

# 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

2008. 11

연구위원 신보성  
연구위원 이석훈  
연구원 이진호  
연구원 박신애

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

지난 1990년대 후반부터 2000년대 초반에 걸쳐 국내 증권산업은 중대한 환경변화를 겪게 된다. 1990년대 후반의 위탁매매수수료율 자유화와 온라인거래 활성화, 그리고 2000년대 초반의 증권회사 신규진입에 이르기까지, 짧은 기간 내에 환경변화 요인이 겹치면서 증권산업 내 경쟁도가 상승할 여건이 갖추어진 것이다. 이 보고서는 전술한 환경요인으로 인해 국내 증권산업의 경쟁도가 실제로 변화하였는지, 그리고 변화의 크기는 어느 정도인지를 실증적으로 분석한 최초의 보고서라는 점에서 의미가 크다.

한편, 이 보고서에서는 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석과 더불어, 증권산업의 경쟁도를 변화시킨 요인이 무엇인지에 대해서도 살피고 있다. 경쟁도 변화를 초래한 요인에 대한 분석이 중요한 이유는, 감독당국의 진입정책 및 증권회사의 경영전략 수립에 심대한 영향을 줄 수 있기 때문이다. 예를 들어, 증권산업의 경쟁도 상승이 증권회사 수의 증가에 기인한 것으로 밝혀진다면, 진입제한 정책을 통해 과당경쟁을 방지할 수 있을 것이다. 실제로 증권회사의 대규모 신규진입은 증권산업내 경쟁도를 상승시킨 핵심 요인으로 지목된 바 있다. 그러나 만약 경쟁도 상승이 증권회사 수의 증가가 아닌 여타 요인에서 비롯된 것이라면, 진입제한 정책은 효율적인 증권회사의 신규진입을 억제하는 바람직하지 못한 결과를 초래할 뿐이다.

이 보고서의 분석 결과에 의하면, 증권산업의 경쟁도 상승은 증권회사 수의 증가에 있다기보다는, 국내 증권사들이 취급하는 상품 및 업무의 동질성에서 비롯된 것으로 보인다. 이러한 분석 결과는 진입제한 정책을 통해 증권회사 수의 증가를 억제하더라도 경쟁이 완화될 가능성이 높지 않음을 의미한다. 더불어, 증권회사 입장에서

치열한 가격경쟁을 회피할 수 있는 유일한 길은, 적극적인 차별화를 통해 동질화의 함정에서 벗어나는 것임을 시사한다.

이 보고서는 본 연구원의 신보성 박사, 이석훈 박사가 집필하였다. 이들에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 자료정리 및 데이터 작업에 많은 도움을 준 이진호 연구원, 박신애 연구원, 편집을 담당한 이수연 연구조원에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며 한국증권연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2008년 11월  
한국증권연구원  
원장 김형태

# 목 차

---

---

Executive Summary .....	vi
Abstract .....	ix
I. 서론 .....	3
II. 증권산업의 경쟁도 변화 및 진입제한정책 효과 분석 ....	9
1. 증권산업의 경쟁도 변화 .....	9
2. 진입제한정책의 효과 분석 .....	22
3. 소결: 경쟁도 변화 분석의 시사점 .....	29
III 위탁매매업무의 수요함수 및 비용함수 추정 .....	33
1. 위탁매매시장의 수요함수 변화 .....	34
2. 위탁매매업무의 한계비용 변화 .....	37
3. 소결: 위탁매매 수요함수 및 비용함수 추정의 시사점 .....	46
IV. 결론 및 시사점 .....	51
참고문헌 .....	57

## 표 목 차

---

---

<표 I-1> 증권회사의 신설 및 퇴출 추이 .....	4
<표 II-1> H-통계량과 시장 경쟁정도와의 관계 .....	10
<표 II-2> 분석에 사용된 변수의 정의 .....	12
<표 II-3> 분석에 사용된 변수의 기초통계량 .....	13
<표 II-4> 경쟁도 분석을 위한 구분 (업무/규모) .....	14
<표 II-5> 증권산업의 경쟁도 변화 (전체업무) .....	16
<표 II-6> 증권산업의 경쟁도 변화 (세부업무) .....	17
<표 II-7> 증권회사의 규모별 경쟁도 변화 (전체업무) .....	18
<표 II-8> 증권회사의 규모별 경쟁도 변화 (세부업무) .....	20
<표 II-9> 기간별 증권회사의 경쟁도 변화 .....	23
<표 II-10> 증권회사 규모별 주가상승률 비교 .....	27
<표 II-11> A증권회사와 비교증권회사 간 주가상승률 비교 .....	28
<표 III-1> 로그선형(Log-linear) 수요함수 추정 결과 .....	36

## 그림 목 차

---

---

<그림 I -1> 위탁매매수수료율 및 온라인거래비중 추이 .....	4
<그림 II-1> PBR과 배당성향의 관계 .....	26
<그림 III-1> 개별 증권회사의 위탁매매 한계비용 추정치 .....	40
<그림 III-2> 증권산업의 평균 위탁매매수수료율 및 한계비용 추이 ..	41
<그림 III-3> 개별 증권회사의 위탁매매수수료율 및 한계비용(1997-2001)	43
<그림 III-4> 개별 증권회사의 위탁매매수수료율 및 한계비용(2002-2006)	43
<그림 III-5> 위탁매매업무 수행에 따른 평균비용 증가분 (AIC) .....	45

## <Executive Summary>

지난 1990년대 후반부터 2000년대 초반에 걸쳐 국내 증권산업은 여러 가지 환경변화를 겪게 된다. 즉 1990년대 후반의 위탁매매수수료율 자유화와 온라인거래 활성화, 그리고 2000년대 초반의 증권회사 신규진입 등의 요인이 겹치면서 증권산업 내 경쟁도가 상승할 여건이 갖추어진 것이다. 본 보고서에서는 이러한 환경요인으로 인해 2000년대 들어 증권산업의 경쟁도가 실제로 상승하였는지를 살펴보았다.

Panzar-Rosse 방법론을 통해 국내 증권산업의 경쟁도 변화를 살펴본 결과, 2000년대 들어 증권산업 내 경쟁도는 1990년대에 비해 큰 폭으로 상승하여 사실상 완전경쟁 상태에 도달한 것으로 나타났다. 이러한 경쟁도 상승은 위탁매매업무, 유가증권인수업무, 펀드판매업무 등 거의 모든 업무에서 가격경쟁이 심화된 데 따른 것으로 보인다. 특히 국내 증권회사의 주된 수입원인 위탁매매업무에서의 동질성 심화는 증권산업 내 경쟁도를 높인 핵심 요인으로 작용하였을 가능성이 크다. 위탁매매수수료율 자유화라는 가격경쟁을 촉발할 수 있는 제도적 여건이 갖추어진 상태에서 온라인거래가 활성화되자 위탁매매업무의 동질성이 심화되었고, 그 결과 본격적인 가격경쟁이 시작된 것이다. 온라인거래의 경우 추가서비스 제공에 따른 한계비용이 0에 가깝고, 바로 이 때문에 가격경쟁이 심화된 것은 불가피한 것으로 판단된다. 유가증권 인수시장의 경우도 사정은 비슷하다. 국내 증권회사들은 대부분 단순한 상품(plain vanilla)을 중심으로 위험을 거의 수반하지 않은 단순중개에 가까운 방식으로 인수업무를 영위하고 있는데, 이러한 상태에서는 동질화의 함정에서 벗어나기 어렵고 그 결과 가격경쟁은 필연적일 수밖에 없는 것이다.

증권산업의 경쟁도 분석에 이어, 경쟁도 변화를 가져온 요인을 살펴보기 위해 위탁매매업무의 수요함수를 추정해 보았다. 1992년~1996년(1기), 1997년~2001년(2기), 2002년~2006년(3기)의 세 기간으로 구분하여 위탁매매업무의 수요함수를 추정한 결과, 위탁매매수수료를 자유화 및 온라인거래제도 도입 직후인 2기에 접어들면서 가격탄력도가 높아졌으며, 특히 온라인거래가 성숙단계에 접어든 3기부터는 교차탄력도가 큰 폭으로 상승하였음을 확인할 수 있었다. 이러한 점에서 위탁매매수수료율 자유화와 함께 도입된 온라인거래제도는 소비자의 수요행태를 변화시킴으로써 위탁매매수수료율을 낮추는데 크게 기여하였다고 판단된다. 서비스의 동질화로 소비자의 가격탄력도가 상승하였고, 이로 인해 증권회사들이 가격경쟁을 펼칠 수밖에 없었던 것이다. 그러면 소비자의 수요함수 변화에 대응하여 증권회사들은 앞으로도 수수료율을 지속적으로 인하해 나갈 수 있을 것인가. 이에 대한 대답은 증권회사의 비용함수에 달려 있다.

우선 증권회사의 한계비용을 추정한 결과, 온라인거래제도 도입 직후인 1999년부터 업계 전체적으로 위탁매매업무의 한계비용이 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있었다. 이러한 한계비용 급락에 힘입어 수수료율이 큰 폭으로 하락하는 가운데에서도 증권회사들은 이윤을 얻을 수 있었던 것이다. 그러나 2000년대 들어 한계비용은 더 이상 하락하지 않은 반면, 수수료율은 완만하나마 지속적인 하락세를 이어감으로써 급격한 마진 축소 현상이 나타나고 있다. 이는 한계비용이 낮아질 수 있는 여지가 점차 축소되고, 따라서 수수료율 인하 여력 또한 사라지고 있음을 보여주는 것이다. 이러한 상태에서 만약 수수료율 인하 경쟁이 재연된다면 평균적인 효율성을

가진 증권회사는 손실을 보게 될 가능성이 매우 크다고 하겠다. 향후 위탁매매업무 시장에서 개별 증권회사의 비용효율성이 생존을 위한 관건으로 등장하게 될 것임을 알려주는 대목이다.

끝으로 위탁매매업무 수행에 따른 평균비용의 증가분(average incremental cost, 이하 AIC)의 크기를 추정된 결과, 소형 증권회사 > 중형 증권회사 > 대형 증권회사의 순으로 나타났다. 또한 대형 증권회사의 AIC함수의 기울기는 완만한 반면, 중소형 증권회사의 AIC함수는 매우 가파른 모양새를 띠고 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 분석결과가 주는 시사점은 주식시장이 침체에 빠짐으로써 위탁매매 약정규모가 감소할 경우 중소형 증권회사의 평균비용이 가장 가파르게 상승하게 되고, 그 결과 손실을 입을 가능성이 매우 높다는 것이다. 결국 위탁매매업무, 특히 리테일 위탁매매업무의 경우 중소형 증권회사가 경쟁력을 갖추기란 쉽지 않으며, 따라서 중소형 증권회사의 경우 보다 제한된 영역에서 자신만의 강점을 발휘할 수 있는 업무에 특화할 필요성이 높다고 하겠다.

## <Abstract>

The financial environment of the securities industry was in flux for about a decade beginning in the mid-nineties. In other words, the securities industry saw a more competitive environment due to the deregulation of brokerage rates in the late 1990s, the increased presence of online trading, and lower entry barriers for securities firms. This report examines whether these environmental changes actually increased competition in the securities industry in the 2000s.

By using the Panzar-Rosse methodology to measure the degree of competition in the domestic securities industry, our results show that it increased significantly in the early 2000s and has even indicated close to perfect competition. The increase in competition degree of the whole industry reflects that price competition increased for brokerage, underwriting, fund sales and almost all other businesses. The homogenization of the brokerage businesses which is the main revenue source for securities firms is likely to be the most important factor of increasing competition within the securities industry. In combination with the regulatory changes that encouraged price competition, the growth of online trading exacerbated the monopoly power of brokerage businesses through the person-to-person approach and branch networks. It is widely believed that the marginal cost of the online trading service, which is close to zero, inevitably furthered the price competition. The underwriting service was also in similar price competition environments. Domestic securities firms mostly competed for their underwriting business

by providing plain vanilla types of services that did not require any risk taking. This trapped their underwriting services in a homogenous group, and as a result they had no choice but face fierce price competition.

The higher entry barriers and thus the decreased number of securities firms might not stop the price competition that resulted from the homogenization of services in the domestic securities industry. In fact, our estimates of competition after heightened entry barriers are a little higher. This result is consistent with the Bertrand paradox which states the number of firms is no longer an important factor driving price competition once products and services are homogenized and more than two competitors exist. From this perspective, protection of the securities industry from over-competition may not be achieved by government regulations such as entry barrier policies that decrease price competition. Rather, this may increase the license premium of the securities firms as a side effect. In fact, the existence of the license premium could be confirmed from the fact that despite weak revenue structures, stock prices of small and medium size of securities firms' have increased more than large firms during periods with high entry barriers.

Considering that capital, the number of branches, and total employees are factors increasing monopoly power, we also analyzed how the competition securities firms faced varied with their capital size. The results show that competition conditions of

3 big securities firms changed from monopoly in late 1990s to monopolistic competition in early 2000s, while that of small or medium sized firms changed from monopolistic competition to perfect competition. This implies that although both groups faced higher competition in the early 2000s, small or medium size firms competed more severely and thus needed strategies to survive.

In attempt to examine factors behind the change of competition conditions in the securities industry, we estimated the demand function of brokerage services over 1992-1996 (1st period), 1997-2001 (2nd period) and 2002-2006 (3rd period), respectively. According to the results, the price elasticity of demand was higher in the 2nd period than in the 1st period, experiencing deregulation on commission fees and the introduction of online trading. The cross elasticity of demand jumped up in the 3rd period, when online trading services were fully developed by almost all securities firms. It is inferred that the online trading services affected consumer price sensitivity through the homogenization of the brokerage service, which triggered competitive brokerage rates in combination with the deregulation of commission fees. As a result, lower brokerage rates reflected the change in the consumer behavior showing price sensitivity. However, without considering the cost side, it is still an open question whether securities firms' prices have been close to the marginal costs despite lowered prices responding to these changes in the demand function. Therefore, the cost function of brokerage services might need to be examined.

Estimates of the marginal cost of brokerage services decreased significantly for most firms after the introduction of online trading services. In particular, in 1999 and 2000, the cost drop allowed many securities firms to obtain higher profits despite price reduction. However, since 2000, the securities firms have faced lower markups as the price decreased steadily despite stable marginal cost. Furthermore, it shows that securities firms don't have much space to decrease brokerage fees and the increase in price competition triggered by external factors, probably forces securities firms to accept lower profits. It suggests that individual cost efficiency through synergy or management should be the most important strategy to survive in the brokerage business in the future.

Finally, the average cost estimates of the brokerage business indicate that the average cost of large firms is the lowest and those of small firms are the highest. The slope of the average cost function of small or medium size firms is much steeper than that of large securities firms. Its implication is that small or medium size firms are more likely to be faced with loss by an increase in the average cost when stock markets are down. As a result, with their disadvantage in retail brokerage services, small or medium size firms should focus on a special area that they have an advantage in or circumvent direct competition against large size firms, for instance, serving clients such as small or medium enterprises.

## 1. 서론

---



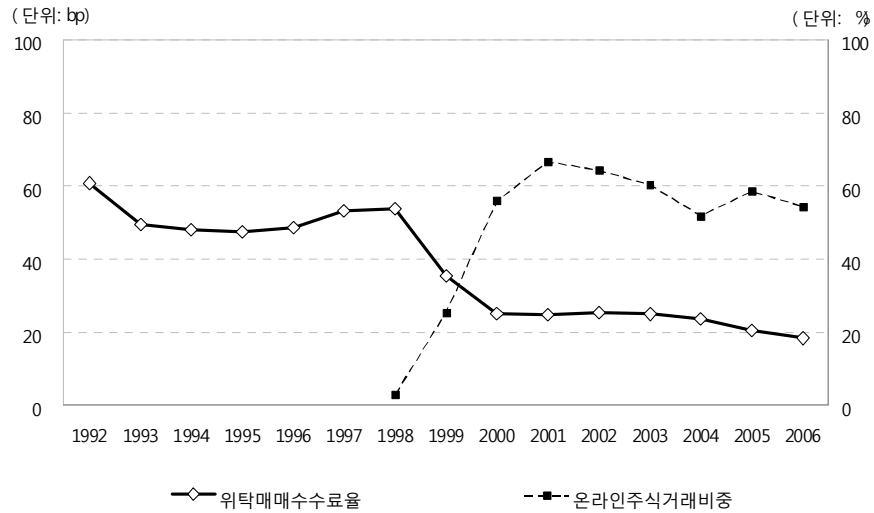
## I. 서론

지난 1990년대 후반부터 2000년대 초반에 걸쳐 국내 증권산업은 전례 없는 환경변화를 겪게 된다. 우선, 1997년 9월에는 오랜 기간 고정되어 있던 위탁매매수수료율이 자유화되었고, 이로 인해 표준화된 서비스인 위탁매매업무의 수수료율이 하락할 여건이 갖추어지게 된다. 이러한 제도적인 여건변화와 더불어 수수료율 하락을 더욱 촉진할 수 있는 환경변화가 있었는데, 그것은 다름 아닌 온라인거래의 활성화이다. 1997년 4월 처음으로 도입된 온라인거래는 기존의 오프라인거래를 빠르게 대체해 나갔다. 그런데 온라인거래의 경우 서비스제공에 따른 한계비용이 매우 낮고, 따라서 애초부터 가격인하 경쟁에 노출될 가능성이 잠재되어 있었다. 실제로 1997년 말 53.3bp에 달하던 위탁매매수수료율은, 이후 급속히 하락하여 2006년 말에는 18.4bp까지 떨어지게 된다(<그림 I-1> 참고). 이러한 점에서 1990년대 후반의 위탁매매수수료율 자유화 및 온라인거래 활성화는 가격경쟁을 촉발시키고, 그 결과 증권산업 내 경쟁도를 심화시켰을 가능성이 크다고 평가된다.

위탁매매수수료율 자유화 및 온라인거래 활성화 조치와는 별도로, 지난 2000년도에 이루어진 증권회사의 대규모 신규진입 역시 증권산업 내 가격경쟁을 심화시켰다는 주장이 강하게 제기되었다. 1999년~2000년 동안 이루어진 활발한 신규진입에 힘입어 1999년 37개였던 증권회사 수는 2000년에는 44개로 증가하였는데, 이러한 증권회사 수 증가가 증권산업을 과당경쟁으로 몰고간 핵심요인으로 작용하였다는 것이다(<표 I-1> 참고). 업계를 중심으로 제기된 이러한 주장은, 후일 감독당국의 암묵적인 증권회사 신설제한 조치로 이어지게 된다.

#### 4 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

<그림 1-1> 위탁매매수수료율 및 온라인거래비중 추이



<표 1-1> 증권회사의 신설 및 퇴출 추이

년도	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
신설	0	0	0	1	2	0	2	4	10	0	2	0	0	1	0
퇴출 (합병포함)	0	0	0	0	0	0	5	1	1	1	2	0	3	2	0
전체 증권회사	32	32	32	33	35	35	32	35	44	43	43	43	40	39	40

주 : 국내 증권회사 대상

자료 : 한국증권업협회

본 보고서는 전술한 환경요인에 힘입어 2000년대 들어 증권산업의 경쟁도가 실제로 변화하였는지, 변화하였다면 그 크기는 어느 정도인지, 그리고 경쟁도를 변화시킨 주된 요인은 무엇인지를 파악하는데 목적을

두고 있다. 이를 위해 우선 Panzar-Rosse 방법론을 통해 증권산업의 경쟁도 변화를 분석한다. 보다 구체적으로 2000년대 들어 주요 업무별로 증권산업 내 경쟁도가 어떻게 변화되었는지, 그리고 증권회사 규모별로 경쟁도가 상이하게 나타나는지에 대해 검증한다. 아울러 과당경쟁 방지를 목적으로 지난 2004년부터 취해진 증권회사 신규진입 제한 조치가 증권산업 내 경쟁도에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대해서도 살펴본다.

한편, 본 보고서에서는 증권산업 내 경쟁도 분석과는 별도로 위탁매매업무의 수요함수(demand function)를 추정하였는데, 이는 국내 증권회사의 가장 큰 수입원인 위탁매매 시장에서 고객들의 행태가 어떻게 변화되었는지를 살펴봄으로써 경쟁도 상승을 가져온 근본적인 원인을 밝히기 위한 것이다. 끝으로, 위탁매매업무의 수요함수 추정에 이어 국내 증권회사가 위탁매매업무에서 부담하는 한계비용의 크기를 추정한다. 위탁매매업무에서의 한계비용 추정이 중요한 이유는, 증권회사들이 가격인하 경쟁의 와중에 위탁매매업무에서 어느 정도의 마진(markup)을 얻고 있는지, 그리고 가격경쟁이 앞으로도 지속될 여지가 있는지에 대한 중요한 시사점을 얻을 수 있기 때문이다.

본 보고서의 주요 분석결과를 정리하면 다음과 같다. 우선 Panzar-Rosse 방법론을 통해 국내 증권산업의 경쟁도 변화를 살펴본 결과, 2000년대 들어 국내 증권회사들이 직면하는 경쟁도는 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다. 이러한 경쟁도 상승은 모든 업무에 걸쳐, 그리고 대형 증권회사, 중소형 증권회사 가릴 것 없이 모든 증권회사에서 공통적으로 확인되고 있다. 국내 증권산업에서 이처럼 경쟁도가 급격히 상승한 가장 큰 이유는 업무 및 상품의 동질화에 있는 것으로 보인다. 우선 위탁매매업무의 경우, 위탁매매수수료를 자유화로 가격경쟁을 촉발할 수 있는 제도적 여건이 갖추어졌고, 이러한 상태에서 온라인거래가 활성화되자 그렇지 않아도 차별화가 어려운 위탁매매업무의 동질성이 심화되었다. 그리고 이러한 상품 및 서비스의 동질성 심화는 당연히 치열한 가격경쟁으로 이어지게 된 것이다. 유가증권 인

## 6 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

수시장의 경우도 사정은 비슷하다. 국내 증권회사는 대부분 단순한 상품 (plain vanilla)을 중심으로 위험을 거의 수반하지 않는 단순중개에 가까운 방식으로 인수업무를 영위하고 있는데, 이러한 상태에서는 동질화의 함정에서 벗어나기 어렵고, 그 결과 가격경쟁은 필연적일 수밖에 없는 것이다. 상품 및 서비스의 동질화에 따른 가격경쟁은 진입제한을 통해 경쟁자 수를 억제하더라도 완화되기 어렵다. 실제로 지난 2004년부터 취해진 증권회사 신규진입 제한 조치에도 불구하고 증권산업 내 경쟁도는 오히려 더 심화된 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 상품과 서비스의 동질화가 진행된 상태에서는 경쟁자 수가 증권산업 내 경쟁도를 좌우하는 핵심요인이 아님을 시사하는 것이다.

한편, 증권산업 내 경쟁도 변화를 가져온 요인을 살펴보기 위해 위탁매매업무의 수요함수를 추정한 결과, 위탁매매수수료를 자유화와 함께 도입된 온라인거래 제도는 소비자의 수요행태를 변화시켰다는 사실을 확인할 수 있었다. 서비스의 동질성 심화로 소비자들의 가격탄력도가 상승하였고, 이로 인해 증권회사들이 가격경쟁을 펼칠 수밖에 없었다는 것이다. 그러나 문제는 이러한 가격경쟁이 더 이상 지속되기 어렵다는데 있다. 증권회사의 한계비용 변화를 살펴본 결과, 2000년대 들어 위탁매매업무의 한계비용은 더 이상 하락하지 않는 반면, 수수료율은 완만하나마 지속적인 하락세를 이어감으로써 마진이 급격히 축소되고 있는 것으로 나타났다. 이는 한계비용이 낮아질 수 있는 여지가 점차 축소되고 있고, 따라서 수수료율 인하 여력 또한 사라지고 있음을 보여주는 것이다. 이러한 분석결과들은 국내 증권회사가 동질화의 함정에서 벗어나야 하고, 이를 위해서는 차별화된 전략의 수립 및 추진이 시급함을 시사한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 이어지는 II장에서는 Panzar-Rosse 방법론을 통해 국내 증권산업의 경쟁도 변화를 분석한다. 그리고 III장에서는 위탁매매업무의 수요함수와 비용함수를 추정하며, 끝으로 IV장에서는 결론 및 시사점을 제시한다.

## II. 증권산업의 경쟁도 변화 및 진입제한정책 효과 분석

---



## II. 증권산업의 경쟁도 변화 및 진입제한정책 효과 분석

이 장에서는 우리나라 증권산업의 경쟁도가 어떻게 변화되어 왔는지를 실증분석한다. 보다 구체적으로 1990년대 후반과 2000년대 초반에 취해진 위탁매매수수료율 자유화, 온라인거래 활성화, 신규진입자 증대 등의 요인이 증권회사의 주요 업무별 경쟁도에 어떠한 영향을 주었는지 분석한다. 이와 함께 이러한 경쟁도 변화가 증권회사의 규모에 따라 다르게 나타나는지에 대해서도 알아본다. 한편, 지난 2004년부터 2007년 중반에 이르기까지 과당경쟁을 억제하기 위해 암묵적인 진입제한 정책이 취해졌는데, 이러한 진입제한 정책이 증권산업의 경쟁도 심화를 차단하는 효과를 실제로 거두었는지에 대해서도 살펴보기로 한다.

### 1. 증권산업의 경쟁도 변화

#### 가. 분석모형

본 보고서에서 경쟁도 변화에 대한 분석은 Panzar-Rosse 방법론을 따른다. 동 방법론은 투입물의 비용 변화에 대응한 기업의 가격책정 전략이 시장구조에 따라 상이하며, 이러한 상이한 가격책정 전략으로 인해 기업의 총수입에도 변화가 초래된다는 점에 착안하고 있다. 우선 독점시장의 경우, 투입물의 한계비용이 상승하면 독점 기업은 이윤극대화를 위해 생산량을 줄이고<sup>1)</sup>, 그 결과 총수입이 감소하게 된다. 결국 독점기업의 총수입 변화는 투입요소의 비용변화와 음(-)의 관계를 띤다.<sup>2)</sup> 이와는 반대로 경쟁시장의 경우 투입물의 한계비용이 상승하면 기존의 시장가격 하에서

- 
- 1) 독점기업 입장에서는 이윤극대화를 위해 한계수입을 높아진 한계비용 수준에 일치시켜야 하는데, 한계수입을 높이기 위해서는 생산량을 감소시켜야 함
  - 2) 이에 대한 증명은 Panzar and Rosse(1987)를 참고

10 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

모든 기업들은 손실을 보게 되며, 따라서 정상이익(normal profit) 확보를 위해 산출물의 가격을 인상함에 따라 개별기업의 총수입도 증가한다. 이로 인해 경쟁시장에서 사업을 영위하는 기업의 총수입 변화는 투입요소의 비용변화와 양(+)의 관계를 갖게 되는 것이다. 결과적으로, 투입물의 비용 상승이 비례적인 총수입 증가를 가져온다면 완전경쟁시장, 투입물의 비용 상승이 일정수준의 총수입 증가를 가져온다면 다소 경쟁적인 시장이라고 할 수 있겠다. 이상의 논의는 투입물의 비용변화에 따른 수입 탄력도의 합( $H \equiv \sum (\delta R / \delta w_i)(w_i / R)$ ,  $R$ : 총수입,  $w_i$ : 투입물  $i$ 의 단위비용)의 부호 및 크기를 통해 완전경쟁시장, 독점적 경쟁시장, 독점시장인지의 여부를 용이하게 확인할 수 있음을 의미한다(<표 II-1> 참고).

<표 II-1> H-통계량과 시장 경쟁정도와의 관계

H-통계량	시장의 경쟁정도
$H \leq 0$	독점
$0 < H < 1$	독점적 경쟁
$H = 1$	완전경쟁

한편, H-통계량은 식(1)과 같은 축약형 함수(reduced-form function)의 추정을 통해 구해진다.<sup>3)</sup>

$$\ln R_i = \alpha_1 \ln w_i + \alpha_2 \ln f_i + \alpha_3 \ln k_i + \sum_{k=1}^K \beta_k x_i^k + \epsilon_i \quad (1)$$

3) De Bandt and Davis(2000)

우선 종속변수인  $R_i$ 는 총수입을 나타내는 변수로서, 분석의 필요에 따라 영업수익, 수탁수수료수익, 인수·주선·기타수익의 형태를 띠게 된다. 예를 들어 증권회사가 영위하는 모든 업무에서의 경쟁도 변화를 분석하는 경우에는 영업수익을 종속변수로 사용하지만, 위탁매매업무와 투자은행·자산관리업무 등의 세부 업무에서의 경쟁도를 분석할 때는 각각 수탁수수료수익과 인수·주선·기타수익을 종속변수로 사용하게 된다. 다음으로 설명변수 중  $w_i$ 는 단위당 인건비로서 투자상담수수료가 포함된 인건비를 총인원으로 나눈 값이다. 단위당 금융비를 표시하는  $f_i$ 는 이자비용을 자금조달총액으로 나누어 계산하였으며,  $k_i$ 는 단위당 물건비로서 (영업비용-인건비-이자비용)을 총지점수로 나눈 값이다.<sup>4)</sup> 식(1)의 회귀분석을 통해 얻게 되는 회귀계수  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ 는 각각 상이한 생산요소의 요소탄력도를 나타내며, 따라서 이들 세 회귀계수의 합이 총투입비용 변화에 대응한 총수입의 변화를 나타내는 H-통계량( $H \equiv \alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3$ )이 된다.

한편, 식(1)에는 단위당 요소투입비용 이외에 증권회사의 수입에 영향을 줄 수 있는 다양한 외생변수들( $x_i^k$ )이 포함되어 있다. 보다 구체적으로, 증권회사의 평판이나 규모를 나타내는 자기자본의 크기<sup>5)</sup>, 리테일 위탁매매업무 수입에 영향을 줄 수 있는 점포수, 주식시장 상황에 따른 수입변화를 통제하기 위한 년도더미 변수, 증권회사의 수익구조<sup>6)</sup> 등이 외생변수로 채택되었다. 아래의 <표 II-2>는 분석에 사용된 변수에 대한 정의를 보여주고 있다.

---

4) 이원흠(1992), 정지만 외(2000)  
 5) Carter and Manaster(1990)  
 6) Tsutsui and Kamesaka(2005), Park(2006)

12 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

<표 II-2> 분석에 사용된 변수의 정의

		변수의 정의
종속변수 ( $R_i$ )		영업수익, 수탁수수료수익, 인수·주선·기타수익 <sup>1)</sup>
독립변수	투입요소 가격변수	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 단위당인건비(<math>w_i</math>) = 인건비<sup>2)</sup>/총인원</li> <li>• 단위당금융비(<math>f_i</math>) = 이자비용/자금조달총액<sup>3)</sup></li> <li>• 단위당물건비(<math>k_i</math>) = (영업비용-인건비-이자비용)/총지점수</li> </ul>
	외생변수 ( $x_i^k$ )	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자기자본</li> <li>• 점포수</li> <li>• 인수 및 주선수수료수익/수탁수수료수익</li> <li>• 이자수익/수탁수수료수익</li> <li>• 자기거래수익/수탁수수료수익</li> </ul>

주 1) 인수·주선·기타수익 = 인수·주선+자기매매+신용거래 업무 수익

2) 인건비 = 급여+퇴직급여+복리후생비+투자상담수수료

3) 자금조달총액 = 고객예수금+콜머니+차입금+은행차입금+증금차입금+후순위차입금+환매조건부채권매도+사채+후순위사채+발행어음+CMA수탁금+유동성장기부채+후순위유동성장기부채

나. 분석기간

경쟁도 분석을 위한 전체 기간은 1992년~2006년(회계년도 기준)인데, 본 보고서에서는 전체 분석기간을 1990년대(1992년~1999년)와 2000년대(2000년~2006년)로 세분하여 이들 두 기간 사이의 H-통계량 변화추이를 통해 증권산업 경쟁도 변화를 살핀다. 이처럼 분석기간을 구분한 이유는, 제반 환경요인으로 인해 2000년대 들어 증권산업의 경쟁도가 변화되었을 가능성이 매우 높기 때문이다. 즉, 위탁매매수수료를 자유화(1997년) 및 온라인거래 도입(1997년), 증권회사 설립에 필요한 최소자본금 요건 축소(1997년, 2000년)에 따른 증권회사의 신규진입에 이르기까지,

1990년대 후반과 2000년대 초반에 집중적으로 이루어진 환경변화는 증권산업 내 경쟁도를 이전과는 전혀 다른 수준으로 변화시켰을 가능성이 크다는 것이다. 한편, 상기 분석기간 중 경쟁도 분석에 필요한 개별 증권회사의 재무정보는 한국상장사협의회의 자료를 사용하였다.<sup>7)</sup>

### 다. 기초통계량

<표 II-3>은 1990년대(1992년~1999년)와 2000년대(2000년~2006년)에 걸쳐 주요변수들의 평균과 표준편차가 어떻게 변하였는지를 보여주고 있다.

<표 II-3> 분석에 사용된 변수의 기초통계량

	1992년~1999년		2000년~2006년	
	평균	표준편차	평균	표준편차
영업수익	2,662	3,130	4,329	4,565
단위당인건비	57.7	27.5	82.0	17.2
단위당금융비	2.6	2.3	4.4	3.2
단위당물건비	43.0	28.2	51.9	40.0
자기자본	4,709	3,921	5,849	5,356
수탁수수료수익	990	1,261	1,015	1,004
인수주선수수료수익	185	216	95	86
이자수익	426	354	597	669
자기매매 수익	1,061	1,576	2,623	3,145
관찰 수	214		147	

주 1) 단위당인건비를 제외한 모든 변수는 실질변수임 (2006년 물가수준을 기준)  
 2) 단위당금융비(%), 단위당인건비(백만원)를 제외한 모든 변수의 단위는 억원임

7) 과거 시계열 자료 확보문제로 인해 상장 증권사만을 분석대상으로 삼았음

14 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

<표 II-3>에서 알 수 있듯이, 영업수익은 1990년대 평균 2,662억원이 었으나 2000년대에는 4,329억원 규모로 증가하였으며, 단위당인건비, 단 위당금융비, 단위당물건비 또한 큰 폭으로 늘었음을 알 수 있다. 부문별 수익을 살펴보면, 자기매매 수익이 가장 큰 폭으로 늘어났고 이자수익 또한 비교적 높은 증가율을 보이고 있다. 반면, 수탁수수료 수익은 소폭 늘어나는데 그쳤으며, 인수주선수수료 수익은 오히려 감소한 점이 두드 러진다.

라. 경쟁도 분석 결과<sup>8)</sup>

여기에서는 먼저 증권회사가 취급하는 주요 업무별로 경쟁도 변화를 측정한다. 다시 말해 증권회사의 업무를 전체업무(영업수익), 위탁매매업 무(위탁매매수익), 인수·주선·기타업무(인수·주선·기타수익)의 세 가 지로 나누어 개별 업무에서의 경쟁도 변화를 분석한다. 다음으로, 증권 회사의 규모에 따라 개별 증권회사가 체감하는 경쟁도가 달라질 수 있 다는 점에 착안, 대형 3개 증권회사와 중소형 증권회사로 구분하여 경쟁 도 변화를 분석하기로 한다.

<표 II-4> 경쟁도 분석을 위한 구분 (업무/규모)

분석기준	구분
업무별	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 전체업무(영업수익)</li> <li>• 위탁매매업무 (위탁매매수익)</li> <li>• 인수·주선·기타업무 (인수·주선·기타수익)<sup>1)</sup></li> </ul>
규모별	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대형 3개 증권회사</li> <li>• 대형 3개 증권회사 이외의 중소형 증권회사</li> </ul>

주 1) 인수·주선·기타수익 = 인수·주선+자기매매+신용거래 업무 수익

8) 이 절의 주요 내용은 Lee and Shin (2008)에 의존하고 있음

### 1) 업무별 경쟁도

전체업무에서의 경쟁도, 즉 영업수익을 종속변수로 두고 경쟁도를 분석한 결과를 보면, H-통계치는 1990년대 0.516으로 독점적 경쟁시장이었으나 2000년대 들어 0.888로 상승함으로써 완전경쟁시장으로 변모하였음을 알 수 있다(<표 II-5> 참고). 이러한 결과는 2000년대 들어 위탁매매수수료율의 자유화, 온라인거래 활성화, 증권회사 수 증가 등의 요인이 작용하여 경쟁도가 높아졌을 것이라는 추론을 지지하는 것이다.

다음으로 <표 II-6>에는 증권회사의 업무를 위탁매매업무와 인수·주선·기타업무로 세분화하여 경쟁도를 분석한 결과가 나타나 있다. 우선 위탁매매업무 시장의 경우 1990년대 0.313이던 H-통계치는 2000년대에는 0.897로 상승함으로써 완전경쟁시장으로 변모하였음을 보여주고 있다. 1990년대의 경우 위탁매매수수료율 규제 하에서 오프라인 위주의 영업이 이루어짐에 따라 상대적으로 경쟁도가 낮게 형성되었으나, 1990년대 후반에 단행된 위탁매매수수료율 자유화, 온라인거래 활성화 등을 배경으로 경쟁이 심화된 것으로 보인다. 특히 온라인거래 활성화는 경쟁도 상승에 결정적인 영향을 미친 것으로 판단된다. 실제로 위탁매매수수료율이 자유화된 이듬해인 1998년까지도 위탁매매수수료율은 별다른 변화를 보이지 않았으나, 1999년 들어 온라인거래가 본격적으로 활성화되기 시작하자마자 위탁매매수수료율이 급격히 하락하였다는 사실은 이를 잘 보여준다(<그림 I-1> 참고).

전술한 논의는 증권산업 내 경쟁 심화의 핵심적인 원인을 증권회사 수 증가에서만 찾는 것이 온당치 않을 수 있음을 시사한다. 이는 위탁매매수수료율의 본격적인 하락이 증권회사의 대규모 신규진입이 있었던 2000년이 아니라, 온라인거래가 활성화되기 시작한 1999년부터 나타났다는 점에서도 확인된다(<그림 I-1> 참고).

16 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

<표 II-5> 증권산업의 경쟁도 변화 (전체업무)

변수	전체기간	1990년대	2000년대
H-통계치	0.770	0.516	0.888
$F$ -검정 : $H=0$	93.46** (0.000)	22.54** (0.000)	57.02** (0.000)
$F$ -검정 : $H=1$	8.19** (0.004)	19.77** (0.000)	0.90 (0.343)
$R^2$	0.9318	0.937	0.927

주: \*\*, \* 는 F 검정 결과 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 표시하며, ( ) 안의 숫자는 p-값을 나타냄

한편, <표 II-6>를 보면 인수·주선·기타업무의 H-통계치도 1990년대 0.851에서 2000년대 1.062로 상승하여, 위탁매매업무의 경우와 마찬가지로 경쟁이 심화되고 있는 것으로 나타났다. 그런데 한 가지 주목할 점은 인수·주선·기타업무의 경우 위탁매매업무와는 달리 1990년대에도 이미 완전경쟁에 가까운 상태를 보이고 있었다는 것이다. 이는 인수업무의 경우 점포망이 경쟁을 제한하는 효과가 미미할 뿐 아니라, 국내 증권회사의 인수업무가 단순한 상품 위주의 단순중개에 가까워 자본력이 부족한 중소형 증권회사들도 참여가 용이했다는 점에 기인한 것으로 보인다. 다시 말해, 낙후된 국내 인수시장 환경으로 인해 대형 증권회사뿐만 아니라 중소형 증권회사들까지도 인수업무에 활발히 참여하고 있었고, 그 결과 인수·주선·기타업무 시장은 이미 1990년대부터 완전경쟁시장에 근접해 있었다는 것이다.

<표 II-6> 증권산업의 경쟁도 변화 (세부업무)

구 분	위탁매매업무			인수·주선·기타업무		
	전체기간	1990년대	2000년대	전체기간	1990년대	2000년대
H-통계치	0.626	0.313	0.897	0.967	0.851	1.062
F-검정 : H=0	32.63** (0.000)	6.76* (0.010)	22.77** (0.000)	108.99** (0.000)	37.03** (0.000)	77.97** (0.000)
F-검정 : H=1	11.48** (0.000)	32.45** (0.000)	0.29 (0.588)	0.12 (0.725)	1.12 (0.290)	0.27 (0.602)
R <sup>2</sup>	0.875	0.921	0.845	0.910	0.894	0.917

주: \*\*, \* 는 F 검정 결과 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 표시하며, ( ) 안의 숫자는 p-값을 나타냄

## 2) 규모별 경쟁도

여기에서는 대형 3개 증권회사와 중소형 증권회사가 직면하는 경쟁도가 달라질 수 있다는 점을 감안하여, 증권회사의 규모별 경쟁도 변화를 살펴본다. 증권회사 규모별로 경쟁도가 상이할 수 있는 것은 자기자본의 크기, 점포수, 직원수 등의 차이가 경쟁을 완화하는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다.

$$\ln R_i = \gamma_1 \ln w_i + \gamma_2 \ln f_i + \gamma_3 \ln k_i + \sum_{k=1}^K \delta_k x_i^k \quad (2)$$

$$+ (\gamma_4 \ln w_i + \gamma_5 \ln f_i + \gamma_6 \ln k_i) \times big3\_dummy + \epsilon_i$$

식(2)는 대형 3개 증권회사와 나머지 증권회사가 직면하는 경쟁도를 살펴보기 위한 것으로, big3\_dummy는 해당 증권회사가 대형3사 중의 하나이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 따라서 중소형

18 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

증권회사의 H-통계량은  $\gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3$ 이며, 대형 증권회사의 H-통계량은  $\gamma_1 + \gamma_2 + \gamma_3 + \gamma_4 + \gamma_5 + \gamma_6$ 이다.

우선 전체업무에서의 증권회사 규모별 경쟁도 변화를 살펴보면, 대형 3개 증권회사의 경우 1990년대 독점상태에서 2000년대 들어서는 독점적 경쟁 상태(H-통계치, 0.101→0.458)에, 중소형 증권회사의 경우에는 1990년대 독점적 경쟁에서 완전경쟁 상태(H-통계치, 0.542→0.917)에 놓이게 되었음을 알 수 있다(<표 II-7> 참고). 대형 증권회사와 중소형 증권회사 모두 2000년대 들어 1990년대에 비해 더 높은 경쟁에 직면하고 있지만, 특히 중소형 증권회사가 보다 경쟁적인 환경에 처해 있다는 것이다. 이러한 사실에 비추어 증권회사의 자기자본이나 점포수, 인력규모 등은 개별 증권회사가 직면하는 경쟁도에 실제로 영향을 주고 있는 것으로 판단된다.

<표 II-7> 증권회사의 규모별 경쟁도 변화 (전체업무)

구 분		전체기간	1990년대	2000년대
대형 3개 증권회사	H-통계치	0.502	0.101	0.458
	F-검정: $H_{big3} = 0$	12.11** (0.000)	0.30 (0.587)	1.80 (0.181)
	F-검정: $H_{big3} = 1$	11.82** (0.000)	23.14** (0.000)	2.52 (0.114)
중소형 증권회사	H-통계치	0.785	0.542	0.917
	F-검정: $H = 0$	99.33** (0.000)	25.74** (0.000)	58.17** (0.000)
	F-검정: $H = 1$	7.28** (0.007)	18.34** (0.000)	0.47 (0.494)
$R^2$		0.934	0.942	0.930

주: \*\*, \* 는 F 검정 결과 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 표시하며, ( ) 안의 숫자는 p-값을 나타냄

다음으로 <표 II-8>를 통해 증권회사 규모별 경쟁도 변화를 세부업 무별로 살펴보자. 먼저 위탁매매업무 시장에서의 경쟁도를 보면, 대형 3개 증권회사의 경우 1990년대 독점상태에서 2000년대 들어서는 독점적 경쟁 상태로(H-통계치,  $-0.100 \rightarrow 0.309$ ), 중소형 증권회사의 경우에는 1990년대 독점적 경쟁에서 완전경쟁 상태(H-통계치,  $0.320 \rightarrow 0.896$ )로 변모하였음을 알 수 있다. 중소형 증권회사에 비해 대형 3개 증권회사가 위탁매매업무에서 직면하는 경쟁도 상승이 제한적인데는 다음의 두 가지 요인이 작용하고 있는 것으로 보인다. 첫째, 법인위탁매매의 경우 양질의 기업분석보고서 제공여부가 경쟁력의 원천이며, 따라서 자본력에 여유가 있는 대형 증권회사 이외의 증권회사에서는 상당한 고정비가 투입되는 리서치부문을 상시 가동하기 어렵다. 둘째, 개인위탁매매의 경우 온라인 거래 비중이 확대되고 있지만, 아직까지 대형 증권회사들이 제공하는 대규모 오프라인 점포망은 위탁매매시장에서의 경쟁을 일정 부분 완화시키는 역할을 하고 있기 때문으로 보인다.

<표 II-8> 증권회사의 규모별 경쟁도 변화 (세부업무)

구 분		위탁매매업무			인수·주선·기타업무		
		전체 기간	1990년대	2000년대	전체 기간	1990년대	2000년대
대형 3개 증권회사	H-통계치	0.368	-0.100	0.309	0.575	0.299	0.441
	F-검정 : $H_{big3} = 0$	3.13 (0.077)	0.21 (0.644)	0.29 (0.590)	11.02** (0.001)	1.48 (0.225)	1.49 (0.224)
	F-검정 : $H_{big3} = 1$	9.16** (0.002)	25.83** (0.000)	1.45 (0.230)	6.12 (0.013)	8.10** (0.004)	2.39 (0.124)
중소형 증권회사	H-통계치	0.636	0.320	0.896	0.985	0.893	1.092
	F-검정 : $H = 0$	33.22** (0.000)	7.05** (0.008)	21.52** (0.000)	115.71** (0.000)	42.29** (0.000)	80.34** (0.000)
	F-검정 : $H = 1$	10.80** (0.001)	31.68** (0.000)	0.29 (0.594)	0.03 (0.864)	0.60 (0.438)	0.57 (0.451)
$R^2$		0.876	0.924	0.847	0.914	0.902	0.920

주: \*\*, \* 는 F 검정 결과 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 표시하며, ( ) 안의 숫자는 p-값을 나타냄

끝으로 인수·주선·기타업무에서의 경쟁도를 보면, 대형 3개 증권회사의 경우 1990년대 독점적 지위를 누리고 있었지만 2000년대 들어서는 독점적 경쟁 상황에 놓이게 된 것으로 분석되었다(H-통계치, 0.299→0.441). 중소형 증권회사가 직면하는 경쟁도 역시 2000년대 들어 상승하기는 하였지만, 대형 3개 증권회사와는 달리 중소형 증권회사들은 이미 1990년대부터 완전경쟁 상태에 놓여 있었음을 알 수 있다(H-통계치, 0.893→1.092). 한편, 앞서 살펴본 위탁매매업무의 경우에 비해 인수·주선·기타업무에서의 경쟁도 상승폭이 작게 나타나고 있는데, 이는 위탁매매수수료를 자유화, 온라인거래 활성화 등 주요 환경변화가 위탁매매업무 시장에서 집중되었기 때문으로 판단된다.

### 3) 강건성 검증

Panzar-Rosse 방법론은 분석대상 산업이 장기균형상태에 놓여 있음을 암묵적으로 전제하고 있으며, 따라서 만약 해당 산업이 균형상태가 아니라면 전술한 분석결과는 신뢰하기 어렵다. 다시 말해 전술한 분석기간 동안 국내 증권산업이 장기균형 상태에 놓여 있어야 한다는 것이다.

장기균형 상태 여부에 대한 검증은 투입요소의 비용변화에 대비한 ROE(return on equity)의 변화정도를 살펴봄으로써 이루어지는데, 만약 투입요소의 비용변화에 대비한 ROE의 탄력도가 0에 가까울 경우 장기균형상태에 놓여 있는 것으로 본다<sup>9)</sup>. 이러한 점을 감안하여 균형분석을 시행한 결과 1990년대, 2000년대의 ROE 탄력도는 각각 0.06, 0.06으로 나타나 장기균형 상태임을 확인할 수 있었다. 더불어 증권회사 규모를 기준으로 세분화한 경우에도 장기균형 상태는 여전히 성립하였다.

한편, 전술한 경쟁도 분석 결과는 최소자승법(OLS)을 통해 추정된 것인데, 개별 증권사 특유의 요인을 통제하기 위해 고정효과모형(fixed-effect model)과 더불어 랜덤효과모형(random-effect model)을 이용한 패널분석을 추가로 시행해 보았다. 패널분석을 통해 추정된 결과는 OLS에 의한 추정결과와 질적으로 동일하게 나타나, 본 연구의 분석결과는 추정기법의 선택과 상관없이 성립함을 확인할 수 있었다.

9) 만약 시장이 장기균형에 있다면 투입요소 비용이 변화하더라도 기업의 이윤은 영향을 받지 않을 것이기 때문임

## 2. 진입제한정책의 효과 분석<sup>10)</sup>

앞 절에서 살펴본 바와 같이, 2000년대 들어 증권산업 내 경쟁도는 1990년대에 비해 큰 폭으로 상승하였는데, 이러한 경쟁도 상승은 주요 업무에서의 가격인하 경쟁에서 비롯된 것으로 보인다. 1999년 32.8bp 수준이던 주식 위탁매매수수료율은 2006년 18.4bp로 절반 이하 수준으로 떨어졌으며, 동 기간 동안 펀드판매보수율 역시 120bp에서 27.6bp까지 하락한 점은 증권회사 간 가격경쟁 양상이 심화되었음을 잘 보여주고 있다. 그런데 이러한 가격경쟁 심화가 증권회사 수의 증가 때문이라는 주장이 업계를 중심으로 제기되었으며, 나아가 증권회사 간 과당경쟁이 증권산업 발전에 심각한 문제를 야기할 수 있다는 비판이 대두되었다. 즉, 증권회사 수 증가에 따른 과당경쟁은 증권회사의 수익성을 저하시킴으로써 투자은행 업무 등 새로운 수익기반 확대를 위한 투자를 위축시킬 수 있다는 것이다. 이러한 주장은 지난 2004년 이후 취해진 암묵적인 진입제한정책의 중요한 논거로 작용한 바 있다. 이 절에서는 지난 2004년 이후 3년여 간 지속된 진입제한정책이 당초의 정책목표를 달성하였는지, 즉 신규진입제한으로 인해 증권산업 내 경쟁도가 하락하였는지, 그리고 진입제한정책에 따른 부작용은 없었는지를 살펴보기로 한다.

### 가. 진입제한정책과 경쟁도 변화

<표 II-8>에는 2000년~2006년의 기간을 진입제한 이전(2000년~2003년)과 진입제한 이후(2004년~2006년)로 나누어 경쟁도를 분석한 결과가 나타나 있다. 그런데 진입제한정책이 시작된 2004년 이후 증권산업 전체의 경쟁도는 오히려 심화되었음을 확인할 수 있다(H-통계치, 0.668→

---

10) 이 부분은 신보성 외 2인(2007)을 주로 참고한 것임

0.925). 이는 기대와는 달리 진입제한정책이 경쟁억제 효과를 제대로 발휘하지 못하였음을 보여주는 것이다.

<표 II-9> 기간별 증권회사의 경쟁도 변화

구 분		2000년~2003년	2004년~2006년	
증권산업 전체	H-통계치	0.668	0.925	
	F-검정	H=0	20.40** (0.000)	12.85** (0.001)
		H=1	5.03* (0.028)	0.08 (0.773)
대형 3개 증권회사	H-통계치	0.178	0.824	
	F-검정	H=0	0.19 (0.663)	0.72 (0.400)
		H=1	4.10* (0.047)	0.03 (0.857)
중소형 증권회사	H-통계치	0.685	0.953	
	F-검정	H=0	19.43** (0.000)	12.43** (0.001)
		H=1	4.12* (0.046)	0.03 (0.863)

주: \*\*, \* 는 F 검정 결과 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 표시하며, ( ) 안의 숫자는 p-값을 나타냄

당시 증권회사의 신규진입을 제한한 논거는 증권회사 수를 제한함으로써 과당경쟁을 방지한다는 것이었다. 그러나 증권회사들이 동질적인 상품을 두고 경쟁하는 상태에서는, 진입제한을 통해 증권회사 수의 증가를 억제하더라도 경쟁도 저하효과가 나타나기 어렵다. 실제로 국내의 경우 외국과는 달리 규모의 구분 없이 거의 모든 증권회사들은 동질적인 상품·고객·업무를 두고 경쟁하고 있다. 우선 가장 큰 수익원인 위탁매매의 경우 증권회사의 규모에 관계없이 홀세일, 리테일, 온라인, 오프라

## 24 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

인에 이르기까지 전방위적으로 경쟁하고 있다. 유가증권 인수업무의 경우에도 사정은 비슷하다. 국내 증권회사의 경우 극히 단순하고 표준화된 형태의 유가증권에만 의존하고 있어, 자본력이 취약한 중소형 증권회사들까지도 무차별적으로 경쟁에 참여하고 있다는 것이다. 그러나 이처럼 차별화 없이 동질적인 상품·고객·업무를 두고 경쟁할 경우, 경쟁자 수와 관계없이 가격경쟁은 지속될 수밖에 없다(Bertrand competition). 다시 말해 신규진입을 억제하더라도 이러한 가격경쟁 양상이 중단되기를 기대하기는 어렵다는 것이다.

한편, 진입제한 이후 증권회사 규모별 경쟁도 변화를 보면, 대형 증권회사가 직면하는 경쟁도 상승폭(H-통계치, 0.178→0.824, 상승폭: 0.646)이 중소형 증권회사(H-통계치, 0.685→0.953, 상승폭: 0.268)에 비해 훨씬 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 위탁매매업무에서의 동질성 심화와 중소형 증권회사의 유가증권 인수시장 참여 확대로 설명 가능하다.

2000년대 들어 온라인거래 비중이 큰 폭으로 확대되면서 오프라인 시장에서 점포수가 갖는 경쟁억제 효과가 감소하였고<sup>11)</sup>, 그 결과 대형 증권회사들이 체감하는 경쟁도는 시간이 갈수록 큰 폭으로 상승하게 된 것이다. 또한 유가증권 인수시장의 경우, 위탁매매업무에서의 경쟁심화로 수익이 악화되자 중소형 증권회사들이 인수시장에 대한 참여를 확대하였고, 이에 따라 주로 대형 증권회사의 영역이던 인수시장에서의 경쟁도 역시 높아지게 된 것으로 보인다. 이는 물론 대형 증권회사들이 자본력과 인력이 취약한 중소형 증권회사들의 진입을 차단할 만큼 충분한 차별화를 이루어내지 못했음을 의미한다. 다시 말해 자본력과 인력의 차이에 따른 차별화가 이루어져야 할 인수시장에서조차 동질화가 심화되었고, 그 결과 대형 증권회사들이 직면하는 경쟁도가 급격히 상승한 것

---

11) 오프라인 시장에서 점포수는 여전히 경쟁우위 요인의 하나지만, 과거에 비해서는 점포수가 갖는 중요성이 상대적으로 둔화되고 있는 것으로 보임

이다. 이러한 점에서 진입제한 정책을 통해 특히 대형 증권회사들의 수익기반을 안정화시킴으로써 대형 투자은행으로 발돋움할 수 있는 여건을 제공한다는 당초의 정책목표는 달성되지 못한 것으로 평가된다. 그리고 이상의 논의는 진입제한정책을 통해서는 증권산업의 수익성과 경쟁력을 제고하기 어렵다는 것을 시사한다.

### 나. 라이선스 프리미엄(license premium) 분석

어떤 증권회사가 장기적으로 생존이 어렵다면, 해당 증권회사의 대주주는 다른 곳에 회사를 매각하거나 아니면 투하자본의 회수에 나서게 된다. 실제로 주식시장 상황이 극히 나빴던 지난 2003년~2004년의 경우, PBR이 1에 미치지 못하는 중소형 증권회사들을 중심으로 고배당을 통한 자본회수 움직임이 있었다.<sup>12)</sup> 실제로 <그림 II-1>을 보면, PBR이 낮은 증권회사일수록 배당성향이 높게 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 이는 물론 PBR < 1일 경우 청산가치가 시장가치보다 높아 대주주 입장에서 다른 곳에 회사를 매각하는 대안은 생각하기 어려우며, 따라서 자신이 투여한 자본을 회사 밖으로 인출하는 것이 유일한 대안이었기 때문으로 보인다. 이러한 점에서 당시 장기생존 가능성이 낮은 것으로 평가되던 일부 중소형 증권회사들은 투하자본 회수를 통해 점진적인 퇴출에 나서기 시작하였다고 볼 수 있다.

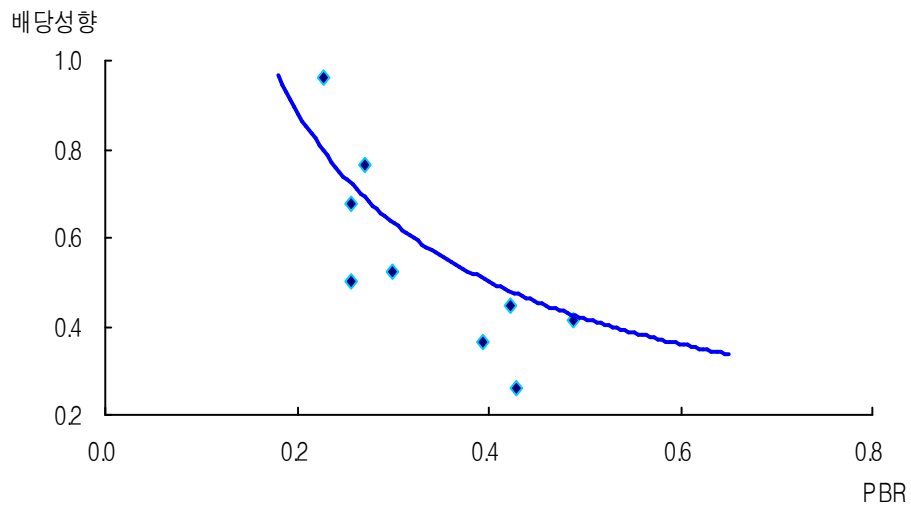
그런데 이처럼 일부 중소형 증권회사들이 자발적인 퇴출 혹은 자본의 사외유출을 고려하고 있는 상황에서, 정부가 신규진입 희망자의 진입에 제한을 가할 경우 이들 증권회사들은 퇴출을 지연시킴으로써 라이선스 프리미엄을 높이려고 시도할 수 있다. 특히, 자본시장통합법안의 제

12) PBR < 1이라는 말은 주주입장에서 투하자본의 수익률이 자기자본비용에도 미치지 못함을 의미함

26 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

정 발표 이후 신규진입 희망자가 늘어나는 상황에서 진입제한정책이 지속될 경우 이러한 현상은 심화될 수밖에 없다.

<그림 II-1> PBR과 배당성향의 관계



주 : FY2003 기준  
자료 : 신보성(2004)

<표 II-10>에는 자본시장통합법안 제정 발표일(2006년 2월 17일)부터 감독당국의 증권회사 설립제한정책 철회 발표일(2007년 6월 19일)까지의 증권회사 규모별 주가상승률(시장대비초과수익률)이 나타나 있다. 분석결과를 보면 대형 증권회사, 중소형 증권회사 가릴 것 없이 증권업종 전체가 시장대비 높은 수익률을 시현하고 있다는 점에서, 자본시장통합법에 대한 기대가 많이 반영된 것으로 보인다. 그러나 동 기간 주가상승률 전부가 자본시장통합법 도입의 기대효과라고 보기는 어려우며, 진입제한에 따른 라이선스 프리미엄이 일부 작용한 것으로 판단된다. 이러한 점은 중소형 증권회사들의 주가상승률을 보면 확연하게 드러난다. 실

제로 <표 II-10>에 따르면, 중소형 증권회사들의 주가상승률이 대형 증권회사보다 더 높다는 것을 알 수 있는데, 이러한 결과는 소형 증권회사로 갈수록 영업수지율 등 수익성이 취약하다는 점, 자본시장통합법안의 주요 내용이 대형 증권회사에 대한 혜택을 주로 담고 있다는 점과는 배치되는 것이다.

**<표 II-10> 증권회사 규모별 주가상승률 비교**

구 분 <sup>1)</sup>	대형 증권회사	중소형 증권회사
주가상승률 <sup>2)</sup>	48.5%	63.3%

- 주 1) 상장증권회사 중 FY2006말 현재 자기자본 1조원 이상을 대형 증권회사(6개사), 1조원 이하를 중소형 증권회사(17개사)로 분류함  
 2) 주가상승률은 시장대비초과수익률로서, 배당락, 유상증자 등에 따른 가격변화 효과를 반영한 FN-Guide Pro에서 추출한 수정주가를 사용하여 계산하였음. 표본기간은 2006년 2월 17일부터 2007년 6월 19일까지임

라이센스 프리미엄의 크기를 정확히 살펴보기 위해서는, 규모와 수익성이 유사한 증권회사들 중에서 이미 다른 곳에 인수되어 라이센스 프리미엄이 형성될 수 없는 곳과 라이센스 프리미엄의 형성 가능성이 존재하는 곳을 비교할 필요가 있다. 보다 구체적으로 여기에서는 이미 다른 곳에 인수된 A증권회사(2005년에 인수)의 주가상승률을 유사한 규모와 수익성을 가진 다른 증권회사들의 주가상승률과 비교해 보았다. 분석 결과는 <표 II-11>에 정리되어 있는데, 분석기간 동안 A증권회사의 주가상승률은 주가지수대비 5.9% 상승하는데 그친 반면, 비교대상 증권회사들로 구성된 포트폴리오의 주가상승률은 무려 64.0%에 달하였다.<sup>13)</sup> 이러한 주가상승률 격차는 주로 라이센스 프리미엄으로 설명 가능하다고

13) A증권과 자기자본, 영업수지율이 유사한 세 증권회사의 주식을 동일한 비율로 편입한 포트폴리오를 상정함

28 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

판단되며, 그 크기는 분석기간 동안 이루어진 주가상승분의 58.1%에 달하는 것으로 추정된다.

<표 II-11> A증권회사와 비교증권회사 간 주가상승률 비교

구 분	주가상승률 <sup>2)</sup>
A증권회사 (a)	5.9%
비교증권회사 <sup>1)</sup> (b)	64.0%
라이센스 프리미엄 (b-a)	58.1%

주 1) FY2005말 현재 자기자본 및 영업수지율이 A증권회사와 유사한 세 증권회사로 구성된 포트폴리오임

2) 주가상승률은 시장대비초과수익률로서, 배당락, 유상증자 등에 따른 가격변화 효과를 반영한 FN-Guide Pro에서 추출한 수정주가를 사용하여 계산하였음. 표본기간은 2006년 2월 17일부터 2007년 6월 19일까지임

앞에서 살펴본 바와 같이 진입제한 정책은 기존 증권회사, 특히 생존력이 떨어지는 일부 소형 증권회사의 라이선스 프리미엄을 상승시킨 것으로 평가된다. 그런데 이러한 라이선스 프리미엄 상승은 다음과 같은 부작용을 가져올 수 있다. 첫째, 라이선스 프리미엄의 상승을 경험한 증권회사들의 퇴출을 지연시킴으로써 구조조정이 원활히 이루어지지 못하는 결과를 야기한다. 이로 인해 증권회사 수를 제한하려는 진입제한정책이 오히려 증권회사 수 감소를 저해하는 요인으로 작용할 수도 있다. 둘째, 라이선스 프리미엄 상승은 기존 증권회사 인수를 통해 증권업에 진출하려는 자의 진입비용을 상승시키게 되는데, 그 결과 기존 증권회사들보다 효율적인 경쟁자의 진입을 좌절시킨다. 결국 경쟁제한적인 정책은 증권산업 전체의 효율성을 저해한다는 점에서 바람직하지 않다고 하겠다.

### 3. 소결: 경쟁도 변화 분석의 시사점

2000년대 들어 증권산업 내 경쟁도는 1990년대에 비해 큰 폭으로 상승하였는데, 이러한 경쟁도 상승은 위탁매매업무, 유가증권인수업무, 펀드판매업무 등 거의 모든 업무에서 가격경쟁이 심화된 데 따른 것이다. 특히 국내 증권회사의 주된 수입원인 위탁매매업무에서의 동질성 심화는 증권산업 내 경쟁도를 높인 핵심 요인으로 작용한 것으로 판단된다.

위탁매매수수료를 자유화로 가격경쟁을 촉발할 수 있는 제도적 여건이 갖추어졌고, 이러한 상태에서 온라인거래가 활성화되자 그렇지 않아도 차별화가 어려운 위탁매매업무의 동질성이 심화되었다. 그리고 이러한 상품 및 서비스의 동질성 심화는 당연히 치열한 가격경쟁으로 이어지게 된 것이다. 특히 온라인거래의 경우 추가서비스 제공에 따른 한계비용이 0에 가깝고, 바로 이 때문에 가격경쟁이 심화되는 것은 불가피했던 것으로 판단된다. 유가증권 인수시장의 경우도 사정은 비슷하다. 국내 증권회사들은 대부분 단순한 상품을 중심으로 위험을 거의 수반하지 않은 단순중개에 가까운 방식으로 인수업무를 영위하고 있는데, 이러한 상태에서는 동질화의 함정에서 벗어나기 어렵고, 그 결과 가격경쟁은 필연적이다. 국내 증권산업에 벌어지고 있는 상품이나 서비스 동질화로 인한 가격경쟁은 진입제한을 통해 증권회사의 수를 제한하더라도 중단되기 어렵다. 감독 당국의 증권회사 신규진입제한 조치 이후에도 증권산업의 경쟁도가 지속적으로 높아졌다는 점은 이를 잘 보여준다. 증권산업의 경쟁력 제고는 진입제한과 같은 경쟁억제 정책에 의해서는 달성될 수 없으며, 라이선스 프리미엄 형성을 통해 구조조정을 지연시킬 뿐이라는 것이다.

국내 증권산업이 가격경쟁 압력에서 벗어날 수 있는 길은 혁신 노력에 기반한 차별화이다. 차별화 노력을 통해 동질성의 굴레에서 탈피함으로써 남들이 흉내내기 어려운 진입장벽을 구축하고, 그 결과 높은 수익

### 30 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

을 창출하게 되는 것이다. 그런데 차별화를 위한 혁신 노력은 경쟁적인 환경에서만 달성 가능하며, 따라서 과도한 진입장벽은 증권산업, 나아가 자본시장 발전에 좋지 않은 영향을 미칠 수 있다는 점에서 지양되는 것이 바람직하다고 하겠다.

### III. 위탁매매업무 수요함수 및 비용함수 추정

---



### III. 위탁매매업무의 수요함수 및 비용함수 추정

II장에서는 Panzar-Rosse 방법론을 통해 국내 증권산업의 경쟁도가 2000년대 들어 큰 폭으로 상승하였다는 점을 확인할 수 있었는데, 여기에는 위탁매매시장에서의 경쟁도 상승이 결정적인 기여를 했을 가능성이 크다. 실제로 II장의 <표 II-5>와 <표 II-6>을 보면, 2000년~2006년 동안 증권회사 전체업무에서의 경쟁도를 나타내는 H-통계치의 값(0.888)이 위탁매매업무의 H-통계치(0.897)와 거의 흡사하다는 점을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 위탁매매업무가 국내 증권회사의 수익에서 차지하는 비중이 50%를 웃돌고 있어, 동 시장에서의 경쟁도가 증권산업 내 경쟁도 전반에 미치는 효과가 매우 크기 때문인 것으로 판단된다.

이 장에서는 증권산업 내 경쟁도에 가장 큰 영향을 주는 것으로 보이는 위탁매매시장에서의 경쟁도 변화를 가져온 요인에 대해 살펴보기로 한다. 즉, II장에서 Panzar-Rosse 방법론을 통해 경쟁도 자체를 측정하는데 초점을 둔 반면, 이 장에서는 위탁매매 고객의 수요함수(demand function)가 어떻게 달라졌는지를 분석함으로써, 경쟁도 상승을 가져온 보다 근본적인 원인을 밝히고자 한다. 만약 수요함수 추정을 통해 고객들의 가격탄력도가 높아진 것으로 드러날 경우, 이는 고객들의 행태변화에 따라 가격경쟁이 심화되었고, 그 결과 증권산업 내 경쟁도가 상승할 수밖에 없었음을 의미한다. 다시 말해 증권산업 내 경쟁도 심화는 고객들의 행태변화라는 근본적인 원인에 대응한 자연스런 결과라는 것이다.

위탁매매업무의 수요함수를 추정된 후에는, 국내 증권회사들이 위탁매매업무에서 부담하는 한계비용의 크기를 분석한다. 위탁매매업무에서의 한계비용 추정이 중요한 이유는, 증권회사들이 가격인하 경쟁의 와중에 위탁매매업무에서 어느 정도의 마진을 얻고 있는지, 그리고 가격경쟁이 앞으로도 지속될 여지가 있는지에 대한 중요한 시사점을 얻을 수 있기 때문이다.

## 1. 위탁매매시장의 수요함수 변화

여기에서는 위탁매매서비스에 대한 수요함수 추정을 통해 시기별로 가격탄력도가 어떻게 변화되어 왔는지를 살펴보는 데, 수요함수의 추정은 1992년~1996년(1기), 1997년~2001년(2기), 2002년~2006년(3기)의 세 기간으로 구분하여 이루어진다. 1기와 2기의 구분은 위탁매매수수료율 자유화 및 온라인거래 제도 도입이라는 중요한 제도·환경 변화를 기준으로 하고 있으며, 2기와 3기의 구분은 제도변화의 초기단계와 성숙단계에서 수요함수가 달라질 수 있다는 점을 고려한 것이다. 구체적인 가격탄력도 변화는 다음과 같은 로그선형(log-linear) 수요함수의 추정을 통해 측정된다.

$$\begin{aligned} \log(q_{1i}) = & \beta_1 + \beta_2 \log(p_{1i}) + \beta_3 \log\left(\sum_{j \neq i} w_j p_{1j}\right) + \beta_4 \log(\text{자산}) \quad (1) \\ & + \beta_5 \log(\text{점포수}) + \beta_6 \log(\text{점포별 직원수}) \\ & + \beta_7 \log(\text{코스피 주가지수}) + e \end{aligned}$$

종속변수인  $\log(q_{1i})$ 는 개별 증권회사의 위탁매매 약정규모를 나타낸다. 그리고 이러한 위탁매매 약정규모에 영향을 주는 독립변수로는 우선 해당 증권회사의 위탁매매수수료율( $\log(p_{1i})$ )이 포함되는데, 이 변수의 회귀계수인  $\beta_2$ 는 자사의 위탁매매수수료율 변화에 대해서 위탁매매 약정규모가 얼마만큼 변화하는지를 나타내는 가격탄력도(price elasticity)가 된다. 한편,  $\log\left(\sum_{j \neq i} w_j p_{1j}\right)$ 는 경쟁 증권회사들의 위탁매매 수수료율을 시장 점유율로 가중 평균한 값인데, 이 변수의 회귀계수( $\beta_3$ )를 통해 증권회사 간 위탁매매수수료율에 대한 교차탄력도(cross elasticity)를 파악할

수 있다.<sup>14)</sup> 끝으로 개별 증권회사의 위탁매매 약정규모에 영향을 주는 통제변수들이 포함되었는데, 여기에는 코스피 주가지수, 개별 증권회사의 총자산 규모, 점포수, 점포당 직원수 등이 있다. 여기서의 자료들은 Panzar-Rosse 분석자료와 일치성을 유지하기 위하여 앞서 사용한 상장협 자료를 기초로 하되 위탁매매 약정규모 및 추가적인 자료는 금융통계시스템 자료를 이용하였다.

수요함수에 대한 추정결과는 <표 III-1>에 나타나 있다. 우선 개별 증권회사가 직면하는 가격탄력도는 1기에서 -0.87이었으나 2기에서는 -1.02로 확대되었음을 알 수 있다. 즉, 위탁매매수수료율이 자유화됨과 동시에 온라인거래가 도입된 2기로 옮겨가면서 가격탄력도가 높아졌다는 것이다. 온라인거래가 도입된 후에는 거래빈도가 증가하는 경향을 띠는데, 이럴 경우 고객들은 거래 증권회사의 수수료율에 매우 민감하게 반응하게 된다. 이러한 점에서 온라인거래의 도입 및 활성화는 위탁매매수수료율 자유화의 효과를 한층 심화·증폭시켰다고 할 수 있다.

분석결과를 통해 발견되는 한 가지 흥미로운 점은, 2기에서 3기로 전환되는 과정에서 가격탄력도는 하락하는 반면, 교차탄력도는 0.204에서 2.155로 큰 폭으로 상승하고 있다는 것이다. 다시 말해, 2기와 3기로 넘어가면서, 개별 증권회사의 위탁매매에 대한 수요(약정규모)가 경쟁 증권회사의 수수료율 변화에 보다 민감하게 반응하였다는 것이다. 이에 대한 가능한 설명은 위탁매매서비스의 동질화가 가속화되었다는 점을 들 수 있다.

온라인거래의 도입 초기 시점인 2기에서는 개별 증권회사별로 온라

---

14) 원래 교차탄력도는 특정 경쟁 증권회사의 위탁매매수수료율 변화에 대해 개별 증권회사의 위탁매매 약정규모가 얼마만큼 변화하는지를 나타내는 지수임. 그러나 여기에서는 Coccoresse(2005), Roller and Sickles(2000)의 방법론에 따라 경쟁 증권회사 전체 그룹의 가중평균가격지수에 대한 개별 증권회사의 수요변화를 교차탄력도로 사용함

36 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

인서비스의 내용이나 질적인 측면에서 어느 정도의 차별화 여지가 존재한다. 그러나 온라인거래 도입 후 일정시간이 경과한 3기에 접어들게 되면, 경쟁적인 모방을 통해 온라인서비스에서의 차이가 급속히 소멸될 가능성이 크다. 그런데 이처럼 극단적인 상품 및 서비스의 동질화가 이루어진 상태에서는 경쟁 증권회사가 약간의 수수료율만 변경하더라도 고객들이 극히 민감하게 반응하게 된다. 뿐만 아니라 시간이 흐름에 따라 온라인서비스의 차이가 소멸될 경우에는 거래증권회사 교체에 수반되는 비용이 낮아지고, 그 결과 수수료율에 반응하는 정도 또한 더욱 커질 수 있는 것이다. 결론적으로 위탁매매수수율 자유화와 더불어 도입된 온라인매매제도는 소비자의 수요행태를 변화시킴으로써 위탁매매수수율을 낮추는데 크게 기여하였다고 판단된다.

<표 III-1> Log-linear 수요함수 추정 결과

독립변수	분석기간		
	1기 (92~96)	2기 (97~01)	3기 (02~06)
log(위탁매매수수율)	-0.868** (0.284)	-1.024** (0.145)	-0.950** (0.095)
log(경쟁사 가중평균 위탁매매수수율)	0.280 (0.407)	0.204 (0.170)	2.155* (1.087)
log(자산)	0.372** (0.094)	-0.073 (0.092)	-0.121* (0.051)
log(점포수)	0.664** (0.102)	1.267** (0.125)	1.461** (0.072)
log(점포별 직원수)	0.945** (0.130)	1.243** (0.223)	1.066** (0.150)
log(주가지수)	0.685** (0.173)	1.200** (0.097)	0.922* (0.354)
상수	3.46** (1.953)	5.16** (0.964)	0.439 (5.902)
R <sup>2</sup>	0.921	0.939	0.958
# of observation	130	96	96

주: \*\*, \* 는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 표시하며, ( ) 안의 숫자는 추정오차를 나타냄

## 2. 위탁매매업무의 한계비용 변화

앞 절에서는 위탁매매수수료를 자유화 및 온라인거래 활성화를 배경으로 고객들의 가격탄력도 및 교차탄력도가 높아졌고, 이러한 수요함수 변화는 위탁매매수수료를 하락으로 이어졌다는 점을 확인하였다. 다시 말해 증권회사들은 수요함수 변화에 맞서 위탁매매수수료를 인하로 대응해 왔다는 것이다. 그러면 이러한 위탁매매수수료 인하는 증권회사 수익에 어떤 영향을 주었을까. 만약 수수료가 한계비용보다 더 빨리 하락하였다면 증권회사 수익성은 이전에 비해 한층 악화되고 있을 것이다. 반면 위탁매매 수수료를 하락에도 불구하고 온라인거래 활성화 등의 요인으로 위탁매매업무 수행에 따른 한계비용이 더 큰 폭으로 하락했다면, 오히려 추가적인 수수료율 인하 여력도 존재할 수 있다.

이러한 관점에서 이 절에서는 위탁매매업무의 한계비용을 추정하고, 동 추정결과에 기반하여 위탁매매업무에서의 마진 추이를 살펴보기로 한다. 아울러 증권회사 규모별로 위탁매매업무에서의 평균비용함수가 어떻게 형성되고 있는지를 살펴봄으로써, 향후 증권회사 규모별로 위탁매매업무 추진과 관련한 전략적 시사점을 제시한다.

### 가. 위탁매매업무의 한계비용 추정

여기에서는 위탁매매업무의 한계비용 추이를 살펴보기 위해 식(2)과 같은 다제품 트랜스로그 비용함수(multiproduct translog cost function)를 추정한다.<sup>15)</sup>

15) 이러한 다제품 트랜스로그 비용함수는 은행산업이나 증권산업의 비용함수 추정을 위해 널리 사용됨(Berger et al.(1987), Goldberg et al.(1991))

$$\begin{aligned} \ln C(q, w) = & \alpha + \sum_i \beta_i \ln q_i + \sum_i \sum_j \beta_{ij} \ln q_i \ln q_j \\ & + \sum_k \gamma_k \ln w_k + \sum_k \sum_l \gamma_{kl} \ln w_k \ln w_l + \sum_i \sum_k \delta_{ik} \ln q_i \ln w_k + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

다제품 트랜스로그 비용함수는, 한 기업이 여러 가지 다양한 산출물이나 서비스들을 제공하고 있어 개별 산출물이나 서비스 제공에 소요되는 비용들을 직접적으로 구별해내기 어려울 때 매우 유용하다. 즉 다제품 트랜스로그 비용함수에서는 전체 비용을 개별산출물들과 단위당 요소비용들이 결합된 함수의 형태로 정의함으로써, 개별 산출물의 변화가 전체 비용에 어떤 영향을 주고 있는지 손쉽게 구할 수 있다. 이에 따라 개별 산출물에 직접적으로 대응되는 비용을 사전적으로 알기 어려운 상태에서도, 다제품 트랜스로그 비용함수를 추정하면 해당 산출물 생산에 수반되는 비용(한계비용과 평균비용)을 파악할 수 있는 것이다.

식(2)에서 종속변수인  $C(q, w)$ 는 위탁매매, 인수주선, 펀드판매, 자기매매 등의 업무수행 과정에서 소요되는 총비용을 나타낸다. 이러한 총비용에는 인건비, 판관비, 그리고 상기 업무 수행과정에서 발생하는 각종 수수료비용이 포함된다.<sup>16)</sup>

다음으로 독립변수 중 산출물( $q_i$ )에는 위탁매매 약정규모, 인수주선 규모, 펀드판매 규모, 자기매매 관련 거래규모가 포함되는 반면, 전체 수익에서 차지하는 비중이 미미한 자산관리 및 신종증권판매와 관련한 산출물은 배제하였다.<sup>17)</sup> 끝으로 독립변수 중, 단위당 요소비용( $w_k$ )은 단위당 인건비, 단위당 자본비용(물건비용)으로 구성된다. 단위당 인건비는

16) 핵심적인 업무활동과 관련성이 낮은 비용들, 예를 들어 이자비용이나 주식매매관련 평가손실 등은 총비용 계산 시 고려하지 않음

17) 인수주선 규모는 유가증권 주간사 실적 및 인수 실적의 합이며, 펀드판매 규모는 개별 증권회사의 펀드판매수익을 연도별 증권산업의 평균 펀드판매수수료율로 나눈 값임

인건비와 투자상담수수료의 합을 임직원수로 나누어 구했으며, 단위당 자본비용은 전술한 총비용에서 인건비를 차감한 값을 점포수로 나누어 계산하였다.

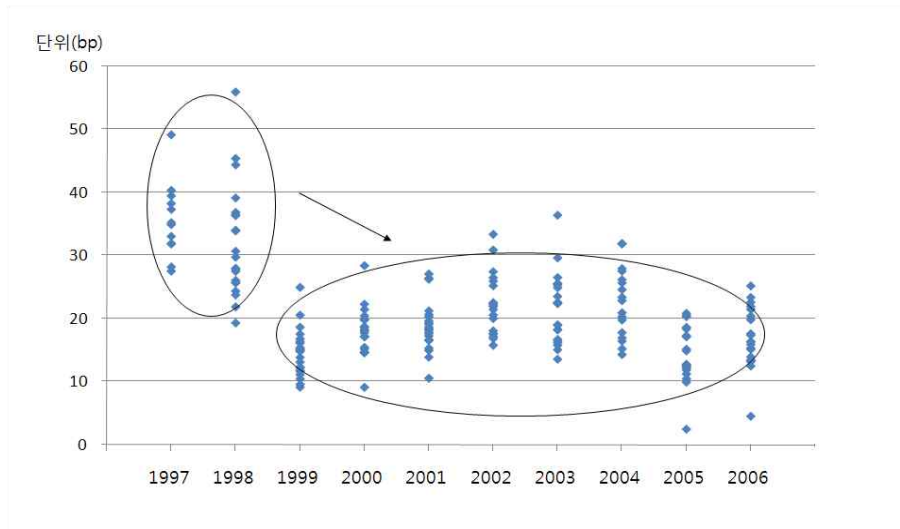
위탁매매업무에서의 한계비용은 식(2)을 위탁매매 약정규모( $q_1$ )로 미분한 다음, 식(2)에서 추정된 계수들을 대응시킴으로써 구해진다. 위탁매매업무의 한계비용을 나타내는 식(3)을 보면, 위탁매매업무의 한계비용이 위탁매매 산출량 변화에 따른 전체비용의 변화율(탄력도)과 전체비용을 위탁매매 산출량(약정규모)으로 나눈 값의 곱이라는 점을 확인할 수 있다. 식(3)에서 한 가지 주목할 점은, 만약 위탁매매업무에서 규모의 경제 효과가 존재( $C(q,w)/q_1$ 이 체감)한다면 위탁매매약정규모( $q_1$ )와 한계비용의 크기는 반대방향으로 움직이게 된다는 사실이다.

$$MC(q,w) = (\beta_1 + 2\beta_{11}\ln q_1 + \sum_{j \neq 1} \beta_{1j}\ln q_j + \sum_k \delta_{1k}\ln w_k)(C(q,w)/q_1) \quad (3)$$

<그림 Ⅲ-1>에는 개별 증권회사들의 년도별 위탁매매 한계비용 추정치가 나타나 있는데, 온라인거래제도 도입 직후인 1999년부터 위탁매매업무의 한계비용이 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있다. 이는 온라인거래의 경우 일정 수준의 고정비가 투입되고 나면 추가 서비스 제공에 따른 한계비용이 0에 가깝고, 따라서 온라인거래 비중이 확대되는 과정에서 위탁매매업무에서의 한계비용이 급락하였기 때문으로 판단된다. 한편, 2002년부터 2004년까지 한계비용이 갑자기 상승한 이유는, 이 기간 주식시장이 극도의 침체상태에 빠짐에 따라 위탁매매 약정규모가 큰 폭으로 줄었기 때문이다.<sup>18)</sup>

18) 식(3)에서 보는 바와 같이, 규모의 경제가 존재하는 상태에서는 위탁매매 약정규모가 줄면 한계비용은 상승하게 됨

<그림 III-1> 개별 증권회사의 위탁매매 한계비용 추정치



### 나. 위탁매매업무의 마진

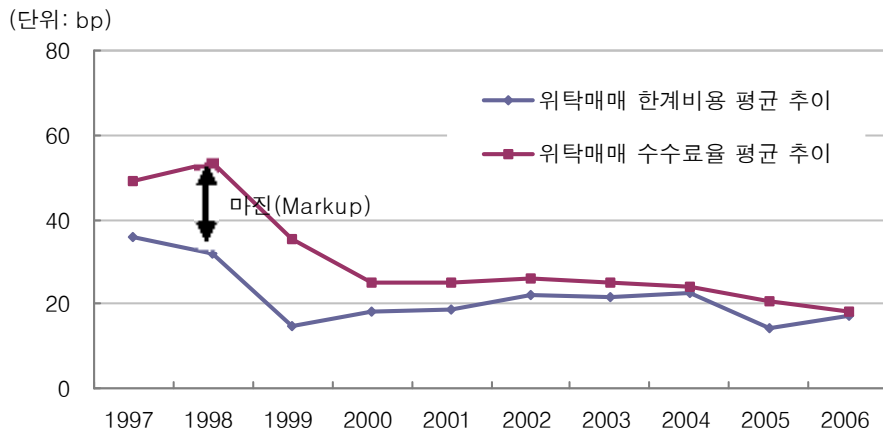
위탁매매업무의 수요함수 및 한계비용 추정결과를 통해 확인할 수 있는 사실은, 위탁매매수수료를 자유화 및 온라인거래 활성화 이후 수요함수 변화로 가격탄력도가 상승하고 수수료율이 하락하였지만, 동시에 위탁매매업무의 한계비용 또한 비교적 큰 폭으로 하락하였다는 것이다. 그러면 수수료율과 한계비용 중 어느 쪽이 더 큰 폭으로 하락하였는가. 이러한 질문은 중요한 의미를 지니는데, 그 이유는 양자의 상대적 크기에 따라 위탁매매업무에서의 마진이 결정되기 때문이다.

<그림 III-2>에는 국내 증권산업의 위탁매매업무에서의 마진 추이가 나타나 있다. 여기서 마진은 증권산업 전체의 평균 위탁매매수수료율에서 위탁매매의 한계비용을 차감한 값으로 정의된다. 마진 추이를 구체적으로 살펴보면, 위탁매매수수료를 자유화 및 온라인거래제도 도입 직후인 1998년과 1999년에는 위탁매매수수료율에 비해 한계비용이 더 빨리

하락함으로써 마진이 늘어나고 있음을 알 수 있다. 그러나 2000년대 들어 한계비용은 더 이상 하락하지 않는 반면, 수수료율은 완만하나마 지속적인 하락세를 이어감으로써 급격한 마진 축소 현상이 나타나고 있다. 그동안 증권회사들이 비용절감을 위해 상당히 많은 노력을 기울여 왔다는 점을 감안할 때 한계비용의 추가적 하락은 쉽지 않고, 따라서 마진 축소 현상은 앞으로도 지속될 것으로 보인다.

과거 고객들의 수요함수 변화, 즉 가격탄력도 변화에 대해 증권회사들은 수수료율 하락으로 대응해 왔는데, 이러한 수수료율 인하를 가능하게 했던 것은 다름 아닌 한계비용 하락이었다. 그러나 최근 들어서는 한계비용이 낮아질 수 있는 여지가 점차 축소되고 있고, 따라서 수수료율 인하 여력 또한 사라지고 있는 것으로 보인다. 이러한 점에서, 만약 추가적인 수수료율 인하 경쟁이 펼쳐진다면 평균적인 효율성을 가진 증권회사들은 손실을 보게 될 가능성이 매우 크다고 하겠다.

<그림 III-2> 증권산업의 평균 위탁수수료율 및 한계비용 추이

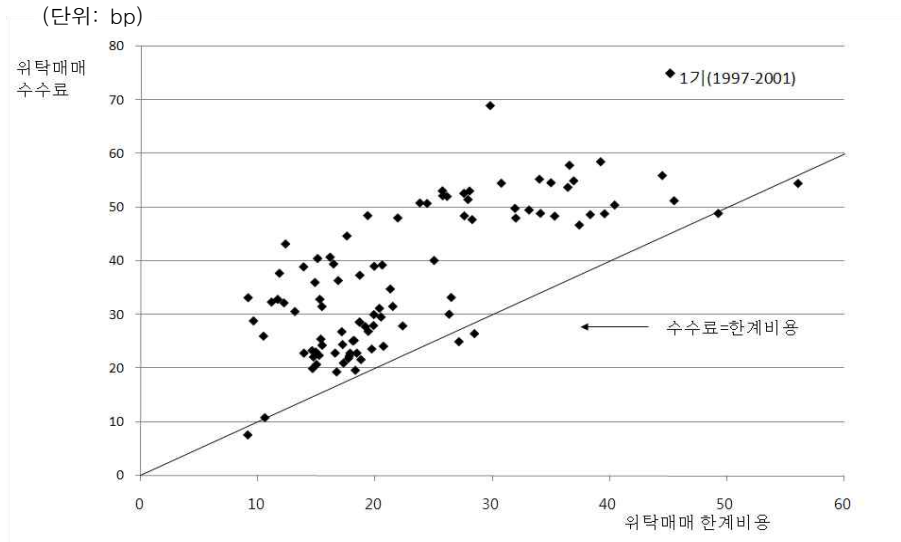


## 42 증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점

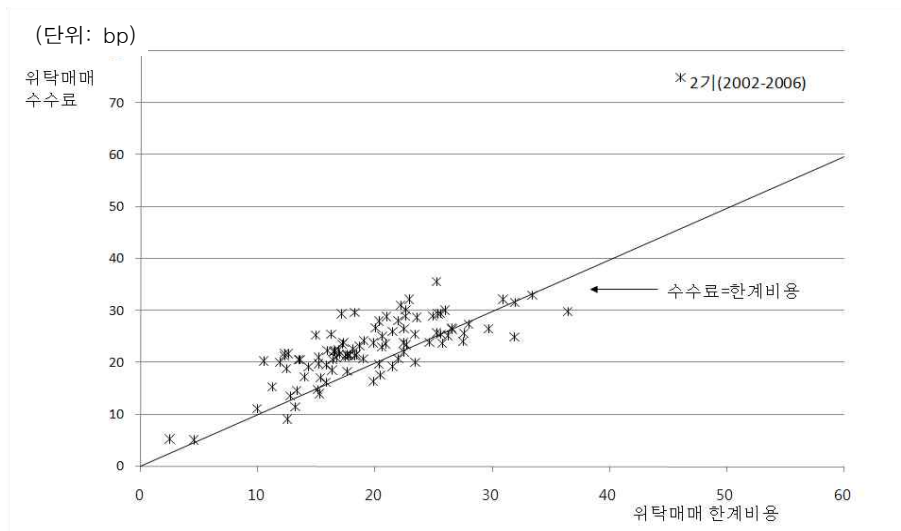
이제부터는 국내 증권산업 전체의 평균 마진(평균 위탁매매수수료율 - 평균 한계비용)이 아니라, 개별 증권회사 차원에서의 마진을 살펴보기로 하자. <그림 III-3>, <그림 III-4>에는 1997년~2006년 기간 동안의 개별 증권회사의 위탁매매수수료율과 한계비용이 산포도(scatter diagram) 형태로 나타나 있다. 이 그림에서 원점을 통과하는 직선은 위탁매매 수수료율과 한계비용이 같아지는 점들을 나타내며, 따라서 해당 선의 위쪽에 위치한 증권회사들은 수수료율이 한계비용을 초과함에 따라 양(+)의 마진을, 반대로 아래쪽에 위치한 증권회사들은 음(-)의 마진을 얻고 있음을 의미한다.

우선 1997년~2001년 동안에는 대부분의 증권회사들의 수수료율이 한계비용을 초과하고 있어, 위탁매매업무로부터 양(+)의 마진을 얻고 있음을 알 수 있다(<그림 III-3>). 위탁매매수수료율 자유화 및 온라인거래제도 도입으로 수수료율이 하락하였지만, 한계비용 역시 큰 폭으로 하락함에 따라 대부분의 증권회사들이 양(+)의 마진을 얻게 된 것으로 보인다. 반면, 2002년~2006년의 구간에서는 증권회사들의 마진이 원점을 통과하는 선에 한층 가까워지고 있어 수수료율이 한계비용에 상당히 근접해 있음을 보여주고 있다(<그림 III-4>). 이는 전술한 바와 같이 시간경과에 따라 한계비용의 추가적인 하락이 쉽지 않은 상태에서 수수료율이 지속적으로 낮아진데 따른 결과라고 하겠다. 한 가지 흥미로운 점은 대부분의 증권회사 마진이 0에 근접해 있는 상황에서도, 일부 증권회사는 여전히 비교적 양호한 양(+)의 마진을 얻고 있는 반면, 나머지 증권회사들은 음(-)의 마진을 얻고 있다는 것이다. 이러한 사실은 위탁매매업이 극히 경쟁적인 시장으로 변모해가는 가운데, 개별 증권회사들의 비용효율성이 점차 중요해지고 있음을 시사한다.

<그림 III-3> 개별 증권회사의 위탁매매 수수료율 및 한계비용 (1997-2001)



<그림 III-4> 개별 증권회사 위탁매매 수수료율 및 한계비용 (2002-2006)



### 다. 위탁매매업무에서의 평균비용함수 추정

여기에서는 식(2)의 추정결과를 토대로 증권회사 규모별로 위탁매매 업무의 평균비용함수가 어떻게 달라지는지 살펴보기로 하자. 이를 위해 Baumol et al.(1982)이 최초로 제안한 다음의 식(4)을 사용하여 위탁매매 업무에서의 평균비용을 계산한다.

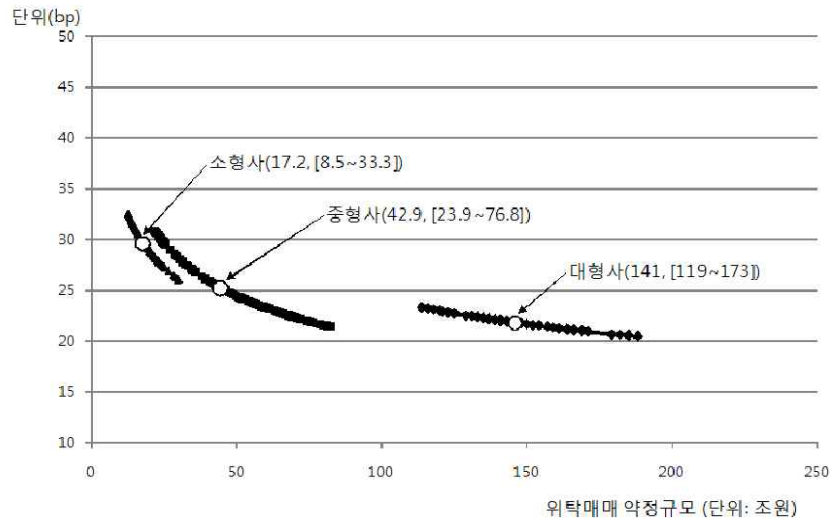
$$AIC(q_1, q_{-1}) = \frac{C(q_1, q_{-1}) - C(\underline{q}_1, q_{-1})}{q_1 - \underline{q}_1} \quad (4)$$

식(4)은 다제품 생산 기업(multiproduct firm)이 한 제품의 산출량을 늘릴 때 추가적인 평균비용(average incremental cost, 이하 AIC)이 얼마나 되는지를 나타내고 있다. 즉, 여타 업무의 산출량( $q_{-1}$ )은 변화가 없는 상태에서, 위탁매매업무의 산출량을  $\underline{q}_1$ (최소산출량)에서  $q_1$ 으로 늘릴 경우 발생하는 추가적인 평균비용의 크기를 표시하는 것이다. AIC를 구하기 위해 위탁매매 이외의 업무와 요소단위비용에 대해서는 산업 평균 값( $\overline{q_{-1}}, \overline{w_k}$ )들을 대입하였다. <그림 III-5>에는 증권회사 규모별 위탁매매 업무의 AIC가 나타나 있다.

위 그림을 통해 확인되는 사실은 위탁매매업무의 AIC가 소형 증권회사 > 중형 증권회사 > 대형 증권회사의 순을 보이고 있으며, AIC 함수의 모양 또한 증권회사 규모별로 다르게 나타나고 있다는 것이다. 실제로 대형 증권회사의 AIC함수의 기울기는 완만한 반면, 소형사의 AIC함수는 매우 가파른 모양새를 띠고 있다. 이러한 분석결과가 주는 시사점은 주식시장이 침체기에 빠짐으로써 위탁매매 약정규모가 감소할 경우 소형사의 평균비용이 가장 가파르게 상승하게 되고, 그 결과 손실을 입

을 가능성이 매우 높다는 것이다. 물론 소형사의 위탁매매 약정규모가 늘어난다면 평균비용의 하락폭도 가장 크고, 따라서 이익이 날 가능성도 커질 수 있다. 그러나 자본력 부족에 따른 전산투자 확대의 어려움, 취약한 점포망 등의 제약으로 인해 소형사의 위탁매매 약정규모가 큰 폭으로 늘어나기는 쉽지 않은 것이 현실이다. 결국 위탁매매업무, 특히 리테일 위탁매매업무의 경우 소형 증권회사들이 경쟁력을 갖추기란 쉽지 않으며, 따라서 소형 증권회사일수록 특정 업무에 대한 선택과 집중을 통한 특화전략의 필요성이 그 만큼 더 커진다고 하겠다.<sup>19)</sup>

<그림 III-5> 위탁매매업무 수행에 따른 평균비용 증가분 (AIC)



주: 소형 증권회사(17.2, [8.5~33.3])에서 17.2는 분석기간 중의 소형 증권회사 그룹의 위탁매매 약정규모의 중간 값(median)을 의미하며, [8.5~33.3]은 소형 증권회사 그룹의 전체 약정규모 중 하위25%~상위25% 구간에 해당하는 값임. 한편, 소형 증권회사는 4천억원 미만, 중형 증권회사는 4천억원에서 1조원, 대형 증권회사 1조원 이상의 자기자본을 가진 증권회사를 말함

19) 중소형 증권회사의 특화전략에 대한 보다 자세한 내용은 신보성 외 2인 (2007)을 참고바람

### 3. 소결: 위탁매매 수요함수 및 비용함수 추정의 시사점

1992년~1996년(1기), 1997년~2001년(2기), 2002년~2006년(3기)의 세 기간으로 구분하여 위탁매매업무의 수요함수를 추정한 결과, 위탁매매수수료를 자유화 및 온라인거래제도 도입 직후인 2기에 접어들면서 가격탄력도가 높아졌으며, 특히 온라인거래가 성숙단계에 접어든 3기부터는 교차탄력도가 큰 폭으로 상승하였음을 확인할 수 있었다. 이러한 점에서 위탁매매수수료를 자유화와 함께 도입된 온라인매매제도는 소비자의 수요행태를 변화시켰으며, 동시에 위탁매매서비스의 동질성을 심화시킴으로써 위탁매매수수료를 낮추는데 크게 기여하였다고 판단된다. 서비스의 동질화로 소비자들의 가격탄력도가 상승하였고, 이로 인해 증권회사들이 가격경쟁을 펼칠 수밖에 없었다는 것이다. 그러면 소비자들의 수요함수 변화에 대응하여 증권회사들은 앞으로도 수수료를 지속적으로 인하해 나갈 수 있을 것인가. 이에 대한 대답은 증권회사의 비용함수에 달려 있다.

증권회사들의 한계비용을 추정한 결과, 온라인거래제도 도입 직후인 1999년부터 업계 전체적으로 위탁매매업무의 한계비용이 큰 폭으로 하락한 것을 확인할 수 있었다. 이러한 한계비용 급락에 힘입어 수수료가 큰 폭으로 하락하는 가운데에서도 증권회사들은 이윤을 얻을 수 있었던 것이다. 그러나 2000년대 들어 한계비용은 더 이상 하락하지 않은 반면, 수수료율은 완만하나마 지속적인 하락세를 이어감으로써 급격한 축소 현상이 나타나고 있다. 이는 한계비용이 낮아질 수 있는 여지가 점차 축소되고 있고, 따라서 수수료율 인하 여력 또한 사라지고 있음을 시사한다. 이러한 상태에서 만약 수수료율 인하 경쟁이 재연된다면 평균적인 효율성을 가진 증권회사는 손실을 보게 될 가능성이 매우 크다고 하겠다. 향후 위탁매매업무 시장에서 개별 증권회사의 비용효율성이 생존을 위한 관건으로 등장하게 될 것임을 알려주는 대목이다.

한편, 위탁매매업무 수행에 따른 평균비용의 증가분(AIC)은 소형 증권회사 > 중형 증권회사 > 대형 증권회사의 순을 보이고 있으며, 또한 대형 증권회사의 AIC함수의 기울기는 완만한 반면, 소형 증권회사의 AIC함수는 매우 가파른 모양새를 띠고 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 분석결과가 주는 시사점은 주식시장이 침체기에 빠짐으로써 위탁매매 약정규모가 감소할 경우 소형 증권회사의 평균비용이 가장 가파르게 상승하게 되고, 그 결과 손실을 입을 가능성이 매우 높다는 것이다. 결국 위탁매매업무, 특히 리테일 위탁매매업무의 경우 소형 증권회사가 경쟁력을 갖추기란 쉽지 않으며, 따라서 소형 증권회사의 경우 특정 업무에 대한 선택과 집중을 통한 특화전략의 필요성이 그 만큼 더 커진다고 하겠다.



#### IV. 결론 및 시사점

---



## IV. 결론 및 시사점

Panzar-Rosse 방법론을 통해 증권산업의 경쟁도를 분석한 결과, 2000년대 들어 국내 증권회사들이 직면하는 경쟁도는 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다. 이러한 경쟁도 상승은 모든 업무에 걸쳐, 그리고 규모에 상관없이 공통적으로 확인되고 있다. 그러면 국내 증권산업의 경쟁도를 이처럼 상승시킨 요인은 무엇인가.

가장 큰 요인은 상품 및 서비스의 동질화에서 찾을 수 있다. 국내 증권회사의 주 수익원인 위탁매매업무에서의 온라인거래 활성화는 상품과 서비스의 동질화를 가속화시켰고, 그 결과 경쟁도 상승에 결정적인 영향을 주었다는 것이다. 물론, 위탁매매수수료율 자유화 조치가 가격경쟁의 단초를 제공한 것이 사실이지만, 가격경쟁을 본격화시킨 것은 다름아닌 온라인거래 활성화로 판단된다. 실제로 위탁매매수수료율이 자유화된 바로 이듬해인 1998년까지도 위탁매매수수료율은 별다른 변화를 보이지 않았으나, 1999년 들어 온라인거래가 활성화되기 시작하자마자 위탁매매수수료율이 급격히 하락하였다는 사실은 이를 잘 보여준다.

상품 및 서비스의 동질화는 비단 위탁매매업에만 국한된 현상은 아니다. 유가증권 인수업무, 자산관리업무 등에서도 증권회사별로 뚜렷한 차이가 나타나지 않고 있으며, 그 결과 국내 증권회사들이 취급하는 거의 모든 업무가 동질화의 함정에 빠져 있는 실정이다. 그런데 이처럼 상품이나 서비스가 동질화된 상태에서는 시장참여자 수의 변화는 경쟁도에 별다른 영향을 미치지 못할 가능성이 크다.<sup>20)</sup> 실제로 지난 2004년부터 지속된 증권회사 진입제한정책에도 불구하고, 분석결과 증권산업 내

---

20) 극단적으로 단 두 개의 기업만 존재하는 경우에도 상품이 완전히 동질적이라면 가격경쟁은 지속될 수 있고, 그 결과 가격은 한계비용까지 신속히 하락하게 됨

경쟁도는 지속적으로 상승한 것으로 나타났는데, 이는 상품 및 서비스 동질화 국면에서 이루어지는 진입제한정책이 별다른 효과를 거둘 수 없음을 보여준다. 그동안 증권산업의 경쟁도가 심화된 가장 큰 요인으로 증권회사 수 증가를 지목하는 목소리가 높았지만, 전술한 논의는 이러한 주장이 타당하지 않을 수 있음을 시사하는 것이라 하겠다.

국내 증권회사들이 동질화된 상품을 제공하고 있는 데는 그간의 법규적 제약 탓도 크다. 기존의 증권거래법에서는 증권회사가 취급할 수 있는 유가증권의 종류를 제한된 몇 가지로 열거하고 있는데, 이로 인해 증권회사들은 증권거래법에서 열거되지 않은 상품은 취급할 수 없었다. 그 결과 증권회사들은 상품개발을 위한 혁신노력을 게을리하게 된 것이다. 자본시장통합법에서는 이러한 문제점을 인식하여 금융투자상품에 대한 포괄주의(negative system)를 채택함으로써, 증권회사들이 취급할 수 있는 상품의 외연을 대폭 확장시키고 있다. 이에 따라 앞으로 차별화된 상품 개발을 통해 가격경쟁에서 벗어나는 일은 온전히 증권회사의 몫으로 남게 되었다고 하겠다. 국내 증권회사들은 상품의 차별화뿐만 아니라 취급업무의 차별화에도 시급히 나서야 할 것으로 보인다. 본 보고서의 분석결과에서 살펴본 것처럼, 가장 큰 수익원인 위탁매매업무에서의 마진이 급격히 축소되고 있어, 추가적인 수수료율 인하 여지가 사실상 사라지고 있기 때문이다. 만약 이러한 상태에서 수수료율 경쟁이 재연된다면, 대부분의 증권회사들이 손실을 볼 것임은 자명해 보인다.

전술한 측면에서 특화전략의 중요성이 어느 때보다 중요해지고 있으며, 특히 중소형 증권사들의 특화전략은 선택이 아닌 필수의 문제로 다가오고 있다. 사실 자본력에서 취약한 소형 증권회사가 위탁매매업무에서 경쟁력을 갖기란 쉽지 않다. 특히 리테일 위탁매매업무의 경우 방대한 네트워크와 대규모 IT투자가 수반되는 관계로 대형 증권회사들의 영역일 수밖에 없으며, 해외사례를 보더라도 소형 증권회사가 리테일 고객을 대상으로 특화에 성공한 경우는 찾기 어렵다. 결국 자본력에서 열위

에 있는 소형 증권회사들은 대형 증권회사가 취급하기 어려운 중소기업을 대상으로 영업을 수행하거나, 혹은 보다 제한된 영역에서 자신만의 강점을 발휘할 수 있는 업무에 특화할 필요성이 높다고 하겠다. 실제로 특화에 성공한 해외 소형 증권회사를 살펴보면, 단 하나의 예외도 없이 제한된 수의 산업이나 고객을 대상으로 월등한 수준의 서비스를 제공한다는 공통점이 발견된다.

대형 증권회사 역시 특정 부문에 전략적 초점을 두어야 한다는 점에서는 예외가 아니다. 증권회사의 가장 큰 경쟁력은 평판 혹은 브랜드인데, 모든 부문에서 동시에 평판을 구축하는 것은 사실상 불가능에 가깝다. 이러한 점에서 우선은 제한된 일부 부문에서부터 평판을 구축해나가야 한다는 것이다. 물론 자기자본 2조원 이상의 대형 증권회사가 한두 가지 업무에만 매달릴 수는 없지만, 적어도 '○○증권회사는 △△업무'라는 인식이 고객들 가운데 자리 잡아야 한다는 것이다. 일단 특정 업무에서 평판을 얻게 되면 그 다음부터는 선순환 고리가 형성되는데, 이는 한 업무에서 구축된 평판은 다른 업무로 쉽게 이전될 수 있기 때문이다. 국내 증권회사들은 이러한 평판의 속성을 활용하여 일정 수준의 평판을 구축한 이후에는 타 증권회사를 인수함으로써 본격적인 대형화 단계를 밟아 나가는 전략이 바람직하다. 해외 유수의 투자은행이 밟아온 궤적을 보면, 단 하나의 예외도 없이 우선 특정 분야에서 평판을 구축한 후 다른 부문을 인수함으로써 지속적으로 덩치를 키워나갔음을 알 수 있다. 결국 지금의 대형 증권회사는 다양한 업무를 수행하는 가운데서도 특히 강점을 가진 부문에 자원을 집중적으로 투입할 필요가 있으며, 동시에 대형 투자은행으로 성장하는데 필수적인 트레이딩센터, 리스크관리 조직 및 역량, 리서치 조직 등의 인프라를 갖추는 준비를 착실히 진행시켜 나가야 할 것이다.



## 참고문헌

---



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 김형태·김근수·정재만, 2003, 『증권산업의 현황과 시나리오 분석』, 한국증권연구원 조사보고서 03-04.
- 신보성, 2004, 우리나라 증권산업의 문제점 및 향후 구조 전망, 한국증권연구원 『자본시장포럼』 여름호, 89-99.
- 신보성, 2007, 포스트 자본시장통합법 시대의 증권산업, 한국증권업협회 『증권』 132호, 15-29.
- 신보성·강형철·이석훈, 2007, 『증권산업의 시장구조 전망 및 중소형증권사의 성장전략』, 한국증권업협회 학술연구용역보고서.
- 신보성·이석훈·진익, 2007, 『증권회사 진입제한정책의 효과분석 및 향후의 바람직한 정책방향』, 미발간 정책보고서, 한국증권연구원.
- 이병윤, 2003, 외환위기 이후 금융구조조정이 우리나라 은행산업 경쟁도에 미친 영향, 한국은행 『경제분석』 제9권 제3호.
- 이석훈·박신애, 2008, 위탁매매업 경쟁도 평가와 시사점, 한국증권연구원 『자본시장포럼』, 봄호, 83-95.
- 이원흠, 1992, 우리나라 증권업에 있어서 규모의 경제성과 범위의 경제성에 관한 연구, 『증권학회지』 제14권, 179-219.
- 정운찬·함시창·정지만·김규한, 2000, 우리나라 증권산업의 효율성 분석: Fourier Flexible 비용함수의 분석을 중심으로, 『금융학회지』 제5권 제1호, 145-185.

<해외문헌>

- Berger, A. N., Hanweck, G. A., Humphrey, D. B., 1987, Competitive Viability in Banking: Scale, Scope, and Product Mix Economies, *Journal of Monetary Economics* 20, 501-520.
- Carter, R. B., and S. Manaster, Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, *Journal of Finance*, September 45(4), 1990, 1045-1068.
- Coccoresse, P., 2005, Competition in markets with dominant firms : A note on the evidense from the Italian banking industry, *Journal of Banking and Finance* 29, 1083-1093.
- De Bandt, O., Davis, E. P, 2000, Competition, Contestability and Market Structure in European Banking Sectors in the Eve of EMU, *Journal of Banking and Finance* 24, 1045-1066.
- Goldberg, L. G., Hanweck, G. A., Keenan, M., Young, A., 1991, Economies of Scale and Scope in the Securities Industry, *Journal of Banking and Finance* 15, 91-107.
- Lee, S., Shin, B., 2008, Changing competition conditions: an empirical analysis of the Korean securities industry, mimeo.
- Panzar, J. C., Rosse, J. N., 1987, Testing for monopoly equilibrium, *The Journal of Industrial Economics* 35(4), 443-456.
- Park, K. H., 2006, Has competition in the Korean banking sector worsened due to mergers and acquisitions?, KSRI-KAFA Conference paper.

Roller, L., Sickles, R., 2000, Capacity and Product Market Competition: Measuring Market Power in a 'Puppy-dog' Industry, *International Journal of Industrial Organization* 18, 845-865.

Tsutsui, Y., Kamesaka, A., 2005, Degree of competition in the Japanese securities industry, *Journal of Economics and Business* 57, 360-374.