

# 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 위탁매매업과 펀드판매업을 중심으로-

2003. 12

선임연구위원 김 형 태

연구위원 김 근 수

연구위원 정 재 만

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute



## 序 言

한국은 세계적으로 유례가 없을 정도로 장치산업과 IT산업의 비중이 높다. 위험수준이 높은 장치산업이나 무형자산의 비중이 높은 IT산업은 금융기관을 통한 차입보다는 증권발행을 통해 대규모 투자자금을 조달하는 것이 바람직하다. 한편, 저금리 기조, 고령화의 진전과 공적·사적 연금의 성장으로 증권에 대한 잠재적인 수요기반이 확대되고 자산운용업의 중요성이 증대될 것이다. 이와 같이 기업의 자금조달과 가계의 자산운용에서 증권의 비중이 높아지려면, 자본시장이 효율적으로 작동되도록 증권산업이 제 역할을 다하여야 한다. 그러나 현재의 증권산업은 잠재력을 실현하지도 못하고 있고, 사실 현상유지조차도 어려운 상황에 있다.

한국의 증권산업은 이른바 '**고정비의 함정**'에 빠져 있다. 온라인 거래의 확대로 증권산업은 고정비 비중이 큰 장치산업으로 변모했다. 또한 '**노동의 경직성**' 등으로 인하여 인건비와 물건비의 상당 부분도 고정비의 성격을 띠고 있다. 고정비 부담을 줄여 나가기 위해 증권회사들은 약정대금을 증대시키려 하고 있다. 하지만 약정대금 증대를 위한 수수료 인하가 오히려 증권산업 전체의 수익성을 더욱 악화시키고 있다. 수수료 인하를 통한 지속적인 약정 경쟁은 **negative sum game**이기 때문에 업계 전체로 보면 결코 지속가능한 경쟁전략이 될 수 없다. 고정비 부담을 벗어나기 위해 수수료 인하를 무기로 벌이는 약정 경쟁은, 역설적이지만, 증권업계 전체를 고정비의 함정으로 몰아넣고 있다. M&A를 통한 약정대금 증대는 **positive sum game**이지만, 노동의 경직성 등 여러 가지 요인 때문에 활발하게 일어나지 못하고 있다.

이제 증권산업은 한계상황에 이르렀기 때문에, M&A를 포함한 다각적인 구조개편 방안을 강구하여 새로운 활로를 모색하는 것이 불가피하

다는 판단이다. 본 보고서는 실제 데이터에 근거하여 증권산업의 수익성 악화가 쉽게 개선될 수 없는 구조적인 문제이기 때문에 구조개편이 반드시 필요하다는 근거를 제시하고자 한다. 구체적으로 손익분기점 분석을 통하여 현재 증권산업의 overbanking 문제가 심각한 수준이며, 시나리오 분석을 통하여 현재의 수익성 악화가 시장상황의 호전으로 쉽게 극복될 수 있는 문제가 아니라는 것을 보여줄 것이다.

‘위기는 기회다’라는 말을 많이 한다. 현재의 위기는 한국 증권산업에 기회가 될 수 있다. 세계적인 경쟁력을 가지고 있는 미국의 증권산업도 1970년 중반의 수수료 자유화 이후 위기에 빠졌지만, 전략의 차별화, M&A 등을 통해 위기를 극복하고 경쟁력을 높일 수 있었던 경험을 타산지석으로 삼아야 할 것이다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김형태 선임연구위원, 김근수, 정재만 연구위원과 이들을 도와 수고해 준 이현진 선임연구위원, 강창윤, 박진모, 박태준, 윤용석, 윤지아, 이진주 연구원, 원고 정리와 편집을 담당한 이수연 연구조원에게 감사를 표하고자 한다. 또한 본 보고서 작성에 도움과 조언을 주신 증권업협회의 관계자, 증권회사의 임직원 여러분, 본 연구원의 노희진 연구위원, 강대일 연구원에게 깊은 감사를 드린다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진의 개인적 의견이며 한국증권연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2003년 12월

한국증권연구원

원장 박 상 용

# 목 차

---

---

<b>I. 연구의 동기와 범위</b> .....	<b>3</b>
<b>II. 주요 환경변화 요인과 증권산업에의 영향</b> .....	<b>7</b>
1. 저금리 기조의 정착 .....	8
2. 고령화 진전 .....	11
3. 연금제도의 변화 .....	16
4. 정보기술의 발전 .....	20
<b>III. 증권산업의 현황</b> .....	<b>27</b>
1. 증권산업의 수익성 추이 .....	27
2. 영업부문별 영업수익 추이 .....	30
3. 영업이익 변화의 영업부문별 분해 .....	34
4. 위탁 수수료수익 변화의 분해 .....	39
5. 경쟁환경의 변화와 수수료율 경쟁 .....	43
6. 요약 및 시사점 .....	48
<b>IV. 위탁매매업의 현황과 시나리오 분석</b> .....	<b>53</b>
1. 분석방법 .....	53
2. 위탁매매업의 현황 .....	56
3. 손익분기점 분석 .....	80

4. 시나리오 분석 .....	96
5. 요약 .....	105
<b>V. 펀드판매업의 현황과 시나리오 분석 .....</b>	<b>109</b>
1. 현황 분석 .....	110
2. 수익성 분석 .....	120
3. 손익분기점 분석 .....	125
4. 시나리오 분석 .....	129
5. 결론 .....	142
<b>VI. 결론 및 시사점 .....</b>	<b>149</b>
<b>참고 문헌 .....</b>	<b>159</b>
<b>&lt;부록&gt; .....</b>	<b>163</b>
I. 영업부문별 영업수익과 직접 영업비용 .....	163
II. 영업부문별 자기자본 및 판매관리비 배분 .....	164
III. 선물·옵션 약정대금의 전환 .....	167
IV. 위탁매매업에서 적정 이윤을 달성하기 위한 요구 조건 .....	169
V. 약정대금 시나리오 구성의 세부 내용 .....	174
VI. V장 분석방법의 세부 내용 .....	189
VII. 공헌도 수익 도출 .....	192

## 표 목 차

<표 II-1> 주요 환경변화 요인과 위탁매매업과 펀드판매업에 대한 영향 ...	7
<표 II-2> 주요 연도별 노령화 지수 .....	12
<표 II-3> 증권산업의 정보화 투자 현황 .....	22
<표 II-4> 전체 증권약정 및 온라인 증권약정 추이 .....	23
<표 III-1> 자기자본 영업이익률 및 경상이익률 추이 .....	28
<표 III-2> 영업부문별 영업수익 추이 .....	31
<표 III-3> 영업이익 변화의 영업부문별 분해 .....	36
<표 III-4> 위탁 수수료수익 변화의 분해 .....	42
<표 III-5> 1998~2002년 중 금융기관 수의 변화 .....	47
<표 IV-1> 그룹별 회사명 .....	54
<표 IV-2> 위탁 ROE 추이 .....	58
<표 IV-3> 위탁 영업이익 변화의 분해 .....	59
<표 IV-4> 일평균 위탁 약정대금 추이 .....	62
<표 IV-5> 그룹별 일평균 위탁 약정대금과 시장점유율 추이 .....	63
<표 IV-6> 수수료율 추이 .....	65
<표 IV-7> 온라인 주식 약정대금의 추이 .....	67
<표 IV-8> 위탁 영업수익 변화의 분해 .....	69
<표 IV-9> 위탁 약정대금 1원당 평균비용 변화의 분해 .....	73
<표 IV-10> 수수료수익 비중(FY02) .....	79
<표 IV-11> FY02의 그룹별 영업구조 .....	84
<표 IV-12> 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건 .....	90
<표 IV-13> 그룹별 수익구조와 비용구조(FY03 1사분기) .....	92
<표 IV-14> 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건(FY03 1사분기) .....	95

<표 IV-15> 시나리오별 약정대금 .....	98
<표 IV-16> 영업손익에 따른 자기자본 조정 .....	100
<표 IV-17> FY99 약정을 FY02 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE .....	101
<표 IV-18> FY99 약정을 FY03 1사분기 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE .....	102
<표 IV-19> FY07 약정을 FY02 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE .....	103
<표 IV-20> FY07 약정을 FY03 1사분기 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE .....	104
<표 V-1> 펀드판매관련 유형별 증권사 .....	110
<표 V-2> 회계적 손익분기점 분석 .....	126
<표 V-3> 10%의 펀드 ROE 달성을 위한 조건 .....	128
<표 V-4> 판매채널별 펀드 판매 비중: 2007년 추정 .....	132
<표 V-5> 9가지 시나리오와 총수탁고 .....	134
<표 V-6> 시나리오별 펀드 ROE .....	136
<표 V-7> 진입장벽 완화와 증권산업구조의 변화 : Bleeke(1990)의 개념틀 .....	153
<표 부록-1> 영업부문별 영업수익과 직접 영업비용 .....	163
<표 부록-2> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 수수료율 .....	169
<표 부록-3> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 시장 전체 약정대금 .....	170
<표 부록-4> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 회사수 .....	171
<표 부록-5> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 시장점유율 .....	172
<표 부록-6> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 고정비 수준 .....	173
<표 부록-7> 한국경제의 중장기 전망 및 가정 .....	175
<표 부록-8> 금융자산의 예측 .....	176
<표 부록-9> 2007년 주식 시가총액 .....	179

<표 부록-10> 소유자별 주식소유분포, 거래대금, 매매회전율 .....	182
<표 부록-11> 개인투자자의 주식보유율 및 회전율 .....	183
<표 부록-12> 시나리오별 주식 일평균 약정대금 .....	184
<표 부록-13> 주식 약정대금 대비 전환현물·옵션 약정대금 비율 추이	185
<표 부록-14> FY07 예상 전환현물·옵션 일평균 약정대금 .....	187
<표 부록-15> 시나리오별 약정대금 .....	188
<표 부록-16> 일반 투신사와 전환사의 운용보수율 차이 .....	189

## 그 립 목 차

<그림 II-1> 3년 만기 국고채 수익률 연도별 추이 .....	8
<그림 II-2> 연령별 인구 증가 추이 .....	11
<그림 II-3> 연령분포 .....	12
<그림 III-1> 한국과 미국 증권업의 영업부문별 영업비중 .....	33
<그림 III-2> 위탁 수수료수익, 약정대금, 수수료율 추이 .....	41
<그림 III-3> 온라인 및 오프라인 약정대금의 추이 .....	44
<그림 III-4> 증권회사의 수 추이 .....	46
<그림 III-5> 증권산업의 수익성 변화 .....	48
<그림 IV-1> 평균비용곡선 .....	76
<그림 IV-2> 위탁매매업 전체의 10% ROE 달성을 위한 요구 수수료율 .....	86
<그림 IV-3> 위탁매매업 전체의 10% ROE 달성을 위한 요구 약정대금 .....	88
<그림 IV-4> 위탁매매업 전체의 10% ROE 달성을 위한 요구 고정비 .....	89
<그림 IV-5> 약정대금 시나리오 구성의 과정 .....	96
<그림 V-1> 펀드판매업의 환경변화와 수익성 악화 .....	109
<그림 V-2> 증권사의 수탁고와 시장점유율의 추이 .....	111
<그림 V-3> 펀드 판매보수율의 추이 .....	112
<그림 V-4> 증권사와 은행의 펀드수탁고 및 시장점유율 추이 .....	113
<그림 V-5> 은행의 펀드유형별 수탁고 비중 변화 추이 .....	115
<그림 V-6> 증권사 그룹별 판매보수율 추이 .....	116
<그림 V-7> 2003년 3월 고객 유형별 펀드수탁고 .....	118
<그림 V-8> 2003년 3월 상품 유형별 펀드수탁고 .....	119

<그림 V-9> 펀드판매 영업수익 증감 .....	121
<그림 V-10> 펀드판매 영업이익(부실자산 상각비용 제외) .....	122
<그림 V-11> 펀드판매 영업이익(부실자산 상각비용 일부 포함) .....	124
<그림 V-12> 금융자산대비 펀드자산 비중(한국, 미국, 일본) .....	129
<그림 V-13> 한국, 미국 및 일본의 펀드판매채널과 그 비중 .....	131
<그림 V-14> 증권사 수탁고 추정을 위한 기본 가정 .....	133
<그림 V-15> 미국 펀드수탁고의 투자자별 비중 .....	137
<그림 V-16> 한국·미국·일본 가계 금융자산 중 현금예금 비중 .....	139
<그림 V-17> 가계 금융자산 중 펀드 자산 비중 .....	141
<그림 부록-1> 약정대금 시나리오 구성의 과정 .....	174
<그림 부록-2> 금융연관비율과 GDP capita .....	176
<그림 부록-3> 금융자산 대비 주식 시가총액 비중의 추세 .....	178
<그림 부록-4> 소유자별 시가총액기준 매매회전율 .....	180

## 약 어 표

---

---

EIA	Equity Index Annuity
ELD	Equity-Linked Deposit
ELF	Equity-Linked Fund
ELS	Equity-Linked Securities
GIC	Guaranteed Investment Certificate
GROI	Guaranteed Return on Investment
MITTS	Market Index Target-Term Security
PBGC	Pension Benefit Guaranty Corp.

## <Executive Summary>

### I. 서론

온라인거래는 증권산업의 경쟁구조를 근본적으로 변화시켰다. 2000년에 신규진입한 온라인전문증권사는 기존 증권사에 비해 효율적인 비용구조를 바탕으로 수수료를 획기적으로 인하함으로써 수수료를 경쟁을 촉발시켰다. 그 결과 증권산업의 수익성은 극도로 악화되었다.

본 보고서에서는 증권산업의 수익성 현황과 특성을 파악하고, 현재의 경쟁구조로 증권산업이 성장가능한 적정 이윤을 확보할 수 있는지 확인하고 있다. 수년간 적자가 나더라도 어느 한해 시장 호황으로 수년간의 적자를 메우고도 이익이 남는 것이 과거 증권업계의 경험이었다. 본 보고서에서는 과거의 경험이 현재의 수익성 악화에도 마찬가지로 적용될 수 있는지를 확인하고 있다.

### II. 주요 환경변화 요인과 증권산업에의 영향

증권산업의 주요 환경변화 요인으로는 저금리 기조의 정착, 고평화 진전, 국민연금의 주식투자 확대 및 기업연금제도의 변화, IT 기술의 발전 등이 있다.

저금리 기조의 정착으로 자금이 증권시장으로 유입될 가능성이 있다. 그러나 안정성을 중요시하는 예금자 특성상 주가연계 금융상품이나 안정형 주식펀드로 전환될 것이기 때문에 위탁매매업의 영업실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보인다. 또한 펀드로

의 자금 유입이 펀드판매업의 영업실적 증대로 연결되기 위해서는 은행, 직접판매 등의 다른 판매채널과의 효과적인 경쟁이 전제되어야 한다.

인구 고령화가 진전됨에 따라 노후 생활자금을 축적하기 위한 안정형 장기금융상품에 대한 수요가 증대될 것이다. 직접 투자보다는 간접 투자가 주류를 이루면서 매매회전율이 높은 개인 투자자의 비중이 줄기 때문에 위탁매매업에는 부정적인 영향을 미칠 것이지만 펀드판매업에는 새로운 시장기회가 될 것이다.

연기금은 저금리 하에서 초과수익을 올리기 위해서 향후 주식 투자 비중을 확대시킬 것이다. 이는 주식 수요기반 확대라는 측면에서는 위탁매매업에 긍정적이지만, 매매회전율이 낮은 기관투자자의 비중 증대라는 측면에서는 위탁매매업에 부정적이다. 증권사는 연기금의 수요를 충족시키기 위해 원금보장성이 높은 소액국공채 및 우량회사채, 안정성과 수익성을 겸비한 상품을 개발할 필요가 있다.

IT기술의 발전은 위탁매매업 뿐만 아니라 펀드판매업에도 영향을 미칠 수 있다. 전문적인 투자상담이 필요한 주식형 펀드판매와 달리 채권형 펀드판매에서는 온라인거래가 상당히 활성화될 것으로 보인다.

### Ⅲ. 증권산업의 현황

한국 증권산업은 최근 10년간 ROE(자기자본 영업이익률) 평균이 7.1%에 불과할 정도로 수익성이 낮았다. 특히 최근 4년간 수익성이 급격히 악화되어 FY02 ROE는 -0.1%이다. 수년간 적자가 나더라도 어느 한해 시장 호황으로 수년간 적자를 메울 수 있었던

과거와 달리 최근의 수익성 악화는 쉽게 개선시키기 힘들다는 특징을 가지고 있다.

FY99 이전까지 증권산업의 특징은 영업이익이 시장 호·불황 여부에 크게 좌우된다는 것이다. 이는 영업수익의 65%를 차지하는 위탁매매업의 영업실적과 높은 변동성을 보이는 자기매매업의 손익이 시장 호·불황 여부에 의해 좌우되었기 때문이다. 따라서 수년간 적자가 나더라도 어느 한해 시장 호황으로 수년간의 적자를 메우고도 이익이 남을 수 있었다. 그러나 최근 4년간에는 위탁매매업의 영업실적이 약정대금의 감소보다는 위탁 수수료율의 하락에 의해 나빠졌다는 점에서 차이가 있다. 최근 4년간의 약정대금은 FY98에 비해 3~4배 수준으로 급증하였으나 위탁 수수료율은 이전의 50bp에서 20bp 수준으로 급락하였다. 일단 인하된 수수료율은 다시 인상하기 어렵다는 점에서 현재의 악화된 수익성은 쉽게 개선되기 어렵다.

#### IV. 위탁매매업의 현황과 시나리오 분석

##### 1. 현황분석

최근 4년간 위탁 ROE(위탁매매업의 자기자본 영업이익률)는 FY99 40.8%에서 FY02 -0.3%로 급격히 하락하였다. 그 중에서도 중·소형사의 수익성 악화가 두드러졌다. 최근 위탁 영업이익 변화의 주 원인은 위탁 영업수익 변화에 있다. 기존사는 위탁 영업비용이 감소하였음에도 불구하고 위탁 영업수익이 대폭 감소함에 따라 위탁 영업이익이 감소하였으며, 신설사와 전환사는 위탁 영업비용이 증가하였음에도 불구하고 위탁 영업수익이 대폭 증가함에

따라 위탁영업적자가 줄어들었다.

위탁 영업수익은 시장 전체의 약정대금, 시장점유율, 수수료율에 의해 결정되는데, 최근의 위탁 영업수익 변화는 주로 시장점유율과 수수료율 변화에 기인한 것이다. 신설사는 FY00에 평균 수수료율 25bp보다 현저히 낮은 7bp로 인하하면서 수수료율 경쟁을 주도하였다. 또한 전환사는 온라인 위탁에 대해서는 신설사와 비슷한 수수료율 수준을 유지하였다. 그 결과 최근 4년간 신설사 및 전환사가 기존사의 시장을 잠식하였다.

위탁매매업은 약정대금이 증대됨에 따라 평균비용이 감소하는 규모의 경제를 가지고 있다. 특히 일평균 위탁 약정대금 2,000억원 이하에서는 약정대금 증가에 따른 평균비용의 감소효과가 크기 때문에 비용 효율성을 확보하기 위해서는 약정대금이 최소한 2,000억원을 초과해야 한다. 대형사, 신설 증권사 중 M사, K사, 중형사의 1사당 약정대금은 이 수준을 상회하지만 소형사, 군소 신설 증권사들은 이 수준을 미달하고 있다.

규모의 경제효과는 위탁매매업의 장치산업적 특성에 비롯한다. 온라인 위탁에서는 고정비인 IT설비투자의 비중이 높기 때문에 한계비용이 거의 0에 가깝다. 오프라인 위탁에서도 고정비인 IT설비투자가 필요할 뿐만 아니라 준고정비인 지점 및 인력 관련 비용의 비중이 높기 때문에 한계비용이 크지 않다. 따라서 약정대금을 증대시킴으로써 평균비용을 낮추고 수익성을 개선시킬 인센티브가 있다. 약정대금의 증대는 서비스의 차별화와 수수료율 인하를 통해서 이루어질 수 있는데, 서비스의 차별화는 오랜 시일이 걸릴 뿐만 아니라 추가적인 비용이 소요되기 때문에 증권사들은 수수료율을 경쟁수단으로 하여 약정경쟁을 전개하였다. 특히 신설사와 전환사는 약정대금의 증대에 따라 평균비용이 더욱 급격히 하락하는

비용구조를 가지고 있기 때문에 수수료를 인하하여 평균비용을 줄일 인센티브가 더 크다. 2000년에 신설사는 평균 영업비용이 11.52bp임에도 불구하고 수수료를 7.46bp로 인하하였는데, 이러한 행동도 약정대금 증대를 통해 평균비용을 줄이려는 의도에서 비롯된 것이다.

## 2. 손익분기점 분석

회계적 손익분기점 분석을 이용해 적정이윤을 달성하기 위한 요구 조건을 산출해본 결과 증권산업의 수익성을 개선하는 것은 쉽지 않은 것으로 나타났다. FY02의 영업구조를 가지고 10%의 위탁 ROE(위탁매매업의 자기자본 영업이익률)를 달성하기 위해서는 증권산업 전체 수수료가 20.3bp에서 25.2bp로 상승해야 하지만 일단 인화된 수수료율은 다시 인상시키기 어렵기 때문에 실현성이 떨어진다. 1사당 일평균 약정대금을 증대시켜 10%의 위탁 ROE를 달성하려면 1사당 일평균 약정대금이 1,500억원에서 2,100억원으로 증대되어야 한다. 이를 위해서는 시장 전체 일평균 약정대금이 8.4조원에서 12.1조원으로 증가하거나 회사수가 57개사에서 40개사로 줄어들어야 한다. 요구 약정대금 12.1조원은 사상 초유의 시장 호황이었던 FY99의 10.7조원보다 높기 때문에 실현성이 떨어진다. 10%의 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 1사당 고정비를 416억원에서 232억원으로 44% 감소시켜야 한다. 이는 증권산업 전체로 볼 때 적정이윤을 확보하기 위한 생산설비보다 44% 설비 초과가 있음을 의미한다.

### 3. 시나리오 분석

과거와 마찬가지로 시장 호황이 오면 수익성이 개선될 수 있는지를 확인하기 위해서 사상 초유의 시장 호황인 FY99의 약정대금을 FY02의 영업구조에 적용시켜 위탁 ROE(위탁매매업의 자기자본 영업이익률)를 산출해보았다. 그 결과 증권산업 전체로는 위탁 ROE가 6.02%로 가까스로 5%를 넘기고, 중·소형사는 여전히 영업 손실을 보는 것으로 나타났다. 최근 4년간의 수수료율 하락은 증권산업의 영업구조를 악화시켜 예전처럼 시장 호황으로 수익성이 개선되기를 기대하기가 힘들어졌다.

경제성장과 금융시장의 발전을 고려하여 FY07의 약정대금 시나리오를 구성하고, 시나리오별 자기자본 영업이익률을 산출하였다. 그 결과 증권산업 전체로는 중립적인 시나리오에서도 위탁 ROE 10%를 달성하지 못하는 것으로 나타났다. 중형사는 낙관적인 시나리오에서 10%를 달성하지 못하며, 소형사는 낙관적인 시나리오에서도 적자를 기록하였다.

최근 4년간 위탁매매업의 변화를 정리하면 다음과 같다. 온라인 전문증권사 등이 대거 진입함에 따라 위탁매매업의 경쟁자의 수는 한국외환위기 이전 기간보다 더 많아졌다. 막대한 고정비 부담을 줄이기 위해 약정경쟁이 치열해졌으며, 경쟁수단은 수수료율 인하였다. 수수료율 경쟁은 개별 증권사 입장에서는 단기적으로 수익성을 개선시킬 수 있는 경쟁전략이 될 수도 있지만, 업계 전체의 입장에서는 negative sum game이기 때문에 위탁매매업의 수익성은 급격히 악화되었다. 일단 인하된 수수료율을 다시 인상시키기는 어렵기 때문에 증권산업의 수익성 개선은 구조개편 또는 새로운 사업영역의 개발에서 찾아야 한다

## V. 펀드판매업의 현황과 시나리오 분석

### 1. 현황분석

1998년 10월 은행의 펀드판매가 허용되면서 펀드판매업은 새로운 경쟁체제가 되었다. 은행은 광범위한 네트워크를 바탕으로 시장점유율을 2000년 9월 5.4%에서 2003년 3월 15%로 증가시켰다. 은행에게 시장을 잠식당하면서 증권사간의 판매경쟁이 더욱 심화되었다.

시장점유율이 낮은 신설사와 중소형사는 판매보수율을 대폭 인하하면서 기관 및 법인고객을 상대로 펀드판매고 증대를 시도하였다. 하지만 이에 대응해 대형사와 전환사도 판매보수율을 낮추었기 때문에 중소형사 및 신설사의 펀드판매고는 크게 증대되지 못했다. 결과적으로 증권산업 전체로 볼 때 판매보수율만 FY00 124bp에서 FY02 71bp로 무려 43% 하락하게 되었고 특히 중소형 및 신설사의 판매보수율은 FY02 43~47bp 수준으로 전환사 93bp의 절반 수준 정도에 지나지 않게 되었다.

### 2. 수익성분석

전환사를 제외한 증권사의 시장점유율이 크게 변하지 않았지만 판매보수율이 급격하게 하락했기 때문에 펀드판매 수익은 전반적으로 크게 하락하였다. 다만 소형사와 신설사의 판매수익이 오히려 증가하였다. 판매보수율의 하락을 상쇄하고 남을 만큼 펀드판매고가 증가하였기 때문이다.

하지만 영업수익의 증가가 반드시 영업이익의 증가를 의미하지는 않는다. 일반관리비 중에서 부실자산상각과 관련 있는 대손상각비와 무형자산상각비의 일부만을 펀드 영업비용으로 배분하더라도 전환사를 제외한 모든 증권사 그룹이 FY02에 영업손실을 기록하였다.

### 3. 손익분기점 분석

FY02의 영업구조 하에서 ROE 10%를 달성하기 위한 요구 변화를 산출하면 증권산업 전체로 볼 때 판매보수율이 71bp에서 96bp로 상승하거나 펀드수탁고가 138조원에서 227조원으로 대폭 상승해야 10%의 펀드 ROE(펀드판매업의 자기자본 영업이익률)를 달성할 수 있는 것으로 나타났다. 하지만 일단 인하된 판매보수율을 다시 인상시키기는 쉽지 않다. 또한 SK사태와 같은 악재로 펀드수탁고가 감소하는 현재의 상황에서 대폭적인 펀드수탁고의 상승을 기대하기도 어렵다. 평균적인 수탁고를 보이는 증권사를 기준으로 볼 때 증권사의 수는 현재의 30개에서 약 18개로 줄어야 10%의 펀드 ROE를 달성할 수 있다. 따라서 펀드판매 영업구조가 근본적으로 변화하거나 상당한 구조개혁이 있어야 펀드판매업에서 안정적인 수익성을 확보할 수 있다.

### 4. 시나리오 분석

경제성장과 금융시장의 발전을 고려하여 FY07의 펀드수탁고 시나리오를 구성하고, 시나리오별 자기자본 영업이익률을 산출하였다.

증권사의 펀드판매점유율이 45%이고 금융자산 중 펀드자산비중이 4.5%로 가정한 보수적 시나리오에서도 펀드판매 수탁고의 규모는 약 150조원으로 FY02의 펀드수탁고 137조원보다는 증가할 것으로 보인다. 하지만 증권사의 시장점유율을 65%라고 가정한 낙관적인 시나리오에서도 증권산업 전체의 펀드 ROE(펀드판매업의 자기 자본 영업이익률)는 10%를 넘지 못할 것으로 예상된다. 또한 중소형사는 낙관적인 시나리오에서도 5%의 펀드 ROE를 넘지 못할 것으로 전망된다. 특히 중소형사 및 신설사는 기관 및 법인위주의 영업을 하고 있기 때문에 향후 직접판매가 허용될 경우 가장 큰 타격을 입을 것으로 예상된다.

결론적으로 펀드판매시장의 치열한 경쟁으로 인한 판매보수율의 급격한 하락은 펀드판매업의 수익성 악화를 초래하였다. 증권사의 시장점유율이 지속적으로 하락할 것이기 때문에 5년 후 펀드판매시장 규모가 크게 확장하더라도 증권사의 펀드판매업 수익성이 크게 개선될 가능성은 높지 않을 것으로 보인다.

#### IV. 결론 및 시사점

최근 4년간 증권산업은 신규진입으로 다른 금융권과는 달리 경쟁자의 수가 증대되었다. 또한 극심한 수수료율 경쟁으로 수익성이 극도로 악화되었다. 일단 인하된 수수료율은 다시 인상시키기 어렵다는 점에서 현재의 수익성 악화는 쉽게 개선될 수 없다. 따라서 현재의 한국 증권산업은 구조개편의 국면에 도달한 것으로 보여진다.

한국 경제에서 자본시장은 중요성은 더욱 증대될 것이다. 위험이 높지만 성장가능성이 높은 사업에 장기 자금이 원활히 공급되

도록 하기 위해서는 자본시장의 역할을 더욱 증대시킬 필요가 있다. 뿐만 아니라 저금리 기조와 고령화의 진전, 기업연금의 도입과 국민연금 규모의 급팽창 등으로 안정적 고수익 투자상품에 대한 수요가 증대되고 있어, 자본시장에 대한 수요도 증대되고 있다. 이와 같이 기업의 자금조달과 가계의 자산운용에서 증권의 비중이 높아지려면, 자본시장이 효율적으로 작동되도록 증권산업이 제 역할을 다해야 한다. 이를 위해서는 증권사는 투자은행으로 성장하고, 종합자산관리 능력을 축적할 필요가 있다. 그러나 현재의 증권산업은 수익성이 악화되어 이러한 새로운 사업영역을 개발할 여력을 가지지 못하고 있어 자본시장 발전의 디딤돌이 아니라 장애물이 될 상황에 놓여있다.

수수료를 담합으로 높은 수익성을 보이던 위탁매매업에 안주하고 있던 미국의 증권사들은 수수료를 하한 철폐로 위탁매매업의 수익성이 악화됨에 따라 차별화, M&A 등을 통해 높은 수익성과 경쟁력을 갖추게 되었다. 따라서 현재 증권산업이 처하고 있는 수익성 위기는 앞으로 새로운 기회가 될 수도 있다. 위기가 기회가 되기 위해서는 구조개편과 새로운 사업영역의 개발이 필요하며, 이는 개별 증권사 뿐만 아니라 정부당국이 공동으로 노력할 문제이다.

## 1. 연구의 동기와 범위

---



## I. 연구의 동기와 범위

### ○ 연구의 배경과 동기

- 한국의 금융시스템에서 자본시장의 중요성은 커지고 있음
  - 장치산업과 IT산업은 한국 경제에서 높은 비중을 차지하고 있으며, 이들 산업은 경제 성장의 원동력이 될 것임
  - 위험 수준이 높은 장치산업이나 무형자산의 비중이 높은 IT산업은 금융기관을 통한 차입보다는 증권발행을 통해 대규모 투자자금을 조달하는 것이 효율적임
  - 저금리 추세와 고령화의 진전, 기업연금의 도입과 국민연금 규모의 급팽창은 증권 수요기반을 획기적으로 확대시킬 것임
- 자본시장 발전을 위해 증권산업의 공헌이 필요하지만, 증권산업의 수익성 악화로 자본시장의 중개자 역할을 원활하게 수행하지 못할 가능성이 있음
  - 자금조달의 활성화를 위해서는 증권사가 투자은행으로 성장하여 중개자의 기능을 효율적으로 수행해야 함
  - 증권 수요가 증대되기 위해서는 증권사에 대한 신뢰가 전제되어야 하며 효율적인 자산관리능력이 축적되어야 함
  - 그러나 진입장벽의 완화와 온라인거래의 활성화로 인해 야기된 수수료 인하가 증권산업의 수익성 악화를 초래하여 새로운 사업영역에 대한 개발여력을 상실하게 됨
- 본 보고서에서는 현재 증권사가 겪고 있는 수익성 악화가 과연 주식시장의 침체에 의한 일시적 현상인지 아니면 구조적 문제인지를 분석해 보고자 함

#### 4 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 구조적 문제라면 증권산업의 구조개편과 혁신을 통해 환골탈퇴하여야 자본시장의 중개자 역할을 효율적으로 수행할 수 있을 것임

##### ○ 연구의 내용

- 실제 데이터에 근거하여 한국 증권산업의 현황과 특성을 분석하고 시나리오 분석을 통해 5년 후 수익성을 전망하고자 함
- 위탁매매업과 펀드판매업의 영업구조를 분석하고 증권사 그룹별로 적정 이윤을 확보하기 위해 요구되는 조건을 도출하고자 함
- 이를 통해 다음과 같은 의문에 답하고자 함
  - 증권산업 수익성 악화의 주요 원인은 무엇인가?
  - 수수료경쟁 격화를 발생시키는 증권산업의 특성은 무엇인가?
  - 1999년과 같은 시장호황이 다시 온다면 적정이윤을 달성할 수 있는가?
  - 적정이윤을 달성하기 위해서 요구되는 노력은 무엇인가?
  - 현재의 수익성 상태는 지속가능한가(sustainable)?

##### ○ 연구의 범위

- 본 보고서의 분석 대상은 현재 한국 증권산업의 주 수익원인 위탁매매업과 펀드판매업임
  - 위탁매매업에는 주식, 주가지수선물 및 주가지수옵션이 포함됨
- 기업금융과 자기매매는 구체적 분석의 대상에서 제외함

## II. 주요 환경변화 요인과 증권산업에의 영향

---

1. 저금리 기조의 정착
2. 고령화 진전
3. 연금제도의 변화
4. 정보기술의 발전



## II. 주요 환경변화 요인과 증권산업에의 영향

- 증권산업의 주요 환경변화 요인으로는 저금리 기조의 정착, 고령화 진전, 국민연금의 주식투자 확대 및 기업연금제도의 변화, 정보기술의 발전 등이 있음
  - 이러한 환경변화는 증권산업을 근본적으로 변화시킬 것이며, 증권사에게는 위기와 기회를 동시에 제공할 것으로 보임

**<표 II-1> 주요 환경변화 요인과 위탁매매업과 펀드판매업에 대한 영향**

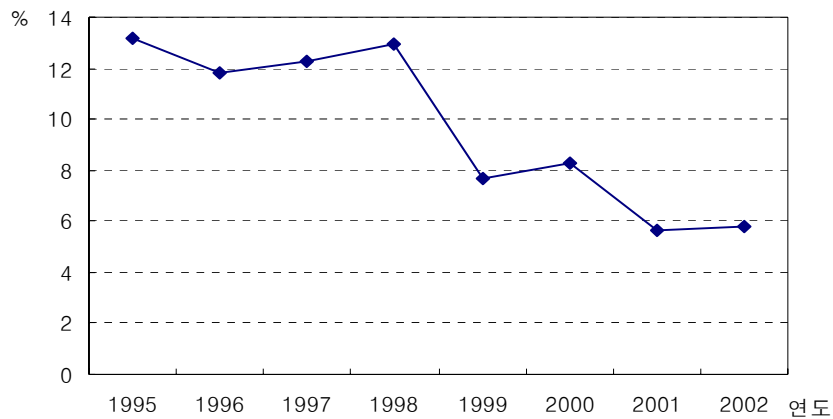
업무 종류 환경요인	위탁매매업	펀드판매업
저금리 기조의 정착	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 위탁매매업에 직접적인 영향은 크지 않을 것으로 전망</li> <li>- 예금은 간접주식투자자로 전환 가능성</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 펀드판매업에 긍정적 영향</li> <li>- 예금 대비 초과수익률 확보가 가능한 펀드 또는 원금보장형 상품 투자 확대</li> </ul>
고령화 진전	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 위탁매매업에 부정적 영향</li> <li>- 간접투자상품의 수요증대로 직접투자비중 감소</li> <li>- 개인투자자의 보유비중 감소로 매매회전을 감소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 펀드판매업에 긍정적 영향</li> <li>- 간접투자상품과 자산관리상품에 대한 수요 증대</li> <li>- 운용사와 판매사의 신뢰도가 중요한 선택기준이 될 것임</li> </ul>
국민연금의 주식투자 확대 및 기업연금제도의 변화	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 위탁매매업에 긍정적 영향</li> <li>- 국민연금의 주식투자확대와 확정기여형 기업연금제도의 도입으로 주식시장에 장기투자수요 증대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 펀드산업의 발전 촉발</li> <li>- 연금의 주식간접투자 확대</li> <li>- 증권사는 은행·보험사와 직접경쟁</li> </ul>
정보기술의 발전	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 위탁매매업의 경쟁격화</li> <li>- 온라인전문증권사의 수수료를 인하로 위탁매매업의 수익성이 악화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◦ 투자상담이 필요한 주식형 펀드에 대해서는 인터넷 펀드판매의 영향이 미미</li> <li>◦ 투자상담이 상대적으로 중요치 않은 채권형 펀드에 대해서는 인터넷 펀드판매가 성행할 것임</li> </ul>

## 1. 저금리 기조의 정착

### 가. 저금리 현상

- 경기 활성화를 목적으로 1998년 하반기부터 시작된 저금리 정책은 현재까지 그 기조가 유지되고 있으며 앞으로도 지속될 것으로 전망됨
  - 통화당국은 투자증대, 소비촉진을 통한 경기활성화를 목적으로 저금리 기조를 유지할 전망이다
    - 최근 금융통화위원회는 콜금리를 4.23%까지 인하하였음
    - 1998년 12%대에 달했던 3년 만기 국고채 수익률은 최근 5%대에 머무르고 있음
  - 저금리 기조는 일본과 미국 등의 선진 자본국가에서도 나타나는 세계적인 추세임

<그림 II-1> 3년 만기 국고채 수익률 연도별 추이<sup>a)</sup>



a) 일평균 수익률 기준  
자료: 한국은행

### 나. 저금리 기조가 증권산업에 미치는 영향

- 금리 하락이 증권산업에 미치는 영향은 금리 하락의 대체효과 측면과 소득효과 측면에서 살펴볼 수 있음
  - 금리 하락의 대체효과: 은행 예금 등에 대한 보상이 감소함에 따라 자금이 주식시장 및 채권시장으로 유입될 가능성이 있음
  - 금리 하락의 소득효과: 과도한 금리 인하는 증권산업의 잠재 수요자인 투자자의 소득을 감소시켜 주식을 포함한 금융자산에 대한 투자를 감소시킬 가능성이 있음
  
- 금리 하락이 증권산업에 유리 또는 불리한 영향을 미치는가의 여부는 금리 하락의 대체효과와 소득효과의 상대적 크기에 의해 결정됨
  - 금리 하락의 소득효과는 증권사 입장에서 통제가능한 요인이 아닌 바, 금리 하락의 대체효과를 극대화하기 위해서는 증권시장과 증권산업의 신뢰 제고와 적극적 상품개발 노력이 필요함
    - 대체효과가 실제로 발생하기 위해서는 증권시장과 증권산업에 대한 투자자들의 신뢰가 전제되어야 함
    - 대체효과의 정도는 증권사의 상품개발 능력 및 대체상품의 위험 대비 수익률에 의해 결정됨
  
- 저금리 기조가 주식 위탁매매업에 미치는 영향
  - 저금리 기조가 주식시장에 미치는 영향은 직접적 경로와 간접적 경로로 구분할 수 있음

10 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 저금리로 은행에 예금했던 고객이 주식 직접 투자로 선회한다는 것은 투자자의 위험선호를 고려할 때, 그 정도가 미미할 것으로 예상됨
- 안정성을 기반으로 어느 정도 예금대비 초과수익률을 확보할 가능성이 있는 원금보장형 상품 등에 대한 투자가 확대될 것으로 예상됨
  - 추가연계 금융상품은 주요 투자대상이 국공채 및 선물·옵션이므로 증권사의 주식위탁 수익에 공헌하는 바가 미미할 것임

○ 저금리 기조가 선물·옵션 위탁매매업에 미치는 영향

- 펀드의 형태이든 ELS의 형태이든 증권시장으로의 자금유입이 확대되면 헤지 목적의 선물·옵션거래도 증가될 것으로 예상됨
- 특히 최근에 도입된 추가연계 금융상품이 하나의 자산유형(asset class)으로 자리잡게 되면 이와 관련된 헤지 수요도 지속적으로 존재할 것임
  - 현재 도입된 추가연계 금융상품으로는 추가연계예금(Equity-Linked Deposit: ELD), 추가연계증권(Equity-Linked Securities: ELS), 추가연계펀드(Equity-Linked Fund: ELF)가 있음

○ 저금리 기조가 펀드판매업에 미치는 영향

- 예금 등에 투자했던 고객층은 주식에 직접 투자하기보다 안정성이 높은 유형의 펀드에 투자할 가능성이 높으므로, 증권사 입장에서는 펀드판매 수익의 확대가 예상됨
- 펀드판매시장에서 증권사가 어느 정도 수익을 획득할 수 있느냐는 은행, 직접판매 등 다른 판매채널과의 경쟁에서 어느 정도 우위를 점할 것이냐에 따라 결정될 것임

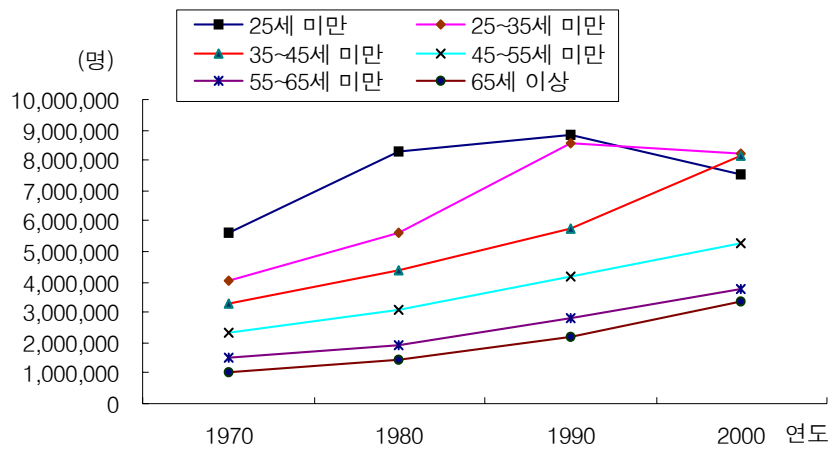
## 2. 고령화 진전

### 가. 고령화 진전

#### ○ 인구의 고령화 진전 현황

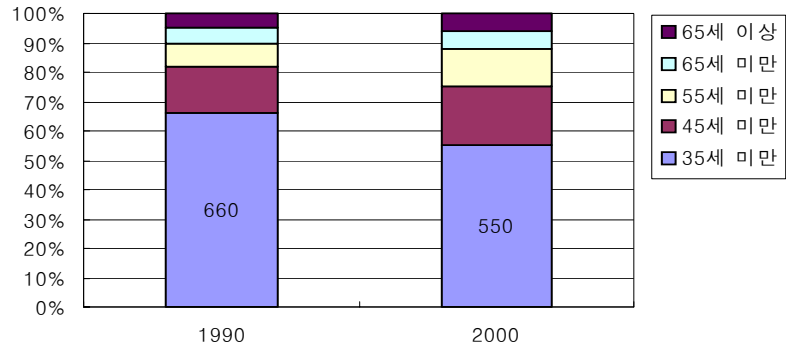
- 우리나라는 2000년 총인구에서 65세 이상의 고령인구가 차지하는 비중이 7.2%로 고령화사회에 진입하였고, 2019년 고령사회, 2026년 초고령사회에 도달할 것으로 전망됨
- UN의 정의에 따르면, 고령화사회(aging society)는 고령인구의 비중이 총인구대비 7% 이상, 고령사회(aged society)는 14% 이상, 초고령사회(super-aged society)는 20% 이상인 사회를 의미함

<그림 II-2> 연령별 인구 증가 추이



자료: 통계청

<그림 II-3> 연령분포



자료: 통계청

○ 생산가능인구 비중 하락 및 생산가능인구 고령화

- 고령화의 진전에 따라 생산가능인구(15~64세)의 비중이 하락하고, 생산가능인구의 연령 또한 높아졌음
- 즉 사회적으로 부양해야 할 인구 비중은 상승한 반면 부양을 담당할 근로인구 비중은 감소함

<표 II-2> 주요 연도별 노령화 지수

(단위: 천명, %)

항목	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2010
총인구 <sup>a)</sup>	42,869	45,093	47,008	47,343	47,640	47,925	49,594
0-14세	10,974	10,537	9,911	9,860	9,793	9,719	8,552
15-64세	29,701	31,900	33,702	33,904	34,075	34,238	35,741
65세 이상	2,195	2,657	3,395	3,579	3,772	3,969	5,302
노령화지수 <sup>b)</sup>	20.0	25.2	34.3	36.3	38.5	40.8	62.0

a) 인구는 2000년까지는 확정인구이며, 2001년 이후는 통계청 추계임.

b) 노령화지수는 유년인구(0~14세)의 비율에 대한 노년인구(65세 이상 인구)의 비율

\* 노령화지수 = [(65세 이상인구)/(0~14세 인구)]×100

## 나. 인구의 고령화가 증권산업에 미치는 영향

- 인구의 고령화가 실물경제에 미치는 영향
  - 고령화의 진전은 저축보다 소비하는 인구의 비중 증대를 의미하므로 민간저축률 하락이 예상됨
  - 고령화는 정부의 재정수입을 감소시키고 재정지출을 증대시켜 재정수지의 악화를 초래함
    - 고령화에 따른 노동력과 연금기여자 감소 등으로 조세 및 세외수입과 사회보장기여금 등이 줄어들어 재정수입이 감소함
    - 연금수취자의 증대로 연금, 노인복지비 등 고령화관련 재정지출이 증가함
  - 인구의 고령화는 생산인구의 감소로 인한 노동력의 양적 축소와 생산가능인구의 고령화로 인한 노동력의 질적 수준을 저하시켜 성장잠재력을 감소시킴
  
- 은퇴 후 생활영위에 적합한 금융상품에 대한 수요가 증대될 것으로 예상되기 때문에, 이에 대응한 증권사의 상품개발이 요구됨
  - 고령 고객의 특성상, 안정성 확보를 전제로 어느 정도 자본이익을 추구하는 상품이 주류를 이룰 것으로 예상됨
    - 예: 주가연계 금융상품(ELS, ELD, ELF)
  - 생활비용 충당을 위해 정기적으로 안정적인 현금수취가 가능한 상품에 대한 수요 확대가 예상됨
    - 예: 채권형 상품, 배당률이 높은 우량주 펀드, REITs 등
  - 은퇴 후 일정기간(예: 20년) 동안 운용할 수 있는 장기금융상품에 대한 수요확대가 예상됨

14 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 저금리 기조도 장기금융상품 수요확대에 영향을 미침
- 우리나라의 경우 노후 준비를 위해 연금과 예금에 주로 의존하고 있는 바, 주식 등 증권상품 비중은 미미함
  - 통계청 '2002년 사회복지 조사결과'에 의하면 우리나라 가구주의 노후 준비는 연금(주로 공적연금을 의미), 예금·적금, 부동산운용, 퇴직금, 주식·채권 등의 순임
- 금융자산관리를 위한 유가증권 운용비중 제고
  - 노년층의 금융상품에 대한 수요가 증가함에 따라 금융기관에 축적된 금융자산을 관리하기 위해 금융기관이 유가증권의 운용비중을 확대할 것으로 예상됨
  - 상대적으로 안전한 국공채 운용비중이 높을 것으로 예상되지만, 저금리 기조가 지속될 경우 수익성 제고를 위한 주식운용 비중의 확대는 불가피할 것으로 전망됨
- 종합자산관리의 중요성 증대
  - 노년층은 상대적으로 신 금융상품에 대한 지식이 부족하기 때문에 금융자산관리를 전문가에게 위탁하려는 경향이 있음
  - 또한 개인금융시장이 예금에서 투자형 자산으로 이동하고 있기 때문에 복잡한 투자상품 선택에 대한 자문형 금융서비스 수요 증대가 예상됨
- 인구의 고령화가 주식 위탁매매업에 미치는 영향

- 인구의 고령화와 기업연금제도의 도입 등으로 인해 간접투자상품의 수요가 증대될 것이고 개인투자자의 주식보유비중이 감소할 것으로 예상됨
  - 최근 개인의 매매회전율은 지속적으로 감소하는 추세로 주식 위탁 수수료수익 감소요인이 될 것임
- 회전율이 가장 높은 개인투자자 비중의 감소와 회전율의 지속적 감소추세는 증권사의 위탁 수수료수익에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상됨

○ 인구의 고령화가 펀드판매업에 미치는 영향

- 고령인구의 증대는 자산관리상품에 대한 수요를 확대시키므로 자산관리 대상으로서 각종 펀드상품에 대한 수요를 증대시킬 것으로 예상됨
  - 증권사의 펀드판매 수입에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상됨
  - 그러나 실적배당상품이 예금 이상의 수익률을 창출할 수 있다는 투자자의 기대와 증권사에 대한 신뢰가 전제되어야 함
- 고령인구의 증대는 안정성이 높고 정기적인 현금창출이 가능한 펀드에 대한 수요를 증대시킬 것으로 예상됨
- 은퇴 후 생활영위를 목적으로 장기간(예: 20~30년)에 걸쳐 자금을 운용하므로, 고객과의 신뢰형성이 가장 중요한 성공요인이 될 것임
  - 고객으로부터 신뢰를 획득한 증권사와 획득하지 못한 증권사로 양분되어 전자에 수요가 집중될 가능성이 높음
  - 국내 증권사가 고객의 신뢰를 획득하지 못하면 수혜자가 외국계 펀드와 판매사가 될 가능성이 큼

### 3. 연금제도의 변화

#### 가. 연기금의 규모 확대와 연금제도의 변화

- 수익성 제고를 통해 연금가입자의 노후소득을 보장하기 위해서 연기금은 향후 주식투자 비중을 확대할 것으로 예상됨
  - 2002년 말 현재 국민연금의 적립금은 약 93조원으로서 주식시장 규모 대비 31%, 채권시장 규모 대비 15% 수준임
  - 연기금 운용의 67% 정도가 금융부문을 대상으로 하는데 이 중 채권운용비중이 91%임
  - 기존 퇴직금 제도는 노후대비 퇴직저축의 기능이 매우 제한적이고, 상당 기업이 퇴직금 관련 자금을 운전자본(working capital)으로 사용해오고 있기 때문에 자본시장 발전에 큰 도움이 되지 못하였음
  - 기업연금제도가 본격적으로 도입될 경우 연금자산이 독립적으로 운용될 것이기 때문에 자본시장의 수요기반이 크게 확충될 것으로 예상됨
  
- 기업연금제도(특히 확정기여형 기업연금제도)가 성공적으로 도입되기 위해서는, 자본시장에 연금 목적에 적합한 금융상품이 충분히 존재해야 한다는 전제가 충족되어야 함
  - 미하원 산하 예산위원회에서 연구팀을 구성하여 연구를 수행함 (Task Force on Social Security: House Budget Committee, U.S. House of Representative)

— 연구의 주제는 퇴직자의 투자위험을 최소화하고 적절한 소득을 보장해 줄 수 있는 투자대상의 추천임(“How to insulate personal retirement account holders from losses and provide adequate retirement income?”)

- 정부가 보장하는 확정급여형(defined-benefit)제도로부터 각자가 계좌를 보유하고 광범위한 투자대상을 선택할 수 있는 확정기여형(defined-contribution)제도로 변화할 경우 대부분의 투자자가 손실을 볼 것이라는 주장에 대해 논의함

— 연구팀의 주요 결론

- 투자자의 손실가능성을 완벽하게 제거할 수는 없음
- 장기간에 걸쳐 효율적으로 분산투자된 주식포트폴리오에 투자하는 것이 바람직함(뮤추얼펀드 산업의 활성화)
- 주식관련 위험에 대해 지극히 회피적인 투자자들에게는 MITTS(Market Index Target-Term Security) 형태의 증권이 바람직함
- 현재의 증권설계 기술(technology)과 상상력(imagination)을 통해 시세차익을 줄이는 대신에 가격하락으로 인한 투자손실을 제한하는 것이 가능하다고 보고함

○ 기업연금제도

— 확정급여형제도에서는 정부의 안전망 역할을 하는 PBGC(Pension Benefit Guaranty Corp.)를 통해 연금지급을 보장해 주지만 확정기여형제도 하에서는 각 개인이 자신의 계정을 갖고 자신에게 적합한 투자대상을 선택함

— 우리나라의 연금제도를 확정급여형보다 확정기여형으로 전환시키기 위해서는 연기금의 투자대상으로 적합한 상품개발이 필요함

18 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 즉 손실의 규모가 한정되어 어느 정도의 원금보장이 가능하고 (downside protection), 어느 정도의 시세차익도 향유할 수 있는 (upside potential) 증권의 개발이 요구됨

- 예: GROI(Guaranteed Return on Investment), MITTS(Market Index Target-Term Security), GIC(Guaranteed Investment Certificate), EIA(Equity Index Annuity) 등

○ 기업연금의 투자대상이 되기 위한 조건

- 안정성: 투자대상으로부터의 소득이 생계의 기본이 되므로 투자 손실의 규모가 한정되어 일정수준 이상의 소득이 보장되어야 함
- 확정성: 미래 각 기간별로 일정 금액이 지불되어야 하므로 미래의 현금흐름을 예측할 수 있어야 함

나. 기업연금제도의 도입과 증권산업

○ 연금제도의 변화에 적합한 상품 전망

- 미하원 예산위원회의 태스크포스에서는 효율적으로 분산투자된 주식펀드와 일정수준으로 원금이 보장되는 구조설계증권을 추천하였음
  - 미국의 주식시장은 지속적으로 성장하였기 때문에 이와 같은 추천이 정당화될 수 있음
- 한국의 경우는 주식시장이 지속적으로 성장하지 못하였고 변동성이 크기 때문에, 단순한 주식형 펀드보다 원금보장적인 성격이 포함된 구조설계증권(예: ELS)이나 펀드(예: ELF)가 각광을 받을 것으로 예상됨

- 원금보장구조를 설계하기 위해서는 파생상품이 내장되어야 하고 발행사 입장에서는 발행된 파생상품의 헤지를 위한 시장이 필요한데, 한국의 경우에는 유동성이 높은 선물·옵션시장이 존재함

○ 연금제도의 변화가 주식 위탁매매업에 미치는 영향

- 연기금의 주식투자확대는 증권사의 위탁매매업에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상됨
  - 연기금의 주식투자확대는 주식수요기반의 확대와 장기투자문화의 정착을 가져올 것으로 예상됨

○ 2003년 9월 말 노동부가 입법예고한 『근로자퇴직급여보장법』에 따르면 2004년 7월 도입예정인 퇴직연금제도에서 증권사는 “퇴직연금제도 관리자” 대상에서 배제되어 있음

- 퇴직연금제도 관리자란 확정급여형, 확정기여형 또는 개인퇴직계좌에 관한 업무를 수탁하여 수행할 수 있는 자를 의미함

○ 증권사가 퇴직연금제도 관리자에서 배제된다면 증권사의 기업연금 참여는 연금관련 금융상품의 판매를 통하여 이루어질 가능성이 높음

- 원금보장성이 높은 소액국공채 혹은 우량회사채의 판매가능성
- 은행의 실질금리가 제로에 가깝다는 점을 고려할 때 기업연금의 투자대상으로 적합한 안정성과 수익성을 동시에 갖춘 상품개발이 이루어진다면 증권사의 기업연금참여도가 높아질 수 있음
- 하지만 기업연금이 발달한다 하더라도 기존 펀드판매를 통한 판매수수료형태의 수익은 크게 기대하기 어려울 것으로 예상됨

## 4. 정보기술의 발전

### 가. 정보기술의 발전이 금융시장에 미치는 영향

- IT기술의 발전은 금융산업의 성격을 본질적으로 변화시키는 요인으로 작용하고 있음
  - 금융정보의 통합과 처리능력 제고: 다양한 금융정보의 통합과 신속한 처리를 통해 다양한 금융상품 개발, 위험관리, 가치평가를 가능하게 함
  - 금융거래의 공간적, 시간적 제약 완화: 증권거래에서 공간과 시간의 제약이 점차 그 의미를 상실하여 공간적 차원에서는 전 세계를 대상으로 한 글로벌 거래, 시간적 차원에서는 실시간 거래가 보편화될 것임
    - 증권회사의 시장이 확대된다는 점에서는 유익한 환경변화이나 경쟁자가 전 세계 증권회사로 확대된다는 점에서는 불리한 환경변화임
    - 세계금융시장이 통합되고, 금융시장간의 동조화가 증대됨
  - 금융거래비용의 감소: 투자자 입장에서는 탐색비용이 혁신적으로 감소되어 상품의 장단점을 체계적으로 비교할 수 있기 때문에 경쟁력 있는 상품에 수요가 집중됨
- IT기술의 급격한 발전에 따른 금융산업의 변화 방향
  - IT혁신이 구체화됨에 따라 비용과 서비스간의 반비례 관계에 변화가 발생하고 있음

- 정보처리능력의 비약적인 발전과 인터넷의 폭넓은 확산으로 대량의 정보와 콘텐츠가 저비용으로 제공됨
- IT혁신에 따른 금융업계의 재편은 내부의 자체적인 구조 변화보다는 이종 업종간의 제휴 등 대대적인 구조 전환을 야기시킬 것임
  - 금융기관들은 종래의 금융상품과 서비스만을 제공하는 수준에서 한 단계 더 나아가 다른 업종의 상품이나 서비스 등을 포괄하는 다양한 서비스를 제공함

## 나. 정보기술화가 증권산업에 미치는 영향

### ○ 정보기술의 발전이 위탁매매업에 미치는 영향

- IT투자 확대는 증권산업을 고정비 투자가 높은 장치산업으로 변모시키고 있고 증권사의 비용구조를 변화시킴
  - 규모의 경제효과, 시장 선점효과와 같은 현상들이 발생함
  - 온라인 증권거래는 전산비용의 비중을 증대시키고 인적 비용의 비중을 감소시킴
- 정보기술의 발달은 증권사간의 경쟁을 심화시킴
  - 전산설비의 선진화와 인력절감으로 위탁영업비용은 줄어들
  - 비용절감으로 인해 저비용·고품질 서비스를 제공할 수 있게 되고 경쟁의 범위가 확대되었음
  - 이에 따라 고객 유치를 위한 수수료 인하 등 증권사간 경쟁이 심화되고 있음
- 1998년 이후 급증하던 온라인 거래비중이 2002년부터 안정적 추세를 보임에 따라 온라인 거래는 포화 상태에 이른 것으로 판단됨

- 사업전략, 비용구조 등에서 기존 증권사와 확연히 구분되는 새로운 비즈니스모델을 가진 온라인증권사가 출현함
  - 온라인증권사는 저비용구조로 인해 수수료의 획기적 인하가 가능하였음
  - 치열한 가격경쟁 하에서 가장 큰 타격을 입은 증권사들은 제품차별화가 이루어지지 않았고 고객의 충성도가 낮은 기존 증권사들임

**<표 II-3> 증권산업의 정보화 투자 현황**

(단위: 명, 억원, 대)

연도	전산직원	전산예산	전산기기			CD/ATM	
			주전산기	단말기	PC	CD	ATM
FY95	2,010	4,214	2,047	13,922	37,436	59	3
	(5.5)	(14.7)					
FY96	2,102	4,264	2,663	9,677	42,672	59	8
	(5.8)	(15.1)					
FY97	1,996	3,623	2,671	3,481	46,688	52	18
	(6.1)	(11.8)					
FY98	1,749	3,950	2,612	2,694	50,116	85	14
	(6.3)	(15.2)					
FY99	2,001	8,278	3,547	1,172	68,751	203	14
	(5.4)	(19.5)					
FY00	2,473	11,772	4,424	1,727	102,847	424	194
	(6.3)	(20.3)					
FY01	2,811	11,646	6,291	1,092	101,434	407	293
	(7.2)	(22.4)					

( ) 안은 전산직원 및 전산예산의 비율  
 자료: 한국은행, 『2001년도 금융정보화 추진현황』

<표 II-4> 전체 증권약정 및 온라인 증권약정 추이

(단위: 조원, %)

구분	온라인 증권		전체 증권		온라인 비중	증감
	약정	증가율	약정	증가율		
FY98	22.5	-	1,205.2	-	1.9	-
FY99	684.3	2,945.8	3,607.5	199.3	19.0	17.1
FY00	1,939.7	183.4	4,163.9	15.4	46.6	27.6
FY01	2,189.5	12.9	4,185.0	0.5	52.3	5.7
FY02	3,293.5	50.4	6,321.8	51.1	52.1	-0.2

자료: 한국증권업협회, 『2002년도 온라인증권거래 결산』

- 정보기술의 발달이 펀드판매업에 미치는 영향
  - 펀드 선택에 있어 전문적 지식이 필요한 주식형 펀드에 대해서는 인터넷 펀드판매가 제한적으로 이루어질 것임
  - 그러나 채권형 펀드에 대해서는 인터넷 펀드판매가 위탁에서와 같은 파괴력을 가질 수도 있음
  
- 정보기술의 발달이 투자은행업에 미치는 영향
  - 외국에서는 인터넷을 통한 투자은행업무가 시도되고 있으며 우리나라에도 조만간 등장할 것으로 보임
  - 인터넷을 통한 직접 공모 등의 서비스를 제공하는 인터넷 투자은행이 등장함
    - WitCapital, IPOnet, E·Offering, W.R.Hambrecht 등에서 인터넷 주식 공모 서비스를 제공하고 있음
    - Goldman Sachs의 세계은행 발행채권 인터넷 공모(2000. 1)
  - 투자은행 고객전용 인터넷 플랫폼이 제공되기 시작함

24 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- Chase Manhattan의 Chasespace, Merrill Lynch의 MLX, Dresdner 은행의 Dresdner Kleinwert Benson Online Market 등

— M&A 업무가 온라인화되고 있음

- Merrill Lynch와 Capitalkey Advisor가 설립한 전자포럼인 M&A Online Advisor는 3,000만 달러 이하의 중소규모 M&A 시장에 특화하고 있음

### III. 증권산업의 현황

---

1. 증권산업의 수익성 추이
2. 영업부문별 영업수익 추이
3. 영업이익 변화의 영업부문별 분해
4. 위탁 수수료수익 변화의 분해
5. 경쟁환경의 변화와 수수료율 경쟁
6. 요약 및 시사점



### III. 증권산업의 현황

- 본 장에서는 최근 10년간 증권산업의 수익성 변화를 살펴보고, 그 원인을 모색함
  - 한국 증권산업의 수익성은 최근 4년간 악화되었음
  - 위탁매매업과 펀드판매업이 한국 증권업의 주요 영업부문임
  - 영업이익을 사업부문별 순영업수익과 판매관리비로 분해하여 최근 수익성 악화의 원인을 모색한 결과, 위탁매매업의 순영업수익 급감이 주 원인임
  - 위탁 수수료수익을 약정대금과 수수료율로 분해하여, 최근 위탁 수수료수익 급감의 원인을 규명한 결과, 수수료율의 급락이 주 원인임
  - 온라인 증권거래의 활성화와 진입장벽 완화로 온라인전문증권사 등이 신규진입하는 등 경쟁자의 수가 증가하였으며, 그 결과 과당경쟁으로 인해 수수료율이 급락함

#### 1. 증권산업의 수익성 추이

- 한국 증권산업의 수익성은 전반적으로 낮음
  - 자기자본 영업이익률의 최근 10년간 평균은 7.1%로 전반적으로 낮은 수익성을 보임
    - 자기자본 경상이익률의 최근 10년간 평균은 3.7%로 자기자본 영업이익률 평균보다 낮아 영업외수지에서 적자가 발생했음을 알 수 있음

<표 III-1> 자기자본 영업이익률 및 경상이익률 추이<sup>a)</sup>

연도	한국 영업이익률	한국 경상이익률	미국 경상이익률
FY93	16.3%	9.5%	27.1%
FY94	13.0%	7.0%	3.3%
FY95	-1.3%	-6.2%	20.9%
FY96	1.0%	-6.1%	29.1%
FY97	-21.1%	-28.5%	27.9%
FY98	21.1%	16.3%	17.9%
FY99	16.1%	17.6%	25.6%
FY00	8.0%	8.1%	26.5%
FY01	10.1%	9.4%	12.2%
FY02	-0.1%	-2.5%	N/A
평균	7.1%	3.7%	16.2%

a) 자기자본 영업이익률 = 영업이익 / 자본총계

자기자본 경상이익률 = 경상이익 / 자본총계

자료: 한국증권업협회, 『증권』 및 SIA Factbook

— 한국 외환위기 기간이 특수한 상황임을 감안하여 FY97을 제외하더라도 자기자본 영업이익률 평균은 8.9%로 낮은 수익성을 보임

- 자기자본 경상이익률의 평균도 5.8%로 낮음
- 미국 증권산업의 자기자본 경상이익률은 최근 10년간 평균 16.2%를 기록하였으며, 온라인 증권거래가 활성화된 FY01에도 12.2%를 기록하여, 한국 증권산업의 수익성이 미국에 비해 현저히 낮음을 알 수 있음

○ 증권산업은 FY98과 FY99에 사상 초유의 호황을 누렸으며, 이후 수익성이 악화되었음

- FY95과 FY96에 손익분기점에 근접한 자기자본 영업이익률을 기록하였으며, FY97에는 한국외환위기로 인한 주가 급락으로 자기매매부문에서 손실이 크게 발생하면서 자기자본 영업이익률이 -21.1%를 기록함
  - FY98에는 급락했던 주가의 회복으로 자기매매부문이 이익으로 전환하고 위탁매매·펀드판매부문의 수익이 증가하면서 자기자본 영업이익률이 21.1%를 기록하였으며, FY99에는 코스닥시장이 활황을 보이면서 위탁매매부문의 수익이 급증하여 자기자본 영업이익률은 16.1%를 기록함
  - FY00 이후 수익성이 급격히 악화되면서 FY02에는 자기자본 영업이익률이 -0.1%로 적자를 기록함
- 영업부문별 수익성 분석의 편의를 위해 통상적으로 사용하는 자기자본 경상이익률 대신 자기자본 영업이익률로 분석함
- 자기자본 영업이익률은 자기자본 경상이익률에 비해 다소 높은 수준이지만, 그 패턴이 유사하기 때문에 분석에 큰 차이는 없음
  - 영업부문별로 자기자본 경상이익률을 산출하기 위해서는 영업의 수익·비용을 영업부문별로 배분해야 하는 어려움이 있음
  - 이후 별도로 명기하지 않는 한, 자기자본 영업이익률을 ROE로 표기함
- 과거 추이와 미국 수치를 고려하여 적정 ROE는 5%, 10%, 15%, 20%로 간주함
- 한국 증권산업의 최근 10년간 ROE 평균은 7.1%이며, 한국외환위기 기간인 FY97을 제외하면 8.9%이므로 적정 ROE의 기준으로 5%, 10%를 선택함

- 최근 10년간 증권사들이 7.1%의 ROE를 기록하면서 생존하였으므로, ROE 5%를 생존가능한 최소한의 수준으로 간주할 수 있음
  - 한국외환위기 기간인 FY97을 제외하면 8.9%의 ROE를 기록했으므로, ROE 10%를 적정 ROE로 간주할 수 있음
- 미국 증권산업과 비슷한 수준의 수익성을 확보하기 위해서는 ROE가 15%, 20% 수준은 되어야 함
- 한국 증권산업의 최근 10년간 자기자본 경상이익률과 자기자본 영업이익률의 차이인 3.4%를 적용한다면, 미국 증권산업의 FY01 자기자본 경상이익률 12.2%는 자기자본 영업이익률 15.6%에 해당됨
  - 한국 증권산업의 최근 10년간 자기자본 경상이익률과 자기자본 영업이익률의 차이인 3.4%를 적용한다면, 미국 증권산업의 9년간 평균 자기자본 경상이익률 16.2%는 자기자본 영업이익률 19.6%에 해당됨

## 2. 영업부문별 영업수익 추이

- 증권산업의 영업수익은 ROE와 비슷한 패턴을 보이고 있음
  - 증권산업의 영업수익은 ROE와 비슷하게 FY98과 FY99에 급증하였으며, 이후 감소하고 있음
    - 증권산업의 영업수익은 FY99 이전에는 2~5조원 규모이었지만, FY99에 14조원 규모로 급증한 이래 감소하면서 7~8조원 규모를 보이고 있음

— 이는 최근 수익성 악화의 주 원인이 영업수익의 급감에 있음을 시사함

<표 III-2> 영업부문별 영업수익 추이<sup>a)</sup>

(단위: 억원)

연도	전체 영업 수익		위탁매매		기업금융		펀드판매		자기매매		기타영업	
FY93	32,686	20,340	62%	3,958	12%	1,143	3%	6,586	20%	658	2%	
FY94	32,775	21,877	67%	3,346	10%	926	3%	6,065	19%	561	2%	
FY95	21,041	14,229	68%	3,972	19%	772	4%	1,740	8%	328	2%	
FY96	25,802	18,352	71%	8,309	32%	1,195	5%	-2,568	-10%	513	2%	
FY97	12,537	20,433	163%	7,829	62%	3,884	31%	-20,507	-164%	898	7%	
FY98	49,231	26,921	55%	5,723	12%	16,247	33%	322	1%	17	0%	
FY99	138,253	96,151	70%	5,591	4%	30,740	22%	4,143	3%	1,628	1%	
FY00	82,288	53,452	65%	6,187	8%	27,000	33%	-6,400	-8%	2,047	2%	
FY01	82,974	45,325	55%	4,736	6%	20,664	25%	10,738	13%	1,512	2%	
FY02	67,339	42,567	64%	3,550	5%	15,576	23%	2,979	4%	2,666	4%	
평균	54,492	35,965	66%	5,320	10%	11,815	22%	310	1%	1,083	2%	

a) 자기매매부문의 영업수익은 자기매매 이익에서 자기매매 손실을 차감하였으며, 나머지 영업부문의 영업수익은 손익계산서 상의 영업수익임  
 ( ) 안의 숫자는 각 영업부문별 영업수익에서 차지하는 비중  
 자료: 한국증권업협회, 『증권』

○ 증권산업의 영업수익 추이는 위탁 영업수익 변화에 크게 영향을 받고 있음

— 위탁 영업수익이 전체 영업수익에서 66%의 비중을 차지하고 있기 때문에 위탁 영업수익의 변화에 따라 전체 영업수익의 추이가 결정됨

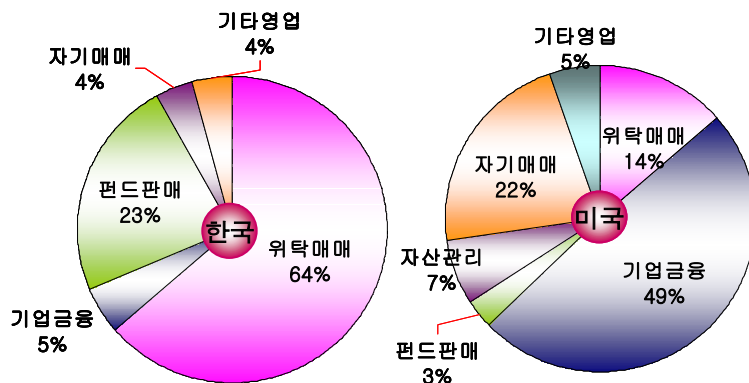
• FY99를 기점으로 위탁 영업수익은 2조원대에서 4~5조원대로 급증한 후 감소하고 있어 영업수익 추이와 비슷함

- 두 번째로 큰 영업부문인 펀드판매 영업수익도 비슷한 패턴을 보이고 있음
    - FY98과 FY99에 급격히 성장하였지만, 이후 감소하는 추세를 보이고 있음
    - 주식형 펀드의 수탁고 변화는 주가의 등락에 연동되어 있기 때문에 펀드판매와 위탁 영업수익은 비슷한 움직임을 보이게 됨
  - 여타 영업부문의 영업수익 변화는 전체 영업수익 추이에 큰 영향을 미치지 않음
    - 기업금융부문은 영업비중이 낮기 때문에, 전체 영업수익 추이에 큰 영향을 미치지 않음
    - 자기매매부문은 변동성이 높기 때문에, 전체 영업수익의 크기에 영향을 미칠 수 있지만, 자기매매 영업수익 변화 그 자체가 특별한 추세를 보이지 않기 때문에 전체 영업수익 추이에 큰 영향을 미치지 않음
  - 안정적인 영업수익을 올리는 위탁매매부문과 펀드판매부문의 영업수익이 감소하고 있다는 점에서, 증권산업의 수익구조는 열악한 상태를 지속할 가능성이 있음
    - FY97의 수익성 악화는 변동성이 큰 자기매매부문의 손실에 기인한 바가 크기 때문에 시장 상황이 호전됨으로써 수익성이 개선될 여지가 있었음
    - 그러나 최근의 수익성 악화는 안정적인 영업수익원인 위탁매매와 펀드판매부문의 영업수익 감소에 기인하기 때문에 증권산업의 수익구조가 쉽게 개선되기 어려움
- 한국 증권산업은 “위탁매매업”이라고 불리어도 무리가 없을 정도로 위탁매매에 크게 의존하는 영업구조를 가지고 있음

— 위탁매매와 펀드판매부문의 영업비중은 각각 64%, 23%로 영업수익의 편중현상이 두드러짐

- 미국의 경우 위탁매매와 펀드판매부문의 영업비중은 각각 14%, 3%로 주요 영업부문이 아님
- 미국의 경우 기업금융, 자기매매, 위탁매매, 자산관리, 기타영업 등 여러 영업부문이 5% 이상의 영업비중을 차지하고 있기 때문에 한 영업부문의 부진이 전체 영업수익에 영향을 크게 미치지 않음

<그림 III-1> 한국과 미국 증권업의 영업부문별 영업비중<sup>a)</sup>



a) 자기매매부문의 영업수익은 자기매매 이익에서 자기매매 손실을 차감하였으며, 나머지 영업부문의 영업수익은 손익계산서 상의 영업수익을 사용함

\* 한국과 미국 모두 FY02년도 자료임

자료: 한국증권업협회, 『증권』 및 SIA 2002 NYSE 회원증권사 종합손익계산서

- 기업금융부문의 영업비중은 10%이며, 5천억원의 영세한 영업수익 규모를 보이고 있음
  - FY96에는 영업비중 32%, 영업수익 8천억원의 주요 영업부문이었지만, 이후 영업수익이 감소하면서 FY02에는 5%의 영업비중으로 줄어들음
  - 반면 미국 증권산업에서 기업금융의 영업비중은 49%로 가장 중요한 영업부문임
  - 즉 한국 증권산업은 단순 중개업의 특성을 가지고 있는 반면, 미국 증권산업은 투자은행업의 특성을 가지고 있음
- 자기매매부문은 높은 변동성 때문에 영업수익에 미치는 영향이 크지만 수익성이 낮아 영업수익 확대에 기여하지 못하고 있음
  - FY93과 FY94에는 영업수익의 20% 정도가 자기매매부문에서 창출되었지만, FY97에는 영업수익의 1.6배에 해당하는 손실을 볼 정도로 높은 변동성을 가지고 있음
  - 과거 10년간 영업비중이 1%에 불과할 정도로 자기매매부문의 수익성은 높지 않음
  - 미국의 경우 자기매매의 영업비중이 22%이고, 이는 자기매매의 수익성이 높다는 것을 시사함

### 3. 영업이익 변화의 영업부문별 분해

- 본 절에서는 영업이익을 영업부문별 순영업수익과 판매관리비로 분해하여 영업이익 변화에 대한 영업부문별 공헌도를 산출함

- 증권사의 주요 영업부문을 위탁매매, 기업금융, 펀드판매, 자기매매, 기타영업으로 분류함
  
- 영업이익을 다음과 같이 영업부문별 순영업수익과 판매관리비로 분해함
  - 순영업수익은 영업부문별 영업수익에서 직접 영업비용을 차감한 값임
  - 위탁매매와 기업금융의 경우 영업수익에 비해서 직접 영업비용의 규모가 현저히 작기 때문에 순영업수익은 사실상 영업수익임
  - 영업부문별 세부 계정항목은 <부록 I>에 수록되어 있음
  
- 영업이익에 대한 영업부문별 공헌도는 다음과 같이 계산함
  - 영업부문별 공헌도 =  $\frac{\text{영업부문별 순영업수익 변화분}}{\text{영업이익 변화분의 절대값}}$ 
    - 분모에 절대값을 취함으로써 영업이익을 증가시키는데 공헌한 경우 (+)의 값이 나오도록 함
  - 판매관리비의 공헌도 =  $\frac{(-) \text{ 판매관리비의 변화분}}{\text{영업이익 변화분의 절대값}}$ 
    - 판매관리비의 증가는 영업이익을 감소시키는데 공헌하는 것이기 때문에 분자에 (-)를 곱함
  
- 최근 영업이익 감소의 주 원인은 위탁 순영업수익 급감에 있음
  - FY99~FY02 기간 중 위탁 순영업수익은 4.4조원 감소하였으며, 이는 영업이익 감소분 2.1조원의 2배에 달함

- 펀드판매와 기타영업 순영업수익이 증가하고 판매관리비가 감소하였지만, 위탁 순영업수익의 감소가 이를 상회하여 영업이익이 감소함
- FY99~FY02 기간 중 영업이익 변화에 대한 위탁 순영업수익의 공헌도는 -207%로, 펀드판매, 기타영업, 판매관리비의 공헌도 72%, 13%, 36%를 압도하고 있음

<표 III-3> 영업이익 변화의 영업부문별 분해<sup>a)</sup>

(단위: 억원)

구분	FY02-FY99	FY98-FY97	FY99-FY98	FY00-FY99	FY01-FY00	FY02-FY01
영업이익(A)	-21,573	31,104	5,442	-18,900	9,655	-12,328
위탁매매(B)	-44,663	4,811	58,131	-36,046	-6,837	-1,780
공헌(B/ A )	-207%	15%	1068%	-191%	-71%	-14%
기업금융(C)	-2,040	-2,070	-126	597	-1,452	-1,186
공헌(C/ A )	-9%	-7%	-2%	3%	-15%	-10%
펀드판매(D)	15,617	12,249	-18,567	21,611	-6,586	592
공헌(D/ A )	72%	39%	-341%	114%	-68%	5%
자기매매(E)	-1,164	20,829	3,821	-10,543	17,138	-7,759
공헌(E/ A )	-5%	67%	70%	-56%	178%	-63%
기타영업(F)	2,892	-437	-6,662	4,882	409	-2,399
공헌(F/ A )	13%	-1%	-122%	26%	4%	-19%
판매관리비(G)	-7,786	4,277	31,155	-600	-6,983	-203
공헌(-G/ A )	36%	-14%	-572%	3%	72%	2%

a) 표의 값은 영업이익 및 영업부문별 순영업수익의 변화분

영업부문별 순영업수익 = 영업부문별 영업수익 - 영업부문별 영업비용

자료: 한국증권업협회, 『증권』

○ 연도별 영업이익 변화의 주 원인은 다음과 같음

- FY98의 영업이익 증가는 자기매매, 펀드판매, 위탁매매의 순영업수익 증가에 기인함
  - FY97에 급락했던 주가가 회복되면서 자기매매, 펀드판매, 위탁매매의 순영업수익이 모두 증가함
  - 주가가 회복되면서 자기매매부문에서의 손실이 이익으로 반전되었으며, 주가 상승으로 펀드수탁고가 증가하면서 펀드판매 순영업수익이 증가하고 약정대금이 증가하면서 위탁 순영업수익이 증가함
- FY99의 영업이익 증가는 위탁매매, 자기매매 순영업수익 증가에 기인함
  - 코스닥 시장의 활황 및 주가의 상승으로, 약정대금이 폭발적으로 증가하면서 위탁 순영업수익이 급증하였고, 자기매매에서의 이익이 증가함
- FY00에는 위탁 순영업수익 감소가 펀드판매 순영업수익 증가를 압도하여 영업이익이 감소함
  - 주가가 하락함에 따라 약정대금이 감소하였을 뿐만 아니라 수수료율이 낮아져 위탁 순영업수익은 급감함
  - FY99에 대우채 사태로 인한 미매각 수익증권 손실로 펀드판매에서 대규모 손실이 발생하였지만, FY00에는 관련 손실이 발생하지 않아 순영업수익이 증가함
- FY01에는 판매관리비가 감소하고 자기매매 순영업수익이 증가하였음에도 불구하고, 위탁매매 및 펀드판매부문의 순영업수익이 더 많이 감소함에 따라 영업이익이 감소함

- 약정대금의 감소, 수수료율의 하락으로 인해 위탁 운영업수익은 지속적으로 감소함
- 은행의 펀드판매 이후, 증권사의 펀드수탁고가 지속적으로 감소하고, 판매보수율이 하락함에 따라, 펀드판매 운영업수익이 감소함

— FY02에는 위탁 운영업수익 감소가 완화되었지만, 자기매매 운영업수익 감소가 두드러지면서 영업이익이 감소함

○ 영업부문별 운영업수익의 변화는 다음과 같은 특징을 가지고 있음

— 위탁 운영업수익 감소는 FY00, FY01에 두드러지게 나타남

- 온라인전문증권사의 진입과 투신사의 증권사 전환이 본격적으로 이루어진 FY00부터 위탁매매의 수익성이 급격히 악화되기 시작하였으며, FY02에는 급변하던 산업구조가 어느 정도 안정을 찾기 시작한 것으로 보임

— 펀드판매 및 자기매매는 변동성이 높아 영업이익 증대에 크게 기여하지 못하고 있음

- 미매각 수익증권으로 인한 수익증권 매매손실이 발생하는 연도에는 큰 폭의 펀드판매 운영업수익 적자가 발생함
- 주식시장 하락기에는 큰 폭의 자기매매 운영업수익 적자가 발생함

— 판매관리비는 하방경직성을 가지고 있음

- 영업수익이 급증한 FY99에 판매관리비도 급증하였지만, 이후 영업수익이 감소함에도 불구하고 판매관리비는 완만히 감소함

#### 4. 위탁 수수료수익 변화의 분해

- 본 절에서는 위탁 수수료수익 변화를 약정대금과 수수료율로 분해함으로써 최근 위탁 수수료수익 감소의 원인을 모색하고자 함
  - 3절에서 영업이익의 감소의 주 원인이 위탁 순영업수익의 감소에 있음을 확인한 바 있음
  - 또한 위탁 순영업수익에서 위탁 수수료수익이 차지하는 비중이 높기 때문에 위탁 수수료수익의 감소가 영업이익 감소의 주 원인이라고 보아도 무방함
    - FY98~FY02 기간 중 위탁 수수료수익은 위탁 영업수익의 96%에 해당하고, 위탁 순영업수익의 120%에 해당함
  - 분석에 사용된 자료는 다음과 같이 계산함
    - 위탁 수수료수익은 손익계산서 상의 수수료수익 중 기업금융과 펀드판매 관련 수수료수익을 제외한 것임
    - 약정대금은 한국증권거래소와 코스닥시장의 월별 주식 거래대금에 2를 곱한 후 회계연도로 합산하여 250일로 나누어줌
    - 따라서 약정대금에는 고려되지 않은 선물, 옵션 수수료수익 등이 위탁 수수료수익에는 포함되어 있고, 위탁 수수료수익에는 고려되지 않은 자기매매 약정대금이 약정대금에는 포함되어 있음
    - 정확히 일치하는 위탁 수수료수익과 위탁 약정대금 자료를 최근 10년간에 대해서는 구할 수 없기 때문에 대체적인 패턴을 보기 위해서는 이러한 불일치를 감수하였음
    - 그러나 선물·옵션 거래가 최근에 들어서야 중요해졌고, 약정대금의 거의 대부분을 위탁 약정대금이 차지하고 있기 때문에 대체적인 패턴을 보기에 큰 무리가 없을 것으로 보임

- 그 증거로 부정확한 자료로 구한 본 절에서의 수수료율과 정확한 자료로 구한 IV장에서의 수수료율이 큰 차이를 보이지 않음
- 수수료율은 다음과 같이 구함

$$\text{수수료율(bp)} = \text{위탁 수수료수익(억원)} / (\text{일평균 약정대금(조원)} \times 250\text{일})$$

— 위탁 수수료수익 변화의 공헌도를 구하는 식은 다음과 같이 도출함

- “위탁 수수료수익( $R_t$ ) = 약정대금( $V_t$ ) × 수수료율( $C_t$ )”의 관계와 “위탁 수수료수익 변화( $\Delta R_t$ ) = 금년도 위탁 수수료수익( $R_t$ ) - 전년도 위탁 수수료수익( $R_{t-1}$ )”의 관계를 이용하면 다음의 식을 도출할 수 있음

$$\Delta R_t = \Delta V_t C_t + V_{t-1} \Delta C_t$$

- 위의 식 우변의 첫 번째 항은 약정대금 변화분에 수수료율을 곱하였기 때문에 약정대금 변화로 인한 위탁 수수료수익의 변화분을 의미하게 됨
- 위의 식 우변의 두 번째 항은 수수료율 변화분에 약정대금을 곱하였기 때문에 수수료율 변화로 인한 위탁 수수료수익의 변화분을 의미하게 됨
- 따라서 각각의 공헌도는 다음과 같이 정의할 수 있음

$$\text{약정대금 변화의 공헌도} = \frac{\Delta V_t C_t}{\Delta R_t}$$

$$\text{수수료율 변화의 공헌도} = \frac{V_{t-1} \Delta C_t}{\Delta R_t}$$

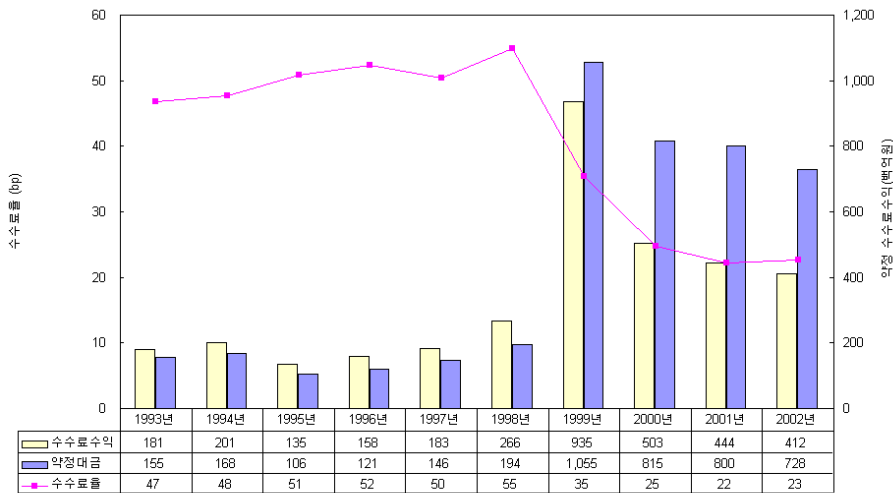
- 위탁 수수료수익 변화의 공헌도에 대한 자세한 내용은 <부록 VII>을 참조하기 바람

○ 약정대금의 급증으로 FY99에 사상 초유의 호황을 보였으며, 이후 수수료율 하락으로 위탁 수수료수익은 감소함

— FY99에 위탁 수수료수익은 9.3조원으로 급증하였으며, 그 주 원인은 약정대금의 급증에 있음

- 코스닥시장이 활황을 보임에 따라 FY99의 일평균 약정대금이 10.6조원으로 FY98 대비 5.5배 수준으로 급등함
- 2000년 3월말 KOSPI지수는 860.94로 1999년 3월말 대비 1.39배인 반면, KOSDAQ지수는 221.27로 1999년 3월말 대비 2.77배로 급등함

<그림 III-2> 위탁 수수료수익, 약정대금, 수수료율 추이<sup>a)</sup>



a) 약정대금 = 증권거래소와 코스닥증권시장의 거래대금×2/250일  
 수수료율(bp) = 위탁 수수료수익(억원) / (일평균 약정대금(조원) × 250일)  
 \* 수수료율은 수수료수익을 약정대금으로 나누었기 때문에 실제 수수료율과 차이가 있을 수 있음.  
 자료: 한국증권업협회, 『증권』 및 증권거래소, 코스닥증권시장

42 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 거래소시장 일평균 약정대금은 FY99 7.9조원으로 FY98 대비 4.11배 수준인 반면, 코스닥시장 일평균 약정대금은 FY99 2.7조원으로 FY98 대비 166배로 급등함
  - FY99에 수수료율이 55bp에서 35bp로 급감하였음에도 불구하고, 주식 약정대금이 6.23배로 급증함에 따라 위탁수수료수익은 3.5배 급증함
- FY00~FY02에 위탁 수수료수익은 감소하였으며 그 주 원인은 수수료율의 하락에 있음
- FY00~FY02에 약정대금이 감소하였지만 위탁 수수료수익의 감소보다는 작으며, FY93~FY98에 비해서는 4~5배 수준을 유지하고 있음
  - 수수료율은 35bp에서 23bp로 34% 하락함

<표 III-4> 위탁 수수료수익 변화의 분해

구분	FY02-FY98	FY02-FY99	FY99-FY98	FY00-FY99	FY01-FY00	FY02-FY01
수수료수익(백억원)(A)	146	-523	669	-432	-59	-32
일평균 약정대금(백억원)	534	-327	861	-240	-15	-72
공헌변화분(억원)(B) <sup>a)</sup>	302	-185	763	-148	-8	-41
공헌도(B/ A )	207%	-35%	114%	-34%	-14%	-127%
수수료변화(bp)	-32	-13	-19	-11	-2	0
공헌변화분(억원)(C) <sup>b)</sup>	-156	-338	-94	-284	-51	9
공헌도(C/ A )	-107%	-65%	-14%	-66%	-86%	27%

a) 약정대금 공헌변화분(억원)=일평균 약정대금 변화분(조원) × 250일 × 금년도 수수료율(bp)

b) 수수료율 공헌변화분(억원)=전년도 일평균 약정대금(조원) × 250일 × 수수료율 변화분(bp)

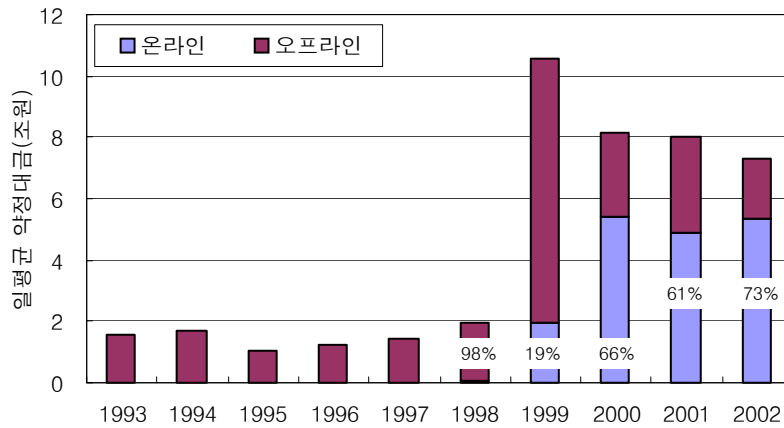
자료: 한국증권업협회, 『증권』 및 증권거래소, 코스닥증권시장

- FY99~FY02 기간 중 위탁 수수료수의 급감의 주 원인은 수수료율의 급감에 있음
  - 위탁 수수료수의 감소분 중 약정대금에 의한 감소분은 35%를 차지하는 반면, 수수료율에 의한 감소분은 65%를 차지함
    - FY01~FY02 기간을 제외하고는 연도별 위탁 수수료수의 감소는 주로 수수료율 하락이 더 큰 영향을 미침
  - FY98~FY02 기간 중 위탁 수수료수가 증가한 것은 약정대금의 증가에 기인함
    - 약정대금 증가에 의한 위탁 수수료의 증가분이 수수료율 감소에 의한 위탁 수수료의 감소분보다 컸기 때문에 위탁 수수료수는 증가함

## 5. 경쟁환경의 변화와 수수료율 경쟁

- 온라인 증권거래의 활성화와 온라인전문증권사의 신규진입이 수수료율 급감의 주 원인임
  - 4절에서 위탁 수수료수의 감소의 주 원인은 수수료율 급감에 있음을 확인한 바 있음
  - 또한 수수료율 급감의 주 원인은 경쟁환경의 변화에 있음
    - 최근 4년간 한국 증권업의 경쟁환경은 급격한 변화를 경험함
    - 주요 경쟁환경의 변화로는 온라인 증권거래의 활성화와 진입장벽의 완화를 들 수 있음

<그림 III-3> 온라인 및 오프라인 약정대금의 추이



\*표 안의 비율은 온라인 약정의 점유율임

자료: 한국증권업협회, 『증권』 및 증권거래소, 코스닥증권시장

- 온라인 증권거래의 활성화와 진입장벽 완화로 온라인전문증권사 등이 대거 신규진입하면서 수수료율 경쟁이 촉발됨
  - 온라인 증권거래에 대해서는 비용 특성상 높은 수수료율을 부과할 필요가 없으며, 수수료율 경쟁의 인센티브가 있음
    - 투자상담이 필요 없고, 직접 시스템에 주문을 입력하기 때문에 오프라인 위탁에서 발생하던 브로커 및 영업점에 대한 비용이 절감되므로 높은 수수료율을 부과할 필요가 없음
    - 온라인 증권거래의 주요 비용인 전산투자비용은 고정비이기 때문에 약정대금이 증가할수록 단위당 비용은 감소하므로 수수료율 인하를 통한 약정경쟁의 인센티브가 생김
  - 온라인 증권거래의 성장과 진입장벽 완화로 온라인전문증권사의 영업토양이 마련됨

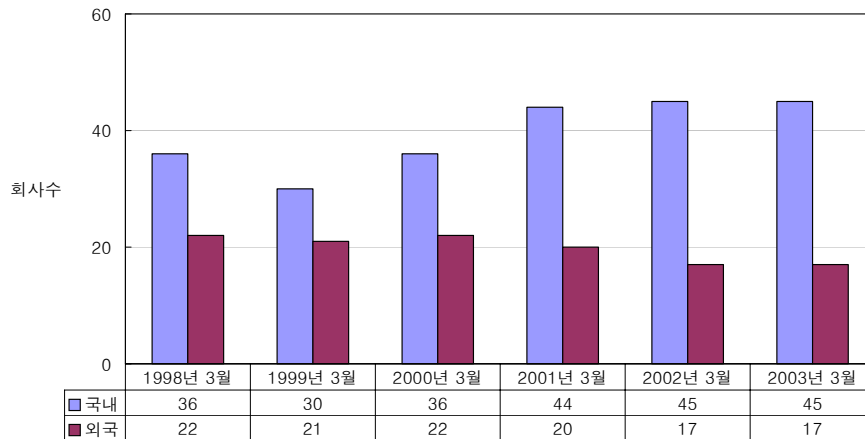
- 1998년에 440억원에 불과하던 일평균 온라인 주식 약정대금이 1999년에 2조원으로 급성장하면서 온라인 증권거래의 성장 가능성을 명확히 보여줌
- 1999년 4월 증권거래법 시행령 및 시행규칙 개정으로 위탁매매 전문증권사의 최저자본이 100억원에서 30억원으로 낮아짐에 따라, 소규모 자본의 온라인전문증권사의 설립이 가능해짐
- 온라인 증권거래가 본격화되면서 수수료율 경쟁이 치열해짐
  - 온라인 증권거래가 본격적으로 시작된 FY99에는 온라인전문 증권사를 표방한 세종증권이 수수료율을 50bp에서 35bp로 인하함
  - FY00에는 신규진입한 온라인전문증권사가 수수료율을 7bp로 인하하면서 수수료율 경쟁을 격화시켰으며, 증권산업 전체 수수료율은 35bp에서 25bp로 인하됨
  - 수수료율의 급격한 인하는 온라인 증권거래의 성장을 촉진시켜 온라인 주식거래의 비중이 FY99 19%에서 FY00 66%로 급증

○ 진입장벽 완화에 따라 2000년에 온라인전문증권사의 신설과 투신사의 전환이 이루어지면서 최근 4년간 9개사가 증가하여 2003년 3월 현재 국내 증권회사의 수는 45개임

- 9개사의 온라인전문증권사가 신규설립됨
  - 미래에셋증권(2000.1), 이트레이드증권(2000.1), 키움닷컴증권(2000.3), 코리아RB증권중개(2000.2),리딩투자증권(2000.4), 겐모어증권중개(2000.4), 모아증권중개(2000.4), 비엔지증권중개(2000.6), 피데스증권중개(2001.1)
- 2개사의 특수 증권중개회사가 신규설립됨

- 케이아이디비채권중개(2000.8), 한국ECN증권 신설(2001.12)
- 3개 투신사가 증권회사로 전환됨
  - 한국투신증권(2000.6), 대한투신증권(2000.9), 동양오리온투신증권(2000.6)
- 청산 및 합병 등으로 5개 국내 증권회사가 퇴출됨
  - 동방페레그린증권 청산(1999.4), 삼성투신증권이 삼성증권에 흡수합병(2000.11), 일은증권이 리젠트증권에 흡수합병(2002.1), 신한증권이 굿모닝증권에 흡수합병(2002.7), 건설증권 청산(2003.1)

<그림 III-4> 증권회사의 수 추이



자료: 한국증권업협회

- 반면, 외국 증권회사의 국내지점은 최근 4년간 3개 지점이 신설되었지만, 8개 지점이 폐쇄되어 5개사가 감소함

- 외국 증권회사 국내지점의 진입 및 퇴출이 시장상황과 영업실적에 따라 유연하게 이루어짐을 알 수 있음
- 한국 외환위기 이후 타 금융산업의 금융기관의 수는 줄어든 반면, 증권회사의 수는 증가함

<표 III-5> 1998~2002년 중 금융기관 수의 변화

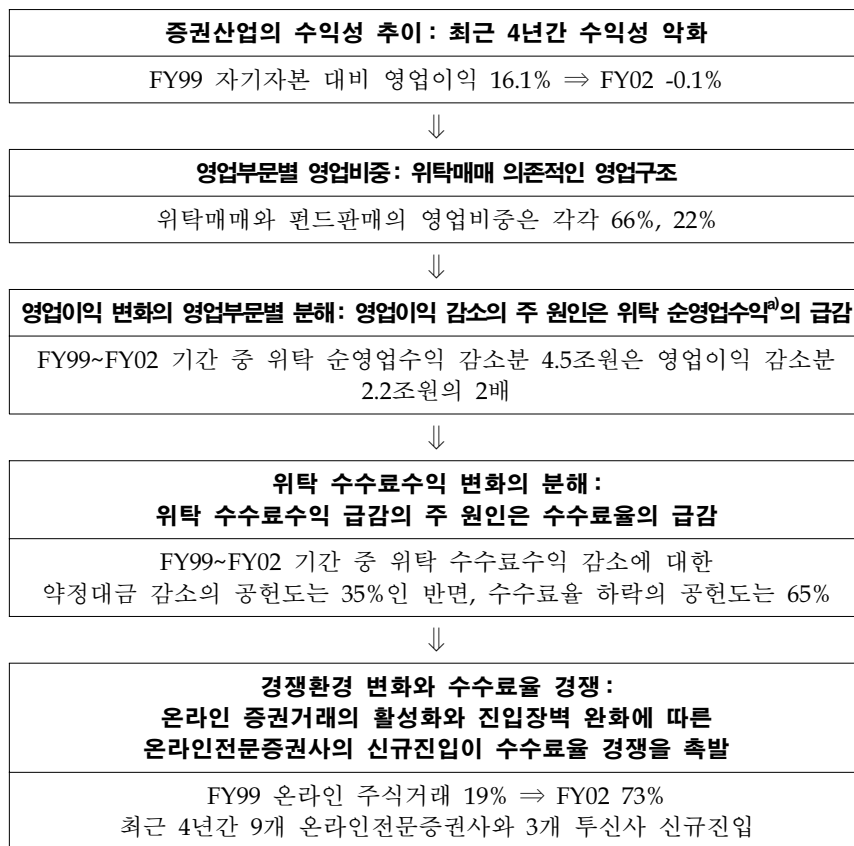
구분	1997년 말	2002년 말	변화율
은행	33	19	-42%
종합금융회사	30	3	-90%
증권회사(국내)	36	45	25%
투자신탁(운용)회사	31	31	0%
생명보험회사	31	20	-35%
손해보험회사	14	16	14%
상호저축은행	231	117	-49%
신용협동조합	1,666	1,233	-26%
합계	2,072	1,484	-28%

자료: 한국은행, 조사통계월보, 2003년 2월호, “2002년 중 금융구조조정의 주요내용”

## 6. 요약 및 시사점

- 본 장에서는 최근 10년간 증권산업 전체의 수익성 변화를 살펴보고, 그 원인을 모색하였음

<그림 III-5> 증권산업의 수익성 변화



a) 위탁 순영업수익 = 위탁 영업수익 - 위탁 직접영업비용

○ 최근 4년간 증권산업은 온라인 증권거래의 활성화와 진입장벽 완화에 따른 경쟁구조 변화를 경험하였으며, 격심한 가격경쟁으로 인한 낮은 수익성 상태는 지속될 것으로 전망됨

— 최근의 수익성 악화는 온라인 증권거래의 활성화와 진입장벽 완화에 따른 경쟁구조 변화의 산물임

- FY99에 온라인 주식 일평균 약정대금이 2조원에 육박하고, 1999년 4월 증권거래법 시행령 및 시행규칙 개정으로 위탁매매 전문증권사의 최저자본금이 100억원에서 30억원으로 낮아짐에 따라 온라인전문증권사의 진입이 촉발됨
- 1997년 9월 수수료율 하한 철폐에도 불구하고, 동질적으로 50bp의 수수료율을 부과하던 과점체제에서, 온라인 증권거래의 활성화와 온라인전문증권사 및 전환 증권사의 신규진입으로 수수료율이 FY99 35bp, FY00 25bp로 하락하면서 가격경쟁체제로 변화함

— 최근의 낮은 수익성은 구조적인 문제이기 때문에 지속될 것으로 전망됨

- 판관비 등의 비용 절감은 단기간 내에 이루어지기 힘들
- 기업금융, 펀드판매, 자기매매, 기타영업 부문이 Cash Cow 역할을 할 정도로 단기간 내에 성장하는 것을 기대하기 힘들
- 위탁매매부문은 이전처럼 Cash Cow 역할을 하지 못할 것임
- 약정대금을 증대시키는 방법으로 고품질의 서비스를 제공하는 차별화가 있을 수 있으나, 한국 국민의 문화적 특성상 서비스의 가치를 인정하지 않는 경향이 있고, 차별화를 구축하는데도 상당한 시일이 걸리기 때문에 차별화는 쉽지 않은 대안임
- 따라서 수수료율 인하를 통한 약정경쟁은 계속 지속될 가능성이 높으며, 수익성의 개선 역시 어려움



## IV. 위탁매매업의 현황과 시나리오 분석

---

1. 분석방법
2. 위탁매매업의 현황
3. 회계적 손익분기점 분석
4. 시나리오 분석
5. 요약



## IV. 위탁매매업의 현황과 시나리오 분석

### 1. 분석방법

- 본 장에서는 주요 영업부문인 위탁매매업에 대해서 최근 4년간의 경쟁상황 및 수익성을 그룹별로 분석함
  - 본 장에서의 분석은 다음과 같은 점에서 Ⅲ장에서의 분석과 차이가 있음
    - Ⅲ장에서는 증권산업 전체에 대해서 분석한 반면, 본 장에서는 주요 영업부문인 위탁매매업에 대해서 분석함
    - Ⅲ장에서는 최근 10년에 대해서 분석한 반면, 본 장에서는 수익성이 악화된 최근 4년에 대해서 분석함
    - Ⅲ장에서 증권산업 전체에 대해 분석한 반면, 본 장에서는 증권사를 몇 개의 그룹으로 분류하여 분석함
  - 분석에 필요한 자료가 최근 4년에 대해서만 존재하기 때문에 분석기간을 최근 4년으로 함
    - 본 장의 분석에 사용된 자료는 증권업협회 『증권회사 종합경영보고서』에서 추출함
    - 동 자료는 FY99부터 개별 증권회사별 세부자료가 존재하기 때문에 최근 4년에 대해서만 세부적인 분석이 가능함
    - 본 연구의 목적은 증권산업의 경쟁상황과 수익성에 대한 전반적인 경향을 파악하는 것이기 때문에 그룹별로 분석함
  - 그룹은 대형사, 중형사, 소형사, 신설사, 전환사, 외국사로 분류함
    - 기존사는 최근 4년간(FY99~FY02) 위탁 약정대금 시장점유율을 기준으로 대형사, 중형사, 소형사로 분류함

- 대형사는 시장점유율 상위 5개사, 중형사는 상위 6위~16위, 소형사는 상위 17위~28위임
- 신설사, 전환사, 외국사는 기존사와는 상이한 특성을 지닌 그룹으로 간주하여 별도로 분류함
- 신설사는 1999년 증권사 설립자본금요건 완화 이후 신규로 설립된 증권사임
- 전환사는 투자신탁회사의 운용 및 판매 분리로 증권사로 전환한 과거 투자신탁회사임
- 외국사는 외국 증권사의 지점과 외국 증권사의 한국 현지법인임

<표 IV-1> 그룹별 회사명

그룹	회사명(가나다순)
대형(5개)	대신증권, 대우증권, 삼성증권, 현대증권, LG투자증권
중형(11개)	교보증권, 굿모닝 신한증권, 동양종합금융증권, 동원증권, 메리츠증권, 세종증권, 신영증권, 신한증권, 우리증권, 한화증권, SK증권
소형(12개)	건설증권, 동부증권, 부국증권, 브릿지증권, 서울증권, 신흥증권, 유화증권, 일은증권, 하나증권, 한누리투자증권, 한양증권, KGI증권
신설(9개)	갯모어증권중개, 리딩투자증권, 모아증권중개, 미래에셋증권, 비엔지증권중개, 이트레이드증권, 코리아RB증권중개, 키움닷컴증권, 피데스증권중개
전환(6개)	대한투자증권, 동양오리온투자증권, 삼성투자신탁증권, 제일투자증권, 한국투자증권, 현투증권
외국(20개)	ABN AMRO, BNP 파리바 페레그린증권, CAIC, CLSA 코리아증권, CSFB, Daiwa SMBC, Goldman Sachs, HongKong Shanghai, ING 증권, Jardine Fleming, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, SG, UBS Warburg, 노무라증권, 도이치증권, 씨티그룹 글로벌마켓증권, 코쿠사이증권, 클라인위트벤슨

- 분석의 대상이 되는 영업부문은 위탁매매업과 펀드판매업임
  - III장 2절에서 살펴본 바와 같이 위탁매매업과 펀드판매업의 영업 비중은 FY02에 각각 63%, 23%로 증권사 영업의 대부분을 차지함
  - 위탁매매업을 하나의 사업단위로 간주하여 분석함
    - III장에서는 판매관리비, 자기자본을 영업부문별로 배분하지 않았지만, 판매관리비, 자기자본의 상당부분이 위탁 영업을 수행하기 위해 필요할 것이므로 본 장에서는 이의 일부를 위탁 매매에 배분함
  
- 위탁매매업과 펀드판매업과 관련된 이자수익 및 이자비용, 상품유가 증권 매매·평가 손익은 각 영업부문에 배분함
  - 신용거래용이자수익, 대출금이자수익, 차주매각대금이용료수익, 증금예치금이자수익, 수수료비용, 대주매각이용료비용, 고객예탁 금이용료비용 등은 위탁매매업에 배분함
  - 수익증권 매매·평가손익은 펀드판매업에 배분함
  - 자세한 내용은 <부록 I>에 수록되어 있음
  
- 자기자본과 판매관리비는 다음과 같이 배분함
  - 자기자본은 영업부문의 순영업수익(영업수익 - 직접 영업비용) 비중으로 배분함
  - 자기자본에는 자본총계 또는 적정 자기자본을 사용함
    - 자본잠식기업에 대해서는 업계 평균 자기자본 회전율(영업수익/자기자본)을 적용하여 적정 자기자본을 산출함
  - 판매관리비는 영업부문별 수수료수익 비중으로 배분함

- 대손상각비, 지급보증충당금전입액, 무형자산상각비는 특정 영업부문에서 발생하는 경비이기 때문에 별도의 배분비율을 적용함

— 자세한 내용은 <부록 II>에 수록되어 있음

- 수수료율의 차이를 고려하여 선물과 옵션의 약정대금을 동일한 수수료수익을 창출하는 주식 약정대금으로 전환함

— 자세한 내용은 <부록 III>에 수록되어 있음

## 2. 위탁매매업의 현황

- 본 절에서는 최근 4년간 위탁매매업의 증권사 그룹별 수익성 변화를 분석하고, 그 원인을 모색함

— 최근 4년간 위탁매매업의 수익성은 급격히 악화되었으며, 중·소형사의 수익성 악화가 두드러짐

— 위탁 영업이익 변화에 위탁 영업비용의 변화보다는 위탁 영업수익의 변화가 더 크게 영향을 미침

- 즉 위탁 영업이익을 증대시키기 위해서 위탁 영업수익을 증대시키는 것이 효과적임

- 그 결과 위탁 영업수익이 감소한 기존사의 수익성은 악화된 반면, 위탁 영업수익이 증가한 신규진입사의 수익성은 개선됨

— 위탁 영업수익 변화에 시장 전체의 약정대금 변화보다는 시장점유율 변화나 수수료율 변화가 더 크게 영향을 미침

- 즉 위탁 영업수익을 증대시키기 위해서 시장점유율을 확대하는 것이 효과적임
- 신설사가 수수료를 경쟁을 주도하면서 기존사의 시장을 잠식함
  - 중형사는 1사당 약정대금에서 대표적인 신설사인 M사, K사에게 추월당하였으며, 소형사는 수익성을 확보할 수 있는 약정대금에 미달하게 됨
- 신설사는 기존사에 비해 현저히 높은 비용효율성을 가지고 있으며, 그 결과 공격적인 수수료율 인하가 가능했음
- 평균영업비용을 감소시키기 위해 위탁 약정대금을 절감하는 것보다는 약정대금을 증대시키는 것이 효과적임
  - 수수료율 인하를 통해 약정대금을 증대시킨 신설사는 비용 면에서 규모의 경제를 달성할 수 있게 됨
- 위탁 비용함수는 규모의 경제를 가지고 있음
  - 약정대금을 증대시킴으로써 고정비를 분산시킬 인센티브가 있기 때문에 약정대금을 증대시키고자 수수료율 경쟁이 격화됨
- 신규진입자는 기존사에 비해 효율적일 뿐만 아니라 약정대금이 증가함에 따라 평균비용이 급격히 떨어지는 비용구조를 가지고 있기 때문에 가격경쟁을 지속할 것임

### 가. 위탁매매업의 수익성 추이

- 위탁매매업은 고수익성 사업에서 저수익성 사업으로 전략함
  - 위탁매매업 전체의 ROE(위탁 영업이익/위탁 자기자본)는 FY99 40.8%에서 FY02 -0.3%로 적자 전환함

- 특히 FY00에 위탁 ROE가 8.3%로 전년 대비 32.5%p 급락하면서 수익성이 급격히 악화됨
- 수익성 악화는 특정 그룹에 국한되지 않고 모든 그룹에서 발생함

<표 IV-2> 위탁 ROE 추이<sup>a)</sup>

연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
FY99	40.8%	45.2%	32.8%	30.1%	-2.8%	9.8%	72.2%
FY00	8.3%	14.5%	0.7%	0.4%	-25.3%	-4.1%	29.0%
FY01	6.8%	12.0%	0.8%	-3.5%	-8.0%	-4.3%	23.5%
FY02	-0.3%	2.6%	-7.5%	-9.4%	-9.1%	-3.8%	19.5%
변화 <sup>b)</sup>	-41.1%p	-42.6%p	-40.3%p	-39.6%p	-16.2%p	-0.3%p	-52.7%p

a) 위탁 ROE = 위탁 영업이익 / 위탁 자기자본

b) 신설사와 전환사는 FY00~FY02

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

○ 중·소형사의 수익성 악화가 두드러짐

- 중·소형사는 FY99에 각각 32.8%, 30.1%의 위탁 ROE를 기록하는 등 고수익을 향유했으나 FY00부터는 손익분기점에 근접하거나 적자를 기록함
  - 지속적으로 낮은 위탁 ROE를 유지하였다는 점에서 구조적인 문제일 가능성이 있음
- 신설사와 전환사는 시장진입 초기인 FY00에는 큰 폭의 적자를 보였지만, 점차 적자폭이 줄고 있음
- 대형사는 FY99 45.2%에서 FY00 14.5%로 위탁 ROE가 대폭 줄었지만, FY01까지는 10% 이상을 기록함
  - 다만 FY02에는 위탁 ROE 2.6%를 기록하여 5%에 미달하였음

— 외국사의 위탁 ROE는 최근 4년간 가장 많이 하락하였음에도 불구하고, FY02에 19.5%의 높은 위탁 ROE를 기록하였음

**나. 위탁 영업이익 변화의 분해**

- 위탁 매매업 수익성 악화의 주 원인은 위탁 영업수익의 급감임
  - 위탁 영업비용이 감소하였음에도 불구하고, 위탁 영업수익 감소가 더 컸기 때문에 위탁 영업이익이 감소함
    - 위탁 영업비용의 공헌도는 29%이지만, 위탁 영업수익의 공헌도는 -129%임

**<표 IV-3> 위탁 영업이익 변화의 분해**

(단위: 억원)

항목	연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
위탁 영업이익	FY99 <sup>a)</sup>	40,875	21,982	9,533	4,368	-441	-102	4,801
	FY02	-285	1,234	-1,931	-1,302	-194	-89	1,998
	변화분(A)	-41,160	-20,748	-11,464	-5,670	246	12	-2,803
위탁 영업수익 <sup>b)</sup>	FY99 <sup>a)</sup>	95,708	45,608	28,720	12,101	809	1,184	8,057
	FY02	42,729	18,182	10,940	3,323	1,906	2,233	6,144
	변화분(B)	-52,979	-27,426	-17,779	-8,778	1,097	1,049	-1,913
	공헌도(B/ A )	-129%	-132%	-155%	-155%	445%	8,668%	-68%
위탁 영업비용 <sup>c)</sup>	FY99 <sup>a)</sup>	54,833	23,626	19,187	7,734	1,250	1,285	3,256
	FY02	43,014	16,948	12,872	4,625	2,101	2,323	4,146
	변화분(C)	-11,819	-6,678	-6,315	-3,109	850	1,037	890
	공헌도(-C/ A )	29%	32%	55%	55%	-345%	-8,568%	-32%

a) 신설사와 전환사는 FY00  
 b) 위탁 영업수익 = 주식·선물·옵션 수수료수익 + 위탁 이자수익  
 c) 위탁 영업비용 = 위탁 이자비용 + 위탁 수수료비용 + 위탁 판매관리비  
 위탁 판매관리비 = 판매관리비 × 위탁 수수료수익 비중  
 단, 대손상각비, 지급보증충당금진입액, 무형자산상각비는 정해진 비중으로 배분  
 자료: 한국증권업협회 『증권회사 종합경영보고서』

- 기존사의 수익성이 악화된 반면, 신규진입사의 수익성은 개선됨
  - 대·중·소형사는 위탁 영업비용이 감소하였음에도 불구하고, 위탁 영업수익의 감소가 더 컸기 때문에 위탁 영업이익이 감소함
    - 대형사의 위탁 영업수익 공헌도는 -132%이며, 중·소형사의 위탁 영업수익 공헌도는 모두 -155%임
    - 즉 중·소형사의 위탁 영업수익 감소로 인한 타격이 상대적으로 더 큼
  - 신설사와 전환사는 위탁 영업비용이 급격히 증가하였음에도 불구하고, 위탁 영업수익의 증가가 더 컸기 때문에 위탁 영업이익자는 감소함
  - 외국사는 위탁 영업비용이 증가하고, 위탁 영업수익은 감소하여 위탁 영업이익이 감소함
    - 위탁 영업수익의 공헌도가 -68%, 위탁 영업비용의 공헌도가 -32%로 위탁 영업이익 감소에 위탁 영업수익의 감소가 더 큰 영향을 미쳤음

#### 다. 위탁매매업의 수익구조

- 그룹별 위탁 영업수익은 시장 전체 위탁 약정대금, 시장점유율, 수수료율에 의해 결정됨
  - $\text{위탁 영업수익(억원)} = \text{일평균 위탁 약정대금(조원)} \times 250\text{일} \times \text{시장점유율} \times \text{수수료율(bp)}$
  - 따라서 일평균 위탁 약정대금, 시장점유율, 수수료율 추이 분석을 통해 위탁영업수익 변화의 원인을 모색함

— 그룹별 위탁 영업수익 변화의 원인을 파악하기 위해 시장 전체 위탁 약정대금, 시장점유율, 수수료율 공헌도를 분석함

- “위탁 영업수익( $R_t$ ) = 약정대금( $V_t$ ) × 시장점유율( $M_t$ ) × 수수료율( $C_t$ )”의 관계와 “위탁 영업수익 변화( $\Delta R_t$ ) = 금년도 위탁 영업수익( $R_t$ ) - 전년도 위탁 영업수익( $R_{t-1}$ )”의 관계를 이용하면 다음의 식을 도출할 수 있음

$$\Delta R_t = \Delta V_t M_t C_t + V_{t-1} \Delta M_t C_t + V_{t-1} M_{t-1} \Delta C_t$$

- 위의 식 우변의 첫 번째 항은 약정대금 변화분에 시장점유율과 수수료율을 곱하였기 때문에 약정대금 변화로 인한 위탁 영업수익의 변화분을 의미하게 됨
- 위의 식 우변의 두 번째 항은 시장점유율 변화분에 약정대금과 수수료율을 곱하였기 때문에 시장점유율 변화로 인한 위탁 영업수익의 변화분을 의미하게 됨
- 위의 식 우변의 세 번째 항은 수수료율 변화분에 약정대금과 시장점유율을 곱하였기 때문에 수수료율 변화로 인한 위탁 영업수익의 변화분을 의미하게 됨
- 따라서 각각의 공헌도는 다음과 같이 정의할 수 있으며 자세한 내용은 <부록 VIII>을 참조하기 바람

$$\text{약정대금 변화의 공헌도} = \frac{\Delta V_t M_t C_t}{\Delta R_t}$$

$$\text{시장점유율 변화의 공헌도} = \frac{V_{t-1} \Delta M_t C_t}{\Delta R_t}$$

$$\text{수수료율 변화의 공헌도} = \frac{V_{t-1} M_{t-1} \Delta C_t}{\Delta R_t}$$

<표 IV-4> 일평균 위탁 약정대금 추이<sup>a)</sup>

(단위: 백억원)

연도	전체 (D=A+B+C)	주식(A) (비중(A/D))		선물	옵션	전환선물(B) (비중(B/D))		전환옵션(C) (비중(C/D))	
FY99	1,069	1,040	97%	408	7	21	2%	9	1%
FY00	846	804	95%	502	12	26	3%	16	2%
FY01	879	786	89%	709	44	36	4%	58	7%
FY02	841	666	79%	1,349	83	69	8%	107	13%
변화	-21%	-36%	-18%p	231%	1,144%	231%	6%p	1,144%	12%p

a) 선물·옵션 약정은 선물·옵션 수수료를 수준을 감안하여 주식과 동일한 위탁 영업수익 효과를 가져올 수 있도록 전환

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 최근 4년간 선물·옵션 위탁 약정대금이 폭발적으로 증가하였지만, 주식 위탁 약정대금이 감소하여 전체 위탁 약정대금은 감소함
  - 주식 위탁 약정대금은 최근 4년간 36%의 감소를 보인 반면, 선물·옵션 위탁 약정대금은 각각 231%, 1,144%의 폭발적인 증가를 보임
  - 그러나 선물 및 옵션이 위탁 영업수익에 미친 효과는 크지 않기 때문에 전체 위탁 약정대금은 최근 4년간 21% 감소함
    - 전환선물 위탁 약정대금은 FY02에 전체 위탁 약정대금의 8%, 전환옵션 위탁 약정대금은 13%를 차지하고 있음
    - 전체 위탁 약정대금 계산시 선물·옵션 위탁 약정대금은 주식 약정대금과 동일한 위탁 영업수익을 발생시키도록 전환함
    - 선물 수수료율은 주식 수수료율 24.06bp에 비해 현저히 낮은 1.28bp에 불과하기 때문에 FY02의 경우 주식 위탁 약정대금보다 많은 위탁 약정대금을 기록하고도 전환 위탁 약정대금은 주식 위탁 약정대금보다 현저히 작음

- 옵션 수수료율은 31.01bp로 주식 수수료율 24.06bp에 비해 높지만, 위탁 약정대금이 현저히 작아 전환 위탁 약정대금이 주식 위탁 약정대금에 비해 현저히 작음
- 각 수수료율 계산은 <부록 III>을 참조하기 바람

<표 IV-5> 그룹별 일평균 위탁 약정대금과 시장점유율 추이

(단위: 백억원)

연도	항목	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
FY99	약정대금 <sup>b)</sup>	1,069	530	324	127	1	12	76
	시장점유율		50%	30%	12%	0%	1%	7%
FY00	약정대금	846	404	249	82	43	15	53
	시장점유율		48%	29%	10%	5%	2%	6%
FY01	약정대금	879	378	242	72	94	34	59
	시장점유율		43%	28%	8%	11%	4%	7%
FY02	약정대금	841	323	226	54	111	43	84
	시장점유율		38%	27%	6%	13%	5%	10%
변화 <sup>a)</sup>	약정대금	-21%	-39%	-30%	-57%	158%	187%	11%
	시장점유율		-12%p	-3%p	-6%p	8%p	3%p	3%p

a) 신설사와 전환사는 FY00~FY02

b) 일평균 위탁 약정 = 주식 위탁 약정 + 전환선물 위탁 약정 + 전환옵션 위탁 약정  
 선물·옵션 약정은 선물·옵션 수수료율 수준을 감안하여 주식과 동일한 수수료수익 효과를 가져올 수 있도록 전환

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

○ 최근 4년간 신규진입자가 기존사의 시장을 잠식하는 상황이었음

- 대·중·소형사의 시장점유율은 최근 4년간 각각 12%p, 3%p, 6%p 감소한 반면, 신설사, 전환사, 외국사의 시장점유율은 각각 8%p, 3%p, 3%p 증가함
- 대형사는 가장 많은 시장 잠식을 당했음에도 불구하고, FY02에 1사당 시장점유율 7.6%, 1사당 일평균 위탁 약정대금 6,457억원으로 상당한 수준의 약정대금 규모를 확보함

- 중형사는 기존사 중에서는 가장 작게 시장잠식을 당함
  - 그러나 FY02에 1사당 시장점유율이 2.70%로 대표적인 신설사인 M사(시장점유율 5.39%), K사(시장점유율 4.88%)에게 추월당함
- 소형사는 FY99에 시장점유율 3위의 그룹이었지만, FY02에 시장점유율 5위로 추락함
  - FY02에 1사당 시장점유율 0.60%, 1사당 일평균 위탁 약정대금 541억원으로 수익성을 확보할 수 있는 위탁 약정대금 규모에 미달하게 됨
- 신설사는 FY02에 13%의 시장점유율을 차지하면서 약진하였음
  - FY02에 시장점유율 3위 그룹으로 부상하면서 경쟁을 지속할 수 있는 시장지위를 확보함
  - 그러나 대표적인 신설사인 M사와 K사를 제외하면 1사당 시장점유율 0.39%, 1사당 일평균 위탁 약정대금 154억원에 불과하기 때문에 수익성을 확보할 수 있는 위탁 약정대금 규모에 미달함
- 전환사는 펀드판매업에서의 시장지배력을 바탕으로 위탁 시장점유율을 증대시킴
  - 전환사는 대규모의 펀드판매를 대행해주고 있기 때문에 투신 운용사의 위탁 약정대금을 확보할 수 있음
  - 또한 직접주식투자자와 간접주식투자자는 완전 대체재가 아니기 때문에 전환사의 펀드판매 개인 고객은 위탁매매의 고객이기도 함
  - 펀드판매업에서의 지배력을 바탕으로 일정 수준의 위탁 약정대금을 확보할 수 있기 때문에 온라인 위탁에서는 온라인전문 증권사와 같은 공격적인 영업이 가능함

- 외국사는 외국인 법인 고객에 특화함으로써 시장점유율을 증대시킬 수 있었음
  - 주식시장 개방 이래 외국인 투자자의 국내 주식 투자는 지속적으로 증가하고 있음
  - 글로벌 투자자는 외국사 글로벌 네트워크의 고객이기 때문에 국내 증권사가 공략하기 어려움

<표 IV-6> 수수료율 추이<sup>a)</sup>

(단위: bp)

연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
FY99	36	34	35	38	25	40	43
FY00	25	25	23	29	7	31	41
FY01	23	24	23	26	7	23	35
FY02	20	23	19	25	7	21	29
변화	-15	-12	-16	-14	-18	-19	-14

a) 수수료율(bp) = 위탁 영업수익(억원) / 전체 약정대금(조원)  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 최근 시장경쟁에서는 수수료율이 주요 경쟁수단이었으며, 신설사가 수수료율 경쟁을 주도함
  - 신설사가 FY00부터 수수료율을 평균 25bp보다 현저히 낮은 7bp로 인하하면서 수수료율 경쟁을 촉발시킴
    - 경쟁사에 비해 현저히 낮은 수수료율 수준을 유지하였기 때문에 신설사는 가장 많이 시장을 잠식할 수 있었음
  - 전환사는 펀드판매업에서의 우위 때문에 FY02 평균 수수료율보다 높은 수수료율 수준을 유지하면서도 시장 잠식을 할 수 있었음

- 펀드판매 관련 위탁 약정대금이 많은 비중을 차지하기 때문에 수수료율 수준이 높지만, 온라인 위탁 수수료율은 신설사와 큰 차이가 없었음
  - 대·소형사는 중형사에 비해 높은 수수료율 수준을 유지하였음
    - 이는 높은 수수료율을 부담하는 오프라인 위탁 고객을 확보하고 있다는 증거임
    - 반대로 가격 민감도가 강한 고객층은 낮은 수수료율을 제시하는 경쟁사로 이탈하면서 중형사에 비해 시장점유율 감소가 컸음
  - 중형사는 대·소형사에 비해 낮은 수수료율 수준을 유지하였음
    - 그 결과 대·소형사에 비해 시장점유율 감소가 작음
    - 반대로 중형사가 대·소형사에 비해 신설사, 전환사의 시장 잠식에 강하게 압박을 받았다는 증거임
  - 외국사는 가장 높은 수수료율 수준을 유지하고 있음
    - 국내 증권사와 차별화되어 있기 때문에 높은 수수료율 수준 유지가 가능했음
    - 그러나 국내 증권사의 수수료율 인하로 외국사 역시 고객들로부터 수수료율 인하 압박을 받았을 것임
- 온라인 증권거래의 성장은 위탁매매업의 영업구조 자체를 변화시킴
- 최근 4년간 온라인 비중은 25%p 성장하여 FY02에 57%를 차지하면서 온라인 증권거래가 거래방식의 주류로 자리 잡음
  - 그러나 온라인 증권거래는 성숙기에 도달하였기 때문에 이전처럼 폭발적인 증가를 보이지는 않을 것임

- FY01 온라인 비중이 63%로 최고조에 달했다가 FY02에는 다소 떨어짐
- 신설사와 대형사가 온라인 증권거래에 가장 선도적임
  - 신설사는 FY00부터 80% 이상의 온라인 비중을 보이면서 온라인 증권거래에 집중함
  - 대형사 역시 FY00부터 70% 이상의 온라인 비중을 보이면서 온라인 시장의 성장에 빠르게 적응함

<표 IV-7> 온라인 주식 약정대금의 추이<sup>a)</sup>

(단위: 백억원)

연도	항목	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
FY99	총약정	1,114	539	341	141	1	12	79
	온라인약정	357	235	93	29	1	0	0
	온라인비중	32%	44%	27%	20%	51%	0%	0%
FY00	총약정	877	411	257	93	44	16	55
	온라인약정	525	287	156	40	38	5	0
	온라인비중	60%	70%	61%	43%	85%	29%	0%
FY01	총약정	925	385	258	84	99	36	63
	온라인약정	582	282	163	34	86	17	0
	온라인비중	63%	73%	63%	40%	87%	47%	0%
FY02	총약정	913	330	252	70	121	45	95
	온라인약정	521	236	133	27	101	21	4
	온라인비중	57%	71%	53%	38%	83%	46%	4%
변화 <sup>b)</sup>	총약정	-18%	-39%	-26%	-50%	174%	187%	19%
	온라인약정	46%	0%	43%	-7%	167%	358%	N/A
	온라인비중	25%p	28%p	26%p	18%p	-2%p	17%p	4%p

a) 총약정과 온라인약정은 일평균 주식 약정대금

b) 신설사와 전환사는 FY00~FY02

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 대형사의 온라인 수수료율은 15~20bp로 신설사의 2.5~2.9bp에 비해 현저히 높은데도 불구하고 대형사가 상당한 수준의 온라인 비중을 보인다는 것은 온라인 시장에서도 대형사가 어느 정도 차별화에 성공하였다는 증거임

— 반면, 나머지 그룹들은 오프라인 중심의 영업구조를 지속하고 있음

- 중형사는 FY02 온라인 비중이 53%로 온라인 증권거래가 오프라인을 조금 상회하는 수준임
- 소형사는 FY02 오프라인 비중이 62%로 오프라인 증권거래에 집중하고 있음
- 전환사는 FY02 오프라인 비중이 55%로 오프라인 증권거래가 온라인을 조금 상회하는 수준이고, 이는 전환사가 펀드판매에서 파생된 오프라인 위탁 약정을 상당 수준 확보하고 있다는 증거임
- 외국사는 사실상 온라인 영업을 하지 않고 있음

○ 기존사 위탁 영업수익 감소의 주 원인은 위탁 약정대금의 감소보다는 수수료율 하락과 시장점유율 감소에 있음

— 일평균 위탁 약정대금의 변화는 위탁 영업수익 변화에 크게 영향을 미치지 않음

- 외국사의 일평균 위탁 약정대금 변화 공헌도가 -61%인 것을 제외하고는 나머지 그룹에 대해서는 공헌도가 크지 않음

— 대형사의 위탁 영업수익 감소는 시장점유율 하락 보다는 수수료율 하락과 일평균 위탁 약정대금 감소에 기인한 것임

- 시장점유율 하락의 공헌도는 19%인 반면, 수수료율 하락과 일평균 위탁 약정대금 감소의 공헌도는 각각 58%, 23%임

<표 IV-8> 위탁 영업수익 변화의 분해

항목	연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
영업 수익 (억원)	FY99 <sup>a)</sup>	95,708	45,608	28,720	12,101	809	1,184	8,057
	FY02	42,729	18,182	10,940	3,323	1,906	2,233	6,144
	변화분(A)	-52,979	-27,426	-17,779	-8,778	1,097	1,049	-1,913
일평균 약정 (백억원)	FY99*	1,069	1,069	1,069	1,069	846	846	1,069
	FY02	841	841	841	841	841	841	841
	변화분	-228	-228	-228	-228	-5	-5	-228
	공헌변화분(억원)(B) <sup>b)</sup>	-11,567	-6,354	-3,342	-1,659	-4	-4	-1,172
	공헌도(B/ A )	-22%	-23%	-19%	-19%	0%	0%	-61%
시장 점유율 (%)	FY99*		50%	30%	12%	5%	2%	7%
	FY02		38%	27%	6%	13%	5%	10%
	변화분		-11%	-3%	-5%	8%	3%	3%
	공헌변화분(억원)(C) <sup>c)</sup>		-5,292	-1,405	-2,805	1,164	1,452	1,815
	공헌도(C/ A )		-19%	-8%	-32%	106%	138%	95%
수수료 율 (bp)	FY99*	36	34	35	38	7	31	43
	FY02	20	23	19	25	7	21	29
	변화분	-15	-12	-16	-14	-1	-11	-14
	공헌변화분(억원)(D) <sup>d)</sup>	-41,413	-15,780	-13,033	-4,314	-63	-399	-2,556
	공헌도(D/ A )	-78%	-58%	-73%	-49%	-6%	-38%	-134%

a) 신설사와 전환사는 FY00의 값임

b) 일평균약정공헌변화분 = 일평균약정변화분 × 250일 × 금년도 시장점유율 × 금년도 수수료율

c) 시장점유율공헌변화분 = 전년도 일평균약정 × 250일 × 시장점유율변화분 × 금년도 수수료율

d) 수수료공헌변화분 = 전년도 일평균약정 × 250일 × 전년도 시장점유율 × 수수료율변화분

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 중형사의 위탁 영업수익 감소는 주로 수수료율 하락에 기인한 것임
  - 수수료율 하락의 공헌도는 73%로 다른 그룹에 비해 높음
  - 대·소형사 보다 더 많이 수수료율 인하를 하였고, 그 결과 시장점유율 감소는 가장 작아서 수수료율 하락의 공헌도가 높음
- 소형사는 대·중형사에 비해 시장점유율 하락의 공헌도가 큰 것이 특징적임
  - 수수료율 하락의 공헌도가 49%, 시장점유율 하락의 공헌도가 32%임
  - 수수료율 하락이 위탁 영업수익 감소의 주 원인인 대·중형사와는 달리 소형사는 위탁 영업수익 감소에 수수료율 하락과 시장점유율 하락이 같이 공헌함
- 신설사와 전환사는 수수료율이 하락하였음에도 불구하고, 시장점유율이 급증하였기 때문에 위탁 영업수익이 증가함
- 외국사는 시장점유율이 상승하였음에도 불구하고, 수수료율이 하락하고 일평균 위탁 약정대금이 감소하였기 때문에 위탁 영업수익이 감소함
- 위탁 영업수익의 감소 원인이 시장 전체의 약정대금 감소에 있는 경우보다 시장점유율 감소나 수수료율 하락에 있는 경우가 보다 구조적인 문제임
  - 시장 전체 약정대금은 시장상황에 따라 쉽게 증대될 수 있기 때문에 위탁 영업수익의 감소 원인이 시장 전체의 약정대금 감소에 있다면, 시장상황이 개선됨으로써 위탁 영업수익은 쉽게 증대시킬 수 있음
  - 반면 시장점유율의 증대나 수수료율 인상은 쉽게 이루어질 수 없기 때문에 위탁 영업수익을 증대시키기 어려움

- 경쟁사에 비해 경쟁력이 약하여 시장 잠식을 당한 것이기 때문에 경쟁력을 강화하지 않고 시장점유율을 증대시키는 것은 어려우며, 경쟁력 강화는 단시일에 이루기 힘들
- 수수료율 수준이 경쟁사에 비해 높기 때문에 시장 잠식을 당한 현 상황에서 수수료율을 인상한다면 시장점유율은 더욱 감소할 것이기 때문에 대·중·소형사의 위탁 영업수익 감소는 구조적인 문제임

### 라. 위탁매매업의 비용구조

○ 그룹별 비용 효율성을 살펴보기 위해서 위탁 약정대금 1원당 평균비용을 산출함

— 위탁 영업비용의 크기는 위탁 약정대금 규모에 비례하여 위탁 영업비용의 크기로는 비용 효율성을 비교할 수 없기 때문에 위탁 약정대금 1원당 평균비용을 산출함

평균비용(bp) = 1사당 위탁 영업비용(억원) / 1사당 연간 위탁 약정대금(조원)

— 그룹별 평균비용 변화의 원인을 파악하기 위해 위탁 영업비용, 위탁 약정대금 공헌도를 분석함

- “평균비용( $c_t$ ) = 영업비용( $C_t$ ) / 약정대금( $V_t$ )”의 관계와 “평균비용 변화( $\Delta c_t$ ) = 금년도 평균비용( $c_t$ ) - 전년도 평균비용( $c_{t-1}$ )”의 관계를 이용하면 다음의 식을 도출할 수 있음

$$\Delta c_t = \frac{\Delta C_t}{V_t} - \frac{\Delta V_t}{V_t} \frac{C_{t-1}}{V_{t-1}}$$

- 위의 식 우변의 첫 번째 항은 영업비용 변화분에 약정대금을 나누어주었기 때문에 영업비용 변화로 인한 평균비용의 변화분을 의미하게 됨
- 위의 식 우변의 두 번째 항은 약정대금의 변화율에 전년도의 평균비용을 곱하였기 때문에 약정대금 변화로 인한 평균비용의 변화분을 의미하게 됨
- 따라서 각각의 공헌도는 다음과 같이 정의할 수 있으며 자세한 내용은 <부록 VII>을 참조하기 바람

$$\text{영업비용 변화의 공헌도} = \frac{\Delta C_t}{V_t} / \Delta c_t$$

$$\text{약정대금 변화의 공헌도} = - \frac{\Delta V_t}{V_t} \frac{C_{t-1}}{V_{t-1}} / \Delta c_t$$

— 규모의 경제 효과를 확인하기 위해 비용함수를 추정함

- FY99~FY02의 회사별 위탁 영업비용과 일평균 위탁 약정대금 자료를 Pooling하여 다음과 같은 비용함수를 추정함

$$\log(\text{비용}) = a + b \log(\text{약정}) + c [\log(\text{약정})]^2$$

- 규모의 경제 효과를 확인하기 위해 비용 추정치를 평균비용으로 전환함

$$\text{평균비용} = \text{비용추정치} / \text{위탁 약정대금}$$

- 만약, 추정된 평균비용곡선이 약정대금의 증가에 따라 감소한다면, 규모의 경제 효과가 존재하는 것이 됨

<표 IV-9> 위탁 약정대금 1원당 평균비용 변화의 분해

항목	연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
평균 비용 <sup>b)</sup> (bp)	FY99 <sup>a)</sup>	20.52	17.84	23.66	24.42	11.52	34.14	17.22
	FY02	20.45	21.00	22.76	34.22	7.58	21.69	19.63
	변화분(A)	-0.07	3.16	-0.90	9.80	-3.94	-12.45	2.41
수수료율 (bp)	FY99*	35.81	34.44	35.41	38.21	7.46	31.44	42.60
	FY02	20.32	22.53	19.34	24.59	6.88	20.85	29.09
	변화분	-15.50	-11.92	-16.07	-13.62	-0.58	-10.59	-13.52
1사당 영업 비용 (억원)	FY99*	1,097	4,725	1,744	644	156	257	192
	FY02	755	3,390	1,287	462	233	465	230
	변화분	-342	-1,336	-457	-182	77	207	39
	공헌변화분 (bp)(B) <sup>c)</sup>	-9.27	-8.27	-8.08	-13.47	2.51	9.69	3.31
	공헌도(B/ A )	-14,170%	-262%	-897%	-137%	64%	78%	137%
1사당 일평균 약정 (백억원)	FY99*	21.38	105.93	29.49	10.56	5.43	3.01	4.45
	FY02	14.76	64.57	22.62	5.41	12.31	8.57	4.69
	변화분	-6.62	-41.36	-6.87	-5.15	6.89	5.56	0.24
	공헌변화분 (bp)(C) <sup>d)</sup>	9.20	11.43	7.18	23.27	-6.44	-22.14	-0.90
	공헌도(C/ A )	14,070%	362%	797%	237%	-164%	-178%	-37%

a) 신설사와 전환사는 FY00의 값임

b) 평균비용(bp) = 1사당 위탁 영업비용(억원)/1사당 연간 위탁 약정(조원)

c) 영업비용 공헌변화분 = 영업비용 변화분/금년도 약정

d) 약정 공헌변화분 = (-) 약정 변화분×전년도 영업비용/(전년도 약정×금년도 약정)

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 신설사는 기존사에 비해 현저히 높은 비용 효율성을 가지고 있음
  - 신설사의 평균비용은 FY02에 7.58bp로 다른 그룹에 비해 13bp 정도 낮음
    - 낮은 평균비용을 가지고 있기 때문에 다른 그룹에 비해 낮은 수수료를 책정할 수 있었음
    - 그러나 FY02에도 평균비용 7.58bp가 수수료율 6.88bp 보다 높기 때문에 평균비용을 낮추기 위해서 위탁 약정대금을 증대시킬 필요가 있음
    - FY00에 평균비용이 11.52bp임에도 불구하고 수수료율을 7.46bp로 인하한 것은 수익성 악화를 감수하고 위탁 약정대금을 증대시키려는 의도에서 비롯된 것임
  - 소형사의 평균비용은 FY02에 34.22bp로 다른 그룹에 비해 10bp 정도 높음
    - 평균비용은 9.80bp 증가하고 수수료율은 13.62bp 하락하면서 평균비용이 수수료율을 상회하게 되어 수익성이 악화됨
  - 대·중형사의 평균비용은 위탁매매업 전체의 평균비용에 비해 조금 높은 수준임
    - 대형사의 FY02 평균비용은 21.00bp로 수수료율 22.53bp보다 낮아서 수익성을 확보한 반면, 중형사의 평균비용은 22.76bp로 수수료율 19.34bp보다 높아서 수익성을 확보하지 못하고 있음
  - 전환사의 평균비용은 위탁매매업 전체의 평균비용에 비해 조금 높은 수준이며, 지난 3년간 평균비용이 12.48bp 감소함
    - 수수료율 하락보다 평균비용 감소가 더 컸음에도 불구하고 FY02의 평균비용이 수수료율 보다 높아서 적자를 지속하고 있음

- 외국사는 FY02에 위탁매매업 전체보다 낮은 평균비용을 가지고 있을 뿐만 아니라 위탁매매업 전체보다 높은 수수료를 가지고 있어서 높은 수익성을 보이고 있음

○ 평균비용 감소를 위해 위탁 영업비용을 절감하는 것보다는 위탁 약정대금을 증대시키는 것이 효과적임

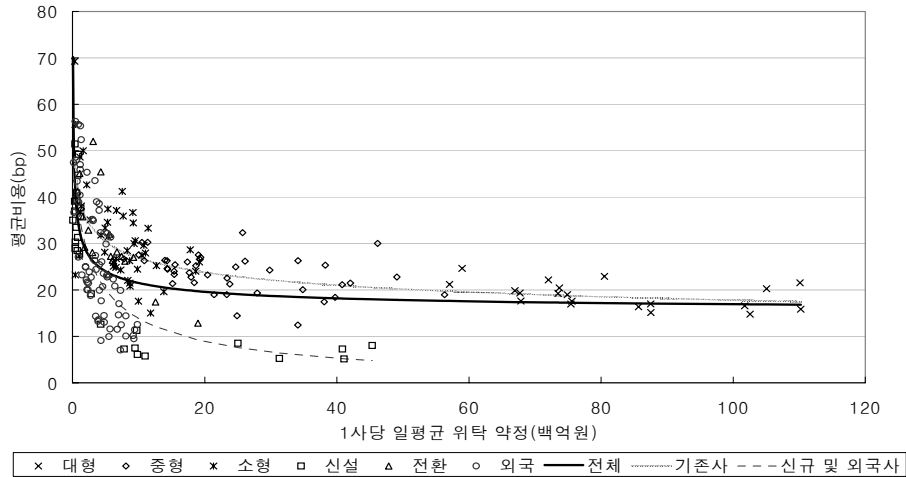
- 전반적으로 약정대금 변화의 공헌도가 위탁 영업비용 변화의 공헌도보다 큼

- 대·중·소형사는 위탁 영업비용이 감소하였음에도 불구하고 위탁 약정대금 감소의 공헌도가 더 크기 때문에 평균비용이 증가함
- 신설사와 전환사는 위탁 영업비용이 증가하였음에도 불구하고 위탁 약정대금 증가의 공헌도가 더 크기 때문에 평균비용이 감소함
- 외국사만이 예외적으로 약정대금 증가의 공헌도보다 위탁 영업비용의 공헌도가 더 큼

- 이는 비용 효율성을 증대시키는데 있어 위탁 영업비용을 절감하는 것보다는 약정대금을 증대시키는 것이 더 효과적임을 시사함

- 신설사는 수수료를 인하를 통해서 약정대금 증대에 성공함으로써 비용 효율성을 증대시킴

<그림 IV-1> 평균비용곡선<sup>a)</sup>



a) 평균비용(bp) = 위탁 영업비용(억원) / (일평균 위탁 약정(백억원) × 250일)  
 비용곡선은  $\log(\text{비용}) = a + b\log(\text{약정}) + c[\log(\text{약정})]^2$  식의 추정치로부터  
 평균비용을 구함  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 위탁매매업의 비용함수는 규모의 경제를 가지고 있기 때문에 위탁  
 약정대금의 증대로 비용구조를 개선시킬 수 있음
  - 위탁 약정대금이 증가함에 따라 2,000억원 이하 규모에서는 평균  
 비용이 급격히 감소하다가 그 이후에는 완만히 감소하기 때문에  
 1사당 일평균 위탁 약정대금이 2,000억원을 달성해야 최소한의  
 비용 효율성을 확보할 수 있음
    - FY02에 대형사, 대표적인 신설사인 M사와 K사 그리고 중형사  
 의 1사당 일평균 약정대금은 각각 6,457억원, 4,602억원, 4,166  
 억원, 2,262억원으로 비용 효율성을 확보할 수 있는 약정대금  
 2,000억원을 상회하고 있음

- FY02에 현재 전환사, 소형사 그리고 M사와 K사를 제외한 나머지 신설사의 1사당 일평균 약정대금은 각각 857억원, 541억원, 154억원으로 비용 효율성을 확보할 수 있는 약정대금 2천억원에 미달하고 있음
- FY02에 외국사의 1사당 일평균 약정대금은 469억원으로 비용 효율성을 확보할 수 있는 약정대금 2천억원에 미달하지만 평균 수수료율보다 9bp 가량 높은 수수료율 수준을 유지하고 있기 때문에 수익성 확보에 문제가 없음

— 규모의 경제를 향유하기 위해 약정대금을 증대시킬 필요가 있으며, 이는 수수료율 인하나 M&A 등을 통한 대형화로 달성할 수 있음

○ 위탁매매업의 장치산업적 특성으로 인하여 규모의 경제가 발생함

- 온라인 위탁에서는 고정비인 IT설비투자의 비중이 높기 때문에 한계비용은 거의 0에 가까움
- 오프라인 위탁에서도 고정비인 IT설비투자가 필요할 뿐만 아니라 준고정비인 지점 및 인력 관련 비용의 비중이 높기 때문에 한계비용이 크지 않음
  - 지점의 경우 약정대금 규모에 따라 유연하게 증설하거나 폐쇄하기가 쉽지 않기 때문에 준고정비의 특성을 가지고 있음
  - 인건비의 경우 인력 감축이 힘들어 약정대금이 감소할 때 하방경직성을 가지고 있다는 점에서 준고정비의 특성을 가지고 있음
  - 그러나 성과급으로 인해 약정대금이 증가할 때는 비례적으로 증가하는 경향이 있기 때문에 약정대금 증대로 비용 효율성을 추구하기는 힘들

- 고정비 부분은 약정대금이 증가할수록 평균비용이 줄어들기 때문에 약정대금을 증대시켜 고정비를 분산시킬 인센티브가 있음

— 대형화될수록 고용 안정성이 확보되어 우수한 인력 유치가 용이하기 때문에 인적 생산효율성이 증대되는 것도 위탁매매업에서 규모의 경제가 발생하는 하나의 요인으로 들 수 있음

○ 신규진입자 및 외국사는 기존사에 비해 효율적인 비용곡선을 가지고 있음

— 신규진입자 및 외국사의 비용곡선은 대·중·소형사의 아래에 위치하고 있기 때문에 비용 효율적이며, 기존사에 비해 급격하게 하락하는 특성을 가지고 있음

- 즉 신규진입자 및 외국사는 기존사에 비해 약정대금 증대의 인센티브가 더 강함

— 신설사는 온라인 위탁에 집중하기 때문에 온라인과 오프라인 위탁을 병행하는 기존사가 부담하는 지점망이나 투자상담 인력에 대한 비용을 부담할 필요가 없고, 신규로 IT 투자를 하였기 때문에 효율적인 비용구조를 가질 수 있음

— 전환사는 펀드판매시장에서의 강점을 무기로 오프라인 법인위탁과 개인위탁 영업을 하기 때문에 지점망이나 투자상담 인력에 대한 추가적인 비용 부담이 없고, 신규로 IT 투자를 하였기 때문에 효율적인 비용구조를 가질 수 있음

— 외국사는 오프라인 법인위탁을 위주로 영업하기 때문에 지점망이나 투자상담 인력에 대한 비용을 부담할 필요가 없고, IT 투자에도 큰 비용이 소요되지 않기 때문에 효율적인 비용구조를 가질 수 있음

<표 IV-10> 수수료수익 비중(FY02)

구분		전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
전체	수수료수익	306,570	130,337	74,829	28,677	4,906	39,873	27,948
위탁	수수료수익	224,032	102,837	62,622	24,111	4,103	6,174	24,184
	비중	73%	79%	84%	84%	84%	15%	87%
기업 금융	수수료수익	13,762	5,886	3,960	2,841	226	494	354
	비중	4%	5%	5%	10%	5%	1%	1%
펀드 판매	수수료수익	61,642	19,986	6,800	1,522	360	32,851	122
	비중	20%	15%	9%	5%	7%	82%	0%
기타 위탁	수수료수익	7,134	1,628	1,447	203	217	353	3,287
	비중	2%	1%	2%	1%	4%	1%	12%

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 신설사가 비용 우위에 있기 때문에 수익성 개선을 위해 가격경쟁을 지속할 것이며, 기존사의 열악한 경쟁상황은 지속될 가능성이 있음
  - 약정대금을 증대시킴으로써 비용 효율성과 수익성을 개선시킬 수 있음
  - 약정대금의 증대는 서비스 차별화를 통한 오프라인 위탁의 강화 또는 낮은 수수료율에 소구하는 온라인 위탁의 강화를 통해 이룰 수 있지만, 당분간은 후자의 방법을 통한 약정대금 증대가 주류를 이룰 것임
    - 서비스 차별화를 통한 오프라인 위탁의 강화를 위해서는 리서치부서의 강화, 투자상담 서비스의 강화 등의 추가적인 비용 부담이 필요할 뿐만 아니라 인력 약성과 브랜드 충성도를 구축하기 위해서는 상당한 시일이 필요함
    - 반면 온라인 위탁에서는 약정대금 증대에 따른 한계비용이 거의 0에 가깝기 때문에 역마진 상태를 감수하더라도 수수료율을 인하할 인센티브가 있음

- 특히, 손익분기점에 도달하지 못한 신설사와 전환사는 급격한 비용감소 효과를 향유하기 위해서 저렴한 수수료율을 경쟁수단으로 한 약정증대전략을 지속할 가능성이 높음
  - 신설사는 현저히 효율적인 비용구조를 무기로 가격경쟁을 지속할 것임
  - 전환사의 수수료수익 중 82%가 펀드판매업에서 창출되고, 위탁매매업의 비중은 15%에 불과하기 때문에 위탁매매의 수익성 확보보다는 시장 확대를 선택할 것임
- 가격경쟁이 치열해질 경우, 효율적인 비용구조를 가진 신설사 및 전환사가 더 유리하기 때문에 비용구조가 취약한 중·소형사의 열악한 경쟁상황은 지속될 가능성이 있음
  - 대·중형사는 비용 효율성을 향유할 수 있는 최소한의 위탁약정대금 규모인 2,000억원 이상의 약정대금을 확보하고 있기 때문에 상대적으로 상황이 나음
  - 그러나 소형사는 2,000억원의 약정대금을 확보하지 못했을 뿐만 아니라 브랜드 이미지도 상대적으로 낮기 때문에 상황이 더욱 심각함

### 3. 손익분기점 분석

- 본 절에서는 회계적 손익분기점 분석을 통해 적정이윤을 달성하기 위한 요구조건을 산출하고, 그 실현성에 대해 평가함
  - 위탁매매업 전체가 FY02 영업구조로 10% ROE를 달성하는 것은 쉽지 않음

- 수수료율을 24% 인상해야 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있지만, 한번 인하한 수수료율을 다시 인상시키는 것이 쉽지 않기 때문에 실현성이 낮음
  - 시장 전체 약정대금이 12.1조원이 되어야 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있으며, 이는 사상 초유의 시장호황이었던 FY99 약정대금의 1.13배에 해당함
  - 일평균 위탁 약정대금 2,100억원 규모의 증권사 17개사가 줄어야 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있음
  - 고정비를 44% 절감해야 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있음
- 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하는 것은 실현성이 낮은 반면, 신설사와 전환사는 수수료율 인상으로 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있음

### 가. 분석방법

- 본 절에서는 현재의 영업구조 하에서 적정 이윤을 달성하기 위한 조건을 도출함으로써 현재 수익성 문제의 심각성 정도를 판단하고자 함
  - 여기에서 영업구조라 함은 영업이익을 창출하는 수익구조 및 비용구조를 지칭함
- 이를 위해 다음과 같이 회계적 손익분기점 분석을 실시함
  - 수익함수는 원점을 지나면서 위탁 약정대금에 비례하여 증가하는 직선임
    - 수수료율이 위탁 약정대금에 관계없이 일정하다고 가정함
    - 1사당 위탁 영업수익(조원) = 수수료율(bp) × 1사당 일평균 위탁 약정대금(조원) × 250일

- 비용함수는 고정비를 절편으로 가지면서 위탁 약정대금에 비례하여 증가하는 직선임
  - 위탁 영업비용은 위탁 약정대금과 관계없이 일정한 고정비와 위탁 약정대금에 비례하여 증가하는 변동비로 구성된다고 가정함
  - 위탁 약정대금 1원당 변동비 증가분인 단위변동비는 위탁 약정대금에 관계없이 일정하다고 가정함
  - 1사당 위탁 영업비용(억원) = 고정비(억원) + 단위변동비(bp) × 1사당 일평균 약정대금(조원) × 250일
- 위탁 영업비용은 다음과 같이 고정비 및 변동비로 배분함
  - 먼저 그룹별로 위탁 영업비용의 변화와 위탁 약정대금의 변화를 이용해서 단위변동비를 추정함
 
$$\text{단위변동비} = \Delta \text{위탁 영업비용} / \Delta \text{위탁 약정대금}$$
  - 추정한 단위변동비를 이용해서 고정비 비중을 계산함
 
$$\begin{aligned} \text{고정비} &= \text{위탁 영업비용} - \text{단위변동비} \times \text{일평균 위탁 약정대금} \\ &\times 250\text{일} \end{aligned}$$

$$\text{고정비 비중} = \text{고정비} / \text{위탁 영업비용}$$
  - 그룹별 4년 평균 고정비 비중을 이용해 위탁 영업비용을 고정비와 변동비로 배분
 
$$\begin{aligned} \text{고정비} &= \text{위탁 영업비용} \times \text{고정비 비중} \\ \text{변동비} &= \text{위탁 영업비용} \times (1 - \text{고정비 비중}) \end{aligned}$$
- 수익함수와 비용함수를 근거로 적정 이윤을 창출하는 위탁 약정대금, 시장점유율, 수수료율, 회사수 등을 계산
  - 적정 이윤은 ROE 0%, 5%, 10%, 15%, 20%로 상정함
  - ROE 0%는 손익분기점에 해당함

- 최근 10년간 ROE 평균은 7.7%이기 때문에 ROE 5%는 장기적으로 생존 가능한 최소한의 수준으로 볼 수 있음
- 한국외환위기 기간인 FY97을 제외한 최근 10년간 ROE 평균은 8.9%이기 때문에 ROE 10%를 적정 ROE로 볼 수 있음
- 온라인 증권거래가 활성화된 FY01에 미국 증권산업이 ROE 15.6%에 해당하는 수익성을 보였으므로 ROE 15%를 최근 미국 증권산업의 수익성 수준으로 볼 수 있음
- 미국 증권산업이 최근 10년간 ROE 19.6%에 해당하는 수익성을 보였으므로 ROE 25%를 미국 증권산업의 수익성 수준으로 볼 수 있음
- 본 절에서는 10% 위탁 ROE를 달성하기 위한 요구 조건을 수록하였으며, 자세한 결과는 <부록 IV>에 수록하였음

#### 나. FY02의 그룹별 영업구조

- 중·소형사는 수익성 개선이 쉽지 않은 영업구조를 가지고 있음
  - 대형사는 위탁 약정대금의 증가에 따라 영업이익이 급격히 증가하는 수익·비용구조를 가지고 있지만, 자기자본 규모가 크기 때문에 위탁 ROE는 서서히 개선됨
    - 대형사는 가장 높은 공헌이익을 가지고 있기 때문에 위탁 약정대금의 증가에 따라 위탁 영업이익이 급증하게 됨
    - 대형사는 기존사 중 가장 낮은 평균영업비용을 가지고 있어 상대적으로 비용 효율적임
    - 38%의 낮은 위탁 영업수익 회전율은 대형사가 자기자본에 비해 낮은 위탁 영업수익을 창출하고 있음을 의미하기도 하지만 과잉 자기자본을 가지고 있음을 의미하기도 함

- 중형사는 수익구조와 비용구조를 모두 개선해야 수익성을 개선할 수 있지만, 그 실현성은 높지 않음
  - 중형사는 기존사 중에 가장 낮은 수수료를 가지고 있는 반면, 가장 높은 평균영업비용을 가지고 있어 공헌이익이 가장 낮음
  - 신설사에 비해 수수료가 현저히 높기 때문에 수수료를 인상을 통한 수익구조 개선이 어려울 뿐만 아니라 시장점유율 증대를 통한 비용구조 개선 역시 어려움

<표 IV-11> FY02의 그룹별 영업구조<sup>a)</sup>

구분	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
회사 수	57	5	10	10	9	5	18
일평균 위탁 약정(조원)	0.15	0.65	0.23	0.05	0.12	0.09	0.05
위탁 시장점유율(%)	100	38	27	6	13	5	10
위탁 영업수익(억원)	750	3,636	1,094	332	211	446	341
위탁 수수료율(bp)(A)	20.3	22.5	19.3	24.6	6.9	20.9	29.1
위탁 영업비용(억원)	755	3,390	1,287	463	233	465	230
평균영업비용(bp)(B)	20.5	21.0	22.8	34.2	7.6	21.7	19.6
고정비(억원)	416	1,839	678	299	115	226	126
고정비 비중(%)	55	54	53	65	49	49	55
단위변동비(bp)(C)	9.2	9.6	10.8	12.1	3.8	11.2	8.9
위탁 자기자본(억원)	1,790	9,513	2,590	1,382	238	469	688
위탁 영업이익(억원)	-5.0	246.8	-193.1	-130.2	-21.6	-17.9	111.0
위탁 ROE(%) <sup>b)</sup>	-0.3	2.6	-7.5	-9.4	-9.1	-3.8	19.5
위탁 영업이익률(%) <sup>c)</sup>	-0.7	6.8	-17.7	-39.2	-10.2	-4.0	32.5
위탁 영업수익 회전율(%) <sup>d)</sup>	42	38	42	24	89	95	60
평균영업이익(bp)(A-B)	-0.2	1.5	-3.5	-9.6	-0.7	-0.8	9.5
공헌이익(bp)(A-C)	11.1	12.9	8.6	12.5	3.0	9.7	20.2

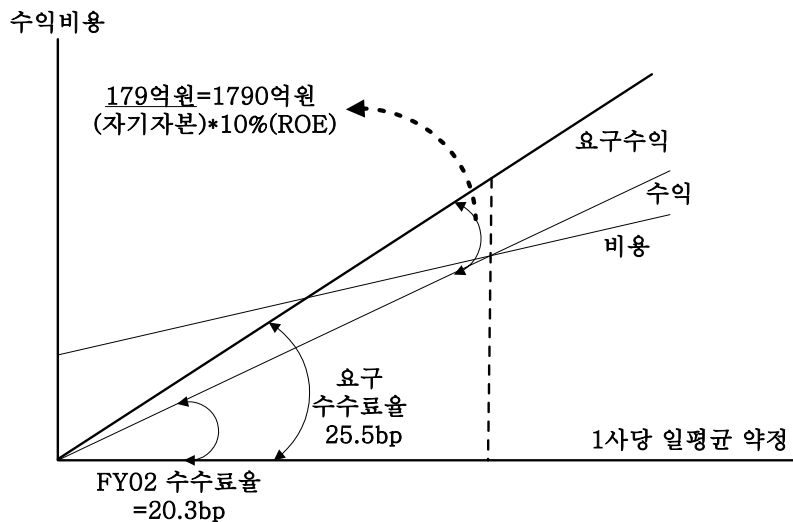
a) FY02 그룹별 1사당 회계적 손익분기점 분석  
 b) 위탁 ROE = 위탁 영업이익 / 위탁 자기자본  
 c) 위탁 영업이익률 = 위탁 영업이익 / 위탁 영업수익  
 d) 위탁 영업수익 회전율 = 위탁 영업수익 / 자기자본  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 위탁 영업비용의 절감은 상당한 시일이 소요되기 때문에 이를 통한 비용구조 개선 역시 어려움
- 소형사는 약정대금을 증대시킴으로써 수익성을 개선할 수 있지만, 그 실현성은 높지 않음
- 소형사의 수수료율은 상대적으로 높은 수준이나, 평균영업비용이 현저히 높음
  - 비용구조를 개선하기 위해 위탁 영업비용을 절감하거나 약정대금을 증대시켜야 함
  - 수수료율이 신설사에 비해서 현저히 높은 현 상황에서 약정대금을 증대시키는 것이 어려울 뿐만 아니라 위탁 영업비용도 단시일 내에 절감하기 힘들
  - 소형사의 위탁 영업수익 회전율은 24%로 가장 낮으며, 이는 소형사가 자기자본 과잉상태임을 시사함
- 신설사는 수수료율의 인상으로 수익성을 개선할 수 있음
- 현저히 낮은 수수료율로 인해 공헌이익이 낮은 상태이지만 비용구조가 현저히 효율적이기 때문에 수수료율의 인상으로 쉽게 영업이익을 증대시킬 수 있음
  - 뿐만 아니라 자기자본의 규모가 상대적으로 작기 때문에 위탁 ROE를 쉽게 증대시킬 수 있음
- 전환사의 수익성 개선도 상대적으로 쉬움
- 전환사는 펀드판매업에서의 시장지배력을 이용해 법인 약정을 유지할 수 있기 때문에 수수료율을 인상하더라도 시장점유율의 하락폭이 작을 것임
  - 전환사의 자기자본이 상대적으로 소규모이므로 위탁 ROE를 쉽게 증대시킬 수 있음

**다. 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건(FY02)**

- 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 위탁매매업 전체 수수료율이 FY02 20.3bp에서 25.2bp로 상승해야 함
  - 위탁매매업 전체의 FY02 ROE는 -0.3%로 손익분기점에 조금 못 미치는 수준이며, 위탁 ROE 10%를 달성하기 위해서는 179억원의 위탁 영업이익을 올려야 함
  - 위탁 영업이익에 영향을 주는 다른 변수들이 변하지 않는다면, 수수료율이 상승해야 위탁 영업이익이 증가할 수 있음

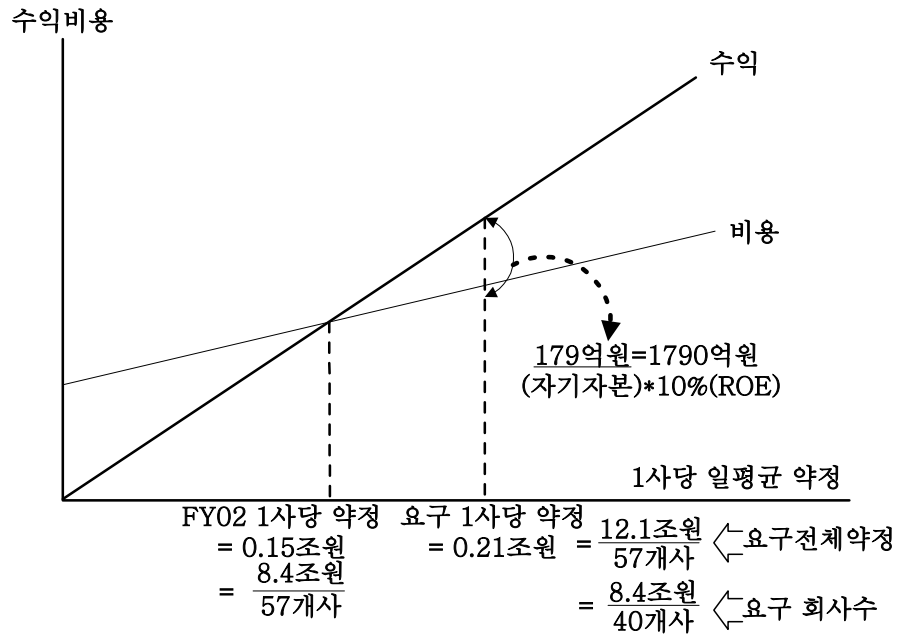
**<그림 IV-2> 위탁매매업 전체의 10% ROE 달성을 위한 요구 수수료율<sup>a</sup>**



a) FY02 현재 위탁매매업 전체의 1사당 영업수익, 영업비용, 일평균 약정대금, 자기자본으로 10% ROE 달성을 위한 요구 수수료율을 계산함  
 자료: 한증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- FY02의 1사당 약정대금, 평균영업비용이 그대로 유지된다는 조건 하에서 179억원의 위탁 영업이익을 달성하기 위해서는 FY02의 수수료율 20.3bp가 25.2bp로 상승하면 됨
  - 그러나 한 번 인하된 수수료율을 다시 인상하기는 쉽지 않기 때문에 수수료율 인상으로 위탁매매업 전체의 수익성을 개선하는 것은 실현성이 떨어짐
- 10% ROE를 달성하기 위해서는 위탁매매업 전체의 1사당 일평균 약정대금이 FY02 1,500억원에서 2,100억원으로 증가해야 함
- 위탁 영업이익에 영향을 주는 다른 변수들이 변하지 않는다면, 1사당 위탁 약정대금이 상승해야 위탁 영업이익이 증가할 수 있음
  - 1사당 일평균 약정대금 2,100억원을 달성하기 위해서는 시장 전체 일평균 약정대금이 12.1조원으로 증가하거나 회사수가 40개사로 줄어야 함
  - 요구 시장 전체 일평균 약정대금 12.1조원은 사상 초유의 시장 호황이었던 FY99의 10.7조원보다도 1.13배 높은 수준이기 때문에 시장 전체 약정대금이 증가하여 수익성이 개선되는 것을 기대하기는 어려움
  - 10% 위탁 ROE 달성을 위해서는 1사당 일평균 약정대금이 2,100억원인 증권사가 17개사 줄어야 함
    - 중형사의 1사당 일평균 약정대금이 2,262억원이므로 중형사보다 조금 작은 규모의 증권사 17개사가 줄어야 한다는 의미임
    - 1사당 일평균 약정대금 2,100억원인 증권사 17개는 대형사 6개사 또는 소형사 66개사에 해당됨

<그림 IV-3> 위탁매매업 전체의 10% ROE 달성을 위한 요구  
 약정대금<sup>a)</sup>

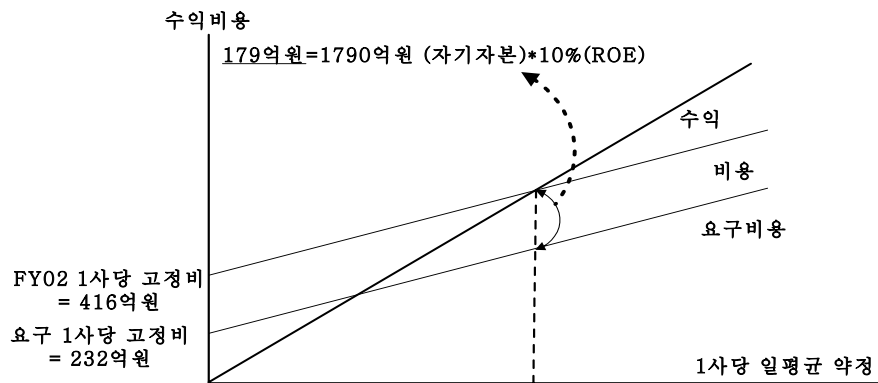


a) FY02 위탁매매업 전체의 1사당 영업수익, 영업비용,  
 자기자본으로 10% ROE 달성을 위한 요구 약정대금을 계산함  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 10% ROE를 달성하기 위해서는 위탁매매업 전체의 1사당 고정비를 FY02 416억원에서 232억원으로 감소시켜야 함
  - 위탁 영업이익에 영향을 주는 다른 변수들이 변하지 않는다면, 1사당 고정비가 감소해야 위탁 영업이익이 증가할 수 있음
  - 10% 위탁 ROE 달성을 위해서는 1사당 고정비를 44% 감소시켜야 하므로 위탁매매업 전체로는 44%의 공급과잉(over capacity)이 있음을 시사함

- 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하는 것은 실현성이 떨어짐
  - 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 수수료율이 각각 27.3bp, 44.4bp가 되어야 하는데, 신설사보다 현저히 높은 현재 상황에서 수수료율을 인상하게 되면 시장점유율이 감소하게 될 것임
  - 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 시장 전체의 일평균 약정대금이 각각 16.2조원, 21.8조원이 되어야 하는데, 이는 사상 초유의 시장 호황인 FY99의 10.7조원을 훨씬 상회하는 수준임
  - 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 현재 회사수 10개에서 절반 수준으로 줄어야 함

<그림 IV-4> 위탁매매업 전체의 10% ROE 달성을 위한 요구 고정비<sup>a)</sup>



a) FY02 위탁매매업 전체의 1사당 영업수익, 영업비용, 자기자본으로 10% ROE 달성을 위한 요구 고정비를 계산함  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 시장점유율이 각각 52%, 17%가 되어야 하는데, 이는 신설사 및 전환사의 신규진입이 본격화되지 않았던 FY99 중·소형사 시장점유율 30%, 12%를 훨씬 상회하는 수준임
- 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 고정비를 각각 67%, 90% 감소시켜야 하는데, 이것 역시 실현성이 떨어짐
  - 고정비를 감소시키기 위해서 지점을 폐쇄하면 그나마 유지하던 오프라인 위탁 약정대금이 감소하게 될 것임

<표 IV-12> 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건<sup>a)</sup>

구분		전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
수수료율 (bp)	FY02	20.3	22.5	19.3	24.6	6.9	20.9	29.1
	요구 수준	25.3	26.9	27.3	44.4	8.4	23.9	24.5
	요구 변화	25%	19%	41%	81%	21%	15%	-16%
전체 일평균 약정(조원)	FY02	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
	요구 수준	12.2	11.3	16.2	21.8	12.5	11.0	6.5
	요구 변화	45%	34%	93%	159%	49%	31%	-23%
회사수	FY02	57	5	10	10	9	5	18
	요구 수준	39	4	5	4	6	4	23
	요구 변화	-31%	-25%	-48%	-61%	-33%	-24%	30%
시장 점유율	FY02	-	38%	27%	6%	13%	5%	10%
	요구 수준	-	51%	52%	17%	20%	7%	8%
	요구 변화	-	13%p	25%p	10%p	6%p	2%p	-2%p
고정비 (억원)	FY02	416	1839	678	299	115	226	126
	요구 수준	232	1134	226	31	70	161	180
	요구 변화	-44%	-38%	-67%	-90%	-39%	-29%	43%

a) FY02의 그룹별 1사당 위탁 영업수익, 위탁 영업비용, 위탁 시장점유율, 위탁 자기 자본으로 10% ROE 달성을 위한 요구 조건을 계산함

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 신설사와 전환사는 수수료율을 인상함으로써 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있음
  - 신설사와 전환사가 10% 위탁 ROE를 달성하기 위해서는 수수료율을 각각 8.4bp, 23.9bp로 인상하면 되기 때문에 실현성이 있음
    - 신설사가 요구 수준인 8.4bp로 인상하더라도 여전히 다른 증권사에 비해 현저히 낮은 수수료율이기 때문에 시장점유율의 하락은 크지 않을 것임
    - 전환사는 펀드판매업의 시장지배력을 바탕으로 일정 수준의 위탁 약정을 확보하고 있고, 요구 수준인 23.9bp도 대·중형사보다 낮은 수준이기 때문에 수수료율을 인상하더라도 시장점유율의 하락이 크지 않을 것임
  - 전환사는 시장점유율을 2%만 증대시키면 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있음

#### 라. 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건(FY03 1사분기)

- FY02에 비해 위탁매매업 전체의 FY03 1사분기 수익성은 개선되었으며, 그룹별로는 대·중형사 및 전환사의 수익성이 개선되고 소형사, 신설사, 외국사의 수익성이 악화됨
  - 위탁매매업 전체 1사당 일평균 위탁 약정대금은 FY02 대비 10% 증가함
    - 외국사를 제외한 모든 그룹의 1사당 일평균 위탁 약정대금이 증가함
    - 신설사의 1사당 일평균 위탁 약정대금이 FY02 대비 24% 증가, 중형사가 13% 증가를 기록하면서 다른 그룹에 비해 상대적으로 많이 증가함

<표 IV-13> 그룹별 수익구조와 비용구조(FY03 1사분기)<sup>a)</sup>

항목	연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
회사 수	FY02	57	5	10	10	9	5	18
	FY03-1	56	5	10	10	9	5	17
	변화(개)	-1	0	0	0	0	0	-1
일평균 위탁 약정 (조원)	FY02	0.15	0.65	0.23	0.05	0.12	0.09	0.05
	FY03-1	0.17	0.71	0.26	0.05	0.15	0.09	0.05
	변화(%)	10	9	13	7	24	5	-8
위탁 시장점유율 (%)	FY02	-	38	27	6	13	5	10
	FY03-1	-	38	28	6	14	5	8
	변화(%p)	-	0	1	0	1	0	-2
위탁 영업수익 (억원)	FY02	750	3,636	1,094	332	211	446	341
	FY03-1	739	3,431	1,182	312	220	437	301
	변화(%)	-1	-6	8	-6	4	-2	-12
위탁 수수료율 (bp)(A)	FY02	20.3	22.5	19.3	24.6	6.9	20.9	29.1
	FY03-1	17.8	19.4	18.1	23.4	5.9	18.5	26.2
	변화(%)	-12	-14	-6	-5	-14	-12	-10
위탁 영업비용 (억원)	FY02	755	3,390	1,287	463	233	465	230
	FY03-1	743	3,127	1,320	452	270	416	221
	변화(%)	-2	-8	3	-2	16	-11	-4
평균영업 비용(bp)(B)	FY02	20.5	21.0	22.8	34.2	7.6	21.7	19.6
	FY03-1	18.0	17.7	20.3	33.9	7.2	17.6	19.3
	변화(%)	-12	-16	-11	-1	-5	-19	-2
고정비 (억원)	FY02	416	1,839	678	299	115	226	126
	FY03-1	409	1,696	695	292	133	202	121
	변화(%)	-2	-8	3	-2	16	-11	-4
고정비 비중(%)	FY02	55	54	53	65	49	49	55
	FY03-1	55	54	53	65	49	49	55
	변화(%p)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단위변동비 (bp)(C)	FY02	9.2	9.6	10.8	12.1	3.8	11.2	8.9
	FY03-1	8.1	8.1	9.6	12.0	3.7	9.0	8.7
	변화(%)	-12	-16	-11	-1	-3	-19	-2
위탁 자기자본 (억원)	FY02	1,790	9,513	2,590	1,382	238	469	688
	FY03-1	1,870	9,722	2,711	1,415	244	448	612
	변화(%)	4	2	5	2	2	-4	-11

항목	연도	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
위탁 영업이익 (억원)	FY02	-5	247	-193	-130	-22	-18	111
	FY03-1	-4	304	-138	-140	-50	21	79
	변화(억원)	1	57	55	-9	-28	39	-32
위탁 ROE(%) <sup>b)</sup>	FY02	-0.3	2.6	-7.5	-9.4	-9.1	-3.8	19.5
	FY03-1	-0.2	3.1	-5.1	-9.9	-20.4	4.7	13.0
	변화(%p)	0.1	0.5	2.4	-0.5	-11.3	8.5	-6.5
위탁 영업이익률 (%) <sup>c)</sup>	FY02	-0.7	6.8	-17.7	-39.2	-10.2	-4.0	32.5
	FY03-1	-0.6	8.9	-11.7	-44.7	-22.5	4.8	26.4
	변화(%p)	0.1	2.1	6.0	-5.5	-12.3	8.8	-6.1
위탁 영업수익 회전율(%) <sup>d)</sup>	FY02	42	38	42	24	89	95	60
	FY03-1	40	35	44	22	90	98	49
	변화(%p)	-2	-3	2	-2	1	3	-11
평균영업 이익(bp) (A-B)	FY02	-0.2	1.5	-3.5	-9.6	-0.7	-0.8	9.5
	FY03-1	-0.1	1.7	-2.1	-10.5	-1.3	0.9	6.9
	변화(bp)	0.1	0.2	1.4	-0.9	-0.6	1.7	-2.6
공헌이익 (bp)(A-C)	FY02	11.1	12.9	8.6	12.5	3.0	9.7	20.2
	FY03-1	9.8	11.3	8.6	11.4	2.2	9.4	17.5
	변화(bp)	-1.3	-1.6	0.0	-1.1	-0.8	-0.3	-2.7

a) FY03 1사분기 그룹별 1사당 회계적 손익분기점 분석

b) 위탁 ROE = 위탁 영업이익 / 위탁 자기자본

c) 위탁 영업이익률 = 위탁 영업이익 / 위탁 영업수익

d) 위탁 영업수익 회전율 = 위탁 영업수익 / 자기자본

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 그 결과 신설사와 중형사의 시장점유율이 1%씩 증가하였으며, 외국사의 시장점유율이 1% 감소함
- 위탁매매업 전체 위탁 수수료율은 12% 하락함
  - 대형사, 신설사, 전환사의 위탁 수수료율이 FY02 대비 각각 14%, 14% 12% 하락하면서 다른 그룹에 비해 상대적으로 많이 하락함
- 위탁매매업 전체의 영업수익은 1% 감소함

- 외국사의 위탁 영업수익이 FY02 대비 12%로 가장 많이 감소했고, 대형사, 소형사가 각각 6% 감소함
  - 반면 중형사와 신설사의 위탁 영업수익은 FY02 대비 8%, 4%의 증가를 보임
- 위탁매매업 전체의 영업비용은 2% 하락함
- 전환사와 대형사의 위탁 영업비용이 FY02 대비 11%, 8%로 많은 감소를 보인 반면, 신설사와 중형사는 16%, 3%의 증가를 보임
- 위탁매매업 전체의 ROE는 FY03 1사분기에 -2%를 기록하면서 FY02 대비 적자폭이 줄어들
- 대·중형사 및 전환사는 수익성이 개선된 반면, 소형사, 신설사, 외국사는 수익성이 악화됨
  - 대형사는 위탁 영업수익이 감소하였지만, 위탁 영업비용이 더 많이 감소하여 수익성이 개선됨
  - 중형사는 위탁 영업비용이 증가하였지만 위탁 영업수익이 더 많이 증가하여 수익성이 개선되었으며, 특히 위탁 수수료율이 다른 그룹에 비해 상대적으로 작게 감소한 반면 위탁 약정대금은 다른 그룹에 비해 상대적으로 많이 증가하여 수익구조가 개선됨
  - 소형사는 위탁 영업비용이 감소하였지만, 위탁 영업수익이 더 많이 감소하여 수익성이 악화되었으며, 다른 그룹에 비해서 위탁 약정대금의 증가폭이나 위탁 수수료율의 감소폭은 작음
  - 전환사는 위탁 영업수익이 감소하였지만, 위탁 영업비용이 더 많이 감소하여 수익성이 개선됨.

- 위탁매매업 전체로는 FY03 1사분기에 약정대금이 증가하였지만 수수료율이 하락하여, 수익성이 많이 호전되지는 않음
  - 중형사의 수익구조가 상당히 개선되면서 10% 위탁 ROE를 달성하기 위한 요구 수준은 다소 완화되었지만 여전히 달성하기 어려운 수준임
  - 소형사의 10% 위탁 ROE를 달성하기 위한 요구 수준은 더욱 높아짐
  - 신설사의 위탁 수수료율이 14% 감소하면서 수익구조가 악화되어 10% 위탁 ROE를 달성하기 위한 요구 수준이 매우 높아짐

**<표 IV-14> 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건 (FY03 1사분기)<sup>a)</sup>**

구분		전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
수수료율 (bp)	FY03-1	17.8	19.4	18.1	23.4	5.9	18.5	26.2
	요구 수준	22.5	23.2	24.4	44.5	7.9	19.5	24.6
	요구 변화	26%	19%	35%	90%	34%	5%	-6%
전체 일평균 약정(조원)	FY03-1	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
	요구 수준	13.7	12.4	16.1	26.4	17.5	10.3	8.4
	요구 변화	47%	33%	73%	184%	89%	11%	-9%
회사수	FY03-1	56	5	10	10	9	5	17
	요구 수준	38	4	6	4	5	5	19
	요구 변화	-32%	-25%	-42%	-65%	-47%	-10%	10%
시장 점유율 (%)	FY03-1	—	38%	28%	6%	14%	5%	8%
	요구 수준	—	51%	49%	16%	27%	6%	8%
	요구 변화	—	13%	21%	11%	13%	1%	-1%
고정비 (억원)	FY03-1	409	1,696	695	292	133	202	121
	요구 수준	218	1,028	286	11	59	178	140
	요구 변화	-47%	-39%	-59%	-96%	-56%	-12%	15%

a) FY03 1사분기 현재 그룹별 1사당 위탁 영업수익, 위탁 영업비용, 위탁 시장점유율, 위탁 자기자본으로 10% 위탁 ROE 달성을 위한 요구 조건을 계산함  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

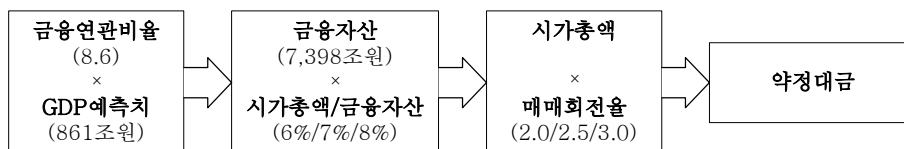
#### 4. 시나리오 분석

- 본 절에서는 시장 전체 약정대금에 대한 시나리오를 구성한 후, 이를 FY02의 영업구조에 적용하여 증권사의 수익성을 계산함
  - 사상 초유의 시장 호황이었던 FY99의 약정대금을 기록하더라도 FY02의 영업구조로는 위탁매매업 전체가 10% ROE를 달성하지 못함
  - 경제성장과 금융시장의 발전을 고려한 FY07의 시나리오별 약정대금을 FY02의 영업구조에 적용하게 되면, 낙관적인 시나리오 하에서도 중형사는 10% 위탁 ROE에 미달하며, 소형사는 적자를 기록하게 됨

##### 가. 약정대금 시나리오의 구성

- 경제성장과 금융시장의 발전을 고려하여 FY07의 약정대금에 대한 9가지 시나리오를 다음과 같이 구성함
  - 금융자산의 규모는 GDP 예측치와 금융연관비율을 곱하여 산출함
    - $\text{금융자산} = \text{GDP 예측치} \times \text{금융연관비율 추정치}(8.6)$

<그림 IV-5> 약정대금 시나리오 구성의 과정



- 금융연관비율은 6개국 자료를 이용하여 추정된 “금융연관비율 = a + b GDP per capita” 회귀식으로부터 산출함
  - GDP per capita = GDP 예측치 / 인구 예측치  

$$\text{GDP 예측치} = 2002\text{년 GDP} \times (1 + \text{GDP 명목성장율}(7.5\%))^5$$
- 주식 시가총액은 금융자산과 금융자산 대비 시가총액 비중을 곱하여 산출함
- 시가총액 = 금융자산 × 금융자산 대비 시가총액 비중(6%, 7%, 8%)
  - 금융자산 대비 시가총액 비중은 6%, 7%, 8%의 3가지 시나리오를 적용함
  - 중립적 시나리오인 금융자산 대비 시가총액 비중 7%는 최근 10년간의 평균인 6.9%보다 조금 높은 수준이며, 낙관적 시나리오인 8%는 최근 4년간 평균 8.1%보다 조금 낮은 수준임
- 주식 약정대금은 주식 시가총액과 매매회전율을 곱하여 산출함
- 주식 약정대금 = 매매회전율(2.0, 2.5, 3.0) × 시가총액 × 2
  - 매매회전율은 2.0, 2.5, 3.0의 3가지 시나리오를 적용함
  - 중립적 시나리오인 매매회전율 2.5는 FY02의 회전율 2.83보다 조금 낮은 수준으로 현재 우리나라의 매매회전율이 현저히 높고 향후 기관투자자 비중이 증대되어 매매회전율이 낮아질 것으로 감안한 것임
- 선물·옵션 약정대금은 주식 대비 선물·옵션 약정 비율에 근거하여 산출함
- 전체 약정대금 = 주식 약정 × [1 + 주식 대비 선물·옵션 약정 비율(40%)]

- FY02의 주식 대비 선물·옵션 약정 비율은 23.9%이고, 주식 대비 선물·옵션 약정 비율이 연간 7%p(과거 3년간 평균) 증가한다면 FY07에는 58.9%가 되지만, 선물·옵션 시장이 과거 3년처럼 급성장하지는 않을 것으로 판단하여 FY07의 주식 대비 선물·옵션 약정 비율의 범위를 23.9~58.9%로 보고 그 중간값인 40%를 적용함
- 금융자산 대비 시가총액 비중 시나리오(6%, 7%, 8%)와 매매회전율 시나리오(2.0, 2.5, 3.0)에 따라 9가지의 약정대금 시나리오가 구성됨
- 자세한 내용은 <부록 V>에 수록되어 있음

<표 IV-15> 시나리오별 약정대금

회전율 \ 시가총액 비중	6%	7%	8%
2.0	9.94(Case 1)	<b>11.60(Case 2)</b>	<b>13.26(Case 4)</b>
2.5	12.43(Case 3)	14.50(Case 5)	<b>16.57(Case 7)</b>
3.0	14.91(Case 6)	17.40(Case 8)	19.88(Case 9)

- 9가지의 약정대금 시나리오 중에 가장 실현 가능성이 높은 시나리오는 Case 2, Case 4, Case 7로 판단됨
- FY02 약정대금에 GDP 명목성장률(7.5%)을 적용하면 12.08조원으로 Case 2의 약정대금 11.60조원과 비슷한 수준이고, FY99의 약정대금에 GDP 명목성장률을 적용하면 15.35조원으로 Case 7의 약정대금 16.57조원과 비슷한 수준임

- Case 4는 금융자산 대비 시가총액 비중이 8%로 현 상태(6.9%)보다 높아지고, 매매회전율이 2로 현 상태(2.83)보다 낮아져 선진국에 근접하는 상황을 상정함
- 실현 가능성이 높은 3가지 시나리오 중 약정대금이 가장 작은 Case 2를 보수적 시나리오, Case 4를 중립적 시나리오, Case 7을 낙관적 시나리오로 간주하겠음
  - 보수적 시나리오인 Case 2가 FY02의 약정대금이 감소하지 않고 현재 상태를 유지한다고(GDP 명목성장률과 동일하게 성장)가정하고 있으므로 구성된 시나리오가 전반적으로 낙관적인 전망 하에 구성된 것임을 알 수 있음

#### 나. FY07 ROE의 계산방법

- FY07 약정대금을 GDP 명목성장률(7.5%)를 고려하여 FY02 약정대금으로 환산하여 영업이익을 계산한 후, 다시 GDP 명목성장률을 고려하여 FY07의 영업이익으로 환산함
  - FY02 환산 약정대금 = FY07 약정대금 ÷ (1 + 0.075)<sup>5</sup>
  - 위탁 영업수익 = FY02 수수료율 × 환산 약정대금
  - 위탁 영업비용 = FY02 고정비 + FY02 단위변동비 × 환산 약정대금
  - FY02 위탁 영업이익 = 위탁 영업수익 - 위탁 영업비용
  - FY07 위탁 영업이익 = FY02 위탁 영업이익 × (1 + 0.075)<sup>5</sup>
- FY07의 자기자본은 FY02의 자기자본을 이후 매기 발생하는 영업손익을 고려하여 조정하여 산출함

- 적정 자기자본 회전율(영업수익/자기자본)을 0.5(최근 4년간 평균)로 적용하여 자본 부족상태(자기자본 회전율 > 0.5)일 때는 영업이익의 30%(최근 4년간 평균)을 자기자본에 충당하고, 자본잉여상태(자기자본 회전율 < 0.5)일 때는 영업이익을 충당하지 않음
- 영업손실이 발생할 때는 영업손실 전액만큼 자기자본을 차감함

<표 IV-16> 영업손익에 따른 자기자본 조정

조 건	자기자본 <sub>t</sub>
영업손실	=자기자본 <sub>t-1</sub> - 영업손실 <sub>t</sub>
영업이익, 자기자본 회전율 > 0.5	=자기자본 <sub>t-1</sub> + 영업이익×0.3
영업이익, 자기자본 회전율 < 0.5	=자기자본 <sub>t-1</sub>

다. FY99 약정대금 적용시의 수익성

- FY99와 같은 시장 호황이 오더라도 FY02의 영업구조 하에서는 위탁매매업 전체의 ROE는 6.02%로 최소한의 ROE 수준인 5%를 조금 상회하게 됨
  - 기존사 중에는 대형사 만이 위탁 ROE 5%를 상회하게 되고, 중·소형사는 적자를 기록하게 됨
  - 전환사는 위탁 ROE 5%를 상회하게 되지만, 신설사는 손익분기점을 조금 상회하게 됨

<표 IV-17> FY99 약정을 FY02 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE<sup>a)</sup>

구분	일평균약정 (조원)	총수익 (억원)	총비용 (억원)	총이익 (억원)	위탁 ROE
전체	10.7	54,295	48,245	6,050	6.02%
대형	4.1	23,104	19,047	4,057	8.53%
중형	2.9	13,902	14,521	-619	-2.39%
소형	0.7	4,222	5,068	-845	-6.12%
신설	1.4	2,422	2,388	34	1.57%
전환	0.5	2,838	2,646	192	8.17%
외국	1.1	7,807	4,654	3,154	30.81%

a) FY02의 영업구조 하에서 FY99의 시장 전체 약정대금을 적용할 경우 수익성  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- FY07 약정대금을 FY03 1사분기의 영업구조에 적용하게 되면 위탁매매업 전체의 ROE는 3.07%로 FY02의 영업구조 적용시보다 수익성이 나빠짐
  - 수수료율과 단위변동비는 FY02에 비해 12% 감소한 반면, 고정비는 2% 감소하였기 때문에 영업이익이 줄어들게 됨
  - 중형사와 전환사는 FY03 1사분기의 영업구조를 적용하게 되면 수익성이 좋아짐
    - 중형사는 FY03 1사분기에 수익구조가 개선되었으며, 전환사는 비용구조가 개선됨
  - 신설사는 FY02의 영업구조를 적용할 경우 소폭의 흑자를 보였지만, FY03 1사분기의 영업구조를 적용하게 되면 위탁 ROE가 -15.13%로 수익성이 급격히 나빠짐
    - 신설사는 FY03 1사분기에 수수료율이 12% 인하되면서 수익구조가 악화되었을 뿐만 아니라 비용구조도 나빠짐

**<표 IV-18> FY99 약정을 FY03 1사분기 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE<sup>a)</sup>**

구분	일평균약정 (조원)	총수익 (억원)	총비용 (억원)	총이익 (억원)	위탁 ROE (%)
전체	10.7	47,700	44,487	3,214	3.07%
대형	4.1	19,774	16,729	3,046	6.27%
중형	3.0	13,627	14,156	-528	-1.95%
소형	0.6	3,601	4,765	-1,164	-8.22%
신설	1.5	2,285	2,617	-332	-15.13%
전환	0.5	2,519	2,244	275	12.28%
외국	0.9	5,893	4,022	1,871	18.00%

a) FY03 1사분기의 영업구조 하에서 FY99의 시장 전체 약정대금을 적용할 경우 수익성

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

### 라. FY07 약정대금 시나리오의 수익성

- FY07 약정대금을 FY02 영업구조에 적용할 경우 9가지 시나리오 하에서 위탁매매업 전체와 대형사, 전환사, 신설사의 수익성은 비교적 양호함
  - 위탁매매업 전체와 대형사는 Case 1에서 손익분기점을 초과하고, 보수적 시나리오(Case 2)에서 ROE 5%를 초과하고, 낙관적 시나리오(Case 7)에서 ROE 15%를 초과하며, Case 9에서 ROE 20%를 초과함

- 전환사는 보수적 시나리오(Case 2)에서 ROE 5%를 초과하고, Case 3에서 ROE 10%를 초과하며, Case 6 시나리오에서 ROE 20%를 초과하고 있으며 시장 전체 약정대금의 소폭 증가에도 수익성이 급격히 개선됨
- 신설사는 중립적 시나리오(Case 4)에서 ROE 5%를 초과하고, Case 5에서 ROE 10%를 초과하며, 낙관적 시나리오(Case 7)에서 ROE 20%를 초과하고 있으며 시장 전체 약정대금의 소폭 증가에도 수익성이 급격히 개선됨

**<표 IV-19> FY07 약정을 FY02 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE<sup>a)</sup>**

증권사 유형 Case	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
Case 1	1.04%	4.32%	-15.87%	-24.50%	-33.69%	-4.20%	20.59%
<b>Case 2(보수)</b>	<b>5.70%</b>	<b>8.25%</b>	<b>-6.15%</b>	<b>-15.10%</b>	<b>-0.97%</b>	<b>8.41%</b>	<b>24.38%</b>
Case 3	7.70%	9.98%	-2.83%	-11.62%	4.86%	12.14%	26.49%
<b>Case 4(중립)</b>	<b>9.60%</b>	<b>11.89%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>-8.70%</b>	<b>8.98%</b>	<b>15.36%</b>	<b>28.45%</b>
Case 5	12.27%	14.33%	3.09%	-5.09%	13.72%	19.55%	31.16%
Case 6	13.18%	15.18%	4.04%	-4.05%	15.11%	20.84%	32.01%
<b>Case 7(낙관)</b>	<b>16.44%</b>	<b>18.01%</b>	<b>7.43%</b>	<b>-0.53%</b>	<b>20.06%</b>	<b>25.91%</b>	<b>35.13%</b>
Case 8	17.99%	19.47%	8.96%	0.93%	22.31%	28.19%	36.55%
Case 9	22.21%	22.91%	13.23%	4.66%	28.72%	34.07%	40.36%

a) FY02의 영업구조 하에서 경제성장과 금융시장발전의 고려한 약정대금 시나리오를 적용할 경우 수익성  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 9가지 시나리오 하에서 중형사, 소형사의 수익성은 열악함
  - 소형사는 Case 8에서 손익분기점을 넘어서고, Case 9에서조차도 ROE 5%에 미달함

- 중형사는 Case 5에서 손익분기점을 넘어서고, Case 9에서 ROE 15%를 미달
  - 9가지 약정대금 시나리오가 비교적 낙관적인 가정 하에서 구성된 것임을 감안한다면, 중·소형사는 현재의 영업구조로는 생존가능하지 않을 것으로 보임
- FY03 1사분기의 영업구조를 적용하면 중형사와 전환사의 수익성이 조금 나아질 뿐 나머지의 경우는 수익성이 더 나빠짐
- 신설사는 FY03 1사분기에 수수료율이 12% 인하되면서 수익구조가 악화되었을 뿐만 아니라 비용구조도 나빠지며, 그 결과 Case1~Case4에서는 자본잠식 상태에 들어가게 됨

**<표 IV-20> FY07 약정을 FY03 1사분기 영업구조에 적용하는 경우의 위탁 ROE<sup>a)</sup>**

Case	증권사 유형						
	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
Case 1	-2.1%	2.5%	-14.0%	-33.9%	-	3.4%	12.3%
<b>Case 2(보수)</b>	<b>2.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-23.2%</b>	<b>-</b>	<b>12.0%</b>	<b>16.9%</b>
Case 3	4.5%	7.9%	-2.0%	-19.2%	-	15.3%	18.6%
<b>Case 4(중립)</b>	<b>6.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-15.8%</b>	<b>-</b>	<b>18.2%</b>	<b>20.8%</b>
Case 5	8.8%	12.0%	3.6%	-11.6%	-42.5%	22.3%	22.9%
Case 6	9.6%	12.5%	4.5%	-10.4%	-26.3%	23.6%	23.8%
<b>Case 7(낙관)</b>	<b>12.7%</b>	<b>15.6%</b>	<b>7.8%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>28.4%</b>	<b>26.2%</b>
Case 8	14.1%	16.6%	9.3%	-4.5%	4.1%	30.5%	27.6%
Case 9	18.0%	20.0%	13.5%	-0.3%	13.4%	36.0%	31.5%

a) FY03 1사분기 영업구조 하에서 경제성장과 금융시장발전의 고려한 약정대금 시나리오를 적용할 경우 수익성  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

## 5. 요약

- 본 장에서는 최근 4년간 위탁매매업의 그룹별 수익성 분석과 손익분기점 분석, 시나리오 분석을 함
  - 증권사 그룹별 수익성 변화의 원인을 모색함
    - 온라인 시장의 활성화와 진입장벽 완화로 FY00에 온라인전문 증권사가 본격적으로 시장 진입함
    - 신규진입자에 의해 촉발된 수수료율 경쟁으로 위탁매매업의 수익성이 극도로 악화되었으며, 특히 중·소형사의 수익성 악화가 두드러짐
    - 현저히 낮은 수수료율 부과로 온라인전문증권사와 전환증권사(구 투신사)는 기존사의 시장을 잠식함
    - 위탁매매업은 고정비의 비중이 높은 장치산업화하였으며, 고정비를 분산하기 위해 약정대금 경쟁을 할 인센티브가 있음
    - 신설사는 현저히 높은 비용효율성을 가지고 있을 뿐만 아니라 약정대금 증가에 따라 평균영업비용이 급격히 감소하기 때문에 수수료율 경쟁을 지속할 것임
  - 회계적 손익분기점 분석을 통해 적정이윤을 달성하기 위한 요구조건을 산출하고, 그 실현성에 대해 평가함
    - 위탁매매업 전체로는 수수료율을 24% 인상해야 10% ROE를 달성할 수 있지만, 한번 인하한 수수료율을 다시 인상시키는 것이 쉽지 않기 때문에 실현성이 낮음
    - 위탁매매업 전체로는 시장 전체 약정대금이 12.1조원이 되어야 10% ROE를 달성할 수 있으며, 이는 사상 초유의 시장호황이었던 FY99 약정대금의 1.13배에 해당함

- 위탁매매업 전체로는 일평균 약정대금 2,100억원 규모의 증권사 17개사가 줄어야 10% ROE를 달성할 수 있음
- 위탁매매업 전체로는 고정비를 44% 절감해야 10% ROE를 달성할 수 있으며, 이는 44% 공급과잉이 존재함을 의미함
- 중·소형사가 10% 위탁 ROE를 달성하는 것은 실현성이 낮은 반면, 신설사와 전환사는 수수료율 인상으로 10% 위탁 ROE를 달성할 수 있음

— 시나리오 분석을 통해 현재의 위탁매매업 경쟁구조가 지속가능한지 확인함

- 사상 초유의 시장 호황이었던 FY99의 약정대금을 기록하더라도 FY02의 영업구조로는 위탁매매업 전체는 적정 이윤을 확보하지 못함
- 경제성장과 금융시장의 발전을 낙관적으로 전망하더라도 FY02의 영업구조로는 위탁매매업 전체의 수익성이 높지 않고, 중·소형사는 심각한 수익성 문제를 해결하지 못함

## V. 펀드판매업의 현황과 시나리오 분석

---

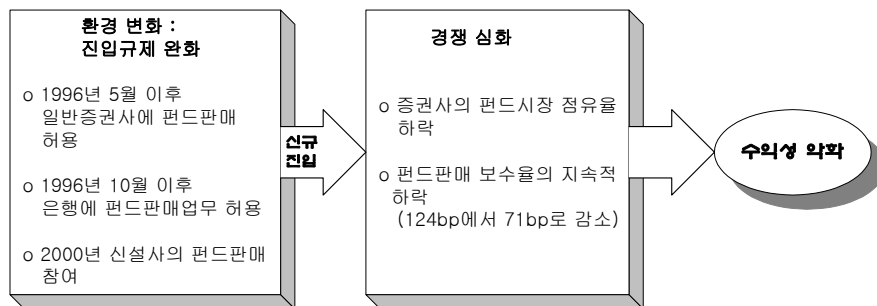
1. 현황 분석
2. 수익성 분석
3. 손익분기점 분석
4. 시나리오 분석
5. 결론



## V. 펀드판매업의 현황과 시나리오 분석

- 진입규제 완화로 펀드판매업에 신규진입이 일어나면서 펀드판매업의 경쟁이 치열해짐
  - 투자신탁운용회사가 신설된 1996년 이후 증권회사를 통한 간접판매만이 허용되면서 증권사의 펀드판매가 본격화되었음
  - 본격적으로 펀드판매의 경쟁이 심화된 것은 은행의 펀드판매 업무가 허용된 1998년 10월 이후임
  - 2000년 들어 신설사인 미래에셋이 펀드판매를 개시하면서 펀드판매업의 경쟁은 더욱 심화되고 있음
  
- 지점수가 많은 은행의 펀드판매업 진출과 이로 인한 경쟁심화는 증권사의 시장점유율을 하락시키고 펀드보수율의 지속적 하락을 초래해 결국 수익성을 급격히 악화시킴

<그림 V-1> 펀드판매업의 환경변화와 수익성 악화



## 1. 현황 분석

### 가. 분석대상

- 본 연구의 분석대상은 대형사, 중형사, 소형사, 신설사, 전환사임
  - 위탁매매업에서의 분류기준과 동일한 기준으로 펀드판매업을 수행하는 증권사들을 분류함
    - 분석내용의 통일성을 위해 동일한 기준을 적용함
    - 분석 기간은 펀드수탁고 자료가 존재하는 FY00~FY02까지 3년으로 설정함
  - 대형사는 위탁 약정대금 시장점유율 상위 5개사, 중형사는 11개사, 소형사는 10개사이고 전환사는 5개사임
    - 위탁매매업과는 달리 신설사는 미래에셋 증권사만을 의미함

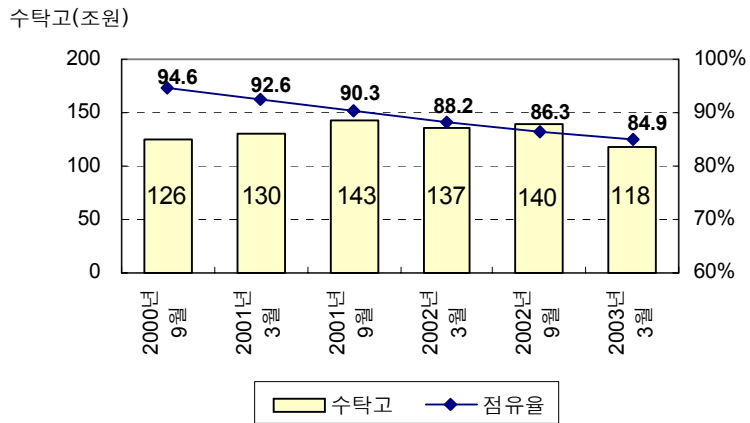
**<표 V-1> 펀드판매 관련 유형별 증권사**

그룹	회사명(가나다순)
대형(5개)	대신증권, 대우증권, 삼성증권, 현대증권, LG투자증권
중형(11개)	교보증권, 굿모닝신한증권, 동양종합금융증권, 동원증권, 메리츠증권, 세종증권, 신영증권, 신한증권, 우리증권, 한화증권, SK증권
소형(10개)	동부증권, 부국증권, 브릿지증권, 서울증권, 신흥증권, 유화증권, 일은증권, 하나증권, 한양증권, KGI증권
신설(1개)	미래에셋증권
전환(5개)	대한투자증권, 동양오리온투자증권, 제일투자증권, 한국투자증권, 현투증권

나. 시장점유율의 추이

- 펀드판매시장의 진입자유화로 증권사의 시장점유율은 지속적으로 감소함
  - 신규진입자인 은행의 시장점식이 급속도로 진행되고 있음
    - 은행의 펀드 판매시장 점유율이 2000년 9월 5.4%에서 2003년 3월 15.1%로 급속하게 증가함
  - 2000~2002년 동안 증권사의 수탁고는 완만한 증가추세에 있었지만 2003년 초에 SK글로벌사건과 카드채 문제가 발생하면서 급락하게 됨

<그림 V-2> 증권사의 수탁고와 시장점유율의 추이

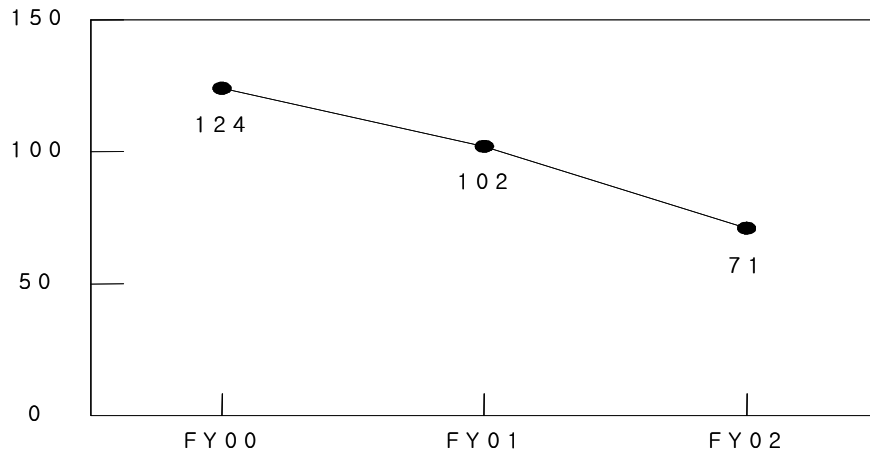


자료: 투신협회

- 진입자유화로 인한 경쟁의 심화는 판매보수율의 지속적 하락을 초래함
  - 펀드판매업 전체 판매보수율은 FY00에 124bp였으나 FY02에 71bp까지 하락하게 됨
    - 판매보수율(bp) = 펀드판매 수수료수익(억원) / 연평균 펀드수탁고(조원)
  - 특히 법인과 기관을 중심으로 영업하는 중소형 및 신설사가 판매보수율 하락을 주도함

<그림 V-3> 펀드 판매보수율의 추이

(단위: bp)

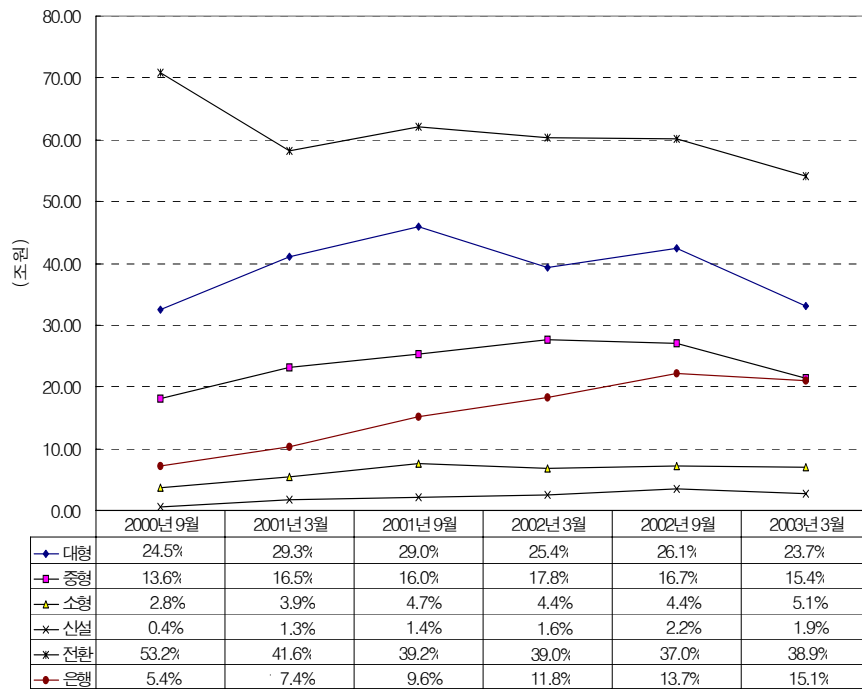


자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 은행의 시장점유율이 상승한 반면, 전환사의 시장점유율이 하락함
  - 전환사는 2000년 9월 약 53%의 시장점유율을 확보하고 있었으나 약 14% 하락하여 2003년 3월 39% 수준에 이침

- 은행은 2003년 3월에 약 15.1% 점유율을 기록함
  - 2003년 2월까지 전환사의 수탁고는 60조원 수준에서 유지되고 있음
- 전환사를 제외한 대·중·소형사 및 신설사의 시장점유율은 완만히 상승하였거나 큰 변화가 없음

<그림 V-4> 증권사와 은행의 펀드수탁고 및 시장점유율 추이<sup>a)</sup>

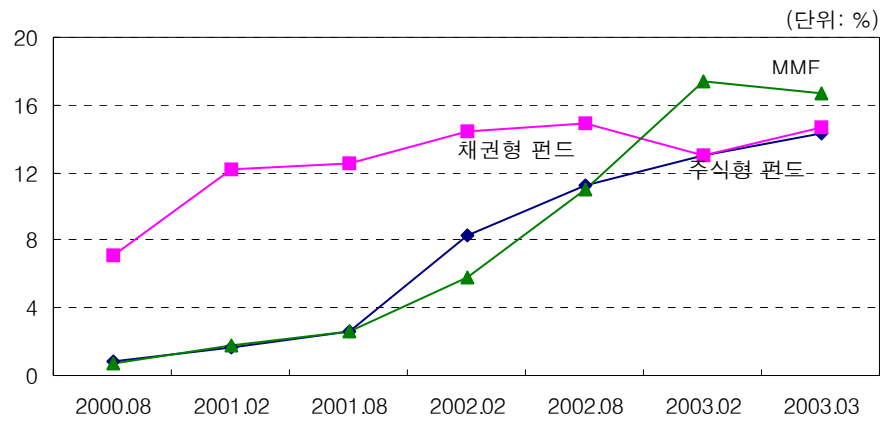


a) 증권사 및 은행의 판매고는 미매각 펀드가 제외되어 있기 때문에 투자신탁 협회가 매일 발표하는 수탁고와 차이가 있음  
 자료: 투신협회

- 광범위한 점포 네트워크를 무기로 은행이 펀드판매시장을 잠식해나갈 것으로 예상됨
  - 2002년 현재 펀드판매에 참여하고 있는 10개 은행의 평균 점포수는 440.3개이고, 대형사가 118.6개, 전환사가 64.2개, 중·소형사, 신설사가 각각 48.2, 20.3, 4.7개임
  - 은행의 시장점유율은 <그림 V-5>가 제시하는 바와 같이 펀드유형과 상관없이 지속적으로 상승하고 있음
    - 2000년 8월 은행이 차지하는 주식형 펀드의 판매고비중은 0.9%에 불과하였지만 2003년 2월 현재 13.01%로 급성장하였음
    - 안정성을 중요시하는 예금자들이 은행의 주요 고객인 점을 감안하여 볼 때 주식형 판매고 성장은 매우 높음
  - 하지만 은행은 판매중인 실적배당형 상품에 대해 금융분쟁조정신청이 쇄도하는 등 분쟁이 빈번한 것으로 알려짐
    - 은행은 주로 안정성을 중시하고 원금보장을 기대하는 고객층을 대상으로 판매하고 있음
    - 은행이 펀드상품에 대한 위험성을 고객에게 충분히 인식시키지 못할 경우 투자자의 신뢰를 상실하게 되어 위험성 높은 주식형 펀드판매의 증가가 장기적으로 높지 않을 수도 있음
  
- 동 기간 동안 은행의 채권형 펀드판매는 높은 성장을 기록하지는 못하였지만 MMF는 급성장하였음
  - 2000년 8월 은행의 채권형 펀드판매고 비중은 7.07%에서 2003년 2월 13.07%로 증가하였음

- 2년 6개월 동안 은행의 채권형 펀드비중은 약 6%의 증가를 기록하였지만, 동 기간 동안 은행의 주식형 펀드비중은 12.11%의 증가를 보였음
- 은행은 증권사에 비해 안정성을 중시하는 고객이 대부분임에도 불구하고 채권형 펀드의 성장은 주식형 펀드의 성장보다도 크지 않았음
- 입출금이 자유롭고 안정성이 높은 MMF의 경우 점포수가 많은 은행이 증권사의 시장을 비교적 빠르게 잠식하고 있음
  - 2000년 8월 은행의 MMF 판매비중은 0.77%에 불과하였으나 2003년 2월 MMF 판매비중은 17.4%로 매우 높은 성장을 기록하였음

<그림 V-5> 은행의 펀드유형별 수탁고 비중 변화 추이

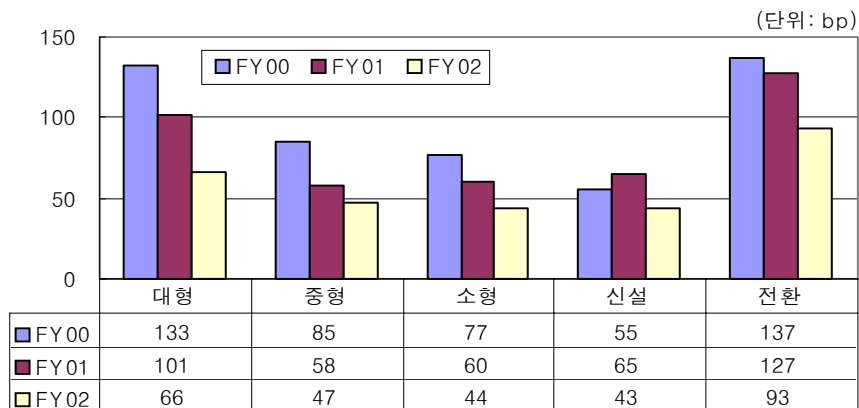


자료: 투신협회

### 다. 판매보수율

- 펀드판매시장의 경쟁은 판매보수율 인하라는 형태로 전개되고 있음
  - FY00~FY02 기간 중 대·중·소형사는 경쟁적으로 판매보수율을 인하하여 펀드수탁고를 증대하고자 하였음
    - 대형사의 판매보수율은 FY00에 133bp이었으나 FY02에는 66bp로 약 50.4%나 감소하였음
    - 중·소형사 및 신설사는 대형사보다 훨씬 낮은 판매보수율로 펀드수탁고를 증대하고자 하였음
  - 이에 비해 전환사의 판매보수율은 FY00 137bp에서 FY02 93bp로 상대적으로 낮은 32%의 감소를 보임
    - 전환사는 일반적으로 자회사인 운용사의 운용보수율을 낮추는 대신에 판매보수율을 높여 왔음

<그림 V-6> 증권사 그룹별 판매보수율 추이<sup>a)</sup>



a) 판매보수율(bp) = 펀드판매 수수료수익(억원) / 연평균 펀드수탁고(조원)  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

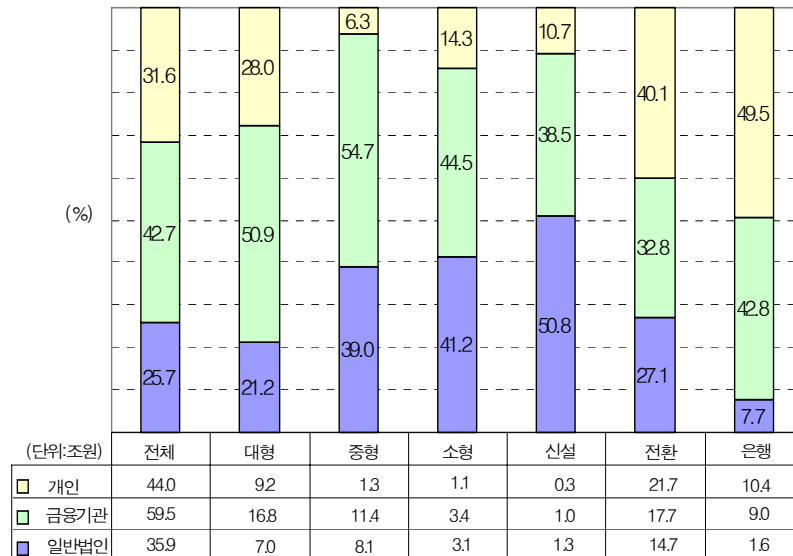
- <그림 V-6>은 이를 고려하여 전환사의 판매보수율을 낮게 조절하였음 (<표 부록-16>을 참조바람)
- 판매보수율 인하에 비교적 소극적인 전환사의 펀드판매시장 점유율은 급격히 감소하였고, 전환사를 제외한 증권사의 시장점유율은 완만하게 상승하였음
  - 은행의 펀드시장 진입은 결국 전환사의 시장점유율만을 하락시켰고 다른 증권사는 시장점유율 확대 혹은 유지를 위해 대폭적으로 펀드판매보수율을 하락시켰음

#### 라. 유형별 펀드수탁고

- 고객 유형별 수탁고를 분석한 <그림 V-7>로부터 펀드판매사 간의 경쟁구도를 추론해 볼 수 있음
  - 중·소·신설사는 법인 및 금융기관을 주 고객으로 펀드판매업을 수행하고 있고 개인의 비중은 매우 낮음
    - 중·소·신설사는 낮은 판매보수율로 기관 및 법인 고객을 대상으로 한 펀드판매에 주력하고 있음
  - 전환사, 대형사 및 은행은 개인 고객의 비중이 상대적으로 높고 수탁고의 규모도 크다는 점에서 펀드판매시장의 주요 경쟁자라고 볼 수 있음
    - 이들 판매사는 지점수가 많기 때문에 개인 고객을 상대로 하는 펀드판매업무에 비교우위가 있다고 보여짐

- 지점수가 가장 많은 은행이 개인 고객의 비중이 가장 높고, 전환사가 그 다음이고, 지점수가 전환사보다 적은 대형사의 개인 고객 비중이 가장 적음

<그림 V-7> 2003년 3월 고객 유형별 펀드수탁고



자료: 투신협회

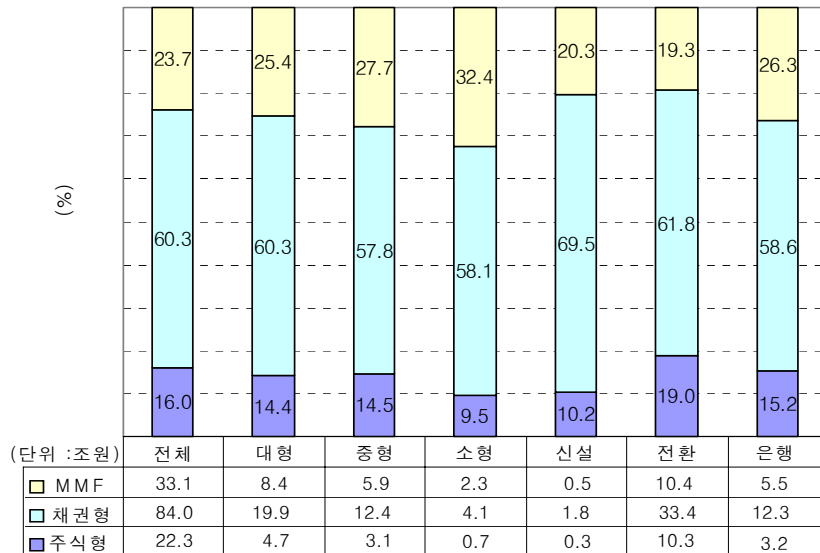
○ <그림 V-8>은 상품 유형별 펀드수탁고가 판매사간 큰 차이를 보이고 있지는 않음을 보여줌

— 채권형 펀드 및 MMF에 치중한 펀드상품이 80% 이상을 차지하고 있음

— 전환사의 주식형 펀드의 비중이 상대적으로 높지만 20%를 넘지 못하고 있음

- 소형사의 주식형 펀드는 전환사의 절반에도 미치지 못하고 있음

<그림 V-8> 2003년 3월 상품 유형별 펀드수탁고<sup>a)</sup>



a) 채권(주식)혼합형은 채권(주식)형 펀드에 포함  
 자료: 투신협회

○ 판매사 그룹별 특징은 다음과 같이 요약할 수 있음

— 전환사, 대형사 및 은행은 개인 고객의 비중이 상대적으로 높고  
 주식형 펀드의 비중이 소형사 및 신설사에 비해 상대적으로 높음

- 판매보수율은 개인 고객을 대상으로 할 경우 일반적으로 높고  
주식형 펀드의 판매보수율이 채권형 및 MMF보다 높기 때문  
에 이들 판매사의 판매보수율이 높다고 이해할 수 있음
- 중·소형사 및 신설사는 법인 및 기관의 비중이 높고 주식형 펀드  
비중이 낮기 때문에 판매보수율이 상대적으로 낮을 수밖에 없음

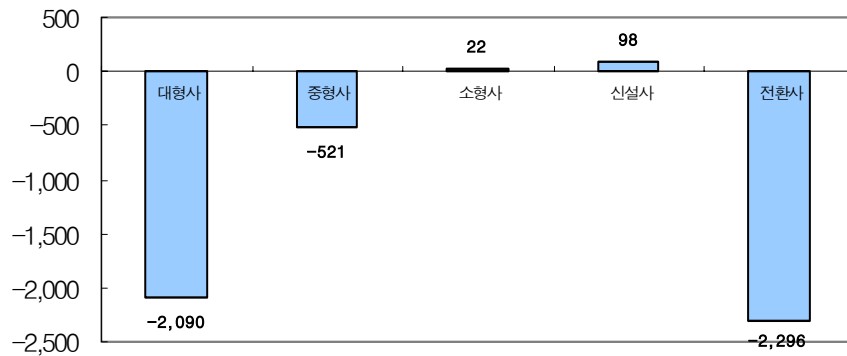
## 2. 수익성 분석

### 가. 펀드판매 영업수익

- 증권사의 펀드판매 영업수익은 증권사의 평균 수탁고의 완만한 증가  
에도 불구하고 판매보수율의 하락으로 전반적으로 감소 추세에 있음
  - FY00~FY02에 5개 전환사의 펀드판매 영업수익은 2,296억원 감소  
하였고 대형사는 2,090억원 감소함
    - 중형사의 펀드판매 영업수익도 521억원 감소하였음
    - 전환사의 펀드판매 영업수익 감소율은 26.3%로 대형사의  
43.6% 혹은 중형사의 31%보다 작음
  - 신설사 및 소형사의 경우 시장점유율의 증가가 판매보수율의 하  
락을 상쇄하여 약간의 펀드판매 영업수익 증가를 보이고 있음
    - 펀드판매 시장점유율이 상당히 높아진 소형사와 신설사는  
FY00~FY02 동안 각각 22억원과 98억원의 펀드판매 영업수익  
증가를 보였음

<그림 V-9> 펀드판매 영업수익 증감

(FY00-FY02, 단위: 억원)



자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

- 결과적으로 대형사나 중형사는 판매보수율을 대폭적으로 인하하였지만 이에 비해 펀드수탁고가 크게 증가하지 않았기 때문에 펀드판매 영업수익이 오히려 큰 폭으로 감소하였음
  - 전환사는 시장점유율과 판매보수율의 감소를 동시에 겪었지만 판매보수율의 감소가 비교적 완만하게 이루어져 펀드판매 영업수익의 감소가 급격하게 이루어지지 않는 것임

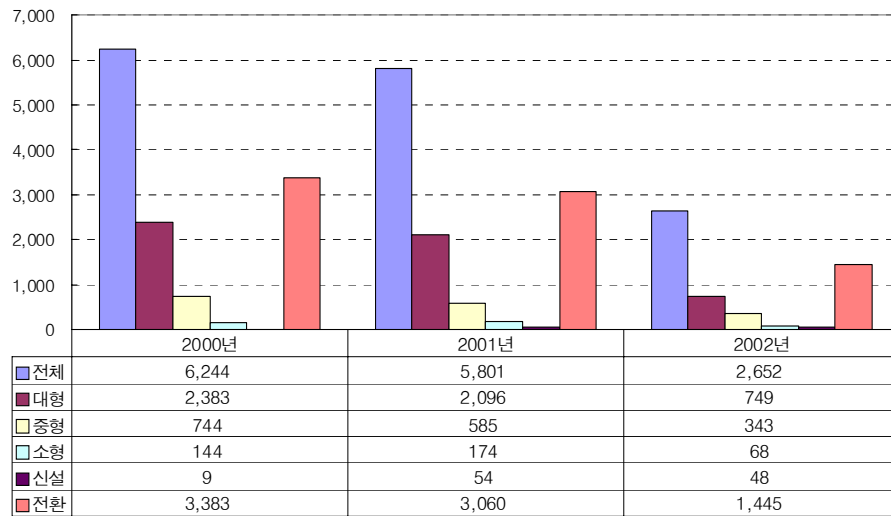
**나. 펀드판매 영업이익**

- <그림 V-10>은 펀드판매의 비용으로 일반관리비를 고려할 경우의 영업이익 규모를 보여주고 있음
  - 일반관리비 중 대손상각비 등 부실자산상각 비용항목은 배제하여 펀드판매에 수반한 행정 및 서비스 비용만을 고려하였음

- 펀드판매영업과 관련하여 광고, 인건비 및 영업사무실 등이 필요하므로 원칙적으로 영업수익 비중에 비례하여 일반관리비용 중 일부를 펀드영업비용으로 간주하였음
- 펀드판매 영업 중 일반법인 및 기관비중이 높을 경우 펀드판매비용을 할인하였음(<부록 VI-2>, <부록 VI-4>를 참조바람)
- 펀드판매 영업비용에 관한 자세한 내용은 <부록 VI-3>와 <부록 VI-4>에 수록하였음

<그림 V-10> 펀드판매 영업이익(부실자산 상각비용 제외)<sup>a)</sup>

(단위: 억원)



a) 펀드판매 영업이익 = 펀드판매 영업수익 - 일반관리비 배분액

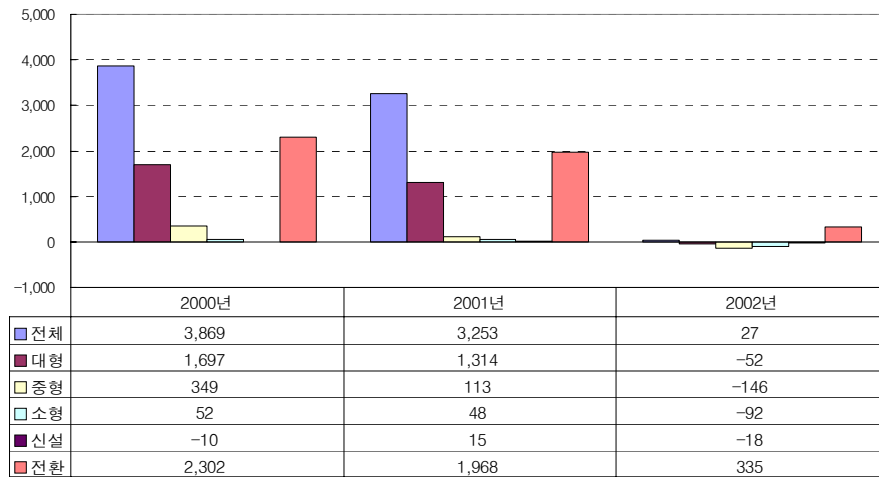
일반관리비는 총수익 중 펀드판매 영업수익 비중만큼 배분

자료: 증권사 연도별 영업보고서

- 펀드판매 영업수익과 마찬가지로 대형사의 영업이익이 큰 폭으로 감소하였음
  - 대형사의 영업이익은 FY00~FY02 동안 약 68% 감소하였고, 중형사의 영업이익은 53% 감소하였음
  - 전환사의 영업이익은 동기간 중 약 57% 감소하였음
  - 펀드판매 영업수익이 증가한 소형사도 펀드판매 영업이익이 FY00에 144억원에서 FY02에는 68억원으로 오히려 52% 감소함
  - 신설사만이 펀드판매 영업이익이 증가하여 FY00의 9억원에서 FY02에는 48억원으로 영업이익이 증가하였음
  
- 일반관리비 중 부실자산 상각비용과 관련 있는 항목의 일부를 펀드비용으로 고려할 때 전환사를 제외한 모든 증권사 그룹에서 영업손실이 발생함
  - 펀드판매와 관련한 부실자산 상각처리비용은 수탁고의 19bp라고 가정하여 이를 영업비용으로 가정하였음
    - FY00, FY01, FY02의 부실자산 상각비용 중 가장 적은 상각비용인 FY02의 19bp가 FY00, FY01에도 발생한 것으로 가정하였음
    - 부실자산 상각처리비용의 계산에 대해서는 <부록 VI-4>에 수록하였음
  
- 대부분의 증권사는 펀드판매업과 관련하여 미매각수익증권을 보유하고 있는데 이 중 상당부분이 부실자산으로 증권사가 부실자산 상각비용을 부담하고 있음

- 미매각수익증권이란 유동성 부족으로 수익증권의 자산을 매각할 수 없게 된 경우 고객과의 영업 관계 유지를 위해 증권사가 수익증권을 대신 보유하고 고객의 환매에 응해주기 때문에 발생하는 수익증권을 말함
  - 미매각수익증권은 대개 부실채권을 포함하고 있음
- 일반관리비에서 대손상각비와 무형자산상각비는 부실자산상각과 관련 있는 항목임
  - 결과적으로 실제 발생한 부실자산 상각보다 훨씬 적은 비용만을 고려하였고 부실자산 상각은 매년 일정하게 발생한 것으로 가정하였음

<그림 V-11> 펀드판매 영업이익(부실자산 상각비용 일부 포함)  
(단위: 억원)



자료: 증권사 연도별 영업 보고서

- 부실자산 상각비용이 과소평가되었음에도 불구하고, 전환사를 제외하면 펀드판매업은 수익성이 없는 업무로 이해될 수 있음
  - 전환사의 수수료분배율을 조절할 경우 FY02의 영업이익은 74.8% 감소한 335억원에 불과함
  
- 결론적으로 판매보수율의 지속적 하락과 부실자산 상각비용의 발생으로 대부분의 펀드판매업은 FY02에 들어와 더 이상 수익성 있는 사업이라고 볼 수 없음

### 3. 손익분기점 분석

- <표 V-2>에 의하면 펀드판매 영업이익이 FY02에 급격하게 감소하여 펀드판매업은 더 이상 영업이익을 실현하지 못하게 되었음
  - <표 V-2>은 부실자산 상각을 고려하였을 경우의 영업이익을 나타냄
  - 수익구조의 급격한 악화를 만회할 만큼 펀드판매업의 비용이 감소하지는 못하였음
    - 펀드판매 영업비용은 완만하게 하락하는 추세를 보여 지난 3년간 큰 변화가 없음
  
- 증권사 그룹별 펀드판매 영업구조
  - 중·소형사 및 신설사는 저비용 구조에도 불구하고 수익구조의 문제로 영업손실이 발생하고 있음
    - 이들이 차지하는 펀드 시장규모가 너무 작아 다수의 기업이 공존하기 어려운 수익구조임

- 이들 중 신설사는 시장점유율이 상대적으로 높아 수익구조 측면에서 상대적으로 유리하다고 볼 수 있음에도 불구하고 FY02에 영업손실을 기록함
- 대형사는 전환사보다 비용구조에서는 비교우위가 있지만 수익구조가 나빠서 수익성이 열악함
  - 대형사는 판매보수율이 전환사의 69% 수준이지만 시장점유율은 전환사의 72%에 불과함

<표 V-2> 회계적 손익분기점 분석<sup>a)</sup>

구분	FY00	FY01	FY02	대형	중형	소형	신설	전환
기업수	32	31	30	5	10	9	1	5
판매보수율(bp) <sup>b)</sup> (A)	125	102	71	64	45	43	44	93
고정비(억원)	185	176	180	299	69	33	83	496
단위변동비(bp) <sup>c)</sup>	41	34	32	30	24	19	25	45
현재평균수탁고(조원)(B) <sup>d)</sup>	3.7	4.2	4.6	8.4	2.6	0.9	3.5	11.7
펀드판매 영업이익(억원)	126	110	1	-10	-15	-10	-18	67
펀드 ROE	11.5%	9.0%	0.1%	-0.4%	-2.7%	-6.5%	-15.7%	2.1%
손익분기수탁고(조원)(C)	2.2	2.6	4.6	8.7	3.3	1.4	4.4	10.3
손익분기 대비 수탁고 차이율 = (B-C)/C	68.3%	62.6%	0.5%	-3.5%	-21.2%	-31.4%	-21.2%	13.5%
손익분기수수료율(bp)(D)	91	76	71	65	51	54	49	87
손익분기대비 보수율 차이(bp) = A-D	34.2	26.1	0.2	-1.2	-5.7	-11.0	-5.1	5.7

- a) 각 회계연도별 평균기업의 손익분기점 분석임
- b) 판매보수율(bp) = 판매수수료 수익(억원) / 현재 수탁고(조원)
- c) 단위변동비 = (펀드영업비용 - 고정비) / 현재 수탁고
- d) 현재 수탁고는 년 평균 수탁고 개념임
- e) 펀드ROE = 펀드영업이익 / 펀드자기자본

- 전환사가 대형사와 비교해 영업성과가 양호한 이유는 상대적으로 높은 판매보수율을 유지하면서도 시장점유율이 크게 하락하지 않았기 때문임
  - 전환사의 영업성과가 양호한 것은 수익구조에서 그 원인을 찾아야 함
    - 전환사의 판매보수율이 대형사보다 높음에도 불구하고 펀드수탁고는 11.7조원으로 대형사보다 약 39% 정도 높음
  - 개인이 차지하는 비중이 상대적으로 높고 주식형 펀드의 비중이 높은 전환사의 수익구조는 대형사에 비해 상대적으로 유리함
    - 개인과 기관을 비교해 볼 때, 기관이 판매보수율에 민감하기 때문에 개인비중이 높은 전환사는 상대적으로 높은 판매보수율을 유지하면서도 시장점유율이 크게 하락하지 않을 수 있었음
    - 전환사는 판매보수율이 상대적으로 높은 주식형 펀드의 비중이 19%로 대형사에 비해 약 31% 높은 수준이기 때문에 판매보수율이 상대적으로 높을 수 있었음
  
- 수익성이 열악한 중·소형사의 경우도 비용구조보다는 수익구조의 문제가 큰 것으로 보임
  - 소형사는 신설사와 비교하여도 더 양호한 비용구조를 갖고 있고 중형사도 신설사와 비슷한 비용구조를 가지고 있음에도 불구하고 펀드수탁고가 극히 미진하여 영업손실이 발생하고 있음
    - 중·소형사는 저렴한 판매보수율로 기관 및 법인 위주의 영업을 수행하지만 펀드수탁고가 너무 작아 적정 이윤을 내기 어려움

- 현재 소형사의 연평균 펀드수탁고는 9,000억원이고, 중형사의 연평균 펀드수탁고는 2.6조원으로 신설사의 3.5조원에 비해 매우 작음

○ <표 V-3>은 10% 펀드 ROE 달성을 위해 현재의 수익구조가 어떻게 변해야 하는지를 보여줌

- 다른 모든 조건이 동일하다고 가정할 때, FY02의 판매보수율이 71bp에서 96.2bp로 상승한다면 증권산업 전체의 펀드 ROE는 10% 달성이 가능함
  - 하락한 판매보수율이 다시 상승하기는 어려울 것이므로 실현성은 높지 않음
- 증권사의 수탁고가 138조원에서 약 64% 상승하여 226.5조원이 된다면 증권산업 전체의 펀드 ROE는 10% 달성할 수 있을 것임
- 평균적인 펀드수탁고를 보이는 회사가 약 12개(40%) 줄어들어야 펀드 ROE 10% 달성이 가능함

**<표 V-3> 10%의 펀드 ROE 달성을 위한 조건**

	전체	대형	중형	소형	신설	전환
현재 보수율(bp)	71.0	64.2	45.2	43.1	43.6	93.0
요구 보수율(bp)	96.2	99.2	71.9	70.8	51.9	114.7
현재 수탁고(조원)	138.2	42.1	25.7	8.4	3.5	58.4
요구 수탁고(조원)	226.5	85.2	58.4	18.1	5.0	84.4
현재 회사수	30.0	5.0	10.0	9.0	1.0	5.0
요구 회사수	18.3	2.5	4.4	4.2	0.7	3.5
현재 시장점유율(%)	—	26.4	16.1	5.3	2.2	36.6
요구 시장점유율(%)	—	53.4	36.5	11.4	3.2	52.9

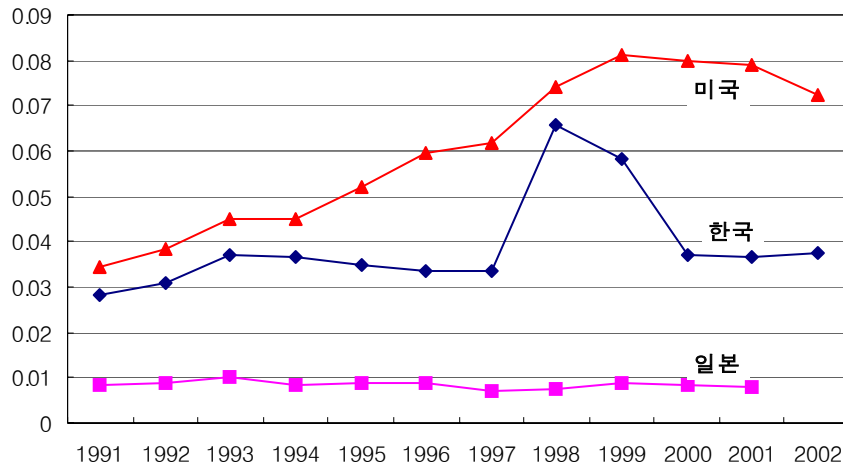
#### 4. 시나리오 분석

##### 가. 시나리오를 위한 가정

##### 1) 금융자산 대비 펀드자산 비중 추정

- <그림 V-12>는 한국·미국·일본의 금융자산대비 펀드자산의 비율을 나타내고 있음
  - 미국은 펀드자산의 비중이 1991년 이후 꾸준히 증가하다가 1999년 이후에 하락세를 보이고 있음
    - 이는 1999년 이후 주식시장의 침체를 반영하는 것으로 보임

<그림 V-12> 금융자산대비 펀드자산 비중(한국, 미국, 일본)



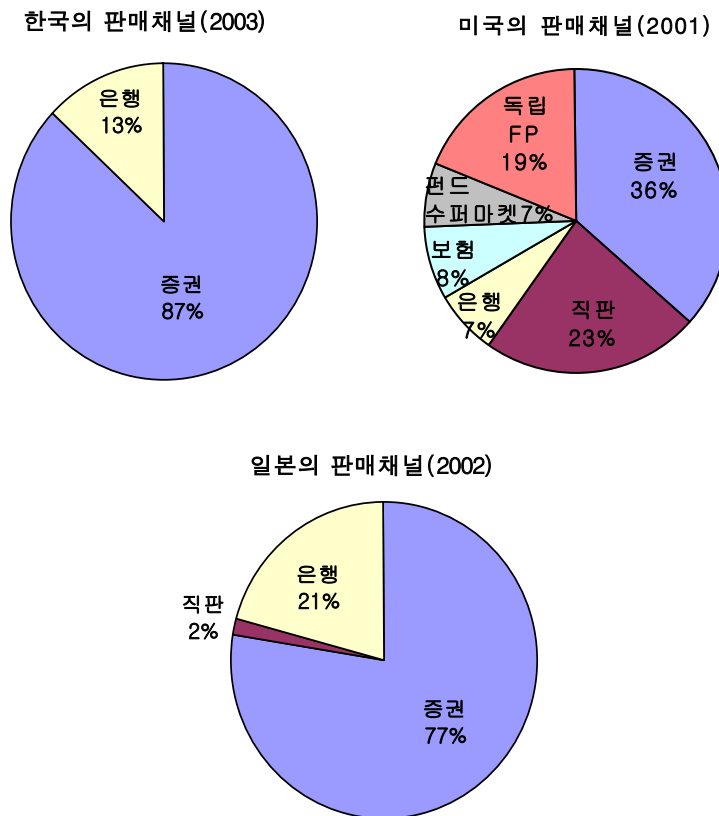
자료: 한·미·일의 중앙은행

- 일본의 경우 금융자산에서 펀드수탁고가 차지하는 비중이 1%에도 미치지 못하고 있음
    - 펀드수탁고의 비중이 증가하지 못하고 계속 저조한 것은 일본 경제의 장기침체로 인해 실적배당상품의 수익이 지속적으로 저조하기 때문인 것으로 보임
  - 한국은 일본보다는 펀드자산이 차지하는 비중이 훨씬 높지만 미국에는 미치지 못함
    - 한국의 경우도 주식시장이 호황국면을 맞은 1998년과 1999년에 펀드자산이 급속하게 증가하였음
  - 한국·미국·일본 모두 금융자산에서 펀드자산이 차지하는 비중은 주식시장의 여건과 매우 밀접한 것으로 나타남
- 주식시장이 계속적으로 침체하지 않는 한 펀드자산 비중은 완만한 증가세를 보일 것임
- 1991년부터 2002년까지 11년 동안 펀드자산 비중은 91.25 bp 증가하였으며, 이는 연간 약 8.3 bp에 해당함
  - 향후 5년 동안 동일한 비율로 펀드자산비중이 증가할 경우 2007년 펀드자산의 비중은 약 4.2% 추정
  - 지난 10년간의 주식시장 상황보다 더 개선될 것으로 예측하여 2007년 펀드자산 비중 4.5%가 가장 실현가능성이 높은 시나리오로 간주함
    - 이를 토대로 금융자산 대비 펀드자산의 비중이 3.5%, 4.5% 및 5.5%인 경우를 각각 살펴보고자 함

2) 증권산업의 펀드판매 시장점유율 추정

- 펀드판매채널이 다양한 미국의 경우 증권산업의 펀드판매 비중은 37% 정도에 지나지 않음

<그림 V-13> 한국, 미국 및 일본의 펀드판매채널과 그 비중



자료: ICI(미국), 노무라에셋 투신연구소(일본), 투신협회(한국)

- 직접판매가 약 23%정도이고, 독립적인 재무설계사가 19%를 차지하고 있음
  - 일본의 경우 증권산업의 비중이 77.6%이고 은행의 비중이 20.7%에 달함
    - 은행의 펀드판매가 한국과 비슷한 시점에 시작되었음에도 불구하고 은행의 펀드판매 비중이 급속도로 증가하고 있음
- 펀드판매채널을 자유화한 미국과 일본의 경우와 마찬가지로 5년 후 증권사의 펀드판매 시장점유율은 점차 감소하여 45%에서 55% 정도의 시장점유율을 차지할 것으로 예상됨
- 자산운용법 통합 이후 수익증권의 직접판매 규모를 자체 발행 수익증권 총액의 10% 수준으로 한정하고 직판규모를 단계적으로 확대할 계획임
    - 판매보수율에서 경쟁력을 가지고 있는 직접판매의 경우 허용 규모만큼 그 비중이 증가할 것이라고 예상돼 20%를 직판 허용기준으로 정할 경우 시장잠식은 20%에 이를 것으로 예상됨
  - 은행의 시장잠식도 지속되어 20~30% 정도의 시장잠식은 예상할 수 있으며, 보험은 약 5%의 시장을 잠식할 것으로 가정함

<표 V-4> 판매채널별 펀드 판매 비중: 2007년 추정

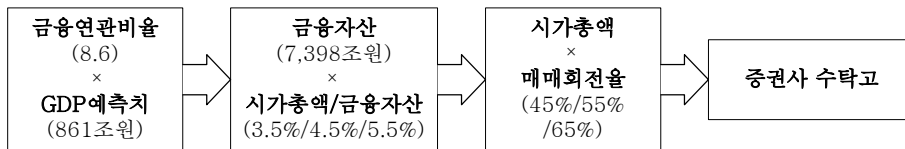
	시장점유율		
	10%	15%	20%
운용사의 직판	10%	15%	20%
은행권	20%	25%	30%
보험권	5%	5%	5%
<b>증권사</b>	<b>65%</b>	<b>55%</b>	<b>45%</b>

### 나. 9가지 시나리오와 펀드 ROE 추정

○ 시나리오 분석을 위한 기본가정

- 증권사간의 펀드판매 시장점유율, 판매보수율과 판매비용은 FY02 수준을 지속적으로 유지한다고 가정함
  - 전환사의 판매보수율은 자회사(운용사)와의 수수료 분배율을 조정할 수치임
- 부실자산 상각비용은 FY02 추정을 근거로 펀드수탁고 대비 19bp 정도라고 가정하였음
  - 이 가정은 증권사의 그룹과 상관없이 적용함

<그림 V-14> 증권사 수탁고 추정을 위한 기본 가정



- 실질 GDP 5% 성장을 가정하여 5년 후 GDP 예측치를 861조원으로 추정하고 이 수준에서 금융연관비율을 8.6이라고 추정할 경우 금융자산은 7,398조원에 이를 것으로 추정됨
- 5년 후의 증권사별 펀드판매의 수익성을 전망하기 위해서 9가지 시나리오를 가정함
  - 금융자산 대비 펀드자산의 비중에 대한 3가지 경우를 고려해 5년 후 펀드자산 비중을 추정함

- 증권사의 금융자산 대비 펀드자산 비중은 3.5%, 4.5%, 5.5% 수준으로 가정함
- 증권사의 시장점유율 기준에 대한 세 가지 경우를 감안하면 9가지 시나리오를 예상할 수 있음
  - 증권사의 시장점유율은 은행, 보험사, 직판에 의해 많이 잠식당할 것이므로 증권사의 시장점유율을 45%, 55%, 65% 수준으로 가정함
  - 펀드자산 비중에 대한 세 가지 경우와 증권사의 펀드시장점유율에 대한 세 가지 가정을 고려할 경우 9가지 시나리오를 예상할 수 있음

**<표 V-5> 9가지 시나리오와 총수탁고**

총수탁고비율 시장점유율	3.5%	4.5%	5.5%
45%	116.5 (Case 1)	149.8 (Case 3)	183.1 (Case 6)
55%	142.4 (Case 2)	183.1 (Case 5)	223.8 (Case 8)
65%	168.3 (Case 4)	216.4 (Case 7)	264.5 (Case 9)

- <표 V-5>의 9가지 시나리오를 고려할 때, Case 1을 제외한다면 증권사의 수탁고는 FY02의 137조원보다 증가한다고 예상할 수 있음
  - 금융자산대비 총 수탁고 비율이 4.5%를 가정할 경우 Case 5(6)이 가장 실현가능성이 높다고 판단하고 “중립적 시나리오”로 지칭함
    - 증권사가 다른 판매채널에게 가장 많이 시장을 잠식당한 경우인 Case 3을 “보수적인 시나리오”로 지칭함

- 펀드판매시장의 방어를 가장 효율적으로 한 경우인 Case 7을 “낙관적 시나리오”라고 지칭함
  - 세 가지 시나리오 모두 FY02의 증권사 수탁고보다 5년 후 증권사의 수탁고가 증가할 것으로 전망하고 있음
    - 시장점유율의 하락보다 펀드수탁고의 증가가 더 클 것이라고 전망하고 있음
- 중립적 시나리오에서 증권산업 전체의 펀드 ROE는 5.2%임
- 특히 중·소형사는 수익을 거의 내지 못하는 것으로 나타남
    - 중·소형사는 법인 및 기관위주의 영업을 하고 있어 향후 직접판매가 허용되면 펀드판매의 영업은 더욱 어려워 질 것으로 예상됨
  - 전환사는 약 7.9%의 펀드 ROE를 낼 것으로 나타나 펀드판매업에서 가장 비교 우위를 갖고 있는 것으로 판단됨
  - 대형사의 펀드 ROE는 약 3% 정도로 대형사도 향후 펀드판매업의 수익성 전망이 밝지 않은 것으로 보임
  - 한편 신설사는 시장점유율에 가장 민감하여 시장상황이 개선될 경우 가장 큰 수혜자가 될 것으로 예상됨
    - 하지만 신설사는 중·소형사와 마찬가지로 법인 및 기관위주의 영업을 하고 있기 때문에 직접판매로 인한 피해가 클 것으로 판단됨
- 대·중·소형사의 경우 판매보수율은 낮음에도 불구하고 시장점유율이 상대적으로 높지 않기 때문에 펀드판매시장이 호황이라고 할지라도 시장호황의 수혜자가 되기 어려울 것으로 전망됨

- 대형사의 주 경쟁 증권사가 전환사라고 볼 때 대형사의 판매보수율은 상대적으로 낮음
- 이들 증권사들의 공격적인 판매보수율 인하정책이 향후 시장점유율을 상승시키지 못한다면 이들 증권사의 펀드판매 수익성은 개선될 가능성이 높지 않음
  - 낙관적 시나리오에서도 대형사의 펀드 ROE는 5.2%에 불과하고 중·소형사는 그보다 낮은 3.7%, 1.8%에 불과함
- 증권사의 펀드판매업을 보수적으로 볼 경우, 중·소형사는 영업손실이 지속적으로 발생할 것이며, 대형사의 영업이익도 미비할 것으로 예상됨

<표 V-6> 시나리오별 펀드 ROE

	Case 1	Case 2	보수적	Case 4	중립적	낙관적	Case 8	Case 9
전체	-3.1%	0.6%	1.5%	3.6%	5.2%	8.9%	9.7%	13.7%
대형사	-2.4%	-0.1%	0.5%	2.0%	3.0%	5.5%	6.0%	9.1%
중형사	-7.9%	-3.9%	-2.9%	-0.7%	0.8%	3.7%	4.4%	7.8%
소형사	-19.2%	-10.7%	-8.9%	-5.0%	-2.5%	1.8%	2.6%	6.6%
신설사	-	-	-	-12.0%	6.9%	19.4%	21.3%	29.5%
전환사	-0.8%	2.8%	3.8%	6.0%	7.9%	11.7%	12.2%	16.1%

#### 다. 향후 펀드시장의 전망

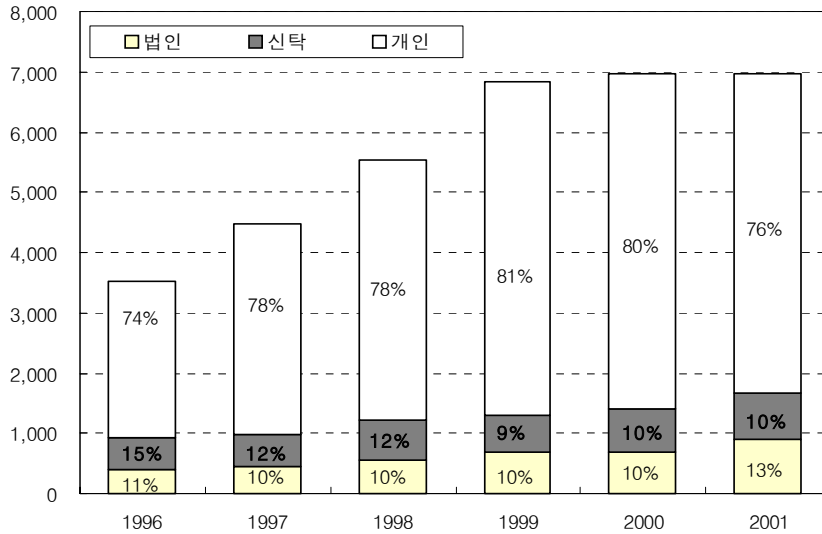
##### 1) 연금시장

- 미국의 수탁고 비중을 나타낸 <그림 V-15>에 의하면 개인의 비중이 2001년 현재 76%에 달함
  - 우리나라의 경우 2002년의 30%에 불과함

- 미국의 펀드자산 중 개인이 차지하는 비중이 높은 이유는 개인이 연금형태로 뮤추얼펀드를 많이 보유하기 때문임
  - 총 펀드자산(6조 9,750억 달러)의 약 1/3이 IRA 및 확정기여형 형태로 개인이 보유한 펀드자산임
  - 2001년 현재 개인은 IRA 자산 중 약 69%인 1조 1,680억 달러의 뮤추얼펀드 자산을 보유중임
  - 401(k) 등 기업연금 형태로 개인이 보유중인 뮤추얼펀드 자산은 약 1조 1,890억 달러임

<그림 V-15> 미국 펀드수탁고의 투자자별 비중

(단위: 십억달러)



자료: ICI Mutual Fund Fact Book, 각호

- 향후 핵가족화 시대의 노령화의 가속화와 기업연금제도의 도입은 연금산업의 발달을 가져올 것으로 기대되므로 개인의 금융자산 보유비중 중 펀드보유가 증가할 것으로 기대할 수 있음
  - 자녀가 부모를 부양하는 대가족 시대와는 달리 핵가족 시대에는 노령화의 가속화는 곧 노후에 필요한 연금자산의 절대적 규모가 점차 커져야 할 것을 의미함
  - 연금은 장기적 투자이므로 단기상품에 적합한 예금 중심의 자산 보유에서 장기투자에 적합한 채권형 및 주식형 펀드로 점차 자금이 이동할 것이라고 예상할 수 있음
  - 따라서 펀드자산을 보유하고 있는 고객 중 향후 가장 펀드비중이 늘어날 고객은 개인일 것이라고 예상됨
  
- 하지만 이러한 예상은 채권형 및 주식형 펀드의 장기 예상 수익률이 예금보다 높다는 기대를 투자자들이 공유하고 자산운용업이 개인 고객에게 신뢰를 얻을 것이라는 전제 하에 가능할 것임
  - 20~30년간 안전하게 연금자산을 관리해 줄 수 있다는 고객의 신뢰가 자산운용업에 대해 형성되지 않는다면 연금산업 성장의 수혜자가 국내 투신관련회사들이 아닐 것임

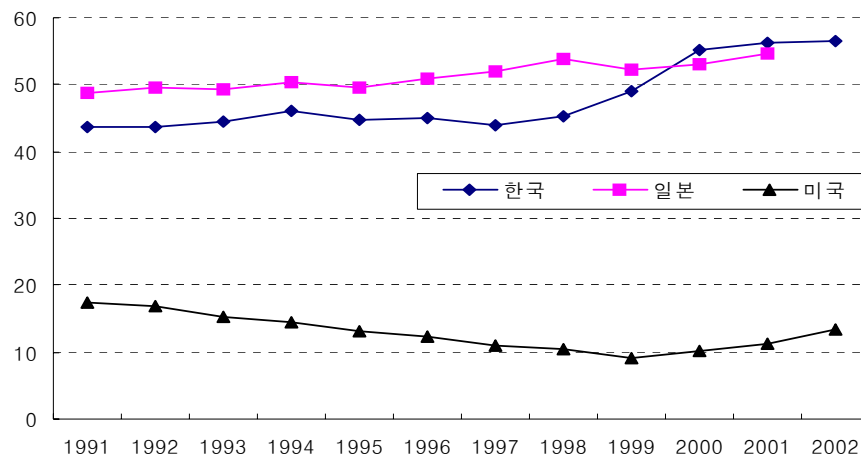
## 2) 가계금융자산의 구성 및 향후 전망

- <그림 V-16>에서 보여주듯이 한국 및 일본의 경우, 개인의 금융자산 중 현금 및 예금비중은 점차 증가하여 한국이 2002년 기준으로 56.57%이고 일본이 2001년 기준으로 54.49%임

— 현금 및 예금비중이 이렇게 높은 이유는 지난 10년 동안 실적배당상품의 성과가 좋지 못하였고, 주식시장의 침체가 빈번하였기 때문임

- 일본의 경우도 장기적인 경제침체로 개인의 금융자산이 원금보장성 상품으로 계속 자금이 몰리는 현상이 나타났음

<그림 V-16> 한국·미국·일본 가계 금융자산 중 현금예금 비중



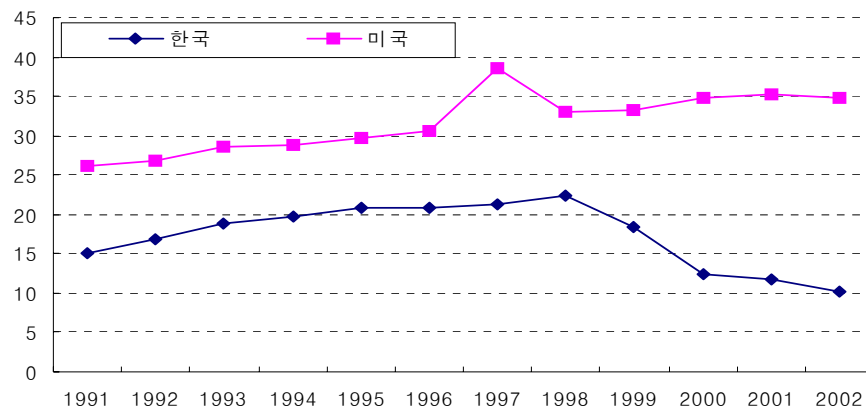
자료: 한국은행의 <금융자산부채잔액>, FRB의 <Flow of Funds Accounts of the United States>, Bank of Japan의 <Comparative Economic and Financial Statistics>

- 이와는 대조적으로 미국의 경우는 주식시장의 호황으로 실적배당상품의 수익성이 상대적으로 높았기 때문에 현금 및 예금의 비중이 점차 줄어들고 있음

- 1991년 17.53%에서 1999년 9.10%로 꾸준히 줄어들다가 주식시장의 침체가 시작되는 2000년부터 현금 및 예금자산의 비중이 조금씩 증가하여 2002년 13.38%에 이름
  - 하지만 미국이 현금 및 예금자산 비중이 적은 근본적인 원인은 직접금융제도가 일본에 비해 상대적으로 발달하였기 때문이라고도 볼 수 있을 것임
- 향후 펀드산업의 성장은 개인의 현금 및 예금자산의 높은 비중을 어떻게 감소시키면서 실적배당상품의 비중을 증대시키느냐에 달려있음
- <그림 V-17>에 의하면 개인의 금융자산 중 은행의 금전신탁을 포함한 신탁자산의 비중이 1998년을 정점으로 급속도로 감소하여 10.22%에 불과함
  - 이러한 감소는 실적배당상품의 수익성 저조와 수 차례의 부실채권문제와 관련한 투신의 신뢰성 하락이 가장 큰 요인이라고 볼 수 있음
  - 미국의 경우 금융자산에서 차지하는 펀드자산 비중이 지속적으로 증가하여 펀드자산 비중이 2002년 약 35%에 달함
    - 미국의 연금자산비중은 26.91%인데 이중 약 68%가 펀드자산으로 보유하고 있기 때문에 이를 고려하여 펀드자산 비중을 재계산하였음
    - 한국의 경우 2002년 보험 및 연금자산 비중이 19.14%인데 이 자산 중 일부는 신탁자산 형태로 보유하고 있을 것이므로 한국의 투신자산 비중은 어느 정도 과소평가 되었다고 할 수 있음

- 향후 개인의 펀드비중이 연금시장의 발달과 투신시장의 신뢰회복으로 개인의 금융자산 중 펀드자산 비중이 현재의 2배 정도로 높아진다면 총 펀드수탁고는 약 30% 증가한다고 볼 수 있음
  - 2002년 말 펀드수탁고의 개인비중이 30%임
  - 금융자산 대비 펀드자산 비중이 2배가 된다면, 2007년 펀드자산은 30%만큼 더 증가할 것으로 예상할 수 있음

<그림 V-17> 가계 금융자산 중 펀드 자산 비중<sup>a)</sup>



a) 한국의 경우 은행의 금전신탁을 포함한 신탁자산을 나타냄

\* 은행의 금전신탁을 제외할 경우 2002년 6.37%에 불과함

자료: 한국은행의 <금융자산부채잔액>, FRB의 <Flow of Funds Accounts of the United States>, Bank of Japan의 <Comparative Economic and Financial Statistics>

## 5. 결론

- 은행이 펀드판매시장에 신규 진입함에 따라 판매사 간의 시장점유율 확보를 위한 경쟁이 치열해지고 있음
  - 은행의 펀드판매시장 진입이 허용된 1998년 10월 이후, 은행의 시장점유율은 2003년 3월 현재 15.1%로 급속하게 펀드판매 시장 점유율을 높이고 있음
    - 펀드수탁고의 증가로 인해 은행의 시장점유율 증가에도 불구하고 증권사의 수탁고가 감소하는 추세는 아님
  - 판매사들은 시장점유율을 증가 혹은 유지하기 위해 판매보수율 인하 경쟁을 치열하게 전개하고 있음
    - 대·중·소형사가 파격적으로 판매보수율을 인하함에 따라 상대적으로 판매보수율 인하에 소극적이었던 전환사의 시장점유율은 상당히 감소하였지만 전환사의 수탁고는 60조원 수준을 유지하고 있음
  
- 판매보수율 인하 경쟁의 결과로 펀드판매 영업수익의 규모는 점차 감소하고 있음
  - 증권산업 전체로 보았을 경우 판매수탁고는 증가하는 추세이지만 판매보수율 인하 효과가 펀드수탁고의 증가 효과보다 훨씬 크기 때문에 펀드판매 영업수익의 규모는 점차 작아지고 있음
  - 대·중형사의 경우 판매보수율 인하에 비해 펀드수탁고 증가가 크지 않았기 때문에 결과적으로 펀드판매 영업수익은 크게 감소하였음

- 전환사의 경우 시장점유율은 하락하였지만 펀드보수율의 감소가 상대적으로 작아 펀드판매 영업수익의 감소가 상대적으로 작았음
  - 신설사와 소형사는 시장점유율을 높이는데 성공하여 펀드판매 영업수익이 증가하였음
- 펀드판매 영업비용을 고려할 경우 펀드판매업의 수익성은 좋지 못함
- 부실자산 상각비용을 제외하더라도 FY02 펀드판매 영업이익은 FY00에 비해 약 58% 감소하였음
    - 펀드판매 영업비용은 완만한 감소추세이나 판매보수율의 과도한 인하로 수익성이 악화되고 있음
  - 일반관리비에 포함된 부실자산 상각비용만을 일부 고려하여도 증권사들은 펀드판매업에서 영업이익을 거의 내지 못하고 있음
  - 전환사만이 부실자산 상각비용을 고려할 경우 유일하게 영업이익을 내고 있지만 영업이익 규모가 급격히 감소하였음
    - 전환사는 고객 중 개인비중이 높고 펀드상품 중 주식형 펀드의 비중이 높음
    - 개인 고객은 펀드보수율에 상대적으로 덜 민감하고 주식형 펀드의 판매보수율이 다른 펀드 유형의 보수율보다 높음
    - 따라서 전환사의 수익구조가 다른 증권사에 비해 상대적으로 유리하다고 볼 수 있음
  - 특히 대·중·소형사의 펀드판매업 수익성의 악화가 두드러짐
    - 대·중·소형사의 수익성 악화는 판매보수율에 비해 이들의 펀드수탁고의 증가가 극히 미진하기 때문임

- 향후 5년 후 펀드수탁고를 9가지 시나리오로 구성할 경우 중·소형사의 수익성은 크게 개선되지 않을 것으로 전망됨
  - 중·소형사는 향후 5년간을 낙관적으로 전망하더라도 펀드판매업의 수익성이 높지 않을 것이라고 예상됨
    - 낮은 판매보수율에도 불구하고 시장점유율이 높지 못해 수익구조가 열악함
  - 시장의 규모에 비해 경쟁자의 수가 너무 많기 때문에 발생하는 구조적 문제로 펀드판매시장이 현재보다 낙관적으로 변화하여도 수익성이 크게 개선될 가능성은 높지 않을 것으로 보임
    - 특히 중·소형사는 법인 및 기관위주의 영업을 하고 있기 때문에 직접판매의 허용에 따른 피해가 클 것으로 판단됨
- 전환사의 수익성은 비교적 양호할 것으로 전망됨
  - 오랜 영업 활동으로 투신사로서의 브랜드 가치가 높고 고객 충성도가 높은 전환사의 경우 수익구조가 상대적으로 양호함
    - 다른 증권사에 비해 상대적으로 높은 판매보수율을 유지함에도 불구하고 시장점유율의 감소는 상대적으로 적었음
    - 개인 고객과 주식형 펀드의 비중이 높은 전환사가 수익구조 측면에서 유리하다고 볼 수 있음
- 신설사의 수익성은 펀드수탁고 규모에 가장 민감할 것으로 예상되어 시장 상황이 좋아질 경우 수익성이 크게 개선될 수 있을 것이라고 예상됨
  - 하지만 신설사는 중·소형사와 마찬가지로 법인 및 기관위주의 영업을 하고 있기 때문에 직접판매로 인한 피해가 클 것으로 판단됨

- 대형사의 수익성은 FY02보다는 개선되겠지만 전환사의 수익성보다는 낮을 것으로 전망됨
  - 대형사는 다양한 측면에서 중·소형사와 전환사의 중간적 위치에 있음
    - 대형사의 펀드수탁고, 판매보수율과 수익성은 평균적으로 중·소형사보다 높지만 전환사에 미치지 못하는 것임
    - 개인의 비중 및 주식형 펀드의 비중도 중소형사보다 높지만 전환사보다는 낮음
  
- 지점수가 많은 대형사와 전환사는 개인 고객을 목표로 펀드판매의 서비스 질을 높여 수익구조를 개선하는데 주력해야 할 것임
  - 기관투자자의 펀드수탁고는 판매보수율 측면에서 절대적으로 유리한 운용사의 직접판매로 이전될 것으로 예상됨
    - 직접판매가 허용할 경우 고객의 기관투자자는 더 이상 주요 고객이 될 수 없을 것이므로 이 부문의 펀드판매 시장은 성장의 한계가 명확함
  - 향후 펀드판매시장 성장의 중추세력은 개인이 될 가능성이 높음
    - 현재 우리나라의 펀드수탁고에서 개인이 차지하는 비중(30%)은 비정상적으로 낮음(미국은 가계비중이 76%, 일본 78%임)
    - 앞으로 연금시장이 발달하면 개인의 금융자산 중 펀드자산비중이 높아질 것으로 예상됨
    - 장기 투자를 필요로 하는 연금자산은 장기 수익성이 기대된다면 주식형 및 채권형 펀드로 유입될 가능성이 높음
  - 따라서 개인 고객 중심의 판매영업을 강화하여야 할 것임

146 증권산업의 현황과 시나리오 분석

- 종합적인 자산관리 영업강화 및 서비스의 질적 수준 향상이 요구됨
- 단기적 영업성과보다는 투자자와의 장기적인 신뢰관계 형성이 중요함

## VI. 결론 및 시사점

---



## VI. 결론 및 시사점

- Bleeke(1990)가 제시한 개념들은 한국 증권산업의 산업구조 변화를 이해하는데 유용함
  - Bleeke(1990)는 Harvard Business Review에 게재된 “Strategic Choices for Newly Opened Markets” 논문에서 미국 금융, 도로, 항공, 장거리전화서비스 등의 산업에 대해서 진입장벽 완화로 인한 산업구조 변화의 공통적인 현상을 하나의 개념들로 구성함
  
- Bleeke(1990)는 산업구조 변화의 공통적인 현상을 다음 6가지로 요약하고 있음
  - 진입장벽 완화 이후 초기 5년간은 신규진입자가 가격경쟁을 유발시키면서 산업 전반의 수익성이 악화됨
  - 초기 5년간은 신규진입으로 경쟁자의 수가 증대되지만 후기 5년간은 격화된 경쟁으로 수익성이 악화된 신규진입자 및 기존기업의 퇴출이 이루어지면서 진입장벽 완화 이전보다 경쟁자의 수가 줄어들음
  - 진입장벽 완화 이전에 매력도가 높았던 사업분야의 매력도가 떨어지는 반면, 매력도가 낮았던 사업분야의 매력도가 높아지면서 매력적인 사업분야에 변화가 발생함
  - 진입장벽 완화 이후 초기 5년간 시장경쟁에서 열세이었던 진입장벽 완화 이전의 선도 대형사들이 경쟁환경 변화에 대해 적응하면서 후기 5년간의 시장경쟁을 주도함
  - 수익성이 악화된 기업들간의 M&A가 일어나고, 이것이 이후 연쇄적인 M&A를 촉발시키면서 산업 구조개편이 이루어짐

- 새로운 산업경쟁의 균형 하에서 지속적인 수익을 창출하고 시장 지위를 확보하는 기업은 종합 대형사, 저비용 소형사, 특화 전문사, shared utility의 4가지 형태로 분류할 수 있음
  
- Bleeke(1990)의 개념들에 대입하면, 한국의 위탁매매업은 산업구조변화의 전반기에서 후반기에 넘어가는 과정 중에 있음
  - 위탁매매전문 증권사의 설립이 허용된 1999년 4월 이후 5년간 위탁매매업의 경쟁구조는 근본적인 변화를 경험함
  - 신규진입자에 의해 유발된 수수료 경쟁으로 산업 전반의 수익성은 극도로 악화됨
  - 건설증권의 청산 이외에 퇴출은 이루어지지 않았지만, 상당수 증권사의 수익성이 악화되어 퇴출 가능성이 높아짐
  - 수수료 경쟁이 격심해지면서 온라인 위탁매매부문의 매력도는 낮아지고 있으며, 상대적으로 오프라인 위탁매매부문의 매력도는 높아지고 있음
  - 대형사의 온라인 투자가 대대적으로 이루어지면서 온라인 위탁에서 대형사의 비용 경쟁력은 신규진입자와 대등해지거나 우월해지고 있음. 특히 D사가 온라인 위탁매매에 특화하고, T사가 수수료 정액제를 실시하는 등 수수료 경쟁을 대·중형사가 주도하기 시작함
  
- Bleeke(1990)의 개념들에 대입하면, 한국의 펀드판매업 역시 산업구조변화의 전반기에서 후반기에 넘어가는 과정 중에 있음
  - 은행에 펀드판매가 허용된 1998년 10월 이후 5년간 펀드판매업의 경쟁구조는 근본적인 변화를 경험함

- 은행에 비해 개인 영업에 경쟁력을 가지고 있지 못한 중·소형사가 법인 및 기관 영업을 강화하면서 판매보수율이 급격히 하락하였으며, 그 결과 산업 전반의 수익성은 극도로 악화됨
  - 수수료 경쟁이 격심해지면서 법인 및 기관 영업의 매력도는 낮아지고 있으며, 상대적으로 개인 영업의 매력도는 높아지고 있음
  - 대형사가 판매보수율을 낮춤에 따라 대형사와 중·소형사간의 가격 격차가 축소됨
- Bleeke(1990)의 개념들에 따르면, M&A를 통한 산업 구조개편이 이루어질 단계에 도달했지만, 빠른 시일 내에 선도 M&A가 이루어지지 않는다면 산업 구조개편에 상당히 시일이 걸릴 수도 있음
- 상당수의 증권사가 M&A 시장에 매물로 나와 있고, M&A에 대한 논의가 진행되고 있지만 구체적으로 성사되지는 않고 있음
  - 미국에서는 M&A, 청산 등을 통해 자율적인 산업구조개편이 이루어지지만 한국에서는 경영문화의 차이, M&A시장 비활성화, 인력감축의 경직성 등으로 인해 선도 M&A가 이루어지지 않는 한 원활한 산업 구조개편이 이루어지지 않을 수도 있음
- Bleeke(1990)의 개념들에 따르면, 개별 증권사 차원에서는 명확한 전략적 방향 설정과 이를 달성하기 위한 전략적 노력이 요구됨
- 진입장벽 완화 이전에는 동질적이었지만, 새로운 산업균형에서는 전략적 위치가 명확한 기업만이 남게 됨
  - 새로운 균형 이후 생존기업은 종합대형사, 저비용 소형사, 특화전문사, shared utility 유형으로 나눌 수 있음

- 종합대형사는 대규모의 자본과 인적자원을 바탕으로 광범위한 사업영역에서 범위의 경제를 추구함
- 저비용 소형사는 특정 사업영역에서의 가격경쟁력을 바탕으로 규모의 경제를 추구함
- 특화 전문사는 특정 사업영역에서의 품질경쟁력을 바탕으로 높은 고객 충성도를 추구함
- shared utility는 산업에 공통적으로 요구되는 서비스를 제공하는 기업으로 규모의 경제를 추구함. 예를 들어 Reuter와 같은 정보서비스업체나 SWIFT와 같은 청산결제서비스업체, 조사분석 전문업체와 같은 것이 이에 해당함

**<표 V-7> 진입장벽 완화와 증권산업구조의 변화:  
Bleeke(1990)의 개념틀**

Bleeke의 틀	위탁매매	펀드판매
진입장벽 완화 시점	-1999년 4월 증권거래법개정을 통한 위탁매매전문사 허용 -미래에셋(99.12), 키움닷컴(00.1)	-1999년 4월 증권거래법개정을 통한 신설사의 펀드판매 참여(미래에셋) -은행에 펀드판매 허용(98.10)
기존사	-대·중·소형사	-전환사, 대형사
신규 진입사	-신설사 및 전환사	-은행, 신설사 및 중·소형사
1. 신규진입과 산업수익성 악화 - 진입장벽 완화 후 초기 5년간 신규진입자가 가격경쟁을 유발 → 산업 전반의 수익성 악화	• 온라인 증권거래 활성화와 신설사의 신규진입으로 수수료율이 급격히 하락 → 위탁매매업 수익성 악화	• 은행 및 신설사, 중·소형사의 신규진입으로 경쟁이 심화되면서 판매보수율이 급격히 하락 → 펀드판매업 수익성 악화
2. 신규 및 기존기업 퇴출 증대 - 신규기업 2/3, 기존기업 1/2	• 중·소형사의 수익성이 심각 • 신설사의 수는 9개이지만 생존가능한 시장 지위를 확보한 증권사는 2개사에 불과	• M사는 비교적 수익성이 양호하나 중·소형사의 수익성은 심각
3. 매력적인 사업 분야와 비매력적인 사업 분야의 변화	• 온라인 위탁의 매력이 떨어지고 오프라인 위탁의 매력이 상대적으로 증대	• 법인 영업의 매력이 떨어지고 개인 영업의 매력이 상대적으로 증대
4. 대형사의 적응과 신규 진입자간의 가격격차 축소	• 대형사의 온라인 투자 강화 • D사는 온라인 위탁에 특화 • T사는 수수료 징액제 실시	• 대형사는 신속한 가격 인하 대응을 통해 가격격차 축소 • 전환사는 완만한 가격인하로 가격격차 유지
<b>현 시점</b>		
5. 선도 M&A의 발생과 연쇄적인 M&A를 통한 산업 구조개편		
6. 새로운 산업균형의 달성 - 종합대형사 - 저비용 소형사 - 특화전문사 - Shared utility		

- 대형사의 경우, 신설사로 인해 촉발된 환경변화의 영향을 중소형사에 비해 상대적으로 작게 받았지만 이것이 곧 대형사의 경쟁력 확보를 의미하는 것은 아님
  - 기존과 같은 단순위탁매매나 펀드판매에 의존한 생존과 성장은 그 한계에 봉착한 것으로 판단됨
  - 투자은행업무나 자산관리업무와 같이 대형사의 평판과 규모를 활용할 수 있는 분야의 개척이 필요함
    - 투자은행을 지향하는 증권사의 경우 더욱 대형화의 중요성이 부각됨
  
- 중소형사의 경우, 위탁매매업과 펀드판매업에서 가장 취약한 경쟁력을 보이고 있기 때문에, M&A를 통해 대형화하거나 특화된 분야를 찾지 못하면 생존에 큰 어려움을 겪을 것으로 판단됨
  - 현재의 경쟁구조하에서는 1999년과 같은 시장호황이 오더라도 중소형사는 큰 어려움을 겪을 것으로 판단됨
    - 과거와 같이 시장호황을 기대하고 구조조정을 지연하는 것은 기업의 가치를 감소시키는 결과만을 초래할 뿐임
  
- 신설사의 경우, 2개 정도의 증권사가 초기 시장경쟁에서 시장점유율 획득에 성공하였으나 대형사 중에서도 온라인거래에 특화하고자 하는 증권사가 등장하는 만큼, 가격경쟁력만으로는 생존하기 어려움
  - 미국의 경우, 가격경쟁에만 의존했던 할인중개업자들은 대부분 퇴출되고 가격경쟁력 이외의 부수적 서비스제공을 추구한 찰스스왑은 생존에 성공하였음

- 전환사의 경우 펀드판매업에서 강점을 갖고 있고 앞으로도 지속될 것으로 예상되기 때문에, 펀드판매업에 대한 강조와 더 나아가 펀드판매업과 관련성이 높은 분야로의 진출이 필요함
  - 그러나 자산운용업에 대한 신뢰를 회복하지 않는 한, 펀드판매업에만 의존한 생존전략은 한계가 있다고 판단됨
  - 여건이 허락되면 펀드판매업이 부족한 타 대형증권사와의 M&A도 생각해 볼 수 있음
  
- 결론적으로 한국의 증권산업은 증권사 유형에 관계없이 환골탈태의 구조개편이 필요한 시점이고, 구조개혁이 적절한 시점에 수행되지 못할 경우, 국내 증권산업은 국제경쟁력 제고는 차치하고 생존자체가 위협받을 가능성이 농후함



## 참고 문헌

---



## 참고 문헌

### <국내 문헌>

- 강창희, 2002, “은행의 투신판매 비즈니스”, 『투신』 제36호, 투자신탁협회.
- 김형태, 『투자은행의 증권설계와 금융상품 혁신』, 한국증권연구원, 연구 99-04.
- 구경희·심규선·윤두영, 2002, “증권산업 이상과 현실, 그리고 선택”, 산업분석 보고서, 메리츠증권.
- 박기환, 2003, “우리나라 투신시장의 발전 방향”, 『투신』 제37호, 투자신탁협회.
- 통계청, 2001, 『장래인구추계』, 보도자료.
- 한국은행, 2002, 『200년도 금융정보화 추진현황』
- 한국은행, 2003, “한국경제의 중장기 전망과 과제”, 한은조사연구 2003-2
- 한국증권업협회, 2003, “2002년도 온라인증권거래 결산”, 연구자료.
- 한국증권업협회, 『증권』 각호.
- 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』 각호.

<외국 문헌>

Bleeke, Joel A. 1990, "Strategic Choices for Newly Opened Markets,"  
*Harvard Business Review*, September-October.

Bank of Japan, 2000, *Comparative Economic and Financial Statistics Japan  
and Other Major Countries*.

SIA, 2002, *Securities Industry FactBook*.

FRB, 2002, *Flow of Funds Accounts of the United States*.

<웹사이트>

미국투자신탁협회, <http://www.ici.org/>

일 중앙은행, <http://www.boj.or.jp/>

코스닥증권시장, <http://www.kosdaq.com/>

투자신탁협회, <http://www.kitca.or.kr/>

한국은행, <http://www.bok.or.kr/>

한국증권업협회, <http://www.ksda.or.kr/>

한국증권거래소, <http://www.kse.or.kr/>

## 부록

---



## <부록 I> 영업부문별 영업수익과 직접 영업비용

<표 부록-1> 영업부문별 영업수익과 직접 영업비용

영업 부문	영업수익	직접 영업비용
위탁 매매	수탁수수료, 외화증권 수탁수수료, 장외거래 수수료, 신용거래 용자이자, 대출금 이자, 차주 매각대금 이용료, 증금예치금 이자	매매 수수료, 투자상담사 수수료, 기타 수수료비용, 대주 매각대금 이용료, 고객예탁금 이용료
기업 금융	인수 및 주선 수수료, 외화증권 인수 및 주선수수료, 사채모집 수탁수수료, 사채 보증수수료, 어음 지급보증료, 대지급금 이자, 대손충당금 환입, 지급보증 충당금 환입	인수금융 지급이자
펀드 판매	수익증권 취급수수료, Wrap 수수료, 자산관리 수수료, 분배금 수익, 수익증권 매매 및 평가 이익	수익증권 매매 및 평가 손실
자기 매매	다른 영업부문에 배분된 것을 제외한 이자수익, 상품유가증권 매매 및 평가 이익, 파생금융상품 거래 이익	다른 영업부문에 배분된 것을 제외한 이자비용, 상품유가증권 매매 및 평가 손실, 파생금융상품 거래 손실
기타 영업	기업용통어음 중개수수료, 양도성 예금증서 중개수수료, 기타 수수료 수익, CMA 운용수익, CMA 운용 수수료, 리스수익, 기타 영업수익	CMA수탁금이자, 리스비용, 기타 영업비용

- 일반 기업은 사업자금을 차입함으로써 이자비용이 발생하고 유동자금을 운용함으로써 이자수익이 발생하지만, 증권사는 자본과잉 상태로 잉여자금을 운용하는 과정 중에서 이자수익 및 이자비용이 발생함
  - 따라서 이자수익과 이자비용을 자기매매에 포함시켜도 무방할 것임

## <부록 II> 영업부문별 자기자본 및 판매관리비 배분

○ 자기자본의 배분방법 및 계산방법은 다음과 같음

— 자기자본은 영업부문의 순영업수익 비중으로 배분함

- 각 영업부문의 순영업수익은 영업수익에서 직접 영업비용을 차감함
- 위탁매매업의 순영업수익 = 위탁 수수료수익 + 위탁 이자수익  
- 위탁 수수료비용 - 위탁 이자비용
- 펀드판매업의 순영업수익 = 수익증권 수수료수익 + 자산관리 수수료수익 + 분배금 수익 + 수익증권 매매·평가 이익 - 수익증권 매매·평가 손실
- 자기매매업의 순영업수익 = 이자수익 + 상품유가증권 매매·평가 이익 - 이자비용 - 상품유가증권 매매·평가 손실
- 특정 영업부문의 순영업수익이 음(-)인 경우에는 순영업수익을 0으로 간주하여 배분비율을 구함

— 자기자본에 자본총계 또는 적정 자기자본을 사용

- 자본잠식 상태로 자본총계가 음(-)인 경우, ROE(영업이익/자기자본)의 값이 무의미하게 됨
- 자본잠식의 경우 타 증권사에서 1원의 자기자본으로 창출한 영업수익의 정도와 동일하도록 적정 자기자본을 구함. 즉 업계 평균 영업수익 회전율(영업수익/자기자본)을 구하여 이를 자본잠식기업에 적용
- 업계 평균 영업수익 회전율 = 자본잠식기업을 제외한 영업수익의 합계 / 자본잠식기업을 제외한 자기자본의 합계

- 적정 자기자본 = 자본잠식기업의 영업수익 / 업계 평균 영업수익 회전을
- 자본잠식기업은 전환사 그룹에서만 발생하였음

○ 판매관리비의 배분방법은 다음과 같음

— 판매관리비는 영업부문별 수수료수익 비중으로 배분

- 영업부문별 활동원가(Activity Based Cost: ABC)나 인원비중으로 판매관리비를 배분하는 것이 가장 바람직할 것으로 판단되지만, 이러한 정보는 공적 자료에서는 구할 수 없음
- 따라서 차선택으로 영업부문별 수수료수익 비중으로 배분함
- 수수료수익 비중으로 판매관리비를 배분하는 경우에는 자기매매부문에 판매관리비를 배분하지 않게 됨. 그러나 자기매매부문은 소수의 인원으로 운영되고 있기 때문에 공통경비 부담이 거의 0이라고 보아도 무방할 것으로 판단됨
- 대손상각비, 지급보증충당금전입액, 무형자산상각비는 특정 영업부문에서 발생하는 경비이기 때문에 별도의 배분비율을 적용함

— 개별 판매관리비 항목의 배분은 구체적으로 다음과 같음

- 급여, 퇴직급여, 복리후생비 등의 인건비는 위탁, 펀드판매, 기업금융 부문에서 발생하는 것으로 가정하고, 각 부문의 수수료수익 비중으로 배분함
- 지급수수료, 접대비, 조사연구비, 연수비, 세금과 공과금, 기타 등의 항목도 위탁, 펀드판매, 기업금융 부문에서 발생하는 것으로 가정하고, 각 부문의 수수료수익 비중으로 배분

- 전산운용비, 임차료, 광고선전비, 감가상각비 등의 항목은 위탁과 펀드판매 부문에서 발생하는 것으로 가정하고, 각 부문의 수수료수익 비중으로 배분
- 대손상각비, 지급보증충당금전입액은 기업금융, 펀드판매, 위탁 부문에서 발생하고, 각각 6:3:1로 배분함
- 무형자산상각비는 위탁과 펀드판매에서 발생하는 것으로 가정하고, 각각 9:1로 배분함

### <부록 III> 선물·옵션 약정대금의 전환

- 주식·선물·옵션 약정대금은 다음과 같이 집계함
  - 주식·선물·옵션의 위탁 영업은 유사한 성격을 가지고 있음
    - 온라인 영업에서는 통합된 전산 시스템을 사용하고 있음
    - 선물·옵션의 오프라인 영업을 하기 위해서는 투자상담사의 추가적인 지식이 필요하지만, 고객은 동일함
  - 반면, 주식과 선물·옵션의 위탁은 영업 특성상 차이도 존재함
    - 주식 약정대금은 주가 상승과 비례하는 특징을 가지고 있는 반면, 선물·옵션 약정대금은 주가 변동성과 비례하는 특징을 가짐
  - 따라서 개별 영업 분석과 통합 영업 분석을 할 필요가 있음
    - 개별 영업 분석을 실시한 결과 통합 영업 분석에서와 결과에서 큰 차이점을 발견할 수 없어 생략하고 통합 영업 분석의 결과만을 보고하겠음
    - 선물·옵션 위탁은 판관비를 고려할 경우 이익을 내지 못하고 있음
  - 주식·선물·옵션의 수수료율이 다르므로 각 부문이 수수료수익에 미치는 공헌도가 다름
    - FY99~FY02 기간 중 주식, 선물, 옵션의 수수료율은 각각 24.06bp, 1.28bp, 31.01bp 수준임
    - 각 수수료율은 위탁수수료를 위탁약정대금으로 나누어 산출함.
  - 수수료율의 차이를 고려하여 선물과 옵션의 약정대금을 동일한 수수료수익을 창출하는 주식 약정대금으로 전환

- 선물 전환약정대금 = 선물 수수료수익 / 주식 수수료율  
= 선물 약정대금 × 선물 수수료율 / 주식 수수료율  
= 선물 약정대금 × 전환계수
- 전환계수 = 선물 수수료율 / 주식 수수료율
- 즉 선물의 전환계수는 0.051이며, 옵션의 전환계수는 1.289임

## <부록 IV> 위탁매매업에서 적정 이윤을 달성하기 위한 요구 조건

<표 부록-2> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 수수료율

	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
<b>수수료율(53bp): FY02 기준</b>							
FY02	20.3	22.5	19.3	24.6	6.9	20.9	29.1
0%	20.5	21.0	22.8	34.2	7.6	21.7	19.6
5%	22.8	23.9	25.0	39.3	8.0	22.8	22.1
10%	25.2	26.9	27.3	44.4	8.4	23.9	24.5
15%	27.6	29.8	29.6	49.6	8.7	25.0	26.9
20%	30.0	32.8	31.9	54.7	9.1	26.1	29.3
<b>FY02 수수료율 대비(bp)</b>							
0%	-0.1	1.5	-3.4	-9.6	-0.7	-0.8	9.5
5%	-2.5	-1.4	-5.7	-14.7	-1.1	-1.9	7.0
10%	-4.9	-4.4	-8.0	-19.9	-1.5	-3.0	4.6
15%	-7.3	-7.3	-10.3	-25.0	-1.9	-4.1	2.2
20%	-9.7	-10.3	-12.6	-30.1	-2.2	-5.2	-0.2
<b>수수료율(bp): FY03 1분기 기준</b>							
FY03	17.8	19.4	18.1	23.4	5.9	18.5	26.2
0%	18.0	17.7	20.3	33.9	7.2	17.6	19.3
5%	20.2	20.4	22.3	39.2	7.6	18.5	21.9
10%	22.5	23.2	24.4	44.5	7.9	19.5	24.6
15%	24.7	25.9	26.5	49.8	8.2	20.4	27.3
20%	27.0	28.6	28.6	55.1	8.6	21.4	29.9
<b>FY03 1분기 수수료율 대비(bp)</b>							
0%	-0.1	1.7	-2.1	-10.5	-1.3	0.9	6.9
5%	-2.4	-1.0	-4.2	-15.8	-1.7	-0.1	4.3
10%	-4.6	-3.8	-6.3	-21.1	-2.0	-1.0	1.6
15%	-6.9	-6.5	-8.4	-26.4	-2.3	-2.0	-1.1
20%	-9.1	-9.3	-10.4	-31.7	-2.6	-2.9	-3.7

\* 각 연도의 영업구조 하에서 적정 위탁 ROE 달성을 위한 수수료율

\* FY03 1분기 약정 및 비용 = 실금액\*4

\* 편차(bp) = 각 회계연도의 수수료율 - 적정 수수료율

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

<부록 표-3> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 시장 전체 약정대금

	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
<b>일평균 약정대금(조원): FY02기준</b>							
FY02	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
0%	8.5	7.4	11.8	14.9	10.4	9.1	4.5
5%	10.3	9.3	14.0	18.3	11.4	10.1	5.5
10%	12.2	11.3	16.3	21.8	12.5	11.0	6.5
15%	14.0	13.2	18.5	25.2	13.6	12.0	7.5
20%	15.8	15.1	20.8	28.7	14.6	12.9	8.5
<b>FY02 약정대금 대비(%)</b>							
0%	101%	88%	140%	177%	123%	109%	53%
5%	123%	111%	167%	218%	136%	120%	65%
10%	145%	134%	193%	259%	149%	131%	77%
15%	167%	157%	220%	300%	161%	142%	89%
20%	188%	179%	247%	341%	174%	154%	101%
<b>일평균 약정대금(조원): FY03 1분기 기준</b>							
FY03	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
0%	9.4	7.9	11.6	17.8	14.8	8.4	5.6
5%	11.5	10.1	13.8	22.1	16.1	9.3	7.0
10%	13.7	12.4	16.1	26.4	17.5	10.3	8.4
15%	15.8	14.6	18.3	30.7	18.8	11.2	9.8
20%	17.9	16.9	20.6	35.0	20.2	12.1	11.3
<b>FY03 약정대금 대비(%)</b>							
0%	101%	85%	125%	192%	159%	91%	60%
5%	124%	109%	149%	238%	174%	101%	76%
10%	147%	133%	173%	284%	189%	111%	91%
15%	170%	158%	198%	331%	203%	121%	106%
20%	193%	182%	222%	377%	218%	131%	121%

\* 약정대금 = 일평균 약정대금 × 매매일수  
 약정대금은 각 회계연도의 수익·비용구조, 시장점유율 하에서 적정 위탁 ROE 달성을 위한 시장전체 약정대금  
 \* 약정대금 대비(%) = 대상 약정대금 / 각 회계연도의 약정대금  
 자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

## &lt;표 부록-4&gt; 적정 위탁 ROE 달성을 위한 회사수

	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
<b>회사수: FY02 기준</b>							
FY02	57	5	10	10	9	5	18
0%	56.3	5.7	7.2	5.6	7.3	4.6	33.8
5%	46.5	4.5	6.0	4.6	6.6	4.2	27.6
10%	39.5	3.7	5.2	3.9	6.1	3.8	23.3
15%	34.4	3.2	4.5	3.3	5.6	3.5	20.2
20%	30.5	2.8	4.1	2.9	5.2	3.3	17.8
<b>FY02 회사수 대비</b>							
0%	0.7	-0.7	2.8	4.4	1.7	0.4	-15.8
5%	10.5	0.5	4.0	5.4	2.4	0.8	-9.6
10%	17.5	1.3	4.8	6.1	2.9	1.2	-5.3
15%	22.6	1.8	5.5	6.7	3.4	1.5	-2.2
20%	26.5	2.2	5.9	7.1	3.8	1.7	0.2
<b>회사수: FY03 1분기 기준</b>							
FY03	56	5	10	10	9	5	17
0%	55.4	5.9	8.0	5.2	5.6	5.5	28.1
5%	45.1	4.6	6.7	4.2	5.2	5.0	22.5
10%	38.0	3.7	5.8	3.5	4.8	4.5	18.7
15%	32.9	3.2	5.1	3.0	4.4	4.1	16.0
20%	29.0	2.7	4.5	2.7	4.1	3.8	14.0
<b>FY03 1분기 회사수 대비</b>							
0%	0.6	-0.9	2.0	4.8	3.4	-0.5	-11.1
5%	10.9	0.4	3.3	5.8	3.8	0.0	-5.5
10%	18.0	1.3	4.2	6.5	4.2	0.5	-1.7
15%	23.1	1.8	4.9	7.0	4.6	0.9	1.0
20%	27.0	2.3	5.5	7.3	4.9	1.2	3.0

\* 각 회계연도의 시장 전체 약정대금, 수익·비용구조, 시장점유율 하에서 적정 위탁 ROE 달성을 위한 회사수

\* 편차 = 각 회계연도의 회사수 - 적정 회사수

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

<표 부록-5> 적정 위탁 ROE 달성을 위한 시장점유율

	대형	중형	소형	신설	전환	외국
<b>시장점유율(%): FY02 기준</b>						
FY02	38.4%	26.9%	6.4%	13.2%	5.1%	10.0%
0%	33.8%	37.6%	11.4%	16.2%	5.5%	5.3%
5%	42.6%	44.8%	14.0%	17.9%	6.1%	6.5%
10%	51.3%	52.0%	16.6%	19.6%	6.7%	7.8%
15%	60.1%	59.2%	19.3%	21.2%	7.3%	9.0%
20%	68.8%	66.3%	21.9%	22.9%	7.8%	10.2%
<b>FY02 시장점유율 대비(%p)</b>						
0%	-4.5%	10.7%	5.0%	3.0%	0.4%	-4.7%
5%	4.2%	17.9%	7.6%	4.7%	1.0%	-3.5%
10%	13.0%	25.1%	10.2%	6.4%	1.6%	-2.3%
15%	21.7%	32.3%	12.8%	8.1%	2.2%	-1.1%
20%	30.5%	39.4%	15.5%	9.7%	2.7%	0.1%
<b>시장점유율(%): FY03 1분기 기준</b>						
FY03	38.2%	28.1%	5.7%	14.5%	5.1%	8.4%
0%	32.4%	35.0%	11.0%	23.0%	4.6%	5.1%
5%	41.7%	41.9%	13.7%	25.2%	5.1%	6.4%
10%	50.9%	48.7%	16.3%	27.3%	5.6%	7.7%
15%	60.2%	55.5%	19.0%	29.4%	6.2%	8.9%
20%	69.5%	62.4%	21.7%	31.5%	6.7%	10.2%
<b>FY03 1분기 시장점유율 대비(%p)</b>						
0%	-5.8%	6.9%	5.3%	8.6%	-0.5%	-3.3%
5%	3.5%	13.8%	7.9%	10.7%	0.0%	-2.0%
10%	12.8%	20.6%	10.6%	12.8%	0.5%	-0.8%
15%	22.0%	27.4%	13.3%	14.9%	1.1%	0.5%
20%	31.3%	34.3%	15.9%	17.0%	1.6%	1.8%

\* 각 회계연도의 시장 전체 약정대금, 수익·비용구조 하에서 적정 위탁 ROE 달성을 위한 시장점유율

\* 편차(%) = 대상 시장점유율 - 각 회계연도의 시장점유율

자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

## &lt;표 부록-6&gt; 적정 위탁 ROE 달성을 위한 고정비 수준

	전체	대형	중형	소형	신설	전환	외국
<b>고정비(억원) : FY02 기준</b>							
FY02	415.6	1838.7	678.0	298.9	115.2	225.6	126.2
0%	410.6	2085.6	484.8	168.7	93.6	207.7	237.2
5%	321.1	1609.9	355.3	99.7	81.7	184.2	208.8
10%	231.7	1134.3	225.8	30.6	69.8	160.8	180.4
15%	142.2	658.6	96.3	-38.5	57.9	137.3	151.9
20%	52.7	182.9	-33.2	-107.6	46.0	113.9	123.5
<b>FY02 고정비대비(억원)</b>							
0%	5.0	-246.8	193.1	130.2	21.6	17.9	-111.0
5%	94.5	228.8	322.6	199.3	33.5	41.4	-82.5
10%	184.0	704.5	452.1	268.4	45.4	64.8	-54.1
15%	273.4	1180.1	581.6	337.5	57.3	88.3	-25.7
20%	362.9	1655.8	711.1	406.6	69.2	111.7	2.7
<b>고정비(억원) : FY03 1분기 기준</b>							
FY03	409.5	1696.5	695.4	292.2	133.2	202.1	121.3
0%	405.0	2000.3	557.5	152.6	83.6	223.1	200.7
5%	311.5	1514.2	421.9	81.8	71.4	200.7	170.1
10%	218.1	1028.1	286.4	11.1	59.2	178.3	139.5
15%	124.6	542.0	150.8	-59.7	47.0	155.9	109.0
20%	31.1	55.9	15.3	-130.4	34.8	133.4	78.4
<b>FY03 1분기 고정비 대비(억원)</b>							
0%	4.4	-303.8	137.9	139.6	49.7	-21.0	-79.4
5%	97.9	182.3	273.4	210.4	61.8	1.4	-48.8
10%	191.4	668.4	409.0	281.2	74.0	23.8	-18.3
15%	284.9	1154.5	544.5	351.9	86.2	46.3	12.3
20%	378.4	1640.6	680.1	422.7	98.4	68.7	42.9

\* 각 회계연도의 시장 전체 약정대금, 수익·비용구조 하에서 적정 위탁 ROE 달성을 위한 고정비 수준

\* 편차(억원) = 각 회계연도의 고정비 - 적정 고정비

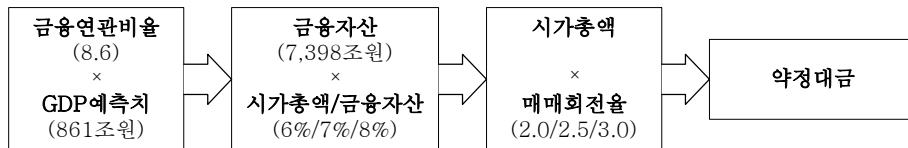
자료: 한국증권업협회, 『증권회사 종합경영보고서』

## <부록 V> 약정대금 시나리오 구성의 세부 내용

### 1. 금융자산의 산출

- 금융자산의 규모는 GDP 예측치와 금융연관비율을 곱하여 산출함
  - 금융자산 = GDP 예측치 × 금융연관비율 추정치(8.6)
  - 금융연관비율은 6개국 자료를 이용하여 추정된 금융연관비율 = a + b GDP per capita 회귀식으로부터 산출함
  - GDP per capita = GDP 예측치 / 인구 예측치

<그림 부록-1> 약정대금 시나리오 구성의 과정



- GDP 예측치는 2002년 GDP에 한국은행의 GDP 성장률 예측치를 고려해 산출함
  - GDP 예측치 = 2002년 GDP × (1 + GDP 명목성장률(7.5%))<sup>5</sup>
  - GDP 명목성장률은 GDP 실질성장률 5%와 GDP 디플레이터 2.5%의 합임
  - GDP 실질성장률 5%와 GDP 디플레이터 2.5%는 한국은행의 전망에 근거함

- 2003년 GDP 성장을 4% 미만으로 예상하고 있는 점을 감안하여 볼 때 향후 5년 간 5%의 GDP 실질성장은 비교적 낙관적인 견해임

<표 부록-7> 한국경제의 중장기 전망 및 가정

구분	가정	한국은행의 전망
실질 GDP성장률	연평균 5%	연평균 3.5~5.6%
GDP디플레이터 증가율	연평균 2.5%	연평균 2.3~3.2%

자료: 한국은행, 『한국경제의 중장기 전망과 과제』

○ 금융연관비율은 6개국 자료를 이용하여 추정된 금융연관비율(금융자산/GDP)과 GDP per capita간의 회귀식으로부터 산출함

— 금융연관비율 = a + b log(GDP per capita) 회귀식을 한국, 미국, 일본, 영국, 프랑스, 대만의 최근 10년간 자료로 추정함

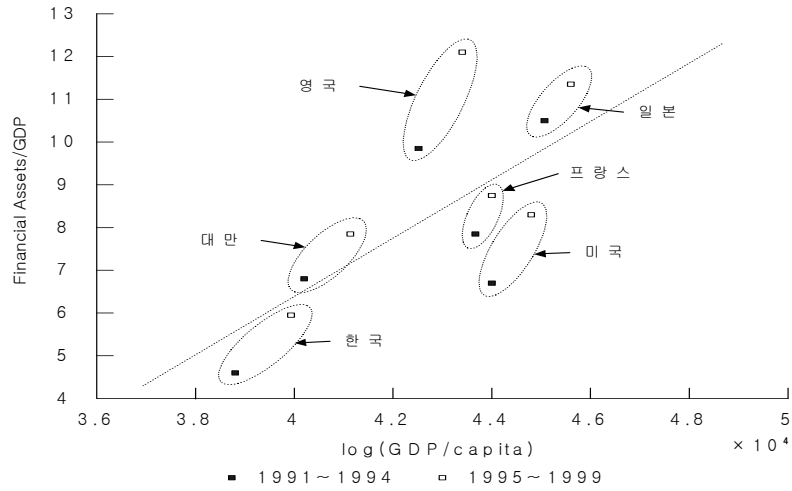
$$\frac{\text{금융자산}}{\text{명목GDP}} = -20.12 + 6.89 \log(\text{GDP per capita})$$

— 예상 GDP per capita는 한국은행의 GDP 예측치와 통계청의 인구 예측치로부터 산출함

$$\text{GDP per capita} = \text{GDP 예측치} / \text{인구 예측치}$$

— 예상 금융연관비율은 추정된 회귀식에 예상 GDP per capita를 대입하여 산출함

<그림 부록-2> 금융연관비율과 GDP capita



자료: 한국은행, Bank of Japan, 『Comparative Economic and Financial Statistics』, Data Stream

○ 추정된 2007년 금융자산은 7,398조원임

<표 부록-8> 금융자산의 예측

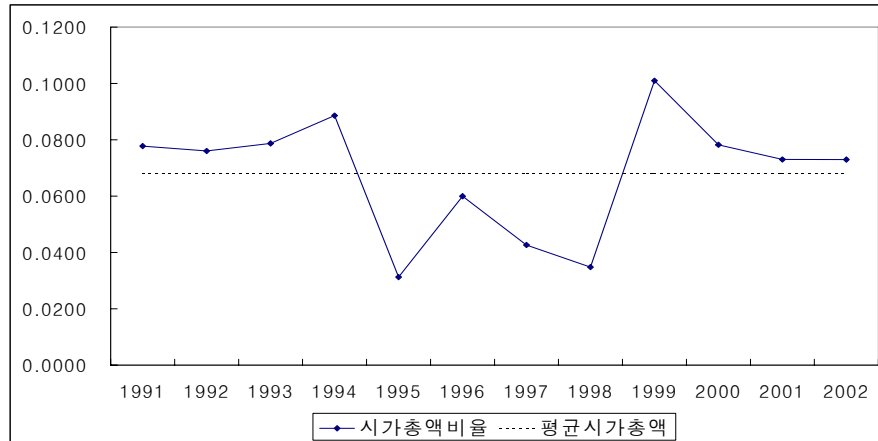
	2003	...	2005	...	2007
명목 GDP(조원)	641.86	...	743.47	...	861.17
명목 GDP(억달러)	5,348.79	...	6,195.58	...	7,176.43
인구(백만)	47.93	...	48.46	...	48.95
1인당 GDP(달러)	11,160.76	...	12,784.68	...	14,661.34
(금융자산/GDP)	7.7742	...	8.1808	...	8.5908
금융자산(조원)	4,989.91	...	6,082.19	...	7,398.15

자료: 한국은행, 통계청 『장래인구추계 결과 (2001/11/23)』

## 2. 주식 시가총액의 산출

- 주식 시가총액은 금융자산과 금융자산 대비 시가총액 비중을 곱하여 산출함
  - 시가총액 = 금융자산 × 금융자산 대비 시가총액 비중(6%, 7%, 8%)
  - 금융자산 대비 시가총액 비중은 6%, 7%, 8%의 3가지 시나리오를 적용함
  - 중립적 시나리오인 금융자산 대비 시가총액 비중 7%는 최근 10년간의 평균인 6.9%보다 조금 높은 수준이며, 낙관적 시나리오인 8%는 최근 4년간 평균 8.1%보다 조금 낮은 수준임
    - 최근 4년간 금융자산 대비 시가총액 비중은 높은 수준이었음
  
- 금융자산 대비 시가총액 비중 시나리오는 과거 10년간의 자료에 근거함
  - (시가총액 / 금융자산)의 10년간 평균값이 6.8%이며 최근 4년간의 평균은 8.1%임
  - 한국의환위기로 인한 시가총액 표본의 outlier 및 최근 4년간 시가총액비중의 추세를 고려하여 6~8%를 5년 후의 시가총액 비중 범위로 가정함
  - 이에 따라 각각 6%, 7%, 8%로 가정된 시가총액 비율을 미래 금융자산에 곱하여 시가총액을 산출함

<그림 부록-3> 금융자산 대비 주식 시가총액 비중의 추세



자료: 증권거래소 및 코스닥증권시장

- 금융자산 대비 시가총액 비율을 7%라고 가정할 경우 2007년 시가총액은 517.9조원이며 이를 기준으로 한 시가총액의 범위는 443.9~591.9조원
  - 시가총액비율을 7%로 가정할 경우, 2002년에서 2007년까지 5년간 시가총액을 약 75% 상승으로 예상하는 것임
    - 2002년 말 기준으로 현재 주식의 시가총액(거래소+코스닥)은 296조원임
  - 8%의 시가총액비율을 가정할 때, 향후 5년 간 시가총액은 약 100%의 성장을 보일 것이며 6%의 가정에서는 50%임

**<표 부록-9> 2007년 주식 시가총액**

(단위: 조원)

시가총액비율	2007년 금융자산	2007년 시가총액
6%	—	443.9
7%	7,398.2	517.9
8%	—	591.9

**3. 주식 약정대금의 산출**

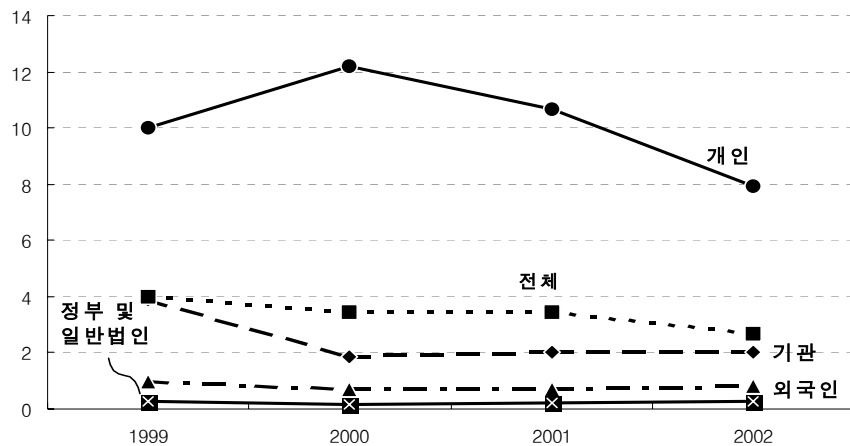
- 주식 약정대금은 주식 시가총액과 매매회전율을 곱하여 산출함
  - 주식 약정대금 = 매매회전율(2.0, 2.5, 3.0) × 시가총액 × 2
  - 매매회전율은 2.0, 2.5, 3.0의 3가지 시나리오를 적용함
  - 중립적 시나리오인 매매회전율 2.5는 2002년 매매회전율 2.83보다 조금 낮은 수준으로 현재 우리나라의 매매회전율이 현저히 높고, 향후 기관투자자 비중이 증대되어 매매회전율이 낮아질 것으로 감안한 것임

**가. 매매회전율의 산출**

- 매매회전율의 하락이 1999년 이후 주식약정이 지속적으로 감소한 중요 원인이라고 보여지므로 향후 매매회전율의 변화를 판단하는 것이 중요

- 우리나라의 매매회전율하락의 원인을 파악하기 위해 개인, 기관투자자 등 소유자별 주식 분포와 소유자별 매매회전율의 추세를 파악
- 개인의 매매회전율이 두드러지게 높은 특징을 보이고 있고 2000년 이후 큰 폭의 하락을 보임
  - 개인의 매매회전율이 1999년에 10.02배에서 2000년에 12.21배로 상승함
    - 시가총액평균이 2000년에 들어와 감소하였음에도 불구하고 회전율이 상승한 것은 수수료율 감소의 영향이 큼
    - 온라인 비중은 1999년 25.4%에서 2000년 55.9%로 급증하였고, 평균 수수료율이 급락하였으므로 매매회전율은 오히려 상승하였음
  - 2000년 이후 개인의 매매회전율은 감소함

<그림 부록-4> 소유자별 시가총액기준 매매회전율



자료: 증권거래소 및 코스닥증권시장

- 개인을 제외한 소유자별 매매회전율은 큰 변화 없이 일정
  - 증권, 투신, 은행, 보험 등 기관투자자의 매매회전율이 2000년에 들어와 3.9배에서 1.89배로 낮아진 것을 제외하고 거의 변동이 없음
    - 기관투자자의 매매회전율은 2000년 이후 2.0배 수준을 유지
  - 정부 및 일반법인의 매매회전율이 가장 낮고, 외국인이 0.7~1.0배 사이를 유지
  
- 외국인과 정부 및 일반법인을 제외하면 주식보유비중의 뚜렷한 추세를 확인할 수 없음
  - 외국인은 시가총액기준으로 1999년 18.47%에서 2002년 32.79%로 증가
  - 정부 및 일반법인의 주식보유비중은 1999년 35.58%에서 2002년 26.38%로 감소추세
  - 기관투자자의 주식보유비중은 15% 수준에 머무르고 있음
  - 개인의 주식보유비중은 변동폭이 높지만 하락세라고 보여짐
    - 1999년 31.68%, 2000년 23.47%로 급격히 감소 후 2001년에 다시 26.42%로 상승하고 2002년에는 25.5%로 완만한 감소를 보이고 있음
  
- 향후 매매회전율을 예측하기 위해서는 개인의 매매회전율 추세와 주식소유비중의 추정이 중요
  - 높은 회전율과 주식 약정대금 비중을 보이고 있는 개인의 향방이 이후 장기적인 주식 약정대금 추이를 결정할 것임

<표 부록-10> 소유자별 주식소유분포, 거래대금, 매매회전율

투자자구분	구분	1999	2000	2001	2002
개인	주식 보유 비중 <sup>a)</sup>	31.68%	23.47%	26.42%	25.55%
	거래대금 <sup>b)</sup>	79.23%	83.58%	82.18%	75.76%
	매매회전율 <sup>c)</sup>	10.02	12.21	10.65	7.91
기관 투자자 <sup>d)</sup>	주식 보유 비중	14.26%	16.43%	15.35%	15.28%
	거래대금	13.89%	9.03%	9.12%	11.49%
	매매회전율	3.90	1.89	2.03	2.00
외국인	주식 보유 비중	18.47%	26.98%	32.17%	32.79%
	거래대금	4.56%	5.60%	6.82%	10.17%
	매매회전율	0.99	0.71	0.73	0.83
정부 및 일반법인	주식 보유 비중	35.58%	33.13%	26.06%	26.38%
	거래대금	2.32%	1.79%	1.87%	2.59%
	매매회전율	0.26	0.18	0.25	0.26
전체	주식 보유 비중	100%	100%	100%	100%
	거래대금	100%	100%	100%	100%
	매매회전율	4.01	3.43	3.42	2.67

- a) 주식 보유 비중은 각 년도 말 시가총액을 기준으로 한 각 소유자별 주식 소유 분포를 의미
  - b) 거래대금은 각 회계연도를 기준으로 하였으며, 증권거래소 및 코스닥에서 제공하는 월별 매수 거래대금 및 매도 거래대금의 평균
  - c) 매매회전율은 거래대금을 회계기간 평균 시가총액(월말 시가총액의 평균)으로 나눈 값
  - d) 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 은행, 증권 및 저축은행, 기금공제회를 기관투자자로 정의
- 자료: 증권거래소 및 코스닥증권시장

- 개인 주식보유율은 감소하며, 개인의 매매회전율도 1999년을 정점으로 감소추세로 전환
  - 개인 주식보유율의 감소추세는 비교적 뚜렷
    - 인구 노령화와 기업연금의 도입 등은 간접상품시장의 발달을 촉진함으로써 주식시장에서 개인투자자의 비중이 점차 감소할 것임
  - 개인의 매매회전율도 1999년까지 점차 증가하다 이후 감소추세로 전환
    - 매매회전율 상승이 투자수익을 증가시키지 않는다면 회전율 상승은 수수료 부담을 증가시켜 결국 회전율과 투자수익이 반비례하는 결과를 초래할 것임
    - 회전율과 투자수익이 반비례한다면 개인의 회전율은 지속적으로 감소할 것임

**<표 부록-11> 개인투자자의 주식보유율 및 회전율**

구분	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
시가총액기준 주식보유율	30.8%	29.6%	28.9%	25.9%	20.0%	22.3%	22.3%
매매회전율	2.69	4.07	6.62	9.98	8.24	8.19	6.81

자료: 증권거래소 및 코스닥증권시장

- 결론적으로 개인의 매매회전율과 주식소유 비중이 동시에 감소된다면 추가적인 매매회전율 감소를 예상할 수 있음

- 2002년의 매매회전율은 2.83배이므로 5년 후 매매회전율의 최대 값을 3배로 가정
- 5년 후 개인의 매매회전율이 2002년 현재의 7.91배에서 6배로 감소하고 주식보유비중이 25.5%에서 20%로 감소할 경우 전체 매매회전율은 2.03배
  - 개인의 주식소유비중 감소는 기관투자자와 외국인보유비중이 균등하게 증가한다고 가정
- 5년 후 매매회전율의 예측 범위를 2.0~3.0배로 하고 2.0, 2.5, 3.0 배를 가정

**나. 주식 약정대금의 산출**

- 주식 약정대금은 주식시가총액과 매매회전율의 가정 차이로 9가지 상황이 나타남
  - $\text{주식 약정대금} = \text{주식 시가총액} \times \text{매매회전율} \times 2$
  - 매매회전율은 2.5를 중립적인 경우로 보고(2002년 2.83에서 20% 하락으로 가정), 2.0(비관적인 경우), 3.0(낙관적인 경우)을 분석

**<표 부록-12> 시나리오별 주식 일평균 약정대금**

(단위: 조원)

시가총액 비중 회전율	6%	7%	8%
2.0	7.1(Case 1)	8.3(Case 2)	9.5(Case 4)
2.5	8.9(Case 3)	10.4(Case 5)	11.8(Case 7)
3.0	10.7(Case 6)	12.4(Case 8)	14.2(Case 9)

#### 4. 선물·옵션 약정대금의 산출

○ 선물·옵션 약정대금은 동일한 수수료수익을 창출하는 주식 약정대금에 해당하도록 전환함

— 주식, 선물, 옵션간의 수수료율의 차이를 고려하여 당해 선물(옵션)약정 대금을 FY99~FY02 사이의 평균 선물(옵션)수수료율과 평균 주식수수료율의 비율로 곱해줌으로써 동일한 수수료수익을 창출하는 주식 약정대금으로 전환함

— 전환 선물(옵션)약정대금

$$= \text{선물(옵션)약정 대금} \times \frac{\text{평균 선물(옵션)수수료율}}{\text{평균 주식수수료율}}$$

— 전환 선물옵션 약정대금 = 전환 선물 약정대금 + 전환 옵션 약정대금

**<표 부록-13> 주식 약정대금 대비 전환선물옵션 약정대금 비율 추이**

(단위: 조원)

약정 <sup>a)</sup> 연도	주식 (A)	전환 선물	전환 옵션	전환 선물옵션 (B)	전환 선물옵션 증가분	(B)/(A)
FY99	10.4	0.21	0.09	0.30	-	0.029
FY00	8.0	0.26	0.16	0.42	0.12	0.053
FY01	7.9	0.37	0.58	0.95	0.53	0.121
FY02	7.2	0.65	1.06	1.72	0.77	0.239

a) 약정대금은 일평균 약정대금

- 5년 후 전환선물옵션의 약정대금을 가정하기 위해 주식 약정대금 대비 전환선물옵션 약정대금 비율에 대해 가정함
  - 5년 후 주식약정대금 대비 전환선물옵션 약정대금의 비율을 40%로 가정함
    - FY99부터 FY02까지 4년 간의 비율 평균은 11%이며 FY02 현재의 주식약정대금 대비 전환선물옵션 약정대금의 비율은 23.9%임
    - 매년 주식약정대금 대비 전환선물옵션 약정대금의 비율이 지속적으로 증가한다는 가정 하에 FY99에서 FY02까지의 약정대금 비율의 평균적인 증가분(0.07)을 적용할 경우 58.9%임
    - FY02 현재의 약정대금 비율과 지속적인 증가를 고려할 때의 약정대금 비율의 평균값을 적용하여 5년 후 주식약정 대비 전환선물옵션 약정대금의 비율을 대략 40%로 가정함
  
- 주식약정 대비 전환선물옵션 약정 비율을 40%로 가정할 경우 각 시나리오에 대한 FY07 예상 전환선물 옵션 약정을 계산하면 다음과 같음

<표 부록-14> FY07 예상 전환선물옵션 일평균 약정대금<sup>a)</sup>

(단위: 조원)

	FY07 주식약정대금	전환선물옵션 약정대금
Case 1	7.10	2.84
Case 2	8.29	3.31
Case 3	8.88	3.55
Case 4	9.47	3.79
Case 5	10.36	4.14
Case 6	10.65	4.26
Case 7	11.84	4.73
Case 8	12.43	4.97
Case 9	14.20	5.68

a) 약정대금은 일평균 약정대금

## 5. FY07 약정대금 시나리오

- 현재의 매매회전을 및 금융자산 대비 시가총액 비중의 수준 및 추세를 고려할 때 Case 2, Case 4, Case 7이 현실성이 있는 시나리오임
  - GDP 성장률(실질 성장률 5% + 인플레이션률 2.5%)을 고려한 FY02의 약정대금은 3,019조원으로 Case 2의 약정대금과 비슷하고, FY99의 약정대금은 3,837조원으로 Case 7의 약정대금과 비슷하므로 9가지의 시나리오는 대체적으로 낙관적인 상황. 즉 경제 성장과 금융시장의 발전에 대해 낙관적인 전망을 하고 시나리오를 구성함
  - Case 2는 FY02의 약정대금과 비슷하므로 현상 유지(status quo) 시나리오이며, Case 7은 FY99의 약정대금과 비슷하므로 시장호황 시나리오임

- Case 4는 금융자산 대비 시가총액 비중은 현 상태(6.9%)보다 높아지고 매매회전율은 현 상태(2.83)보다 낮아져 선진국과 근접하기 때문에 선진국형 시나리오임

<표 부록-15> 시나리오별 약정대금

회전율 \ 시가총액 비중	6%	7%	8%
2.0	9.94(Case 1)	<b>11.60(Case 2)</b>	<b>13.26(Case 4)</b>
2.5	12.43(Case 3)	14.50(Case 5)	<b>16.57(Case 7)</b>
3.0	14.91(Case 6)	17.40(Case 8)	19.88(Case 9)

## <부록 VI> V장 분석방법의 세부 내용

VI-1. 전환사는 일반적으로 자회사인 운용사의 운용보수율을 상대적으로 낮추는 대신에 판매보수율을 높여 왔기 때문에 전환사의 판매보수율을 다음의 기준에 따라 조절하였음

- <표 부록-16>에서 제시한 바와 같이 전환사의 평균 운용보수율은 전환사를 제외한 투신사 평균 운용보수율보다 14~17bp 낮음
- 전환사는 자회사의 운용보수율을 낮추는 대신 판매보수율을 더 높게 받고 있음
- 자회사의 운용보수율이 일반 투신사의 운용보수율만큼 상승한다고 고려한다면 전환사의 판매보수율은 사실상 14~17bp 감소한다고 보는 것이 타당할 것임

### <표 부록-16> 일반 투신사와 전환사의 운용보수율 차이

(단위: 수탁고 대비 bp)

운용보수율	투신사 평균: A (전환사 제외)	전환사 평균: B	A-B
2000	30	16	14
2001	31	17	14
2002	31	14	17

VI-2. 펀드비용 할인 요인은 다음과 같은 이유로 고려함

- 개인 고객을 상대로 펀드판매영업을 하는 것보다 기관 및 법인위주의 펀드판매가 훨씬 비용측면에서 저렴할 것임

- 기관 및 법인의 경우 펀드매수규모가 개인보다 상대적으로 크기 때문에 펀드판매에 수반한 비용이 더 적음
  - 예컨대 법인 1명을 상대로 100억의 펀드판매를 하는데 필요한 비용이 1억 원의 규모의 펀드매입을 원하는 개인 100명을 상대하는 것보다 펀드판매비용 측면에서 훨씬 유리할 것임
- 따라서 기관 및 법인위주의 펀드판매 비중이 높은 증권사의 경우 펀드판매에 수반된 비용이 수익비중에 비해 상대적으로 낮을 것이므로 이에 대한 조절이 필요함

VI-3. 펀드판매의 영업비용은 일반관리비 중 일부만을 고려함

- 급여, 퇴직급여, 복리후생비 등의 **인건비**는 위탁매매, 펀드판매, 기업금융, 기타위탁매매 부문에서 발생하는 것으로 가정하고 각 부문의 수수료수익 비중으로 배분
- 지급수수료, 접대비, 조사연구비, 연수비, 세금과공과금, 기타 등의 **기타잡비**는 위탁매매, 펀드판매, 기업금융, 기타위탁매매 부문에서 발생하는 것으로 가정하고 각 부문의 수수료수익 비중으로 배분
- 전산운영비, 임차료, 감가상각비 등의 **설비투자비와 광고선전비**는 위탁매매, 펀드판매 부문에서 발생하는 것으로 가정하고, 각 부문의 수수료수익 비중으로 배분함.

VI-4. 부실자산을 고려하지 않은 펀드판매 영업비용은 다음과 같이 계산됨

- (1) (총인건비+총기타잡비) × (펀드+위탁+기업금융+기타영업부문 중 판매 수수료수익비중) × 펀드비용 할인 요인

- 펀드비용 할인요인은 펀드판매 수탁고 중 법인 및 기관투자자의 비중이 높은 경우 할인되도록 비용조절을 하기 위한 것임
  - 각 개별 증권사의 펀드비용 할인 요인 =  $\min [ 1 - (\text{개별 증권사의 법인기관 수탁고 비율} - \text{전환사의 평균 법인기관 수탁고 비율}), 1 ]$
  - 법인 기관 수탁고 비율 =  $(\text{일반법인} + \text{금융기관}) \text{의 수탁고} / (\text{법인} + \text{기관} + \text{개인}) \text{의 수탁고}$
- (2) 광고선전비, 설비투자비 =  $(\text{총광고선전비} + \text{총설비투자비}) \times (\text{펀드} + \text{위탁}) \text{부분의 수수료수익비중} \times \text{펀드비용 할인요인}$

VI-5. FY00, 01, 02에 부실자산을 감안한 펀드관련비용 = 영업비용 + 부실자산 비율  $\times$  각 유형별 총 수탁고

- 부실자산 관련 비용 = 개별 증권사 수탁고  $\times$  (전체 배분 부실자산 비용 / 전체 수탁고 = 19bp)
- 전체 배분 부실자산 비용 = 총 대손상각비  $\times$  0.3 + 총 무형자산 상각비  $\times$  0.9
- 부실자산상각비용은 일반관리비에 포함된 대손상각비와 무형자산상각비만을 고려함
- 대손상각비, 지급보증충당금전입액은 기업금융, 펀드판매, 위탁매매 부문에서 발생하는 것으로 가정하고 6:3:1로 배분함
  - 무형자산상각비는 펀드판매, 위탁매매 부문에서 발생하는 것으로 가정하고 9:1로 배분함

## <부록 VII> 공헌도 수식 도출

### ○ 위탁 수수료수익 공헌도의 도출

— 위탁 수수료수익은 약정대금과 수수료율의 곱에 의해 산출됨

- 위탁 수수료수익( $R_t$ ) = 약정대금( $V_t$ ) × 수수료율( $C_t$ )

— 위탁 수수료수익의 변화는 다음과 같이 표현됨

- $\Delta R_t = R_t - R_{t-1}$

— 위의 식의 우변에 위탁 수수료수익의 결정식을 대입하면,

- $\Delta R_t = V_t C_t - V_{t-1} C_{t-1}$

— 위의 식의 우변에  $V_{t-1} C_t$ 를 빼고 더하면,

- $\Delta R_t = V_t C_t - V_{t-1} C_t + V_{t-1} C_t - V_{t-1} C_{t-1}$

— 위의 식의 우변을 정리하면,

- $\Delta R_t = \Delta V_t C_t + V_{t-1} \Delta C_t$

— 위의 식에 의하면 위탁 수수료수익의 변화는 약정대금변화와 금기 수수료율의 곱과 전기 약정대금과 수수료율 변화의 곱으로 구성되어 있음

- 위의 식 우변의 첫 번째 항은 약정대금 변화분에 수수료율을 곱하였기 때문에 약정대금 변화로 인한 위탁 수수료수익의 변화분을 의미하게 됨

- 위의 식 우변의 두 번째 항은 수수료율 변화분에 약정대금을 곱하였기 때문에 수수료율 변화로 인한 위탁 수수료수익의 변화분을 의미하게 됨

- 따라서 각각의 공헌도는 다음과 같이 정의할 수 있음

$$\text{약정대금 변화의 공헌도} = \frac{\Delta V_t C_t}{\Delta R_t}$$

$$\text{수수료율 변화의 공헌도} = \frac{V_{t-1} \Delta C_t}{\Delta R_t}$$

## ○ 위탁 영업수익 공헌도의 도출

— 위탁 영업수익은 약정대금, 시장점유율, 수수료율의 곱에 의해 산출됨

$$\begin{aligned} \bullet \text{ 위탁 영업수익}(R_t) &= \text{약정대금}(V_t) \times \text{시장점유율}(M_t) \times \\ &\quad \text{수수료율}(C_t) \end{aligned}$$

— 위탁 영업수익의 변화는 다음과 같이 표현됨

$$\bullet \Delta R_t = R_t - R_{t-1}$$

— 위의 식의 우변에 위탁 영업수익의 결정식을 대입하면,

$$\bullet \Delta R_t = V_t M_t C_t - V_{t-1} M_{t-1} C_{t-1}$$

— 위의 식의 우변에  $V_{t-1} M_t C_t$ 와  $V_{t-1} M_{t-1} C_t$ 를 빼고 더하면,

$$\begin{aligned} \bullet \Delta R_t &= V_t M_t C_t - V_{t-1} M_t C_t \\ &\quad + V_{t-1} M_t C_t - V_{t-1} M_{t-1} C_t \\ &\quad + V_{t-1} M_{t-1} C_t - V_{t-1} M_{t-1} C_{t-1} \end{aligned}$$

— 위의 식의 우변을 정리하면,

$$\bullet \Delta R_t = \Delta V_t M_t C_t + V_{t-1} \Delta M_t C_t + V_{t-1} M_{t-1} \Delta C_t$$

- 위의 식에 의하면 위탁 영업수익의 변화는 약정대금변화, 금기 시장점유율, 금기 수수료율의 곱과 전기 약정대금, 시장점유율 변화, 금기 수수료율의 곱, 전기 약정대금, 전기 시장점유율, 수수료율 변화의 곱으로 구성되어 있음
  - 위의 식 우변의 첫 번째 항은 약정대금 변화분에 시장점유율과 수수료율을 곱하였기 때문에 약정대금 변화로 인한 위탁 영업수익의 변화분을 의미하게 됨
  - 위의 식 우변의 두 번째 항은 시장점유율 변화분에 약정대금과 수수료율을 곱하였기 때문에 시장점유율 변화로 인한 위탁 영업수익의 변화분을 의미하게 됨
  - 위의 식 우변의 세 번째 항은 수수료율 변화분에 약정대금과 시장점유율을 곱하였기 때문에 수수료율 변화로 인한 위탁 영업수익의 변화분을 의미하게 됨
  - 따라서 각각의 공헌도는 다음과 같이 정의할 수 있음

$$\text{약정대금 변화의 공헌도} = \frac{\Delta V_t M_t C_t}{\Delta R_t}$$

$$\text{시장점유율 변화의 공헌도} = \frac{V_{t-1} \Delta M_t C_t}{\Delta R_t}$$

$$\text{수수료율 변화의 공헌도} = \frac{V_{t-1} M_{t-1} \Delta C_t}{\Delta R_t}$$

○ 평균비용 공헌도의 도출

- 평균비용은 영업비용을 약정대금으로 나누어 산출됨
  - 평균비용( $c_t$ ) = 영업비용( $C_t$ ) / 약정대금( $V_t$ )

— 평균비용의 변화는 다음과 같이 표현됨

$$\bullet \Delta c_t = c_t - c_{t-1}$$

— 위의 식의 우변에 평균비용의 결정식을 대입하면,

$$\bullet \Delta c_t = \frac{C_t}{V_t} - \frac{C_{t-1}}{V_{t-1}}$$

— 위의 식의 우변에  $V_{t-1}M_t C_t$ 와  $V_{t-1}M_{t-1} C_t$ 를 빼고 더하면,

$$\bullet \Delta c_t = \frac{C_t}{V_t} - \frac{C_{t-1}}{V_t} + \frac{C_{t-1}}{V_t} - \frac{C_{t-1}}{V_{t-1}}$$

— 위의 식의 우변을 정리하면,

$$\bullet \Delta c_t = \frac{\Delta C_t}{V_t} - \frac{\Delta V_t}{V_t} \frac{C_{t-1}}{V_{t-1}}$$

— 위의 식에 의하면 평균비용은 영업비용 변화를 금기 약정대금으로 나눈 항과 약정대금 변화율에 전기 평균비용을 곱한 항으로 구성됨

- 위의 식 우변의 첫 번째 항은 영업비용 변화분에 약정대금을 나누어주었기 때문에 영업비용 변화로 인한 평균비용의 변화분을 의미하게 됨
- 위의 식 우변의 두 번째 항은 약정대금의 변화율에 전년도의 평균비용을 곱하였기 때문에 약정대금 변화로 인한 평균비용의 변화분을 의미하게 됨
- 따라서 각각의 공헌도는 다음과 같이 정의할 수 있음

$$\text{영업비용 변화의 공헌도} = \frac{\Delta C_t}{V_t} / \Delta c_t$$

$$\text{약정대금 변화의 공헌도} = - \frac{\Delta V_t}{V_t} \frac{C_{t-1}}{V_{t-1}} / \Delta c_t$$