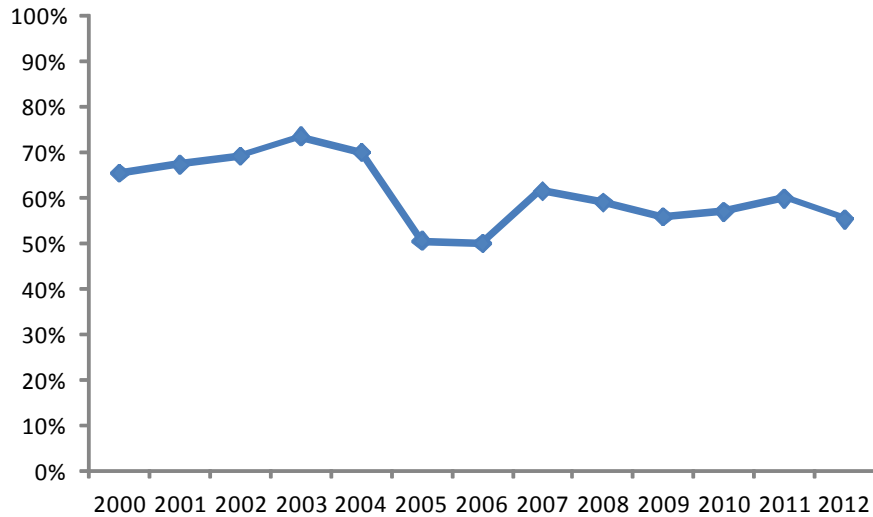
	수수료 수익	리테일 수익*
집합투자증권판매	4,290	2,197
자산관리	2,010	1,465
파생결합증권판매	1,420	418
신탁	1,765	530
합계	9,485	4,610

주 : 리테일 수익은 추정치

자료: 금융투자협회

<그림 III-29>에서 증권업 내 자산관리 수익 점유율을 살펴보면 상위 5개사의 시장점유율(CR5)은 60~70% 수준에 달한다. 이는 판매망 구축, PB, 브랜드 가치 등 규모의 경제가 작용하는 자산관리 사업의 특성상 대형사에 유리한 측면이 있기 때문으로 설명된다. 즉, 60개 이상의 국내 증권사 중에서 상위 5개사가 시장의 대부분을 차지하고 있으며, 나머지 중소형 증권사는 30~40%의 시장을 두고 치열하게 경쟁하고 있는 상황임을 보여준다. 한편, CR5는 2003년 이후 감소하는 추세를 보이고 있다. 이는 증권업의 위탁매매수익이 구조적으로 감소하는 상황에서 중소형 증권사들도 대안으로 자산관리 사업 확대에 적극적으로 나서기 있기 때문으로 풀이된다.

<그림 III-29> 증권사 자산관리시장 CR5 추이



자료: 금융투자협회

라. 국내 자산관리시장의 성장 모멘텀

자산관리는 국내 증권사의 여러 사업들 중에서 가장 성장성이 높게 평가되는 부문이다. 국내 자산관리시장은 2020년 400조원에 육박하는 규모로 성장할 가능성을 지니고 있으며, 국내 증권사 사업 중 가장 빠르게 성장할 부문으로 추정된다. 이러한 전망은 인구고령화와 한국 경제의 저성장·저금리 국면 진입이라는 두 개의 메가트렌드(mega trend)에 기인한다.

1) 인구고령화

연령별 고객군이 자산관리시장에 미치는 영향은 그들이 보유하고 있는 자산, 특히 금융자산의 규모에 따라 가중치가 다르다. 2012년 통계청의 ‘가계금융·복지조사 결과’에 따르면 우리나라 전체 가계의 자산에서 50~59세가 차지하는 비중은 30.7%, 60세 이상이 차지하는 비중은 27.4%로 이 두 연령층을 합하면 국내 가계 자산의 68.1%를 차지한다. 반면, 가계 자산의 구성을 살펴보면 연령층이 높을수록 부동산 등 비금융자산의 비중이 높으며, 연령층이 낮을수록 예금, 투자상품 등 금융자산의 비중이 높게 나타난다. 50대 이상 연령층의 경우 가계 자산 중 금융자산의 비중은 20% 수준인 반면, 50대 이하 연령층의 경우 금융자산비중이 30% 수준으로 큰 차이를 보인다. 그러나 이러한 점들을 감안하더라도 50대 이상의 가계 자산 규모가 절대적으로 크기 때문에 50대 이상 인구 비중의 증가는 숫자적인 측면에서 뿐만 아니라, 이 연령층이 보유하고 있는 자산의 규모로 인해 그 영향력이 배가된다.

<표 III-41> 가계 연령층별 자산 규모 및 비중 분포(2012)

	평균 가계자산 (만원)	가계자산 점유율	금융자산 비중	평균 금융자산 (만원)
30세 미만	9,614	1.1%	51.7%	4,970
30~39세	22,464	13.2%	37.3%	8,379
40~49세	33,132	27.6%	28.6%	9,476
50~59세	41,611	30.7%	23.2%	9,654
60세 이상	30,457	27.4%	16.1%	4,904

자료: 통계청(2012b)

50대 이상 연령층의 비중 증가는 대중적 자산관리시장의 수요 기반 확대에 대한 가능성을 제시한다. 동시에, 이는 자산관리 사업의 핵심 고객층인 부유층(High Net Worth: HNW) 고객 기반의 확대도 포함하고 있다. 현재 50세 이상 연령층은 우리나라 전체 금융자산의 과반수를 차지할 뿐만 아니라, 10억원 이상의 금융자산 보유자로 정의되는 부유층 중에서도 가장 중요한 그룹을 형성한다. 한국노동패널 데이터를 활용해 국내 자산관리서비스 고객의 특성을 분석한 연구에 따르면 순자산 10억 이상 가구의 평균 연령은 56.2세로 조사된다.³²⁾ 또한, 한 국내 대형 증권사의 경우 “자사 자산관리 사업의 부유층 고객의 평균 연령은 59세이며, 이중 상위 5%의 고객이 95%의 자산관리 수익을 제공하고 있다”고 설명한다.

우리나라 부유층의 현황을 살펴보면, 2011년 기준 부동산 및 기타 실물자산을 제외한 금융자산을 10억원 이상 보유한 부유층 수는 14만 2천 명으로 전체 인구의 0.3%에 속한다. 이들이 보유하고 있는 금융자산의 총계는 318조원 수준이며 이는 국내 전체 금융자산의 13.8%를 차지하고 있다.³³⁾ 부유층 금융자산의 평균은 22억원 수준으로 전체 인구의 평균인 7,855만원의 28배 정도다.

<표 III-42> 한국 부유층 수 및 금융자산 추이

	2008	2009	2010	2011
부유층 수(천명)	84.2	107.6	130.5	142.1
총 금융자산(조원)	179.2	232.4	287.8	317.7
평균 금융자산(억원)	21.3	21.6	22.1	22.4

자료: 김희규(2012)

32) 백은형·정순희(2011)

33) 김희규(2012)

고령화로 인한 인구구조의 변화는 자산관리시장의 주요 고객층의 세대적 변화를 동반하기 때문에도 의미가 있다. 자산관리시장의 주축을 이루고 있는 현재의 50대 이상과 10년 후의 50대 이상 연령층은 자산의 증식 및 관리에 대한 시각의 차이를 보일 것으로 예상된다.

현재 50대 이상 연령층의 자산 축적은 상대적으로 안정적이고 예측 가능하고, 자산관리의 수단이 단순했던 시기에 대부분 이루어졌기 때문에 종합적 자산관리서비스에 대한 니즈가 높지 않았던 세대로 볼 수 있다. 이들은 과거 한국경제의 고성장 국면에 '평생직장'이라는 개념이 유효할 시대에 경제활동을 주로 했으며, 개인사업자들의 경우에도 전반적 경제성장이 사업의 안정성을 보장해주었던 시기에 주로 활동했다.

지금의 50대 이상 연령층의 제테크 수단은 상대적으로 단순한 측면이 있는데, 이는 부동산이라는 안정적이고 고수익의 투자처가 있었기 때문이다. 실제로 현재 50대 이상 연령층의 자산구성을 살펴보면 실물자산이 70% 이상을 차지하며, 이는 대부분 부동산이다. 또한, 과거 은행 예금금리가 5%~7% 수준을 장기 유지하면서 금융자산의 운용에 있어서도 안정적이고 만족할만한 수준의 수익률을 제공해줄 수 있었다. 따라서 현재의 50대 이상 연령층이 부동산과 은행예금 이외의 자산관리 수단에 대한 필요성을 느끼지 못한 것은 당연할 수도 있다.

<표 III-43> 가계 연령층별 실물자산 구성(2012)

	실물자산 비중	실물자산 구성	
		부동산 비중	기타 비중
30세 미만	48.3%	41.7%	6.6%
30~39세	62.7%	56.2%	6.5%
40~49세	71.4%	65.2%	6.2%
50~59세	76.8%	71.3%	5.5%
60세 이상	83.9%	81.0%	2.9%

자료: 통계청(2012b)

부동산이 가계 자산에서 차지하는 중요성은 부유층에 있어서는 더욱 뚜렷하며, 총자산의 규모가 커질수록 부동산의 비중은 증가하는 성향을 보인다. 총자산 10억원 이상의 부자들을 살펴볼 경우 가계자산의 58.0%가 부동산이며, 35.2%가 금융자산, 6.8%가 기타자산으로 구성되어 있다. <표 III-44>에서 보면 부동산의 비중은 부의 정도가 높을수록 증가하는데, 총자산 50억원 미만 부유층의 부동산 비중은 49.5% 수준인 반면, 총자산 100억원 이상 부유층의 부동산 비중은 78.3%에 달한다.

<표 III-44> 한국 부유층 총자산 구성

총자산	금융자산 비중	부동산 비중	기타자산 비중
10억원~50억원	41.8%	49.5%	8.7%
50억원~100억원	38.5%	55.1%	6.4%
1000억원 이상	18.4%	78.3%	3.3%
10억원 이상 전체	35.2%	58.0%	6.8%

자료: 김희규(2012)

반면, 향후 국내 자산관리시장의 주요 고객층이 될 지금의 30대~40대 연령층은 부의 축적 과정과 자산의 구성 등의 측면에서 사뭇 다른 성향을 지니고 있으며, 이러한 차이점은 각종 사회·경제 및 기술적 환경 변화로부터 비롯된다. 1997년 외환위기는 한국 경제에 있어 하나의 중요한 변환점이 되었으며, 국내 기업들은 이후 과거와 같은 정도의 고용보장을 제공하지 못하게 되었다. 또한, 의학의 발달과 소득증가로 인한 생활수준의 향상은 지속적으로 평균수명을 높여주고 있는데, 한국의 평균수명은 1990년 71.3세에서 2011년 81.2세로 평균 매년 0.9년씩 늘어나고 있다.³⁴⁾ 즉, 지금의 30대~40대의 경우 자산축적에 대한 불확실성이 커짐과 동시에 은퇴를 기점으로 축적된 자산을 가지고 생활해야 하는 기간은 늘어나는 이중적 어려움을 겪고 있는 세대다.

자산의 관리와 투자에 있어서도 지금의 30대~40대는 과거 세대와 비교된다. 전반적 경제성장률의 감속과 맞물려, 부동산시장 침체, 주식시장 둔화, 은행 예금의 저금리 시대 진입으로 이전과 같은 단순한 위험-수익(risk-return) 프로파일의 투자처를 찾기가 어려워지고 있다. 이 때문에 요즘은 ELS와 같은 구조화·합성 형태의 상품들을 통해 위험-수익 프로파일의 공백이 채워지고 있다. 또한 IT 기술의 발전과 정보량의 증가로 현재 30대~40대의 금융세련도는 과거 세대에 비해 매우 높은 편이다. 특히, 최근 들어 모바일 플랫폼을 통한 금융서비스에 대한 수요가 높아지고 있는 점은 향후 자산관리서비스 제공에 있어 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

34) 통계청(2013)

2) 저성장·저금리

저성장·저금리 환경은 주어진 리스크 대비 과거에 비해 투자수익률의 감소를 야기한다. 이는 은행예금, 부동산 등 안전자산으로 간주되었던 투자처뿐만 아니라 주식, 채권 등 금융투자자산도 마찬가지다. 예를 들어 국내 주식시장의 변동성은 크게 변하지 않더라도 우리나라 기업들의 수익성과 성장성이 둔화됨에 따라 기대 수익률은 줄어드는 현상이다. 이러한 변화는 다음의 세 가지 측면에서 고객 투자행태의 변화를 일으켜 국내 자산관리시장에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

첫째, 고객 자산의 구성에 변화가 야기되며 이중 가장 큰 변화는 고객 총자산 중 부동산 비중의 감소와 이로 인한 금융자산 비중의 증가다. 부동산이 고객 자산에서 차지하는 비중은 기존 부동산 가격의 정체 또는 하락으로 고객의 자산가치에 영향을 미치고, 이로 인해 부동산에 대한 투자가 감소하는 악순환 구조로 이어진다. 또한, 금융자산에 대해서도 기대 수익률이 하락함에 따라 금융자산의 구성에 있어 안전자산과 투자자산 간의 비율 조정이 이루어질 수 있다. 이 부분은 많은 이들이 저성장·저금리로 인해 이루어질 것으로 예상하는 '머니무브'다.

둘째, 새로운 위험-수익 프로파일 제공을 위한 구조화 상품의 공급과 다양성이 증가할 것이다. 반면 이로 인해 금융투자상품의 복잡성도 증가될 수밖에 없다.

셋째, 국내에서는 더 이상 과거와 같은 위험-수익 프로파일들이 가능해지지 않게 됨에 따라 해외의 증권 및 자산에 대한 투자가 늘어날 것이다. 실제로, 일본의 사례를 볼 경우 '잃어버린 20년' 동안 일본 경제의 장기 초 저성장·저금리 환경 하에 일본 개인투자자들의 해외투자가 급격하게 증가했다. 우선적으로는 미국 국채 등 상대적으로 안전한 상품에 대한 투자로 시작해서, 이후 미국 하이일드채권, 이머징 국채, 이머징 외환 등 점점 다양한 위험-수익 프로파일의 투자상품을 해외에서 찾았다.

국내의 경우에도 이러한 수요 변화가 어느 정도 예견되기 때문에 증권사의 자산관리 상품 역량의 강화는 해외까지 커버리지를 넓혀야 할 것으로 예상된다.

마. 증권사 자산관리 Key Gaps

최근 모든 증권사들은 급격히 하락하는 위탁매매수익의 감소를 대체하기 위해 자산관리 사업 강화 노력에 박차를 가하고 있다. 이러한 노력은 크게 두 분류의 활동으로 나누어지는데, 첫째는 자산관리 상품 라인업의 강화, 둘째는 판매채널 및 영업 인력의 역량 제고이다.

거시적 환경 변화와 인구고령화라는 메가트렌드로 인해 국내 투자자들의 니즈는 변하고 있으며, 증권사들은 이러한 니즈에 부합한 다양한 자산관리 상품을 개발하는데 주력하고 있다. 이를 위해 상당수 증권사들은 상품개발 조직을 신설하거나 격상시키고, 고객 분석에 대한 리서치를 강화하고 있다. 또한, 새로운 상품 아이디어를 얻기 위해 과거 미국이나 일본 등의 사례를 조사하고 일부 상품들을 벤치마킹하여 국내에 출시하고 있다.

판매채널 강화를 위해서는 영업지점의 재정비, 자산관리 전담 지점 설립 및 고객층별 세분화된 채널 전략을 수립하고 있다. 또한, PB의 효율성 및 역량 제고를 위해 인사 및 교육 시스템도 정비하고 있다. 이와 더불어 보다 공격적인 인센티브 제도를 도입하고 있고, PB의 컨설팅 능력 제고를 위해 각종 교육프로그램을 실시하고 있다.

이러한 노력들에도 불구하고 현재 국내 증권사 자산관리는 '서비스'가 아닌 '상품' 중심의 사업구조와 마인드를 가지고 있다는 점이 가장 큰 문제점으로 볼 수 있다. 이상적으로 자산관리 사업은 증권사에게 시장의 부

침에 큰 영향을 받지 않고 안정적인 수익을 제공해줄 수 있다는 점에서 매력적이다. 이러한 효과를 보기 위해서는 자산관리 사업이 상품 판매에 따른 수수료(commission)가 아닌 서비스 제공에 따른 보수(fee)에 기반해야 한다.

그러나 아직까지 국내 자산관리 사업은 상품판매를 통해 주요 수익이 발생하는 구조를 가지고 있다. 그 원인은 자산관리 상품·서비스를 공급하는 증권사와 이를 수요하는 고객 모두에게 있다. 우선, 위탁매매 중심의 사업에 오랜 기간 익숙해져온 증권사 입장에서 증권업을 상품 위주로 바라보는 사고가 여전히 강하게 남아있다. 이 때문에, 자산관리를 '서비스'로 전환해야 함을 인식하면서도 고객이 진정 의미를 느낄만한 가치제안(value proposition)을 찾아내지 못하고 있다.

불행히도 이러한 관행은 고객 입장에서도 마찬가지다. 아직까지 우리나라 고객들은 '단순 자문'에 대한 금전적 비용을 지불할 의사가 높지 않다. 이는 늘상 무료로 자문을 받아온 경험과 전반적으로 금융회사 PB에 대한 신뢰가 높지 않기 때문이다. 또한, 한국을 포함한 아시아 지역 고객의 주요 특징은 본인들의 자산을 다수의 금융업과 금융기관에 예치하고, 자산관리 자문을 받을 때 PB들에게 자신들의 자산 상황을 솔직하게 공개하지 않는다. 이 때문에 PB들은 고객의 종합적 포트폴리오에 대해 파악할 수 없으며, 이로 인해 포괄적인 자산관리 자문을 해주기가 어렵다.

제도적인 측면도 자산관리서비스가 국내 시장에서 자리 잡는 데 장애요인으로 작용하고 있다. 우선, 랩어카운트 등 증권사의 대표적 자산관리서비스는 취급 대상 자산의 제한이 있다. 랩어카운트의 투자대상은 금전투자상품으로 국한되어 있어 부동산, 보험 등 종합적인 자산관리서비스를 제공하기에는 한계가 있다. 이 때문에 랩어카운트와 펀드 간의 차별성이 크지 않고, 실제로 국내 랩어카운트시장이 빠르게 증가한 시기는 글로벌 금융위기 이후로, 당시 펀드에서 손실을 본 투자자들이 랩어

카운트의 단기적 수익률만 보고 자금을 옮겨간 ‘머니게임(money game)’으로 풀이된다. 또 다른 제도적 개선 사항은 현재 펀드, 랩어카운트 등 개별 상품에 대한 보수(asset management fee)는 가능하지만, 전체 포트폴리오 자문 및 관리에 대한 보수(portfolio fee)는 제도 상 불가능하다는 점이다.

바. 증권사 자산관리시장 전망

이번 섹션에서는 국내 가계 금융자산의 성장요인에 기반하여 2020년 증권사 자산관리시장 규모를 전망해본다. 이와 더불어 국내 자산관리시장 규모 전망치를 활용하여 증권사의 자산관리 수익도 전망해 본다. 이때 자산관리 수익을 국내 증권사들이 단순하게 현재의 사업모델을 유지하는 경우의 2020년 기준 케이스(Baseline Case)와 국내 증권사들이 자산관리 사업 발전을 위한 노력들을 통해 추가 달성할 수 있는 잠재 케이스(Potential Case)로 구분해서 살펴본다.

1) 증권사 자산관리시장 전망

2020년 국내 증권사들의 자산관리시장 규모는 고객의 자산관리서비스 수요 측면에서의 변화를 앞 절에서 설명한 주요 변화에 기반하여 전망한다. 첫째, 저성장 환경 하의 GDP 성장률에 따른 가계 총자산의 규모를 전망한다. 둘째, 전망된 총자산에서 인구고령화, 저금리 환경 등을 고려한 금융자산 비중을 산출한다. 셋째, 전망된 총 금융자산 중에서 앞서 설명된 경제·사회적 환경 변화에 따른 투자처(vehicle)의 선호를 반영하여 증권사 자산관리서비스의 시장 규모를 추정한다.

앞서 살펴본 2012년 국내 증권사 자산관리시장의 규모는 190조원 수

준으로 이는 2012년 가계 금융자산 2,485조원의 7.6%를 차지하는 규모다.³⁵⁾ 통계청 조사에 따른 한국 가계의 금융자산 구성은 현금·예금이 45.5%, 금융투자상품이 27.1%, 보험·연금이 26.7%, 그리고 기타 자산이 0.7%를 차지한다.

2012년 한국의 가계자산 규모는 9,982조원으로 추정되며, 이중 비금융자산이 7,496조원(75.1%), 금융자산이 2,485조원(24.9%) 가량을 차지한다. 우선적으로 다른 환경 요인들을 반영하지 않고 단순 경제성장률에 따른 가계자산의 증가 규모를 추정하기 위해 2013년~2020년 연평균 6.1%의 명목 GDP 성장률을 적용할 경우 2020년 한국 가계자산 규모는 16,030조원으로 추정된다. 만약 2012년 수준의 비금융자산 대비 금융자산 비중을 그대로 적용한다면, 2020년 비금융자산 규모는 12,039조원, 금융자산은 3,992조원 규모가 된다. 여기에 2012년 자산관리 비중인 7.6%를 적용할 경우 2020년 증권사 자산관리시장은 305조원 규모로 추정되며, 'GDP 성장 효과'로 인한 자산관리시장의 증가분은 115조원이다.

인구고령화는 저성장·저금리 기조와 결합되어 가계 금융자산 규모에 또 다른 영향을 미칠 것으로 예상된다. 현재 가계자산의 지배적 비중을 차지하는 비금융자산은 선진국과 비교할 경우 매우 높은 수준이며, 이는 대부분 부동산으로 구성되어 있다. 그러나 인구고령화로 인한 수요 감소와 저성장 경제 환경은 부동산 가격의 둔화를 야기하고, 이로 인해 향후 부동산의 투자 매력도는 낮아질 수밖에 없다. 일본의 경우에도 1991년 부동산시장의 버블 붕괴 이후 과거 일본 가계자산에서 60%를 차지하던 비금융자산 비중은 현재 40% 수준으로 감소했다. 한국의 경우 과거 일본처럼 부동산시장이 폭락할 가능성은 낮지만, 가계 금융자산에서 부동산이 차지하는 비중은 감소할 것으로 예상된다. 이는 2020년 자

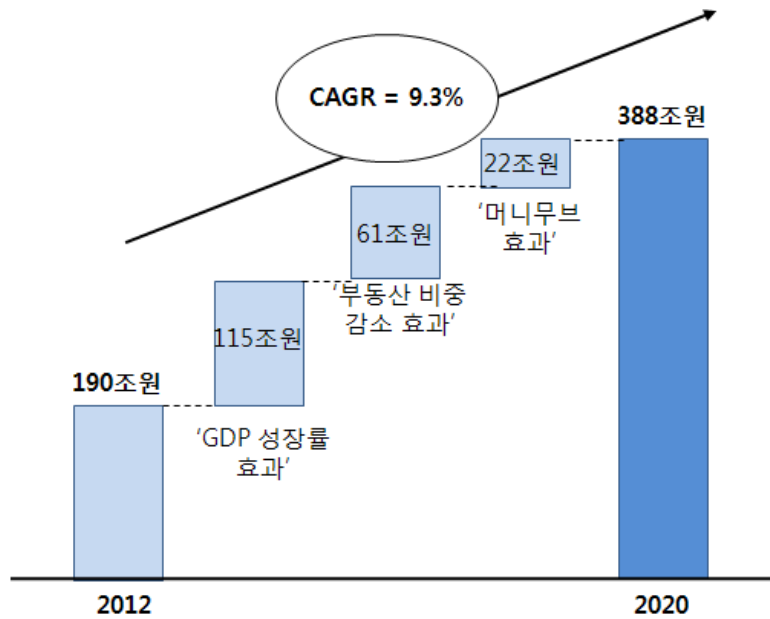
35) 통계청 조사에 따른 한국 가계의 금융자산 구성은 현금·예금이 45.5%, 금융투자상품이 27.1%, 보험·연금이 26.7%, 그리고 기타 자산이 0.7%를 차지한다.

자산관리시장의 주축이 될 현재 40대 연령층에서 이미 나타나고 있어, 이들의 가계 총자산 중 부동산 비중은 70% 수준으로 과거에 비해 낮아지고 있다. 따라서 가계 총자산에서 부동산의 비중 감소를 반영하여 비금융자산의 비중이 현재 75%에서 2020년에는 70% 수준으로 낮아질 것으로 가정할 경우 금융자산의 규모는 추가적인 802조원의 증가 효과가 예상되며, 부동산에서 금융자산으로 이동하는 '부동산 비중 감소 효과'에 따라 증권사 자산관리시장에 추가적인 61조원이 유입될 수 있다.

또한, 저금리 환경의 장기화로 인해 가계 금융자산 중 현금·예금과 같은 안전자산의 비중 감소와 금융투자상품의 비중 증가 효과를 계산해 본다. 국내 가계 금융자산에서 현금·예금이 차지하는 비중은 글로벌 금융위기 이전 감소 추세를 보이다가 금융위기 직후에는 안전자산 선호 증가로 소폭 상승했으나, 최근 들어 다시 감소세로 돌아서고 있다. 반면, 금융투자상품이 차지하는 비중은 글로벌 금융위기 이전 증가세를 보이다가 글로벌 금융위기로 인해 그 증가세가 정체되었다. 그러나 향후 국내 저성장 기조가 장기화될 경우 안전자산에서 투자자산으로의 '머니무브(money move)'는 다시 재개될 가능성이 높다. 보수적으로 2004년 이후 평균 수준의 머니무브를 가정할 경우 가계 금융자산의 현금·예금 비중은 매년 평균 0.58% 감소하는 반면, 투자자산의 경우 매년 평균 0.06% 증가할 것이다. 이 경우 2020년까지 가계 금융투자상품 규모는 0.5%의 추가 증가분이 있을 것으로 계산되며, 이를 자산관리 수요에 반영하면 '머니무브 효과'는 추가적 22조원을 가져다 줄 것으로 전망된다.

이를 정리해보면, 국내 증권사 자산관리시장은 2012년 190조원에서 'GDP 성장률 효과' 115조원, '부동산 비중 감소 효과' 61조원과 '머니무브 효과'의 22조원 증가를 반영해 2020년 388조원 시장으로 성장할 전망이다. 이는 향후 8년간 국내 증권사 자산관리시장의 연평균 9.3% 성장률을 의미한다.

<그림 III-30> 2020년 증권사 자산관리시장 규모 전망



<표 III-45> 연도별 증권사 자산관리시장 규모 추이

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
집합투자증권	103.9	113.6	124.2	135.7	148.4	162.3	177.4	194.0
랩어카운트	47.9	52.4	57.2	62.6	68.4	74.8	81.8	89.4
파생결합증권	22.9	25.0	27.3	29.9	32.6	35.7	39.0	42.7
신탁	33.5	36.6	40.0	43.7	47.8	52.3	57.1	62.5
전체 시장 규모	208.1	227.5	248.7	271.9	297.3	325.0	355.4	388.5

2) 증권사 자산관리 수익 전망

증권사 자산관리시장의 전망을 기반으로 해당 자산관리 상품·서비스에 대한 수익 규모를 추정해 본다. 이를 위해 각 상품·서비스 시장 전망에 2012년 추정된 수수료율을 적용해서 수익 추이를 구해보는데, 여기에는 홀세일과 리테일이 구분되지 못하는 부분이 있어 혼합된 수수료율이 적용된다. 이를 기본케이스(Baseline Case)로 볼 경우 2020년 총 자산관리 수익은 9,412억원 규모로 2012년 대비 2배 정도 증가할 것으로 전망된다.

<표 III-46> 연도별 증권사 자산관리 수익 추이(Baseline Case)

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
집합투자증권	2,391	2,614	2,858	3,125	3,417	3,735	4,084	4,465
랩어카운트	1,613	1,763	1,928	2,108	2,304	2,519	2,754	3,011
파생결합증권	457	500	546	597	653	714	781	853
신탁	579	634	693	757	828	905	990	1,082
총 자산 관리 수익	5,040	5,511	6,025	6,587	7,202	7,874	8,609	9,412

앞서 진행한 증권사 자산관리 수익 전망에는 리테일과 홀세일 수수료가 혼재되어 있기 때문에 편향성(bias)이 생기기 마련이다. 이러한 편향성은 랩어카운트와 같이 리테일 고객이 대부분을 이루는 경우는 크게 문제되지 않지만, 집합투자증권취급과 같이 리테일과 홀세일 고객이 혼합되어 있는 경우에는 문제가 심각할 수 있다. 혼합된 고객 부문의 경우 대부분 리테일보다 홀세일 판매수수료가 낮기 때문에 리테일 수익이 실제 수익보다 저평가될 것이다.

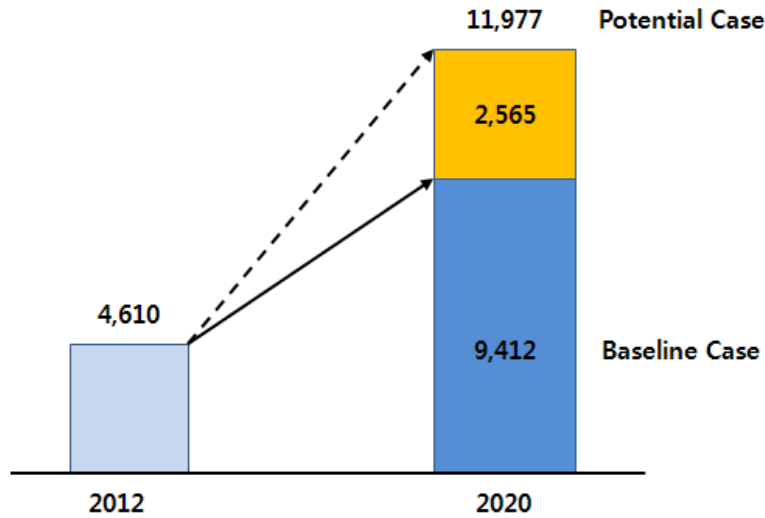
반면, 증권사 자산관리 수익을 결정하는데 있어서는 각 상품·서비스의 수수료율이 향후 어떠한 트렌드를 보일 것이냐에 따라 크게 좌우되는데, 기존 유형의 상품·서비스가 큰 변화 없이 제공된다면 전반적인 수수료율은 경쟁이 심화될수록 하락할 수밖에 없을 것으로 예상되기 때문에 이러한 부분들도 반영되지 못한다.

현재 국내 증권사들의 자산관리서비스는 상품판매 위주로 이루어져 있으며, 이로 인해 자문에 대한 보수를 사실상 받지 못하고 있는 상황이다. 이는 일본 증권업과 유사하며, 동일한 규모의 고객 예탁자산을 가정할 경우 일본 증권사들의 자산관리 관련 총 수익은 미국 증권사의 1/2 수준이다. 이는 미국 증권사들의 경우 상품판매에 대해 수수료를 받고, 이와 더불어 판매수수료와 유사한 수준으로 고객 예탁자산 규모에 비례하여 자문에 대한 추가적인 보수를 수수하기 때문이다.

<표 III-47>은 향후 국내 증권사 자산관리서비스가 미국과 같이 자문에 대한 보수를 받을 수 있다고 가정할 경우, 2017년부터 현재 수수료 수준에 비해 랩어카운트에 2배의 수수료율을 적용해본다. 또한, 펀드수퍼마켓의 확산 등을 반영해 집합투자증권판매 수수료율은 2017년부터 현재의 90% 수준을 적용하고, 나머지 상품서비스에 대해서는 2012년과 동일한 수수료율을 적용해본다. 이 경우 2020년 증권사 자산관리 수익은 1조 1,977억원 규모로 클 수 있는 잠재적 케이스(Potential Case)가 나온다.

<그림 III-31> 2020년 증권사 자산관리수익 전망

(단위: 억원)



<표 III-47> 연도별 증권사 자산관리 수익 추이(Potential Case)

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
집합투자증권	2,391	2,614	2,858	3,125	3,075	3,362	3,676	4,019
랩어카운트	1,613	1,763	1,928	2,108	4,608	5,039	5,509	6,023
파생결합증권	457	500	546	597	653	714	781	853
신탁	579	634	693	757	828	905	990	1,082
총 자산 관리 수익	5,040	5,511	6,025	6,587	9,164	10,019	10,954	11,977

사. 소결

자산관리 사업은 위탁매매 수수료수입이 둔화되는 상황에서 증권사 리테일 사업의 가장 유력한 대안으로서 중요성을 지닌다. 2020년 증권사 수익구조 전망을 볼 경우 자산관리 수입은 여타 사업 중에서도 가장 빠르게 성장할 분야로 추정된다. 이미 다수의 국내 증권사들이 자산관리 사업 강화에 총력을 기울이고 있는 점도 이러한 이유 때문이다.

국내 자산관리시장의 확장은 인구고령화 및 저성장·저금리 기조의 환경 변화가 주요 성장 드라이버로 작용하여, 사실상 증권사들의 기본적인 준비만을 통해서도 상당 부분 Baseline Case의 양호한 실적을 달성할 가능성이 높다. 그러나 자산관리 사업의 최대 가능성을 발휘하기 위해서는 증권사들의 상당한 노력이 필요하다. 현재 국내 증권사 자산관리 사업의 가장 큰 한계는 단순 상품판매에 머물러 서비스의 개념으로 발전하지 못하고 있다는 점이다. 앞으로도 이러한 경우 자산관리 수수료율은 경쟁심화로 인해 위탁매매와 같이 하향 추세로 진입할 가능성이 높다. 이는 지난 10년간 일본 증권사들의 자산관리 사업의 모습이며, 국내 증권사들도 현재에서 한 단계 도약된 자산관리서비스를 개발하지 않으면 유사하게 밟게 될 수순일 수 있다.

반면, 문제가 어려운 만큼 기회도 크다. 시대 및 세대의 변화는 고객 인식의 전환을 야기한다. 이미 우리 주변에는 과거에 금전적 비용을 지불할 용의가 낮았던 서비스에 대한 수요가 늘어나는 모습을 볼 수 있다. 대형마트, 커피숍, 스마트폰 등 국내 가계의 지출에서 점차 큰 비중을 차지하는 소비 분야는 상품과 함께 서비스를 결합한 경우이다. 이러한 서비스들은 품질, 편의, 맞춤, 신뢰, 감성 등 고객이 갈수록 중요시하는 가치를 제공해주기 때문이다. 증권사 자산관리서비스 또한 이러한 관점에서 고객의 니즈에 귀를 기울이고 새로운 가치를 제공함으로써 국내

시장이 가지고 있는 Potential Case를 달성할 수 있도록 노력해야 할 것이다.

4. 장외파생상품

우리나라 장외파생상품(OTC Derivatives) 사업은 기본적으로 개인투자자 및 기관투자자 대상의 상품 개발과 세일즈(sales), 그리고 이를 헤지하기 위한 장외파생상품의 트레이딩(trading)으로 구분된다. 이러한 고객으로부터의 장외파생상품 포지션 발생에 기초한 세일즈 및 트레이딩을 플로우(flow) 사업이라고 하며, 고객과의 거래 없이 증권사 자신의 자본과 판단에 기초하여 수행하는 트레이딩을 자기매매(prop trading)라고 한다. 개별 증권사의 조직구조에 따라 자기매매가 장외파생상품 사업의 일부로 포함되는 경우도 있으나, 본 연구에서 장외파생상품 사업은 플로우 사업만을 의미한다.

장외파생상품 사업은 주식이나 주가지수를 기초자산으로 발행되는 ELS 및 ELW(Equity-Linked Warrants)를 중심으로 이러한 상품의 발행, 판매, 헤지 및 운용을 위주로 하는 Equity 파생상품 사업과 금리, 통화, 신용, 상품 등, 주식이나 주가지수를 제외한 자산을 기초자산으로 하여 DLS, CDS(Credit Default Swap), CLN(Credit-Linked Note) 및 기타 다양한 구조화채권 등의 발행, 판매, 헤지 및 운용을 위주로 하는 FICC(Fixed Income, Currency, Commodity) 파생상품 사업으로 나누어진다. 장외파생상품시장은 주요 기초자산인 주식, 금리, 통화, 신용 가운데 금리 및 통화 파생상품이 98.3%를 차지하고 있다. 또한, 과거 5년간 금리와 신용 파생상품의 증가세가 두드러지고 있다. 한 가지 우리나라 증권사 장외파

생상품시장의 특징은 증권사 자본력의 열세와 외국환 취급업무에 대한 제한으로 기업 고객들로부터의 플로우 기회가 별로 없다는 것이다. 이러한 부분이 증권사 장외파생상품 사업의 규모 확대나 리스크 관리에서 제약을 가져오고 있다.

국내 장외파생상품시장은 자본력을 갖추고 있으며 외국환거래기관인 은행에 의해 주도되고 있는 시장으로서 은행은 은행 뿐만 아니라 증권, 보험 등 금융기관이 참여하는 장외파생상품시장에서 92% 이상의 거래대금을 차지하고 있으며 증권사는 불과 5% 정도를 차지하고 있다. 증권사는 주로 주식파생상품과 신용파생상품에서 거래 규모가 크며, 이는 증권사 ELS 발행 위험의 헤지를 위한 장외 옵션 등 장외 주식파생거래에 대한 수요와 CLN 등 신용파생증권 발행을 위한 CDS 거래 등의 수요에 기인한다.

<표 III-48> 금융회사의 장외파생상품 거래 비중

(단위: 십억원)

	2011년			2012년		
	은행	증권	보험	은행	증권	보험
주식	20,051 (16.5%)	92,295 (76.1%)	4,655 (3.8%)	30,944 (19%)	125,891 (77.3%)	5,054 (3.1%)
금리	4,371,360 (94.5%)	245,577 (5.3%)	2,484 (0.1%)	2,105,081 (87%)	308,202 (12.7%)	655 (0%)
외환	2,122,037 (96%)	32,112 (1.5%)	24,907 (1.1%)	9,041,889 (95%)	183,308 (1.9%)	22,845 (0.2%)
상품	4,258 (61.4%)	2,263 (32.6%)	2 (0%)	10,104 (79.5%)	2,515 (19.8%)	5 (0%)
신용	3,662 (29.4%)	8,657 (69.6%)	65 (0.5%)	5,323 (24%)	16,692 (75.2%)	72 (0.3%)
합계	6,521,369 (93.5%)	380,904 (5.5%)	32,113 (0.5%)	11,193,342 (92.2%)	636,609 (5.2%)	28,631 (2.2%)

자료: 금융감독원

은행권 장외파생상품 거래의 상당 부분이 예금 및 외환 관련 헤지 거래나 시장조성 관련 거래로서 은행권의 수익원인 반면, 증권사는 자본력의 부족으로 일부 자기매매(prop trading)를 제외하고는 대부분 ELS/DLS 헤지 목적으로 장외파생상품을 국내외 금융기관과 거래한다. 해외 글로벌 CIB(Corporate & Investment Bank)들이 자본력을 바탕으로 충분한 장외파생상품 북(book)을 운용하며 시장조성(market-making) 거래를 통하여 스프레드 수입을 올리는 것과 비교하여 국내 증권사는 북(book)의 규모와 다양성이 이러한 수준에 미치지 못하므로 시장조성자가 아닌 단순 시장 참여자로서 거래하는 수준에 머물고 있다. 이하에서는 국내 증권사의 장외파생상품 거래의 주요 플로우(flow)가 되는 ELS, DLS, ELW시장의 현황과 성장 가능성을 살펴보고, 향후 증권사 장외파생상품의 시장 규모를 추산해 본다. 우리나라의 향후 장외파생상품시장의 규모를 추정하는데 있어서는 시장 규모가 대체상품의 개발이나 일시적 투자자의 투자성향 변화에 많은 영향을 받는 ELS와 같은 상품을 통한 직접적인 추정보다는 경제 규모 대비 장외파생상품시장 규모의 국가간 비교를 통한 추정이 거시적 타당성을 좀 더 확보할 수 있을 것으로 판단된다.

가. 장외파생상품시장 현황

1) ELS(및 ELW)와 DLS

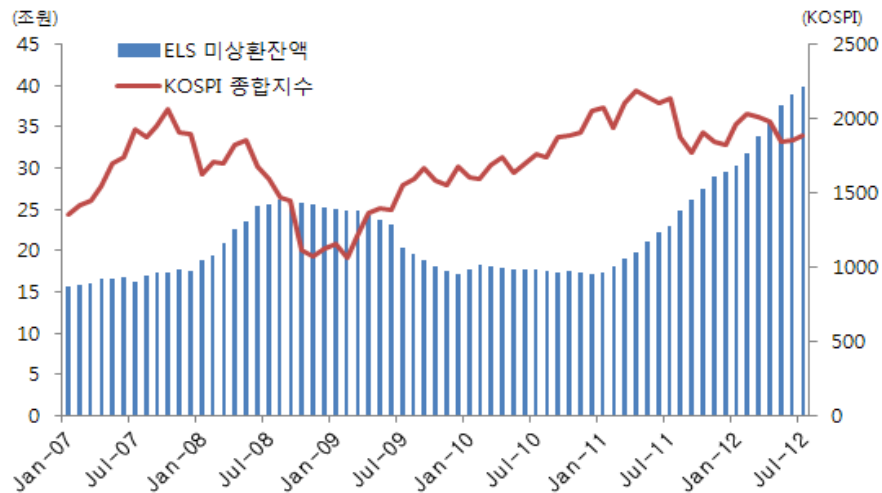
가) 현황

글로벌 금융위기 이후 저금리 기조가 지속되면서 금리보다 높은 수익을 추구하려는 투자수요의 증가로 ELS시장이 최근 빠르게 성장하였다. 2012년 12월 기준 ELS 미상환잔액은 36조원으로 전년 대비 50%에

가까운 성장세를 보이고 있다. ELS의 월평균 발행대금은 약 2~3조원 내외로, 사모형 비중이 공모형 비중보다 높으며 원금비보장형 비중이 원금보장형에 비하여 높다(<그림 III-32>, <그림 III-33> 참고).

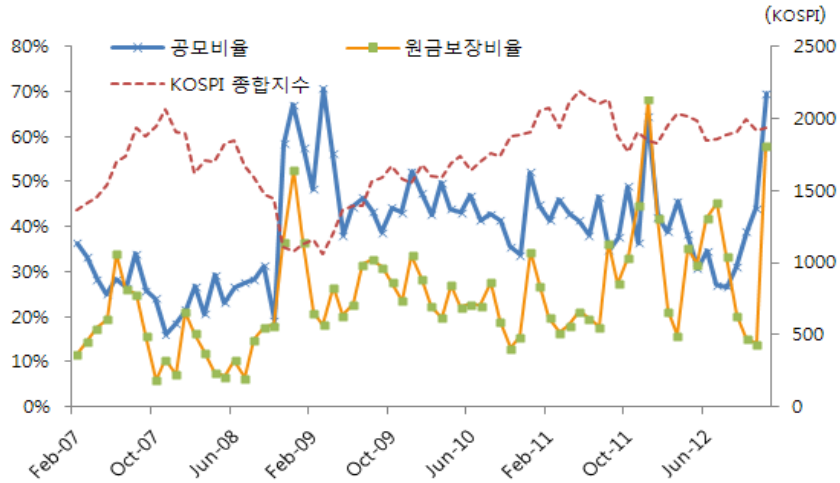
ELS 발행금액은 2012년 월평균 3.8조원으로 2003년 이후 가장 높은 수치를 보이고 있는데 2012년 3.8조원의 월평균 발행금액은 2011년 월평균 발행금액인 2.9조원에 비하여 33%, 2010년 월평균 2.1조원에 비하여 81% 증가한 수치이다(<그림 III-34> 참고).

<그림 III-32> ELS 월별 미상환잔액 추이



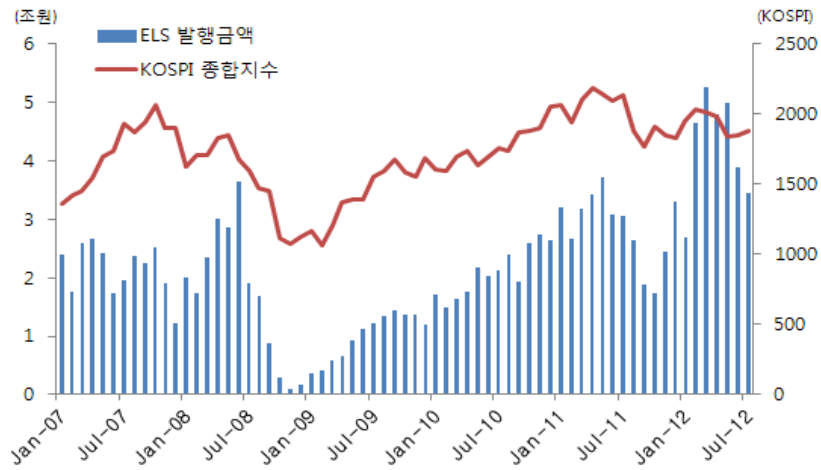
자료: 금융투자협회

<그림 III-33> ELS 공모/사모 및 원금보장/비보장 비율



자료: 금융투자협회

<그림 III-34> ELS 월별 발행금액 추이

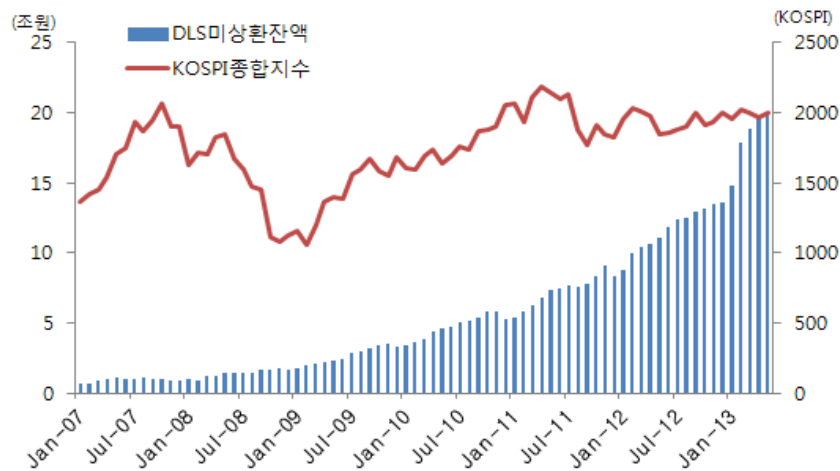


자료: 금융투자협회

ELW의 경우 2012년 3월 과도한 투기적 거래에 대한 정책당국의 우려로 시행한 ELW 규제안으로 인해 시장이 급격한 위축세를 보이고 있다. LP(Liquidity Provider)의 호가제출 제한 조치로 자연발생적 호가로만 경쟁매매를 하게 됨으로써 외국계 증권사를 중심으로 상품 출시가 감소하였으며, ELW 관련 법적 분쟁으로 ELW시장의 주요 투자자였던 초단기매매자(스캘퍼)들이 시장을 이탈하였다.

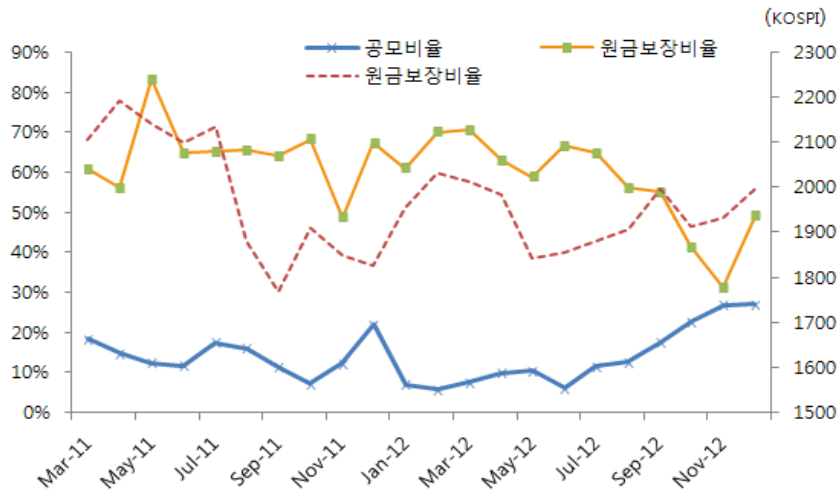
2012년 12월말 기준 DLS 미상환잔액은 13.6조원으로 2007년 이후 꾸준히 증가하고 있는데, 이는 2011년 말 8.4조원보다 62%, 2010년 말 5.3조원보다 157% 증가한 금액이다. ELS 미상환잔액은 2008년 금융위기 이후 일시적으로 증가세가 둔화되었으나, DLS 미상환잔액은 금융위기 이후에도 꾸준히 증가하고 있다. DLS의 월평균 발행 규모는 2~3조원이며 ELS와 마찬가지로 사모형 비중이 공모형 비중보다 높다. DLS는 ELS와 달리 원금보장형 비중이 원금비보장형보다 높다.

<그림 III-35> DLS 월별 미상환잔액 추이



자료: 금융투자협회

<그림 III-36> DLS 공모/사모 및 원금보장/비보장 비율

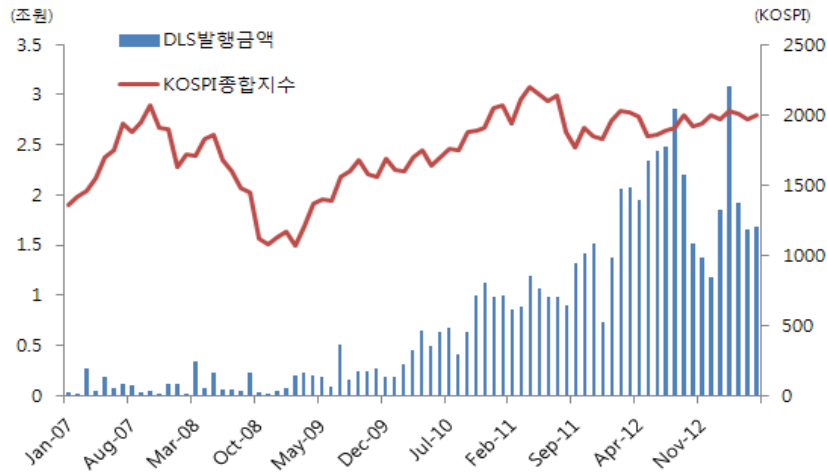


자료: 금융투자협회

DLS 발행금액은 2012년 월평균 2조원으로 ELS와 유사하게 2003년 이후 가장 높은 수치를 보이고 있다. 2012년 2조원의 월평균 발행금액은 2011년 월평균 발행금액인 1.1조원에 비하여 87%, 2010년 월평균 0.6조원에 비하여 231% 증가한 수치이다. DLS의 발행금액 증가율은 ELS 증가율에 비하여 높으며, ELS와 DLS의 발행금액 합계 대비 DLS가 차지하는 비중도 2010년 22.9%, 2011년 27.0%, 2012년 33.3%로 증가하고 있다. 2012년 8월 DLS 발행금액은 2.9조원으로 사상 최대의 수치를 보였으나, 2012년 9월 금융위원회의 ELS/DLS 단기물 발행규제³⁶⁾ 이후 발행금액은 급격히 감소하여 2012년 12월에는 1.2조원을 기록하고 있다.

36) 금융위원회 보도자료 참조(2012.9)

<그림 III-37> DLS 월별 발행금액 추이



자료: 금융투자협회

2012년 12월 기준 DLS의 기초자산으로는 금리, 신용, 상품 등이 있으며, 금리, 신용, 상품을 기초자산으로 한 DLS가 전체의 90% 이상을 차지하고 있다. ELS와는 달리 DLS는 DLS 발행금액과 KOSPI 수익률과의 상관관계에 있어서 통계적 유의성이 나타나지 않는데 이는 DLS의 기초자산은 금리, 상품, 신용 등으로 이루어져 있어 KOSPI와의 상관관계가 낮기 때문인 것으로 판단된다. 현재 금리를 기초자산으로 한 DLS 비중이 전체 DLS 발행 규모의 46%를 차지하고 있으며, 신용과 상품을 기초자산으로 한 상품은 각각 24%와 20%를 차지하고 있다.

나) ELS 및 DLS의 성격

발행 규모 면에서 ELS 및 DLS는 주식형펀드와 더불어 한국 자본시장의 중요한 자산클래스로 자리매김하였다. ELS 및 DLS의 미상환잔액은

2012년 12월 현재 각각 36.0조원과 13.6조원으로 합계 약 50조원에 육박하고 있어서 ELS 및 DLS시장의 규모는 공모형 주식형펀드의 순자산 총액인 80조원에 견줄만한 수준으로 성장하였다.

ELS와 DLS의 장점으로는 채권보다 수익률이 높고 주식보다 위험이 낮은 중위험·중수익 구조를 꼽을 수 있다. 원금보장형 상품의 경우에는 채권과 유사한 위험을 가지고 있으며, 원금비보장형 상품의 경우 주식과 채권의 중간 정도의 위험성을 가지고 있다. 더불어, ELS 및 DLS는 투자자의 요구에 맞는 다양한 기초자산과 수익구조를 제공하여 투자기회집합(investment opportunity set)을 확대시키는 긍정적 역할을 한다.

ELS 및 DLS의 투자자는 기초자산 하락으로 인한 손실위험, 발행사의 부도사건(default event)으로 인한 신용위험 등에 노출되어 있다. 원금보장형 상품의 경우에는 발행사의 부도사건으로 인한 신용위험에만 노출되어 있으며, 원금비보장형 상품의 경우에도 투자 시점 기준으로는 원금 손실 가능성은 5% 내외로 비교적 낮다. 금융위기 이후 파생상품에 대한 부정적 인식이 증가하고 있는 가운데 ELS와 DLS의 가파른 성장세에 대한 우려가 제기되고 있어 ELS와 DLS시장의 위험 요인을 객관적으로 분석하는 것이 필요하다.

ELS와 DLS의 발행회사는 판매수수료 감소 위험, 헤지 운용과정에서의 손실 위험 등에 노출되어 있다. ELS와 DLS의 판매 경쟁이 확대되면서 판매마진은 지속적으로 감소하고 있다. ELS의 원발행사의 경우 변동성이 하락할수록 헤지 손실이 증가하는 구조이기 때문에 최근 지속적인 변동성 하락으로 상당수 증권사가 손실을 보고 있는 것으로 판단된다.

<표 III-49> 2012년 기초자산별 DLS 발행 비중

기초자산	발행 건수	발행 비중
상품	566	20.1%
금리	1,290	45.8%
신용	682	24.2%
기타	277	9.8%
합계	2,815	100.0%

자료: 금융투자협회

2) 장외파생상품 성장요인

가) 인구구조학적 변화

노무라 보고서(2011)에 의하면 인구구조, 즉 연령별 인구분포 관점에서 향후 5년 간 한국 경제는 최상의 국면에 진입할 것으로 예상된다. 15세에서 64세까지의 생산가능인구가 지속적으로 증가하여 생산가능인구 대비 부양인구의 비율로 정의되는 총부양비율이 2011-2016년 간 평균 36.5%까지 낮아질 전망이다. 그러나 이후 한국은 고령부양 비율이 2000년의 10%에서 2020년 22%에 달할 것으로 예상되어 인구고령화가 급속히 진행될 예정이다. 따라서 2011~2016년간 총저축률이 총투자율을 상회하면서 경제 전체의 순금융자산이 큰 폭으로 축적되는 반면, 2016년 이후 최상의 인구구조는 빠르게 소멸되어 고령화 사회로 진입할 것으로 예상된다.

이러한 인구구조의 변화는 2011~2016년간 실질 금융자산(주식, 채권, 원화 등)의 가격 상승 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 즉 주가 상승, 저금리, 원화절상이 예상된다. 먼저, 전체 인구 대비 주식투자 비중이 높은 35~64세 인구가 차지하는 비중이 2010년 44.1%에서 2020년 47.7%로

정점에 이를 전망이며, 이에 더하여 금리의 하락 추세는 주가 상승요인으로 작용할 것이다. 또한, 잠재성장률 하락과 양의 저축-투자갭 그리고 고령화로 인한 안정성 위주의 연금 및 보험자산의 증가로 채권 수요의 증가, 즉 금리의 하락이 예상된다. 이러한 금리의 하락으로 시장 금리 대비 추가적인 금리를 제공하는 금융상품에 대한 기관투자자의 수요가 증가할 것으로 예상된다. 마지막으로 2011~2016년간 저축률의 소폭 상승이 예상되는 반면 국내 경제의 잠재성장률의 하락이 예상됨에 따라 투자율은 하락할 것으로 전망되며, 이러한 양의 저축-투자갭(즉 경상수지 흑자)은 실질 원화 환율의 절상 압력으로 작용하여 국내 기업의 해외투자 증가를 가져올 가능성이 있다. 결론적으로 2016년까지 순금융자산의 급속한 축적이 예상되어 이 시기까지가 고령화 사회 진입에 따른 구조 변화에 대응할 수 있는 마지막 기회가 될 것으로 보인다.

나) 인구구조학적 변화가 ELS/DLS 등 장외파생상품에 미치는 영향

인구구조의 변화로 인한 저금리 및 주가 상승 가능성, 그리고 고령화로 인한 안정적인 수익률에 대한 수요, 그리고 기관투자화 등으로 인한 시장 변동성 감소는 향후 ELS 및 DLS 시장을 포함한 장외파생상품이 더욱 성장할 가능성을 보여주고 있으며, 증권사들에게 시장 상황에 알맞은 상품개발을 통하여 일정 수익을 올릴 수 있는 기회를 제공할 것으로 보인다. 변동성이 상승할 경우 ELS/DLS 등 장외파생상품의 신규 발행은 통계적으로 유의하게 감소하는데 이는 기본적으로 변동성이 커지면 위험자산인 장외파생상품의 투자 비중을 줄이는 것이 효율적인 자산배분 전략이기 때문이다.

ELS 발행금액은 KOSPI 종합주가지수가 상승할수록 증가하는 것으로 나타난다. ELS 월별 발행금액 증가분과 전월 KOSPI 수익률과의 관계를 회귀분석을 통해 살펴본 결과, KOSPI 수익률과 ELS 발행금액 증가분과

는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 존재하였다. 그러나 ELS 수익은 증권사 간 경쟁심화로 장기적으로 유지될 가능성은 낮다. 2003년부터 발행되었던 ELS 상품은 발행 초기에 높은 판매마진으로 발행되었으나, 최근 발행회사 간 경쟁이 심화되면서 판매마진이 감소하고 있으며, 특히 상당수의 증권사가 ELS와 DLS 발행에 있어서 백투백(back-to-back) 방식으로 영업하고 있어서 판매마진의 감소가 이루어지고 있다. 장외파생상품 인가를 취득한 증권사는 2012년 8월 말 기준 34개사(국내 23개사, 외국 11개사)로 2003년 7개사 대비 약 5배 증가하여 판매사 간 경쟁이 치열해지고 있다. 이미 ELS는 공모형 주식형 펀드보다 판매수수료가 낮은 것으로 추정된다. 또한 퇴직연금의 성장으로 원금보장형 ELS 편입 수요가 증가하면서 발행회사가 퇴직연금 사업자에게 수익 보존을 약속하고 실제 운용수익은 이를 초과하지 못하는 역마진과 듀레이션 위험이 발생할 수 있다. 증권사 간 상품개발 능력이나 헤지 역량이 대동소이한 국내 증권업계의 현실을 고려할 때 신상품의 출시에도 불구하고 마진이 빠르게 감소하는 현상은 향후에도 지속될 가능성이 높다.

<표 III-50> 증권사의 주가연계증권 판매수수료 총액

(단위: 억원)

분기	주가연계증권 판매수수료(A)	ELS 발행금액(B)	수수료비율 (A/B)
2011.3Q	620.56	75,700	0.82%
2011.4Q	769.76	74,900	1.02%
2012.1Q	998.50	126,100	0.79%
평균	796.27	92,200	0.88%

자료: 금융투자협회

<표 III-51> Hi-Five ELS 구조의 발행마진 비교 예시

발행일자	발행사	기초자산	만기	녹인비율	발행마진
2008.3.25	W증권	KOSPI/HSCEI	2년	65%	4.90%
2009.2.27	D증권	KOSPI/HSCEI	2년	50%	8.79%
2009.12.7	W증권	KOSPI/HSCEI	3년	55%	0.72%
2011.2.28	W증권	KOSPI/HSCEI	3년	60%	0.71%
2012.10.26	S증권	KOSPI/HSCEI	3년	50%	-0.67%

주 : 발행마진은 발행가와 이론가의 차이로 발행수익이 아님
 자료: 코스콤, 증권사 홈페이지

또한 향후 중장기적으로 주식시장의 변동성이 낮아질 것으로 예상됨에 따라 ELS의 헤지 수익은 감소할 것으로 예상된다. ELS 발행사의 헤지 수익은 일반적으로 기초자산의 실현변동성이 상승할수록 증가하며 반대로 기초자산의 실현변동성이 감소할수록 헤지 운용 손실이 증가하게 된다. ELS 발행자는 해당 상품의 수익구조를 복제하기 위하여 기초자산이 상승하면 보유한 기초자산을 매도하고 채권을 매수하며, 기초자산이 하락하면 기초자산을 매수하고 채권을 매도하는 과정을 수행하게 된다. 2011년 유로존 재정위기가 불거진 이후부터 최근까지 변동성지수가 꾸준히 하락하면서 상당수 ELS 발행회사가 헤지 손실을 본 것으로 추정된다.

DLS의 경우 국내 증권사들은 헤지를 위한 북(book)이 없기 때문에 거의 대부분 벡투백 방식으로 운용하고 있으며, DLS는 대부분 기관투자자가 고객인 특성으로 인하여 마진이 낮은 사업이다. 자체 헤지를 위한 충분한 북(book)을 확보하기 위해서는 장외파생상품시장에 거래상대자로서 참여할 수 있는 신용한도가 확보되어야 하나 국내 증권사들은 자본력의 한계로 참여가 불가하거나 불평등 계약의 불이익을 당하고 있는 현실이다.

또한 ELW는 기본적으로 투기적 상품이기에 때문에 유동성공급자(LP)로서 참여하는 증권사에게 수익원이 될 수 있으나 시장과열이 발생할 때마다 정책당국의 규제가 발생할 것으로 예상됨에 따라 일정 규모 이상으로 성장하기는 어려운 상품이다.

종합적으로 향후 2020년까지의 저금리, 저성장 환경과 인구구조 변동 추세로 인한 실질 금융자산 가격의 상승을 예상할 때 ELS와 DLS를 포함한 장외파생상품에 대한 수요는 지속적일 것으로 예상되나 절대 수익의 규모는 제한될 전망이다. 이러한 증권사 수익 규모의 제한은 백투백 방식으로 인한 증권사 간 경쟁 심화와 기초자산 변동성 감소로 인한 헤지 수익의 감소 때문이다. 그럼에도 불구하고 Equity 부문과 FICC 부문을 비교할 경우, 전술한 바와 같이 향후 저금리 추세와 고령화로 인한 자산의 안정적인 운용 필요성 때문에 Equity 부문 대비 FICC 부문의 시장 및 수익 규모의 증가세가 두드러질 것으로 예상된다.

다) ELS 발행 규모 추정

본 절에서는 ELS 발행 규모에 영향을 미치는 변수와 그 영향을 회귀 분석을 통해서 검토하고 이러한 변수들의 향후 추정치를 대입하여 2020년 ELS 발행 규모를 추정해 본다. 2003년부터 발행되기 시작한 ELS와 달리 DLS는 2007년에 발행되기 시작하여 회귀분석을 위한 의미 있는 자료가 충분하지 않기 때문에 회귀분석을 통한 발행 규모 추정은 ELS에 국한한다. 또한, 위에서 ELS 발행금액은 KOSPI 종합주가지수가 상승할수록 증가하는 것으로 나타나는 것으로 분석되었으나, KOSPI 종합주가지수와 같은 가격 변수를 예측하는 것은 매우 힘들기 때문에 KOSPI 종합주가지수가 미치는 영향은 검토하지 않는다.

ELS는 저금리 추세 및 증가하는 가계와 기관투자자의 가용 운용 자산의 운용수익 향상을 가능하게 하는 대표적인 중위험·중수익 금융상품으로 성장하였다. 따라서 금리와 가계 및 기관투자자 운용자산 규모가 기본적인 ELS 발행 규모를 결정할 것으로 판단된다. 금리는 2020년 예측치가 존재하는 국고채 3년물 자료를 사용한다. 연도별 ELS 발행 규모를 추정하기 위해서는 가계 및 기관투자자 운용자산의 규모가 아닌 운용자산 규모의 증분을 설명변수로 사용하여야 한다. 가계 운용자산 규모로는 가계의 직접 운용자산 규모와 퇴직연금의 합계를 사용한다. 또한, ELS 발행 규모는 KOSPI 종합주가지수의 변동성인 KOSPI 변동성지수와도 밀접한 상관관계를 가지고 있는 것으로 알려져 있다. 예측이 어려운 KOSPI 종합주가지수와 같은 가격 변수를 통한 ELS 발행 규모 추정보다는 KOSPI 종합주가지수와 음의 상관관계를 가지고 있는 KOSPI 변동성지수를 통하여 ELS 발행 규모를 추정한다. 또한, 회귀분석을 위한 충분한 표본을 확보하기 위하여 연간 자료 대신 분기별 자료를 이용하여 분석한다. 다만, 기관투자자 운용자산 규모는 연간 자료 밖에 존재하지 않으므로 원칙적으로 설명변수로 사용해야 하는 가계 및 기관투자자 운용자산 규모의 증분 대신 가계 운용자산 증분을 설명변수로 사용한다. 종합하면, ELS 발행 규모 추정을 위한 회귀분석의 설명변수로는 금리, 가계자산의 증분, KOSPI 변동성지수를 사용한다.

ELS 발행 규모의 회귀분석 결과는 다음과 같다.

<표 III-52> ELS 발행 규모의 회귀분석 결과

	y절편	국고채 3년 금리	가계 및 퇴직연금 자산 증분	KOSPI 변동성지수
계수	103,762.11	-5,535.52	0.14	-1,476.27
t-통계량	2.52**	-0.73	1.07	-2.12**

주: adjusted-R2 = 0.22

저금리 추세에서 추가적인 수익을 제공할 수 있으며 가계 및 퇴직연금 자산의 증가에 따라 매력적인 투자 대상의 하나로 부각되어 온 ELS의 성격상, ELS 발행규모가 금리와의 음의 회귀계수를, 가계 및 퇴직연금 자산 등의 증분과는 양의 회귀계수를 나타내는 것은 예상과 일치하는 결과이다. 다만, 회귀분석 결과 KOSPI 변동성지수만 ELS 발행규모에 대하여 통계적으로 유의한 설명력을 가지고 있으므로 이러한 결과를 바탕으로 한 향후 ELS 발행규모 예측의 통계적 유의성도 제한될 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고, 향후 금리 예측치와 가계 운용자산의 증분 예측치를 바탕으로 한 연도별 ELS시장 규모를 예측하면 다음 <표 III-53>과 같다. KOSPI 변동성지수는 보수적 추정을 위하여 현재 수준에서 고정된 것으로 가정한다.

분석 결과, 2020년 ELS의 연간 발행 규모는 74.5조원에 달할 것으로 추정된다. 2012년 ELS 발행 규모가 46.2조원임을 고려하면 2020년 74.5조원의 시장 규모는 연평균 6.2%의 성장을 의미한다. 이러한 결과는 향후 지속적인 감소가 예상되는 주식시장 변동성이 반영되어 있지 않기 때문에 다소 보수적인 추정치로 판단된다. 그러나 2020년 ELS 발행 규모의 추정 결과는 ELS를 대체할 유사한 파생결합증권이 나타나지 않는다는 전제 하에 도출된 것이며, 또한 최근 발행되기 시작한 DLS의 경우 자료의 한계로 회귀분석에 의한 추정치를 구하기 어렵기 때문에, ELS 발행 규모 추정은 전체 장외파생상품시장의 경향적 성장세에 관한 시사점을 얻는 수준에 그쳐야 할 것으로 보인다.

<표 III-53> 연도별 ELS 발행 규모 추정

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
국고채 3년 금리 예측치	2.8	3.3	3.6	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2
가계자산	264.1	288.2	313.0	339.5	369.1	400.7	434.5	470.6
퇴직연금	95.1	126.0	159.8	197.2	237.7	281.5	328.5	378.5
가계 및 퇴직연금 자산 증분	43.4	54.9	58.7	63.9	70.0	75.4	80.8	86.0
KOSPI 변동성지수	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9	15.9
ELS 발행 규모	50.9	56.4	57.9	60.7	64.6	67.9	71.3	74.5

자료: 한국은행, 국회예산정책처, 자본시장연구원

나. 증권사 장외파생상품 Key Gaps

지금까지 살펴보았듯이 향후 2020년까지 저금리, 저성장 환경과 인구고령화 등으로 인하여 안정적이면서도 시중금리 대비 추가적인 수익률을 제공할 수 있는 장외파생상품에 대한 수요는 지속적일 것으로 예상된다.

그러나 국내 증권사들의 자본금은 장외파생상품 사업을 성공적으로 수행하기 위해 필요한 자본금 규모에 턱없이 부족하다. 장외파생상품의 개발, 판매, 헤지 및 운용을 위해서는 다양한 고객과 기초자산으로 다양한 장외파생상품 포지션을 구축하여 전체 북(book)의 안정성을 확보하고 이를 기초로 상품을 개발하고 경쟁력 있는 가격을 제시해야 한다. 그러나 국내 증권사의 경우 대부분 장외파생상품 사업을 하기에 자본력이 턱없이 부족하거나 자본력에 의해 시장을 선도하는 증권사가 없이 유사한 수준의 상품개발 능력을 가지고 있어서 단기적으로는 경쟁 격화와

마진 하락으로 대폭적인 수익을 창출하기는 어려울 전망이다. 아직까지 우리나라 증권사들의 경우 일부 선도 증권사 몇 곳을 제외하고는 글로벌 투자은행이 개발한 상품을 백투백 방식으로 판매하고 있는 경우가 대부분이며 이러한 상품개발 능력의 부재로 국내 증권사들은 특정 장외파생상품이 인기를 끌 경우 동시에 시장에서 유사 상품을 판매하는 모방전략(copy-cat strategy)을 구사하는 모습을 보여 왔다.

또한, 국내 증권사 장외파생상품 사업은 기초자산에 있어서 지나치게 주식에 편중되어 있다. 향후 중위험·중수익 상품에 대한 투자자의 수요 증가와 관련하여 이자율, 외환, 상품, 신용 등으로 기초자산을 다양화할 필요가 있다. 실제 위에서 살펴본 바와 같이 향후 상대적으로 이자율, 외환, 상품, 신용을 기초자산으로 하는 FICC 부문의 성장세가 두드러질 전망이다. 마지막으로, 국내 증권사의 경우 장외파생상품 개발 역량을 제고할 필요가 있다. 국내 증권사의 금융공학 역량 수준은 상품의 이해나 복제 등의 측면에서 글로벌 선진 투자은행에 근접하는 수준까지 이른 것으로 평가받고 있으나, 상품개발 측면에서는 아직까지 뒤떨어진 것으로 평가받고 있다. 이러한 부분은 향후 지속적인 금융공학 전문인력의 확충 및 창의적인 장외파생상품 개발에 대한 인센티브 부여 등에 의해 점차적으로 개선해 나가야 한다.

다. 중장기 장외파생상품시장 전망

1) 증권사 장외파생상품 영업수익 규모

먼저, 금융투자협회가 발간하는 국내 증권사 영업수익 및 비용에 대한 통계자료는 상세 구분계정에도 불구하고 장외파생상품 부문의 순영업수익과 순수 자기매매(prop trading)와의 구분이 불가능하다. 실질적으

로 국내 장외파생상품 사업은 2003년 도입된 ELS의 헤지 업무와 연관되어 있으므로 2000년부터 2003년까지의 증권사의 순수 자기매매 자료를 사용하여 자기매매를 제외한 사업수익 대비 자기매매 비중을 산출한 후, 이 비율을 이후 연도의 자기매매 제외 사업수익에 적용하여 2003년 이후 연도의 순수 자기매매 비중을 추정한다. 2004년 이후 자기매매 통계치에서 이러한 방식으로 추정된 순수 자기매매 추정치를 차감하면 증권사 장외파생상품시장의 규모를 추정할 수 있다. 이러한 추정치를 나타낸 표가 다음의 <표 Ⅲ-54>이다.

<표 Ⅲ-54> 국내 증권업의 장외파생상품 사업 비중

(단위: 억원)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
순영업수익	42,138	69,921	65,474	89,646	72,585	97,548	96,881	99,228	84,030
전체자기매매	10,319	12,786	11,941	13,636	24,128	35,094	32,031	33,208	38,930
자기매매 비중	24.5%	18.3%	18.2%	15.2%	33.2%	36.0%	33.1%	33.5%	46.3%
추정 prop 비중	14.6%	15.8%	15.8%	16.4%	12.9%	12.4%	12.9%	12.8%	10.4%
순수 prop 규모	6,143	11,031	10,335	14,675	9,355	12,057	12,520	12,746	8,707
추정 OTC 파생 규모	4,177	1,756	1,606	(1,038)	14,772	23,037	19,511	20,462	30,223
OTC파생 비중	9.9%	2.5%	2.5%	-1.2%	20.4%	23.6%	20.1%	20.6%	36.0%

자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

<표 III-54>에 의하면, 증권사의 순수 자기매매 비중은 2004년 14.6%에서 시작하여 2006년 15.8%를 기록한 후 지속적으로 감소하여 2012년 전체 순영업수익의 10.4%를 차지한 것으로 추정된다. 한편, 장외파생상품 사업은 2004년 4,180억원의 순영업수익을 거둔 것으로 추정되며 이는 전체 순영업수익의 9.9% 수준이었다. 이후 국내 장외파생상품 사업은 침체를 겪다가 2007년 금융위기 당시의 소폭 적자를 거쳐 2008년 이후 ELS, ELW 및 DLS의 성장에 힘입어 시장 규모가 급증한 것으로 추정된다. 2012년 장외파생상품 사업은 3조원 이상의 순영업수익을 기록한 것으로 추정되는데, 이는 전체 순영업수익의 36.0% 수준으로 증권사 전체 사업에서 차지하는 역할이 확대된 것을 알 수 있다.

2) 장외파생상품시장 규모 추정

국내 증권사의 사업별 손익구조 관련 상세자료가 공개되지 않으므로 Equity 장외파생상품 사업과 FICC 장외파생상품 사업의 사업별 손익구조를 바탕으로 한 향후 전망을 제시하기 곤란하기 때문에 장외파생상품 시장 규모의 국가 간 비교를 통한 거시적인 시장 규모 예측과 은행, 보험 등 타 업권 대비 증권사 시장점유율에 대한 가정, 그리고 향후 장외파생상품 사업의 예상 마진 등을 통하여 2020년까지의 기초자산별 장외파생상품시장 규모를 추정해 본다.

먼저, 장외파생상품 거래에 대한 자료가 존재하는 OECD 11개국의 장외파생상품 거래액 합산은 다음 <표 III-55>와 같다. 여기서 OECD 11개국은 미국, 일본, 독일, 프랑스, 영국, 이탈리아, 캐나다, 네덜란드, 스위스, 벨기에, 오스트리아이다.

<표 III-55> OECD 11개국 장외파생상품 기초자산별 거래량

(단위: 조달러)

	주식	금리	통화	신용	기타	합계	GDP
2004	8.9	355.1	56.3	6.4	2.7	429.4	37.6
2005	10.3	416.8	62.4	24.1	8.4	522.0	40.2
2006	14.3	554.1	78.4	49.0	13.5	709.3	43.0
2007	17.1	740.5	104.9	100.8	16.0	979.2	47.9
2008	16.6	891.0	113.0	99.3	17.7	1,137.6	51.3
2009	12.5	887.1	97.9	68.8	6.6	1,072.9	47.9
2010	11.9	917.1	110.9	60.2	5.8	1,105.9	50.6
2011	12.8	1,057.4	128.0	61.0	6.3	1,265.6	54.9

자료: BIS, IMF

<표 III-56> OECD 11개국 장외파생상품 기초자산별 GDP 대비 비중

(단위: %)

	주식	금리	통화	신용	기타	합계
2004	0.2	9.4	1.5	0.2	0.1	11.4
2005	0.3	10.4	1.6	0.6	0.2	13.0
2006	0.3	12.9	1.8	1.1	0.3	16.5
2007	0.4	15.5	2.2	2.1	0.3	20.5
2008	0.3	17.4	2.2	1.9	0.3	22.2
2009	0.3	18.5	2.0	1.4	0.1	22.4
2010	0.2	18.1	2.2	1.2	0.1	21.8
2011	0.2	19.2	2.3	1.1	0.1	23.0

자료: BIS, IMF

<표 III-57> 우리나라 장외파생상품 기초자산별 거래량

(단위: 조원)

	주식	금리	통화	신용	기타	합계	GDP
2003	17	298	1,767	-	0	2,083	767
2004	28	346	3,344	0	1	3,719	827
2005	44	549	3,415	-	1	4,010	865
2006	107	1,083	3,749	1	3	4,942	909
2007	179	1,907	6,522	3	11	8,622	975
2008	155	2,672	9,595	6	24	12,452	1,026
2009	109	2,858	10,082	5	6	13,060	1,065
2010	320	3,485	9,965	6	8	13,784	1,173
2011	300	2,939	9,675	11	14	12,939	1,235
2012	163	2,419	9,521	22	13	12,138	1,272

자료: 금융감독원, 한국은행

<표 III-58> 우리나라 장외파생상품 기초자산별 GDP 대비 비중

(단위: %)

	주식	금리	통화	신용	기타	합계
2003	0.02	0.39	2.30	0.00	0.00	2.72
2004	0.03	0.42	4.04	0.00	0.00	4.50
2005	0.05	0.63	3.95	0.00	0.00	4.63
2006	0.12	1.19	4.13	0.00	0.00	5.44
2007	0.18	1.96	6.69	0.00	0.01	8.84
2008	0.15	2.60	9.35	0.01	0.02	12.13
2009	0.10	2.68	9.47	0.01	0.01	12.26
2010	0.27	2.97	8.49	0.01	0.01	11.75
2011	0.24	2.38	7.83	0.01	0.01	10.48
2012	0.13	1.90	7.48	0.02	0.01	9.54

자료: 금융감독원, 한국은행

이와 같이 OECD 11개국과 우리나라의 GDP 대비 장외파생상품 거래량 비교를 통하여 향후 2020년까지의 우리나라 장외파생상품시장 규모를 예측하고자 한다. 먼저, 우리나라와 OECD 11개국의 장외파생상품 시장의 차이를 기초자산별로 살펴보면, 주식의 경우 우리나라는 2003년 초 대비하여 GDP 대비 주식 장외파생상품의 비중이 2010년 이후 OECD 11개국과 비교하여 큰 차이가 나지 않음을 알 수 있다. 반면, 금리 장외파생상품의 경우는 OECD 11개국이 2011년 GDP 대비 19.2배인 반면, 우리나라는 2.38배에 머무르고 있어서 향후 시장 성장 가능성이 높은 것으로 판단된다. 또한 통화 장외파생상품은 외환유입과 외환관리에 집중하고 있는 우리나라의 경우 OECD 11개국보다 외환 장외파생상품의 거래규모가 매우 크며, 신용 장외파생상품과 상품 장외파생상품이 대부분인 기타 장외파생상품은 OECD 11개국보다 GDP 대비 거래규모가 작다.

일반적으로 경제와 자본시장이 발달할수록 GDP 대비 장외파생상품 시장의 규모가 증가한다. 비교 대상 OECD 11개 국가의 2011년 평균 1인당 GDP는 48,679달러이며, 11개 국가가 우리나라의 2011년 평균 1인당 GDP인 22,424달러를 달성한 것은 평균 1992년이다. 따라서 본 분석에서는 기준 시점인 2011년으로부터 19년 후인 2030년 우리나라의 GDP 대비 장외파생상품시장 규모 비율이 2011년 기준 OECD 11개 국가의 GDP 대비 장외파생상품시장 규모 비율에 도달한다는 가정(distance to maturity) 하에 2011년부터 2030년까지를 선형보간법(linear interpolation)에 의해 기초자산 별로 우리나라와 OECD 11개국의 GDP 대비 장외파생상품시장 규모의 비율을 통하여 2020년까지의 우리나라 장외파생상품시장 규모를 추정한다. OECD 11개국의 2020년까지의 GDP 대비 장외파생상품시장의 성장률 추정은 기초자산에 따라 다르게 추정된다. 먼저, 주식 장외파생상품의 경우 OECD 11개국의 2004~2011년간 GDP 대비 주식 장외파생상품 비율의 평균 성장률은 -0.2%이며, 금융위기 기간을 포함한 2007~2011년간 평균 성장률은 -10.0%이다. 실제로 주식 장외파생

상품의 경우 상대적으로 성숙한 장외파생상품으로서 2000년대 들어 성장 폭이 다른 자산을 기초자산으로 한 장외파생상품에 비해 높지 않았다. 금리 장외파생상품의 경우 OECD 11개국의 2007~2011년간 평균 성장률인 5.6%를 사용한다. 2004~2011년간 평균 성장률은 10.7%이나 금융위기 이후 금리 장외파생상품시장의 위축을 감안하여 5.6%를 사용하며, 동일 성장률을 신용 장외파생상품에 사용한다. 또한, 외환 장외파생상품시장의 성숙도를 감안할 때 2007~2011년 OECD 11개 국 평균 성장률인 1.5%를 사용한다. 마지막으로, 상품 장외파생상품의 경우 2004 ~2011년간 평균 성장률인 6.8%를 사용한다.

또한 장외파생상품시장은 증권사뿐만 아니라 은행, 보험 등의 타 권역에서도 참여하고 있는 시장이며 각각 자본력이나 필요 상품에 따라 참여의 범위가 다르다. 따라서 장외파생상품시장 규모의 추정과 동시에 증권업의 기초자산별 시장점유율을 추정할 필요가 있다. 먼저, 주식과 금리 장외파생상품의 경우 2012년 증권업 시장점유율은 각각 77.3%, 12.7%로서, 증권사가 주식 장외파생상품에서는 지배적인 위치에 있으나 금리 장외파생상품에서는 은행권 대비 상대적으로 낮은 시장점유율을 가지고 있음을 알 수 있다. 주식 및 금리 장외파생상품의 경우 타 업권과의 관계에서 시장점유율 상의 구조적인 변화가 있을 것으로 예상되지 않으므로 보수적인 관점에서 증권업은 2020년에도 주식 및 금리 장외파생상품시장에서 77.3%와 12.7%의 시장점유율을 유지하는 것으로 가정한다. 실제로, 금리 장외파생상품의 경우 증권사 자본력의 대폭적 증가 가능성과 이에 따른 거래상대방으로서의 대 은행권 신용한도의 증액 가능성이 있으며, 또한 2013년 자본시장법 개정으로 장외파생상품에 대한 중앙청산소(Central Counterparty: CCP) 도입으로 증권사의 시장점유율이 상승할 가능성이 있으나 보수적인 추정을 위하여 시장점유율이 변하지 않는 것으로 가정한다.

물론 중장기적으로는 국내 장외파생상품시장의 변화가 예상되며 향

후 증권사의 활발한 장외파생상품시장 참여도 예상된다. 2013년 하반기 한국거래소가 이자율스왑(Interest Rate Swap: IRS)을 시작으로 중앙청산소를 통한 장외파생상품 청산을 시작할 예정이며 점차 다른 표준화된 장외파생상품으로 확장할 예정이다. 중앙청산소는 증권사가 자본력의 열세로 장외파생상품시장의 시장조성자 역할을 할 수 없었던 상황에서 실질적으로 자기매매를 가능하게 함으로써 일정 부분 헤지 목적이 아닌 장외파생상품 거래를 통하여 수익을 확보할 수 있는 기회를 제공할 것으로 전망된다. 다만, 단기적으로 증권사들의 경우 기존에 헤지 목적의 금리 장외파생상품 거래를 비교적 적은 비용으로 수행할 수 있었기 때문에 단기적으로 상당 폭의 긍정적인 효과를 기대하기는 어렵다.

외환 장외파생상품시장의 경우 증권사의 2012년 시장점유율은 1.9%에 불과하여 은행권이 절대적인 시장점유율을 보유하고 있다. 향후 증권사의 사업 다각화나 외화 채권 판매 등 외환 관련 업무의 확장에 따라 증권사의 외환 장외파생상품 시장점유율이 상승할 것으로 예상되어 2020년 5%의 시장점유율을 가정하며, 2013년부터 2020년까지 중간 기간의 시장점유율은 선형보간법에 의해 시장점유율을 추정한다. 신용 장외파생상품의 경우, 2012년 증권사 시장점유율은 75.2%로서 타 업권과의 경쟁확대가 예상되어 2020년 시장점유율 추정은 75.2%에서 소폭 하락한 70.0%로 추정하며, 상품 장외파생상품의 경우 2012년 시장점유율인 19.8%에서 2020년 30.0%로의 상승을 가정한다.

마지막으로, 장외파생상품 거래에 따른 영업수익의 추정을 위해서는 기초자산별 장외파생상품의 마진 추정이 필요하다. 먼저, 주식 장외파생상품의 경우 2012년 ELS 전체 발행 규모 대비 백투백 상품의 비중은 61%, 자체 개발 상품의 비중은 39%였다. 이러한 비중이 향후에도 유지된다는 보수적인 가정 아래, 각 상품별 마진의 가중평균을 주식 장외파생상품의 마진으로 가정한다. 경쟁격화로 인한 백투백 상품의 마진 0%와 자체 개발 상품의 평균 마진 1%를 바탕으로 주식 장외파생상품의 가

중 평균마진을 0.31%로 가정한다. 기타 금리, 외환, 신용, 상품 등의 FICC 장외파생상품의 마진은 보수적 추정을 위하여 0.1%를 가정한다. 이러한 가정 하에 추정된 2020년 증권업 Equity 및 FICC 장외파생상품 사업으로부터의 영업수익 규모 추정치는 다음 <표 III-59>와 같다.

<표 III-59> 국내 증권업의 장외파생상품 사업수익 추정

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP	1,367	1,455	1,548	1,650	1,759	1,875	1,997	2,127
국내 전체 장외파생상품 시장 규모								
주식	329	349	370	393	417	442	469	498
금리	6,337	8,640	11,421	14,782	18,805	23,601	29,290	36,040
외환	10,229	10,609	10,990	11,381	11,759	12,121	12,456	12,769
신용	190	313	463	647	870	1,139	1,460	1,845
상품	34	49	66	88	114	146	185	231
증권업 시장점유율								
주식	77.3%	77.3%	77.3%	77.3%	77.3%	77.3%	77.3%	77.3%
금리	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
외환	1.9%	2.3%	2.8%	3.2%	3.7%	4.1%	4.6%	5.0%
신용	75.2%	74.5%	73.7%	73.0%	72.2%	71.5%	70.7%	70.0%
상품	19.8%	21.3%	22.7%	24.2%	25.6%	27.1%	28.5%	30.0%
증권업 장외 파생상품 마진								
주식	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
금리	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
외환	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
신용	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
상품	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
증권업 장외 파생상품 수입								
주식	0.79	0.84	0.89	0.95	1.01	1.07	1.14	1.21
금리	0.72	0.93	1.17	1.43	1.72	2.05	2.40	2.80
외환	0.19	0.24	0.29	0.34	0.39	0.45	0.50	0.56
신용	0.13	0.20	0.27	0.36	0.45	0.56	0.67	0.79
상품	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03	0.04
Equity 소계	0.79	0.84	0.89	0.95	1.01	1.07	1.14	1.21
FICC 소계	1.04	1.38	1.74	2.14	2.59	3.07	3.60	4.19
전체 장외 파생상품 수입	1.84	2.22	2.63	3.09	3.60	4.15	4.75	5.40

자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

5. 프라임브로커리지

가. 프라임브로커리지 현황 및 특징

우리나라에서는 2011년 9월 자본시장법 시행령이 개정·시행됨에 따라 한국형 헤지펀드 시대가 열리게 되었다. 여기에는 전담중개업자의 자기자본 요건 및 업무내용을 구체화하는 내용으로 프라임브로커 시행을 위한 제도적 장치가 마련되었다. 또한 이를 위해 3조원 이상의 자기자본 요건을 충족하는 대형증권사 5개사에 대해 종합금융투자사업자로 지정하였다. 이외에도 법상 프라임브로커는 헤지펀드 등을 대상으로 증권대차, 신용공여, 펀드재산 보관·관리, 매매체결·정산 등의 서비스를 연계하거나 직접 서비스를 제공할 수 있다.³⁷⁾ 현재 한국형 헤지펀드에 서비스를 제공하는 국내 증권사는 미국의 중형 또는 미니 프라임브로커(자기자본 5조원 미만)와 유사하다고 볼 수 있다.

1) 법적 진입장벽

2013년 자본시장법 개정안은 자본시장법 시행령으로 도입한 헤지펀드 및 프라임브로커 업무의 규제를 일부 수정하였다. 자본시장법 개정안에 따르면 종합금융투자사업자만이 프라임브로커가 될 수 있도록 허용하고 있다. 프라임브로커는 전문사모집합투자기구(헤지펀드)에 대하여 ① 증권의 대차 또는 그 중개·주선·대리업무 ② 금전의 용자나 그 밖

37) 프라임브로커의 헤지펀드 시딩(seeding)은 자금력이 부족한 신생 헤지펀드에게 초기자금을 제공하는 것으로 벤처캐피탈이 벤처기업에 자금을 지원하는 것과 유사하다. 따라서 투자자 모집 및 헤지펀드 시딩은 프라임브로커의 핵심업무 중 하나이다. 다만, 자본시장법에서는 시드머니 펀딩을 프라임브로커리지 업무에 포함하지 않고 있다.

의 신용공여 ③ 전문사모집합투자기구의 재산의 보관·관리 및 수탁 ④ 기타 대통령령으로 정하는 업무로 정의된다. 이와 같은 법적 진입장벽을 통해 프라임브로커리지 업무는 5개 종합금융투자사업자(대우증권, 삼성증권, 우리투자증권, 한국투자증권, 현대증권)에게만 국한되어 있다.

현재 주식의 단순 중개 및 위탁매매에 의존하는 국내 증권산업은 투자은행업이라고 보기 어렵다. 더구나 위탁매매 업무는 다른 투자은행 업무에 비해 규모 및 범위의 경제와 평판효과의 중요도가 낮다. 제공되는 서비스 혹은 상품의 질이 차별화되기 어렵다면 우선적인 시장진입에 따른 선점효과도 부재할 것이며 수수료가 유일한 경쟁수단이 된다. 따라서 위탁매매 업무에 의존하는 증권사들만으로 결정되는 시장구조는 수수료가 한계비용까지 근접하는 완전경쟁시장 형태가 될 수밖에 없다. 더구나 기존의 다른 IB 업무에서 예상되는 수익창출이 불확실하다면 새로운 시장에 진입하려는 유인도 대폭 감소한다. 이 경우 증권사들은 위탁매매 업무를 통해 미약하지만 안정적인 수익을 확보하는 전략을 선택하게 된다. 진입장벽의 부재로 이윤이 0(제로)으로 수렴하는 완전경쟁시장을 선호하게 되는 것이다.

이와 같은 관점에서 볼 때 금번 자본시장법 개정안은 시장선점을 통한 규모 및 범위의 경제와 평판효과의 이점을 누릴 수 있도록 종합금융투자사업자에게 신규업무의 수익성을 보장한 것으로 볼 수 있다.

2) 과점적 경쟁시장

11월 1일 기준으로 한국형 헤지펀드로 설정된 펀드 수는 26개, 설정액은 1조 7,444억원이다. 프라임브로커를 계약건수 기준으로 보면 대우증권이 8건으로 가장 많으며, 우리투자증권이 7건으로 뒤를 이었다. 2013년 초까지 7건이었던 삼성증권은 동양자산운용 헤지펀드가 1개 청산되어 6건이며, 현대증권은 현재 2건으로 가장 적다.

<표 III-60> 증권사별 헤지펀드 계약현황

	활용 전략	펀드명	설정일	설정액 추이(억원)			
				12'11	13'2	13'10	
대우 증권	멀티 스트래티지	마이다스 M1멀티스트래티지	13/05	-	-	139	
		삼성 H클럽멀티스트래티지 제1호	12/02	344	310	715	
	펀더멘탈 롱숏	삼성 H클럽Equity Hedge 제1호	11/12	964	921	2,300	
		신한BNPP명장 한국주식롱숏 제1호	11/12	566	571	571	
		신한 BNPP 한국주식롱숏	13/10	-	-	100	
		미래에셋 플렉서블오피튜니티 제1호	12/12	-	150	123	
	채권 롱숏	미래에셋 스마트Q 토탈리턴	11/12	2,127	1,607	406	
		삼성 H클럽 토탈리턴 제1호	12/12	-	100	813	
	삼성 증권	펀더멘탈 롱숏	교보약사 매그넘1	12/02	218	243	237
			브레인 백두	12/09	1,840	2,160	2,396
브레인 태백			13/03	-	-	2,733	
하나UBS 프라임롱숏알파			11/12	498	407	300	
퀀트 롱숏		KDB PIONEER롱숏안정형	12/02	125	71	60	
이벤트 드리븐		대신 밸런스Corporate Event	13/03	-	-	105	

자료: 언론 보도 종합

<표 III-60> 증권사별 헤지펀드 계약현황(계속)

활용 전략	펀드명	설정일	설정액추이(억원)			
			12'11	13'2	13'10	
우리 투자 증권	멀티 스트래티지	한화 Asia Pacific Long-Short	11/12	200	200	150
	펀더멘털 롱숏	삼성 H클럽오피튜니티 제1호	12/05	272	321	845
		삼성 H클럽Equity Hedge 제2호	13/08	-	-	575
		하이 힘센	12/12	-	120	120
		신한 BNPP명장Asia ex-Japan주식롱숏	11/12	220	220	217
	퀀트 롱숏	미래에셋 스마트Q오피튜니티	11/12	167	167	798
	채권 롱숏	미래에셋 스마트Q아비트라지	12/06	1,566	1,056	313
한국 투자 증권	펀더멘털 롱숏	대신 에버그린롱숏	13/09	-	-	1,000
		우리 헤리티지롱숏	11/12	101	103	52
		트러스톤 탐건코리아롱숏	13/07	-	-	1,942
현대 증권	구조화	대신 벨런스구조화헤지	13/03	-	-	305
	채권 롱숏	우리 뉴호라이즌	13/05	-	-	128

자료: 언론 보도 종합

설정된 26개 헤지펀드를 전략과 프라임브로커별로 살펴보면 펀더멘털롱숏이 15개(삼성, 대우, 우투 각 4개, 한투 3개)로 가장 많다. 뒤를 이어 채권롱숏 4개(대우 2개, 우투, 현대 각 1개), 멀티전략 3개(대우 2개, 우투 1개), 퀀트롱숏 2개(우투, 삼성 각 1개), 구조화전략(현대), 이벤트드리븐(삼성)이 각각 1개 순으로 나타났다. 펀드설정액으로 본 프라임브로커 시장점유율에서는 삼성증권이 5,832억원(33.4%)으로 가장 높고 대우증권이 5,167억원(29.6%), 뒤를 이어 우리투자증권(3,017억원, 17.3%), 한국투자증권(2,994억원, 17.2%), 현대증권 (433억원, 2.5%) 순이다.

<표 III-61> 국내 프라임브로커 계약현황(2013년 10월 기준)

(단위: 개, 억원, %)

프라임브로커	건수	펀드설정액	점유율
삼성증권	6	5,832	33.4
대우증권	8	5,167	29.6
우리투자증권	7	3,017	17.3
한국투자증권	3	2,994	17.2
현대증권	2	433	2.5

자료: 언론 보도 종합

3) 획일화된 서비스

프라임브로커리지는 헤지펀드 설립 및 운용에 따른 제반 업무를 광범위하게 대행해주는 서비스이다. 여기서, 헤지펀드에게 제공되는 종합금융서비스는 증권대차, 신용공여 및 담보관리, 펀드재산 보관·관리, 매매체결·정산 등을 포함하며, 이 중에서도 핵심 업무는 공매도를 위한 증권 대여와 자금공급을 통한 레버리지 공급으로 볼 수 있다. 이 외에도 복잡한 헤지펀드 매매를 한 곳에 집중시켜 거래 및 청산서비스를 일괄

적으로 처리하여 증권청산의 편리함을 제공한다. 따라서 프라임브로커는 개별 헤지펀드의 운용 구조와 전략에 대한 이해를 바탕으로 공매도 종목 제공능력, 스왑/FX/상품 등을 활용한 다양한 전략 지원능력, 글로벌 네트워크, 전산화된 플랫폼 등을 갖추어야 한다. 특히, 헤지펀드 도입 초기에 투자자를 모으려면 프라임브로커의 평판에 의존할 가능성이 높기 때문에 프라임브로커의 역할은 한국형 헤지펀드의 정착에 매우 중요하다.

한국형 헤지펀드가 출범 1년여 만에 1조원 규모로 성장하였지만 아직까지 국내 프라임브로커리지 업무의 수익성은 높지 않다. 이는 프라임브로커가 제공하는 서비스 수준이 질적 측면에서 큰 차이가 없기 때문으로 분석된다. 2012년 정부위원회의 검토보고서에 따르면 2012년 7월 기준 국내 헤지펀드 시장의 규모는 7,179억원 수준이며 2012년 상반기 증권사의 프라임브로커 영업수익은 21억 8,000만원 수준이다.³⁸⁾ 이는 헤지펀드 설정 규모의 0.6%에 해당하는 것으로 헤지펀드 운용규모의 5%에 달할 것이라는 일부 예측과는 크게 상반된다. 따라서 현재는 헤지펀드 계약이 프라임브로커의 서비스 질보다는 시드머니 규모에 영향을 받는 것이 실정이다. 이는 초기 단계에서 나타난 문제점이므로 향후 국내 헤지펀드 산업이 발전하면서 자연스럽게 해결될 문제로 보인다.

일반적으로 프라임브로커의 수익원은 위탁매매, 대차거래, 신용공여, 스왑 등 크게 네 가지로 분류된다. 이 중 위탁매매와 대차거래 시 발생하는 수수료가 프라임브로커의 수익 중 대부분을 차지하고 있다. 프라임브로커의 주 수익원 중 하나로 기대를 모았던 신용공여는 2013년 9월 기준 대우증권만이 유일하게 서비스를 제공하고 있다. 이는 대차거래(40%), 수수료(35%)에 이어 신용공여가 높은 비중(15%)을 차지하는 글로벌 프라임브로커와는 다른 양상인데, 운용 초기 수익률이 부진하면서 레버리지를 사용하는 것이 국내 헤지펀드에게 부담이 되었을

38) 오영표(2013)

가능성이 크다. 또한, 국내 프라임브로커의 수익구조가 주식약정 및 대차거래에 따른 수수료 중심인 것은 한국형 헤지펀드의 대부분이 (펀더멘털)롱숏전략을 사용하고 있기 때문이다. 하지만 다양한 전략을 구사하는 헤지펀드가 계속 출시되고 있어 이들에 대한 서비스 내용도 보다 다양해질 것으로 예상된다. 국내 헤지펀드가 성장하려면 프라임브로커의 역량이 먼저 전제돼 있어야 하는데, 활용하고 싶은 전략이 많아도 프라임브로커가 뒷받침을 못하면 소용이 없기 때문이다. 현재처럼 헤지펀드 산업 초기 단계에서는 시스템 구축에 대한 필요성이 떨어지는 것이 사실이며, 이로 인해 서비스의 차별성이 부각되지 않는 측면도 있다. 하지만 향후 국내 헤지펀드가 성장하여 지금보다 다루는 종목 수가 늘어나고 서비스도 다양해질 경우 국내 프라임브로커도 리스크관리를 포함한 보다 효율적인 시스템을 구축할 수밖에 없을 것이다.

<표 III-62> 국내 프라임브로커 서비스 제공 현황

(단위: 억원)

프라임브로커	일평균 위탁매매 약정	대차거래 잔고	신용공여 잔고	스왑 잔고
삼성증권	50	9,700 (20,000)	x	1,300
대우증권	100	7,000 (5,000)	2,000	1,000
우리투자증권	70	10,500 (23,000)	x	1,300
한국투자증권	10	4,550 (5,000)	x	50
현대증권	20	4,000 (7,000)	x	x

주 : 2013년 상반기 기준. 대차거래 잔고의 ()안은 대차폴 규모
 자료: 언론 보도 종합

나. 프라임브로커리지 Key gaps

1) 글로벌 시장과의 비교

프라임브로커 산업은 헤지펀드 산업과 함께 성장하고 있으며, 헤지펀드의 성장에 발맞추어 프라임브로커가 제공하는 서비스 범위도 확대되고 있다. 따라서 국내 프라임브로커리지 산업은 외적인 규모로나 내적인 수익성 측면에서 글로벌 프라임브로커에 비해 취약한 상태이다.

미국 시장의 경우 2002년도 프라임브로커리지 산업의 영업수익은 50억달러 수준에 불과하였지만 2007년에는 120억달러로 2배 이상 성장하게 된다. 동기간 헤지펀드 시장 규모가 6,260억달러에서 1조 8,600억달러로 크게 증가하였듯이 프라임브로커리지 산업은 기본적으로 헤지펀드 시장의 성장에 크게 의존한다.

금융위기 이전까지 글로벌 투자은행들에게 있어 프라임브로커리지 업무는 수익의 30~40%를 차지하고 있었다. 골드만삭스의 경우 2005년부터 주식중개 업무가 매년 20%씩 성장하였는데 프라임브로커리지 업무에 따른 성과가 컸던 것으로 알려져 있다. 글로벌 투자은행의 경우 프라임브로커로서 단순한 청산·결제 업무가 아닌 법률·자문·세제 서비스를 포함한 one-stop-shop 서비스로 편의성을 강화하고 있는 것이 특징이다. 투자은행이 대형화될수록 프라임브로커로서 지원가능한 업무가 많아진다는 점을 감안할 때 산업의 과점화가 빠른 속도로 진행된 것은 필연적인 결과였다. 단, 이들의 주고객이 중대형 헤지펀드이기 때문에 소규모 헤지펀드들은 자신의 운용전략에 맞는 프라임브로커를 찾는 경향이 뚜렷해진 것도 사실이다.

글로벌 금융위기 직후에는 대형 투자은행에 편중된 프라임브로커리지 업무가 중소형 규모의 여러 프라임브로커로 확대되면서 산업의 경쟁

이 심화되었다. 이러한 전개에는 글로벌 프라임브로커지 시장의 진입장벽이 높지 않다는 배경이 있다. 다시 말해, 글로벌 시장 진입을 위해서는 일정 수준의 자금조달이 필요하나 Pershing이나 Merlin 등 신생기업이 성공사례를 보여 주어 시장진입장벽은 더욱 낮아졌기 때문이다. 금융위기 이후 헤지펀드들은 거래 상대방리스크를 최소화하기 위해 프라임브로커를 다양화하고 분사시킬 유인이 커졌다. 이로 인해 신규 프라임브로커의 가격인하정책은 보다 효과적으로 작용하게 된 것이다. 그럼에도 불구하고 2012년 기준 상위 3개 프라임브로커가 전체 시장의 48.52%를 차지할 만큼 대형 증권사의 역할은 여전히 크다.

<표 III-63> 글로벌 프라임브로커 시장점유율

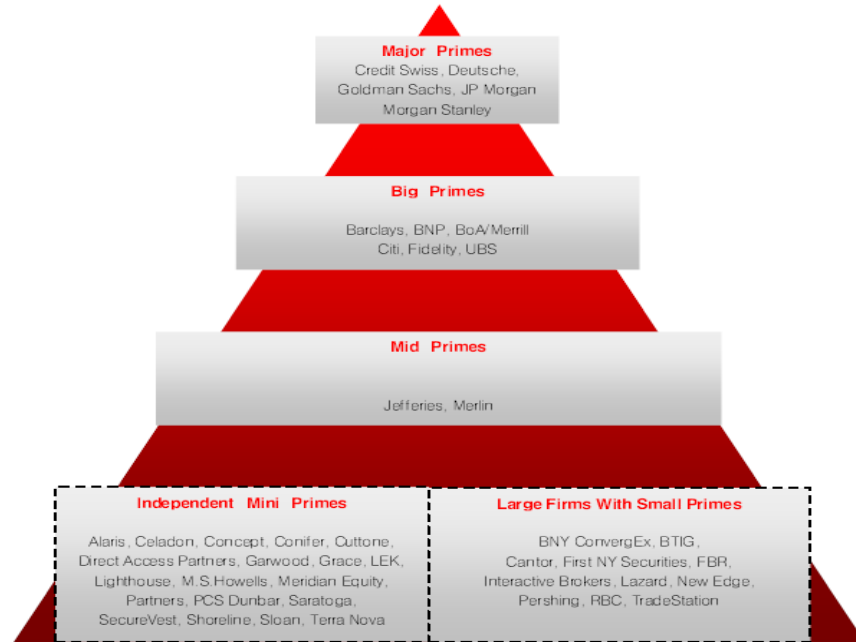
2007년 12월		2012년 1월	
프라임브로커	시장점유율(%)	프라임브로커	시장점유율(%)
Morgan Stanley	20.03	Goldman Sachs	17.60
Goldman Sachs	18.48	Morgan Stanley	16.27
Bear Sterns	14.71	JP Morgan	14.65
UBS	7.82	Credit Suisse	8.97
Deutsche Bank	5.87	Deutsche Bank	8.59
Citigroup	4.18	UBS	8.02
Credit Suisse	4.03	Citibank	5.74
Lehman Brothers	3.58	Newedge	3.72
Merrill Lynch	2.89	BoA Merrill Lynch	3.43
Bank of America	2.45	Barclays	3.16
Others	15.96	OThers	9.84

자료: Eurekahedge

글로벌 헤지펀드는 다양한 전략 수행을 위해 평균 2개의 프라임브로커를 활용하고 있는 것으로 알려져 있으며, 운용자산이 500만달러 이상인 경우 3개 이상도 사용하는 것으로 나타난다. 이러한 틈새를 노려 성장하고 있는 중소형 프라임브로커들은 대형 프라임브로커에 해당하는 글로벌 투자은행과는 차별화된 시장을 노리고 있다고 할 수 있다.

<그림 III-38>은 글로벌 프라임브로커리지 산업구조를 나타낸 것으로 소형 프라임브로커의 개수가 상당히 많음을 알 수 있다. 또한, 소형 프라임브로커 중에서도 다수가 글로벌 은행들에 속해 있거나 밀접한 연계 관계를 맺고 있다는 것은 자본 규모의 중요성을 간접적으로 확인할 수 있는 부분이다.

<그림 III-38> 프라임브로커리지 산업구조



자료: Wells Fargo(2013)

2) 글로벌 대형 프라임브로커와의 비교

골드만삭스의 경우 2000년대 후반 사업구조를 기존 3개 부문에서 4개 부문으로 재편하면서 기관고객서비스(Institutional Client Services)를 크게 강화하였으며, 이 부문은 전체영업수익 대비 2009년 78%, 2010년 56%의 핵심영업으로 부상하였다. 헤지펀드는 기관영업의 중요한 고객으로서 이들에 대한 서비스는 크게 ① 유동성이 큰 채권시장이나 주식시장에서 대량매매주선, ② 유동성이 작은 시장에서 높은 가격으로 거래 집행, ③ 고객의 요구에 맞는 상품의 구조화로 구분될 수 있다. 골드만삭스의 성공 사례가 보여주듯이 이를 위해서는 대량의 자기자본을 통해 거래상대방으로서의 해당자산을 보유하는데 따른 리스크를 감수할 수 있어야 하며, 다양한 운용전략을 수행하는 헤지펀드의 요구를 적절히 수용할 수 있는 상품의 구조화 능력도 필요하다.

국내 증권사의 경우 종합금융투자사업자라고 하더라도 골드만삭스와 같은 대형투자은행의 전략을 처음부터 벤치마크하기는 어렵다. 그보다는 자본규모도 비슷하고 대형 IB에 대항할 수 있는 독자적인 경쟁력을 갖춘 미니 프라임브로커를 벤치마크하는 것이 바람직할 것이다.

3) 미니 프라임브로커와의 비교

미니 프라임브로커 중에서도 소형 독립 프라임브로커는 소규모 헤지펀드들을 위한 틈새시장을 지원하고 있다. 소규모 헤지펀드는 비교적 작은 자본으로 차별화된 운용 전략 및 서비스를 요구한다. 글로벌 금융위기 이후 우후죽순처럼 생겨났던 미니 프라임브로커들은 여러 차례 서로 간의 합병을 거치면서 경쟁력을 갖춘 몇몇 회사들이 남았으며, 대표적인 사례로는 ConvergeEX와 Cantor Fitzgerald를 들 수 있다.

먼저 ConvergeEX는 2006년 BNY Mellon과 Eze Castle Software의

공동 출자로 출발하였으며, 현재 임직원은 1,200명에 달한다. 2011년 이후 CVC Capital Partners가 최대주주가 되었으며, BNY Mellon은 소주주로 남아 여전히 사업관계를 유지하고 있다. 목적별로 특화된 소프트웨어와 기술적 우위를 토대로 한 서비스를 펀드매니저에게 제공하고 있으며, 헤지펀드 고객 중 다수가 신생 헤지펀드이다. 프라임브로커리지 업무의 경우 금융위기 이후, 특히 2011년에는 15% 이상의 성장을 기록하였는데, 이에 기술적 우위를 바탕으로 한 프라임브로커의 업무역량에 높은 평가를 받은 것으로 보인다. 특히 고객별로 특화된 포트폴리오 관리능력을 제공할 수 있는 점이 큰 평가를 받고 있다. 또한 사업 규모가 확대되면서 헤지펀드 시딩 인력 확보에도 힘써 2012년에는 시딩 규모를 두 배 이상 확대하였다. 또한 2013년에는 통합된 프라임브로커 서비스의 일환으로 헤지펀드를 비롯한 기관투자자 고객들에게 최적화된 세금 관련 소프트웨어를 제시하는 등 기술적으로 앞선 다양화된 서비스를 제공하고 있다. 한편, Cantor Fitzgerald는 전통적인 IB 업무에서의 기술적 우위를 프라임브로커리지에서 활용하고 있는 사례로 볼 수 있다.

국내 종합금융투자사업자가 보다 경쟁력을 갖추기 위해서는 이들과 같이 글로벌 금융위기를 거치면서 대형 프라임브로커와 차별화된 경쟁력을 지닌 프라임브로커로 성장한 사례에 대한 조사가 선행되어야 할 것이다.

4) 국내 프라임브로커의 향후 과제

자본력을 확보하는 것이 단기간에 어렵다면 중장기적으로 특화된 기술, 특히 IT 기반 관련 서비스 제공을 향상시키는 것을 목표로 하여야 할 것이다. 또한 법률자문 등의 경우에 있어 인하우스(in-house) 서비스를 제공하기 보다는 연계된 파트너십을 통해 고객이 만족할 수 있는 수준의 통합서비스를 제공하는 것이 중요하다.

다. 프라임브로커리지 전망

국내에서 프라임브로커리지 업무가 도입된 후 2년여도 채 지나지 않았기 때문에 수익성에 대한 예측이 매우 어렵다. 물론, 한국형 헤지펀드들이 초기의 어려움을 딛고 자리를 잡아감에 따라 프라임브로커리지의 수익성도 점차 나아질 것으로 전망된다. 또한 국내 대형증권사가 제공하는 프라임브로커리지 업무가 다양화된 전략을 갖추어 진화하게 된다면 2020년에는 이들 증권사의 중요한 수익원이 될 수 있을 것으로 기대된다.

프라임브로커리지의 수익성을 추정하기 위해서는 먼저 헤지펀드 산업의 성장세를 추정할 필요가 있다. 프라임브로커리지 업무 수익원은 크게 주식거래수수료, 이자이익, 판매수수료, 공매도수수료, 기타상품수수료 등으로 구분할 수 있다. 여기서, 기타상품수수료는 무시한다.

$$\text{프라임브로커 (예상)수익} = \text{주식거래수수료} + \text{순이자수익} + \text{판매수수료} + \text{공매도수수료}$$

<표 III-64>는 각 부문의 영업이익을 합계하여 국내 프라임브로커리지 산업의 수익성에 대한 추정치를 보여주고 있다.

<표 III-64> 프라임브로커리지 산업의 수익성 추정

(단위: 억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
수익	195	606	746	837	1,004	1,205	1,337	1,605
설정액 대비 마진	1.15	2.52	2.41	2.25	2.25	2.25	2.08	2.08

국내 프라임브로커의 수익성은 진입장벽이 낮은 외국에 비해 상대적으로 높을 것으로 보인다. 글로벌 프라임브로커 수익성을 보면 운용자산 대비 마진이 2011년 사상 최저인 1.7%선까지 떨어졌다. 추정치에 따르면 국내 프라임브로커의 수익성은 2013년 1.15%에 머무르나, 2020년에는 2%대에 안착할 것이다.

1) 헤지펀드 시장 규모 추정

김재철·김종민(2011)에 따르면 펀드시장 성장률 5% 시나리오에서 2012년 말 헤지펀드 시장 규모는 0.6조원(침체)에서 1.2조원(저성장) 내외일 것으로 추정되었다. 실제로 2013년 상반기 현재 헤지펀드 시장 규모가 1조 2천억원 수준임을 감안하면 현재 국내 헤지펀드 시장은 저성장 단계에 있는 것으로 파악된다. 이러한 저성장이 지속된다면 2015년 국내 헤지펀드 시장 규모는 약 3조원, 2020년에는 8조원 수준이 될 것으로 예상된다. 만약 국내 펀드산업이 예전의 활력을 되찾아 헤지펀드 시장이 급성장한다면 2015년 8.5조원, 2020년 20조원까지 증가할 수 있다.³⁹⁾ 현재 국내 헤지펀드 시장의 제반 여건을 고려하여 보수적으로 전망한다면 이러한 저성장 단계만을 고려하는 것이 적합할 것이다.

<표 III-65> 헤지펀드 시장 규모 추정

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
저성장 지속	1.7	2.4	3.1	3.7	4.5	5.4	6.4	7.7
초고속 성장	3.4	6.6	8.5	10.4	12.65	14.9	17.55	20.20

39) 2010년 국내 금융자산은 8,524조원으로 글로벌 헤지펀드가 활성화되기 이전의 자산배분 비중(0.5%)을 적용하면 2020년까지 21조원의 시장 형성이 가능하다.

2) 주식거래수수료

한국형 헤지펀드 대부분이 주식롱숏(Equity Long-Short) 전략을 구사하고 있어 당장은 브로커리지수수료(주식 약정, 대차거래수수료)가 수익의 대부분을 차지할 전망이다.

분석들은 기존의 예측방법과 유사한 방법을 사용하고 있으며, 각 수치에 대해서는 비교적 보수적인 수치를 적용하였다. (예상)주식거래수수료는 다음 식에 따라 산출하였다.

$$\text{주식거래수수료} = \text{회전율} \times \text{레버리지} \times \text{주식자산배분비중} \\ \times \text{평균수수료} \times \text{헤지펀드 시장 규모}$$

먼저, 한국형 헤지펀드 회전율(AUM 대비 주식 거래금액)은 대략 600~700% 수준으로 공모나 사모펀드보다 높은 회전율을 기록하고 있다. 회전율은 줄어들지 않을 것으로 예측되나, 안정적인 추정을 위해 2019년과 2020년에는 다소 줄어드는 방향으로 설정하였다.

레버리지 비율의 경우 글로벌 헤지펀드의 평균은 160%이며, 2004년 이후 글로벌 헤지펀드 평균은 1.43배이다. 이는 금융위기 이후 레버리지 규제 및 위험관리 강화로 레버리지 활용도가 축소된데 기인한다. 특히, 한국형 헤지펀드는 주식을 주투자 대상으로 하는 경우가 많아 레버리지를 활용하는 전략이 부족한 것이 사실이다. 또한 레버리지 전략을 주요 전략으로 삼는 채권 아비트리지 펀드조차도 레버리지 활용이 그리 높지 않을 것으로 나타나고 있다.

주식자산배분 비중은 헤지펀드의 다양한 운용전략 변화 및 전략의 비공개로 인해 추정하기 어렵다. 다만, 주식형 헤지펀드의 경우 주식펀

입 비중이 평균적으로 30~50% 선이라고 알려져 있으며, 높게는 80~90% 까지 육박하고 있다. 평균수수료율은 12bp로 가정한다.

이에 따라 추정된 주식거래수수료를 보면 2020년에는 370억원이 발생할 전망이다. 초기에는 설정액 대비 마진이 0.64~0.82%로 비교적 높게 추정되나 2019년 이후에는 0.48%로 떨어질 것으로 예상된다. 프라임브로커가 5개사에 집중된 점을 감안할 때 거래수수료의 수익기여도는 낮지 않을 것으로 보인다.

<표 III-66> 주식거래수수료 추정

(단위: 억원, %, bp)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
회전율 (A)	700	700	700	600	600	600	500	500
레버리지 (B)	110	140	140	150	150	150	160	160
주식자산 배분비중 (C)	70	70	60	60	60	60	50	50
평균수수료	12	12	12	12	12	12	12	12
주식거래 수수료	110	198	219	241	289	347	309	370
AUM 대비	0.64	0.82	0.70	0.64	0.64	0.64	0.48	0.48

주: $A \times B \times C \times D$ (헤지펀드 시장 규모)

3) 순이자수익

순이자수익의 경우 다음 식에 따라 산출하였다.

$$\text{순이자수익} = \text{레버리지} \times \text{순이자마진} \\ \times \text{순이자수익} \times \text{헤지펀드 시장 규모}$$

헤지펀드 시장이 2014년에 2조원을 넘어설 경우 순이자수익이 연간 400억원을 넘어서는 중요한 수익원이 될 전망이다. 또한 헤지펀드 설정액 대비 비율도 초기 0.4%에서 1.5%대로 크게 상승할 것으로 예상된다.

여기서 가장 중요한 가정은 레버리지 비율이며, 주식거래수수료 추정에 적용한 가정을 동일하게 적용한다. 순이자마진은 자금조달비용을 고려하여 향후 하락할 것으로 가정하였다. 이는 현재 미국의 양적완화 정책과 저금리 상황이 지속되지 않을 것을 상정한 시나리오이다. 물론 고령화와 경제의 저성장으로 인해 금리가 현재보다 급격히 상승할 것으로 보이지 않으나 향후 다소간의 상승은 불가피할 것이다. 또한 대형증권사의 경우 종합금융투자사업자로 지정되기에 앞서 자본을 대폭 증가시켰기 때문에 당분간은 순이자마진이 높을 것으로 예상된다.

프라임브로커가 되는 종합금융투자사업자의 경우 기업대출 업무도 함께 부여받게 된다. 헤지펀드에 레버리지를 제공하기 위해서는 프라임브로커가 증거금을 담보로 대출을 수행해야 한다. 이와 관련하여 신용공여를 포함한 대출업무가 허용되기 때문에 순이자수익은 향후 지속적인 성장이 예상된다.

<표 III-67> 순이자수익 추정

(단위: 억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
레버리지(A)	110	140	140	150	150	150	160	160
순이자마진 (B)	4.0	4.0	4.0	3.0	3.0	3.0	2.5	2.5
순이자수익	68	384	496	558	670	804	964	1,157
AUM 대비	0.40	1.60	1.60	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50

주: $(A-100) \times B \times (\text{헤지펀드 시장 규모})$

3) 기타

기타수익은 파생상품, 채권, 실물, 대체투자 등의 기타자산에 대한 거래수수료와 시장조성 등을 통한 부수적인 수익창출을 제외하여, 판매수수료와 공매도수수료만을 고려하기로 한다.

먼저, 재간접펀드를 통한 판매수수료의 경우 판매수수료율 100bp, 재간접펀드비중 10%를 적용하여 다음 식으로 추정한다.

$$\text{판매수수료} = \text{판매수수료율} \times \text{재간접펀드비중} \times \text{헤지펀드 시장 규모}$$

공매도수수료의 경우 공매도비중 20%, 수수료율 1%를 적용하며 주식자산배분 비중은 이전의 값을 사용하며, 산출식은 다음과 같다.

$$\text{공매도수수료} = \text{공매도비중} \times \text{주식자산배분비중} \times \text{수수료율} \times \text{헤지펀드 시장 규모}$$

<표 III-68>은 이를 종합한 추정치를 나타낸다.

<표 III-68> 기타수익 추정

(단위: 억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
판매수수료	17	24	31	37	45	54	64	77
AUM 대비	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
대차수수료	0.154	0.277	0.262	0.289	0.347	0.417	0.309	0.370
AUM 대비	0.0019	0.0012	0.0008	0.0008	0.0008	0.0008	0.0005	0.0005

4) 소결

위에서는 보수적인 수치에 근거하여 프라임브로커의 예상수익을 추정하였다. 프라임브로커가 헤지펀드에 제공하는 서비스에 “one size fits all” 방식은 없다. 주식 혹은 채권을 활용한 전략과 매크로 전략 간에는 프라임브로커리지 서비스에 커다란 차이가 있을 수밖에 없다. 다양한 전략을 구사하는 헤지펀드들이 단기간에 국내에서 자리를 잡기에는 다소 어려움이 있어 보인다. 하지만 실물경제 상황이 호전되거나 기관투자자들의 위험성향이 현재보다 높아진다면 한국형 헤지펀드들이 레버리지를 활용한 보다 공격적인 전략을 구사할 가능성은 높아 보이며, 이는 프라임브로커의 수익을 크게 증가시키는 요인으로 작용할 수 있다.

6. 기업신용공여

가. 기업신용공여의 확대

투자은행은 기업금융 서비스를 제공하는 과정에서 다양한 위험을 부담하며, 여신은 이러한 다양한 위험부담 방식 중의 하나이다. 투자은행의 여신은 상업은행의 여신과 다른 특징을 가지며 상호보완적 역할을 한다. 상업은행 여신이 소규모, 긴 만기, Term-Loan, Revolving Credit, 운전자금 대출의 성격을 가졌다면 투자은행의 여신은 대규모, 짧은 만기, 브릿지론, 인수금융이라고 요약할 수 있다. 여신업무에 제약이 존재할 경우 투자은행의 기업금융 업무는 원활히 이루어지기 어렵다. 따라서 외국의 경우에도 예금수취가 전제되지 않은 여신업무 영위에는 별다른 제약이 없다. 미국의 경우 투자은행이 일반 상업은행의 고유업무인 예금

수취업무에 대한 권역 침해 없이 기업에 대한 신용공여업무영위가 가능하며, 일본에서도 금융상품거래법에서 대출업무를 투자은행의 업무 중 하나로 규정하는 등 해외 주요국들은 증권사가 기업에 대하여 신용공여 업무를 할 수 있도록 규정하고 있다. 이에 글로벌 투자은행들도 기업여신을 제공하고 있다.

그러나 우리나라의 경우 증권사에 대해서는 M&A 관련 브릿지론, 만기 3개월 이내의 PF(Project Financing) 대출 등만 허용하는 등 규제요건이 다른 국가에 비해 높은 편이었다. 그동안 국내 증권사들은 기업 금융 관련 대출만 가능했다. 신용공여와 관련하여 자본시장법 개정이 있기 전까지는 (1) 청약자금대출, 신용거래용자 및 신용거래대주, 예탁증권담보용자 등 『증권 관련 신용공여』, (2) M&A의 중개주선대리, PEF 운용업무, 인수 업무 등 『기업금융업무 관련 신용공여』 및 (3) 『PF 관련 여신』을 허용하고 있었다. 따라서 상장(IPO), 회사채 발행, M&A 등 각종 IB 업무에서 자문사를 맡는 경우에 한해 기업들에 돈을 빌려줄 수 있었던 것이다.

하지만 자본시장법 개정안에서는 투자중개업 및 기업금융업무와 관련하여 제한적으로 허용하고 있는 '기업여신'을 제한 없이 허용하는 특례를 종합금융투자사업자에게 부여하였다. 자본시장법 개정안에 따르면 (1) 종합금융투자사업자의 신용공여 총한도는 자기자본의 100%로 규정하며, (2) 동일 법인에 대한 신용공여 한도는 종합금융투자사업자의 자기자본의 25% 이하로 제한함으로써 신용집중위험의 한도를 설정하였고, 아울러 (3) 종합금융투자사업자의 계열관계에 있는 다른 회사 또는 그 계열회사가 운용하고 있는 헤지펀드에 대한 전담중개업무를 금지함으로써 계열회사에 대한 신용공여 가능성을 사전적으로 차단하였다.

이로써 KDB대우증권, 우리투자증권, 삼성증권, 한국투자증권, 현대증권 등 5개 증권사는 자기자본의 한도 내에서 제한 없이 기업 대출을 포함한 신용 공여가 가능하게 된 것이다. 현재까지 명시적으로 거론되고

있는 신용공여업무는 (1) M&A, 인수 등 과정에서 단기 인수자금의 제공(브릿지론), (2) 신생기업 발굴 시 자기자본투자(PI) 목적의 융자 및 보증, (3) 다양한 자금 조달원의 결합으로 이루어지는 구조화 금융 등이 있으나 이에 국한된 것은 아니다. 비록 제한은 있었을지언정 M&A, PEF 운용 업무, PF금융 업무 등은 이미 수행할 수 있었던 만큼, 새롭게 허용되는 PI 목적과 구조화금융 관련의 신용공여가 의미가 크다고 볼 수도 있다. 하지만 기존 인수금융 대부분은 은행 기업 여신의 몫이고, 증권사는 일부 사업부분에서 자문수수료를 얻는 데 그칠 수밖에 없었다.⁴⁰⁾ 이러한 상황을 고려할 때, 이번 기업에 대한 신용공여 확대는 새로운 수익원을 확보할 수 있는 좋은 기회가 될 것이다.

나. 기업신용공여 관련 Key gaps

기업신용공여 확대에 따라 5개 증권사는 IB 부서를 중심으로 자금운용 한도를 확대하면서 대출시장 진출을 준비할 것으로 보인다. 이들 증권사들은 각종 딜 자문과 주선 업무를 하면서 이와 관련한 대출을 동시에 제공할 수 있어 은행권과 대등한 조건 하에 경쟁할 수 있는 발판을 마련한 것이다. 한 예로 인수금융 리파이낸싱의 경우 신디케이트론을 은행들이 독식하거나 은행계 증권사가 일부 참여하는 형식이 대부분이었으나, 앞으로는 5대 증권사의 참여가 보다 늘어날 것으로 전망된다.

일각에서는 기업에 대한 신용공여업무 확대에 따른 영향이 단기적으로 제한적일 수 있다는 분석도 나오고 있다. 이는 ① NCR(Net Capital Ratio) 산정에 활용되는 위험자산 산정비율 조정 및 자기자본 대비 신용

40) 국내 기업의 인수금융 시장 규모(지분 매수, 국제간 M&A, 기업분할, 사모, 자산매각, 차입 매수, 벤처캐피탈 등을 포함)는 2010년 기준 52조원으로 집계되어 결코 작은 규모가 아니나, 그동안 증권사들의 역할은 제한적이었다.

공여한도 100% 규제 완화가 동반되지 않았으며, ② 기업대출에 대한 증권사들의 리스크 계량능력이 미흡하고, ③ 자본력 측면에서 은행 및 보험사 대비 크게 부족하며, ④ 이에 따라 도산 위험성이 높은 기업들만이 증권사 기업여신 고객이 될 가능성이 높기 때문이다.

하지만 PF유동화시장의 경우 종합금융투자사업자가 은행을 대체하여 시장영향력을 확대할 가능성은 높아보인다. 업계 간 경쟁으로 수익성이 크게 떨어진 PF유동화시장에 앞으로 증권사가 대출참여 기관으로 우량 개발사업에 참여할 가능성이 커지게 되었기 때문이다. 이들 5대 증권사는 PF때는 대출기관으로, 미분양담보대출 확약 딜 구조 때는 준공 후 담보대출기관 등으로 업무 참여가 가능해진다. PF 유동화증권(Asset-Backed Commercial Paper: ABCP) 발행 때 증권사가 기존 매입약정만 하면 유동성만 공급하는 것이지만 지급보증을 제공하면 ABCP 신용등급이 증권사 등급과 같아지게 된다. 다시 말해, 신용등급 상승에 따른 금리 마진을 증권사가 가져갈 수 있게 되어 추가적인 수익도 확보할 수 있게 된 것이다.⁴¹⁾ 더구나 바젤Ⅲ의 도입 및 금융감독 강화로 은행들은 리스크관리에 주력하고 있다. 직접금융시장에서의 대출금리가 높아 부동산 개발업자들의 은행 선호 요인이 줄어들고 있는데, 5대 증권사들이 이를 대체할 수 있을지가 주목된다.

다. 기업신용공여 확대에 따른 수익 전망

대출 한도가 자기자본 대비 100%이기는 하나 증권사들의 보수적인 리스크 관리로 실제 100%가 모두 기업신용공여로 활용될 가능성은 높지 않다. 기업에 대한 신용공여는 그동안의 회사채 발행과는 달리 증권사

41) 이로 인해 부동산금융시장에서 대형 증권사와 중소형 증권사 간 '빈익빈 부익부' 현상이 심화될 가능성도 있다.

입장에서 직접적인 자기투자로 부담이 존재하고, 회수율이 매우 높은 개인 대상 증권담보대출 및 신용대출에 비해 건당 규모도 크고 위험성도 높기 때문이다.

실제로 미국 주요 투자은행들의 대출부문 수익은 상업은행 업무 영위 여부에 따라 큰 차이를 보이고 있다. 투자은행 업무에 집중된 수익구조를 가진 골드만삭스와 모간스탠리의 대출이자수익 비중은 3~5% 내외로 미미한 수준이다. 한편 상업은행 부문이 큰 비중을 차지하는 JPMorgan과 Citi의 경우 대출이자수익 비중이 30~50% 수준에 달한다. 국내 5대 증권사 중 일부가 은행계 증권사이기는 하나 상업은행과 투자은행의 연계를 살리는 유니버설뱅크의 형태로 보기는 어렵다. 따라서 골드만삭스와 모간스탠리의 경우와 마찬가지로 대출이자수익 비중은 중장기적으로 3~5% 수준이 전망된다. 또한 글로벌 IB의 대출자산 구성을 살펴보면 전체 대출 중 대부분이 단기대출로 이루어져 있어 국내 증권사들의 기업대출 또한 단기대출 형태가 될 가능성이 높아 보인다. 다만, 부동산 개발사업자에 제공하던 '단기 여신(브릿지론)'을 장기 여신으로 확대해 제공하는 방안이 활성화된다면 예상과는 다른 결과가 나타날 수 있다.

이들 5개 증권사는 종합금융투자사업자로 지정되기 위하여 약 1조원의 개별증자를 통해 3조원 이상의 자기자본을 확보하였다. 각사의 추가대출가능 총한도는 약 1조 5,000억원에서 2조 6,000억원일 것으로 판단된다. 하지만 NCR 규제와 증권사의 보수적인 영업행태를 고려하면 오영표(2013)는 실제 대출이 1/3 수준에 불과할 것으로 예상하고 있다. 따라서 이들 5개사의 2020년 예상수익은 각 연 90억원에서 150억원 수준이 될 것으로 예상되나, 실물경제가 호전된다면 M&A나 부동산 PF사업 등을 통해 2배 이상 수익이 증가하는 효과도 기대해볼 수 있다.

<표 III-69> 종합금융투자사업자의 대출한도 및 예상수익

(단위: 억원)

	자기 자본	대출 채권	주식 대출	추가 대출 가능	예상 수익 (최대)	예상 수익 (최소)
대우투자증권	39,857	13,256	9,845	8,867	443	148
우리투자증권	34,581	39,789	12,529	n.a.	n.a.	n.a.
삼성증권	32,814	9,726	6,825	7,696	385	128
현대증권	30,132	14,205	9,633	5,309	265	88
한국투자증권	31,103	13,940	10,809	5,721	400	95
합계	168,487	90,916	49,641	27,593	1,379	460

주 : 2012년 기준. 우리투자증권은 과거 종합금융사 업무의 일환으로 대출을 수행한 결과 자기자본을 초과하여 대출자산을 보유한 상태
 자료: 언론 보도 종합, 오영표(2013)

7. 종합

증권산업 사업부문별 2020년 시장 규모 예측치를 종합하면 2020년 운영업수익 기준 국내 증권사의 총 시장 규모는 15.2조원 규모로 추정된다. 구성을 살펴보면 위탁매매는 6.8조원, 투자은행 부문은 1.5조원, 자산관리 부문은 1.2조원, 장외파생상품 부문은 5.4조원, 프라임브로커리지 부문은 0.2조원, 기업신용공여 부문은 0.1조원이다. 2020년 전체 시장 규모 15.2조원은 2012년 국내 증권사 전체 운영업수익 약 8.8조원 대비 1.7배이며 연평균 성장률 7.0% 수준이다.

각 사업부문별 비중의 변화를 살펴보면 위탁매매는 2012년 52.5%에서 2020년 45.1%로 감소하며, 투자은행은 8.0%에서 10.0%로 소폭 증가하고, 자산관리는 5.2%에서 7.9%로 증가한다. 장외파생상품은 2012년

34.2%에서 35.7%로 증가하고, 종합금융투자사업자의 신규 사업인 프라임브로커리지와 기업신용공여는 2020년 각각 1.1%와 0.3%의 비중을 차지할 것으로 추정된다.

<표 III-70> 증권산업 사업부문별 예상수익

(단위: 조원)

	2012 순영업수익	2020 순영업수익	2012 비중	2020 비중
위탁매매	4.6	6.8	52.5%	45.1%
투자은행	0.7	1.5	8.0%	10.0%
자산관리	0.5	1.2	5.2%	7.9%
장외파생상품	3.0	5.4	34.2%	35.7%
프라임브로커리지	0.0	0.2	0.0%	1.1%
기업신용공여	-	0.1	0.0%	0.3%
합계	8.8	15.2	100.0%	100.0%

본 보고서의 사업별 향후 시장 전망에서 분석되었듯이 향후 2020년까지 위탁매매 부문은 절대적 수익 규모에서는 가장 높은 비중을 차지할 것으로 예상되지만 그 성장세는 투자은행, 자산관리 및 장외파생상품 등 타 사업 부문의 성장세에 미치지 못할 것으로 예상된다. 반면, 투자은행이나 자산관리 부문의 절대적 수익 규모는 크지 않지만 성장세가 가장 높을 것으로 분석된다. 특히, 향후 자산관리 부문의 성장세가 두드러질 것으로 예상된다. 한편, 현재 위탁매매 다음으로 높은 수익 비중을 차지하는 장외파생상품 부문도 2020년까지 견조한 성장세를 나타낼 것으로 기대된다. 따라서, 국내 증권사들은 위탁매매 일변도의 사업구조에서 탈피하여 투자은행, 자산관리, 장외파생상품 등의 사업을 강화하여 변화하는 시장수요에 대응해야 할 것으로 판단된다.

IV. 증권산업 2020년 비전 및 실행계획

1. 비전달성을 위한 증권산업 발전방향 (박용린)
2. 사업부문별 성장전략 및 실행계획 (박용린 외)
3. 증권산업 발전을 위한 규제 개선사항 (박용린 외)

IV. 증권산업 2020년 비전 및 실행계획

1. 비전달성을 위한 증권산업 발전 방향

가. 증권산업 위기의 원인

전 장에서 분석된 바와 같이 최근 우리나라 증권산업의 순영업수익의 감소와 자기자본수익률(ROE)로 대변되는 지속적인 수익성의 하락이 우리나라 증권업 위기의 현실을 그대로 보여주고 있다. 먼저, 이러한 순영업수익의 지속적 하락의 원인은 증권사의 안정적 수입원인 수수료 수입의 하락에서 찾을 수 있는데, 특히 위탁매매수수료 수입 감소의 영향이 가장 크다고 할 수 있다. 위탁매매수수료 수입 감소의 원인은 두 가지이다. 첫째는 거래대금의 감소이며, 둘째는 위탁매매 수수료율의 하락이다.

먼저, 거래대금 감소는 기본적으로 우리나라 주식시장의 수익률 변동성이 최근 수년간 감소한데서 그 원인을 찾을 수 있다. 수익률 변동성은 거래대금과 역의 관계가 있는데 수익률 변동성이 낮아짐에 따라 거래대금도 역시 감소하는 추세에 있는 것을 알 수 있다. 이렇게 변동성이 감소하게 되면 개인투자자의 직접적인 주식시장 참여가 낮아지거나 투자신탁 등 방향성 매매를 전문으로 하는 기관투자자를 통한 개인투자자의 간접적인 주식시장 참여도 낮아지게 된다. 최근 주식시장 변동성 감소에 영향을 미치는 요인은 다음과 같다.

첫째, 2007년 이후 급성장한 ELS시장이 주식시장 변동성에 미친 영향이다. ELS 판매 후 ELS에 내재된 개별주식 옵션 또는 주가지수 옵션을 헤지하는 과정은 개별주식 또는 주가지수의 변동 방향과 반대의 포

지선으로 매매하는 과정으로 지수 영향력이 큰 개별주식이나 주가지수의 변동성을 약화시키는 방향으로 매매가 이루어진다. ELS가 주식시장 변동성 감소에 미치는 영향에 대한 실증적 연구는 아직까지 없으나 주요 증권사 ELS 헤지운용 담당자들에 의하면 ELS 헤지 목적의 매매는 주식시장 변동성 감소에 일정 부분 영향을 미칠 수 있는 것으로 알려지고 있다.

둘째, 인덱스펀드와 ETF같은 패시브 지수추종형 펀드 비중의 증가이다. 시세차익과 리밸런싱을 위해 종목 간 매매가 활발한 액티브 펀드와 달리 패시브 펀드의 증가는 교체매매의 필요성이 많지 않아 거래대금이 증가하기 어려운 구조를 가지고 있다. 또한, 개인투자자의 직접투자 비중 감소나 간접투자로서의 펀드 수탁고의 감소 등 방향성 매매를 주로 하는 투자자의 주식시장 이탈로 유동성 공급이 원활하게 이루어지지 못하기 때문에 거래대금이 감소하고 있다. 이러한 개인투자자의 주식시장 이탈과 더불어 상대적으로 매매회전율이 낮은 기관투자자 비중의 증가 또한 거래대금의 감소에 기여하고 있다.

셋째, 최근 수년간 기업이익의 정체도 주식시장 변동성의 감소를 통하여 거래대금의 감소로 이어지고 있다. 통상 기업이익의 증가를 통한 주가 상승은 투자자 참여의 확대와 거래량의 증가를 통하여 거래대금의 증가를 가져온다. 금융위기 이후 저성장 국면으로의 진입과 경제의 불확실성 증가 또한 거래대금의 위축을 가져온 것으로 평가받는다.

다음으로 위탁매매수수료 수입 감소의 원인으로는 위탁매매 수수료율의 지속적인 하락을 들 수 있다. 온라인 전문증권사의 등장과 국내 증권사들의 한정된 주식시장에서의 과열 출혈경쟁으로 인하여 주식 위탁매매 수수료율은 과거 10여 년간 지속적으로 하락하였다. 이러한 위탁매매 수수료율의 지속적 하락은 1998년 진입규제 완화와 1999년 수수료의 완전자유화로 대변되는 금융빅뱅 이후 온라인 전문증권사의 시장점

유율 확대와 경쟁심화로 위탁매매 수수료율의 지속적 하락이 나타난 일본에서도 관찰된 현상이다. 또한 일본의 경우 거래대금 감소가 버블붕괴로 인한 일반투자자의 주식보유 기피에 따라 이루어진 측면이 있는 등 우리나라의 경우와 거래대금 감소의 원인이 다르나 위탁매매 부문의 축소가 진행되었던 추세는 매우 유사하다고 할 수 있다.

반면, 위탁매매 부문의 부진을 상쇄할 여타 사업 부문의 성장세는 찾아볼 수 없다. 자산관리는 금융위기 이후 감소한 펀드수탁고가 아직까지 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하고 있고 위축된 시장 환경 하에서의 경쟁으로 인하여 펀드 판매수수료율도 지속적으로 하락하고 있으며, 아직까지 리테일 부문의 자산관리서비스에 대한 인식부족으로 시장 성장이 더딘 상황이다. IPO와 M&A 등 투자은행 부문도 공모 규모의 부진 및 낮은 수수료율로 수수료 수입이 감소했으며, M&A 경우는 금융위기 이후 시장이 소폭 상승한 측면은 있지만 낮은 자문수수료율로 아직까지 증권사의 주요 수익원이 되지 못하고 있다. 신규 사업인 프라이브로커리지나 기업신용공여도 일정 부분 증권사 수익원의 다양화에 기여할 것이나 아직까지 초창기인 헤지펀드 산업이나 M&A시장 규모 등을 감안할 때 증권사의 주요 수입원으로 자리잡기에는 시간이 소요될 것으로 전망된다. 다만, 최근 수년간 ELS/DLS를 중심으로 하는 장외파생상품만은 시장이 급성장하였고 금리의 하향 추세로 운용 과정에서 보유하게 되는 채권의 운용 수익이 급증하여 증권사 순이익에 기여하였다. 하지만, 향후 미국의 출구 전략의 시행으로 인한 금리의 중단기적 상승 가능성이거나 이미 금리가 충분히 하락한 점을 고려하면, 향후 채권운용으로 부터 과거와 같은 대폭적인 수익을 실현하기는 어려울 것으로 전망된다.

위탁매매수수료 수입의 경향적 감소의 원인인 거래대금의 감소와 위탁매매 수수료율의 하락은 모두 단기적으로 해결할 수 없는 구조적 변화이다. 또한 우리나라 증권산업 위기의 직접적인 원인이 위탁매매수수료 수입의 감소임을 고려한다면 우리나라 증권업이 현재 겪고 있는 위

기는 단기적으로 해결이 어려운 구조적 위기라고 할 수 있다. 따라서 이와 같은 위기를 극복하기 위해서는 무엇보다 증권업 전체가 추가적인 수익을 창출할 수 있도록 위탁매매를 제외한 타 사업 부문의 역량을 강화하고 새로운 상품 및 서비스를 개발하며, 해외 자본시장으로의 진출이나 해외 자본시장에서의 수익기회를 적극적으로 활용하는 전략적 방향 전환이 절실한 시점이다.

나. 미국과 일본의 증권산업 구조변화

우리나라 증권산업이 현재 겪고 있는 위기를 좀 더 잘 이해하기 위해서는 증권업의 선진국이라 할 수 있는 미국과 일본의 증권업 패러다임의 시기별 변화를 살펴보는 것이 필요하다.

먼저, 위탁매매수수료의 자율화가 나타난 시기를 살펴보면 미국의 경우는 1975년 위탁매매수수료의 자율화로 위탁매매시장의 근본적인 변화가 일어나기 시작하여 증권사 수익성이 크게 악화되기 시작하였다. 미국은 1972년 이전까지 180년간 고정 위탁매매수수료 제도를 고수하였었다. 때마침 불어닥친 증시 침체와 위탁매매수수료의 대폭 인하로 증권사 수익이 급격히 감소하였으며 증권사들은 수입 다원화의 노력으로 자산 관리 및 혁신 상품개발에 주력하였다. 또한 1980년대는 적대적 M&A 및 차입매수(Leveraged Buyouts: LBO)시장의 활황기로서 증권인수와 M&A 자문서비스 시장에 주력하는 등 투자은행이 본격적으로 성장한 시기이기도 하다. 또한, 1980년대는 1970년대 말 개발된 옵션가격결정모형 등을 활용한 장내 파생상품 사업이 급속도로 성장한 시기이기도 하였다.

<표 IV-1> 미국 증권산업의 패러다임 변화

국가	시기	Key Event	내용
미국	19세기 중반	IB 시초	- 미국 산업화 과정에서 출현 (자금 조달을 위한 인수 주선 M&A) - 이후 점차 업무를 확장하여 상업은행 업무까지 겸임
	1933년	Glass-Steagall Act	- 투자은행과 상업은행의 업무 영역 분리 - 투자은행은 유가증권 인수와 매매업무로 영역 제한
	1950~1960년대	수익률 혁명	- 주식시장 활황, 주식 관련 수익률이 채권수익률을 상회하기 시작 - 보험사, 연기금, 뮤추얼펀드 등 기관투자자 등장 (기관투자자 시가총액 비중 25% 이상, 거래량 비중 70% 이상) - 소매 중심의 증권영업 성장 (메릴린치: 증권의 대중화 추진)
	1975년	수수료 자유화	- 1972년 이전까지는 180년간 고정수수료 제도 고수 - 중시 철폐 및 수수료 대폭 인하로 증권사 수익 감소 - 수입 다원화의 노력으로 혁신적인 상품개발 및 증권인수 업무에 집중 - 본격적인 투자은행업 시작
	1987년	Black Monday	- 업계의 구조재편을 유도하여, 증권사 간 합병을 통한 대형화 기반 마련 - Brokerage 전문회사들 중 대형 증권사는 투자은행업으로 업무영역을 확대 - 기존의 투자은행들도 종합금융서비스에 대한 수요에 맞춰 업무영역을 확대
	1990년대	증권사 대형화	- 주식시장 호황, 투자신탁으로 개인자금 대량유입, 인터넷 주식거래 확산 - 투자은행업 급성장 - 401(K) plan, 연금, 뮤추얼펀드 등 자산관리시장 급성장
	1999년	금융서비스 현대화법	- Glass-Steagall Act의 2개 조항 폐지로 금융영역 간 구분 완화 - 투자은행과 상업은행, 보험사 간 합병 확대 - 대규모 자금조달 능력으로 업무영역이 더욱 확대 - 투자은행업 변혁기
	2000년대 후반	글로벌 금융위기 금융개혁법	- 글로벌 금융위기 이후 투자은행 시스템의 문제점 부각 - 금융회사에 대한 규제와 건전성 강화 - 은행의 위험투자 및 대형화 제한 - 헤지펀드, 사모펀드 감독 강화

자료: 유진투자증권(2012)

일본의 경우는 1998년 증권업 면허제에서 등록제로의 전환을 통한 증권사 진입규제 완화와 1999년 수수료 완전자율화로 대변되는 일본 금융빅뱅으로 인하여 1990년 버블 붕괴로 시작된 일본경제의 장기 불황과 증시 침체가 2000년대 들어 본격적으로 증권산업의 수익성에 영향을 미치게 된다. 2000년대 들어 일본의 저금리, 저성장, 인구고령화 추세와 경기침체가 맞물려 일본 증권사들은 온라인 전문증권사, 기업금융 전문증권사 등 니치마켓 증권사들이 다수 등장하였고, 경쟁력과 생존전략이 없는 증권사는 흡수합병되는 등 변화대처 능력이 없는 증권사는 도태되었다. 1990년 272개사에 이르던 일본 증권사 중 147개사가 1990년대 말 도산하였으나 증권사들의 신규 진입으로 2000년 증권사 수는 297개사로 증가하였다. 신규진입한 증권사들은 주로 온라인 증권사나 기관영업, 선물거래 및 고액자산가 대상 영업을 위주로 하는 증권사들이었다. 사업적인 측면에서는 2000년부터 급성장한 온라인 증권사에 위탁매매 시장점유율을 빼앗기기 시작한 대형 증권사들이 자산관리형 사업모델로 전환하였으며, 저금리 하에서 추가 수익을 제공할 수 있는 해외 신흥시장 채권이나 구조화 채권 등 새로운 상품과 투자기회를 투자자들에게 제공하였다. 또한, 인구고령화로 인하여 변화된 투자자 니즈에 대응하여 월분배형 투자신탁 상품을 개발하기도 하였고 영업점과 지점 수를 줄이는 등 비용절감 노력을 지속하였다.

<표 IV-2> 일본 증권산업의 패러다임 변화

국가	시기	Key Event	내용
일본	1948년	증권거래법	- 은행 증권의 분리 (미국의 Glass-Steagall Act에 해당) - 은행의 증권업 경쟁 제한: 증권사 급성장 도모
	1968년	금융기관 합병 및 전환에 관한 법률	- 대형화 유도 - 야마이치, 노무라, 닛코, 다이와 등 대형 증권사 출현
	1971년	예금자 보호제도	- 정부 주도 하의 은행 중심 금융시스템 - 일본 증권사의 해외진출
	1980년대	은행/증권 겸업화 해외진출 실패	- 일본 경제 호황, 기업 및 가계대출 급증 - 은행-증권 업무 중복 확대
	1990년대	금융빅뱅 전문화/특화	- 일본 금융빅뱅, 금융지주회사 도입 - 1998년 신설 증권사 허용 (증권업 면허제에서 등록제로 전환) - 1999년 수수료 완전자율화 - 일본경제의 장기 불황 - 은행 중심의 금융권 구조개편 - 증권사의 전문화, 특화 전략
2000년대	장기 침체	- 저금리, 저성장, 인구고령화 - 증권산업 수익성 악화 - 니치마켓 공략 - 생존을 위한 자발적 M&A, 비용 절감	

자료: 유진투자증권(2012)

미국과 일본 증권산업의 변천 과정을 살펴보면 양 국가의 개별 증권사들이 다양한 사업모델을 가지고 있었음에도 불구하고 일반적으로 위탁매매를 기반으로 하는 산업구조를 바탕으로 하고 있었음을 알 수 있다. 경기침체, 경쟁심화로 인한 위탁매매 수수료율의 하락 및 규제완화와 같은 증권산업 환경의 변화로 위탁매매에 치중한 사업구조를 가진 해외 증권업계는 전반적인 수익성의 악화를 경험하게 되었고 이를 극복하기 위한 증권사들의 수익 다각화 노력이 이후 10여 년에 걸쳐 이루어졌다. 미국의 경우는 자산관리와 투자은행 부문의 강화가 이루어졌으며 신상품의 도입 노력도 지속되었다. 투자은행 부문이 상대적으로 강하지 않은 일본의 경우에는 자산관리와 축적된 금융자산을 활용한 고수익 해외투자로 증권사들의 수익 다각화 노력이 이루어졌다.

이러한 미국과 일본의 사례는 위탁매매 부문의 침체로 위기를 맞고 있는 우리에게도 많은 시사점을 준다고 할 수 있다. 먼저, 미국과 일본 모두 위탁매매 부문의 대안으로 수익성은 높지 않지만 안정적인 자산관리 부문을 주요 수익 다각화 사업으로 추진하였다. 특히 일본의 경우 대형 증권사들을 중심으로 투자신탁이나 자산종합관리계좌 같은 업무를 통하여 자산관리수수료 수입을 증가시켰다. 투자신탁 위주로 자산관리 사업이 이루어진 것은 일본 개인 고객들의 특성상 자산을 여러 금융기관에 분산시켜 놓으려는 성향이 있기 때문이다. 노무라증권 같은 경우는 차별화된 운용수익을 통해 타사 대비 높은 수익률 제공이 가능하였으며 이를 통해 안정적이고 꾸준한 수익률을 제공해 준다는 이미지를 형성하게 되었다. 이후 노무라증권은 고객 니즈에 부합하는 상품 라인업을 적시에 출시함으로써 자산관리 사업을 성장시킬 수 있었다. 한편, 위탁매매 중심에서 자산관리 모델로 성공적으로 전환할 수 있었던 증권사는 튼튼한 고객기반과 자산운용사를 계열사로 둔 증권사였다. 이와 같은 현상은 우리나라 증권업도 향후 자산관리 사업을 강화할 필요가 있음을 말해준다. 특히, 인구고령화가 빠르게 진행되는 우리나라의 경우 종합

자산관리서비스에 대한 수요가 증가할 것으로 예상되며, 일본의 사례에서 보듯이 월분배형 투자신탁 수요 등이 증가할 것으로 전망된다.

한편, 투자은행 서비스 같은 경우는 미국과 일본의 사례가 다르게 전개되었다. 일본의 경우 일본 내의 외국계 투자은행 대비 상대적으로 투자은행 부문에서 열세에 있었던 준대형 및 중견 증권사를 중심으로 수익원 다각화 차원에서 투자은행 업무에 대한 관심이 고조되었으나 상대적으로 사업 위험이 큰 투자은행 모델 중심의 사업 다각화가 이루어지는 않았다. 반면, 미국은 투자은행의 역사도 오래되고 위탁매매수수료 자유화 이후 1980년대는 기업구조조정과 관련된 정크본드 등의 증권인수와 적대적 M&A 또는 차입매수(LBO)와 같은 자본시장 내의 활동이 매우 활발하던 시기였기 때문에 증권사들은 이러한 폭증하는 투자은행 서비스 수요에 맞추어 투자은행 부문을 강화시켜 나갔던 것이다. 미국과 일본에서의 이러한 거시경제 및 기업환경에 비추어 볼 때, 투자은행에 대한 수요 측면에서 우리나라는 향후 미국보다는 일본과 유사한 투자은행 서비스 수요 환경이 조성될 것으로 예상되어 투자은행 부문의 꾸준한 성장과 안정적인 수익 창출이 전망되지만 자산관리를 포함한 타 사업 부문 수익을 보조하고 수익의 변동성을 낮추어 주는 역할을 할 것으로 전망된다.

미국과 일본 모두 위탁매매 침체로 인한 증권업의 위기가 발생한 후 비용 절감을 통한 증권업계의 자구노력과 폐업이나 M&A를 통한 시장구조의 개편이 급속히 이루어졌음은 우리에게도 시사하는 바가 크다. 현재 우리나라 증권업의 경우 아직까지 위탁매매수수료의 감소로 유발된 증권업계 전반의 위기와 관련하여 개별 증권사별의 소규모 자발적 구조조정을 제외하고는 폐업이나 M&A와 같은 방식의 시장구조의 개편이 일어나지 않고 있으나 거래대금 감소가 지속될 경우 미국과 일본과 같은 증권산업의 구조조정이 전개될 것으로 예상된다.

다. 증권산업 발전방향

인구고령화, 저성장 및 저금리 시대에 자본시장 발전을 견인할 증권 산업은 혁신 금융상품의 개발 및 공급을 확대해야 하며, 해외금융을 강화하고 중소·벤처기업을 포함한 기업의 직접금융을 강화해야 한다.

1) 혁신 금융상품 개발 및 공급확대

앞에서 분석한 바와 같이 인구고령화, 저성장 및 저금리 환경으로 투자자 니즈가 빠르게 변화하고 있다. 경제성장 둔화로 전통적 안전자산의 수익률 하락뿐만 아니라 기업 성장률 둔화로 주식, 채권 등 투자자산의 수익률도 감소하고 있다. 따라서 전통적 국내 자산을 보완할 새롭고 다양한 위험-수익 프로파일(risk-return profile)을 가진 혁신 금융상품에 대한 수요의 증가가 예상되며, 특히 중위험·중수익 금융투자상품에 대한 수요가 증가할 것으로 예상된다.

금융투자상품에 대한 수요 변화는 인구고령화, 저성장 및 저금리를 먼저 경험한 일본의 사례에서도 찾아볼 수 있다. 일본의 경우 초기 상대적으로 안정적이고 유동성이 높은 상품에서 점진적으로 고위험·고수익 상품으로 전환되었는데 미국 국채에서 시작하여 미국 하이일드 채권, 이머징시장 국채, 이머징시장 고수익 채권으로 옮겨갔으며, 이후 구조화 상품에까지 이르게 되었다. 예를 들어, 구조화채권 상품의 하나인 더블 데커 펀드(Double Decker Fund)는 해외 채권(미국 고수익 채권)과 통화(브라질 헤알)를 결합한 펀드 상품으로 투자자들에게 많은 인기를 끈 바 있다.

<표 IV-3> 일본 금융투자상품의 주요 변화 및 내용

시기	변화 동향	상품 및 내용
'00	국내자산(주식, 채권 등)	Big Project N, 노무라 채권펀드
'01~'03	글로벌 소버린 채권을 기초로 한 월지급식 펀드	글로벌 소버린 채권형 오픈
'04~'06	부동산투자신탁(REITs), 뮤추얼펀드, ETF, Balanced형 펀드, FOF, 해외주 식형 펀드 등 다양한 테마펀드	Goldman Sachs US REITs Balanced, Diversification, 농산물 등
'07~'09	이머징하이일드 채권 등 Double Decker 펀드(기초자산: 미국 고금리 채권, 외환* overlay) * 브라질 헤알, 호주달러 헤지 유행	달러 자산, 호주·뉴질랜드 채권 노무라 미국 하이일드채권 펀드
'10~'11	다양한 자산군으로 구성된 Double Decker 펀드(CB, 인프라 관련 주식 을 환 헤지 기초 자산으로 활용) Double Decker 펀드 + 해외주식 콜옵션 매도	CB(Convertible Bond), 인프라, REITs, 일본주식 노무라 글로벌 고배당주 프리미엄
'12	변동성 감소를 위한 환(엔) 헤지된 글로벌 채권 유행	노무라신흥국채권펀드A코스 다이와 일본국채펀드 등

자료: 금융투자협회(2013)

이러한 관점에서 국내 증권업은 인구고령화 및 저금리로 인한 신규 투자자 수요에 대응하기 위하여 기존 구조화상품의 범위를 확대하고 중위험·중수익 등 혁신 금융투자상품의 도입과 이를 뒷받침하는 파생상품의 도입을 준비하여야 한다. 이러한 예로는 최근 논의되고 있는 상장지수채권(Exchange-Traded Note: ETN) 등 상장지수연계 구조화 상품 개발과 섹터지수선물 상장, 변동성지수(VKOSPI) 선물 도입 등을 들 수 있다. 중위험·중수익 금융투자상품의 예로서 상장지수채권은 기초자산에 따라서 중위험·중수익을 제공할 수 있으며, 중위험·중수익 금융투자상품의 공급을 뒷받침하는 파생상품으로서의 섹터지수선물은 특정 산업 투자의 위험관리를 할 수 있도록 하며 변동성지수(VKOSPI) 선물과

6개월에서 3년 만기를 가진 원월물 옵션은 변동성이 내재된 다양한 금융투자상품을 증권사가 판매한 후 이를 헤지할 수 있도록 한다. 이러한 파생상품은 직접적으로 투자자들에게 중위험·중수익을 제공하는 상품은 아니지만 혁신 금융투자상품의 공급자인 증권사들의 상품 공급 역량을 강화시켜주는 역할을 한다.

혁신 금융투자상품의 공급 확대와 관련해서 국내 증권사들은 해외 금융투자상품의 국내 공급을 적극적으로 고려할 필요가 있다. 특히, 고성장 이머징 자본시장에서의 투자기회를 활용한 구조화 상품개발이 필요한데, 전술한 일본의 더블데커 펀드가 대표적인 예라고 할 수 있다. 이러한 해외 금융투자상품의 공급 확대를 위해서는 관련 규제가 완화되어야 한다. 해외채권에 대한 신고서제출 간소화 등 해외 금융투자상품의 국내 판매와 관련된 절차의 간소화 및 비용 절감을 통하여 투자자 편의와 수익률을 제고할 필요가 있다. 그리고 종목 및 지역 쏠림현상, 고위험상품 판매 및 보유에 따른 위험증가 방지를 위해 해외 금융투자상품 취급 정도에 따른 차등화된 리스크관리 기준, 정보제공, 거래보고 등의 규정 마련이 필요하다.

2) 증권사의 해외금융 강화 방안

지금까지 국내 증권사들은 해외 시장 진출에 적극적이지 못하였는데, 이는 자본력과 국제 경쟁력이 부족한 국내 증권사들이 위험을 감수한 투자를 과감하게 결행하기 어려웠기 때문이다. 자본력, 글로벌 네트워크, 평판 등이 글로벌 투자은행에 비해 턱없이 부족한 국내 증권사들이 해외 시장에서 과감한 투자를 한다고 하더라도 실적을 내기는 현실적으로 불가능한 것이 사실이다. 그러나 글로벌 금융이 점점 확대되고 있으며 포화상태의 국내 금융시장에서의 서비스 창출이 어려워지는 상황에서, 국내 증권사들은 해외금융을 통한 성장 동력을 확보할 필요가 커지고 있다.

향후 글로벌 네트워크를 기반으로 한 금융서비스의 수요가 확대될 가능성이 크다는 점에서 이에 대한 경쟁력을 구축할 수 있도록 증권사들의 해외금융 역량 강화를 위한 실효성 있는 단계별 추진전략이 필요한데, 한국 경제의 특수성과 국내 증권사의 강점을 십분 활용한 전략이 필요하다.

첫째, 그간 해외투자 관련하여 활발한 활동을 벌여 온 연기금 및 기업과의 파트너십 구축이다. 예를 들어, 해외투자를 위해 국민연금과 국내 기업이 함께 추진하는 코퍼레이트 파트너십(Corporate Partnership)과 같은 프로그램에 국내 증권사가 적극적으로 참여하여 증권사의 해외금융 역량을 확대할 수 있도록 하는 것이 필요하다. 다만, 이러한 부문에서는 증권업 단독의 역량만으로는 곤란하며 정책적 지원을 바탕으로 한 기관 간 협조가 반드시 필요하다. M&A 자문에서 국내 증권사의 시장점유율이 증대되고 있는 현 시점에서 코퍼레이트 파트너십에 국내 증권사가 적극적으로 참여할 기회를 가지게 되면 M&A 자문 역량을 배양할 수 있는 좋은 기회를 확보할 수 있을 것으로 보인다. 또한 증권사들은 국경 간 M&A에 대한 자문 경험을 통하여 국내 기업들의 해외투자 시 금융자문 파트너로서 사업 영역을 확대할 수 있을 것으로 기대된다.

둘째, 증권사의 투자개발형 해외 프로젝트 참여이다. 국내 기업들이 글로벌 건설 및 플랜트시장에서 경쟁력을 제고하고 고부가가치 산업으로 전환할 수 있기 위해서는 금융조달 능력이 관건이 되는데, 여기에도 증권사들이 투자개발형 프로젝트에 참여하여 해외 시장에서의 투자 역량을 강화하도록 정책적 연계와 지원이 필요하다. 현재 우리나라는 부가가치가 낮은 단순 도급사업 중심으로 진출하여 글로벌 추세인 시공사 금융주선 사업 및 투자개발 사업에 대한 대응이 미흡하다. 이러한 시공사 금융주선 및 투자개발 사업에 진출하기 위하여 국내 증권사의 금융주선 능력 확대가 필요하다.

셋째, 리테일 기반의 증권사 해외진출이다. 최근 일부 국내 증권사는 온라인 위탁매매 부문의 우월한 기술을 활용한 해외진출로 소기의 성과를 내고 있는데, 향후 신흥국에서는 국내 증권사들이 이러한 틈새전략을 확대할 필요가 있다. 국내 증권사들의 IT 기술이나 시스템은 아시아 신흥국에 비해 앞서 있고 여타 해외 우수 증권사들과 비교해도 충분한 경쟁력과 노하우를 가지고 있는 것으로 평가받고 있어 국내 증권사들이 IT 경쟁력을 기반으로 신흥국 시장 중심의 해외진출을 추진할 경우 성공 가능성이 높다.

3) 직접금융을 통한 기업 자금조달 활성화

국내 기업의 자본시장을 통한 자금조달의 꾸준한 증가에도 불구하고 우리나라는 자금수요자인 기업과 자금공급자인 투자자를 연결하는 자본시장과 증권산업 본연의 역할 수행이 미흡하였다. 우리나라 기업의 자금조달 중 간접금융이 차지하는 비율은 대기업 73.9%, 중소기업 99.9%으로서 대기업, 중소기업 모두 간접금융이 대부분을 차지하고 있다.

우리나라 주식시장은 해외 주요 주식시장과 비교하여 자금조달 기능이 약하다. 과거 3년간 시가총액 대비 IPO 및 유상증자 연평균 합산금액 비중은 미국 NYSE(New York Stock Exchange) 1.05%, 영국 LSE(London Stock Exchange) 2.99%, 일본 TSE(Tokyo Stock Exchange)는 1.16%인 반면 국내 KSE(Korea Stock Exchange)는 0.50%에 불과하다. 특히, 자금수요가 많은 중소·중견기업이 자본시장을 통한 자본조달에 어려움을 겪고 있다.

증권사는 자본시장을 통한 기업 자금조달을 활성화하기 위하여 주식·채권발행시장 및 PEF 시장에서 투자은행으로서의 역할 강화가 필요하다. 먼저 경제성장과 고용창출 효과가 높음에도 불구하고 최근 감소하고

있는 중소·벤처기업 공모 규모의 활성화를 유도할 필요가 있다. 중소·벤처기업 IPO시장이 위축된 원인으로는 높은 상장비용, 기관투자자들의 수요부족에 따른 유동성 부족과 상장 시 저평가(underpricing), 수익성 감소에 따른 상장요건 충족의 어려움 등을 들 수 있는데 이를 해소할 수 있는 정책과 지원 방안이 필요하다. 증권업은 상장 적합한 우량 중소·벤처기업을 적극적으로 발굴하여 IPO로 유도할 필요가 있으며, 이를 위해서는 기업분석 및 가치평가 능력을 제고할 필요가 있다.

최근 꾸준한 성장을 보이고 있는 국내 회사채시장은 우량등급 위주의 발행 및 유통이 이루어져 증권산업은 발행 수요 대비 발행물량이 적은 중견·중소기업 회사채 발행을 적극적으로 주선할 필요가 있다. 또한 현행 외형 경쟁 위주의 회사채 인수관행을 개선할 필요가 있으며 관계 당국 차원에서 증권사에 대한 회사채 인수 평가 제도를 도입해 우수 증권사에 인센티브를 제공할 필요가 있다. 고수익 회사채와 담보부사채를 활성화하기 위해 부도율·회수율을 통합관리하고 CDS 지수 등을 정책적으로 개발하며 담보부사채신탁법에서 인정되는 부동산 담보뿐만 아니라, 동산, 채권, 지식재산권 등으로 담보를 확대할 필요가 있다.

마지막으로 최근 시장 규모의 확대를 통하여 비상장기업의 대체 직접금융 수단으로 등장한 PEF와 관련하여 증권산업은 직접 PEF를 결성하여 자기자본 투자를 수행하거나 PEF에 대한 자문서비스 시장을 통하여 장외 사모투자시장을 확대할 필요가 있다. 참고로 미국의 경우 비상장 중견기업의 주식 지분 중 PE가 차지하는 비중이 1980년 10%에서 2010년 48%로 증가하였으며, 이는 향후 우리나라 비상장 기업의 자금조달에서 PEF가 차지하는 역할이 증대될 것으로 예상될 것임을 시사한다. 증권사는 PEF의 업무집행사원(GP)으로서 PEF를 결성하여 자본을 공급하거나 PEF의 업무집행사원에 대한 투자 및 회수 관련 M&A 자문서비스 시장과 IPO 주관업무를 통하여 간접적으로 PEF의 자본공급을 지원할 수 있다.

라. 시장구도

향후 우리나라 증권산업이 인구고령화·저성장·저금리 추세에서 경제와 자본시장의 성장을 견인하고 고객 중심의 혁신적인 금융투자상품 및 서비스를 제공하기 위해서는 출혈경쟁 방식으로 저부가가치 상품 및 서비스를 제공하는 것에서 탈피해야 한다. 투자자와 기업 등 자본시장 고객의 변화하는 수요에 부응하기 위해서는 증권사마다 차별화된 고부가가치 상품 및 서비스를 제공할 수 있어야 하기 때문이다. 이를 위해서는 자본력이 뒷받침되는 증권사의 경우는 자본력 증대를 통한 위험인수 역량의 강화, 성장 부문으로의 집중, 다양한 사업 부문 간 연계를 통한 복합 상품 및 서비스의 공급이 필요하며, 상대적으로 자본력이 열세인 증권사의 경우는 선택과 집중, 즉 특화·전문화를 통하여 제공하는 상품 및 서비스의 고부가가치화를 지향하거나 일정 시장점유율 확보로 경쟁력 있는 가격으로 상품 및 서비스를 제공해야 한다.

1) 국내 증권산업 시장구도

국내 증권산업의 경쟁 구도를 고려하면 자발적인 증권산업 구조개편은 용이하지 않다. 국내 증권산업은 위탁영업 중심의 사업구조와 수수료 경쟁심화 및 거래대금 감소로 위탁영업의 수익성이 하락한 상황이며, 향후 주식시장의 대폭적인 개선을 전제로 하지 않을 때 수익성 악화는 (1) 구조개편으로 인한 경쟁 완화와 이를 통한 고부가가치화 및 수수료 인하 압력 해소, 그리고 (2) 신규 사업 확대 및 기존 사업 고도화를 통해 해결할 수 있다. 이 중 신규 사업 확대와 기존 사업 고도화는 전술한 바와 같다.

결론적으로 한국 증권산업의 자발적 구조구정 가능성은 낮은 편이다.

첫째, 우리나라의 경우 중상위 증권사의 대부분이 주요 대기업 그룹 및 은행지주회사로 대주주의 지배구조 장악 및 경영권 의지가 강하다. 우리나라 증권산업 상위 22개 증권사의 그룹 계열 현황을 살펴보면, 전체 22개 증권사 중 17개사가 대기업 또는 은행지주회사 계열이다. 금융지주회사 또는 금융전문그룹 소속이 3개사이며 나머지 2개사만 개인 주주이거나 중견기업 계열이다. 대기업 그룹은 소속 기업의 다양한 자본시장 관련 거래의 편의성, 소속 계열사 및 임직원의 내부 수요(captive demand) 보유, 그리고 그룹 경영 자금원의 확보 차원에서 증권사에 대한 보유 의지가 상대적으로 강하다. 즉, 소속 증권사 자체의 순수 영업 가치는 높지 않다 하더라도 소속 그룹과의 시너지가 존재한다. 은행지주회사 또는 금융지주회사 입장에서도 금융산업 전반의 사업 포트폴리오 구축을 위해 증권사는 필수 요소이기 때문에 소유의지가 강하다고 할 수 있다. 이런 관점에서 보면 소속 그룹과 계열 증권사의 입장과 증권산업 발전이라는 공공적 입장과의 이해상충의 여지가 있다. 개별 증권사와 증권산업 전체의 이해상충과 관련해서는 후술하는 증권사 계열별 성과와 특징을 통하여 구체적으로 살펴볼 수 있다.

<표 IV-4> 우리나라 41개 증권사의 그룹계열 현황(2012.9)

증권사	자기자본 (십억원)	소속 계열	증권사	자기자본 (십억원)	소속 계열
대우증권	3,989	KDB	KTB투자증권	475	
우리투자증권	3,451	우리금융그룹	유화증권	464	
삼성증권	3,293	삼성	SK증권	446	SK
한국투자증권	3,080	한국투자금융	부국증권	382	
현대증권	3,051	현대	IBK투자증권	374	
신한금융 투자증권	2,177	신한금융그룹	아이엠투자증권	368	
미래에셋증권	2,081	미래에셋	이트레이드증권	322	
대신증권	1,706		한양증권	264	
하나대투증권	1,567	하나금융그룹	LIG투자증권	187	LIG
동양증권	1,308	동양	리딩투자증권	119	
한화투자증권	901	한화	BS투자증권	113	
신영증권	876		SG증권	77	
키움증권	824		홍국증권	42	태광
메리츠증권	688	메리츠	토리스투자증권	31	
HMC투자증권	675	현대자동차	한맥투자증권	20	
동부증권	593	동부	바로투자증권	13	
교보증권	587	교보생명보험	케이아이디비 채권중개	11	
NH농협증권	583	농협	애플투자증권	10	
하이투자증권	565	현대중공업	BNG증권	5	
KB투자증권	546	KB금융지주	코리아RB증권	5	
유진투자증권	489	유진			

주: 외국계 증권사 20개 제외

둘째, 우리나라 증권사들은 자본금 규모에 상관없이 기본적으로 위탁 매매 중심의 유사한 사업구조를 가지고 있다. 동일한 사업구조 하에서 증권사 간 합병의 시너지는 기본적으로 규모의 경제와 비용절감이다. 그러나 증권업은 동일 사업 부문 통합으로 인한 규모의 경제가 비교적 낮다. 예를 들어, 투자은행 같이 원가의 대부분이 변동비인 사업 부문은 규모의 경제가 없으며 고객도 중복되는 경우 시너지를 누리기 어렵다. 또한 투자은행 중 M&A 자문서비스 시장 같은 경우는 대기업 그룹 계열 증권사가 많은 우리나라의 여건상 계열 고객사 비밀유지 관점에서 증권사 간 M&A가 이루어지기 어려운 측면이 있다. 실제로, 해외에서 증권사의 M&A가 이루어지는 경우는 대부분 다양한 사업 부문을 구비하고 강화하려는 전략 하에 특화 증권사를 인수하는 경우이거나 금융그룹이 다양한 사업 포트폴리오를 구성하고자 할 때 등이라 할 수 있다.

셋째, 우리나라는 은행이나 보험 등 타 금융권 또는 산업자본의 증권사 라이선스에 대한 잠재 수요가 상존하고 있다. 증권업 전반의 수익성이 낮아지는 추세에도 불구하고 타 금융권이나 산업자본의 경우 기존의 은행지주회사 또는 금융지주회사와 대기업 그룹이 증권사를 보유하는 동일한 이유로 구조조정 관련 증권사 매물이 나올 경우 증권산업 내부에서 시장통합(consolidation)이 일어나기 보다는 증권산업 외부의 신규 진입자에 의해 인수될 가능성이 매우 높다. 이러한 시장구도의 전개 또한 개별 금융회사나 산업자본 단위의 입장과 증권산업 발전이라는 공공적 입장과의 이해상충의 문제가 있다고 할 수 있다.

<표 IV-5> 우리나라 상위 55개 그룹의 증권사 보유 현황

그룹사	자기자본 (십억원)	계열 증권사	그룹사	자기자본 (십억원)	계열 증권사
삼성	160,693	삼성증권	KCC	6,627	
현대자동차	71,494	HMC투자증권	동국제강	3,938	
SK	46,208	SK증권	에스 오일	4,574	
엘지	46,589		효성	4,174	
롯데	50,440		OCI	4,663	
포스코	44,048		현대백화점	6,157	
현대중공업	25,186	하이투자증권	한진중공업	3,367	
GS	21,186		웅진	3,483	
한진	9,593		코오롱	3,348	
한화	17,984	한화투자증권	한국지엠	2,775	
KT	12,826		홈플러스	1,025	
두산	9,971		영풍	5,380	
금호아시아나	6,344		현대산업개발	2,774	
STX	7,324		동양	3,146	동양증권
LS	8,600		대한전선	1,542	
CJ	9,403		미래에셋	6,245	미래에셋증권
하이닉스	8,245		KT&G	5,421	
신세계	8,563		하이트진로	2,468	
대우조선해양	4,494		대성	2,718	
동부	6,056	동부증권	세아	3,474	
현대	6,431		한국투자금융	5,248	한국투자증권
대림	6,093		태광	4,177	흥국투자증권
부영	5,971		유진	2,431	유진투자증권

주 : 2011년말 기준
 자료: 공정거래위원회, 유진투자증권

2) 증권사 계열별 성과 및 특징 분석

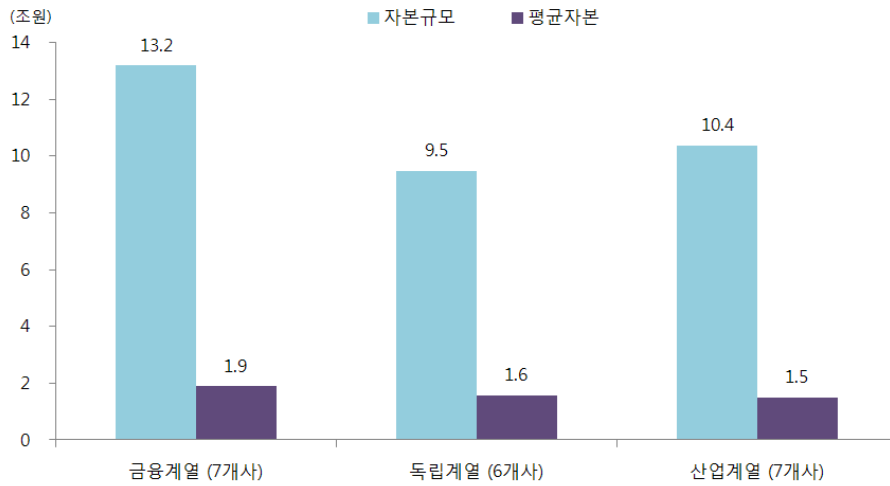
먼저, 국내 증권사들을 소속 계열에 따라 금융계열 증권사, 산업계열 증권사, 그리고 독립계열 증권사로 구분할 수 있다. 금융계열 증권사는 은행 또는 보험사가 모기업이거나 은행지주회사 또는 금융그룹의 의사결정에 있어서 실질적인 중심 역할을 하는 은행지주회사 또는 금융그룹 소유 증권사로 정의한다. 산업계열 증권사는 대규모기업집단의 계열사인 증권사로 정의한다. 마지막으로 독립계열 증권사는 금융계열이거나 산업계열이 아닌 증권사로 정의한다. 이러한 기준에 따라 자기자본 기준 상위 20개 증권사를 분류하면 <표 IV-6>과 같다.

<표 IV-6> 상위 15개 증권사의 계열별 구분

계열	증권사 수	증권사
금융계열	7	대우증권, 우리투자증권, 신한금융투자, 하나대투증권, NH투자증권, 교보증권, KB투자증권
산업계열	7	삼성증권, 현대증권, 동양증권, 한화투자증권, HMC투자증권, 동부증권, 하이투자증권
독립계열	6	한국투자증권, 미래에셋증권, 대신증권, 신영증권, 키움증권, 메리츠증권

자본력 측면에서 살펴보면 금융계열 증권사의 전체 자본규모와 평균 자본력이 가장 크나 산업계열 및 독립계열 증권사와 비교하여 그 차이는 크지 않다. 7개 금융계열 증권사들의 자기자본 총계는 13.2조원이며 평균 자기자본은 1.9조원이다. 반면, 산업계열과 독립계열 증권사의 자기자본 총계는 각각 10.4조원, 9.5조원이며, 평균 자기자본 규모는 1.5조원, 1.6조원이다.

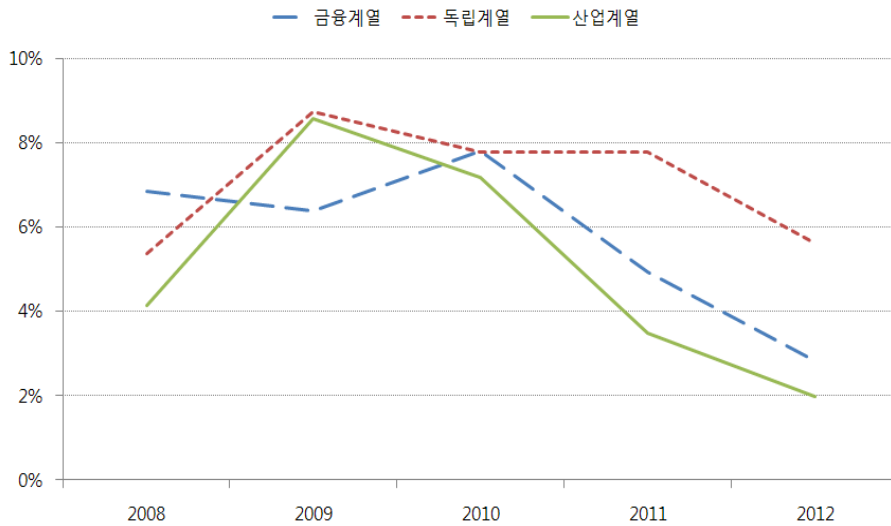
<그림 IV-1> 상위 20개 증권사 계열별 자본규모 현황



주 : 상위 20개 증권사는 2013년 3월 말 자기자본 기준으로 선별하였으며, 상위 20개사의 자기자본 규모는 국내 전체 증권사 자기자본 규모의 85.5%를 차지
 자료: 금융감독원 금융통계시스템

그러나 수익성 측면에서는 독립계열 증권사가 가장 높은 수익률을, 산업계열 증권사들이 가장 낮은 수익률을 보이고 있다. 2008년에서 2012년까지 5년간의 평균 ROE를 살펴보면, 독립계열 증권사들의 평균 ROE는 7.1%였던 반면, 금융계열 증권사들은 5.8%, 산업계열 증권사들은 5.1% 수준에 머무르고 있다. 또한 독립계열 증권사들의 ROE는 과거 5년간 큰 변동을 나타내지 않고 있으나, 금융계열과 산업계열 증권사들은 최근 수익성의 하락이 두드러진 모습을 나타내고 있다.

<그림 IV-2> 증권사 계열별 ROE 추이

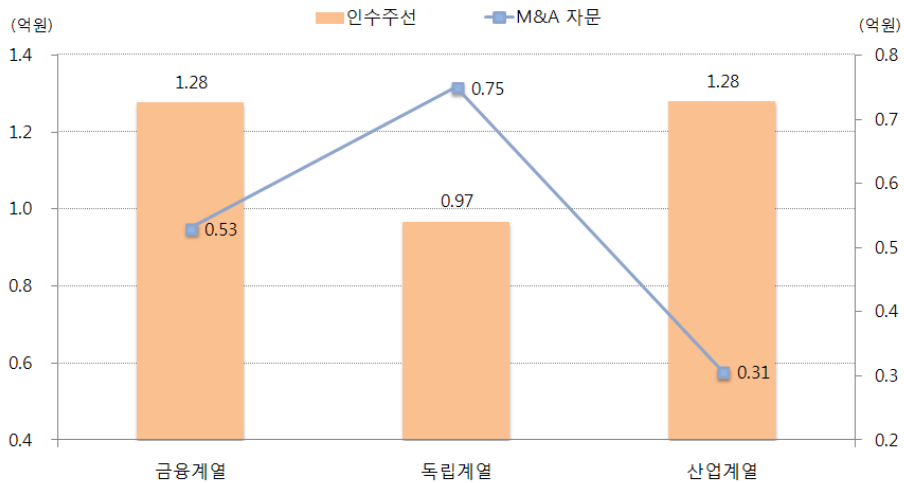


자료: 금융감독원 금융통계시스템

이러한 결과는 증권사 지배구조가 증권사의 수익성에 미치는 영향을 보여주는 의미 있는 결과로 해석된다. 최근 수년간 독립계열 증권사와 금융계열 및 산업계열 증권사들의 수익성 격차가 벌어지는 추세인데 이는 독립계열 증권사들이 은행이나 보험사 또는 대기업 등의 모회사로부터의 지원이 없음에도 상대적으로 더 나은 수익성을 나타내고 있음을 보여준다. 그런데 독립계열 증권사들은 금융계열 및 산업계열 증권사와 달리 자체적인 역량으로 수익성을 확보해야 하는 증권사들로서 증권사마다 특정 분야에서 경쟁력을 가지고 있는 것으로 평가된다. 예를 들어, 한국투자증권의 경우 주식발행과 M&A 자문 등 전통적인 투자은행, 미래에셋증권은 자산관리, 상품판매 및 퇴직연금, 대신증권은 위탁매매, 신영증권은 자산관리 및 상품판매, 키움증권은 온라인 위탁매매, 그리고 메리츠 증권은 M&A 자문 분야에서 경쟁력을 갖춘 것으로 판단된다.

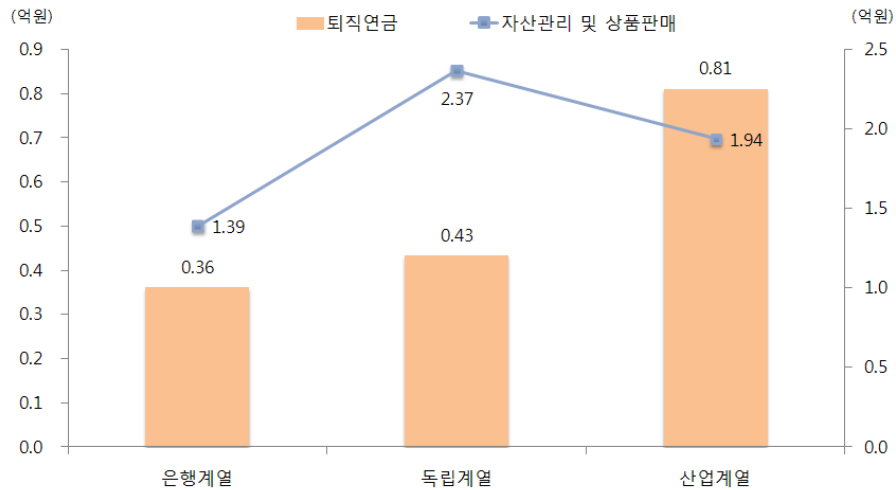
금융계열 및 산업계열 증권사가 동일 계열사로부터의 시너지나 그룹 내부 수요(captive demand)와 관련된 사업에서 강세를 보이는 것은 투자은행 부문과 자산관리 부문에서 확인할 수 있다. 먼저, 투자은행 부문에서는 금융계열과 산업계열 증권사들이 타 계열사 고객이나 내부수요를 활용할 수 있는 인수주선(특히, 채권 부문)에서 강세를 보이고 있다. 2012년 기준 자본 100억원 당 투자은행 수익을 증권사 계열별로 살펴보면, 인수주선의 경우는 금융계열 및 산업계열이 모두 1.28억원의 순영업수익을 올린 반면 독립계열 증권사는 0.97억원의 수익을 올렸다. 그러나, M&A 자문의 경우는 독립계열 증권사가 0.75억원, 금융계열 증권사가 0.53억원, 산업계열 증권사가 0.31억원의 순영업수익을 기록했다. 자산관리의 경우는 독립계열 증권사가 자산관리 및 상품판매에서 수익이 높았던 반면 산업계열 증권사는 퇴직연금 부문에서 수익성이 높았다. 퇴직연금을 제외한 자산관리 및 상품판매 부문의 경우, 2012년 자기자본 100억원 당 순영업수익을 증권사 계열별로 살펴보면, 독립계열 증권사가 2.37억원의 순영업수익을 올린 반면, 산업계열 증권사는 1.94억원, 금융계열은 1.39억원의 수익을 올렸다. 그러나 퇴직연금의 경우는 산업계열 증권사가 0.81억원, 독립계열 증권사가 0.43억원, 금융계열 증권사가 0.36억원의 순영업수익을 기록했다. 이러한 결과는 산업계열 증권사들의 내부수요, 즉 대기업그룹 관계 계열사 임직원의 퇴직연금 수요를 독점할 수 있었기 때문으로 보인다. 반면, 금융계열 증권사들은 자산관리 및 상품판매, 퇴직연금 모두에서 취약한 모습을 보이고 있는데 이는 이러한 사업 부문은 은행 및 보험 등 타 업권과 경쟁하는 부문으로서 금융계열의 모기업인 은행이나 보험사 등이 주력 사업자이기 때문인 것으로 풀이된다.

<그림 IV-3> 증권사 계열별 자기자본 100억원 대비 투자은행 수익 현황



자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 IV-4> 증권사 계열별 자기자본 100억원 대비 자산관리 및 상품판매, 퇴직연금 수익 현황



주 : 자산관리 및 상품판매 수익에서 퇴직연금은 제외함

자료: 금융감독원 금융통계시스템

3) 증권사 규모별 포지셔닝 제안

전술한 논의에 근거하였을 때 현재 증권산업 시장구도에 큰 이변이 없는 한 증권산업은 신규 사업 확대 및 기존 사업 고도화를 통해 수익성 개선의 노력을 경주할 것으로 예상된다. 이런 관점에서 다음과 같은 증권사 규모별 전략적 포지셔닝을 제안할 수 있다.

가) 종합금융투자사업자

먼저 대형사 중 5대 종합금융투자사업자는 최근의 증자를 바탕으로 자본력이 필요한 프라임브로커리지와 기업신용공여 사업을 적극적으로 전개할 필요가 있다. 향후 우리나라 헤지펀드 산업이 상당 폭 성장할 것으로 예상됨에 따라 프라임브로커리지 수익도 증가할 것으로 예상된다. 기업신용공여는 M&A 자문과 관련하여 투자은행 부문을 크게 강화할 것으로 예상된다. M&A의 매수 측 자문의 경우는 인수자금의 조달과 관련된 브릿지 자금조달이나 인수금융에 기업신용공여가 활용될 가능성이 많으며, M&A의 매각 측 자문의 경우에는 증권사가 M&A 자문서비스 시장을 제공함과 동시에 증권사의 기업신용공여를 통하여 매각 측이 인수금융을 지원하는 스테이플금융(Stapled financing) 제공이 가능하기 때문이다. 또한, M&A 자문서비스 시장과 관련 없는 별도의 기업신용공여도 가능한데 이러한 기업신용공여는 주로 자금조달 이용으로 인하여 중소기업들에 집중되는 것이 바람직하며 향후 이러한 기업들로부터의 딜플로우 창출을 염두에 둔 기업신용공여 전략이 바람직하다.

장외파생상품은 기본적으로 증권사의 신용한도가 필요하다. 자기자본 규모의 확충을 통하여 증권사 신용한도 증액과 북(book) 규모의 확대를 통한 경쟁력 있는 상품의 개발이 가능해진다. 저금리 및 고령화 시대의 중위험·중수익 상품 수요의 증가와 맞물려 장외파생상품 사업을 강화

할 필요가 있다. 또한, 위탁매매의 위축은 중장기적으로 자산관리 부문의 강화로 나타나는 것이 미국과 일본의 선례였다. 장기적으로 개인투자자의 자산관리시장이 성장할 것으로 예상되는 만큼, 고객정보 데이터베이스 구축이나 자산관리 모델 확보, 그리고 자산관리 전문인력의 교육이나 보상 등 자산관리 부문 확대를 위한 기반 여건을 마련할 필요가 있다. 해외에서 나타나는 바와 같이 고액자산가에게 자산관리 부문과 투자은행 부문을 연계한 상품 및 서비스를 제공하는 것도 고려할 만하다. 마지막으로, 그간 주로 은행권 사업이었던 프로젝트금융(PF) 시장에 강화된 자본력과 신용한도를 바탕으로 신규 진입하여 프로젝트금융을 증권사의 새로운 수익원으로 자리 잡도록 할 필요가 있다.

결론적으로, 종합금융투자사업자는 다양한 수익원을 확보하고 수익의 변동성을 줄이기 위하여 위탁매매 이외의 타 사업 부문을 강화하여 종합 증권사를 지향하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 또한, 해외진출과 관련하여 각 증권사가 가진 독특한 관계사 배경 등 특성을 바탕으로 주력 사업 부문을 선정하여 해외 시장 진출 시 주력 사업 부문의 경쟁력을 바탕으로 시장을 확대해 가는 전략을 사용하는 것이 바람직하다.

나) 대형 증권사

종합금융투자회사가 아닌 대형 증권사는 위탁매매, 투자은행, 자산관리, 장외파생상품 등 종합 증권사를 지향하며 다양한 사업 부문을 영위하되 이 중 위탁매매를 제외한 사업 부문을 선택하여 전략적으로 강화할 필요가 있다. 그러나 자본력의 추가 증대 없이 다양한 사업을 영위하기에는 시장이 자본력에 따라 대형화와 특화·전문화 증권사로 양극화 될 것으로 예상됨에 따라 장기적으로는 경쟁력이 약화될 것으로 보인다.

다) 일반 중소형사

일반 중소형사는 중소형사 중 온라인 위탁매매에 특화된 중소형사를 제외한 중소형사이다. 현재 이러한 일반 중소형사들은 대부분 위탁매매, 투자은행, 자산관리 등의 서비스를 백화점식으로 운영하고 있다. 그러나 이러한 모든 사업 부문에서 규모의 경제를 이루지 못해 시장 경쟁력이 없다. 이들 증권사들은 향후 고객, 상품, 지역 등에 특화하는 특화·전문화 증권사를 지향해야 할 것으로 예상된다. 또한 기존 위탁매매, 투자은행, 자산관리 등 비교우위가 있는 사업에 특화 및 전문화를 이루어야 하는데, 특화 및 전문화 방식은 각 증권사가 처한 상황에 따라 다를 것으로 예상된다. 예를 들어, 대기업 계열 일반 중소형사는 그룹의 내부수요를 바탕으로 한 투자은행 중심의 특화 증권사로, 그리고 관계사로 자산운용사가 있을 경우에는 자산관리 특화 증권사로 자리매김할 수 있을 것이다. 특화·전문화를 이루지 못한 일반 중소형사는 향후 예상되는 시장구도 변화에 가장 취약한 사업구조 및 경쟁력을 가지게 될 것으로 예상된다.

라) 위탁매매 특화 중소형사

위탁매매 특화 중소형사는 온라인 위탁매매 서비스에 특화되어 있는 증권사로서 저렴한 수수료를 제공을 통하여 위탁매매 시장점유율을 확대하였다. 향후에도 위탁매매의 원가경쟁력을 바탕으로 온라인시장의 시장점유율을 강화할 것으로 예상되며 최근 시장이 확대되고 있는 모바일 위탁매매시장의 시장점유율 확대에도 노력하고 있다. 위탁매매 특화 중소형사는 앞으로도 위탁매매 특화 증권사를 지향할 필요가 있으며 온라인 플랫폼을 통하여 연계 상품 판매로 확장할 필요가 있다.

<표 IV-7> 증권산업 시장분할 및 발전방향

유형	발전방향	내용
종합금융투자사업자	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 위탁매매, 투자은행, 자산관리, 장외파생상품 등 강화 - 자본력 활용한 신규 사업 진출 - 종합 증권사 지향 	<ul style="list-style-type: none"> - 기업여신연계 M&A - 자본력을 활용한 PF시장 확대 - 자산관리 사업 비중 증가 - 장외파생상품 사업 확대 - 프라이브로커리지 - 기업신용공여
대형사	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 위탁매매, 투자은행, 자산관리, 장외파생상품 등을 선택적·전략적으로 강화 - 종합 증권사 지향 	<ul style="list-style-type: none"> - 투자은행 사업 강화 - 자산관리 사업 비중 증가 - 장외파생사업 확대
일반 중소형사	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 위탁매매, 투자은행, 자산관리 중 비교우위가 있는 사업 특화 및 전문화 - 특화·전문화 증권사 지향 - 고객, 상품, 지역 등 특화 	<ul style="list-style-type: none"> - 투자은행 특화형 - 자산관리 특화형(자산운용 관계사 있는 경우) - 기타 고객, 상품, 지역별 특화형
위탁매매 특화 중소형사	<ul style="list-style-type: none"> - 위탁매매에 집중적으로 특화 - 온라인시장의 시장점유율 강화 및 모바일 시장의 선점 - 온라인 위탁매매 전문증권사 	<ul style="list-style-type: none"> - 온라인 시장점유율 확대 및 모바일 시장 선점 - 온라인 플랫폼을 통한 연계 상품 판매

4) 시장 구도 관련 시나리오 변수

이하에서는 시장구도 전망과 관련된 변수들에 대한 분석을 통하여 이러한 구도로 시장이 전개될 경우 발생가능한 증권산업의 구조변화에 대해서 전망해 본다. 현재 시장구도 관련된 변수로는 대형 증권사 간 M&A를 통한 선도 대형 IB의 출현 가능성, 글로벌 또는 아시아 지역 선도 PE와 국내 독립계 증권사의 전략적 제휴에 의한 시장통합 가능성, 그리고 증권산업 진입규제 완화 가능성이다.

가) 선도적인 한국형 IB 출현

대형 증권사의 자본력 부족은 고부가가치 업무를 해외 투자은행에 내주는 결과를 초래하고 있다. IPO, 회사채 인수시장에서 국내 증권사끼리 저가 출혈경쟁이 벌어지고 있는 반면, 고부가가치의 M&A시장은 해외 투자은행이 독차지하고 있고 장외파생의 경우는 백투백 판매에 치중하고 있는 실정이다.

증권사의 대형화를 이룰 수 있는 자연스런 방법으로는 기존 증권사 간의 합병을 생각해볼 수 있으나, 현실적으로 합병을 위한 유인이 약하며 이러한 점에서 증권사 간의 자발적 합병은 쉽지 않거나 가능하더라도 오랜 시간이 소요될 전망이다.

결국 지금과 같은 교착상태에서 벗어나려면 정부 소유 금융그룹에 속한 증권사의 대형화를 지원·유도하거나, 정부 소유 금융그룹의 매각을 전략적으로 활용함으로써 대형 증권사의 출현을 촉진할 필요가 있다. 일단 정부 지원을 통해 대형 증권사가 출현하고 나면 자본력을 바탕으로 한 사업 부문 간 연계 서비스나 고부가가치 상품 및 서비스를 제공할 수 있게 되어 경쟁 증권사들의 대형화 유인이 높아져 자연스럽게 시장 재편이 이루어질 것으로 기대된다.

나) 증권사-PEF 간 파트너십에 의한 시장구도 변화

대기업 그룹 계열이나 은행지주회사 계열의 증권사와는 달리 대형 또는 중형의 증권사가 중심이 된 금융지주회사의 경우, 주력사업인 증권업의 확장에 대한 유인이 상대적으로 큰 편이다. 한 산업의 경쟁구도가 소규모 시장점유율을 갖는 다수의 시장참여자가 지배하는 분산된 (fragmented) 시장구조는 전문투자자로서의 PEF가 활동하기 좋은 시장구조이다. PEF는 이러한 분산된 시장구조에서 플랫폼 기업을 인수한 후

추가적으로 동종기업을 인수하여 시장점유율을 높이는 전략을 구사하는데 이러한 전략을 인수 후 통합전략(buy and build strategy)이라고 한다. 이러한 전략이 주효할 수 있는 이유는 시장점유율이 분산되어 있는 산업의 경우 소속 기업들은 기업가치 면에서 소규모로 인한 소규모할인(size discount)을 받는 경우가 많기 때문이다. 이러한 경우, 시장 내에서 점유율이 비교적 높은 기업을 인수한 후, 이를 플랫폼으로 삼아 시장 내의 다른 소규모 기업들을 인수 통합하여 일정 규모를 지닌 기업으로 만들면 규모의 경제로 인한 기업가치의 상승과 소규모 할인으로부터 벗어나게 되어 매각 시 상당한 수익률을 달성할 수 있게 된다.

그러나 실제로 PEF가 플랫폼 증권사를 바이아웃 형태로 인수하기는 쉽지 않을 것으로 예상되는데, 이는 플랫폼 증권사는 기본적으로 자기자본 규모 및 성과 면에서 업계를 선도하는 상위의 증권사가 되는 것이 바람직하기 때문이다. 따라서 계열 대기업 그룹이나 은행지주회사 등과 경쟁하고 있으며 증권업에 대한 의지를 가진 금융지주회사 또는 중·상위 독립 계열 증권사와 파트너십을 통해 인수 후 통합전략을 구사할 수 있을 것이다. PEF와 증권사와의 파트너십을 통한 업계 구조개편은 시장구도에 상당한 영향을 미칠 것으로 보인다. 현재 증권산업의 자발적 구조조정이 지연되는 원인은 개별 증권사 입장에서 이러한 변화를 선도할 의지와 유인을 찾기 힘들기 때문이다. 향후 일본의 예에서와 같이 업황의 지속적인 악화가 이루어질 경우, 우리나라 증권산업의 경우에도 비자발적 형식의 구조개편이 이루어질 것으로 전망되는 상황에서 PEF의 시장 참여는 시장구조 개편을 앞당길 것으로 예상된다.

다) 산업 내 경쟁 촉진: 진입·퇴출 규제 완화

증권업의 자율과 창의를 보장하고 공정한 경쟁을 촉진하기 위해서는 진입 및 퇴출요건을 완화할 필요가 있다. 과도한 진입·퇴출 규제정책은

기존 증권사를 과도하게 보호하며 경쟁력을 지닌 신규업자의 진입을 제한하여 경쟁력 확보에 지장을 주기 때문이다. 시장참여자의 자율과 창의, 책임을 바탕으로 한 경쟁체제를 통해 자본시장의 효율성을 증대시키고 증권산업의 경쟁력을 제고할 수 있다. 또한 진입·퇴출 관련 규제 환경이 증권사의 M&A나 기업분할이 활성화될 수 있도록 변화된다면, 다수의 특화·전문화된 금융회사의 진입으로 경쟁이 촉진되고, 다양한 틈새시장 발전이 가능하다. 일본의 경우 실제로 1990년대 말 금융 빅뱅으로 유사한 사업모델을 가지고 있던 많은 증권사들이 피합병되거나 청산되었고 이후 특화된 사업모델을 가지는 다수의 증권사들이 성공적으로 틈새시장으로 진입하여 현재의 사업구도를 형성하고 있다.

2. 사업부문별 성장전략 및 실행계획

가. 위탁매매

앞서 2020년 시장 전망 분석 결과에서, 위탁매매 부문은 성장률이 제한적일 가능성이 크지만 여전히 증권업 내 주요한 수익비중을 유지할 것임을 확인하였다. 더욱이 서비스를 차별화하거나 낮은 수수료율을 통해서 고객들을 유치하려는 증권사들의 노력이 확대되더라도 위탁매매시장 규모는 포화상태로 크게 확대되기 어렵다는 점도 확인하였다. 그러나 국내 증권사들이 위탁매매 부문에 이미 상당한 인력과 자본력, 시스템 등을 투자한 상황이고 위탁매매 부문이 향후에도 국내 증권업 내 중요한 수익원이 될 가능성이 크기 때문에, 이 부문에 대한 성장전략은 개별 증권사 입장에서는 매우 중요할 것으로 보인다.

첫째, 증권사들은 위탁매매 중심에서 위탁매매, 펀드판매, 자산관리, 금융투자상품 등을 효과적으로 결합한 리테일 영업전략으로 전환할 필요가 있다. 시장에서 이탈하는 위탁매매 고객들은 예금보다는 증권사 내 대안적인 금융투자상품이나 자산관리서비스 등을 선택할 가능성이 높다. 일반 고객들도 저금리 시대에 예금에 대한 대안적인 금융투자상품에 대한 수요가 높아지고 있다. 증권사들은 향후에 위탁매매 부문의 성장률이 높지 못할 것임을 감안하여 리테일 사업구조나 영업 전략을 점진적으로 조정해 나갈 필요가 있다. 우리나라보다 앞서 위탁매매시장의 정체를 겪었던 미국이나 일본 등의 중소형 증권사들이 위탁매매 중심에서 자산관리서비스를 확대한 리테일 영업 전략으로 전환하였던 사례를 참고할 필요가 있다.

둘째, 온라인 위탁매매 부문의 특징을 고려하여 일부 증권사들을 중심으로 특화 전략을 추구할 필요가 있다. 온라인 위탁매매 부문은 그 비중이 60% 전후로 매우 높지만 수수료율이 낮아 전체 수익 규모가 크지 못하다. 온라인 수수료율이 낮은 이유는 온라인 위탁매매 고객들이 수수료율에 매우 민감하기 때문인데, 이러한 이유로 증권사 간 온라인 수수료율 경쟁은 지속적으로 치열해질 것이다. 일본과 미국 모두 소수의 온라인 전문 증권사들이 높은 시장점유율을 가지고 있으며, 국내 온라인 위탁매매 부문도 시장집중도가 높아지고 있다. 온라인 위탁매매 부문은 비용효율성을 향상시키고 고객니즈에 효과적으로 부합할 수 있는 일부 증권사만이 시장지배력을 형성할 가능성이 크다. 결국 온라인 위탁매매 부문은 비용효율성과 차별화된 수익모델이 동시에 가능한 특화전략만이 수익성을 높일 수 있어 향후에도 성공요인으로 작용할 것으로 보인다.

셋째는 기관투자자 부문이 확대되고 있는 상황에서, 일부 중소형사들은 기관투자자 대상의 위탁매매 영업을 중심으로 특화할 필요가 있다. 미국에서 성공적으로 활동하고 있는 중소형사들은 온라인 전문 브로커

달러, 독립계 증권사로 알려진 중소형 리테일 증권사, 그리고 IB 부문 특화증권사로 구분해 볼 수 있다. 신보성 외(2012)는 IB 부문 특화증권사의 상당수가 기관투자자를 대상으로 한 위탁매매를 가지고 주식발행 업무와 시너지를 내고 있음을 제시하고 있다. 여러 연구문헌(Liu & Ritter; 2011, Hoberg; 2007)에서도 기관투자자 네트워크를 잘 활용하고 있으며 IPO 기업이 속한 산업에서 베스트 애널리스트를 보유하고 있는 증권사들이 대형 IB가 아니더라도 독점력을 가지고 있음을 밝혔다.

넷째는 특정 산업이나 섹터를 중심으로 한 애널리스트 부문의 특화 전략이다. 기관고객 확보를 위한 전략으로 현재 국내 증권사들은 애널리스트 부문을 확대하고는 있으나 특정한 산업 부문에 전문성을 높이기보다는 산업의 커버리지를 높이고 있다. 그러나 향후 증권사들은 특정 산업에 대한 전문성을 강화한 양질의 리서치를 통해서 기관투자자 고객을 유치하고 IB 부문과의 시너지를 내야 할 것으로 보인다. 구체적으로 대형사는 3~5개의 섹터에서, 중소형사는 1~2개의 섹터에서 애널리스트 부문의 전문성을 높이는데 집중하여 투자할 필요가 있다. 특히 이러한 전략은 산업을 기준으로 기관투자자 대상의 위탁매매시장을 분할하는 결과를 초래하여 애널리스트들의 전문성을 강화할 뿐 아니라 증권사 간 경쟁을 완화시킬 것으로 보인다. 애널리스트 부문의 특화 전략이 성공할 경우 증권사들의 수익성 뿐 아니라 양질의 리서치 서비스가 확대되어 사회 후생적인 측면에서도 효율적일 것으로 본다.

마지막으로, 증권사들은 주식시장이 크게 성장하고 있는 아시아권 지역으로 온라인 위탁매매 서비스를 수출할 필요가 있다. 우리나라 온라인 위탁매매 부문은 온라인 접속자의 수가 빠르게 성장하였고 증권사들이 IT강국이라는 이점을 활용할 수 있었기 때문에 1997년 처음 도입된 이후 상당히 발전하였다. 실제로 국내 증권사들은 이 부문에서 상대적으로 우월한 경쟁력을 갖추고 있는 것으로 평가받고 있다. 최근 일부 증권사들이 온라인 위탁매매 부문의 해외진출 성공모델을 제시하였는데, 이러

한 점이 작용한 것으로 보인다. 최근 아시아 신흥국은 자본시장의 성장률이 높은 반면 자본시장 발전정도가 낮아 위탁매매 부문을 중심으로 성장할 가능성이 크다. 따라서 국내 증권사들은 온라인 위탁매매 역량을 해외 시장에 수출할 기회 뿐 아니라 성공 가능성이 충분히 있을 것으로 본다.

나. 투자은행

1) 인수 부문

인수 부문 시장 전망에 대한 추정 결과, IPO시장은 대형 IPO를 중심으로 완만하게 성장할 것이지만 2020년이 되더라도 크게 확대되기는 어려울 것으로 나타났다. 한편 대형화되고 있는 시장의 특징 때문에 수수료 경쟁 정도가 IPO 부문에서의 증권사 수익에 중요해질 전망이다. 이를테면, 2010년 IPO시장의 경우 시장 규모 자체로는 크게 확대되었지만 대형인수 딜에 대한 수수료율 경쟁이 치열하여 증권사들의 IPO 인수관련 수익은 이에 비례하여 증가하지 못하였다. 그러나 IPO 부문은 위탁매매와 달리 차별화된 전략이나 평판 등을 통해서 수수료율 경쟁을 지양하고 고부가가치 시장으로 전환될 여지가 크다. 따라서 IPO 부문의 경우, 증권사들은 수수료 경쟁에서 서비스 또는 평판 경쟁으로 전환하는 성장전략 실행방안을 세워야 할 것으로 보인다.

IPO 부문의 경우, 증권사들은 특정한 산업이나 기업군에 대한 우월한 정보력과 기업분석 역량을 갖추고 관련된 투자자 네트워크를 구축하는 산업중심의 특화전략이 필요할 것으로 보인다. 대형사라 하더라도 다수의 산업부문에서 우월한 기업분석의 역량을 갖추고 관련된 투자자 네트워크를 형성하는 등 경쟁력을 갖추기는 어렵다. Brau & Fawcett(2006)

은 336명의 CFO를 대상으로 IPO 관련 설문조사를 한 결과 IPO 주관사를 선택한 주요인으로 주관사의 평판, 리서치의 질과 평판, IPO기업이 속한 산업 관련 투자자 네트워크 등이었음을 밝혔다. 해외 사례를 보면, 발행기업들은 자신이 속한 산업 부문에서 애널리스트 부문과 네트워크를 강화한 증권사들을 선호하고 있음을 알 수 있는데, 그 이유로는 이러한 증권사들이 IPO 당시의 자금조달 비용을 낮추기도 하지만 장기적으로 베스트 애널리스트들의 서비스를 제공할 것이기 때문이다. 미국의 경우, 증권사들은 IPO를 관계금융의 시작으로 보는 측면이 크고 기업들도 이를 중시하고 있다. 관계금융이 형성되면, 증권사 입장에서는 발행기업에게 보다 높은 수수료를 요구할 수 있고 기업 입장에서는 해당 산업 부문에서 평판을 갖춘 증권사로부터 기업금융 서비스를 안정적으로 제공받을 수 있는 장점을 가진다. 이러한 점에서 증권사들은 주식 인수 부문의 장기적인 성장전략으로 특정한 산업부문에서의 특화와 관계금융 방식의 서비스 전략을 함께 고려할 필요가 있다.

Ellis, Michaely and O'Hara(2000)는 대부분의 증권사들이 초과배정옵션을 활용한 시장조성활동⁴²⁾을 하고 있으며 이와 관련한 수익 규모가 주관수수료 대비 23% 수준이라고 밝혔다. 이들은 또한 증권사들이 초과배정옵션 행사에 따른 수수료수익도 별도로 구하고 있음을 지적하였다. 국내 증권사들도 IPO 기업에 대해 엄격하게 실시하고 로드맵과 수요예측 과정을 통해서 시장의 수요를 효과적으로 분석할 경우, 미국 사례와 같이 시장조성활동을 통해서 공모주에 대한 가격안정과 함께 관련된 수익을 추가로 낼 것으로 본다.

회사채 인수 부문은 최근 대기업 중심의 우량채권 발행을 중심으로

42) 주관사의 시장조성활동은 투자의 위험성이 높은 공모주 투자자들에게 투자수익률을 보호하고 있다는 점에서 중요할 뿐 아니라, 투자자들로부터 공모주 투자에 대한 손실위험을 낮추어 수요예측 시 공모주에 대해 적극적인 가격제시를 유도할 수 있다는 장점을 가지고 있다.

확대되었다. 앞서의 분석에서, 그 이유 중 하나로 보험, 연기금, 증권 등의 안전자산에 대한 투자수요가 증가하여 채권금리가 대출금리보다 낮아졌기 때문인 것으로 확인하였다. 회사채 인수 부문이 기업의 자금조달 수요뿐 아니라 기관투자자들의 회사채 투자수요가 얼마만큼 확대되느냐가 매우 중요한 만큼, 증권사들은 안정적인 회사채 시장을 형성하는데 노력을 집중해야 할 것이다.

이를 위해서는 증권사들은 회사채 인수·주선 역량을 강화해야 할 것이다. 현재 국내 회사채 발행시장은 채권등급에 따라 양극화 현상이 두드러진 측면이 크고 우량채권이라도 시장의 환경 변화에 따라 채권의 가격이나 수요가 급변하는 모습을 보이고 있다. 증권사들은 적절한 채권 가격의 형성을 도모하고 안정적인 시장수요가 유지되도록 하여 비우량 채권시장을 활성화하고 우량채권의 안정적인 성장하도록 해야 할 것으로 보인다. 이를 위해서는 증권사들은 회사채 발행과정에서 엄정한 기업 실사를 기반으로 기업을 분석하고 이를 기반으로 수요예측 과정에서 투자자들의 가격정보를 적극적으로 반영해야 할 것이다. 기업 입장에서든 안정적인 자금조달창구가 되도록 증권사들은 보다 정확한 기업평가능력을 기반으로 인수역량도 높여야 할 것이다.

증권사들은 회사채 인수시장에서 주관사의 역할을 강화하는 전략과 함께 인수과정에서 위험을 감수하는 적극적인 수익모델을 구축함으로써 채권시장의 규모를 확대하고 높은 인수 수수료율을 추구해야 할 것이다.

나) M&A 자문서비스 시장 성장전략

M&A 자문 역량을 강화하고자 하는 노력과 동시에 한정된 M&A 자문서비스 시장의 성장 한계를 극복하기 위해서는 1) PEF에 대한 M&A 자문서비스 시장 강화, 2) 성장형 우량 중견·중소기업 발굴, 그리고 3) 국경 간 M&A 자문 강화의 전략적 방향을 고려할 수 있다.

첫째, 증권사들은 전략적 투자자로부터의 국내 M&A 딜플로우의 한계를 극복하기 위해서 국내 M&A시장의 주요 참여자로 부상할 것으로 예상되는 PEF에 대한 투자은행 서비스 강화를 통한 수익 확보의 노력이 필요하다. PEF는 인수 대상 회사의 물색, 인수, 가치제고 및 회수 전 과정을 통하여 M&A나 IPO 등 다양한 투자은행 서비스를 필요로 한다. 또한 증권사는 이를 통하여 투자은행의 트랙레코드를 쌓을 수 있을 것이다.

둘째, 증권사 투자은행 부문의 수익성 확보를 위해서는 성장형 우량 중소·중견기업의 발굴과 자기자본 투자를 통하여 소규모 투자은행 딜로 인한 수익성의 감소를 보충함과 동시에 이러한 기업들과의 장기적 관계를 통한 IPO, 자금조달, M&A 등 다양한 기업금융 관련 딜플로우를 창출해야 한다. 이렇듯, M&A 관련하여는 자기자본 투자(buy side)와 M&A 자문(sell side)을 겸영하는 영국의 Merchant Banking형 투자은행 모델이 장기적으로 바람직하다. 또한, 자본시장법 개정으로 기업신용공여를 이용한 증권사 인수금융 또는 대출과 연계된 시장 확대 전략이 필요하다. 외국계 투자은행의 경우 충분한 브랜드 이미지를 가지고 있으므로 자산을 활용한 M&A 자문서비스 전략을 구사할 유인이 적기 때문이다.

셋째, 향후 국내 증권사는 국경 간 M&A 자문의 비중을 높일 필요가 있다. 1990년대 중반 이후의 외국인에 의한 국내 기업 M&A 추세가 2000년대 중반 이후 국내 기업과 PEF에 의한 해외 기업 M&A로 추세가 바뀐 상황이며, 국내 증권사는 우리나라 기업 특히, 중견기업군을 겨냥하여 이들이 해외 M&A를 통하여 해외진출을 할 때 이러한 중견기업과 동반 진출하는 것이 지속적으로 필요할 것으로 판단된다. 또한, 국민연금 코퍼레이트 파트너십 PEF과의 연계 또는 독립적으로 국경 간 M&A 자문서비스 시장을 개척하여야 한다. 국경 간 M&A는 지역성(locality)

및 근접성(proximity)이 매우 중요한 서비스로서 우리나라와 지리적, 문화적으로 가까운 중국이나 동남아시아 지역을 중심으로 한 국내 증권기업 및 PEF의 해외 M&A가 추가적인 딜플로우를 창출할 것으로 예상된다.

증권사 규모별로 살펴본 M&A 자문서비스의 성장전략 및 실행계획은 다음과 같다. 먼저, 순수한 M&A 자문서비스는 기본적으로 절대적인 자본력이 요구되는 부문이 아니다. 따라서 근본적으로 위탁매매에 특화된 일부 중소형사를 제외한 종합금융투자사업자, 대형 증권사 및 일반 중소형사 모두 기업 고객 네트워크 보유 여부나 기업금융 부문에서의 상대적 강점 등을 바탕으로 전술한 M&A 자문서비스의 성장 전략을 추구할 수 있다. 특히, 종합금융투자사업자나 대형 증권사들의 경우 M&A 자문서비스는 투자은행으로서의 브랜드 이미지와 평판 구축에 상당히 기여할 수 있기 때문에 사업 포트폴리오의 안정성 측면과 더불어 반드시 역량 강화가 필요한 부문이라고 할 수 있다. 다만, 향후 국내 M&A 자문서비스 시장 구도는 단순한 자문서비스의 제공이 아닌 기업신용공여 또는 자기자본 투자와 맞물려서 성장할 가능성이 높기 때문에 일반 중소형사가 M&A 자문 부문으로의 특화·전문화를 성장 전략으로 추구하게 될 경우 자본력의 부족으로 인해 장기적으로 순수 M&A 자문서비스에 주력하는 틈새형 M&A 자문사로 자리매김하게 될 가능성이 높다. 따라서 일반 중소형사의 시장점유율 확대는 제한될 것으로 전망된다.

반면, 향후 가장 적극적인 해외진출이 예상되는 종합금융투자사업자는 국경 간 M&A 자문서비스의 강화가 이루어질 것으로 예상되어 M&A 자문서비스 시장의 증권사 규모별 격차는 심화될 가능성이 높다.

다. 자산관리

본 섹션에서는 앞서 설명한 국내 자산관리시장의 특성을 반영하여 1) 상품, 2) 서비스, 3) 채널, 4) 제도 측면에서 향후 증권사 자산관리서비스의 발전을 위한 과제를 제시해본다.

1) 자산관리 상품 역량 강화

거시적 환경 변화로 인해 국내 자산의 위험-수익 프로파일이 변화함에 따라 자산관리 고객 니즈에 부합한 금융상품은 기존과는 다른 방식으로 제공해야 하는 상황이 될 것이다. 이를 위해서는 세 가지 측면에서 현재 증권사 자산관리 상품 라인업이 확대되어야 한다.

첫째, 금융공학 기법을 사용해 기존 국내 자산의 위험-수익 프로파일을 변화(transform)하는 상품의 확대가 필요하다. 국내 자산의 위험-수익 프로파일 변화 방식은 이미 ELS·DLS 등의 상품으로 제공되고 있으며, 향후에는 보다 다양한 형태의 구조화 상품의 개발 및 제공이 요구될 것이다. 일례로 고령화 시대에 중위험·중수익 상품에 적합한 상장지수채권(Exchange Traded Note: ETN), 다양한 구조화상품의 원활한 개발을 위해 밑거름이 될 수 있는 변동성지수(VKOSPI) 선물 등의 도입을 고려해볼 수 있다.⁴³⁾ 따라서 국내 증권사 입장에서 금융공학 역량을 강화할 필요가 있으며, 우수한 구조화 상품개발 역량은 자산관리시장에서 증권사의 중요한 경쟁력으로 부상할 것이다. 반면, 구조화 상품의 특성상 증권사의 리스크관리 역량 강화가 동시에 수반되어야 한다. 이와 더불어 금융당국 입장에서 구조화 상품 확대에 대한 시스템위험(systemic risk)과 불완전판매 등 투자자보호에 대한 우려 문제도 해결해야 한다.

43) 이효섭(2013b)

둘째, 해외투자상품의 국내 공급은 새로운 위험-수익 프로파일을 제공하는 또 다른 방법이며, 이는 일본의 경우를 볼 때 그 수요가 늘어날 가능성을 보여준다. 이를 위해서는 증권사의 해외투자 상품 개척 및 글로벌 자산운용사, 이머징마켓 전문 자산운용사 및 헤지펀드 등 다양한 글로벌 금융사와의 네트워크 구축이 필요하다. 이와 더불어 일부 인접 시장에 대해서는 국내 자산운용사 및 증권사의 직접적인 해외진출도 가능한 전략이 될 것이다. 반면, 해외상품 도입은 증권사 입장에서 환율 변동성 등 시장리스크(market risk), 이머징 국가 상품들의 경우 정치리스크(political risk), 불완전판매로 인한 평판리스크(reputation risk) 등 새로운 리스크에 대한 노출이 불가피해지기 때문에 다양한 리스크관리 방안을 마련할 필요가 있다.

셋째, 해외투자상품 취급이 증가함에 따라 증권사들의 환율 헤지 역량을 강화할 필요가 있다. 특히 신흥국 채권 등의 경우 원화를 우선 미국 달러화로 바꾼 다음 해당 국가 통화로 환전해서 투자하고, 이자 지급의 경우에도 해당 국가 통화를 다시 미국 달러로 환전하고 원화로 다시 환전해야 하는데, 신흥국 외환의 경우 미국 달러화 등 기축통화보다 비용이 많이 들어 환 헤지를 하지 않는 경우가 빈번하다. 이 때문에 실제로 금리보다 환율 변동성으로 인한 손실이 발생하여 고객에게 귀속되는 사례들이 속출한다. 이러한 문제를 방지하기 위해서는 증권사의 환율 헤지 전문성 제고와 더불어 증권사의 외환 취급 비용을 낮춰줄 수 있는 제도적 뒷받침이 이루어져야 할 것이다.

넷째, 증권사가 취급할 수 있는 자산관리 상품의 범위가 확대되어야 할 것이다. 현재 증권사의 자산관리 상품은 금융투자상품에 한정되어 있기 때문에 고객에게 포괄적인 자산포트폴리오 솔루션을 제공하는데 한계가 있다. 향후에는 보다 다양한 실물자산 및 대체투자 상품들이 자산관리의 영역에 포함되어야 할 것이다.

2) 자산관리서비스 제고

앞선 증권사 자산관리 Key Gaps 부분에서 설명한 바로, 국내 자산관리시장의 가장 큰 극복과제는 상품판매 중심에서 서비스 중심의 사업으로 발전하는 것이다. 특히, 증권사 입장에서 자산관리가 상품판매에 머물면 채널의 우위를 가지고 있는 은행이 시장을 잠식하는 현상이 지속될 수밖에 없을 것이다. 따라서 타 업종 대비 증권사가 가지고 있는 전문성 및 차별성을 발휘하기 위해서는 서비스 중심의 자산관리 사업으로의 전환이 필요하며, 이를 위해서는 PB 역량 강화, 고객 데이터베이스 구축 및 분석, 투자자 교육 등 다방면의 노력이 요구된다.

첫째, 현재 대부분 국내 증권사들은 위탁매매에서 자산관리 중심 사업으로 전환하고 있는 발전 초기 단계로 자산관리 PB들의 역량과 이들을 위한 지원 시스템이 제대로 자리 잡지 못하고 있는 상황이다. 이러한 현상은 부득이 한국에만 해당되는 경우가 아니고, 아시아 전반적으로 공통된 상황이다. 아시아 자산관리시장을 둘러싼 금융사들의 과열경쟁, 상품판매 중심의 사업모델과 단기성과 위주의 인센티브 구조는 글로벌 금융위기가 발생하면서 투자자들의 손실로 이어졌고, 결국 자산관리에 대한 고객 신뢰 하락을 초래했다. 한 국내 증권사 초부유층(Ultra High Net Worth: UHNW) 담당 임원에 따르면, “국내 PB들은 상품에 대한 지식과 이해는 매우 우수한 반면, 고객이 원하는 니즈를 파악하고 이를 상품과 연결하는 세일즈(sales) 역량은 다소 미흡하다”고 평가하고 있다. 이는 아직 국내 자산관리서비스의 개념과 경험이 부족하기 때문에 나타나는 현상으로 해석된다.

국내 자산관리 PB의 역량 제고를 위해 해외 PB의 베스트 프랙티스(best practice)를 벤치마킹 하는 것도 하나의 방안이다. 싱가포르의 경우 PB들의 역량을 강화하기 위해 Wealth Management Institute(WMI)를 운영하고, 글로벌 우수 금융회사들이 회원으로 참여하고 있다. 반면, 2013

년 현재 싱가포르 WMI에 회원으로 가입되어있는 국내 금융사들은 전무한 상황이다. 국내 증권사들의 경우에도 이러한 PB 역량 제고 프로그램을 개발하고, 나아가 싱가포르의 WMI와 같은 프로그램에 회원으로 참여하는 것을 고려해볼 필요가 있다.

둘째, 국내에서 자산관리서비스가 제대로 이루어지지 못하고 있는 또 하나의 중요한 이유는 고객 자산에 대한 포괄적인 정보가 부재하기 때문이다. 이는 자산관리 고객들이 자산의 큰 비중을 부동산으로 보유하고 있고, 금융자산의 대부분을 은행에 예치하고 있으며, 증권사 PB에게 개인 자산의 공개를 꺼리기 때문이기도 하다. 따라서 증권사 PB들이 고객에게 보다 양질의 자산관리서비스를 제공하기 위해서는 고객 데이터베이스를 구축하고 분석해야 할 것이다. 나아가, 개별 증권사 차원뿐만 아니라 업계 전반의 공동 데이터베이스 구축이 가능하다면 보다 정밀하고 효과적인 고객 분석이 가능할 것이나, 이를 위해서는 고객 개인 정보보호 등 풀어야 할 숙제들이 있다.

셋째, 자산관리에 대한 투자자 교육 또한 국내 자산관리시장이 성장하기 위해서는 필요한 중요한 부분이다. 현재 국내 고객들은 자산관리서비스에 대한 인식과 이해가 낮은 상황이고, 전반적으로 수익률을 추구하는 상품구매의 사고를 가지고 있다. 또한, 앞서 설명한대로 아직까지 국내 고객들은 '자문'에 대한 비용을 지불할 용의가 낮다. 이러한 문제들을 극복하기 위해서는 자산관리에 대한 올바른 투자자 교육이 상품개발 및 영업 강화와 병행되어야 한다.

3) 자산관리 제공 채널 다양화

현재 국내 자산관리서비스의 공급 채널은 각종 금융상품 및 제도 관련 자격증을 지니고 있는 금융회사의 전속 PB를 통해 제공되는 형태의 구조를 지니고 있다. 반면, 이들 PB는 은행, 증권사, 보험사 등 본인이 소속된 금융회사가 주로 취급하는 금융상품에 대한 이해는 높지만 고객을 중심으로 하는 전반적 재무설계(financial planning)에 대해서는 경험 및 역량이 부족한 현실이다.

특정 금융사의 상품을 강요하는 인상을 주지 않고, 고객에게 객관적인 재무설계를 해주기 위해서는 자산관리서비스를 제공할 수 있는 채널의 다변화가 필요하다. 이를 위해서는 호주 및 영국에서 널리 활용되는 독립재무자문업자(Independent Financial Agent: IFA)가 국내에서도 자리를 잡을 수 있어야 할 것이다. 이는 결국 개방형 구조(open architecture)로의 국내 자산관리서비스 가치사슬(value chain) 변화를 의미하며, 증권사 입장에서는 이들 IFA에게 상품, 서비스, 시스템 등 종합적인 솔루션을 제공하는 새로운 사업기회가 생길 것이다.

채널 측면에서 증권사가 준비해야 할 또 다른 사항은 온라인 채널의 고도화다. 최근 금융산업 전반적으로 고객과의 접점이 인터넷, 특히 스마트폰의 보급에 따른 모바일로 빠르게 전환하고 있다는 점을 활용해야 할 필요가 있다. 더욱이, 현재 자산관리의 주요 고객층을 이루는 50대 이상의 연령층은 모바일 환경에 덜 익숙한 상황이지만, 향후 자산관리의 주축을 이룰 현재의 30대~40대의 경우 이미 모바일 환경에 친숙하고 오히려 오프라인보다 모바일 채널을 선호하는 고객들도 늘어나고 있다. 반면, 모바일 자산관리서비스를 제공하기 위해서는 온라인·모바일 금융거래에 대한 기술적 보안과 금융실명법, 금융상품판매에 대한 공간적 제한 등 제도적 장벽들이 완화되어야 할 것이다.

이러한 자산관리 사업 발전을 위한 과제들은 증권산업 전반적으로

필요한 내용들이지만 개별 증권사는 규모, 전문성 등의 상황에 따라 각자에게 적합한 전략을 세워야 한다. 특히, 자산관리 사업 구축에 있어 규모의 경제가 작용한다는 점을 감안할 때 대형사와 중소형사 간에는 차별화된 사업전략이 필요할 것으로 생각된다. 예를 들어 자산관리와 관련된 교육 프로그램 개발, 점포 숫자 및 규모, 브랜드 마케팅 등의 경우 일정 수준이 되어야 효율성을 발휘할 수 있다. 따라서 '종합자산관리' 사업 전략은 대형 증권사 중심으로 이루어지는 게 바람직할 것으로 보인다.

중소형 증권사의 자산관리 사업은 특정 상품 및 서비스 분야와 고객층에 집중하는 '특화자산관리' 전략이 바람직할 것이다. 일례로 일부 중소형 증권사는 차별화된 전문성을 키워 구조화상품 개발 등에 집중하여 자사뿐만 아니라 다른 증권사 자산관리 사업의 상품 공급자로 발전할 수 있다. 또한, 여성, 고령층 등 특정 고객 세그먼트에 대한 깊은 이해도와 관계를 발전시켜 틈새시장 플레이어로 도약하는 전략을 세울 수도 있다. 무엇보다 증권사별로 각사의 경쟁우위를 개발하여 차별화된 전략과 사업모델 만들어가야지만 국내 자산관리 사업이 한 단계 도약하는 계기가 마련될 것이다.

라. 장외파생상품

국내 증권사가 장외파생상품시장의 사업 기회를 포착하기 위해서는 선결되어야 할 조건이 있다. 이를 장외파생상품 사업의 활성화를 위한 자본력, 기초자산 및 고객의 관점에서 살펴본다.

1) 자본력 확충

우리나라 증권사들이 장외파생상품 사업에서 은행권에 근접하는 유리한 조건으로 거래를 하기 위해서는 신용한도(credit line) 증액이 필수적이다. 국내 증권사의 상품개발 능력은 상품의 이해 측면에서는 양질의 인력을 보유하고 있으며 전반적인 금융공학의 수준이 글로벌 투자은행 수준에 근접한 것으로 평가되고 있으나, 현재 증권사의 낮은 신용한도는 경쟁력 있는 상품의 개발을 불가능하게 하고 있다. 충분한 신용한도와 이를 뒷받침하는 증권사의 자산 규모 및 포지션의 다양성은 장외파생상품 북(book)의 규모를 키워나갈 수 있게 하며 거래액의 증가로 경쟁력 있는 가격을 고객에게 제시할 수 있게 되어 세일즈 및 트레이딩과 관련된 투자은행 업무의 경쟁력 향상을 유도할 수 있게 한다. 낮은 신용한도의 한계를 극복하기 위해서는 증권사 자본력의 확충이 매우 중요한데, 증권사 입장에서는 어떻게 자기자본수익률(ROE)을 훼손하지 않으면서 대형화를 이루어나갈지의 문제를 해결해야 한다.

2) 장외파생상품 기초자산의 확대

국내 증권사는 주식, 신용 및 금리는 물론이고, 향후 외환을 기초자산으로 하는 장외파생상품 사업을 확대해야 한다. 우리나라 외환제도는 외국환관리라는 규제 관점에서 제도가 마련되어 있다. 외환 관련 장외파생상품 사업의 확대를 위해서는 현재 은행권에 편중되어 있는 외국환거래은행 제도를 외환관리에 직접적인 영향을 미치지 않는 부분부터 증권업계에 개방하도록 증권업계 전반의 노력이 필요하다.

3) 다양한 고객발굴을 통한 flow 비즈니스의 창출

국내 증권사들은 신용한도의 증액과 기초상품의 다양화를 바탕으로 적극적으로 플로우(flow)를 일으킬 수 있는 고객을 발굴하여 북(book)의 다양성을 키울 수 있도록 노력해야 한다. 특히, 국내 증권사 장외파생상품 사업의 특징은 자본력의 열세와 외국환 취급업무에 대한 제한으로 기업 고객들로부터의 플로우 기회가 별로 없다는 것이다. 이러한 부분이 장외파생상품의 규모 확대나 리스크 관리에서 제약을 가져오고 있다.

증권사 규모별로 살펴본 장외파생상품 부문의 성장전략 및 실행계획은 다음과 같다. 먼저, 장외파생상품의 개발, 판매 및 헤지는 절대적으로 자본력이 요구되는 사업 부문이다. 이 때문에 실질적으로는 종합금융투자사업자 또는 대형 증권사만이 경쟁력 있는 장외파생상품 사업을 영위할 수 있다. 따라서 앞으로도 자본력을 갖춘 종합금융투자사업자들의 시장점유율은 지속적으로 유지될 것으로 예상된다. 물론 종합금융투자사업자에 비하여 자본력이 떨어지는 대형 증권사들의 경우에도 기존의 백투백 방식으로 장외파생상품 사업을 영위할 수 있을 것이나 경쟁심화로 인해 수익성은 지속적으로 악화될 것이다. 반면, 종합금융투자사업자의 경우 장외파생상품 사업을 영위하기 위한 기초적인 자본력은 갖추고 있지만 해외 글로벌 투자은행의 경쟁력에 필적하는 수준에 이르기 위해서는 향후에도 자본력 확충 노력을 지속할 필요가 있으며 장외파생상품 기초자산의 확대 및 기업 고객 발굴 노력을 경주할 필요가 있다.

마. 프라임브로커리지

국내에는 대형 증권사를 중심으로 과점적 지위를 가질 수 있어 관련 마진이 4%에 육박할 것이라는 예측도 있다. 하지만 현재 프라임브로커

서비스는 공매도와 신용공여에 편중되어 있으며, 헤지펀드의 다양한 전략을 뒷받침할 수 있는 역할을 수행하기에는 아직 미흡하다. 프라임브로커가 보다 높은 질의 서비스를 헤지펀드에 제공하려면 유동성을 바로 공급하기 위한 신용 외에도 정확한 정보를 위한 리서치 능력, 원활한 전산시스템, 다양한 기관과 외국계투자자들을 포함한 금융네트워크, 다양한 금융파생상품 등이 필요하다. 해외사례를 보면 글로벌 금융위기 이후 성장세였던 미니 혹은 중형 프라임브로커들이 시장에서 퇴출되거나 대형은행에게 흡수되는 양상을 보이고 있다. 이는 자본력의 크기에 대한 중요도가 날로 커지고 있으며 특화전략은 소형 프라임브로커 몇몇에게만 통용된다는 것을 의미한다. 아시아 헤지펀드 시장에서 국내 증권사가 프라임브로커 역할을 하기 위해서는 미니 프라임브로커의 특화전략에 초점을 두되 자본 확대를 염두에 둔 복합적인 성장전략이 필요하다.

1) 연기금 수요의 확대

금융서비스의 개선과 발전은 공급자의 자발적인 노력에 의해서도 가능하지만, 확대되는 수요측면의 다양한 요구를 수용하는 과정에서 발생하는 경우가 많다. 따라서 국내 프라임브로커가 제공하는 프라임브로커리지 업무가 질적 개선을 이루기 위한 수요측 확대가 절실하다.

자본시장법 개정을 통해 프라임브로커의 업무 상대는 기존의 국내 헤지펀드에서 연기금과 외국 헤지펀드로 확대됐다. 하지만 연기금을 상대로 한 프라임브로커리지 영업에 대한 수요가 당장 나타나지는 않을 것으로 전망된다. 단순한 재산보관과 관리에 그치는 수탁은행에 비해 프라임브로커는 다양한 서비스를 제공하지만, 연기금의 경우 재간접헤지펀드에 투자하는 방식을 고수하여 수탁은행만을 계속 쓸 가능성이 높다.

한국 시장에 대한 투자비중이 높은 외국 헤지펀드의 경우 국내 프라

임브로커를 이용할 가능성도 현재까지는 높지 않다. 외국환 거래규정 등의 미비로 역외헤지펀드는 신용공여를 받을 수 없는 상황이며 이용한다고 하더라도 룡숏전략을 지원받는 증권대차 등에 국한될 수밖에 없다.

이와는 달리 연기금이 헤지펀드에 대한 투자를 늘리는 것은 희망적이다. 아직까지는 일부 공제회를 제외한 여타 연기금들은 아직 한국형 헤지펀드에 대한 투자를 주저하고 있다. 특히, 국민연금의 경우 국내외 헤지펀드에 대한 투자를 일절 하지 않고 있으며, 우정사업본부 역시 한국형 헤지펀드 투자를 고려하고 있지 않다. 하지만 룡숏전략을 구사하는 한국형 헤지펀드에 투자할 경우 국내 증시가 하락하는 국면에서도 적극적인 수익률 방어에 나설 수 있기 때문에 연기금의 관심은 높아질 것이다. 다만, 연기금의 경우 신중한 투자성향 때문에 적어도 3년, 많게는 5년 정도의 기간이 지나야 헤지펀드 시장에 진입할 것으로 예상된다.

2) 통합된 시스템과 다양화된 서비스의 제공

금융위기 이후 글로벌 헤지펀드들은 고위험을 감수하며 높은 수익을 추구하는 대신 안정적인 채권형 자산을 더 선호하는 쪽으로 투자전략을 변화시키고 있다. 이는 채권시장의 호조에도 기인하였지만 보다 안정적인 수익을 원하는 투자자들이 늘어났기 때문으로 분석된다. 실제로 다변화 분산 투자 펀드는 룡숏펀드를 자산 규모 면에서 거의 동일한 수준까지 성장한 것으로 알려져 있다. 이와 같은 흐름을 감안할 때 연기금의 안정적인 투자방식과 유사하되 보다 공격적인 전략으로 높은 수익률을 확보하려는 헤지펀드가 국내에도 다수 등장할 것으로 예상된다. 단, 이들이 성공적으로 시장에 안착하려면 상관관계가 적은 다변화된 전략에 맞도록 다양한 금융상품을 헤지펀드에 제공할 수 있는 능력이 프라임브로커에 요구된다. 미국의 경우에도 최저 수수료만을 경쟁력으로 하였던 다수의 미니 프라임브로커들이 시장에서 퇴출당한 것은 좋은 교훈이 될 것이다.

이런 의미에서 자동화된 거래를 할 수 있게 하거나 직접거래를 가능하게 하는 통합된 거래시스템은 분명 효과적이고 유용한 도구이다. 프라임브로커가 제공하는 이러한 서비스는 비용의 절감 외에도 헤지펀드에 게 진정한 도약의 발판을 가져다 줄 수 있다. 헤지펀드의 시장접근이 수월하도록 도우며, 거래를 집행하는데 있어 위험관리에서 커다란 효율성을 가져다주기 때문이다.

또한 프라임브로커는 세금을 절감할 수 있는 구조를 구성하는데 중추적인 역할을 할 수 있다. 해외 헤지펀드가 국내에서 활동하고자 할 때 지역적인 요구와 특이성을 잘 이해하고 있는 프라임브로커의 역할은 매우 크다.

바. 기업신용공여

금융 부문의 역할 제고 없이는 국내 기업의 해외 프로젝트 수주에 어려움이 따를 것이다. 국내 업계의 기술경쟁력은 선진국과 맞먹는 수준이지만 금융경쟁력이 낙후돼 있어 금융이 목표달성의 걸림돌이다. 따라서 해외프로젝트에 필요한 금융지원을 위해선 대규모 자금조달 방식을 효과적으로 설계하고 투자자 네트워크를 활용하는 능력이 필요하다.

기업에 대한 신용공여의 확대는 기업고객에 제공하는 서비스의 다양화를 의미하게 된다. 해외 프로젝트의 경우 사업주가 특수목적법인(SPC)을 설립한 뒤 자기자본 모집이나 은행권 차입, 채권발행 형태로 자금을 모아 개발사업을 진행하는데, 자금 조달에 있어 10~15년 이상의 장기 차입을 원한다. 은행의 경우 장기 대출에 따른 리스크를 줄이기 위해 수출입은행, 무역보험공사와 같은 ECA(수출신용기관)의 채무보증이 있는 대출을 선호한다. 이와는 달리 증권사는 은행들이 참여하기 어려운 채권

발행 인수나, 대출채권 유동화, 구조화채권, 펀딩 분야에서 참여가 가능한데, 기업신용공여 확대에 의해 이들 서비스에 대한 폭이 넓어진 것이다.

하지만 글로벌 투자은행들은 이미 자문·주선수수료 외에도 재원조달과정에 참여하여 대출 이자 등 추가 이익을 창출하는 등 경험과 전문성이 풍부하다. 종합금융투자사업자가 이에 대응할 경쟁력을 자생적으로 단기간에 갖추는 것은 어려운 일일 수 있다. 따라서 종합금융투자사업자가 개별적으로 나서기보다는 각 사간에 전략적 업무제휴를 확대할 필요가 있다. 이는 단순히 종합금융투자사업자 간의 상호 협력관계를 떠나 은행과 증권사의 연대에 의한 사업을 확대하는 방향도 의미한다. 이러한 점에서 은행계열 증권사는 JPMorgan이나 Citi와 같은 머니센터뱅크(money center bank)이 전통적인 대형투자은행에 대하여 갖는 이점을 보다 적극적으로 활용할 필요도 있다.

3. 증권산업 발전을 위한 규제 개선사항

가. NCR 제도 개선

증권사들이 브로커리지 위주의 수익구조에서 탈피하여 다양한 금융상품 및 중개업무를 활성화하기 위해서는 영업용순자본비율 제도를 개선하여 증권산업의 자기자본 활용도를 높일 필요가 있다. 현 영업용순자본비율 규제는 투자자 보호 및 금융시스템 안정에 지나치게 치중하고 있어 중개기능이 위축되고 있는 바, 증권업은 물론 국가 경제적으로도 큰 기회비용이 되고 있다. 이를 위해서는 실질적인 부담이 되고 있는 기관별 업무취급 기준에 따른 NCR 요건을 적기시정조치에 근접한 수준으

로 조정해야 한다.⁴⁴⁾ 해외의 자기자본규제에 비해 비유동자산을 엄격하게 차감할 뿐 아니라 위험액을 보수적으로 책정하는 국내 NCR 산정방식도 합리적으로 개선되어야 할 것이다. 또한, 종합금융투자사업자의 경우 신용공여의 지속적인 확대를 위해서는 신용리스크에 대한 보다 정확하고 체계적인 산출방식이 필요하다.

나. 증권사 규모별 영업규제 완화

먼저, 5대 종합금융투자사업자에 대해서는 중소·혁신기업에 대한 모험자본의 공급을 통한 투자은행 출현을 유도하기 위해서는 IB 업무에 대한 규제완화가 시급하다. 자본시장법 개정안에서 자기자본의 100%로 규정된 종합금융투자사업자의 신용공여 총한도를 점진적으로 증가하여 보다 공격적인 기업금융업무 수행을 유도해야 한다. 프라임브로커 업무와 관련하여 헤지펀드에 대한 신용공여 범위를 증권 관련 이외에도 허용하는 방안을 재검토할 필요가 있다.

반면, 중소형 증권사에게는 차등화된 규제를 통하여 특화·전문화를 유도하는 방안을 고려할 수 있다. 종합금융투자사업자에 비해 자본력이 부족한 중소형 증권사에게는 동일한 규제 수준이라고 해도 부담비용이 훨씬 클 수 있다는 점을 고려하여 차등화된 규제 완화를 검토하는 것이 필요하다. 예를 들어, 특화·전문화 증권사에 대하여 특화·전문화 사업의 성격에 맞는 별도의 규제 수준을 규정한 후 중소형 증권사가 특화·전문화 증권사로 등록한 후 별도의 규제 수준을 적용받는 방식을 고려할 수 있다.

44) 최근 국민연금공단은 투자위원회 심의를 거쳐 국내주식 거래증권사 선정 시 재무안정성을 평가하는 NCR의 적용기준(만점)을 기존 450%에서 250%로 완화한다고 밝혔다.

다. 증권사 외환업무 관련 규제완화

자본시장법상 증권사에게 허용된 업무도 외국환 거래 범위에 열거되지 않아 거래가 제약되며 외환거래 자유화 추세에도 불구하고 외국환은행에 비해 외환업무는 오히려 축소되었다. 외국환 거래 범위에 열거되지 않아 거래가 제약되는 업무는 은행 간 시장에서의 현물환매매 제한, 수출입기업과의 현물환 거래, 신용파생상품 관련 제한, 외화차입 규모의 차별, 각 거래 건별 사전신고 의무 부담 등을 들 수 있다. 이러한 실질적 거래 제한은 국내 외국환은행 및 해외 글로벌 플레이어와 비교하여 국내 증권사의 경쟁력 저하를 가져와 글로벌 금융시장의 플레이어로 성장하는데 한계를 가져온다.

현재 증권사의 외환 관련 업무는 투자은행 및 프라임브로커 업무 관련 비거주자 또는 외화에 대한 기업신용공여 업무, 외화증권의 차입 및 대여, 투자 및 투자은행 업무 관련 환전 등이 있으며, 자산관리 부문에서는 외환 관련 구조화상품의 설계 및 판매, 해외펀드 등의 금융상품 판매 등이 있으며, 자기매매 부문에서는 해외 증권투자와 은행 간 외환시장 매매 등이 있다. 그런데 기업이나 헤지펀드 같은 자본시장 고객들이 해외에서 발행된 외화표시 금융투자상품에 대한 투자나 외화차입이 필요한데 반해, 이를 지원하는 증권사는 원화대출을 받아 다시 외화로 환전해줘야 하는데서 거래비용이 발생하게 되며 업무의 불편을 겪고 있다.

2013년 11월 12일, 기획재정부는 글로벌 IB 육성을 위한 증권사 외환업무 확대 필요성에 따라 2014년 시행을 목표로 증권사 등 비은행 금융기관의 외국환업무 범위 확대를 발표하였다. 구체적으로 동 제도개선 방안에는 외환시장에서 증권사 간 외환거래를 허용하고, 종합금융투자사업자의 프라임브로커리지 업무 관련 외화증권 대차 시 사전신고를 사후보고로 완화하며, 신탁·투자일임업자의 외국환업무 범위에 파생상품 및

신용파생결합증권의 매매를 포함하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 그러나 증권사가 외환 업무를 성공적으로 수행하기 위해서는 추가적으로 증권사의 외화차입한도를 확대하고, 비거주자에 대한 원화증권 관련 신용공여, 외화증권 관련 신용공여 업무 및 외화증권대차 업무 등이 증권사 고유 업무로 인정할 필요가 있다. 이렇게 될 경우 해외 고객 및 자금의 유치와 신규 수익원 발굴을 위한 해외진출 가능성이 제고되고, 증권사 고객의 편의가 증대되며 외환시장 참여자 저변 확대로 외환시장 변동성 완화에도 도움을 줄 것으로 기대된다.

라. 위탁매매 관련 규제 개선

위탁매매업은 위탁매매 거래가 감소하고 있는 가운데 고객확보를 위한 경쟁이 심화되고 있어 비용절감에 대한 증권사들의 노력이 중요해지고 있다. 한편 시장환경적 요인의 변화가 급변하는 만큼 개별 증권사들의 전략적 노력과 함께 이러한 변화에 상응하는 제도와 규제 차원의 합리화도 중요하다고 본다.

최근 위탁매매 업무와 관련하여 수수료율이 하락할 뿐 아니라 위탁매매 거래가 감소함에 따라 증권사들의 수익성이 악화되고 있다. 특히 규모의 경제가 어려운 중소형사 중심으로 비용효율성의 개선이 시급해지고 있는 것이 사실이다. 대형사와 달리 중소형사들의 경우 모든 업무를 자체적으로 하기에는 비용부담이 크기 때문에, 업무위탁(outsourcing)에 대한 수요가 높아지고 있다. 즉 미들오피스 및 백오피스 업무 등을 통합적으로 수탁 받아 수행할 수 있는 위탁전문회사의 설립을 제도적으로 허용할 필요가 있다.

위탁매매는 상장 및 비상장 주식의 유통시장을 효율적으로 제공하는 증권사의 고유 업무이다. 비상장 주식의 경우도, 투자자들은 매매의 유

인이 존재하고 있어 증권사들은 해당 고객들을 위해 장외거래를 체결해주는 서비스를 제공한다. 그러나 국내의 경우 증권사 간 정보를 집합시킬 수 있는 호가게시시스템(미국의 경우, OTCBB나 OTC Markets)이 발달되지 못하여 사설 사이트들을 중심으로 장외거래 정보가 형성되고 이를 통해 거래가 이루어지고 있다. 그런데 여기에는 비상장주식에 대한 투자자 보호라든지 세수회피 목적의 거래유인, 비인가업자 주도의 비상장주식 거래 등의 문제가 나타나고 있는 바, 이를 해소할 필요가 있다. 코넥스 시장이 자금조달의 시장으로서 성장하는 한편, 이를 보완할 수 있는 유통시장 활성화를 위해 증권사들이 주도하는 장외거래시장 활성화를 지원할 필요가 있다.

마. 인수 업무 관련 규제 개선

앞서 논의에서 확인하였듯이, 국내 IPO시장은 대형 IPO의 건수가 증가하고 있는 반면 소형 IPO 건수는 꾸준히 감소하고 있다. 이는 증권사들이 IPO 하려는 우량 중소 벤처기업을 발굴하기 어려운 상황을 반영하고 있다. 최근 코스닥협회 설문조사에서도 우량한 중소 벤처기업들이 상장비용에 대한 부담이 커 IPO를 꺼린다는 결과가 나왔다. 중소기업들은 대기업들보다도 투자확대를 위해 IPO를 하는 경향이 크기 때문에, 중소기업 IPO는 고용창출의 효과가 크고 경제성장에 기여하는 바도 크다. 따라서 이들 기업들의 상장을 유도하도록 상장 및 상장유지 비용의 합리화를 위한 방안을 제도적으로 마련할 필요가 있다.⁴⁵⁾ 이 외에 기관투자자들의 소형주 투자를 활성화하도록 유도하는 정책방안도 강구할 필요가 있다.

45) 최근 금융위원회는 「금융업 경쟁력 강화방안」 중의 하나로 상장요건의 완화를 비롯하여 상장 이후 상장유지부담을 경감하고 상장·비상장법인 간 규제차익을 축소하는 등 상장활성화 방안을 발표하였다.

최근 회사채 발행시장이 크게 성장한 모습을 보이고는 있으나 이러한 성장이 우량회사채 중심으로 나타나고 있다. 중소 및 중견기업들이 발행하는 BBB 이하 등급의 회사채 발행은 정체되거나 감소하는 모습도 보여주고 있다. 이는 기관투자자들의 회사채 투자대상을 제한적으로 운영하면서 나타난 원인이 큰 바, 이를 합리적으로 해소할 필요가 있다. 회사채에 대한 투자 활성화나 안정적인 수요기반을 구축하도록 하기 위해서는 회사채 집중투자펀드 조성, CDS 거래 활성화, 회사채 유통시장 활성화 등을 통해 회사채 수용기반을 확대할 필요가 있다. 한편, 고수익 회사채와 담보부사채를 활성화하기 위해 부도율·회수율 통합관리를 정책적으로 개발하고 담보부사채신탁법에서 인정되는 부동산 담보뿐 아니라, 동산, 채권, 지식재산권 등으로 담보를 확대할 필요가 있을 것으로 본다.

바. 자산관리업 제도 개선

증권사 자산관리서비스 제고를 위해서는 제도적 지원이 뒷받침 되어야 할 부분들이 존재한다. 첫째, 구조화나 해외 상품 등 새로운 금융상품의 도입은 새로운 리스크를 수반하기 마련이다. 특히, 자산관리가 리테일 고객을 대상으로 한다는 점에서 금융당국 입장에서 투자자보호 문제를 신경 쓰지 않을 수 없다. 금융지식 및 세련도가 높은 기업·기관에 비해 리테일 고객은 보다 높은 수준의 설명, 적합성원칙 등 사전적인 심사와 문제발생 시 고객이 취할 수 있는 사후적인 대응 방안이 필요하다. 그럼에도 불구하고 새로운 금융상품의 도입을 일률적으로 막는 것은 고객의 선택권과 니즈를 제한하는 사회적 비용을 초래한다.

변화하는 고객 니즈에 부합한 금융상품 및 서비스 제공을 위해서는 증권사들의 보다 자율적이고 공정한 상품개발 허용, 해외투자상품 도입

절차의 간소화 등이 필요하다. 또한, 보다 포괄적인 자산관리서비스 제공을 위해 기존보다 취급 가능한 자산의 범위를 넓혀주는 제도 개선이 필요하다. 최근 시행된 자본시장통합법 개정안은 투자자문·투자일임업의 취급 가능 자산에 부동산을 포함시켜 그 범위를 확대시켜줄 것이다. 이외에도 점진적으로 자산관리서비스에 포함된 취급 가능 자산이 많아지는 방향으로 제도 개선이 추가적으로 이루어져야 할 것이다.

결국, 국내 거시적 경제·사회적 환경 변화로 인한 새로운 위험-수익 프로파일의 금융투자상품 도입이 필요한 만큼 금융당국의 적절한 위험 감수도(risk tolerance) 조정은 불가피하다. 이를 위해서는 금융당국의 자체적 금융공학 및 해외 시장 리스크에 대한 전문성을 키워야 할 것이며, 동시에 고도화된 리스크 측정 및 모니터링 시스템의 구축이 필요하다. 그리고 금융상품의 다양성, 복잡성 및 리스크 증가에 따른 적합한 판매 가이드라인과 투자자보호 제도 또한 마련되어야 할 것이다.

둘째, 국내 고객에게 보다 나은 양질의 자산관리서비스를 제공하기 위해 정부지원 하의 업계 차원의 PB 육성 및 투자자 교육 프로그램의 개발을 생각해볼 수 있다. 앞서 설명한 싱가포르의 Wealth Management Institute(WMI)가 좋은 벤치마크 대상이다. WMI는 2003년 싱가포르 국부펀드 테마섹(Temasek)과 싱가포르투자공사(GIC)가 지원해서 설립된 자산관리 교육 및 PB 육성 센터다. WMI는 수준급 강사, 업계 전문가들 및 글로벌 금융사들이 참여하여 운영되고 있으며, 최근 싱가포르가 스위스를 제치고 세계 자산관리시장의 중심지로 부상하는데 적지 않은 역할을 하고 있다. 국내에서도 '한국판 WMI'의 설립을 고려해볼 가치가 있다.

셋째, 자산관리의 채널 다변화를 위해 우선, 독립재무자문업자(IFA) 제도 도입 및 활성화를 추진할 필요가 있다. IFA 도입 시 불완전판매, 손실책임 등의 문제점을 야기할 수 있다는 우려는 사실이다. 그러나

IFA 제도가 이미 미국, 유럽, 호주 등에서 오랜 기간 자리 잡고 있는 점을 감안하면 벤치마킹을 통해 발생 가능한 문제점과 이에 대한 대응책을 충분히 마련할 수 있을 것이다. 또한, 앞서 설명된 온라인·모바일 채널의 발전을 위해서는 금융실명법과 상품판매에 대한 공간적 제한의 완화가 필요하다. 금융실명법과 관련해서는 특히 IFA 제도가 도입된다면, 고객의 편의성을 위해서 한 번의 금융거래계좌 개설로 다수의 금융사 상품 취급이 가능한 금융실명 상호인정 등의 시스템을 생각해 볼 수 있다. 비지점 금융상품판매에 관해서는 최근 금융소비자보호 법안에 '아웃도어세일즈(Outdoor Sales: ODS)⁴⁶⁾를 금지하는 내용이 포함되어 있는데, 온라인·모바일 채널을 통한 고객 수요 증가, 은행과 비은행 금융기관의 영업지점 수의 불균형 등을 고려할 경우 투자자보호 문제를 해소할 수 있는 ODS의 도입 방안 마련이 필요할 것으로 생각된다.

결론적으로 이러한 변화들은 '서비스 중심의 개방형 구조(open architecture)'로의 자산관리 사업 발전을 의미한다. 국내 자산관리 사업의 도약을 위해서는 증권사 및 금융당국의 다양한 노력들이 요구될 것이며, 이 중 상당 부분은 지금부터 준비해야 고객 수요에 맞추어 제공할 수 있을 것이다.

46) 아웃도어세일즈(ODS)는 영업 직원이 직접 고객을 방문해 스마트폰 등을 통해 개인고객 대상 종합계좌를 개설하고, 펀드가입, ELS 등 파행상품 청약과 함께 각 사의 고유한 자산관리 콘텐츠를 제공하여 외부에서도 영업점과 동일한 수준의 자산관리서비스를 제공하는 시스템이다.

사. 프라임브로커리지⁴⁷⁾

1) 재담보화를 위한 법제도적 정비

프라임브로커는 헤지펀드에게 대출을 하고 담보를 제공받아 다시 재담보로 은행이나 증권금융으로부터 대출을 받을 수 있다. 이 경우 프라임브로커는 무담보대출이나 회사채 발생 시보다 낮은 금리로 자금을 조달받을 수 있기 때문에 수익개선에 큰 도움이 될 수 있다. 특히, 담보의 설정방식이 양도담보일 경우 다양한 방식으로 재담보를 하거나 재사용을 할 수 있는 이점이 있다. 문제는 현 민법상 양도담보의 법적 안정성이 떨어지는 측면이 있어 이에 대한 개정이 필요하다는 것이다. 따라서 민법을 개정하여 담보권자로서의 자유로운 담보물의 처분이 가능한 『소유권이전형담보』를 새로이 만들면 훨씬 안정적이고 유연한 담보의 재사용이 가능할 것으로 기대된다.⁴⁸⁾

2) 프라임브로커 관련 과세제도의 정비

프라임브로커가 환매조건부채권매매 또는 주식대차거래를 통하여 헤지펀드에게 자금을 조달할 경우 이중과세 문제가 발생할 수 있다. 특히, 프라임브로커가 RP 또는 주식대차거래를 통하여 받은 대상증권을 재사용할 경우 현재 한국예탁결제원이나 한국거래소의 시스템이 이를 반영하지 못하기 때문에 이중과세 문제가 발생하는 것이다. 따라서 이들 기관에서는 RP 및 대차시스템을 개선하여 프라임브로커의 대상증권 재사용 시에도 이중과세의 부담이 없도록 할 필요가 있다.

47) 보다 자세한 설명은 오영표(2013) 참고.

48) 관련하여, 2013년 11월 예탁원에서는 ‘프라임브로커 담보관리 지원시스템’을 구축하여 담보처리업무에 대한 일괄적인 처리가 가능토록 하였다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 고용노동부, 2013, 『2013.2분기(6월말) 퇴직연금 통계』 .
- 공정거래위원회, 2013, 『2013년판 공정거래백서』 .
- 국민연금, 2012, 『국민연금 기금운용 보고서 개정판』 .
- 국회예산정책처, 2012, 『2012~2060년 장기 재정전망 및 분석』 .
- 국회예산정책처, 2013, 『2014년 및 중기 경제전망』 .
- 금융위원회, 특정금전시탁 운용 현황 및 정책방향, 보도자료, 2013 (4.11),
- 금융투자협회, 2013, 『지난 20년간 日本 금융투자상품의 변화』 .
- 김경무, 2009, 2010년 ABS 발행시장 분석, 한국기업평가 Issue Report.
- 김관태, 2007, 국내 금융권의 상품판매 경쟁 비교와 시사점, 신한은행 『신한 FSB 리뷰』 금융토픽.
- 김세형, KDB대우증권, 포기할 수 없는 해외 진출의 꿈, 이데일리, 2013 (10. 4).
- 김재철·김종민, 2011, 『한국형 헤지펀드의 미래와 영향』 , 자본시장연구원 이슈&정책 11-06.
- 김희규, 2012, 한국 부자 현황 및 자산투자 행태, KB금융지주 경영연구소 『KB daily 지식비타민』 12-93호.
- 미래에셋퇴직연금연구소, 2009, 『2020년 한국 퇴직연금시장 전망과 향후 과제』 .

- 박무환·박성민·신경혜·한정림, 2012, 『국민연금 중기재정전망(2013~2017)』, 국민연금연구원 연차보고서 2012-03.
- 백은영·정순희, 2011, 자산관리 서비스 주요 잠재 대상 고객에 관한 연구, 『Financial Planning Review』 제4권 3호, 37-66.
- 서보익, 2012, 『興? 亡? 盛? 衰? 2020~2030년 증권업 大展望』.
- 손미지, 2012, 『양날의 검, ELS의 위기와 기회』, Special Report, 신한금융투자 리서치 센터.
- 신보성·이석훈·이진호·박신애, 2008, 『증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 08-05.
- 신보성·이석훈·최순영·천창민, 2013, 『중소형 증권사 성장을 위한 정책과제』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 오영표, 2013, 『한국형 대형투자은행 활성화를 위한 법적 과제』, 한국기업법학회 2013년 춘계학술대회.
- 유경원·이혜은, 2010, 『우리나라 가계 금융자산 축적 부진의 원인과 시사점』, 보험연구원 연구보고서 2010-1.
- 유진투자증권, 2012, 『헤지펀드 시리즈 II: Prime Brokerage』.
- 윤영환, 2012, 회사채 수요기반을 키우려면, 금융투자협회 『Bulls Review』 12월호, 27-43.
- 이상복, 2010, 미국 증권법상 프라임 브로커 규제에 관한 연구, 『서강법학』 제12권 제1호, 403-435.
- 이상호·유경원·이상현, 2011, 인구고령화와 가계의 금융자산 선택: 이론 및 실증분석, 『한국경제연구』 제29권 제1호, 39-75.

- 이인형·김준석·강소현·김갑래, 2012, 『자본시장을 통한 초기단계 성장기업 지원방안 연구』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 이진면·민성환·정윤선·김바우·김재진·이용호·한정민, 2012, 『고령화를 고려한 중장기 산업구조 전망』, 산업연구원 연구보고서 2012-638.
- 이호진, 2012, 『헤지펀드의 도입 및 규제방안』, 한국금융연구원 금융연구 Working Paper 2012-03.
- 이효섭, 2013a, 『한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안』, 자본시장연구원 이슈&정책 13-02.
- 이효섭, 2013b, 자본시장 침체 극복을 위한 금융 신상품 개발의 필요성, 자본시장연구원 자본시장 Weekly(2013-33호).
- 통계청, 2012a, 『장래인구추계(2010년 인구주택총조사 기준) 2011년 12월 추계』.
- 통계청, 2012b, 『2012년 가계금융·복지조사 결과』.
- 통계청, 2013, 『2012 한국의 사회지표』.
- 한국은행, 2009, 『우리나라 M&A 현황과 정책적 시사점』.

<외국문헌>

- Aikman, J. S., 2010, *When Prime Brokers Fail-The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry*, John Wiley & Sons.
- Barclays, 2012, *Evolution of the Hedge Fund Financing Model, Capital Solutions-Special Report*.
- Brau & Fawcett, 2006, Initial public offerings: An analysis of theory and practice, *Journal of Finance* 61, 399-436.
- Capgemini, Merrill-Lynch, 2005, *World Wealth Report 2005*.
- Ellis, Michaely, O'Hara, 2000, When the underwriter is the market maker: An examination of trading in the IPO aftermarket, *Journal of Finance* 55, 1039-1074.
- Hoberg, 2007, The underwriter persistence phenomenon, *Journal of Finance* 62, 1169-1206.
- Liu & Ritter, 2011, Local underwriter oligopolies and IPO underpricing, *Journal of Financial Economics* 102, 579-601.
- Maude, David, 2006, *Global Private Banking and Wealth Management: The New Realities*, Wiley Finance.
- Nomura International, 2011, *South Korea's demographic sweet spot, Nomura Asia Special Report*.
- SIFMA, 2009, *SIFMA factbook 2009*.
- Wells Fargo, 2013, *Post-Crisis: Hedge Funds, Custodial Risk, and Prime Brokers*.

<웹사이트>

국민연금	www.nps.or.kr
국회예산정책처	www.nabo.go.kr
금융감독원	www.fss.or.kr
금감원 금융통계시스템	fisis.fss.or.kr
금융감독원 전자공시시스템	dart.fss.or.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
더 벨	www.thebell.co.kr
에프앤가이드	www.fnguide.com
정책금융공사	www.kofc.or.kr
코스콤	www.koscom.co.kr
한국은행	www.bok.or.kr
한국은행 경제통계시스템	ecos.bok.or.kr
BIS	www.bis.org
IMF	www.imf.org
JSDA	www.jsda.or.jp
Jay R. Ritter	bear.warrington.ufl.edu/ritter