이슈보고서 26-19

ISSUE
REPORT

K-자본시장 정책시리즈 4

생산적 금융을 위한 증권업 건전성 제도 개선 방향

노성호 · 이효섭

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

생산적 금융을 위한 증권업 건전성 제도 개선 방향

저자 노성호·이효섭*

금융당국은 2013년 종투사 제도 도입과 2016년 (신)NCR 전환을 통해 증권업의 자본 활용도를 제고하고자 하였으나, 확대된 자본 여력이 생산적 분야로 충분히 배분되었는지에 대해서는 이견이 존재한다. 이에 본 연구에서는 제도 개편 전후 증권업의 수익성 및 건전성 변화를 진단하고, 이를 토대로 건전성 제도의 개선 방향을 제시하고자 한다.

(신)NCR 개편 이후 증권업 자기자본은 2.9배 증가하였고 ROE는 10% 수준에 근접하였으며, IB 수익의 비중과 규모도 크게 늘었다. 이와 같은 성과를 볼 때 개편의 목적인 기업금융 증가 및 자본 활용도 제고가 상당 부분 달성된 것으로 평가한다. 한편 증권업 성장이 전업계 종투사에 집중되어 RWA 규제를 중복 적용받는 은행지주계열 종투사는 상대적으로 부진한 한계 또한 존재한다. 대형사의 (신)NCR과 (구)NCR이 상반된 흐름을 보이고 규모별 위험 구성도 이질화되는 등 건전성 괴리도 나타났다. 실증분석 결과 위험자본 확대와 IB 수익 비중의 연관성은 규제 개편 이후 약화되었고 오히려 위탁·자기매매 부문에서 의미 있는 변화가 나타나, 자본 여력 확대가 제도 취지대로 모험자본 공급으로 이어지는 데 한계가 있었다.

향후 건전성 제도는 기존 개편의 성과를 유지하면서, 확대된 자본 여력이 모험자본 공급과 발행어음·IMA 기반 기업금융으로 이어지도록 설계되어야 한다. 이를 위해 대형사와 중소형사의 규제를 차별화하여 대형사에 한하여 중장기적으로 바젤 방식의 자기자본 규제 도입을 검토하고, 중소형사에 대해서는 바젤 방식과 순자본비율 방식을 선택할 수 있도록 허용함으로써 기업금융 역량 제고와 사업 차별화를 도모할 필요가 있다. 아울러 증권업 레버리지비율의 임계수준을 완화하고 첨단전략산업 인프라의 투·융자와 정책금융 펀드에 적용되는 위험값을 합리적으로 개선하여 생산적 분야로의 자금 공급을 촉진하여야 한다.

---

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
금융산업실 연구위원 노성호 (nohs@kcmi.re.kr) / 금융산업실 선임연구위원 이효섭 (hslee@kcmi.re.kr)

** 발행: 2026년 11월 27일

Ⅰ. 서론

한국 경제는 노동투입과 자본투입, 총요소생산성의 동반 저하로 잠재성장률이 2% 수준까지 하락하였으며[01], 부동산과 예금에 편중된 자금을 첨단전략산업과 벤처기업 융・투자로 유도하는 생산적 금융 대전환이 시급한 과제로 대두되고 있다. 이 과정에서 모험자본[02] 공급을 담당하는 증권회사의 역할이 무엇보다 중요한 시점이다. 금융당국은 2013년 종합금융투자사업자(이하 종투사) 지정과 2016년 (신)NCR 도입[03]을 통해 종투사 중심의 모험자본 공급 확대를 지원해 왔다. 그러나 종투사가 발행어음과 종합투자계좌(Investment Management Account: IMA) 등을 통해 조달한 자금을 기업금융에 공급해 왔음에도 총자산 대비 모험자본 공급 비중은 낮은 수준에 머물러 있으며, 부동산 PF와 ELS 등 비생산적 분야에 상당한 자금이 배분되었다는 비판이 제기된다.[04] 중소형사 역시 기업금융 여력이 부족하여 위탁매매와 자기매매 위주의 영업에 머물러 있어 사업 차별화가 미흡한 실정이다.

증권회사가 국민성장펀드 출자, 혁신벤처기업・인프라 투자, ECM・DCM 및 M&A 자문 등 기업금융 강화를 통해 생산적 금융 대전환을 주도하기 위해서는 자본 활용과 수신 기능을 뒷받침할 건전성 규제가 함께 정비되어야 한다. 국제적으로도 FSB(2025)와 IMF(2025)는 단기자금 조달에 기반한 비은행 금융중개(Non-Bank Financial Intermediation: NBFI) 자산의 확대와 은행 부문과의 상호연계성 심화가 금융시스템의 취약성을 확대시킬 수 있다고 경고하고 있으며, 한국이 관련 자산(EF3) 규모 상위 4개국에 포함된다는 점에서 국내 증권업 역시 시스템 위험 논의의 예외가 아니다. 이러한 관점에서 종투사는 수신 기능이 확대된 만큼 자산・부채 간 만기 불일치 위험과 유동성 위험을 체계적으로 관리할 수 있는 체계를 갖출 필요가 있다. 한편 국내 증권사 중 다수는 은행지주회사 계열 자회사로서 (신)NCR 규제와 은행지주회사의 위험가중자산(Risk-Weighted Assets: RWA) 규제를 동시에 적용받아 실질적 이중규제 부담을 안고 있으며,

01 이은경 외(2024)

02 금융위원회(2025)는 모험자본을 '중소・중견・벤처기업 발행증권 및 이에 대한 대출, A등급 이하 채권(대기업 계열사 제외), 상생결제 외상매출채권 및 이를 담보로 하는 대출, 벤처투자조합・신기사조합에 대한 출자 및 대출, 모태펀드・코스닥벤처펀드・하이일드펀드・소부장펀드에 대한 출자 및 대출, 국민성장펀드, BDC 등'으로 열거 형태로 기술하였다.

03 (구)NCR은 '〔영업용순자본÷총위험액〕'으로 산출되었으며, (신)NCR은 '〔영업용순자본-총위험액〕÷필요유지자기자본'으로 산출된다. (구)NCR은 바젤의 BIS비율 산식과 유사하여 바젤 방식으로 불리며, (신)NCR은 미국 순자본규제 방식과 유사하여 순자본 방식으로 불린다. 금융당국은 증권사의 유휴자본 활용을 높이고, 모험자본 공급을 확대하는 것을 목표로 2016년부터 (신)NCR을 도입하기로 발표했다. 증권업 건전성 제도의 연혁과 특징에 대해서는 이효섭(2022)을 참고하기 바란다.

04 이효섭(2023), 장근혁・이석훈・이효섭(2023)

중소형사는 기업금융 관련 신용위험을 자기자본에서 차감하는 방식으로 인해 유휴 자본의 활용에 제약이 크다. 아울러 증권업 전반이 엄격한 레버리지비율 규제를 적용받고 있어 부채 조달을 통한 자산 확대 또한 제한적이다.

이에 본 연구에서는 2016년 (신)NCR 규제의 도입을 기점으로 국내 증권업이 규모, 수익성[05], 건전성 측면에서 어떠한 변화를 경험하였는지 진단하고, 위험액 증가가 증권사의 수익구조에 미친 영향을 분석하고자 한다. 우선 II 장에서는 (신)NCR 도입 전후 증권업의 외형 성장과 수익성 변화를 살펴보고, 대형사와 중소형사 간 건전성 지표의 괴리 및 총위험액 구성의 차별화 양상을 진단한다. III장에서는 위험액 증가분이 증권사 유형별 수익구조에 미친 영향을 실증적으로 분석하고, 현행 건전성 규제 체계가 종투사의 실질적 위험감내능력을 충실히 반영하지 못하는 요인을 검토한다. IV장에서는 이상의 논의를 기초로 국내 증권업이 모험자본 공급이라는 본연의 기능을 충실히 수행하고 '생산적 금융 대전환'의 핵심 주체로 자리매김할 수 있도록 건전성 규제의 개선 방향을 제시한다.

II. 증권업의 수익성 및 건전성 변화 동향

1. 규모 및 수익성

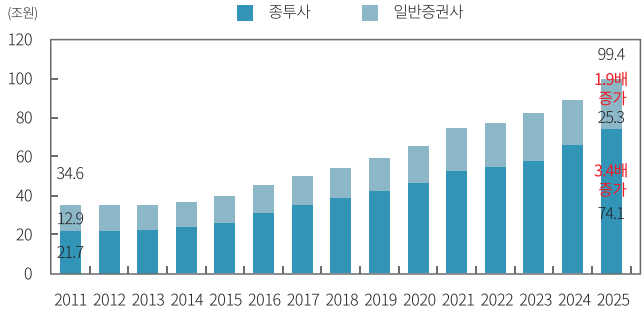
가. 대형화 추세

국내 증권업은 수익성 개선과 유상증자를 통한 대형화에 힘입어 자기자본 규모가 빠르게 증가했다. 증권업 전체 자기자본 총계는 2011년 34.6조원에서 2025년 99.4조원으로 2.9배 증가하였는데, 이러한 성장은 회사 유형에 따라 상이하다(<그림 II-1> 참조). 동 기간 일반증권사의 자기자본은 12.9조원에서 25.3조원으로 1.9배 증가하는 데 그친 반면, 종투사의 자기자본은 21.7조원에서 74.1조원으로 3.4배 확대되어 증권업 대형화를 실질적으로 주도했다. 이는 2013년 종투사 제도 도입 이후 자기자본 3조원 이상 증권회사에 기업신용공여 업무가 허용되고, 자기자본

05 본 연구는 모험자본 공급의 정도를 IB 부문 수익 비중으로 파악하고, 총위험액 중 신용위험액을 보조 지표로 활용한다. 두 항목에는 각각 부동산 PF 채무보증과 개인 신용공여 등 모험자본으로 보기 어려운 업무가 포함되어 있으나, 증권사의 모험자본 공급과 기업신용공여 익스포저가 기본적으로 이들 항목에 계상된다는 점에서 그 변화를 통해 모험자본 공급의 추이를 가늠할 수 있다.

4조원 및 8조원 이상 회사에 대해 각각 발행어음과 IMA를 통한 수신 기능이 부여되면서 영업 기반이 단계적으로 확장된 데 기인한다. 특히 2016년 (신)NCR 제도 도입 이후에는 종투사를 중심으로 유휴 자본의 활용도가 제고되었으며, 이들 종투사는 개선된 수익성을 기반으로 양적 성장을 가속화하고 있다. 이러한 점에서 종투사 제도와 (신)NCR 개편은 유휴 자본의 활용도를 높여 증권업의 대형화를 촉진한다는 당초 목표를 종투사를 중심으로 상당 부분 달성한 것으로 평가할 수 있다.

<그림 II-1> 종투사와 일반증권사의 자기자본 총계 추이



자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

개별 회사 차원에서는 전업계 종투사의 자기자본 성장세가 특히 두드러진다. 2025년말 기준 전업계 종투사가 증권업 자기자본 순위 상위 5위권을 형성하고 있는 반면, 과거 상위권을 점하였던 은행지주계열 종투사의 순위는 전반적으로 하락하였다(<그림 II-2> 참조). 2007년말 기준 각각 1위, 3위, 7위, 10위를 기록하였던 은행지주계열 대형 증권회사는 2025년말에는 3위, 6위, 7위, 9위로 후퇴하였다. 이러한 순위 변동은 건전성 규제 적용의 차이와 무관하지 않은 것으로 판단한다. (신)NCR 도입 이후 전업계 종투사는 확대된 유휴 자본을 적극적으로 활용하여 높은 수익성을 실현한 반면, 은행지주계열 종투사는 (신)NCR과 함께 은행지주회사의 RWA 규제를 중복적으로 적용받아 유휴 자본을 충분히 활용하지 못한 것으로 보인다.

<그림 Ⅱ-2> 대형 증권회사의 자기자본 순위 변화

2007년말 자기자본 순위

순위	회사	규모(조원)
1위	NH투자증권	2.4
2위	미래에셋증권	2.3
3위	KB증권	2.3
4위	삼성증권	2.2
5위	한국투자증권	2.2
6위	대신증권	1.7
7위	신한투자증권	1.6
8위	(구)미래에셋증권	1.5
9위	유안타증권	1.0
10위	하나증권	0.8
15위	메리츠증권	0.5
22위	키움증권	0.3

2025년말 자기자본 순위

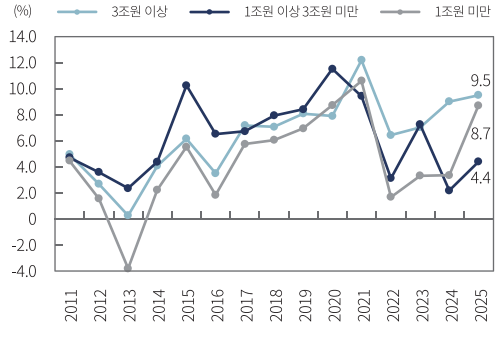
순위	회사	규모(조원)
1위	한국투자증권	11.2
2위	미래에셋증권	10.4
3위	NH투자증권	8.6
4위	삼성증권	7.6
5위	메리츠증권	7.5
6위	KB증권	6.7
7위	하나증권	6.1
8위	키움증권	6.1
9위	신한투자증권	5.7
10위	대신증권	4.1

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

나. 증권사 수익성 변화

국내 증권업의 수익성은 2010년대 초반 ROE가 0%대의 부진한 수준에 머물기도 했으나, 2010년대 중반 이후 대형화와 업무범위 확대, 코로나19 이후 자본시장 투자자 저변의 확대에 힘입어 ROE 10%에 근접하는 수준까지 회복되었다(<그림 Ⅱ-3> 참조). 다만 이러한 수익성 개선은 모든 증권회사에서 관찰되지는 않았으며, 특히, (신)NCR 제도가 도입된 2016년 이후 대형사의 ROE는 뚜렷한 개선세를 보인 반면 중소형사는 정체 내지 하락하는 모습을 나타냈다. 2025년 말 기준 자기자본 3조원 이상 대형사의 ROE는 9.5%를 기록한 반면 중형사와 소형사는 각각 4.4%와 8.7%에 그쳐, 2010년대 중반 이후 중소형사의 수익성이 대형사에 비해 대체로 부진한 흐름을 나타내고 있다. 이는 대형사가 확대된 자본 여력을 기업금융 등 신규 업무 영역에 배분하며 수익 기반을 다변화한 반면, 중소형사는 자본력 제약으로 새로운 수익원 발굴에 상대적으로 뒤처질 수밖에 없었던 구조적 차이가 반영된 결과로 판단한다.

<그림 Ⅱ-3> 증권사 규모별 ROE 추이

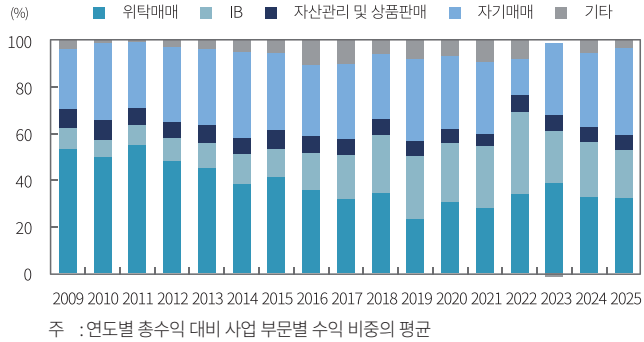


자료: 금융투자협회

다. 증권사 사업 부문별 수익성 변화

증권업 사업 부문은 자기자본 소모가 상대적으로 적은 위탁매매, 자산관리 및 상품판매 부문과 자기자본 소모가 큰 IB, 자기매매 부문으로 구분할 수 있다. 2009년 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』(이하 자본시장법) 시행으로 겸업 범위가 확대된 직후 위탁매매 비중은 55.3%로 하락하고 자기매매 비중은 26.3%(2009년)에서 37.4%(2025년)로 11.1%p 상승하였다.[06] 이후 증권업 위탁매매 비중은 2014년 38.2%까지 완만히 하락한 반면 IB 비중은 2015년 12.4%로 점진적으로 상승하였으며, 이 과정에서 2013년 도입된 종투사 제도가 대형사의 IB 기능 확대를 뒷받침한 것으로 보인다.

<그림 II-4> 증권업 사업 부문별 수익 비중



주 : 연도별 총수익 대비 사업 부문별 수익 비중의 평균
자료: 금융감독원 및 저자 계산

이러한 변화는 (신)NCR과 종투사 제도 도입에 따른 발행어음 출시를 기점으로 한층 뚜렷해진다(<그림 II-4> 참조). (신)NCR이 전면 도입된 2016년 위탁매매 비중은 36.2%로 하락하고 IB 비중은 15.9%로 상승하였으며, 2017년 초대형 IB 제도와 발행어음 업무 인가로 IB 비중은 2018년 25.0%까지 확대되었다. 2019년에는 증시 거래대금 위축으로 위탁매매 비중이 23.6%까지 하락하였으나, 2020년 개인투자자의 증권시장 유입으로 반등하였다. 2022년에는 금리 상승에 따른 자기매매 손실 확대로 IB 비중이 34.8%까지 상대적으로 높아졌으며, 2023~2025년에는 자기매매 수익 비중이 37.4%까지 회복되면서 위탁매매와 IB 비중은 각각 32.5%와 20.7%로 다시 낮아지고 있다.[07]

06 다만, 2008년 글로벌 금융위기가 2009년 수익 구조에 미친 영향을 고려하면, 이를 온전히 제도 변화에 따른 결과로 단정하기는 어렵다.

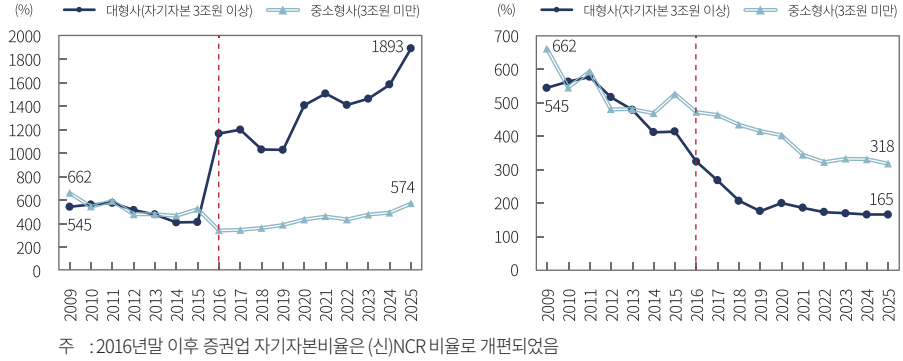
07 분야별 수익 비중은 증권사 규모별로 차이를 보이는데, 이는 부록에서 논의한다.

2. 건전성

가. 자기자본 규제 비율 변화

증권업의 자기자본 규제 지표는 2015년까지 (구)NCR 산식(영업용순자본÷총위험액)을 유지하였으나, 2016년부터 모험자본 공급 확대와 손실흡수능력 평가를 목표로 (신)NCR 산식((영업용순자본－총위험액) ÷필요유지자기자본)으로 전환되었다. 제도 개편 이전에는 자기자본 3조원 이상 대형사와 3조원 미만 중소형사 간 NCR 비율에 큰 차이가 없었으나, 대형사는 2015년 400% 대에서 2025년 1,893%로 급등한 반면 중소형사는 같은 기간 500~600% 수준에 머물러 있다(이하 <그림 Ⅱ-5> 참조). 양 그룹 모두 규제 임계수준을 크게 상회하는 점은 긍정적이나, 그 격차가 지속적으로 확대되고 있다는 점은 주목할 필요가 있다. 대형사의 경우 자기자본 규모가 클수록 비율이 상승하는 산식상 특성으로 인해 (신)NCR이 실질적 건전성 위험을 충실히 반영하지 못할 수 있으며, 중소형사의 경우 분모인 필요유지자기자본에는 대형사와 큰 차이가 없는 반면 영업용순자본이 상대적으로 작아 총위험액 기여도가 높은 기업금융 업무를 적극적으로 수행하는 데 제약이 따른다.

<그림 Ⅱ-5> 자기자본 규제비율 추이(좌) 및 (구)NCR 비율 추이(우)



주 : 2016년말 이후 증권업 자기자본비율은 (신)NCR 비율로 개편되었음
자료: 금융감독원

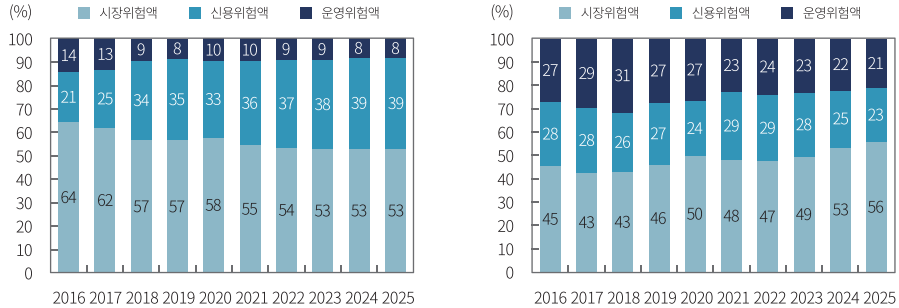
이처럼 개정된 NCR 지표가 증권사 규모에 따라 차등적인 효과를 가져온 가운데, (구)NCR 비율 추이는 (신)NCR 비율 추이와 정반대의 흐름을 나타낸다. 대형사의 (구)NCR은 2009년 545%에서 지속적으로 하락하여 2025년 165%를 기록, 경영개선권고 발동 기준인 150%에 근접한 수준이다. 중소형사 역시 같은 기간 662%에서 318%로 하락하였으나 그 폭이 완만하여 2016년 이후에는 오히려 대형사를 상회하고 있다. 이는 대형사가 자본 확충과 기업금융 확대를 통해 위험인수

규모를 빠르게 늘려온 결과 자기자본 대비 위험노출액이 구조적으로 확대되었음을 시사한다. 특히 신용평가업계는 종투사가 발행어음과 IMA를 통해 단기로 조달한 자금을 부동산금융 · 기업신용공여 등 장기 위험자산에 운용함에 따라 자산 · 부채 간 만기 불일치에 기인한 건전성 위험이 확대될 것으로 평가하고 있다.[08]

나. 위험액 구성 변화

NCR 산정의 기초가 되는 총위험액은 시장위험액 · 신용위험액 · 운영위험액으로 구성되는데, 2016년 이후 회사 규모에 따라 그 구성이 뚜렷하게 차별화되는 양상이 관찰된다(<그림 II-6> 참조). 자기자본 3조원 이상 대형사의 경우 시장위험액 비중이 2016년 64%에서 2025년 53%로 11%p 하락한 반면 신용위험액 비중은 같은 기간 21%에서 39%로 18%p 상승하여, 위험 구성의 중심축이 이동하였음을 확인할 수 있다. 이는 종투사 지정 이후 대형사를 중심으로 기업신용공여와 부동산 PF 채무보증 등 기업금융 여력이 증가함과 동시에 개인신용공여를 통한 위탁매매 수익 개선을 추구한 것이 주요 동인으로 작용한 것으로 볼 수 있다.[09] 한편, 대형사의 운영위험액 비중이 축소된 것은 종투사 영업이익이 꾸준히 증가하고, 종투사 업무 확대에 따라 시장위험액과 신용위험액의 절대 수준이 큰 폭으로 증가하면서 나타난 상대적 효과로 해석할 수 있다.

<그림 II-6> 대형사(좌)와 중소형사(우)의 위험액 구성비중 추이



자료: 금융감독원

반면 중소형사의 위험액 구성은 대형사와 상반된 흐름을 나타낸다. 중소형사의 시장위험액 비중은 2016년 45%에서 2025년 56%로 11%p 상승한 반면, 신용위험액 비중은 28%에서 23%로,

08 김예일 외(2026), 안수진(2026)

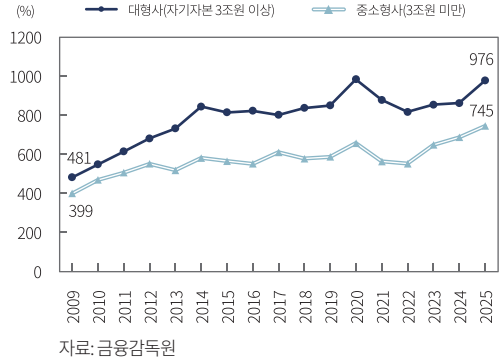
09 대형사를 중심으로 위탁매매 수익 중 이자수익 비중이 크게 증가하였는데 이는 다음 III장 1절에서 보다 상세하게 논의한다.

운영위험액 비중은 27%에서 21%로 각각 하락하였다. 이는 중소형사의 업무 비중이 자본력 제약으로 인해 위험인수를 수반하는 기업금융 업무 대신 부동산 PF 등 규제 비용 대비 수익성이 상대적으로 높은 부문으로 집중되었을 가능성을 시사한다.[10] 더불어 자기매매 등 전통적인 증권업 분야는 보유 유가증권의 가격변동위험에 대한 노출도가 상대적으로 높아 시장위험액 비중이 지속적으로 상승하는 배경이 되고 있다.

다. 레버리지비율 변화

증권사의 레버리지비율은 2013년 종투사 제도 도입을 전후하여 대형사를 중심으로 뚜렷한 상승세를 나타내고 있다(<그림 Ⅱ-7> 참조). 대형사의 레버리지비율은 2009년 481%에서 2014년 800%대에 진입한 이후 2020년 980% 수준까지 상승하였으며, 2025년에는 976%를 기록하여 중소형사(745%)를 큰 폭으로 상회하고 있다. 이는 종투사 지정 이후 기업신용공여와 부동산금융 등 자산 기반 업무가 확대되면서 자기자본 대비 자산 규모가 빠르게 성장하였음을 시사한다. 다만 현행 규제 체계에서는 레버리지비율이 900~1,100% 이상인 경우 적기시정조치 대상이 될 수 있어, 대형사의 레버리지비율은 사실상 규제 상한에 근접한 수준에서 관리되어 온 것으로 판단한다.

<그림 Ⅱ-7> 증권사 규모별 레버리지비율 추이



자료: 금융감독원

한편, 레버리지비율이 2020년 정점을 기록한 이후 2022년까지 810% 수준으로 하락한 것은 부동산 PF 익스포저 축소와 유상증자・신종자본증권 발행 등 선제적 자본 확충의 결과로, 자기자본 확충을 수반하지 않는 자산 성장이 구조적으로 제약됨을 보여준다. 이는 대형사가 모험자본 공급 기능을 확대하는 과정에서 레버리지 규제가 실질적 구속 요인으로 작용할 수 있음을 의미한다. 다만 발행어음과 IMA를 통한 조달분이 레버리지비율 규제 적용 대상에서 제외되고 있다는 점을 고려하면, 동 지표만으로는 종투사의 실질적 외형 확대와 그에 수반되는 위험을 충실히 포착하기 어려운 한계가 있다.

10 실제로 같은 기간 동안 중형사의 IB 부문 수익 비중은 증가하였는데(부록 1 참고) 이를 종합적으로 고려하면 IB 부문 중 신용위험액 기여도가 낮은, 예를 들어 부동산 PF 채무보증 업무를 확대하여 위험 대비 수익 극대화를 추구한 것으로 해석할 수 있다.

이상을 종합하면, 종투사 제도와 (신)NCR 개편은 증권업의 자기자본 확충, 위험인수 확대를 통해 자본 활용도 제고라는 당초 목표를 상당 부분 달성한 것으로 평가할 수 있다. 다만 그 성과가 전업계 대형 종투사에 집중되고 규모별 건전성 지표와 위험 구성이 이질화되었다는 점에서, 확대된 자본 여력이 실제로 어떤 업무에 배분되었는지를 검토할 필요가 있다. III장에서는 이를 실증적으로 분석한다.

III. (신)NCR 도입 이후 증권업 수익 및 위험 변화

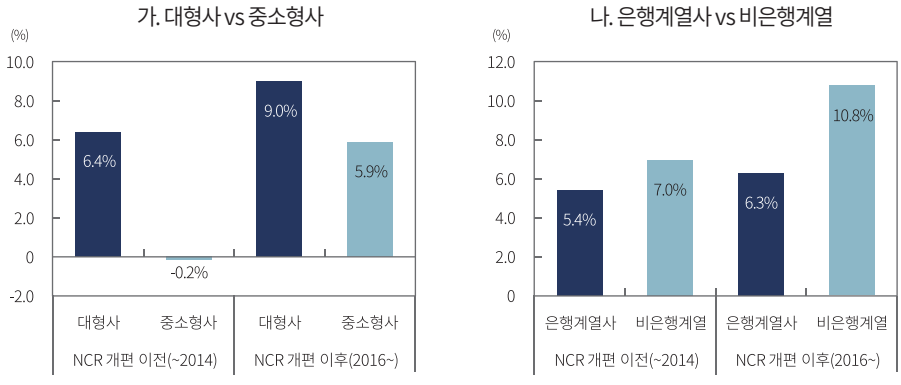
1. 증권사 유형별 수익 구조의 변화

II장에서 확인한 증권업의 양적·질적 변화의 배경으로 증권사 유형에 따라 건전성 규율 체계가 차등적으로 적용된 점에 주목할 필요가 있다. 국내 증권업 건전성 규제는 NCR을 기본으로 은행지주회사 계열 증권사에는 연결 BIS 비율 산출 과정에서 바젤 기준 위험가중자산(Risk Weighted Asset: RWA)이 추가로 적용되고 있다. 두 체계는 규제 목적과 산식의 차이로 인해 동일 포지션에 대해 다른 자본비용이 발생할 수 있는데(IOSCO, 2014; 장정모·김현숙, 2016; 이효섭, 2022), 이는 위험 대비 기대수익이 높은 업무로 자원이 이동하는 유인을 발생시킨다.[11]

실제로 2016년을 전후로 증권사의 유형에 따라 ROE의 상대적인 증가분이 크게 달라진 것을 확인할 수 있다(<그림 III-1>). 대형사와 중소형사 사이의 수익률 격차는 2016년 이후 완화되었으나 여전히 통계적으로 유의한 수준에서 대형사가 중소형사 대비 높은 수익률을 보인다. 한편, 은행계열사와 전업계 증권사를 비교할 경우, NCR 개편 이전에는 평균 수익률의 차이가 크지 않았으나 개편 이후 크게 벌어진 것을 알 수 있다. 이는 NCR 개편이 증권업 전반에 자본 수익률을 제고하는 효과를 가져왔으나 여전히 대형사와 중소형사 사이의 간극이 존재하며, 특히 전업계 대형 증권사를 중심으로 자본 수익률이 비대칭적으로 개선된 것을 의미한다.

11 규제 목적 위험가중치와 시장 위험 사이의 괴리가 금융중개기관의 자본 배분에 미치는 영향에 대한 연구는 Acharya et al.(2014), Gropp et al.(2019), Behn et al.(2022) 등을 참고할 수 있다. 국내에서도 박용린·이석훈(2017)은 순자본비율과 레버리지비율이 규제 목적에 정합하게 작동하는지를 검토하였으며, 이효섭(2023)과 장근혁·이석훈·이효섭(2023)은 부동산 PF 채무보증의 위험값 조정이 종투사의 업무 형태에 미친 영향을 분석하였다.

<그림 III-1> NCR 개편 전후 수익성(ROE) 비교



주 : 연간 ROE의 평균값을 비교, 은행계열사와 비은행계열 증권사 비교는 대형사에 한정, 기간 내 유형별 차이는 NCR 개편 이전 은행계열사와 비은행계열사 비교군을 제외하고 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 유의

자료: 금융감독원 및 저자계산

건전성 규율 체계의 차이로 인하여 발생한 기대수익의 차이는 NCR 개편 전후의 부문별 수익 비중 변화 양상을 통해 뚜렷하게 확인할 수 있다. <표 III-1>은 NCR 개정 전(~2014)과 후(2016~) 기간 동안 영업 부문별로 수익 비중의 변화 양상을 t-검정으로 비교한 결과이다. 모든 표본군에서 공통적으로 위탁매매 수익 비중이 축소되고 IB 수익 비중이 확대된 경향을 확인할 수 있다. 다만, 위탁매매 비중의 축소폭은 증권업 전체(−16.2%p)가 대형사(−8.8%p)보다 큰데, 이는 수익 구조 재편이 대형사보다 중소형사에서 더 급격하게 진행되었음을 시사한다.

<표 III-1> NCR 개정 전후 부문별 수익 비중 변화

		위탁매매	IB	자산관리 상품판매	자기매매
증권사 전체	개정 전(A)	0.486	0.098	0.079	0.315
	개정 후(B)	0.324	0.243	0.066	0.306
	차이(B-A)	-0.162***	0.145***	-0.014**	-0.009
대형사	개정 전(A)	0.558	0.069	0.117	0.260
	개정 후(B)	0.470	0.178	0.073	0.289
	차이(B-A)	-0.088***	0.110***	-0.044***	0.029
은행계열사	개정 전(A)	0.586	0.076	0.095	0.274
	개정 후(B)	0.461	0.206	0.083	0.290
	차이(B-A)	-0.125***	0.130***	-0.012	0.016

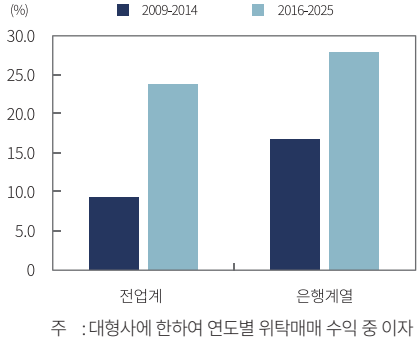
주 : 2005~2025년(2015년 제외) 동안의 부문별 수익 비중의 평균값을 이분산 가정하에서 Welch t-검정으로 차이값의 유의성을 평가하고 유의성 수준은 10%(*), 5%(**), 1%(***)로 표시

자료: 저자 계산

한편, IB 비중의 확대 폭은 은행계열 대형사(+13%p)가 대형사 전체(+11%p)보다 크게 나타났다. 2016년 NCR 개편 이전 IB 수익 비중은 대형사 전체와 은행계열사 모두 유사한 수준이었으므로, 이 차이는 개편 이후 은행계열 대형사의 IB 비중(20.6%)이 비은행계열 대형사보다 높게 형성된 데 기인한다. 반면, 자기매매 비중은 뚜렷한 변화를 보이지 않고 자산관리 및 상품판매 비중의 축소 경향도 대형사 전체(−4.4%p)와 달리 은행계열 대형사에서는 유의하지 않다. 결론적으로 은행계열 대형사의 수익 구조 변화는 위탁매매의 축소와 IB의 확대로 요약할 수 있다.

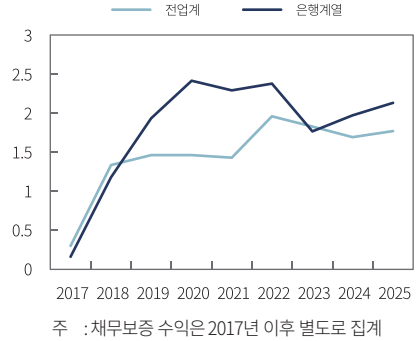
다만, 이와 같은 수익 구조의 변화가 반드시 생산적 금융으로의 전환을 의미한다고 보기는 어렵다. 예를 들어, 위탁매매와 IB 부문에는 각각 중개 수수료 수익과 신용공여 이자수익, 인수・주선 수수료와 채무보증수수료 등 자기자본 소모의 성격이 서로 다른 업무가 혼재되어 있으므로, 규제 환경이 업무 선택에 미친 영향은 부문 내부의 세부 비중을 살펴볼 필요가 있다.

<그림 III-2> 위탁매매 중 이자수익 비중



주 : 대형사에 한하여 연도별 위탁매매 수익 중 이자수익 비중의 평균을 비교
자료: 금융감독원 및 저자 계산

<그림 III-3> 인수주선 대비 채무보증 수익 비중



주 : 채무보증 수익은 2017년 이후 별도로 집계
자료: 금융감독원 및 저자 계산

위탁매매 수익 세부 항목을 살펴보면, 은행계열 증권사에서 신용공여 기반 이자수익의 확대 폭이 상대적으로 작은 것을 알 수 있다(<그림 III-2>). 위탁매매 중 이자수익 비중은 전업계에서 9.29%에서 23.69%로 14.40%p 상승한 반면 은행계열 증권사는 16.69%에서 27.82%로 11.13%p 상승하는 데 그쳐, 계열 간 격차가 7.40%p에서 4.13%p로 축소되었다. 이는 NCR 개편 이후 확대된 자본 여력을 신용공여로 전환하는 속도가 전업계 증권사에서 더 빨랐음을 시사한다.[12]

IB 부문 성장 배경을 보면 은행계열 증권사는 채무보증수수료에 대한 의존도가 높았던 것을 알 수 있다. 은행계열 증권사의 인수주선 대비 채무보증 수익 비중은 2019년 약 1.9배로 증가한

12 특히 해당 기간 동안 개인투자자의 신용융자 잔고가 구조적으로 확대된 점(김민기, 2022)은 신용공여 기반 위탁매매 수익을 증가시키는 수요 측면의 요인으로 작용하였다.

이후 2025년까지 평균 2.1배를 유지하고 있다(<그림 III-3>). 이는 같은 기간 전업계 증권사의 채무보증 수익이 인수주선 대비 평균 1.6배 수준을 유지한 것보다 높다. 채무보증은 자기자본을 직접 소모하지 않는 점에서 자본비용 부담이 상대적으로 적기 때문에 바젤 규제의 적용을 받는 은행계열 증권사에서 비교우위가 있었을 것으로 해석할 수 있다.

이와 같은 결과를 종합하면, 위탁매매와 IB 수익 세부 비중에 대한 분석은 공통적으로 은행계열 증권사가 자기자본을 직접 소모하는 업무보다 부외 약정에 기반한 수수료 업무에 대한 의존도를 증가시켰음을 의미한다. 특히, 은행계열 증권사에서 신용공여의 확대가 상대적으로 부진한 반면, 채무보증 의존도가 높게 나타나는 것은, 자본요건 강화에 직면한 금융회사가 자기자본 확충보다 위험가중자산의 규모를 줄이거나 자산군별 비중을 재배분하여 대응한다는 기존의 연구결과(Gropp et al., 2019; Behn et al., 2022)와도 부합한다.

2. 위험액 증가가 부문별 수익에 미치는 영향

이 절에서는 앞서 살펴본 자본 여력의 확충이 부문별 수익 구조에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 앞 절의 분석을 확장하여 개별 기관 및 시장 환경에 의한 요인을 통제한 패널 회귀분석 모형을 설정하고 이에 기반하여 총위험액, (구)NCR, 레버리지비율이 수익 구조와 어떠한 연관성을 갖는지를 검토한다.

추정 표본은 2009~2025년 동안 국내 증권사 연도별 패널 자료를 사용하였고, (신)NCR이 부분 적용된 2015년을 분석에서 제외하였다. 종속변수는 순영업수익 대비 네 개 부문(위탁매매, IB, 자산관리 및 상품판매, 자기매매)의 수익 비중이며, 핵심 설명변수는 총위험액(의 로그값), (구)NCR 비율, 레버리지비율을 사용한다. 총위험액은 절대적 위험 규모를, (구)NCR은 자본 여력의 변화분을, 레버리지비율은 상대적 위험 규모를 의미한다.

추정식 모형은 다음과 같다:

$$Y_{i,t} = \sum_{k=1}^{3} (\beta_1 X_{i,t}^{(k)} + \beta_2 X_{i,t}^{(k)} \times Post_t) + \gamma Post_t + \delta Z_{i,t}^{f} + \theta Z_t^{m} + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$Y_{i,t}$는 증권사 i의 t기 순영업수익 대비 부문별 수익 비중으로 위탁매매, IB, 자산관리 및 상품판매, 자기매매 중 하나를 의미한다. 핵심 설명변수는 총위험액의 로그값($X^{(1)}$), (구)NCR($X^{(2)}$),

레버리지비율($X^{(3)}$)을 사용한다. 이는 2016년 이후 1의 값을 가지는 더미변수 $Post_t$와 교차항을 이루어 위험값 증가에 따른 부문별 수익 비중의 변화를 NCR 개편 이전(β_1)과 이후($\beta_1+\beta_2$)로 나누어 추정한다.[13] 통제변수로는 기업 특성 $Z_{i,t}^{f}$(총자산의 로그값, ROE), 거시경제 환경 Z_t^m(시장수익률, 거래대금 증가율, 국고채 3년 금리, CP 금리, 주택가격지수)와 더불어 기업별 고정효과 α_i를 사용하였다.

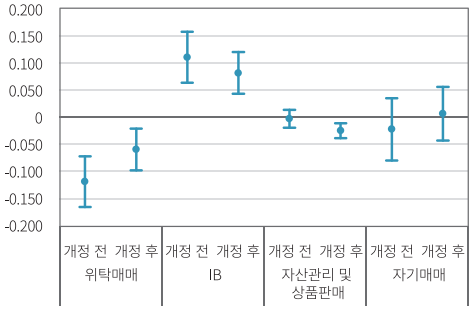
실증분석 결과, (신)NCR 개편 이후 총위험액의 증가분과 부문별 수익 비중 사이의 연관성은 위탁매매와 IB 부문을 중심으로 변화한 것으로 나타났다. 특히, (신)NCR 도입 이후 총위험액의 증가분이 IB 부문 수익으로 이어지는 정도가 약화되었다(<그림 III-4>). 개정 이전에는 총위험액이 1% 증가할 때 위탁매매 비중이 0.119%p 감소하고 IB 비중이 0.110%p 상승하였다. 그러나 개정 이후 IB 비중의 증가분은 0.081%p로 축소되었고, 위탁매매 비중의 감소분은 0.060%p로 축소된 것으로 나타난다. 자산관리 및 상품판매 비중은 개정 이전에는 총위험액의 변화와 무관하였으나 개정 이후 유의한 음(−)의 관계(−0.025%p)를 보이며, 자기매매 비중과의 관계는 개정 전후 모두 통계적으로 유의하지 않다.[14]

규제자본 여력은 2016년 이후 IB보다 자기매매 부문의 확대와 연관성이 높게 나타난다(<그림 III-5>). 개정 이전에는 자본 여력이 높은 증권사일수록 IB 수익 비중이 높았으나((구)NCR 100%p당 +1.6%p), 개정 이후 이 관계는 0에 가까운 값으로 수렴하며 유의성을 상실하였다. 반면 자기매매 비중과의 관계는 개정 이전에는 유의하지 않았으나 개정 이후 유의한 양(+)의 관계로 전환되었으며(100%p당 +1.2%p), 자산관리 및 상품판매 비중은 개정 이후 유의한 음(−)의 관계를 보인다(−1.6%p). NCR 규제 개편이 자본 여력의 측정치를 대형사와 은행계열사 중심으로 확대시켰다는 점을 고려하면, 이러한 결과는 유휴 자본을 기업금융 부문으로 유도한다는 제도 도입 취지와 상이한 방향을 가리킨다.

13 각 계수의 추정값을 $\widehat{\beta_1}, \widehat{\beta_2}$라 할 때, NCR 개편 이후의 한계효과는 선형결합을 이용해 $\widehat{\beta_1}+\widehat{\beta_2}$로 추정할 수 있다. 아래 <그림 III-4>, <그림 III-5>, <그림 III-6>에서 개정 전/후 추정치는 각각 $\widehat{\beta_1}$과 $\widehat{\beta_1}+\widehat{\beta_2}$를 나타내고 있으며, 식 (1)에 포함된 계수 전체에 대한 추정값은 부록을 참고하기 바란다.

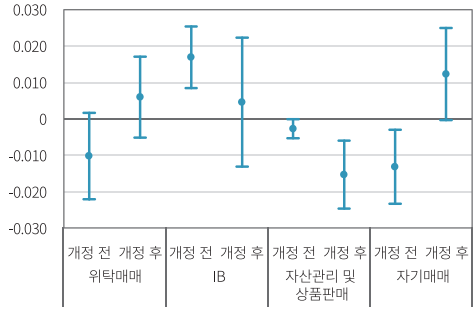
14 다만, 자기매매 수익 비중의 변화분(개정 후 더미와의 교차항 계수)은 10% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 양의 값을 가진 것으로 나타났다. 전체 회귀식 추정값은 <표 부록-1>에서 확인할 수 있다.

<그림 III-4> 총위험액 증가의 한계효과



주 : 총위험액 1% 증가분에 따른 수익 비중 변화 추정값(점)과 90% 신뢰구간(선)을 의미, 추정 방법론은 본문을 참고
자료: 저자 계산

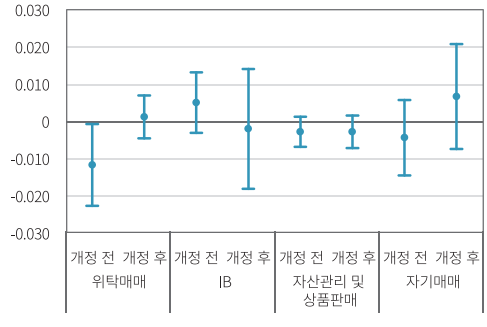
<그림 III-5> 순자본비율 증가의 한계효과



주 : (구)NCR 100%p 증가분에 따른 수익 비중 변화 추정값(점)과 90% 신뢰구간(선)을 의미, 추정 방법론은 본문을 참고
자료: 저자 계산

한편, 레버리지비율은 특정 업무 영역의 수익 비중과 유의미한 연관성을 보이지 않는 것으로 나타난다. 개정 전후 네 부문 모두에서 레버리지비율 증가에 따른 수익 비중 변화 추정값이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타난다(<그림 III-6>). 이는 레버리지비율 규제가 증권사 유형 및 자산 유형과 무차별하게 적용되어 영업 부문별 차이와 연관성이 낮으며, 따라서 규제 변화가 수익 구조보다 자산 총량에 영향을 미칠 가능성을 시사한다.

<그림 III-6> 레버리지비율 증가의 한계효과



주 : 레버리지비율 100%p 증가분에 따른 수익 비중 변화 추정값(점)과 90% 신뢰구간(선)을 의미, 추정 방법론은 본문을 참고
자료: 저자 계산

이와 같은 결과가 표본기간 내 발생한 다른 충격 요인에 의해 발생한 것인지를 확인하기 위하여 대안적 추정을 수행하였다. 첫째, 거시통제변수를 연도고정효과로 대체하여 연도별 공통 충격요인을 통제하였다. 둘째, 레버리지비율 규제 도입 연도(2014년)를 (신)NCR 병행 적용(2015년)과 함께 표본에서 제외하였다. 셋째, 코로나19 이후 시장 환경 변화와 부동산 PF 부실화의 영향을 배제하기 위하여 표본기간을 2011~2019년의 대칭 구간으로 한정하였다.[15] 세 가지 경우에서 모두 총위험액과 위탁매매 및 IB 수익 비중 사이의 관계가 개편 이후 약화되는 양상이 유지되었다. 다만, 개편 이전

15 구체적으로는 NCR 병행 적용 연도인 2015년을 제외하고 개편 전 4개년(2011~2014)과 개편 후 4개년(2016~2019)을 사용하여 식 (1)과 동일한 패널회귀모형을 추정하였다.

총위험액과 IB 비중 사이의 양(+)의 관계는 2011~2019년 표본에서 통계적 유의성을 상실하여, 해당 결과가 표본기간의 선택에 민감함을 확인하였다.

앞의 한계효과는 증권업 전체의 평균적 관계를 나타내므로, 규제 개편의 효과가 회사 유형에 따라 어떻게 달랐는지는 식별되지 않는다. 이를 검토하기 위해 각 설명변수에 대해 삼중 상호작용(triple interaction) 항을 추가한 이중차분(Difference-in-Difference) 추정을 수행하였다.

$$Y_{i,t} = \beta_1 X_{i,t}^{(k)} + \beta_2 X_{i,t}^{(k)} \times Post_t + \beta_3 X_{i,t}^{(k)} \times G_i + \beta_4 X_{i,t}^{(k)} \times Post_t \times G_i + \gamma Post_t + \delta Z_{i,t}^{f} + \theta Z_t^{m} + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

식 (2)에서 삼중상호작용 계수 β_4는 규제 개편 이후 해당 유형에서 나타난 추가적인 관계 변화를 의미한다. 추정식은 (1)과 동일한 기업 고정효과와 거시통제변수를 포함하며 기업 단위 클러스터 표준오차를 사용한다.

<표 III-2> 상호작용항 추정 계수

(단위: %p)

	위탁매매		IB	
		표준오차		표준오차
대형사 효과				
총위험액 × $Post$ × 대형사	−0.29	0.36	−0.57*	0.35
(구)NCR × $Post$ × 대형사	+3.61***	0.95	−3.10***	0.85
레버리지 × $Post$ × 대형사	0.63	0.49	−0.60*	0.35
은행계열사 효과				
총위험액 × $Post$ × 은행계열	−0.50	0.31	−0.66*	0.39
(구)NCR × $Post$ × 은행계열	0.88	0.53	−1.66**	0.67
레버리지 × $Post$ × 은행계열	0.17	0.42	0.35	0.41

주 : 본문의 식 (2)에서 β_4에 대한 추정값과 표준오차를 의미하며 10%(*), 5%(**), 1%(***) 수준에서 유의한 계수는 별도 표시
자료: 저자 계산

모형 (2)에서 증권사 유형별 차등 효과를 의미하는 계수 β_4에 대한 추정값은 <표 III-2>와 같으며 해당 결과로부터 세 가지 결론을 얻을 수 있다. 첫째, 자본 여력의 확대는 대형사에서 IB가 아니라 위탁매매로 배분되었다. '(구)NCR × $Post$ × 대형사' 계수는 위탁매매에서 +3.61%p, IB에서 −3.10%p로 2016년 이후 대형사 중심으로 (구)NCR 비율의 증가분이 IB 업무 축소와 위탁매매

증가로 이어졌음을 확인할 수 있다. (신)NCR 산식이 자기자본 규모가 큰 회사에 유리하게 산출되는 경향을 감안할 때, 제도의 변화로 발생한 자본 여력이 기업금융이 아니라 위탁매매로 배분되었음을 보여주고 있다.[16]

둘째, 은행계열사에서도 위험자본이 IB 업무로 배분되는 비중이 축소하였다. '(구)NCR × $Post$ × 은행계열' 계수는 IB 부문에서 −1.66%p인 반면 위탁매매에서는 유의하지 않다(+0.88%p). 기저항인 '(구)NCR × 은행계열'이 IB에서 −2.52%p로 이미 음(−)이었음을 함께 고려하면[17], 은행계열사에서는 자본 여력과 기업금융의 연결이 이전부터 약했고 개편 이후 더 약화된 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로, 레버리지 채널에서는 유형별 차등 효과가 뚜렷하지 않다. '레버리지 × $Post$ × 대형사' 계수는 IB에서만 −0.60%p로 10% 수준에서 유의하고 위탁매매에서는 유의하지 않으며, 은행계열사에서는 위탁매매・IB 어느 부문에서도 유의한 효과가 확인되지 않는다. 이는 레버리지비율이 증권사 유형과 자산의 위험값과 무차별하게 적용되어 부문 간 배분보다 자산 총량에 작용한다는 앞 절의 논의와도 일치한다.

분석 결과를 종합하면, 건전성 규제 개편으로 확대된 자본 여력은 위험 대비 기대수익이 높은 업무로의 자원 재배분을 발생시켰으며 이는 규제의 목적인 기업금융보다 (신용공여에 기반한) 위탁매매 수익의 확대라는 결과로 이어진 것을 확인할 수 있다. 따라서 건전성 제도 개선은 자본 여력의 총량 설계와 별도로 그 배분 유인을 함께 검토하여야 하며, 은행지주 계열 증권사의 자본 효율성 격차는 주요국의 차등 규제 사례(IOSCO, 2014; 이효섭, 2022)에 비추어 재검토할 필요가 있다.

IV. 결론 및 정책적 시사점

부동산과 예금에 편중된 자금을 첨단전략산업과 혁신기업 융・투자로 유도하는 생산적 금융 대전환이 시급한 과제로 제기된 가운데, 모험자본 공급을 담당하는 증권회사가 본연의 역할을

16 이 결과는 III장 1절에서 대형, 비은행계열 증권사 중심으로 위탁매매 중 이자수익 비중이 빠르게 증가한 추세와 일관된 결과로 볼 수 있다.

17 전체 회귀식에 대한 추정 결과는 부록에 포함하였다.

충실히 수행하는 것이 무엇보다 중요한 시점이다. 금융당국은 2013년 종투사 제도 도입과 2016년 (신)NCR 전환을 통해 증권업의 자본 활용도를 제고하고자 하였다. 그 결과 증권업 자기자본은 2011년 34.6조원에서 2025년 99.4조원으로 2.9배(종투사는 3.4배) 확대되었고, 2010년대 초반 0%대에 머물던 ROE는 10% 수준에 근접하였으며, IB 수익 비중도 개편 이전 평균 9.8%에서 이후 24.3%로 높아지는 등 자본 활용도 제고라는 당초 목표는 상당 부분 달성되었다. 다만 이러한 성과에도 불구하고 생산적 금융과 관련한 모험자본 공급은 여전히 미흡하다는 평가가 제기된다.

증권업이 모험자본 공급이라는 본연의 기능을 충실히 수행하는 한편 기업금융 업무 확대에 수반되는 건전성 위험을 체계적으로 관리하기 위해서는, (신)NCR 제도 개편을 전후로 나타난 증권업의 수익성 및 건전성 변화를 면밀히 진단하고 이를 토대로 건전성 제도의 개선 방향을 모색하는 작업이 선행되어야 한다. 과거 증권업의 외형 성장은 전업계 종투사에 집중되었으며, 은행지주계열 종투사는 (신)NCR과 RWA 규제를 중복 적용받아 자기자본 순위가 하락하는 등 성장세가 상대적으로 부진하였다. 수익성 측면에서도 대형사가 중소형사를 뚜렷하게 상회하는 등 규모별 격차가 확대되고 있으며, 수익구조 측면에서는 위탁매매 비중이 전 유형에서 하락하는 가운데 중개 기능이 대형사로 편중되는 양상이 관찰된다.

건전성 측면에서는 (신)NCR 산식의 특성상 대형사의 비율이 큰 폭으로 상승한 반면, 신용평가업계가 병행 활용하는 (구)NCR 기준으로는 대형사가 경영개선권고 발동 기준에 근접하는 수준까지 하락하는 등 상반된 결과가 관찰된다. 총위험액 구성에서도 대형사는 기업금융 확대로 신용위험액 비중이 상승한 반면, 중소형사는 시장위험액 비중이 높아지는 등 부담하는 위험의 성격 자체가 이질화되고 있다. 아울러 대형사의 레버리지비율은 규제 상한에 근접한 수준에서 관리되어 자기자본 확충을 수반하지 않는 자산 성장이 구조적으로 제약되는 한편, 발행어음과 IMA를 통한 조달분은 규제 대상에서 제외되어 실질적 위험을 충실히 포착하지 못하는 한계를 가지고 있다.

(신)NCR 개편 전후의 증권업 수익성을 분석한 결과, 개편 이후로 건전성 지표와 부문별 수익성 사이의 연관관계는 증권사 유형에 따라 상이하게 나타난다. NCR 산식 개편으로 증권업 전반의 수익성이 개선되었지만, 대형사와 중소형사 사이의 격차는 유지되고 있으며 대형사 중에서도 은행계열사와 전업계 증권사 간의 수익률 격차는 확대되었다. 더불어 총위험액, (구)NCR 비율, 레버리지비율이 사업 부문별 수익 비중에 미치는 한계효과를 추정한 결과, 비중이 확대될 것으로 기대되었던 IB 부문은 개편 이후 자본 여력과의 관계성이 약화되었으며, 오히려 위탁매매와

자기매매 비중이 확대되었다. 실제로 (구)NCR로 측정한 자본 여력은 개편 이전에는 IB 수익 비중과 양(+)의 관계를 보였으나 개편 이후 그 관계가 소멸한 반면, 자기매매 비중과는 새롭게 유의한 양(+)의 관계를 형성하였다. 한편, 레버리지비율이 증가 또는 감소하더라도 특정 업무 영역으로의 편중은 나타나지 않는데, 이는 레버리지 규제가 증권업의 수익 구조보다 자산 총량에 영향을 미치고 있음을 시사한다. 이상의 결과는 (신)NCR 도입을 통한 자본 여력의 확대가 모험자본 공급 확대라는 제도 취지로 직결되었다고 보기 어려움을 보여준다.

이상에서 살펴본 증권업의 수익성・건전성 변화와 실증분석 결과를 토대로 국내 증권업 건전성 제도의 개선 방향을 제시하면 다음과 같다. 향후 건전성 제도는 기존 개편으로 확보한 자본 활용도 제고의 성과를 유지하면서, 확대된 자본 여력이 모험자본 공급으로 이어지도록 배분 유인을 보완하는 방향으로 개선되어야 한다. 아울러 발행어음과 IMA 확대에 따라 늘어나는 기업금융 업무를 안정적으로 영위할 수 있는 기반을 제공하여야 한다. 다만 생산적 금융 제고라는 정책 목표를 위해 건전성 규제를 큰 폭으로 완화할 경우 증권회사의 부실 위험이 커져 사회적 비용을 초래할 수 있는 만큼, 규제 수준의 일률적 완화보다는 증권업이 부담하는 위험을 합리적으로 반영하도록 건전성 규제 체계를 정교화하는 방향이 바람직하다. 즉 개선의 초점은 자본 여력의 총량을 추가로 늘리는 데 있기보다, 증권사 유형별 위험 특성에 맞는 자본규제를 적용하고 생산적 분야에 대한 위험값을 합리화하여 자본이 배분되는 방향을 조정하는 데 두어야 한다.

이러한 관점에서 우선 대형사와 중소형사의 건전성 규제를 차별화하고, 대형사에 한하여 중장기적으로 바젤 방식의 자기자본 규제 도입을 검토할 필요가 있다. 대형사에 바젤 방식을 적용하면 은행지주회사 계열 증권사가 (신)NCR과 RWA 규제를 중복 적용받는 데 따른 부담이 해소될 뿐 아니라, 발행어음과 IMA 확대에 수반되는 건전성 위험도 체계적으로 관리할 수 있다. 반면 중소형사에 대해서는 미국과 같이 바젤 방식과 순자본비율 방식 가운데 선택할 수 있도록 허용함으로써, 기업금융 역량을 제고하는 동시에 중소형사 내 사업 차별화를 유도할 수 있을 것이다. 이러한 차등화는 증권사 유형 간 수익성 격차를 인위적으로 좁히기 위한 것이 아니라, 각 유형이 실제로 부담하는 위험의 성격에 부합하는 자본규제를 적용함으로써 규제 체계의 차이에서 비롯되는 업무 선택의 왜곡을 줄이고, 대형사는 대형 IB로서의 위험관리 역량을, 중소형사는 특화 전략을 각각 발전시키도록 하여 증권산업 전반의 자본배분 효율성과 경쟁력을 제고하는 데 목적이 있다.[18] 다음으로 레버리지비율의 임계수준을 조정하고, AI・신재생에너지 등 첨단전략산업 인프라 투・융자와 정책금융 펀드에 대한 지분투자 및 대출의 위험값을 실제 위험 수준에 부합

18 증권업 건전성 규제 효과의 크기는 향후 도입될 규제 방식과 산식의 구체적 설계에 따라 달라질 수 있다.

하도록 재산정함으로써 증권회사의 생산적 분야 자금공급을 촉진할 필요가 있다. 이때 레버리지비율 완화로 늘어난 자산운용 여력이 생산적 금융과 무관한 영역으로 유입되지 않도록 정교한 제도 설계가 뒷받침되어야 한다.

참고문헌

금융위원회, 2025. 12. 23,『부동산→모험자본으로 전환 등을 위한 금융투자업규정 개정안 규정변경예고』, 보도자료.

김예일 · 여윤기 · 윤소정 · 위지원, 2026,『K-IB 2.0시대, 머니무브 속 종투사의 현주소, 성장 전략과 리스크 점검(Ⅱ)』, 한국신용평가.

박용린 · 이석훈, 2017,『국내 증권업 자본규제 평가 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 17-03.

안수진, 2026,『기업금융, 대형증권사 IB 리스크 관리의 새로운 서막』, NICE 신용평가 2026년 상반기 e-세미나.

이은경 · 천동민 · 김정욱 · 이동재, 2024,『우리 경제의 잠재성장률과 향후 전망』, BOK 이슈노트 제2024-33호.

이효섭, 2022,『해외사례 조사를 통한 한국 증권업 건전성 규제의 개선 방향』, 자본시장연구원 조사보고서 22-01.

이효섭, 2023,『종투사 10년 평가 및 한국형 IB의 발전전략』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-14.

장근혁 · 이석훈 · 이효섭, 2023,『국내 증권업 부동산PF 위험요인과 대응방안』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-10.

장정모 · 김현숙, 2016,『미국 NCR의 제도적 특징과 발전과정』, 자본시장연구원 조사보고서 16-05.

Acharya, V., Engle, R., Pierret, D., 2014, Testing macroprudential stress tests: The risk of regulatory risk weights, *Journal of Monetary Economics* 65, 36-53.

Behn, M., Haselmann, R., Vig, V., 2022, The limits of model-based regulation, *Journal of Finance* 77(3), 1635-1684.

Blum, J.M., 2008, Why 'Basel II' may need a leverage ratio restriction, *Journal of Banking and Finance* 32(8), 1699-1707.

Financial Stability Board(FSB), 2025, *Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation 2025*.

Gropp, R., Mosk, T., Ongena, S., Wix, C., 2019, Banks response to higher capital requirements: Evidence from a quasi-natural experiment, *Review of Financial Studies* 32(1), 266-299.

International Monetary Fund(IMF), 2025, Chapter 1: Shifting Grounds beneath the Calm: Stability Challenges amid Changes in Financial Markets, *Global Financial Stability Report*.

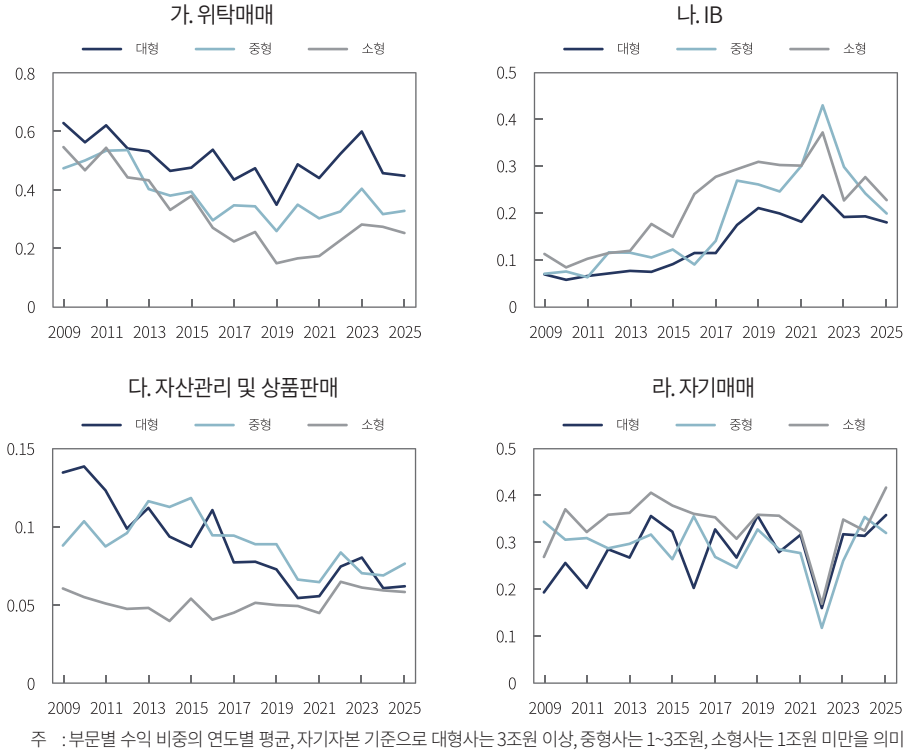
International Organization of Securities Commissions(IOSCO), 2014, *A Comparison and Analysis of Prudential Standards in the Securities Sector*.

부록 1. 증권사 규모별 수익 비중

증권사 규모별로 구분하여 부문별 수익 비중을 살펴보면 대형사와 중소형사의 수익 구조 변화가 이질적이었음을 알 수 있다(<그림 부록-1> 참조). 위탁매매 수익 비중은 2009년 이후 모든 유형에서 하락하였으나 그 폭은 소형사에서 가장 컸다. 2009년과 2025년을 비교하면 대형사는 62.8%에서 44.7%로 18.1%p, 중형사는 47.2%에서 32.7%로 14.5%p 하락한 데 비해 소형사는 54.5%에서 25.1%로 29.4%p 하락하였다. 이는 증권업 전반에서 위탁매매 비중이 축소되는 가운데 중개 기능이 대형사로 편중되고 있음을 시사한다. 특히 (신)NCR이 도입된 2016년 한 해 동안 대형사의 위탁매매 비중은 오히려 6.1%p 상승한 반면, 중형사와 소형사는 각각 9.8%p와 10.9%p 하락하였다.

사업부문별로 살펴보면 IB 부문 수익 비중은 위탁매매와 대조적인 흐름을 나타낸다. 2009~2020년 동안 소형사는 대형사 및 중형사보다 높은 IB 수익 비중을 유지하였으며, 증가폭 또한 가장 컸다. 특히 2016년 한 해 동안 소형사의 IB 수익 비중은 14.9%에서 24.0%로 9.1%p 상승한 반면, 대형사는 9.0%에서 11.4%로 2.4%p 상승하는 데 그쳤고 중형사는 오히려 하락하였다. IB 업무의 확대가 대형사가 아닌 소형사에 국한되어 단기간에 집중적으로 나타났다는 점은, 전통적 기업금융의 확대보다 부동산 PF 등 특정 고수익 업무로의 쏠림에서 비롯되었을 가능성을 시사한다. 반면 자기매매 비중은 대형사에서 변동폭이 가장 크게 나타난다. 2016년 대형사의 자기매매 비중은 32.3%에서 20.3%로 12.0%p 하락한 데 비해 중형사는 26.4%에서 35.5%로 9.1%p 상승하였는데, 이는 건전성 규제 개편과 직접적 연관이 없는 일부 대형사의 일회성 트레이딩 손익이나 채권 평가손익 등 비경상적 요인이 반영된 결과로 보인다. 한편 자산관리 및 상품판매 비중은 회사 규모와 무관하게 4~9%대에서 수렴하는 양상을 보여, 규제 환경의 변화와 관계없이 안정적 수익 기반으로 기능하고 있는 것으로 판단한다.

<그림 부록-1> 증권사 규모별 수익 구조



주 : 부문별 수익 비중의 연도별 평균, 자기자본 기준으로 대형사는 3조원 이상, 중형사는 1~3조원, 소형사는 1조원 미만을 의미
자료: 금융감독원 및 저자 계산

부록 2. 회귀분석 결과

본문 III장 2절에서 논의한 회귀분석 결과 전체는 이 절에 수록한다. <표 부록-1>은 모형 (1)의 계수에 대한 추정값 전체를 나타내며 이 중 주요 결과는 <그림 III-4>, <그림 III-5>, <그림 III-6>에 인용하였다. <표 부록-2>와 <표 부록-3>은 대형사 및 은행계열사에 대한 차등적 효과를 추정한 모형 (2)의 추정값 전체를 보여주며 삼중 교차항에 대한 추정값은 <표 III-2>에 인용하였다.

<표 부록-1> 회귀분석 결과

종속변수 / 설명변수	위탁매매	IB	자산관리 및 상품판매	자기매매
총위험액	-0.1191***	0.1100***	-0.0031	-0.0226
	(0.0257)	(0.0283)	(0.0100)	(0.0348)
총위험액 × $Post$	0.0595***	-0.0290**	-0.0219***	0.0289*
	(0.0167)	(0.0141)	(0.0070)	(0.0161)
(구)NCR	-0.0102	0.0169***	-0.0027*	-0.0131**
	(0.0072)	(0.0051)	(0.0016)	(0.0061)
(구)NCR × $Post$	0.0162**	-0.0124	-0.0126**	0.0254***
	(0.0079)	(0.0126)	(0.0052)	(0.0089)
레버리지	-0.0116*	0.0052	-0.0027	-0.0043
	(0.0067)	(0.0049)	(0.0025)	(0.0061)
레버리지 × $Post$	0.0129*	-0.0071	0.0000	0.0111
	(0.0067)	(0.0094)	(0.0026)	(0.0080)
규모	0.0062	-0.0337***	0.0135	0.0457*
	(0.0261)	(0.0110)	(0.0103)	(0.0264)
ROE	-0.4329***	0.1167	-0.0876***	0.3564**
	(0.1511)	(0.1084)	(0.0254)	(0.1608)
$Post$	-0.8051***	0.5105**	0.3001***	-0.6466***
	(0.2155)	(0.2384)	(0.0905)	(0.2211)
시장수익률	-0.0114	-0.1240***	0.0048	0.1324***
	(0.0368)	(0.0278)	(0.0112)	(0.0349)
거래대금증가율	0.0321***	0.0199**	-0.0019	-0.0406***
	(0.0118)	(0.0091)	(0.0043)	(0.0133)
국고채3년 금리	0.0524***	0.0274*	0.0080	-0.0859***
	(0.0133)	(0.0145)	(0.0057)	(0.0180)
CP3개월 금리	0.0151	-0.0342**	-0.0087**	0.0532***
	(0.0131)	(0.0161)	(0.0039)	(0.0158)
주택가격지수	0.7781***	-0.0640	-0.1145*	-0.4298**
	(0.1874)	(0.1490)	(0.0684)	(0.1830)
표본 수	588	588	588	588
R^2	0.495	0.413	0.162	0.159
$\overline{R^2}$	0.437	0.345	0.065	0.062

주 : 기관별 클러스터 표준오차에 기반한 유의성 수준은 10%(*), 5%(**), 1%(***)로 표시
자료: 저자 계산

<표 부록-2> DiD 분석 결과: 대형사 효과

	위탁매매			IB		
설명변수	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
총위험액	-0.1079***			0.0682 **		
	(0.0305)			0.0268		
총위험액 × $Post$	0.0560***			-0.0041		
	(0.0157)			0.0186		
총위험액 × 대형사	0.0107			-0.0021		
	(0.0320)			0.0298		
총위험액 × $Post$ × 대형사	-0.0029			-0.0057 *		
	(0.0036)			0.0034		
(구)NCR		0.0070			0.0023	
		(0.0066)			0.0049	
(구)NCR × $Post$		-0.0051			-0.0070	
		(0.0080)			0.0097	
(구)NCR × 대형사		-0.0011			0.0025	
		(0.0128)			0.0075	
(구)NCR × $Post$× 대형사		0.0361***			-0.0310***	
		(0.0095)			0.0085	
레버리지			-0.0082			-0.0027
			(0.0073)			0.0057
레버리지 × $Post$			0.0140			-0.0020
			(0.0086)			0.0080
레버리지 × 대형사			0.0066			-0.0022
			(0.0072)			0.0082
레버리지 × $Post$ × 대형사			0.0063			-0.0060*
			(0.0049)			0.0035
규모	-0.0022	-0.0677**	-0.0772**	-0.0063	0.0374*	0.0447**
	(0.0237)	(0.0297)	(0.0327)	0.0184	0.0207	0.0196
ROE	-0.5040***	-0.5321***	-0.4903***	0.1226	0.1349	0.1566
	(0.1501)	(0.1495)	(0.1443)	0.1256	0.1148	0.1166
$Post$	-0.6065***	0.0207	-0.0908	0.1356	0.1529***	0.1302**
	(0.1777)	(0.0456)	(0.0690)	0.2306	0.0446	0.0654
시장수익률	-0.0104	0.0041	-0.0012	-0.1315***	-0.1294***	-0.1241***
	(0.0382)	(0.0412)	(0.0433)	0.0290	0.0294	0.0295
거래대금증가율	0.0387***	0.0413***	0.0338**	0.0187*	0.0131	0.0139
	(0.0125)	(0.0133)	(0.0131)	0.0097	0.0091	0.0091
국고채3년 금리	0.0655***	0.0631***	0.0561***	0.0317**	0.0291**	0.0252*
	(0.0119)	(0.0127)	(0.0141)	0.0133	0.0137	0.0148
CP3개월 금리	0.0033	0.0139	0.0144	-0.0414**	-0.0372**	-0.0300*
	(0.0115)	(0.0178)	(0.0178)	0.0166	0.0164	0.0173
주택가격지수	0.8395***	0.9782***	0.8303***	-0.1164	-0.1492	-0.0862
	(0.1805)	(0.1931)	(0.1969)	0.1650	0.1656	0.1492
표본 수	590	590	588	590	590	588
R^2	0.485	0.443	0.448	0.401	0.384	0.379
$\overline{R^2}$	0.428	0.381	0.386	0.335	0.316	0.310

주 : 기관별 클러스터 표준오차에 기반한 유의성 수준은 10%(*), 5%(**), 1%(***)로 표시
자료: 저자 계산

<표 부록-3> DiD 분석 결과: 은행계열사 효과

	위탁매매			IB		
설명변수	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
총위험액	-0.1130***			0.0458**		
	(0.0295)			(0.0231)		
총위험액 × $Post$	0.0535***			-0.0206*		
	(0.0125)			(0.0120)		
총위험액 × 은행계열	0.0344			0.0771***		
	(0.0282)			(0.0264)		
총위험액 × $Post$ × 은행계열	-0.0050			-0.0066*		
	(0.0031)			(0.0039)		
(구)NCR		0.0075			0.0063	
		(0.0071)			(0.0045)	
(구)NCR × $Post$		-0.0094			-0.0010	
		(0.0079)			(0.0091)	
(구)NCR × 은행계열		-0.0028			-0.0252***	
		(0.0100)			(0.0076)	
(구)NCR × $Post$ × 은행계열		0.0080			-0.0166**	
		(0.0053)			(0.0067)	
레버리지			-0.0077			-0.0025
			(0.0067)			(0.0047)
레버리지 × $Post$			0.0162**			-0.0047
			(0.0079)			(0.0077)
레버리지 × 은행계열			0.0047			-0.0026
			(0.0100)			(0.0091)
레버리지 × $Post$ × 은행계열			0.0017			0.0035
			(0.0042)			(0.0041)
규모	-0.0016	-0.0664**	-0.0749**	-0.0026	0.0320	0.0423**
	(0.0237)	(0.0306)	(0.0331)	(0.0187)	(0.0217)	(0.0190)
ROE	-0.4977***	-0.5515***	-0.4987***	0.1545	0.1701	0.1697
	(0.1519)	(0.1510)	(0.1460)	(0.1132)	(0.1117)	(0.1166)
$Post$	-0.5731***	0.0482	-0.0936	0.3341**	0.1233***	0.1302*
	(0.1360)	(0.0465)	(0.0695)	(0.1482)	(0.0432)	(0.0670)
시장수익률	-0.0081	0.0001	-0.0045	-0.1194***	-0.1285***	-0.1223***
	(0.0370)	(0.0406)	(0.0434)	(0.0283)	(0.0314)	(0.0296)
거래대금증가율	0.0386***	0.0416***	0.0342***	0.0157*	0.0143	0.0134
	(0.0120)	(0.0133)	(0.0132)	(0.0089)	(0.0095)	(0.0091)
국고채3년 금리	0.0663***	0.0641***	0.0573***	0.0321**	0.0289**	0.0240*
	(0.0123)	(0.0129)	(0.0142)	(0.0126)	(0.0136)	(0.0145)
CP3개월 금리	0.0040	0.0072	0.0124	-0.0348**	-0.0303*	-0.0280
	(0.0123)	(0.0178)	(0.0180)	(0.0150)	(0.0167)	(0.0174)
주택가격지수	0.8509***	0.9218***	0.8372***	-0.0753	-0.0653	-0.0886
	(0.1794)	(0.1970)	(0.2059)	(0.1535)	(0.1622)	(0.1629)
표본 수	590	590	588	590	590	588
R^2	0.487	0.430	0.439	0.410	0.387	0.372
$\overline{R^2}$	0.430	0.366	0.376	0.345	0.319	0.301

주 : 기관별 클러스터 표준오차에 기반한 유의성 수준은 10%(*), 5%(**), 1%(***)로 표시
자료: 저자 계산