

금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점

2011. 1.

신 보 성
이 석 훈
이 성 훈
장 정 모



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

전세계적으로 자본시장이 발전함에 따라 증권산업에서는 소수의 대형사와 다수의 전문화된 중소형사로 시장이 분할되는 경향이 관찰된다. 그러나 우리나라에서는 자본력에서 압도적인 우위를 보이는 대형사가 출현하지 못하고 있으며, 동시에 특정 부문에 전문화된 특화 중소형사도 부재한 실정이다. 이들 두 가지 문제점, 즉 증권회사의 취약한 규모 및 전문화 부진은 증권산업의 발전을 저해하고 나아가 자본시장의 성장을 제약할 가능성이 크다. 이러한 점에 입각하여 본 연구에서는 증권산업의 시장구조에 대한 이론 및 현황, 국내 증권산업의 시장분할 가능성 등을 검토하고, 더불어 증권회사의 주요 업무 중 대형사에 적합한 업무와 중소형사에 적합한 업무를 제시하고 있다.

한편, 증권산업과는 달리 국내 자산운용업에서는 소수의 대형사가 시장을 지배함에 따라 시장집중도가 비교적 높게 형성되고 있다. 본 보고서에서는 이러한 현상이 외국에 비해 과도한 것인지, 그리고 시장집중에 따른 대형화가 펀드성과 및 비용효율성 측면에서 바람직한 결과를 가져오고 있는지를 분석하고 있다.

일반적으로 한 산업의 시장구조는 해당 산업 내에서 활동하는 기업의 수익성과 소비자 후생에 영향을 주며, 더 나아가서는 동 산업의 발전에도 영향을 주는 것으로 알려져 있다. 이러한 점에서 금융투자업에 대한 시장구조 연구를 통해 금융투자업의 성장 및 자본시장 발전과 관련한 시사점을 제시하는 본 보고서는 시의적절하다고 생각된다.

이 보고서는 지난 2009년 금융위원회 의뢰로 작성한 연구용역보고서 『금융투자업의 현황 및 선진화 방안에 관한 연구』를 근간으로 하여, 본 연구원의 신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모 박사가 공동으로 집필하였

다. 이들에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 보고서 작성과정에서 유익한 조언을 아끼지 않은 본 연구원의 박용린 박사에게도 깊은 감사의 마음을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며 자본시장연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀 둔다.

2011년 1월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	x
Abstract	xvii
I. 머리말	3
II. 국내 금융투자회사 규모별 분류 및 현황	7
1. 국내 금융투자회사 현황	7
2. 국내 금융투자회사의 분류별 규모	9
3. 국내 금융투자업의 문제점	10
III. 시장분할 관련 이론 및 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 검토	23
1. 상품 차별화와 시장분할	23
2. 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 전망	33
IV. 국내외 금융투자업의 시장구조 분석	47
1. 주요국 IB업무의 시장 규모 분석	47
2. 시장규모와 시장구조 간의 관계	60

V. 금융투자회사의 규모별 업무 적합성 검토	75
1. 금융투자회사의 업무 구분	75
2. 금융투자회사 규모와 업무 간 적합성 평가	76
VI. 자산운용업의 시장구조	101
1. 국내외 자산운용업의 시장구조	101
2. 우리나라 자산운용업의 시장구조	108
3. 자산운용시장 집중에 따른 영향	114
4. 우리나라 자산운용업 시장구조에 대한 소결	125
VII. 결론 및 정책적 시사점	129
참 고 문 헌	133

표 목 차

<표 II-1> 국내 금융투자회사 개황	7
<표 II-2> 국내 금융투자회사의 규모에 따른 분류	8
<표 II-3> 금융투자회사 그룹별 자기자본 규모	9
<표 II-4> 한·미·일 상위5개 금융투자회사의 효율성 비교	16
<표 II-5> 국내 금융투자회사의 그룹별 영업수지율 추이	17
<표 II-6> 국내 금융투자회사의 업무별 수익 구조	18
<표 III-1> 시장구조의 형태와 사례	24
<표 III-2> 차별화된 상품시장들	25
<표 III-3> 국내 적립식펀드의 유형별 펀드 수 추이	42
<표 IV-1> 지역별 IPO 건별 발행규모	50
<표 IV-2> 지역별 회사채 건별 발행규모	54
<표 IV-3> 지역별 M&A 건별 거래규모	58
<표 V-1> 금융투자회사의 업무 구분	76
<표 V-2> IB업무 수익 상위 10개사의 시장점유율	79
<표 V-3> 국내 금융투자회사의 규모별 위탁수수료 구성	83
<표 V-4> 위탁매매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율	84
<표 V-5> 펀드판매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율	89
<표 V-6> 자산관리업무 수익 상위 10개사의 시장점유율	93
<표 V-7> 신종증권판매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율	96
<표 V-8> 중소형 금융투자회사 특화대상 업무	98
<표 VI-1> 주요국 자산운용업의 시장규모	102
<표 VI-2> 주요국 자산운용사의 수	105
<표 VI-3> 주요국 자산운용업의 시장집중도	107

<표 VI-4> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이(전체 펀드)	109
<표 VI-5> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이(주식형펀드 기준) ...	110
<표 VI-6> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이(채권형펀드 기준) ...	111
<표 VI-7> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이(혼합형펀드 기준) ...	112
<표 VI-8> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이(MMF 기준)	113
<표 VI-9> 자산운용사 규모별 평균 보수와 수익률(주식형펀드)	120
<표 VI-10> 자산운용사 규모와 펀드보수 및 펀드성과 간의 상관관계 (주식형펀드)	121
<표 VI-11> 주식형펀드의 규모별 평균 보수와 수익률	122
<표 VI-12> 펀드 규모와 펀드보수 및 펀드성과 간의 상관관계 (주식형펀드)	122
<표 VI-13> 신규 주식형펀드의 규모별 평균 보수와 수익률	123
<표 VI-14> 펀드 규모와 펀드보수 및 펀드성과 간의 상관관계 (신규 주식형펀드)	124
<표 VI-15> 국내의 펀드 규모에 따른 규모의 경제 효과 비교	125

그 립 목 차

<그림 II-1> 주요 투자은행의 자기자본 규모	10
<그림 II-2> 우리나라 금융권역별 시장집중도	11
<그림 II-3> 한·미·일 금융권역별 시장집중도	12
<그림 II-4> 우리나라와 미국 IB업무의 수수료율 비교	13
<그림 II-5> 우리나라 IB업무의 시장점유율	13
<그림 II-6> 주요 선진국의 IB업무별 시장점유율	14
<그림 II-7> 한·미·일 상위5개 금융투자회사의 수익 구성	15
<그림 II-8> 위탁매매수수료율 및 온라인거래비중 추이	15
<그림 II-9> 국내 금융투자회사의 그룹별 ROE	17
<그림 II-10> 국내 금융투자회사의 규모별 수익구조	19
<그림 III-1> 기업들의 종적인 상품 차별화 전략	27
<그림 III-2> 기업들의 횡적인 상품 차별화 전략	28
<그림 III-3> 상품 차별화와 시장분할	29
<그림 III-4> 시장분할과 기업의 이윤 관계	31
<그림 III-5> 고객의 소득분포와 기업의 상품전략	32
<그림 III-6> 신규상장기업 수 추이	34
<그림 III-7> 기업 규모별 분포추이	35
<그림 III-8> R&D강도에 따른 기업분포	36
<그림 III-9> 금융연관비율 추이	38
<그림 III-10> 국내 주식투자인구 수 추이	39
<그림 III-11> 국내 주식투자인구 비중 추이	40
<그림 III-12> 국내 적립식펀드의 판매 규모 및 펀드 수	41
<그림 III-13> 국내 ELS 발행금액 추이	43

<그림 IV-1> 국가별 GDP 규모와 IPO 발행규모	49
<그림 IV-2> 지역별 IPO 발행규모 및 발행건수	50
<그림 IV-3> GDP 대비 IPO 발행규모의 지역별 현황	51
<그림 IV-4> 국가별 GDP 규모와 회사채 발행규모	53
<그림 IV-5> 지역별 회사채 발행규모 및 발행건수	54
<그림 IV-6> GDP 대비 회사채 발행규모의 지역별 현황	55
<그림 IV-7> 국가별 GDP 규모와 M&A 거래규모	56
<그림 IV-8> 지역별 M&A 거래규모 및 거래건수	57
<그림 IV-9> GDP 대비 M&A 거래규모의 지역별 현황	59
<그림 IV-10> IPO 시장규모와 HHI	62
<그림 IV-11> IPO 시장규모와 상위 10% 투자은행의 시장점유율	63
<그림 IV-12> IPO 시장규모와 fringe IB의 수 비중	64
<그림 IV-13> 회사채 시장규모와 HHI	65
<그림 IV-14> 회사채 시장규모와 상위 10% 투자은행의 시장점유율	66
<그림 IV-15> 회사채 시장규모와 fringe IB의 수 비중	67
<그림 IV-16> M&A 시장규모와 HHI	68
<그림 IV-17> M&A 시장규모와 상위 10% 투자은행의 시장점유율	69
<그림 IV-18> M&A 시장규모와 fringe IB의 수 비중	70
<그림 V-1> 금융투자회사 규모별 IB업무 수익 및 시장점유율	77
<그림 V-2> IB업무의 누적시장점유율	78
<그림 V-3> 금융투자회사 규모별 위탁매매업무 수익 및 시장점유율	81
<그림 V-4> 위탁매매업무의 누적시장점유율	82
<그림 V-5> 위탁매매업무의 평균비용합수	85
<그림 V-6> 금융투자회사 규모별 펀드판매업무 수익 및 시장점유율	87
<그림 V-7> 펀드판매업무의 누적시장점유율	88
<그림 V-8> 금융투자회사 규모별 자산관리업무 수익 및 시장점유율	91
<그림 V-9> 자산관리업무의 누적시장점유율	92

<그림 V-10> 금융투자회사 규모별 신종증권판매업무 수익 및 시장점유율 ..	95
<그림 V-11> 신종증권판매업무의 누적시장점유율	95
<그림 VI-1> 국가별 자산운용사 당 순자산 규모	103
<그림 VI-2> 주식형 뮤추얼펀드의 규모별 평균운영비용비율	116
<그림 VI-3> 뮤추얼펀드의 평균비용곡선	117

《 Executive Summary 》

1. 우리나라 금융투자업의 시장구조 변화

시장규모의 변화는 해당 시장 내에서 활동하는 산업의 시장구조에 영향을 주는 것으로 알려져 있다. 그렇다면 향후 우리나라에서도 자본시장 규모가 확대될 것인 바, 이러한 시장규모 확대에 따라 금융투자업(증권업)의 시장구조 역시 변화될 것인가, 그리고 변화된다면 어떻게 변화될 것인가. 이러한 질문은 금융투자회사의 전략적 측면은 물론, 정책적 측면에서도 중요한 의미를 지닌다.

시장구조 이론에 따르면 시장규모가 확대될 때 소수의 대기업(dominant players)들은 고정비용(sunk cost)의 지출을 확대함으로써 평균비용을 낮추는 반면, 고정비용을 부담할 수 없는 나머지 다수의 기업들은 주변기업(fringe players)으로 남게 된다. 이럴 경우 고정비를 감당할 수 있는 소수의 대기업들이 시장의 대부분을 점하게 되고, 따라서 시장규모가 커지더라도 시장집중현상은 완화되지 않는다. 그리고 소수의 대기업에 의한 시장지배가 진행되는 한편으로, 시장규모 확대에 따른 시장분할 가능성에 힘입어 일부 틈새시장(niche market)을 겨냥한 소규모 주변기업들의 신규진입 또한 활발히 진행된다.

본 보고서에서는 이러한 이론에 비추어, 금융투자업의 시장규모와 시장구조 간의 관계를 다음의 세 가지 관점에서 살펴본다. 첫째, 시장규모가 커지더라도 시장집중도가 낮아지는 데는 한계(lower bound)가 있는가. 둘째, 시장규모 확대에 따라 소수의 대형 투자은행들이 대규모 고정비용을 투자함으로써 여타 투자은행들과의 경쟁력 격차를 벌리게 되고, 그 결과 소수의 대형 투자은행에 의한 과점현상이 더욱

심화되는가. 셋째, 상위 그룹에서 대형 투자은행에 의한 과점 체제가 공고히 되는 한편, 시장규모가 커지면서 다양한 틈새시장의 가능성 또한 증대되면서 신규 투자은행들의 진입이 활발히 이루어지는가.

주요국의 자료를 통해 분석한 결과, IPO, 회사채 발행, M&A 부문 모두 시장규모가 확대됨에 따라 소수의 대형 투자은행들의 시장 지배력이 더욱 강화됨을 확인할 수 있었다. 이는 시장규모 확대에도 불구하고 시장의 대부분을 소수의 대형사들이 가져감을 의미하는 것이다.

이처럼 상위그룹에서 대형 투자은행에 의한 과점 체제가 공고히 되는 한편으로, 시장규모가 커지면서 다양한 틈새시장의 가능성 또한 증대되면서 신규기업들의 진입이 활발히 이루어지게 된다. 그 결과 시장규모가 커질수록 전체 투자은행 수에서 소형 투자은행의 수가 차지하는 비중이 늘어나는 것이다.

이러한 분석결과는 향후 시장규모 확대에 수반하여 국내 금융투자업이 어떻게 변화될지에 대한 몇 가지 중요한 시사점을 제공한다. 첫째, 향후 국내 금융투자업은 지속적인 시장재편을 통해 소수의 대형사와 다수의 중소형사로 시장이 분할될 것이다. 둘째, 향후 생존 가능한 대형사의 수는 제한적이며, 제한된 수의 대형사들이 시장의 대부분을 차지할 것이다. 셋째, 대형사 시장 이외의 영역에서는 다수의 전문화된 특화 금융투자회사들이 경쟁하게 될 것이다.

2. 금융투자회사 규모에 따른 업무 적합도

향후 국내 금융투자업은 소수의 대형사와 다수의 중소형사의 영역으로 시장이 분할될 전망이다. 그러면 분할된 시장 내에서 대형사와

중소형사 각각이 우위를 점할 수 있는 업무는 어떤 것인가.

첫째, 기업(issuer) 관련 업무인 IB업무의 경우, 위험인수에 상당한 자본력이 소요된다는 점에서 주로 대형사의 영역이라고 할 수 있다. 단, 상대적으로 작은 자본이 소요되는 중소기업 대상의 IB업무는 중소기업의 영역이 될 수 있다. 이 경우 중소기업들이 중소기업 대상의 IB업무만을 영위하기 보다는, 리서치에 기반을 둔 법인 위탁매매업무를 병행하는 것이 효율성 측면에서 바람직할 것이다.

둘째, 투자자(investor) 관련 업무 중 위탁매매업무 역시, 규모의 경제 효과가 강하게 작용한다는 점에서 전형적인 대형사 영역이다. 하지만, 특정 산업에 대한 리서치 능력이 수반될 경우 중소기업들도 법인고객을 대상으로 하는 위탁매매업무에서 강점을 가질 수 있을 것으로 보인다.

셋째, 펀드판매업무의 경우 판매망 등의 측면에서 대형사의 영역이 될 가능성이 크다. 그러나 경쟁력 있는 자산운용사를 계열사로 확보한다면, 중소기업들도 펀드판매업무에서 경쟁력을 지닐 수 있을 것으로 판단된다.

넷째, 자산관리업무는 숙련된 금융자문인력 및 대규모 점포망, 전산투자 등이 요구된다는 점에서 대형사의 영역이다. 특히 막대한 고정비 투자가 소요되는 리테일 자산관리업무는 중소기업에게는 적합하지 않으며, 따라서 중소기업들은 대규모 점포망이 요구되지 않는 법인대상 자산관리시장에 관심을 기울일 필요가 있다.

다섯째, 장외파생상품업무의 경우 위험 인수 및 헤지 측면에서 대규모 자본력이 요구되며, 따라서 대형사에 적합한 영역이라고 할 수 있다. 중소기업의 경우 자본력이 소요되지 않는 장외파생상품의 중개 업무는 영위할

수 있겠지만 수익성은 높지 않을 전망이다.

결론적으로 대형사들은 아래의 표에 나타난 모든 업무를 영위할 수 있는 반면, 중소형사들은 굵은 글씨(예를 들면, 위탁매매업무 Wholesale 부문)에서 로 표시된 업무에서만 강점을 지닐 수 있을 것으로 보인다. 이러한 점에서 굵은 글씨로 표시된 업무들은 중소형사의 특화, 혹은 전문화 대상 업무라고 할 수 있다.

중소형 금융투자회사 특화대상 업무

구 분	업무[Activity]	고객[Client]	
		대기업	중소기업
Issuer	IB업무		
Investor	위탁매매업무	Wholesale	Retail
	펀드판매업무	Wholesale	Retail
	자산관리업무	Wholesale	Retail
	장외파생상품업무	Wholesale 인수	Wholesale 중개

3. 자산운용업의 시장구조

우리나라와 주요국의 자산운용산업 시장구조를 살펴본 결과, 국내의 경우 자산운용사의 절대 수가 적을 뿐만 아니라, 인구 대비 운용사 수 역시 주요국에 비해 현저히 적은 수준으로 나타났다. 이처럼 국내 자산운용사 수가 적다는 사실은 소수의 자산운용사가 상당한 시장지배력을 행사할 가능성이 있음을 의미한다. 이러한 점에 착안하여, 국내 자산운용업의 시장집중도를 살펴본 결과, 특히 주식형 펀드 시장에서 시장집중이 매우 높게 나타나고 있음을 확인할 수 있었다.

외국에 비해 주식형펀드 시장의 집중도가 높다는 점은, 국내 주식형 펀드 시장에서 개인투자자 비중이 높다는 사실과 결부되어 중요한 정책적 시사점을 제공한다. 즉, 개인투자자 비중이 높은 주식형펀드 시장의 집중도가 높다는 사실은, 시장집중에 따른 소비자 후생 손실이 외국에 비해 우리나라에서 더 크게 나타날 수 있음을 시사한다. 이는 기관투자자들과는 달리 개인투자자들의 경우 더 많은 정보비대칭에 직면하게 되며, 그 결과 시장집중에 따른 유무형의 손실을 더 많이 입을 수 있기 때문이다.

한편, 우리나라 자산운용사 및 펀드의 대형화, 그리고 이에 따른 시장집중이 가져오는 규모의 경제 효과가 존재하는지를 살펴본 결과, 시장집중이 효율성을 높인다는 증거를 발견할 수 없었다. 실제로 주식형펀드를 대상으로 분석한 결과, 자산운용사의 규모와 보수 사이에는 유의한 음(-)의 관계가 존재하지 않으며, 자산운용사 규모와 펀드성과 간에도 유의한 양(+) 상관관계가 나타나지 않았다. 이러한 결과는 우리나라에서 자산운용사 규모가 커지면서 시장집중이 심화되더라도 규모의 경제 효과가 나타나지 않고, 이에 따라 소비자들에게 귀속되는 혜택도 크지 않을 것임을 시사한다. 자산운용사 차원과 마찬가지로, 개별 펀드 차원에서도 규모의 경제 효과는 발견할 수 없었다. 펀드규모가 커진다고 해서 펀드성과가 제고된다는 증거는 없었으며, 비용효율성에 대한 증거도 확인되지 않았다. 이는 펀드규모가 커짐에 따라 비용효율성이 제고되는 외국의 증거와는 배치되는 결과라 하겠다.

4. 정책적 시사점

모험자본 공급을 통해 혁신산업의 성장을 이끌어내려면 향후 국내

에서도 자본력이 풍부한 소수의 대형 금융투자회사가 출현함으로써 보다 적극적인 위험 인수가 이루어져야 한다. 더불어 특정 부문에 전문화된 다수의 특화 중소기업들이 경쟁함으로써 고객의 다양한 욕구를 충족시키고, 그 결과 자본시장의 저변을 확대시키는 것이 바람직하다. 이러한 논의는 국내 금융투자업과 관련하여 다음과 같은 몇 가지 정책적 시사점을 제시한다.

첫째, 대형 금융투자회사를 육성함으로써 시장선도자의 출현을 앞당길 필요가 있다. 대형 금융투자회사 출현을 위한 가장 자연스러운 방법으로는 기존 금융투자회사 간의 합병을 들 수 있으나, 현실적으로 합병을 위한 유인이 부재한 것으로 판단된다.

현재 국내에서는 상당수의 금융투자회사들이 산업자본과 계열관계를 맺고 있다. 그런데 이들 금융투자회사들은 소속 계열사에 대한 서비스 제공에 주로 초점을 두고 있어 대형화 유인은 약할 수밖에 없다. 일부 은행계열 금융투자회사도 사정은 비슷하다. 이러한 점에서 금융투자회사 간의 자발적 합병은 쉽지 않거나, 가능하더라도 오랜 시간이 소요될 것으로 보인다.

결국 지금과 같은 교착상태에서 벗어나려면 정부 소유 금융그룹에 속한 금융투자회사의 대형화를 지원·유도하거나, 혹은 정부소유 금융그룹의 매각을 전략적으로 활용함으로써 대형 금융투자회사 출현을 촉진할 필요가 있다고 보인다. 일단 정부 지원을 통해 대형 금융투자회사가 출현하고 나면, 이후 자연스러운 시장재편이 뒤따를 것으로 기대된다.

둘째, 특화 금융투자회사 진입에 대해서는 전향적으로 검토하는 것이 바람직하다. 자본시장 발전을 위해서는 자본력이 풍부한 소수의 대형사 외에도, 특정부문에 초점을 맞춘 다양한 중소기업들의 활약 또한 필요하다.

이러한 점에서 특화 중소기업들의 진입에 대해서는 전향적인 입장을 견지할 필요가 있다. 특화 중소기업의 활발한 진입은 특화전략 추진을 미루고 있는 기존의 비효율적인 일부 중소기업의 구조조정을 촉진하는 효과도 거둘 수 있을 것으로 보인다.

셋째, 대형 금융지주회사의 집행임원에 금융투자업 역량을 지닌 사람이 포함되도록 유도할 필요가 있다. 국내 대형 금융지주회사들은 예외 없이 금융투자회사를 자회사로 두고 있으나, 산하 금융투자회사들의 역량이 시급히 개선되지 않고 있다는 것이 대체적인 평가다. 그리고 이러한 현상이 초래된 데는 주요 금융지주회사 임원 대부분이 주로 은행업 경력을 갖고 있어, 금융투자업에 대한 경험과 전문성이 상대적으로 부족하기 때문으로 보인다. 따라서 금융투자회사를 지배하고 있는 대형 금융지주회사 집행임원에 금융투자업에 대한 전문성을 지닌 사람이 포함될 수 있도록 할 필요가 있다.

끝으로, 자산운용업의 경우 신규 운용사의 진입 허용을 통해 보다 경쟁적인 시장구조를 만들 필요가 있다. 국내의 경우, 자산운용사의 대형화 및 자산운용시장 집중이 효율성을 높인다는 증거를 발견할 수 없었다. 이러한 점을 고려할 때, 대형사 출현이 필요한 금융투자업과는 달리, 자산운용업에서는 보다 경쟁적인 환경을 조성하는 것이 바람직하다고 판단된다. 자산운용업에서 경쟁적인 환경을 조성하기 위해서는 보다 유연한 진입정책이 요구되며, 특히 특정 부문에 전문화를 추구하는 특화 자산운용사의 진입에 대해서는 전향적인 입장을 견지할 필요가 있다고 하겠다.

« Abstract »

*The Changing Market Structure of the Korean
Financial Investment Industry*

1. Market Size and Industry Structure

The modern structure-conduct-performance analysis attempts to establish a systemic relationship between industry structure and market size (Sutton 1991). The main questions are (1) whether the market becomes more concentrated as market size grows, and (2) how other dimensions of the product change afterward. These are timely and relevant, particularly for the Korean financial industry, because the capital markets are expected to grow significantly in the next decade. With that in mind, we investigate the changes in competitive behavior in the financial investment industry, more specifically, the securities industry, as market size increases.

Firms compete not just on price but also along other product dimensions such as quality. This competition, with increased market size, leads to adjustments in market concentration and segmentation. First, some firms with sufficient resources incur large sunk costs to decrease average costs and/or to improve quality. These firms form an oligopoly of dominant players while many other smaller firms remain as fringe players. Thus, concentration does not necessarily fall. A given industry in different-size markets can remain highly concentrated, but bigger

markets tend to have higher-quality products. Second, the profit-maximizing strategy compels large, dominant firms to ration certain customers out. These left-out customers usually turn to smaller, fringe firms and a new *niche* market appears. Segmented markets also provide ample opportunities for new entrants as they compete only with fringe firms.

In this study, we examine the following three questions in more detail. First, does a lower bound on industry concentration exist when the market expands? Second, in the investment banking industry, does increased market size accompany an oligopoly of a few dominant banks differentiated by large sunk costs? Third, does a new niche market emerge as some customer are rationed out, and does this mean more opportunities for new, nimble investment banks?

An oligopoly of large investment banks is a prevalent phenomenon in developed countries. Our analysis reveals that market concentration deepens as market size (in terms of IPOs, bond issuance, and M&A activity) expands. The market share of the large, dominant investment banks becomes bigger as the market matures. The customer base for these banks is relatively narrow. As a result, the increased market size brings new entrants into a niche market populated by rationed-out customers, and the share of small banks in the total number of investment banks becomes larger.

Our empirical analysis lends credence to the following remarks

regarding the Korean financial investment industry. First, after the industry undergoes substantial changes, only a few large investment banks/securities firms emerge as winners. Second, these large, dominant firms will monopolize the market. However, there will be aggressive competition among them for the selected group of consumers. Lastly, most other securities firms choose to remain rather small and serve a niche market. They will specialize in a specific area such as M&A activity or derivatives trading.

2. Market Segmentation

The financial investment industry in Korea will experience significant upheaval as the market size increases; only a few firms will survive as dominant players while other firms become smaller, niche players. Then, what implications does market segmentation have for the services provided by the financial investment industry?

First, the investment banking service will be monopolized by large, dominant firms. Securities firms need a significant amount of capital to provide investment banking services because the risks in bringing an issuer to the primary market are high. However, when the issuers are medium- and small-sized, there is room for smaller securities firms. To be successful in this part of the financial investment industry, these smaller firms need to provide research-based brokerage services as well as investment banking services.

Second, the brokerage service will also be suitable for the large, dominant firms. Economies of scale are critical in providing brokerage services to investors. On the other hand, even the smaller firms can compete in brokerage services for corporate issuers if they accumulate enough research experience in the corresponding industry.

Third, in fund sales, the larger, dominant firms have advantages over the smaller firms. For example, the smaller firms lack the sales network that the larger firms can easily establish. Still, the smaller firms might be able to compete if they acquire asset management companies as subsidiaries.

Fourth, asset management services will be suitable for large, dominant firms. Asset management requires skilled experts, a large branch network, and large-scale IT infrastructure. Especially, a successful retail asset management service demands considerable fixed costs while corporate asset management services could be profitable without a large branch network. Thus, medium- and small-sized securities firms need to focus on corporate asset management services.

Fifth, in the OTC derivative trading, the involved risk and hedging require a large amount of capital. These factors make only large, dominant firms fitting for trading. Even though smaller firms might be able to enter the market when the necessary capital is not considerable, that part of trading tends to be less profitable than others.

As a result, large, dominant firms can successfully provide all the services that we have discussed above, while smaller firms have advantages in a limited number of areas. Thus, smaller firms need to utilize their resources to specialize in those services.

Specialized areas for medium- and small-sized securities firms (in italics)

Classification	Activity	Client	
Issuer	Investment banking service	Large	<i>Medium- and small-sized</i>
Investor	brokerage service	<i>Wholesale</i>	
	fund sales	<i>Wholesale</i>	<i>Retail</i>
	asset management service	<i>Wholesale</i>	
	OTC derivative trading	Prop trading	<i>Wholesale brokerage</i>

3. Asset Management Industry

Compared with other developed countries, Korea has only a few asset management companies. This is still true when we compare the number of companies per population across countries. Thus, in Korea, a small number of asset management companies can easily monopolize the industry. Actually, market concentration in the equity funds industry is very high in Korea.

High levels of market concentration imply potential welfare loss for consumers. Information asymmetry usually affects individual investors more severely than institutional investors. As a result, individual investors face more welfare loss due to monopolization. Since the ratio of individual investors in the equity funds industry is relatively high in Korea, the welfare loss might be larger than in other developed countries.

We also investigated whether market concentration accompanies economies of scale, and we did not find any evidence of economies of scale. In the equity funds industry, we could not find any negative correlation between company size and compensation levels. There is also no positive relationship between company size and fund performance. Therefore, market concentration did not yield any economies of scale effect. The consumer gain would be, if any, minuscule. As with individual fund's performance, economies of scale effect did not exist. Fund performance did not improve even as fund size grew up, and we did not find any evidence of cost efficiency. This is in contrast to the cases for other developed countries, where cost efficiency routinely appears as fund size increases.

4. The Outlook for Korean Financial Investment Industry

Innovation is a critical component for sustaining economic growth, but it involves substantial risk. It is desirable that a small number of large, dominant financial firms play an important role in assisting those innovative companies by venture capital funding.

Many other smaller firms need to specialize in a certain service; they will compete with each other, and as a result, niche markets will thrive. In a nutshell, the diversity in Korea's capital markets should increase significantly. This analysis leads to several policy recommendations regarding financial investment industry.

First, there should be some urgency to foster large, dominant securities firms as market leaders. Mergers among firms might be the fastest way to create a super-sized financial firm, but we suspect that currently there are not many incentives for such a merger.

In Korea, many securities firms are directly affiliated with industrial capital. Accordingly, these firms focus on providing services to the affiliated companies and lack the incentives for mergers. Other bank-owned securities firms are in a similar situation. This makes voluntary mergers between securities firms difficult, and is likely to protract them even if they happen.

We believe that the government may need to step in. Specifically, the government can induce mergers between government-owned securities firms or sell these securities firms strategically to promote the emergence of large, dominant financial firms. Once a few large firms become dominant players in the market, market segmentation is expected to proceed smoothly and quickly.

Second, the government needs to be enthusiastic about smaller firms' entry into the industry. We already argued that the capital markets need the diversity for long-term development. And smaller

firms specializing in a certain service area are indispensable for diversity. Moreover, the new entries will facilitate the exit of inefficient mid- and small-sized firms as the specialization of services progresses.

Third, corporate governance in large financial holding companies needs to change. All the large financial holding companies in Korea have securities firms as a subsidiary. However, most of the directors have worked at banks or bank-related services, and they lack the expertise in dealing with the management of securities firms. Thus, the board of directors should include experts who are well-versed in the financial investment industry.

Lastly, regarding the asset management service, the entry barrier should be lowered significantly to create a more competitive environment. Even as firm size grew and the market became concentrated, there is no evidence of increased efficiency. Unlike other services in the financial investment industry, the asset management service seems to need more competitive factors, such as more flexible entry policies. In particular, the government could promote the entry of specialized asset management companies.

1. 머리말

I. 머리말

한 산업의 시장구조는 해당 산업 내에서 활동하는 기업의 수익성과 소비자 후생에 영향을 주며, 더 나아가서는 동 산업의 발전에도 영향을 주는 것으로 알려져 있다. 이러한 점에서는 금융투자업도 예외가 아니다. 따라서 본 보고서에서는 금융투자업에 대한 시장구조 연구를 통해 금융투자업의 성장 및 자본시장 발전과 관련한 시사점을 도출하고자 한다.

흔히 금융투자업이라 하면 기존의 증권업과 자산운용업을 모두 포함하지만, 이 둘은 여러 가지 면에서 많은 차이점을 지니고 있다. 이러한 점을 고려하여 본 보고서에서는 편의상 증권업(이하 금융투자업)과 자산운용업을 분리하여 분석하기로 한다. 따라서 본 보고서에서 금융투자업 혹은 금융투자회사라 함은 기존의 증권업 혹은 증권회사를 지칭하는 것이다. 대신 자산운용업에 대해서는 VI장에서 별도로 분석하고 있다.

우선, 투자은행으로 지칭되는 금융투자업의 시장구조를 살펴보면, 시장 규모가 커짐에 따라 소수의 대형사와 다수의 전문화된 중소형사로 시장이 분할되는 경향이 강하다. 실제로 금융투자업에서 시장이 분할되는 현상은 주요 선진국에서 공통적으로 관찰되고 있다(IV장 참고). 그러나 우리나라의 경우 자본력에서 압도적인 우위를 보이는 대형사가 출현하지 못하고 있으며, 동시에 특정 부문에 전문화된 특화 중소형사도 부재한 실정이다.

이들 두 가지 문제점, 즉 금융투자회사의 취약한 규모 및 전문화 부진은 금융투자업의 발전을 저해하고 나아가 자본시장의 성장을 제약할 가능성이 크다. 실제로 금융투자회사의 취약한 규모는 고부가가치 업무에 대한 외국계 투자은행의 독점화 현상을 낳고 있으며, 국내 금융투자회사의 해외진출도 어렵게 만들고 있다. 또한 특화 중소형사의 부재는 자본시장 발전의 핵심 요건인 고객의 다양한 욕구 충족을 어렵게 만들

4 금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점

어 자본시장 성장을 제약하는 요인으로 작용한다.

이러한 점에 입각하여 본 연구에서는 금융투자업의 시장구조에 대한 이론, 주요국 금융투자업의 시장구조 현황, 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 등을 검토하고자 한다. 아울러 금융투자회사의 주요 업무 중 대형사에 적합한 업무와 중소형사에 적합한 업무를 제시한다.

한편, 금융투자업과는 달리 국내 자산운용업에서는 소수의 대형사가 시장을 지배함에 따라 시장집중도가 비교적 높게 형성되고 있다. 본 보고서에서는 이러한 현상이 외국에 비해 과도한 것인지, 그리고 시장집중에 따른 대형화가 펀드성과 및 비용효율성 측면에서 바람직한 결과를 가져오고 있는지를 분석한다. 그리고 이러한 분석결과에 입각하여 자산운용업 발전을 위한 정책적 시사점을 간략히 도출한다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 우선 이어지는 II장에서는 국내 금융투자회사들을 규모에 따라 분류한 다음, 각 규모별 현황 및 문제점을 살펴본다. III장에서는 시장분할 이론을 개관하고, 아울러 국내 금융투자업에서 시장분할에 필요한 요건들이 어느 정도 갖추어졌는지, 즉 대형화 및 전문화가 달성될 여건이 어느 정도 마련되었는지를 검토한다. IV장에서는 IB시장 규모의 변화에 따라 금융투자업의 시장구조가 어떻게 변화하는지를 살펴봄으로써, 향후 국내 IB시장 규모가 확대됨에 따라 우리나라 금융투자업의 시장구조가 어떻게 변모할지에 대한 시사점을 도출한다. V장에서는 금융투자회사의 업무를 세부적으로 분류한 다음, 이들 업무가 종적으로 차별화된 시장 내에서 어떤 규모의 금융투자회사(대형사, 중소형사)에 적합한지를 검토한다. VI장에서는 우리나라 자산운용업의 시장구조를 해외 주요국과 비교하고, 아울러 국내 자산운용업의 시장집중이 효율성을 높이고 있는지에 대해 분석한다. 끝으로 VII장에서는 결론 및 정책적 시사점을 제시한다.

II. 국내 금융투자회사 규모별 분류 및 현황

1. 국내 금융투자회사 현황
2. 국내 금융투자회사의 분류별 규모
3. 국내 금융투자업의 문제점

II. 국내 금융투자회사 규모별 분류 및 현황

1. 국내 금융투자회사 현황

본 보고서에서 금융투자회사라 함은 기존의 증권회사를 지칭하는 것으로, 자산운용회사는 제외된다. 자산운용회사에 대해서는 VI장에서 별도로 분석한다.

FY2008 현재 국내에서 사업을 영위하는 금융투자회사는 총 60개사로, 이 중 19개는 외국계 금융투자회사이며 국내 금융투자회사는 41개사이다. 이들 금융투자회사의 상세 내역은 <표 II-1>과 같다.

<표 II-1> 국내 금융투자회사 개황

분 류	회사수	회 사 명
국내사	41	교보, 굿모닝신한, 대신, 대우, 동부, 동양종합금융, 리딩, 메리츠, 미래에셋, 바로, 부국, 브릿지, 비엔지, 삼성, 솔로몬, 신영, 애플, 우리, 유진, 유화, 이트레이드, 코리아RB, 키움, 토러스, 푸르덴셜, 하나대투, 하이, 한국투자, 한국SC, 한양, 한화, 현대, 흥국, HMC, IBK, ING, KB, KTB, LIG, NH, SK
외국사	19	골드만삭스, 노무라, 다이와, 도이치, 리먼브라더스, 맥쿼리, 메릴린치, 모건스탠리, 바클레이즈, 씨티그룹글로벌마켓, 크레디아크리콜 슈브르, 크레디트스위스, 홍콩상하이, ABN암로, BNP파리바, CLSA 코리아, JP모간, SG, UBS
합 계	60	-

주 : 각 분류별 회사명은 가나다순으로 나열
 자료: 금융감독원

8 금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점

이 장에서는 금융투자회사들을 규모에 따라 대형, 중형, 소형 금융투자회사로 분류하고, 이들 각각의 수익성을 개략적으로 살펴보기로 한다. 금융투자회사를 규모에 따라 분류하기 위해서는 우선 규모의 대용지표로 무엇을 택할지를 결정해야 한다. 본 보고서에서는 자기자본의 크기를 기준으로 삼기로 한다. 금융투자회사의 위험부담능력, 점포망, IT투자, 직원 수 등은 주로 자기자본 규모에 의해 결정되기 때문이다.

여기에서는 편의상 자기자본 2조원 이상인 경우를 대형사(4개사), 자기자본 1조원 이상 2조원 미만인 경우를 중형사(6개사), 자기자본 1조원 미만을 소형사(31개사)로 분류한다(<표 II-2> 참고). 한편, 외국계 금융투자회사의 경우 국내사와의 업태가 상당부분 상이하여 분석에서 제외하였다.

<표 II-2> 국내 금융투자회사의 규모에 따른 분류

분 류	회사수	회사명
국내사	41	-
대형	4	대우, 삼성, 우리, 현대
중형	6	굿모닝신한, 대신, 대한투자, 동양종합금융, 미래에셋, 한국투자
소형	31	교보, 동부, 리딩, 메리츠, 바로, 부국, 브릿지, 비엔지, 솔로몬, 신영, 애플, 유진, 유화, 이트레이드, 코리아RB, 키움, 토러스, 푸르덴셜, 하이, 한국SC, 한양, 한화, 흥국, HMC, IBK, ING, KB, KTB, LIG, NH, SK

주 : 국내 금융투자회사의 규모별 구분은 FY2008 기준 자기자본 규모에 의한 분류이고, 각 분류별 기업명은 가나다순으로 나열함

자료: 금융감독원

2. 국내 금융투자회사의 분류별 규모

FY2008 기준 국내 41개 금융투자회사의 총 자기자본 규모는 약 27.7조원 수준인 것으로 나타났다(<표 II-3> 참고). 이 중 대형사는 34.4%, 중형사는 33.6%, 소형사는 32.0%의 비중을 차지하였다. 자기자본 내역을 규모별로 보다 상세히 살펴보면, 우선 대형 4개사의 총 자기자본 규모는 약 9.5조원이며, 각 사별 평균 2.3조원의 자기자본을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 다음으로 중형 6개사의 총 자기자본 규모는 약 9.3조원으로, 평균적으로 1.5조원의 자기자본을 보유하고 있었다. 끝으로 소형 31개사의 총 자기자본 규모는 약 8.8조원, 평균 자기자본 규모는 2,861억원 수준이었다. 대형 4개사의 평균 자기자본은 소형 31개사 평균 자기자본의 약 8.3배에 달해, 규모면에서 확연한 차이를 보임을 알 수 있다.

<표 II-3> 금융투자회사 그룹별 자기자본 규모

분 류	금융투자회사 수	자기자본 규모	
		규모 합계(비중)	규모 평균 (억원)
전 체	41(100%)	276,963(100%)	6,755
대 형	4(9.8%)	95,267(34.4%)	23,816
중 형	6(14.6%)	93,004(33.6%)	15,501
소 형	31(75.6%)	88,691(32.0%)	2,861
2008년 신설	8(19.5%)	11,742(4.2%)	1,468

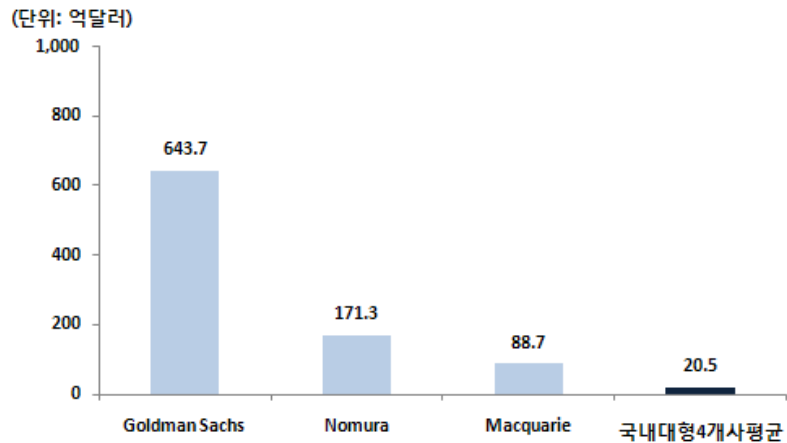
주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

3. 국내 금융투자업의 문제점

가. 대형사의 시장선도 역량 미흡

국내 대형 금융투자회사의 가장 큰 문제점으로는 취약한 자본력을 들 수 있다. 대형 금융투자회사 4개사의 평균 자기자본 규모는 FY2008 기준 약 21억 달러로, 주요 글로벌 투자은행뿐만 아니라 아시아 지역의 대형 투자은행에 비해서도 크게 뒤지는 실정이다(<그림 II-1> 참고). FY2008 현재 Goldman Sachs의 자기자본 규모는 약 644억 달러로 국내 대형 4개사 평균의 30배에 달하며, Nomura, Macquarie 등 아시아 지역의 대형 투자은행도 국내사에 비해 월등히 많은 자기자본을 보유하고 있다.

<그림 II-1> 주요 투자은행의 자기자본 규모

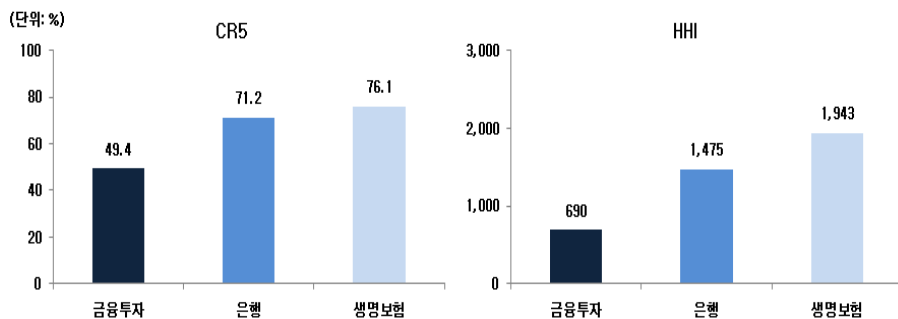


자료: FY2008 각사 10-K

국내 금융권역 가운데 대형 금융기관의 자본력 취약 현상은 특히 금융투자업에서 두드러진다. <그림 II-2>에 의하면 은행산업 및 생명보험산업에서는 대형사의 자본력이 상대적으로 크고, 이에 따라 소수의 대형사들이 시장을 지배·선도하고 있음을 알 수 있다. 반면, 금융투자업의 경우 자본력 취약으로 대형사들이 시장을 선도하지 못하고 있는 실정이다. 실제로 상위 5개 대형사의 시장점유율 합을 나타내는 CR5의 경우 은행산업 71%, 생명보험산업 76%인 반면, 금융투자업에서는 49%에 불과하다.

HHI(Herfindahl-Hirschman Index) 역시 은행산업에서는 1,475, 생명보험산업에서는 1,943에 달해 고도로 집중된 시장구조를 형성하고 있는 반면, 금융투자업에서는 690으로 완전경쟁 수준에 가깝게 나타나고 있다.

<그림 II-2> 우리나라 금융권역별 시장집중도

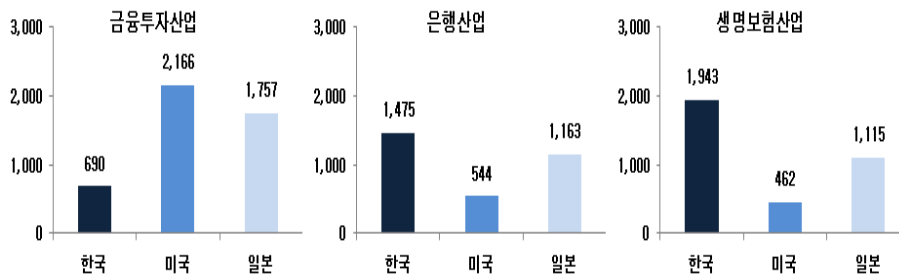


주 : FY2008 (자기자본 기준)
 자료: 금융감독원 자료를 사용하여 작성

국내 금융권역 가운데 특히 금융투자산업의 시장집중도가 낮은 현상은 외국과 비교할 경우에도 쉽게 확인 가능하다. <그림 II-3>에는 한국, 미국, 일본 3개국의 권역별 시장집중도(HHI)가 나타나 있는데, 이 중 은

행산업과 생명보험산업에서는 시장집중도가 미국과 일본에 비해 월등히 높다. 이는 은행산업과 생명보험산업의 경우, 여타 국가에 비해 시장집중이 더 심화된 상태를 의미한다. 반면, 금융투자업의 경우에는 미국, 일본에 비해 시장집중도가 매우 낮은 수준인데, 이로 인해 외국의 경우와는 달리 국내 대형 금융투자회사들은 시장지배력을 갖고 있지 못하며, 그 결과 시장을 선도하는 역할도 취약한 것이다.

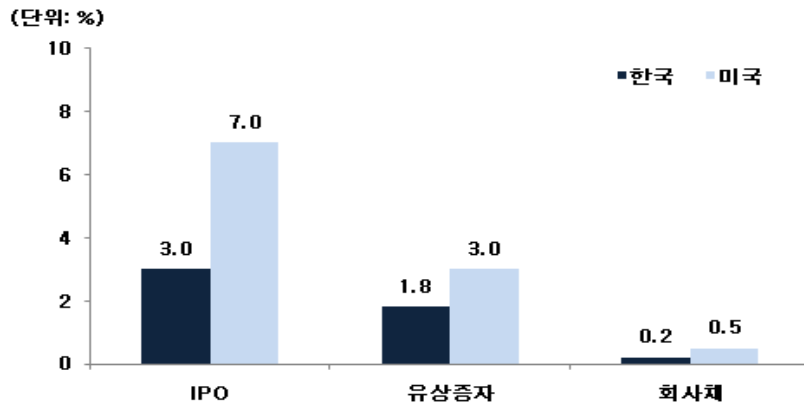
<그림 II-3> 한·미·일 금융권역별 시장집중도



자료: 김형태 외(2007), 금융감독원

국내 금융투자산업의 취약한 자본력은 시장선도자(price leader) 부재 현상을 낳고 있다. <그림 II-4>에 따르면, 우리나라의 IPO, 유상증자 등 주식발행업무와 회사채발행업무 수수료는 미국의 절반 수준에도 미치지 못해 저가 출혈경쟁이 매우 심각함을 알 수 있다.

<그림 II-4> 우리나라와 미국 IB업무의 수수료율 비교



자료: 신보성(2005)

시장선도자 부재에 따른 IB업무에서의 저가 출혈경쟁은 고부가가치 업무에서의 경쟁력 상실로 이어지고 있다. <그림 II-5>에 의하면, 저가 출혈경쟁으로 제 값을 받지 못하는 IPO 및 회사채발행업무에서는 국내사들이 시장의 상당부분을 점하고 있지만, 부가가치가 높은 M&A주선 업무에서는 외국계 투자은행에 시장의 대부분을 내주고 있음을 알 수 있다.

<그림 II-5> 우리나라 IB업무의 시장점유율

IPO		회사채		M&A mandate	
대우증권	17.8%	우리투자증권	15.1%	Macquarie	10.9%
한국투자증권	17.6%	KB투자증권	12.4%	Citi	10.5%
우리투자증권	17.2%	대우증권	12.3%	PWC	9.8%
동양종합금융증권	12.6%	한국투자증권	10.7%	KPMG	9.5%
현대증권	9.1%	동양종합금융증권	10.6%	UBS	9.2%

주 : FY2008 기준

자료: Bloomberg

그러나 이러한 현상은 외국의 경우와는 대조되는 것이다. <그림 II-6>을 보면, IPO, 회사채 발행은 물론 M&A 분야에서도 자국 투자은행들이 시장의 상당부분을 점하고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 II-6> 주요 선진국의 IB업무별 시장점유율

US			Japan		
IPO	회사채	M&A mandate	IPO	회사채	M&A mandate
Merrill Lynch 14.4%	JPMorgan 10.3%	Goldman Sachs 12.3%	Nomura 40.8%	Mitsubishi 24.5%	Nomura 13.2%
Citi 13.3%	UBS 9.7%	JPMorgan 11.9%	Mizuho 17.2%	Nomura 23.7%	Mitsubishi 9.6%
Goldman Sachs 13.2%	Merrill Lynch 9.0%	Citi 8.6%	Citi 16.4%	Mizuho 22.5%	Daiwa 8.7%
UBS 11.7%	Wachovia 7.4%	BoAMerrillLynch 7.9%	Morgan Stanley 14.0%	Daiwa 16.9%	UBS 6.8%
BoA 10.6%	BoA 7.3%	Deutsche Bank 7.2%	Daiwa 4.2%	Citi 7.0%	Citi 6.6%

France			Germany		
IPO	회사채	M&A mandate	IPO	회사채	M&A mandate
Invest 49.4%	Calyon 82.3%	BNP Paribas 7.8%	Deutsche Bank 46.2%	LBBW 15.8%	Deutsche Bank 14.1%
Bryan Garnier 27.9%	Oddo Pinatton 6.1%	Calyon 7.7%	Citi 46.2%	BayernLB 11.6%	Goldman Sachs 10.1%
Euroland 14.1%	Natixis 4.7%	JPMorgan 7.3%	ICF 3.6%	NLBG 10.6%	UBS 8.6%
Gilbert Dupont 6.6%	Societe Generale 2.2%	Goldman Sachs 6.9%	Quirin Bank 2.4%	WestLB 7.8%	Citi 8.3%
Europe Fi. Et In. 1.9%	Exane SA 1.3%	HSBC 6.8%	VEM 1.5%	LBST 6.9%	Morgan Stanley 7.0%

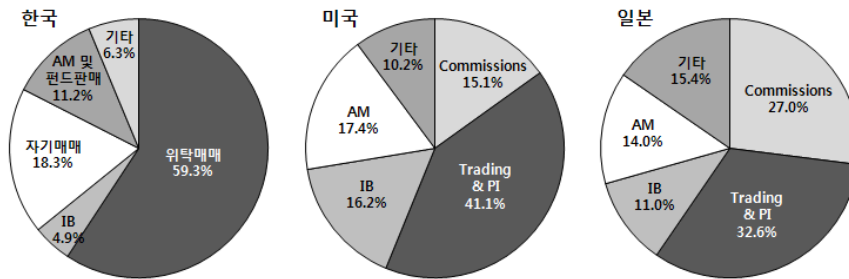
주 : FY2008 기준
 자료: Bloomberg

금융투자회사의 취약한 자본력은 적극적인 위험 인수를 어렵게 만들고, 이에 따라 수익구조에도 영향을 주고 있다. 국내 금융투자회사의 주된 수익원은 부가가치가 낮은 위탁매매업으로 전체 수익의 60% 가량을 차지한다(<그림 II-7> 참고).

그러나 국내 금융투자회사가 주로 의존하고 있는 위탁매매업, 특히 온라인 위탁매매업은 전형적인 동질적 서비스로 가격경쟁에 쉽게 노출된다. 실제로 온라인주식거래 비중이 높아지면서, 위탁매매수수료율은 급격히 낮아지고 있다(<그림 II-8> 참고). 이러한 논의는 향후 자본력

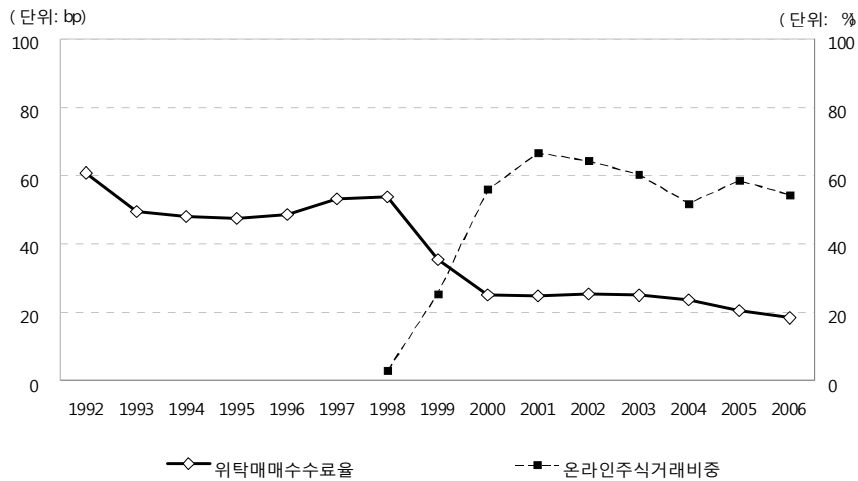
증강에 기반한 적극적인 위험인수 없이, 기존처럼 위탁매매업무 중심의 영업이 지속될 경우 금융투자회사의 수익성은 개선되기 어려울 것임을 의미한다.

<그림 II-7> 한·미·일 상위5개 금융투자회사의 수익 구성



자료: 김형태 외(2007), 금융감독원

<그림 II-8> 위탁매매수수료율 및 온라인거래비중 추이



자료: 신보성 외(2008)

한편, 국내 대형 금융투자회사의 취약한 자본력 및 이에 따른 저부가가치 중심의 업무 영위는 효율성 저하로 나타나고 있다(<표 II-4> 참고). 국내 상위 5개 대형 금융투자회사의 1인당 부가가치는 미국의 26%, 일본의 61%에 불과하며, 1인당 순이익 역시 각각 미국의 32%, 66%에 그치고 있는 실정이다. 이에 반해, 부가가치 중 인건비로 지급되는 비중은 미국과 거의 동일한 수준에 달하고 있어, 생산성에 비해 인건비 수준이 과도함을 알 수 있다.

<표 II-4> 한·미·일 상위5개 금융투자회사의 효율성 비교

(단위: 명, %, 억원)

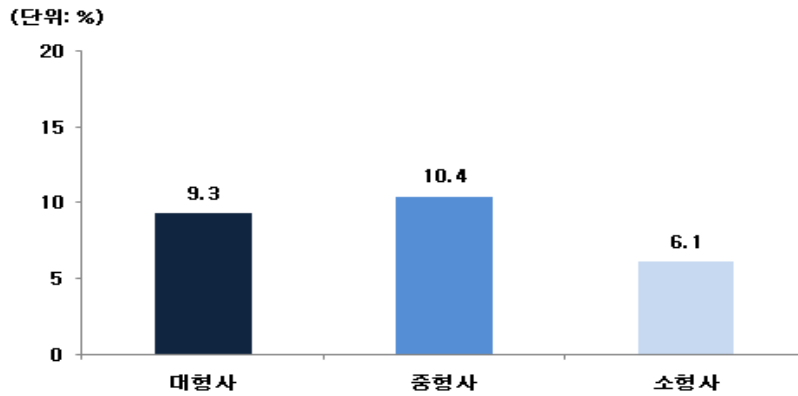
구 분	종업원 수	인건비/부가가치	1인당 부가가치	1인당 순이익
한 국	2,828 (8)	55.5 (97)	1.4 (26)	0.5 (32)
미 국	35,496 (100)	57.5 (100)	5.6 (100)	1.6 (100)
일 본	9,514 (27)	43.1 (75)	3.4 (61)	1.1 (66)

주 : ()안은 미국 대비 상대비중(%)
 자료: 김형태 외(2007)

나. 소형사의 취약한 수익성

최근 5개 년도의 평균 ROE를 기준으로 할 때, 대형사와 중형사의 수익성은 비슷한 반면 소형사의 수익성이 가장 낮게 나타나고 있다(<그림 II-9> 참고). 이러한 결과는 규모가 작아질수록 수익성이 높아지는 외국의 사례와는 정반대다.

<그림 II-9> 국내 금융투자회사의 그룹별 ROE



주 : FY2004 ~ FY2008 평균
 자료: 금융감독원

영업수지율 측면에서도 비슷한 결과가 나타나고 있다(<표 II-5> 참고). FY2004 ~ FY2008 평균 영업수지율은 대형사 106.1%, 중형사 104.0%인 반면, 소형사는 78.6%에 불과하다. 이처럼 국내 소형사들은 과거 5년간 평균 영업수지율이 100%에도 미치지 못하고 있어, 수수료 수익으로 비용을 만회하지 못하는 취약한 구조를 가지고 있음을 알 수 있다.

<표 II-5> 국내 금융투자회사의 그룹별 영업수지율 추이

(단위: %)

구분	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	평균
대형	81.7	132.0	105.1	116.3	95.4	106.1
중형	85.4	114.1	105.4	122.3	93.0	104.0
소형	69.0	89.2	83.4	90.5	61.1	78.6
전체	74.4	98.6	89.8	99.2	69.1	86.2

주 : 영업수지율 = 수수료수익 / (수수료비용 + 판매비와 일반관리비)
 자료: 금융감독원

국내 소형 금융투자회사가 당면한 문제점들은 동질적인 시장(고객·상품·업무)을 두고 거의 모든 부문에서 대형사 및 중형사와 경쟁하는데 기인한다. 실제로 국내의 경우 금융투자회사의 규모와 관계없이 수익구조가 매우 유사하다(<표 II-6>, <그림 II-10> 참고). 이는 대형사, 중형사, 소형사 모두 같은 고객·상품·업무를 두고 경쟁하고 있음을 의미한다. 그러나 자본력에서 열세인 소형 금융투자회사가 대형사와 마찬가지로 모든 업무, 모든 고객을 목표로 하는 전략을 택한다면 경쟁력을 갖기는 어렵다. 따라서 소형 금융투자회사는 특정 업무 또는 특정 고객을 상대로 제한된 자본을 효율적이고 집약적으로 활용할 필요성이 높다고 하겠다.

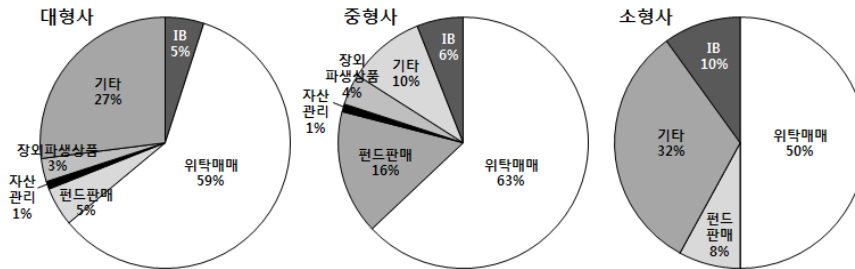
<표 II-6> 국내 금융투자회사의 업무별 수익 구조

(단위: 억원)

구 분	IB	위탁매매	펀드판매	자산관리	장외파생상품	기타	전체
대형사	1,458	16,092	1,392	259	694	7,267	27,162
중형사	1,474	15,475	3,871	222	896	2,499	24,436
소형사	2,070	10,724	1,665	39	8	6,720	21,225
전 체	5,002	42,291	6,928	520	1,598	16,486	72,823

주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

<그림 II-10> 국내 금융투자회사의 규모별 수익구조



주 : FY2008 기준
 자료: 김형태 외(2007), 금융감독원

다. 금융투자회사 규모별 현황을 통해 본 시사점

대형사의 경우, 자본력 부족으로 적극적인 위험인수를 감당하기 어려우며, 이로 인해 단순(plain vanilla) 상품 중심의 저부가가치 IB업무 및 위탁매매업무 중심의 사업구조가 지속되고 있다. 이를 개선하기 위해서는, 비교적 풍부한 자본력을 갖춘 소수의 대형사들이 출현하여 시장을 선도할 필요성이 있다.

한편, 소형사의 경우 자본력이 현격히 부족함에도 불구하고 대형사와 동일한 고객·상품·업무를 두고 전방위적으로 경쟁하고 있다. 그 결과 어떤 부문에서도 뚜렷한 강점을 나타내지 못한 채, 효율성이 저하되는 상황이 이어지고 있다. 이와 같은 상황을 타개하기 위해서는 특정 부문에 초점을 맞추는, 기존과는 상이한 전략 수립 및 집행이 요구된다.

결과적으로 향후 국내 금융투자업의 경쟁력을 제고하기 위해서는, 대형 금융투자회사가 출현하는 한편으로, 특정 업무에 전문화된 중소형 금융투자회사도 다수 존재해야 한다. 실제로 금융투자업이 발전한 나라에서는 예외 없이 소수의 대형사와 특화된 다수의 중소형사가 활동하고

있다(자세한 내용은 IV장 참고). 그런데 금융투자회사의 대형화 및 전문화가 가능하기 위해서는, 대형사 시장과 중소형사 시장으로 시장이 분할되어야 한다. 따라서 다음 장에서는 대형화 및 전문화의 전제조건인 시장분할에 대한 이론 및 시장분할에 필요한 요건 등에 대해 살펴보기로 한다. 아울러 국내 금융투자업에서 시장분할에 필요한 요건들이 어느 정도 갖추어졌는지, 즉 대형화 및 전문화가 달성될 여건이 어느 정도 마련되었는지에 대해서도 검토한다.

III. 시장분할 관련 이론 및 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 검토

1. 상품차별화와 시장분할

2. 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 전망

III. 시장분할 관련 이론 및 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 검토

1. 상품 차별화와 시장분할

금융투자업에서 대형화 및 전문화가 실현되기 위해서는 시장분할 가능성이 존재해야 한다. 즉, 자본시장에 참여하는 고객 수가 크게 늘어나는 동시에 고객의 특성도 다양화되고, 그 결과 금융투자회사들이 자신의 자본력 수준에 맞추어 목표시장을 달리할 수 있는 여지가 생겨야 한다. 그리고 이러한 시장분할 하에서 대형 금융투자회사와 중소형 금융투자회사의 목표시장 역시 분할될 수 있는 것이다.

따라서 이 장에서는 시장분할과 관련한 이론 및 시장분할에 필요한 조건들을 구체적으로 살펴본다. 아울러 국내 금융투자업에서 시장분할 조건이 충족될 수 있는지, 즉 대형화 및 전문화 여건이 어느 정도인지에 대해서도 검토한다.

가. 시장구조의 정의와 상품 차별화

1) 시장구조의 정의

시장구조는 좁게는 시장 내에서 경쟁하는 기업 수를 말하며, 넓게는 기업 수에 의해 결정되는 시장 내 경쟁정도와 관련된 개념이다. <표 III-1>은 시장 내 기업이 하나인 독점시장, 소수의 기업들이 경쟁하는 과점시장, 그리고 수많은 기업들이 경쟁하는 완전경쟁시장 등으로 시장구조를 분류하고 있다.

<표 III-1> 시장구조의 형태와 사례

시장구조의 형태	경쟁기업의 수	실제 사례
완전경쟁시장	다수의 기업	농산물시장, 원유현물시장
독점적 경쟁시장	다수의 기업	세탁소시장, 출판시장
과점시장	소수의 기업	통신시장(KTF, SK텔레콤, LG텔레콤), 자동차시장, 철강산업
독점시장	단일 기업	한국전력, 담배인삼공사, 마이크로소프트

시장구조가 중요한 이유는 시장구조에 따라 기업의 이윤 또는 수익성이 변할 수 있기 때문이다.¹⁾ 예를 들어, 독점기업은 경쟁자가 없기 때문에 높은 초과이윤을 낼 수 있지만, 완전경쟁시장에 있는 기업은 많은 기업들과의 치열한 경쟁으로 초과이윤을 낼 수 없다.

시장구조가 기업의 이윤에 영향을 줄 수 있다는 점에서, 기업들은 종종 시장구조에 변화를 유발시켜 독과점적 이윤을 얻으려고 한다.²⁾ 그런데 시장구조, 즉 경쟁정도의 변화는 상품 차별화 가능성에 달려 있다. 예를 들어, 기술적으로 상품차별화가 가능하고 또한 해당 상품에 대한 시장의 수요가 존재한다고 하자. 이 경우 기업은 자신의 상품을 선호하는 소비자층만을 대상으로 하는 시장전략을 택하여 시장분할을 유도할 수 있게 된다. 그 결과 동 기업은 분할된 시장 내에서 독과점적 가격 형성을 통해 높은 이윤을 획득할 수 있는 것이다. 결국 특정 시장 내에서

1) Bain(1956), Scherer and Ross(1990)

2) Porter(1980)

초과이윤을 획득할 수 있는지의 여부는 해당 시장 내에서 상품차별화가 가능한가에 의존한다.

2) 상품 차별화의 유형

차별화된 상품시장이란 시장에 있는 상품들이 디자인, 브랜드, 품질 등과 같은 측면에서 동질적이지 않은 경우를 말한다.³⁾ <표 Ⅲ-2>에는 차별화된 상품시장의 사례를 보여주고 있다. 이 밖에 자동차(현대 쏘나타, 아반떼, 삼성 SM5, SM3 등) 또는 다양한 의료서비스(첨단 장비와 전문의를 갖춘 종합병원, 개인의원, 전문 클리닉) 등도 차별화된 상품의 예가 될 수 있다.

<표 Ⅲ-2> 차별화된 상품시장들

상품시장	상품특성	경쟁기업들 (차별화된 상품들)
MP3 플레이어	디자인	애플(아이팟), 레인컴(아이리버), 삼성(엠피)
신발	브랜드	나이키, 아디다스, 리복, 프로스펙스
자동차	크기 및 성능	GM대우(모닝), 기아(포르테), 삼성(SM5), 현대(제네시스), 포르쉐(카레라)

한편, 차별화된 상품은 크게 종적으로 차별화된 상품(vertically differentiated product)과 횡적으로 차별화된 상품(horizontally differentiated product)으로 구분할 수 있다. 이하에서는 이들 각각에 대해 보다 자세히 살펴보기로 한다.

3) Tirole(1988)

① 종적으로 차별화된 상품 (Vertically Differentiated Product)

하나의 시장에 두개의 상품 A, B가 존재한다고 하는 경우, 상품 A가 객관적인 특성에서 상품 B보다 우월할 때 두 개의 상품 A, B를 종적으로 차별화된 상품들이라 말한다. 종적으로 차별화된 상품들은 객관적인 품질(quality)이나 평판, 기능면에 있어서 그 차이가 명확하다. SM5와 SM3, 종합병원과 개인의원은 그 품질과 기능에 있어서 차이가 명확하여 종적으로 차별화된 상품들의 예가 될 것이다. 금융투자업에서는 유가증권 인수업무 혹은 장외파생상품 업무가 이에 해당한다. 이들 업무에서는 상당한 위험관리 능력이 요구되며, 따라서 자본력이 뛰어난 대형사가 중소기업에 비해 객관적인 질의 측면에서 우월한 업무능력을 보일 것이기 때문이다.

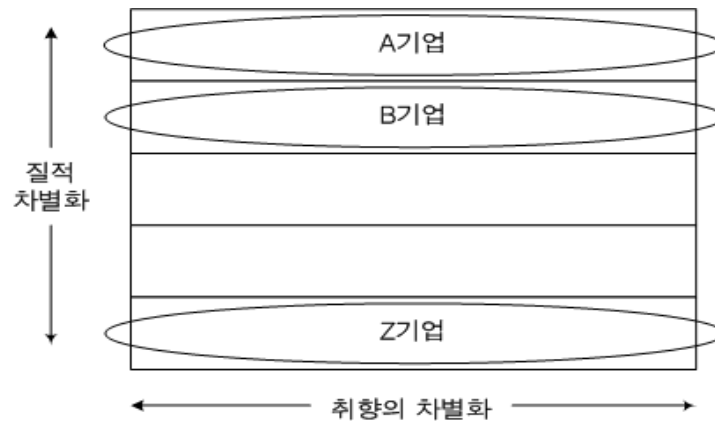
종적인 상품 차별화가 이루어지는데는 소득을 비롯한 고객의 객관적인 특성들이 어떤 분포를 가지는지가 중요하게 작용한다. 예를 들어 소득이 높은 고객은 상품의 품질 또는 평판에 대한 선호가 매우 높다. 반면, 소득이 낮은 고객은 저렴한 가격의 상품에 대해 높은 선호를 가진다. 그 결과 고소득층과 저소득층을 대상으로 상품의 종적차별화가 이루어지고, 이에 따라 시장이 분할되는 것이다. 소득 외에도 연령, 자산 등을 비롯하여 고객층을 구분하는 객관적인 특성들이 다수 존재한다. 예를 들어 금융투자업에서는 거래규모의 기관투자자와 소액규모의 개인투자자, 혹은 대기업과 중소기업 등과 같이 거래규모에 따라 고객층을 구분하는 것이 가능하다. 이 경우 어떤 금융투자회사는 기관투자자만을 대상으로 영업하는 반면, 다른 금융투자회사는 개인투자자들을 대상으로 영업하게 될 것이다.

전술한 바와 같이, 시장의 종적 분할(vertical market segmentation)은 기업이 소득이나 객관적인 특징에 있어 서로 다른 고객층에 중점을 두고 시장을 분할하는 것이다. 그런데 이러한 시장분할은 소득을 비롯한

고객의 객관적인 특성들이 다양할수록 현실화될 가능성이 높아진다.

<그림 Ⅲ-1>은 기업들이 질적인 차별화를 통해 시장을 종적으로 분할하는 경우를 보여주고 있다. A기업은 소득이 가장 높은 고객을 대상으로 최고품질의 상품을 제공하며, B기업, C기업 등의 순으로 목표고객의 소득 및 상품품질이 낮아진다.

<그림 Ⅲ-1> 기업들의 종적인 상품 차별화 전략



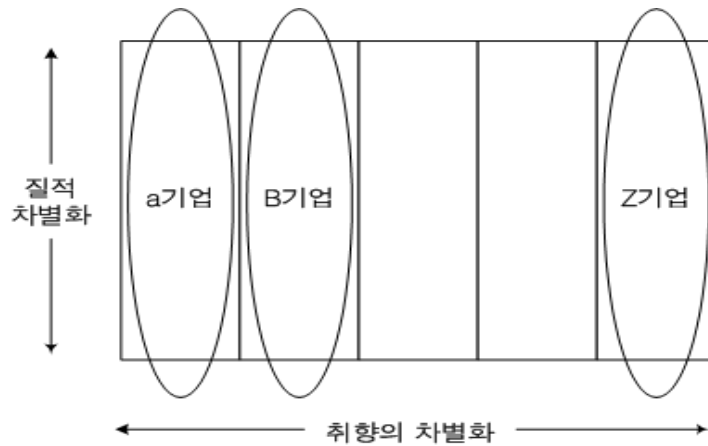
② 횡적으로 차별화된 상품 (Horizontally Differentiated Product)

일련의 상품들이 디자인, 브랜드 등과 같은 주관적인 특성 면에서 차이를 보일 때 횡적으로 차별화되었다고 한다.⁴⁾ 이러한 횡적 차별화는 고객들이 상품 특성들(디자인, 브랜드, 맛)에 대해서 서로 다른 주관적인 선호를 가질 때 가능하다. 삼성 SM5와 현대 쏘나타, 삼성 의료원과 현대 아산병원은 평판이나 품질과 같은 객관적인 특성은 거의 유사하지만, 상품의 디자인이나 브랜드 등에 차이가 존재한다.

4) Hotelling(1929), Salop(1979), D'Aspremont et al.(1979)

이처럼 시장의 횡적분할(horizontal market segmentation)은 기업이 주관적인 취향 및 선호에 있어 서로 다른 고객에 초점을 두는 경우에 이루어진다. 횡적분할 역시 종적분할과 마찬가지로 고객의 주관적인 취향 및 선호가 다양할 때 시장분할이 일어날 가능성이 높아진다. <그림 III-2>는 횡적 상품차별화를 통해서 시장이 분할되는 상태를 예시적으로 보여준다.

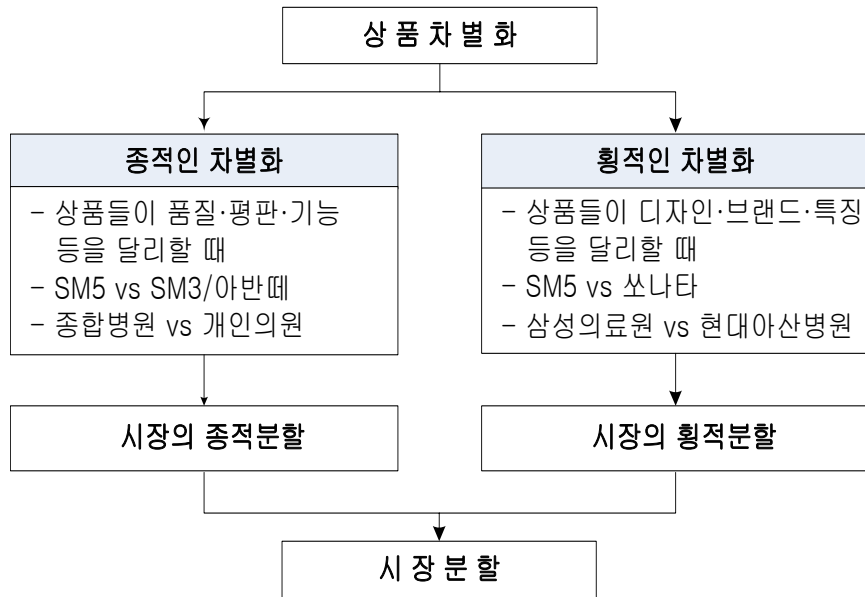
<그림 III-2> 기업들의 횡적인 상품 차별화 전략



3) 상품 차별화와 시장구조의 관계

전술한 바와 같이 시장은 객관적인 특징에 따라 종적으로 분할되거나, 주관적인 취향에 따라 횡적으로 분할될 수도 있다. 종적 차별화 혹은 횡적 차별화를 성공적으로 이룬 기업들은 분할된 시장에서 독점력을 행사하지만, 전체시장의 관점에서는 여러 기업이 동시에 공존하는 형태의 시장구조가 형성된다.

<그림 III-3> 상품 차별화와 시장분할



본 연구는 금융투자업의 전반적인 시장구조에 관한 것으로, 개별 금융투자회사에 대한 고객의 주관적 선호도는 연구대상이 아니다. 즉, 형적 차별화는 개별 금융투자회사 차원의 전략적인 문제이므로, 본 연구에서는 배제한다는 것이다. 결국, 본 연구에서는 종적 차별화를 중심으로 살펴되, 종적차별화를 가져오는 금융투자회사의 객관적 속성 중 특히 자본력에 초점을 두고 논의를 전개한다. 물론 자본력 이외에도 금융투자회사들이 종적 차별화를 달성할 수 있는 다양한 수단들이 존재할 수 있다. 그러나 이들 여타 수단들을 모두 포괄해서 일관된 결론을 끌어내려고 할 경우 연구의 범위가 지나치게 확장되는 문제가 발생하며, 따라서 자본력에만 초점을 두고자 하는 것이다.

더불어 금융투자회사의 주요 기능 중 하나가 위험의 인수 및 관리에 있다는 점도 고려하였다. 위험의 인수와 관리가 핵심인 영역에서는 자본

력 차이야말로 종적차별화를 가져오는 가장 큰 요인일 수밖에 없다는 것이다. 흔히 금융투자회사를 대형사와 중소형사로 구분하는 관행은 자본력이 종적 분할의 핵심적인 기준임을 시사한다.

나. 시장의 종적 분할에 따른 효과

상품의 질적인 차이에 민감한 고소득층 고객은 가격이 비싸더라도 높은 품질의 상품을 구매하는 경향이 있다. 따라서 높은 품질의 상품을 제공하는 기업은 경제적 이윤을 넘어선 높은 가격으로 고소득층의 고객을 공략할 수 있게 된다. 당연히 이 기업은 고소득층을 주된 목표시장으로 삼게 될 것이다.

반면 소득이 낮은 고객은 상품의 품질보다는 상대적으로 낮은 가격에 대해 높은 선호를 보인다. 따라서 저품질의 상품을 생산하는 기업은 저가정책을 통해 저소득층의 고객을 집중 공략하는 것이 바람직하다.

일반적으로 동일한 품질의 상품을 두고 경쟁이 벌어질 경우, 고소득층과 저소득층 모두 저렴한 제품을 선호하게 된다. 이에 따라 치열한 가격경쟁이 벌어지고, 그 결과 가격은 한계비용까지 낮아지는 것이다⁵⁾. 반면, 종적인 분할이 이루어진 시장에서는 기업들이 상이한 고객에 초점을 둔 생산 및 가격 전략을 채택하게 되므로 기업간 가격경쟁이 약화된다. 실제로 차별화된 상품시장의 경우, 고품질 상품을 제공하는 기업은 고소득층을 겨냥하여 높은 가격을 정할 수 있어 이윤이 높아진다. 그리고 이에 따라 저품질 상품을 제공하는 기업도 약화된 경쟁 환경에 놓이게 되어 상대적으로 높은 가격을 책정할 수 있게 되는 것이다. ⁶⁾

5) Bertrand(1883)

6) Shaked and Sutton(1982)

<그림 Ⅲ-4>는 종적인 시장분할에 따른 상품가격 및 기업이윤 변화를 보여주고 있다. 시장분할 이후 두 기업 모두 시장분할 이전보다 높은 가격과 이윤을 획득할 수 있다. 고품질의 상품을 제공하는 기업 A는 높은 가격을 통해서 높은 이윤을 얻고, 저품질의 상품을 제공하는 기업 B는 상대적으로 낮은 가격에서 낮은 이윤을 획득하게 된다.

<그림 Ⅲ-4> 시장분할과 기업의 이윤 관계



다. 시장의 종적 분할을 위한 조건

시장의 종적 분할을 위한 가장 중요한 조건은 고객의 수와 고객의 분포이다. 여기서 고객의 수는 단순히 전체 고객의 수를 말한다. 그리고 고객의 분포는 소득 수준, 거래규모 등 객관적인 기준에서 본 고객의 다양성을 의미한다.

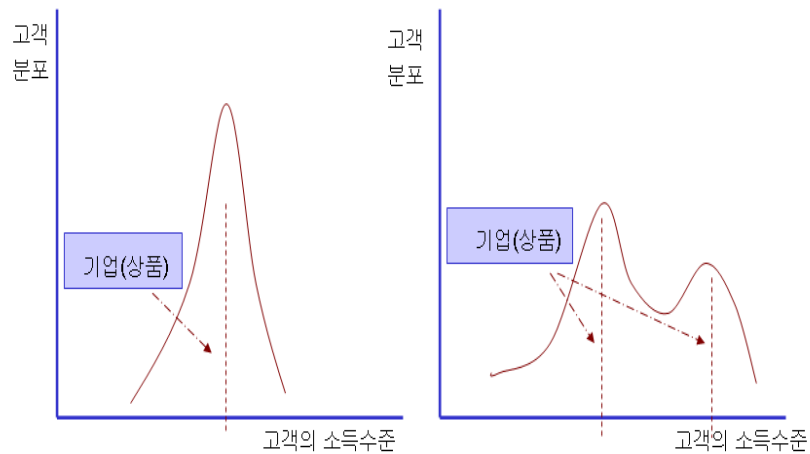
우선 고객수가 중요한 이유는, 고객이 충분히 많아야만 기업들이 시장분할을 통해 이익을 얻을 여지가 존재하기 때문이다. 만약 고객수가 매우 적다면 당연히 상품의 다양성도 줄어들 수밖에 없으며, 극단적으로

는 단 하나의 상품만이 존재할 수도 있다.

고객수뿐만 아니라 고객분포 역시 종적 차별화에 중대한 영향을 미친다. 잠재적인 고객수가 많다 한들 고객의 소득분포가 유사하다면 차별화는 어렵다. 결국 시장규모(고객수)가 현저히 커지더라도 고객의 다양성이 존재하지 않는다면 종적 차별화 여지 또한 줄어들 수밖에 없는 것이다.⁷⁾

<그림 III-5>는 고객의 여러 가지 특성 중 소득수준 분포가 기업의 상품전략에 어떠한 영향을 주는지를 예시적으로 보여준다. 좌측 그림에서는 밀집한 고객층으로 인해 동질적인 상품을 바탕으로 경쟁이 이루어지고 있다. 반면, 우측 그림은 이질적인 고객층의 존재로 인해 상품의 종적인 차별화가 이루어지고 있음을 알 수 있다.

<그림 III-5> 고객의 소득분포와 기업의 상품전략



7) Shaked and Sutton(1982, 1987)

2. 국내 금융투자업의 시장분할 가능성 전망

금융투자업의 시장구조가 소수의 대형사와 다수의 전문 소형사로 분화되기 위해서는 먼저 고객의 종적 분할이 충분히 이루어질 수 있는 환경이 조성되어야 한다. 이를 위해서는 고객수가 충분히 많아야 하며, 동시에 고객의 구성 및 분포 또한 다양해야 한다.

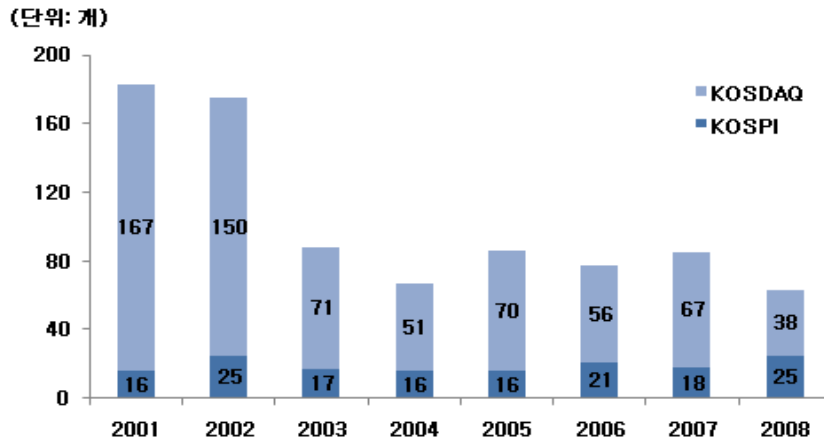
여기에서는 향후 국내에서 고객수 및 고객분포 측면에서 시장분할이 이루어질 수 있을 것인지를 검토한다. 이를 위해 금융투자회사의 두 고객군, 즉 기업(issuer)과 투자자(investor) 각각의 측면에서 시장분할 여건을 살펴보기로 한다.

가. 기업(issuer) 측면에서의 시장분할 가능성 전망

1) Issuer: 기업 수

기업 고객수의 확대 가능성을 파악하기 위해 신규 상장기업수 추이를 살펴본 결과, 최근 들어 뚜렷한 증가 추세를 보이지는 않고 있다(<그림 III-6> 참고). 이를 보다 구체적으로 살펴보면, 상장기업 수는 2001년 ~ 2002년에는 100개 이상으로 상당히 많았으나 이후 감소세로 돌아섰다. 이후 2005년 들어 신규 상장기업수가 다시 증가하였으나, 2000년대 초반에 비해서는 매우 낮은 수준이다. 특히 2005년 주식시장이 매우 활황이었다는 점을 감안한다면 신규 상장기업수는 상대적으로 미미하다고 보는 것이 타당하다. 이러한 점에서 신규 상장기업수 추이로 볼 때 시장의 종적 분할 가능성은 크지 않다고 판단된다.

<그림 III-6> 신규상장기업 수 추이

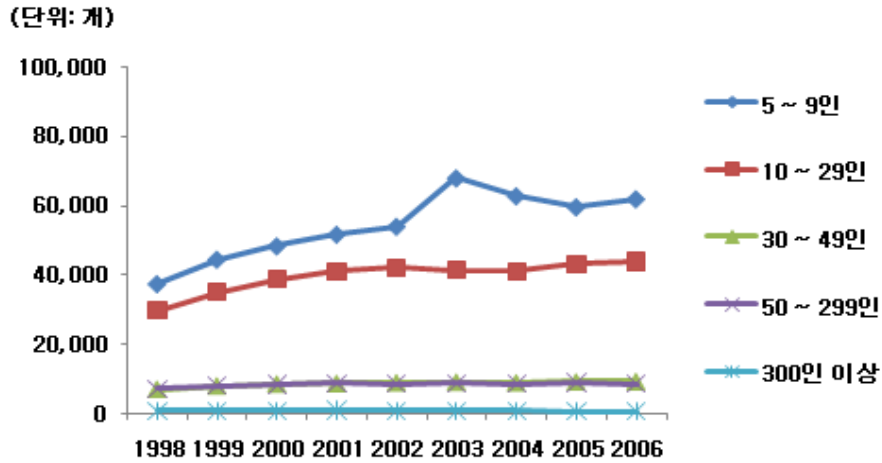


자료: Fn-Guide

2) Issuer: 기업 분포

여기에서는 우선 규모에 따른 기업분포가 어떻게 변화되고 있는지를 살펴보기로 하자. 자본시장에서 자금을 조달하거나 금융자문을 받는 기업은 주로 대기업(종업원 수 300명 이상)이거나 중기업(종업원 수 50명 ~ 299명)이다. 따라서 비교적 규모가 큰 이들 대기업 및 중기업의 비중이 높아질 때 시장의 종적 분할 가능성은 높아질 것이다. 그러나 최근 10년 사이 전체 제조업 가운데 영세규모의 사업자 비중은 확대된 반면, 대기업과 중기업의 분포는 정체를 보이고 있다(<그림 III-7> 참고). 결국 대기업과 중기업 분포를 통해 볼 때, 기업고객 시장의 시장분할 가능성은 높지 않다고 판단된다.

<그림 III-7> 기업 규모별 분포추이



자료: 통계청

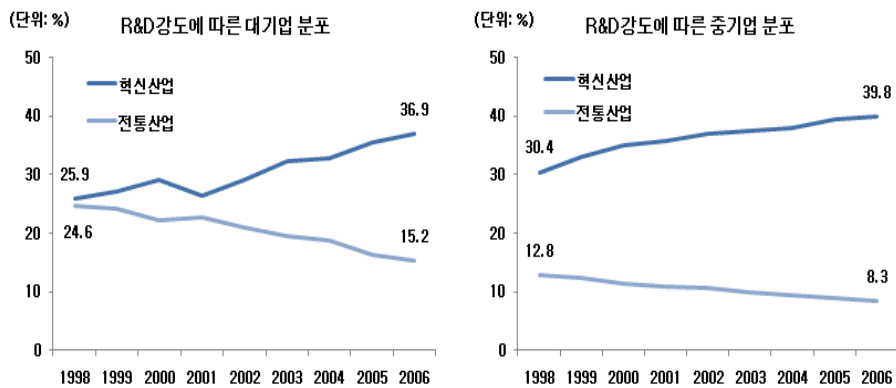
한편, 기업의 분포는 규모 외에도 기업이 속한 산업의 속성에 의해서도 정의될 수 있다. 일반적으로 혁신산업일수록 자본시장에 대한 의존도가 높다고 알려져 있다. 이는 자본시장은 모험산업이나 혁신산업에 대한 자금제공 측면에서 은행보다 우위를 지니고 있기 때문이다.⁸⁾ 이러한 관점에서 모험산업이나 혁신산업에 속한 기업의 비중이 상승한다면, 기업 분포 측면에서 시장분할이 일어날 가능성이 존재한다. 특히 전통산업과 달리 혁신산업에 속한 기업의 경우, 기업 속성이 한층 다양한 경향을 띠는 점에서 시장분할 가능성은 더욱 커지게 된다.

그런데 지난 10년 간 혁신산업에 속한 기업 수의 비중이 10%p 가량 증가한 반면, 전통산업에 속한 기업의 비중은 감소하였다. 그리고 이러한 경향은 대기업과 중소기업에서 공통적으로 관찰되었다(<그림 III-8>

8) 신보성 외(2005)

참고)9) 이러한 점에서 산업의 속성 측면에서 본 기업분포는 향후 기업 고객 시장에서 시장분할 가능성이 높다는 것을 보여준다.

<그림 III-8> R&D강도에 따른 기업분포



주 : R&D강도는 분석 기간 제조업의 각 산업에 속하는 모든 기업의 (R&D지출액 시계열 평균 / 매출액 시계열 평균)의 중앙값으로 삼았으며, R&D강도 상위 30%에 속한 기업을 혁신산업, R&D강도 하위 30%에 속한 기업을 전통산업으로 분류함

자료: 통계청, Fn-Guide, 신보성 외(2005)

3) 자본시장법과 자금조달수단의 확대

기업수 및 기업분포는 금융투자회사 입장에서 외부 환경요인으로서 외생적 변수이지만, 동시에 내생변수일 가능성도 존재한다. 금융투자회사의 역할과 기능에 따라 시장이 확대될 수도 있기 때문이다. 특히 2009년 시행된 자본시장법은 이러한 가능성을 한층 높여 놓았다.

실제로 자본시장법은 금융투자상품의 포괄주의를 채택함으로써 자본

9) 여기에서 혁신산업은 R&D강도(R&D 지출액/매출액) 상위 30%에 속한 산업이며, 전통산업은 R&D강도(R&D 지출액/매출액) 하위 30%에 속한 산업을 지칭한다.

시장에서 기업이 조달할 수 있는 상품을 매우 다양화하였다. 그 결과 과거에는 없었던 새로운 자금조달수단들이 창출될 여지가 커진 것이다. 이처럼 변화된 환경 하에서는 금융투자회사의 노력 여하에 따라, 기존에는 유가증권을 발행하지 않았거나 은행대출에 의존했던 기업이 자본시장으로 진입하게 된다. 그리고 그 결과 고객수가 늘어나고 고객분포 또한 다양화될 수 있는 것이다.

4) 기업(Issuer)과 관련된 시장의 분할 가능성 요약

전술한 바와 같이 신규 상장기업수 및 대기업과 중기업 비중 측면에서는 기업고객 시장의 분할 가능성은 높지 않다고 판단된다. 그러나 자본시장 의존도가 높은 혁신산업에 속한 기업의 비중이 늘어나는 한편, 자본시장법 시행에 따라 다양한 조달수단이 등장하면서 고객수가 늘고 고객분포도 다양화될 가능성이 어느 정도 존재한다. 더불어 고속성장을 이어가고 있는 거대 중국시장에 효과적으로 진출할 경우, 기업고객 시장의 분할 가능성은 한층 커질 수 있다. 결국 다소 제한적이기는 하지만 기업고객 시장에서의 시장분할 가능성이 현재보다 커질 것은 분명해 보인다.

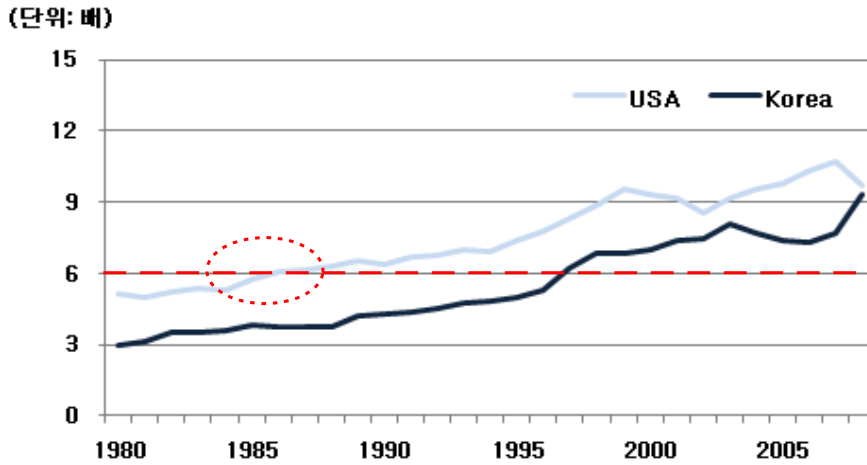
나. 투자자(Investor) 측면에서의 시장분할 가능성 전망

1) Investor: 투자자 수

1980년대 중반은 미국 자본시장이 본격적으로 성장하였던 시점으로, 우리나라 자본시장 수요기반 확대 여부를 전망하기 위한 중요한 비교시점이다. 그런데 <그림 III-9>를 보면 2008년도 현재 금융연관비율(=총금융자산잔액/명목GDP)을 통해 구한 한국의 금융자산축적 정도는 1980년

대 중반의 미국 수준에 이미 도달했음을 알 수 있다. 이처럼 국내 금융 자산 축적이 심화되었다는 말은 자본시장에 참여하는 투자자 수가 늘어날 여건이 마련되었음을 의미한다.

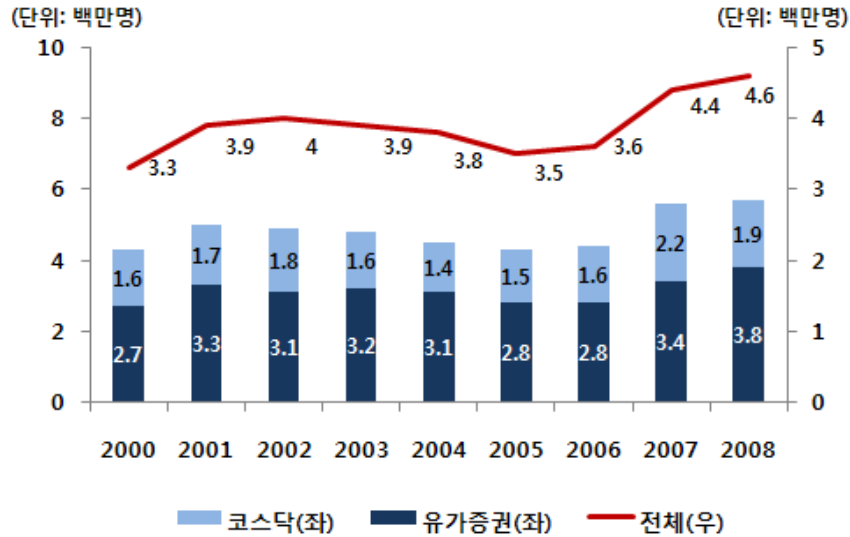
<그림 III-9> 금융연관비율 추이



자료: FRB, 한국은행, 통계청

실제로 2008년 말 현재 주식투자인구는 약 460만명에 달하고 있어 2000년에 비해 40%가량 증가하였다(<그림 III-10> 참고). 이를 보다 구체적으로 살펴보면, 동기간 중 유가증권시장의 주식투자인구는 약 41%, 코스닥시장은 19% 가량 증가하여 각각 380만 명, 190만 명 수준에 이르고 있다.

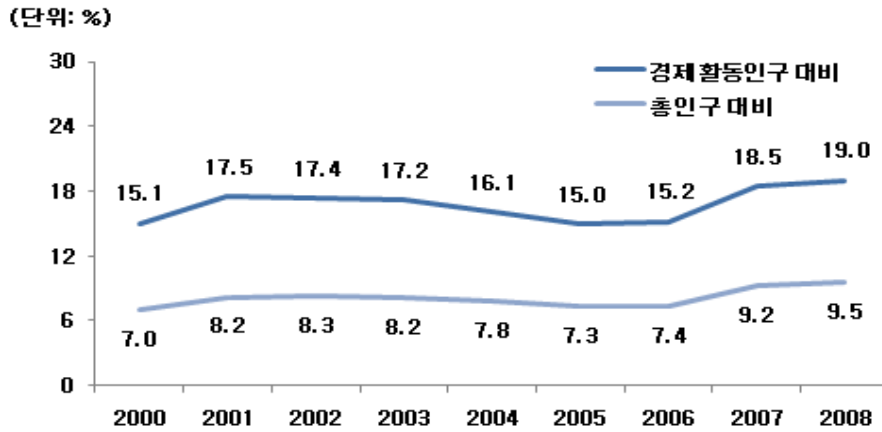
<그림 Ⅲ-10> 국내 주식투자인구 수 추이



자료: KRX

주식시장참여율도 지속적으로 증가하는 추세이다. <그림 Ⅲ-11>을 보면 2008년 총인구 대비 주식투자인구는 9.5%로서 2000년에 비해 2.5%p 상승하였으며, 동기간 경제활동인구 대비 주식투자인구도 3.9%p 가량 상승하며 19.0%를 기록하였다. 이러한 결과는 총인구 및 경제활동인구 대비 주식투자인구 비중이 꾸준히 증가하면서, 자본시장에 참여하는 투자자의 비중이 지속적으로 확대되고 있음을 의미한다.

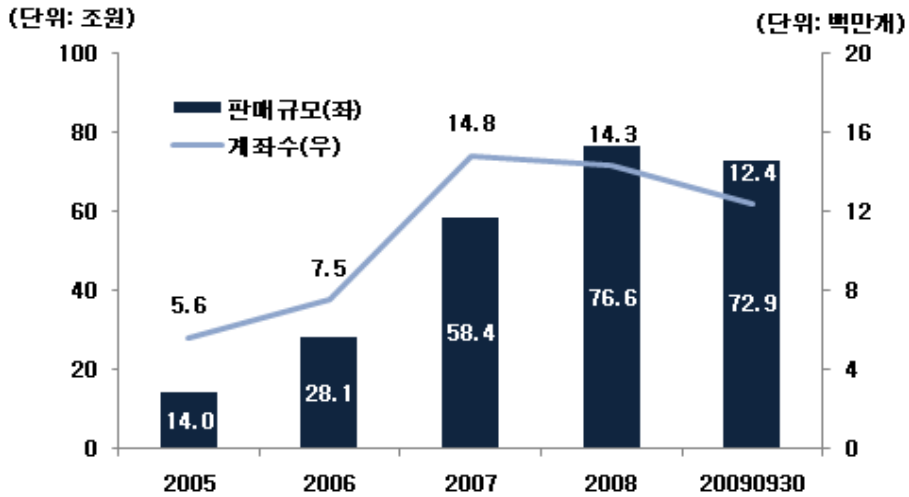
<그림 III-11> 국내 주식투자인구 비중 추이



자료: KRX

자본시장에 참여하는 투자자의 수가 큰 폭으로 늘어나면서 펀드투자 규모도 지속적으로 확대되고 있다. <그림 III-12>을 보면 지난 5년 간 펀드계좌 수는 50% 가량 늘어난 약 1,200만개를 기록하였으며, 순자산총액은 72.9조원을 기록, 2005년에 비해 5배 이상 성장하였다.

<그림 Ⅲ-12> 국내 적립식펀드 판매규모 및 펀드계좌 수



자료: 한국금융투자협회

이처럼 금융자산 축적에 따른 금융투자상품 투자수요 증대, 주식시장 참여 인구 비중 확대 등은 향후 국내 자본시장 투자자가 늘어날 것임을 시사한다. 이러한 점에서 투자자 수 측면에서 본 시장분할 가능성은 높은 것으로 평가된다.

2) Investor: 투자자 분포

투자자 수와는 달리 투자자의 속성자료 부재로 투자자 분포를 직접적으로 측정하기는 어렵다. 대신 투자대상 상품의 유형을 통해 투자자 분포에 변화가 있는지를 간접적으로 파악하는 것은 가능하다.

<표 Ⅲ-3>에는 국내 적립식펀드의 유형별 규모 및 비중이 나타나 있다. 이에 따르면 주식형펀드와 채권형펀드 등 전통적인 펀드투자방식에서 벗어나 최근 파생상품이나 실물자산 등 다양한 펀드상품에 대한

투자가 확대되고 있음을 알 수 있다. 이는 투자자의 분포가 위험선호 측면에서 다양한 분포를 띠고 있음을 시사하는 것이다.

<표 III-3> 국내 적립식펀드의 유형별 펀드 수 추이

(단위: 천개, %)

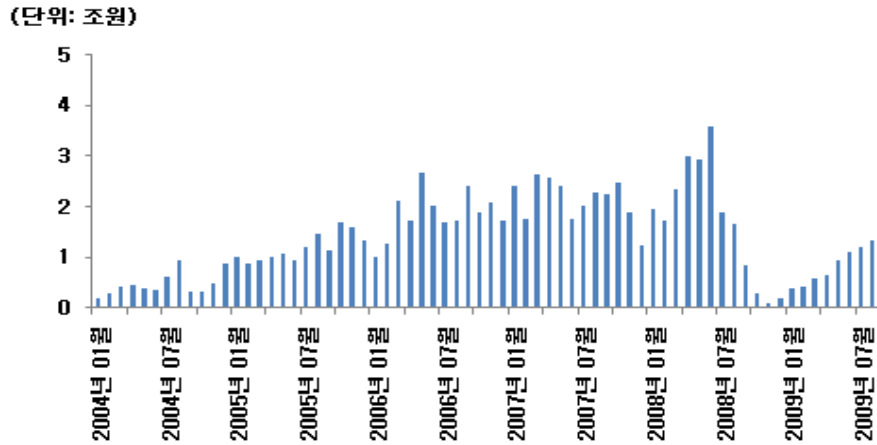
구 분	2005	2006	2007	2008	2009. 9
주식형	4,708 (83.7)	6,455 (85.7)	13,165 (88.7)	12,807 (89.5)	11,028 (89.3)
채권형	247 (4.4)	195 (2.6)	97 (0.7)	93 (0.7)	88 (0.7)
파생상품	101 (1.8)	125 (1.7)	333 (2.2)	404 (2.8)	354 (2.9)
기 타	89 (1.6)	270 (3.6)	601 (4.1)	394 (2.8)	342 (2.8)
전 체	5,624 (100)	7,535 (100)	14,837 (100)	14,310 (100)	12,352 (100)

주 : ()안은 각 유형별 비중(%). 주식혼합형, 채권혼합형 등 혼합형 펀드는 제외하였으며, 기타에는 부동산, 실물, 재간접, 특별자산 펀드 포함

자료: 한국금융투자협회

한편, 지난 몇 년 간 국내에서는 다양한 수익구조를 지닌 ELS에 대한 수요가 꾸준히 늘어났다(<그림 III-13> 참고). 2008년 금융위기의 영향으로 ELS시장의 성장세가 둔화되었으나, 2009년 들어 다시 가파른 회복세를 보이고 있다. 이처럼 다양한 수익구조를 가진 ELS에 대한 수요 기반 확대는 소득수준, 재산규모, 위험선호도 면에서 투자자 층이 한층 다양화되고 있음을 의미한다.

<그림 III-13> 국내 ELS 발행금액 추이



자료: 한국금융투자협회

결국 투자자 시장의 경우, 투자자 분포 측면에서도 시장의 종적 분할 가능성이 매우 높은 것으로 판단된다. 연령, 소득, 재산, 위험도 등의 측면에서 투자자 구성이 급속히 다양화되면서 시장분할 가능성을 높이고 있는 것이다.

3) 자본시장법과 투자상품의 종류

최근 시행된 자본시장법이 정착될 경우 금융투자상품의 종류가 크게 확대될 것으로 예상된다. 이에 따라 과거에는 없었던 새로운 투자상품이 다양하게 창출되고, 기존에는 자본시장에 투자하지 않았던 투자자가 새롭게 자본시장으로 진입하게 될 것이다. 그리고 그 결과 중장기적으로 시장의 종적 분할은 한층 촉진될 것이다.

4) 투자자(Investor)와 관련된 시장의 분할 가능성 전망 요약

최근 우리나라에서는 금융자산 축적으로 투자자 수가 큰 폭으로 늘고 있을 뿐만 아니라, 투자자의 유형 및 선호도도 매우 다양화되고 있다. 또한 자본시장법 시행으로 시장에 새롭게 참여하게 되는 투자자 수가 늘고 유형도 다양화되어 시장의 종적 분할 가능성은 더욱 확대될 것이다. 결국 기업(issuer) 시장과는 달리, 투자자(investor) 시장의 경우에는 모든 측면에서 시장분할 가능성이 매우 높다는 것을 알 수 있다.

다. 향후 금융투자업의 시장분할 가능성 전망

전술한 바와 같이, 향후 우리나라 자본시장에서는 시장분할 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단된다. 이에 따라 소수의 대형사와 다수의 소형 특화 금융투자회사로 시장구조가 재편될 가능성 또한 커지고 있다. 그런데 이러한 시장분할 가능성은 기업고객보다는 투자자와 관련한 시장에서 한층 높을 것으로 예상된다.

한편, 투자자 관련 시장에서 시장분할이 이루어질 경우, 이는 다시 기업고객 시장의 분할을 촉진할 수도 있다. 기업과 투자자를 연결하는 금융투자업의 속성을 감안할 때, 투자자 시장의 변화는 기업고객 시장에도 지대한 영향을 미칠 수밖에 없기 때문이다. 즉 투자자 시장이 확대되면 기업의 자금조달을 위한 투자자 유치가 수월해지기 때문에 기업고객 시장 관점에서는 금융투자회사의 중개업무가 효율적이고 저비용구조를 가지기 때문이다.

IV. 국내외 금융투자업의 시장구조 분석

1. 주요국 IB업무의 시장 규모 분석
2. 시장규모와 시장구조 간의 관계

IV. 국내외 금융투자업의 시장구조 분석

이 장에서는 우리나라를 포함한 주요 국가의 IB시장 규모를 비교분석하고, 이어서 IB시장 규모 변화에 따라 금융투자업의 시장구조가 어떻게 변화하는지를 살펴보고자 한다. 이를 통해 향후 국내 IB시장 규모가 확대됨에 따라 우리나라 금융투자업의 시장구조가 어떻게 변모할지에 대한 시사점을 도출할 수 있을 것으로 기대된다.

한편, 본 장에서 IB시장에 대한 분석은 전통적으로 기업금융업무로 간주되어 온 IPO, 회사채 인수, M&A의 세 가지 시장에 초점을 두고 있다. 해외 IB시장에 대한 자료로는 주로 Bloomberg League Table(2007년 기준)을 이용하였으며, GDP 자료는 IMF 통계 자료를 활용하였다.

1. 주요국 IB업무의 시장 규모 분석

이 절에서는 주요 국가의 IB시장 규모를 분석하는데, 이러한 분석은 지역별 비교와 국가별 비교의 두 가지 방식으로 이루어진다. 지역별 비교에서는 총 39개 국가의 자료를 사용하였으며, 지역은 크게 아시아, 서유럽, 동유럽, 남미, 북미, 아프리카·중동으로 구분하였다¹⁰⁾.

다음으로 국가별 비교에서는 GDP 및 IB시장 규모 측면에서 우리나라

10) 지역별 비교 시 분석에 포함된 국가는 남미 2개국(칠레, 브라질), 동유럽 3개국(크로아티아, 러시아, 체코), 서유럽 16개국(스웨덴, 벨기에, 그리스, 영국, 덴마크, 오스트리아, 스페인, 프랑스, 스위스, 터키, 네덜란드, 노르웨이, 이탈리아, 포르투갈, 독일, 핀란드), 북미 3개국(캐나다, 미국, 멕시코), 아시아 12개국(홍콩, 태국, 호주, 인도네시아, 중국, 뉴질랜드, 일본, 말레이시아, 필리핀, 타이완, 싱가포르, 인도), 아프리카·중동 2개국(남아프리카, 이스라엘) 등 39개국임

라보다 크거나 비슷한 국가들을 대상으로 한다¹¹⁾. 분석대상 국가는 한국, 일본, 중국, 인도, 태국, 인도네시아, 호주 등 아시아 7개국, 독일, 영국, 이탈리아, 프랑스, 스위스 등 서유럽 5개국, 미국, 캐나다, 멕시코 등 북미 3개국과 브라질을 포함한 총 16개국이다.

가. 국가 및 지역별 IB시장 규모

1) IPO 부문

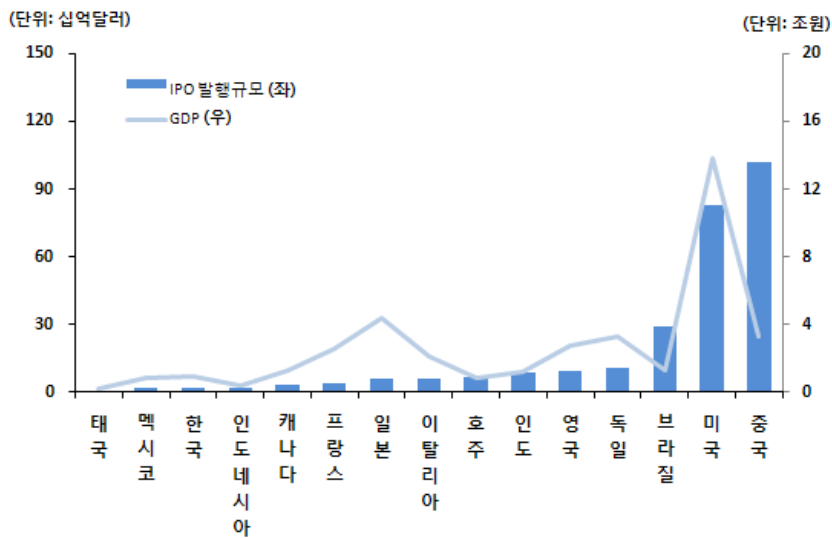
개별 국가의 GDP와 IPO 발행 규모를 살펴보면 전반적으로 GDP가 큰 국가일수록 IPO 발행 규모 또한 크며, 상관계수도 0.655로 높게 나타났다. 이는 GDP가 큰 국가일수록 기업 수 및 기업 분포 측면에서 잠재적인 IPO 대상 기업이 많아지기 때문인 것으로 보인다.

그러나 <그림 IV-1>에 의하면, GDP 규모와 IPO시장 규모가 대체적으로 비례하는 있지만, 일부 국가에서는 그렇지 않은 것으로 나타나고 있다. 예를 들어, 일본과 프랑스의 경우 경제규모에 대비해서 IPO시장이 상대적으로 덜 발달한 상태다. 실제로 일본과 프랑스의 GDP는 각각 4.4조달러(2위), 2.6조달러(6위)인 반면 IPO 발행 규모는 각각 57억달러(9위), 43억달러(10위)에 불과하다. 반면, 중국, 브라질 등 신흥국의 경우에는 경제 규모에 비해 IPO시장 규모가 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 이는 신흥국의 경우 높은 경제성장률을 바탕으로 새롭게 출현하는 기업 수가 많기 때문인 것으로 보인다.

11) 비교대상 국가를 우리나라보다 IB시장 규모가 비슷하거나 큰 곳으로 제한한 이유는, 본 연구의 목적이 향후 우리나라 IB시장 규모가 커짐에 따라 투자은행 시장구조가 어떻게 변화하는지를 분석하는데 있기 때문

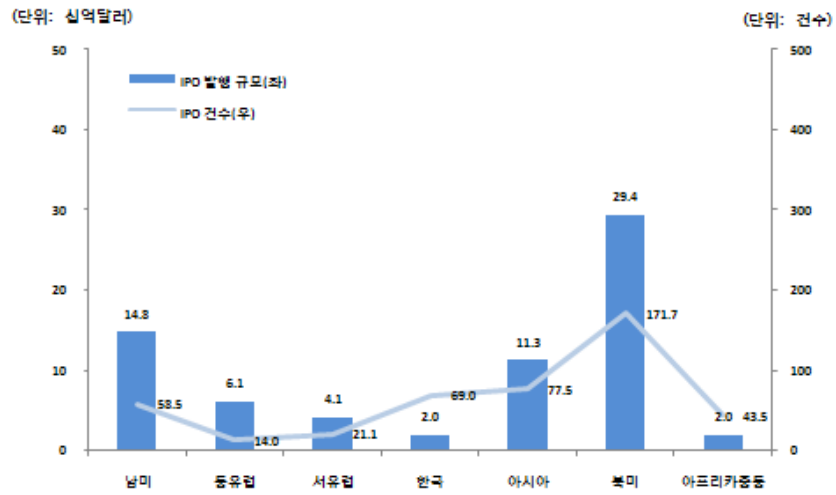
국가별 비교에 이어 지역별로 IPO시장 규모를 비교해보면, 북미, 남미, 아시아에서 IPO시장이 활성화되어 있는 것으로 나타났다(<그림 IV-2> 참고). IPO시장 규모가 가장 큰 곳은 북미로, 이는 전통적으로 자본시장이 발달한 관계로 IPO시장 또한 활성화된데 따른 것으로 판단된다. 남미와 아시아 국가의 경우 자본시장 발달 정도는 상대적으로 덜 하지만, 고속성장으로 인해 새로운 기업이 지속적으로 등장함에 따라 IPO시장 규모도 비교적 크게 형성되고 있는 것으로 보인다.

<그림 IV-1> 국가별 GDP 규모와 IPO 발행규모



주: 2007년 기준

<그림 IV-2> 지역별 IPO 발행규모 및 발행건수



주: 2007년 기준

<표 IV-1> 지역별 IPO 건별 발행규모

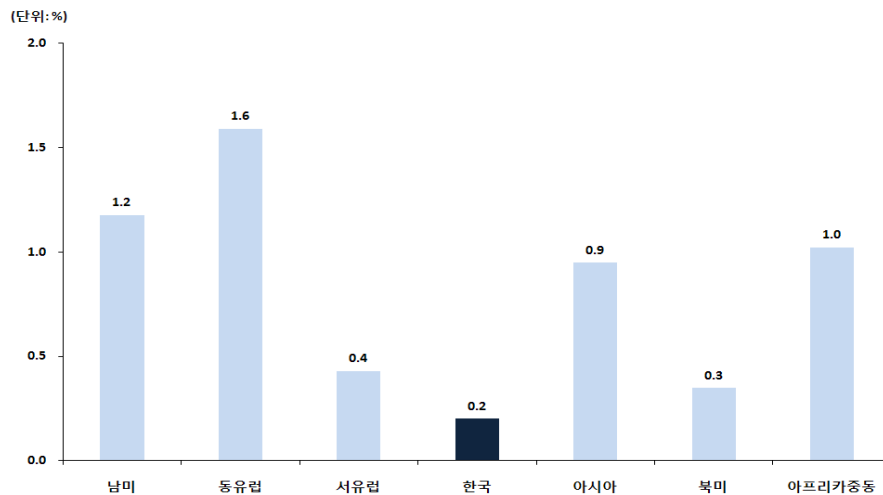
(단위: \$백만)

지역	건별 발행규모
남미	176.5
동유럽	312.9
서유럽	205.4
한국	28.4
아시아	78.6
북미	133.2
아프리카·중동	45.7

주: 2007년 기준

다음으로 IPO 건별 발행규모(IPO 발행규모/IPO 건수)를 살펴보면, 북미, 남미, 동유럽, 서유럽이 아시아 및 아프리카·중동 지역보다 크게 나타나고 있다(<표 IV-1> 참고). 우리나라의 경우 IPO 발행규모가 작을 뿐 아니라, IPO 건별규모도 28.4백만달러로 미약한데, 이는 우리나라 신규상장기업의 대부분이 코스닥시장을 통해 상장되는 소규모 기업이기 때문으로 판단된다.

<그림 IV-3> GDP 대비 IPO 발행규모의 지역별 현황



주: 2007년 기준

한편, <그림 IV-3>에는 GDP에 대비한 IPO시장 규모를 보여주고 있다. 그런데 IPO의 절대 규모와는 달리 GDP 대비 IPO시장 규모는 동유럽, 남미, 아시아 등의 신흥국들에서 더 크게 형성되고 있는 것으로 나타났다. 이는 전술한 바와 같이, 경제규모에 비해 경제성장률이 높은 관계로 IPO 대상 기업이 지속적으로 늘어나고 있는데 기인하는 것으로 보인다¹²⁾.

우리나라의 GDP 대비 IPO시장 규모는 0.20%에 불과하여 다른 지역들에 비해 현저히 작은 수준이다. 경제 규모에 비해 우리나라 IPO시장 규모가 이처럼 작은 것은, 국내 금융투자회사의 역할 미비로 새로운 기업의 발굴이 제대로 이루어지지 못하고 있는데 가장 큰 원인이 있다. 서유럽이나 북미의 경우, 우리나라보다 경제성장률이 낮음에도 불구하고 GDP 대비 IPO 발행 규모는 각각 0.43%와 0.35%로 우리나라보다 높게 형성되고 있는데, 이는 역으로 향후 국내 금융투자회사의 기업 발굴 역량이 제고된다면 우리나라의 IPO시장 규모 또한 크게 증가할 수 있음을 시사한다.

2) 회사채 부문¹³⁾

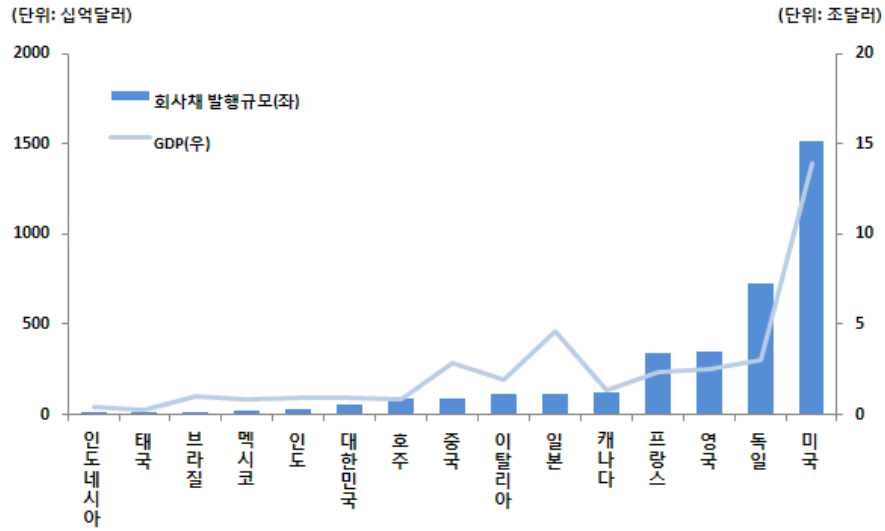
<그림 IV-4>에서 알 수 있듯이, IPO시장과 마찬가지로 회사채 발행 규모도 GDP와 밀접한 관계를 보이고 있으며, 상관계수도 0.910으로 매우 높다. 국가별로는 미국(15조 달러)을 비롯하여 독일(7조달러), 영국(3.5조달러), 프랑스(3.3조달러), 캐나다(1.2조달러), 일본(1.1조달러) 등 선진국에서 채권 발행 규모가 크게 나타났다.

IPO와는 달리 신흥국보다는 선진국에서 회사채 발행 규모가 큰 주된 이유는 신용도가 높은 대기업들이 선진국에 보다 많기 때문인 것으로 판단된다. 금융기관들의 채권 발행 규모가 크다는 점 또한 선진국 채권 시장의 규모가 크게 나타나는 원인 중의 하나로 보인다.

12) 예를 들어, IPO시장 규모가 매우 큰 중국의 경우, 홍콩거래소에 450여개사, 싱가포르거래소에 150여개사, 미국거래소에 130여개사(뉴욕+나스닥 포함), 영국거래소에 80여개사 등이 현재 상장되어 있으며, 상장대기 기업 수도 무려 8,000개에 이를 것으로 파악되고 있다.

13) 회사채는 국·공채를 제외한 회사채와 금융채를 의미하며, 해당 국가 내에서 발행된 외국기업의 회사채나 금융채도 포함

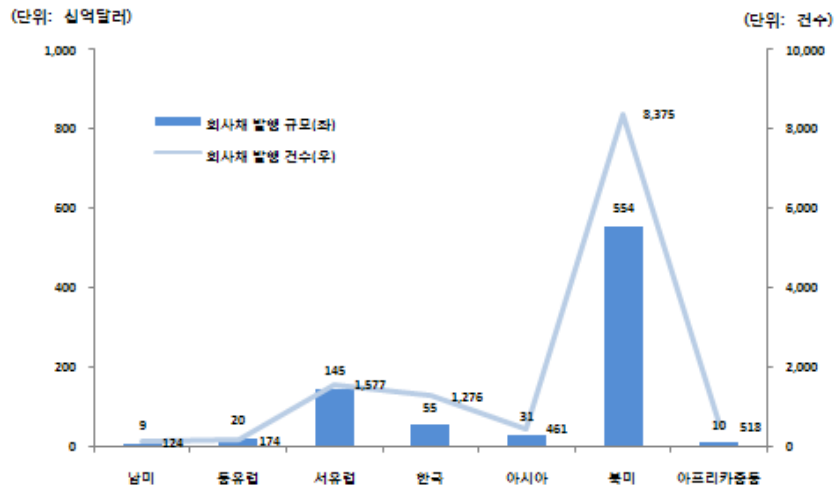
<그림 IV-4> 국가별 GDP 규모와 회사채 발행규모



주: 2007년 기준

국가별 비교에 이어 지역별 비교를 살펴보면, 북미 지역의 회사채 발행 규모가 평균 5.5조달러로 압도적으로 많았으며, 서유럽(1.5조달러)이 뒤를 이었다(<그림 IV-5> 참고). 회사채 발행 규모뿐만 아니라 회사채 발행건수도 북미와 서유럽에서 가장 많은 것으로 나타났다.

<그림 IV-5> 지역별 회사채 발행규모 및 발행건수



주: 2007년 기준

<표 IV-2> 지역별 회사채 건별 발행규모

(단위: \$백만)

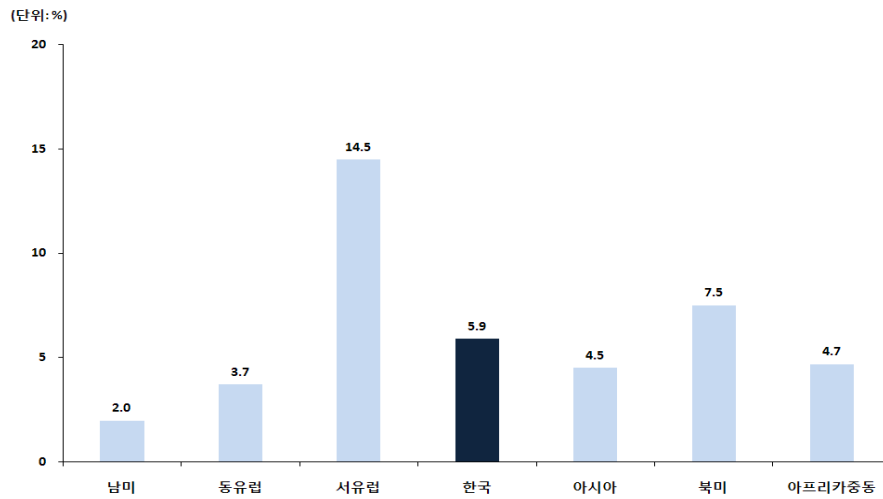
지역	건별 발행규모
남미	75.1
동유럽	92.7
서유럽	124.5
한국	42.9
아시아	62.9
북미	91.8
아프리카·중동	21.9

주: 2007년 기준

한편, 회사채 건별규모(회사채 발행규모/회사채 발행건수)를 보면, 서유럽, 북미 지역에서 높게 나타났다(<표 IV-2> 참고). 반면 남미, 아시아 지역에서는 회사채 건별 발행규모가 작은 것으로 나타났는데, 특히 우리나라의 회사채 건별규모는 아시아 지역 평균보다도 훨씬 낮은 수준인 것으로 확인되었다.

그러나 건별규모와는 달리 GDP에 대비한 회사채시장 규모를 보면, 우리나라(5.9%)의 순위가 서유럽(14.5%), 북미(7.5%)에 이어 3위 수준으로 상위권임을 알 수 있다(<그림 IV-6> 참고). 실제로 우리나라의 GDP 대비 회사채 발행규모는 아시아(4.5%), 동유럽(3.7%), 남미(2.0%) 등 신흥국보다 높은 것으로 나타났다.

<그림 IV-6> GDP 대비 회사채 발행규모의 지역별 현황



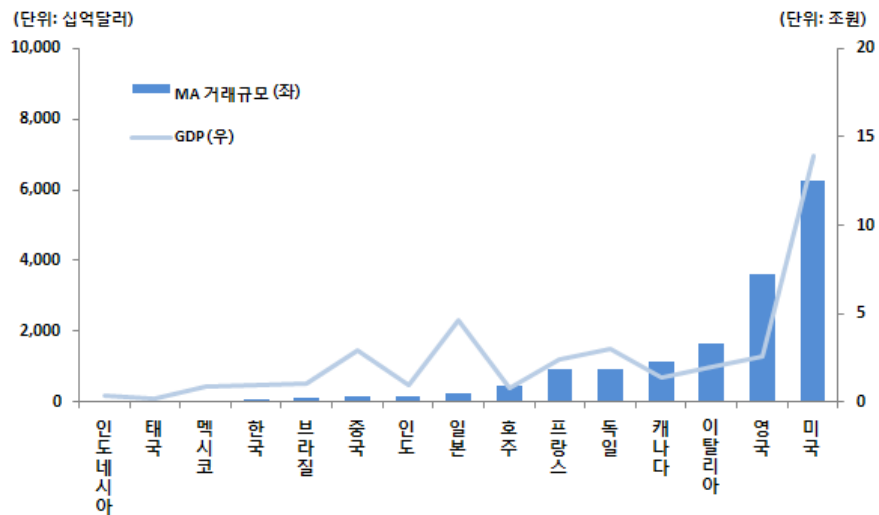
주: 2007년 기준

IPO와는 달리 우리나라 GDP 대비 회사채 발행 규모가 높았던 이유는 우리나라가 다른 신흥국 국가들에 비해 재벌과 대기업 중심의 산업 구조를 가지고 있기 때문인 것으로 보인다. 중소기업에 비해 상대적으로 신용등급이 높은 대기업의 경우 회사채 시장 접근이 용이하다는 점이 반영되었다는 것이다.

3) M&A 부문

M&A 부문에서도 GDP 규모에 따라 시장 규모가 커지는 추세가 확인되며, 상관계수도 0.847로 높게 나타났다(<그림 IV-7> 참고).

<그림 IV-7> 국가별 GDP 규모와 M&A 거래규모



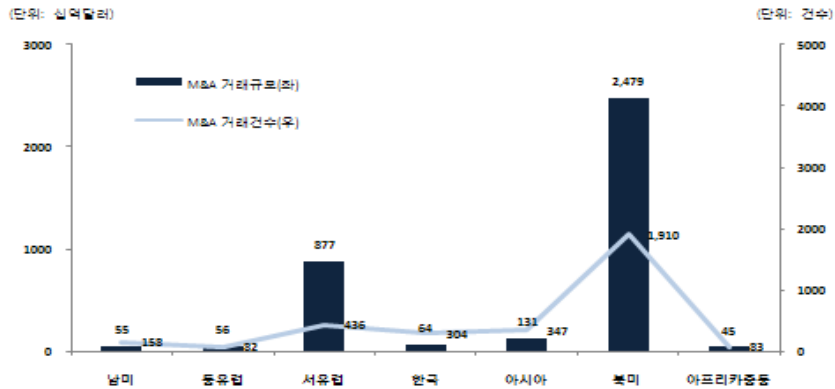
주: 2007년 기준

M&A시장 규모가 큰 국가로는 미국(6.2조달러), 영국(3.6조달러), 이탈리아(1.6조달러), 캐나다(1.1조달러), 독일(0.9조달러) 등이었다. 반면, 중국(1,566억달러), 일본(2,509억달러) 등은 GDP 규모가 큰 국가임에도 불구하고, M&A시장 규모는 작은 것으로 나타났다.

한편, 우리나라 M&A시장은 640억달러 규모로 분석대상 국가 중 매우 낮은 수준에 머물러 있다. 이는 M&A를 어렵게 하는 법제, M&A에 대한 기업 및 시장의 인식 부족, 대형 투자은행 및 PEF시장 발달 취약 등이 주요 원인으로 작용한 데 따른 것으로 보인다.

다음으로 지역별 M&A시장 규모를 살펴보면, 북미와 서유럽 지역이 압도적인 우위를 점하고 있으며, 나머지 지역들의 비중은 극히 미미한 것으로 나타났다(<그림 IV-8> 참고). 북미와 서유럽의 M&A시장 규모는 각각 2조4,790억달러와 8,770억 달러로, 아시아(1,310억달러), 남미(550억달러), 동유럽(560억달러)보다 10배 ~ 50배 이상 큰 것으로 확인되었다.

<그림 IV-8> 지역별 M&A 거래규모 및 거래건수



주: 2007년 기준

M&A 건별 거래규모(M&A 거래규모/M&A 거래건수) 또한 북미와 서유럽 지역에서 매우 높게 나타났다(<표 IV-3> 참고). 우리나라의 M&A 건별 거래규모는 2.1억달러로, 아시아 지역 평균인 4.1억달러의 50%, 서유럽 지역 평균인 18.2억달러의 11%에 불과했다. 우리나라 M&A 건별 거래규모가 이처럼 작은 것은 대기업들의 M&A시장 참여가 미진할 뿐 아니라, 차입이나 증자를 통한 대규모 자금조달이 어렵다는 점에도 기인하는 것으로 보인다. 이외에도 PEF시장의 미약, 금융투자회사의 역할 미흡 등도 중요한 원인으로 판단된다.

<표 IV-3> 지역별 M&A 건별 거래규모

(단위: \$백만)

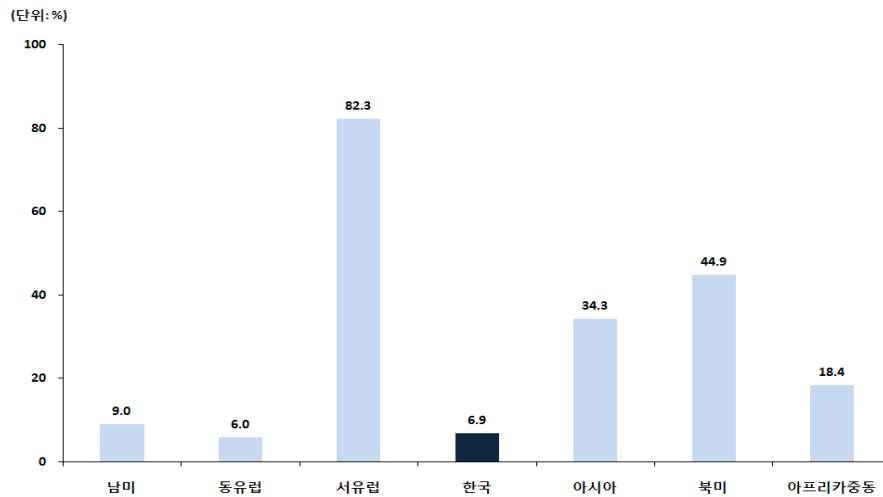
지 역	건별 거래규모
남 미	328
동 유 럽	358
서 유 럽	1,818
한 국	210
아 시 아	409
북 미	1,125
아프리카중동	463

주: 2007년 기준

다음으로 GDP 대비 M&A시장 규모는 서유럽(82%), 북미(45%), 아시아(34%), 아프리카·중동(18%), 남미(9%) 지역 순으로 나타났다(<그림 IV-9> 참고). 우리나라의 GDP 대비 M&A시장 규모는 6.9%로 아시아 평균

인 34.3%의 1/5에 불과했다. 아시아 국가 중에는 홍콩(67%), 싱가포르(131%), 말레이시아(52%), 호주(56%) 등의 국가에서 GDP 대비 M&A 시장 규모가 크게 나타났으나, 일본(5.7%)과 중국(4.8%)은 우리나라와 비슷한 수준이었다. 일본, 중국, 한국 등이 경제규모에 비해 M&A 시장 규모가 작은 것은 구조조정 관련 법제 미비 등의 요인도 일부 작용하는 것으로 판단된다.

<그림 IV-9> GDP 대비 M&A 거래규모의 지역별 현황



주: 2007년 기준

나. 분석 결과의 시사점

IPO, 회사채 발행, M&A 재무자문 등 전통적인 IB부문의 시장규모는 GDP 또는 경제성장률과 높은 상관관계를 가지고 있는 것으로 보인다. 그러나 우리나라의 경우 경제규모에 비해 IPO 및 M&A시장의 규모는

매우 작은 것으로 나타났다. 이는 금융투자회사의 역할 미흡으로 신규기업을 제대로 발굴해내지 못할 뿐 아니라, 대형 딜을 수행할 대형 금융투자회사의 출현이 더딘 데에 가장 큰 원인이 있다고 판단된다. 그러나 경제규모에 비해 국내 IB시장, 특히 IPO와 M&A시장 규모가 작다는 것은, 향후 금융투자회사의 역량 강화, 대형 금융투자회사 출현 등의 요인이 갖추어질 경우 IB시장 규모도 급속히 커질 수 있음을 시사한다.

2. 시장규모와 시장구조 간의 관계

이 절에서는 IB시장의 규모가 변함에 따라 금융투자업의 시장구조가 어떻게 변화되는지를 살펴보고자 한다. 이를 위해 시장규모와 시장구조 간의 이론적 논의를 살펴보고, 이어서 국가별 데이터를 활용하여 IB시장 규모가 커질 때 금융투자업의 시장구조가 어떻게 변화되는지를 분석한다.

가. 시장규모와 시장구조 간의 이론적 논의

시장규모의 확대는 통상적으로 신규기업의 진입을 촉발하고, 그 결과 시장집중도를 꾸준히 낮추는 것으로 인식되어 왔다. 그러나 Sutton(1991)은 시장규모가 커진다고 하더라도 산업 특성에 따라 시장집중도가 제한적으로 하락할 수 있다는 내생적 고정비용(Endogenous Sunk Cost, 이하 ESC) 이론을 제시하였다. Sutton은 특히 R&D나 광고, 평판구축 등 고정비용의 역할이 큰 산업에 대해 ESC 이론을 적용하였다.

Sutton에 따르면, 시장규모가 확대될 때 소수의 대기업(dominant players)들은 고정비용(sunk cost)의 지출을 확대함으로써 실질 평균비용

을 낮추는 반면, 고정비용을 부담할 수 없는 나머지 다수의 기업들은 주변기업(이하 fringe기업)으로 남게 된다. 즉 R&D나 광고, 평판구축 등의 고정비용이 중요한 산업의 경우, 보다 큰 시장점유율을 얻고자 하는 기업 입장에서는 고정비용의 지출을 확대하는 것이 최적의 선택이 될 수 있다는 것이다. 이럴 경우 고정비를 감당할 수 있는 소수의 대기업들이 시장의 대부분을 점하게 되고, 따라서 시장규모가 커지더라도 시장집중 현상은 완화되지 않는다. 그리고 소수의 대기업에 의한 시장지배가 진행되는 한편으로 시장규모 확대에 따른 시장분할 가능성에 힘입어 일부 틈새시장(niche market)을 겨냥한 소규모 fringe기업들의 신규진입 또한 활발히 진행된다는 것이 그의 요지이다.

여기에서는 Sutton의 이론에 비추어, 금융투자업의 시장규모와 시장구조 간의 관계를 다음과 같은 세 가지 관점에서 살펴보고자 한다. 첫째, 시장규모가 커지더라도 시장집중도가 낮아지는 데는 한계(lower bound)가 있는가. 둘째, 시장 규모 확대에 따라 소수의 대형 IB들이 대규모 고정비용을 투자함으로써 여타 IB들과의 경쟁력 격차를 벌리게 되고, 그 결과 소수의 대형 IB에 의한 과점형태가 더욱 심화되는가. 셋째, 상위 그룹에서 대형 IB에 의한 과점 체제가 공고히 되는 한편, 시장 규모가 커지면서 다양한 틈새시장의 가능성 또한 증대되면서 신규 IB들의 진입이 활발히 이루어지는가.

나. 국가별 시장규모와 시장구조 간의 관계

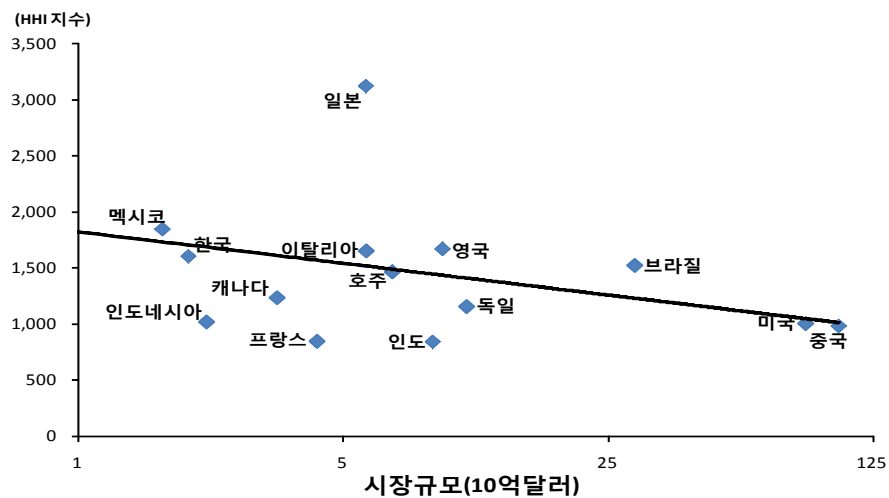
1) IPO 부문의 시장구조 변화

<그림 IV-10>은 IPO 부문에서 국가별 시장규모와 시장집중도지수(HHI) 간의 관계를 산포도(scatter diagram)로 보여주고 있다. 이에 따르

면 미국과 중국의 IPO시장 규모는 1,000억 달러 전후로 프랑스, 인도, 인도네시아보다 10배 이상 큰 반면, HHI는 모두가 1,000 전후로 비슷한 수준임을 알 수 있다.

이는 시장규모가 클수록 HHI가 감소하는 추세이나 시장집중도가 낮아지는 데는 한계가 있음을 의미한다. 실제로 IPO시장 규모와 HHI 간의 상관계수는 0.056으로 약하게 나타나고 있다. Sutton의 이론에 의하면 이처럼 시장규모가 커짐에도 불구하고 HHI가 제한적으로 하락하는 이유는, 대규모 고정비 투자를 앞세운 대형 투자은행이 등장하면서 시장의 상당 부분을 가져가기 때문이다.

<그림 IV-10> IPO 시장규모와 HHI

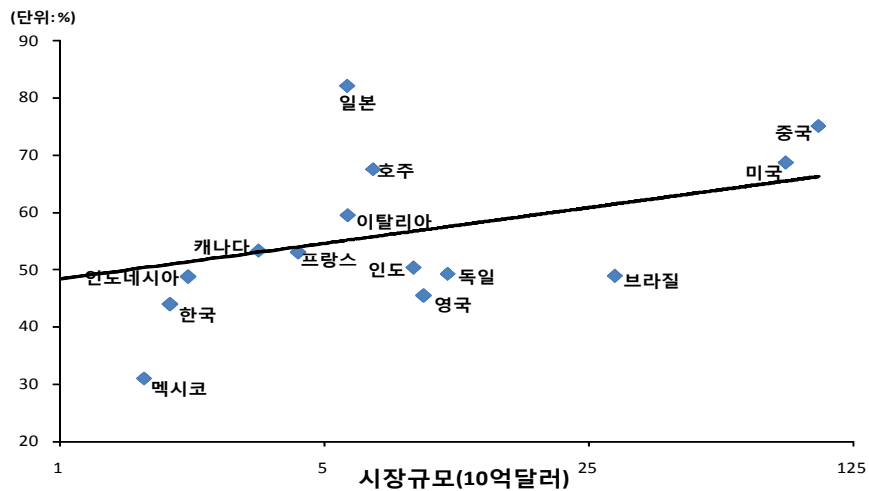


주: 2007년 기준

시장규모 확대에 따라 고정비 투자를 앞세운 대형 투자은행의 시장 점유율이 실제로 늘어나는지를 <그림 IV-11>을 통해 살펴보기로 하자.

<그림 IV-11>에는 IPO시장 규모 변화에 따라 IPO시장 내 상위 10% 투자은행의 시장점유율이 어떻게 달라지는지가 나타나고 있다. 이에 따르면, 시장규모가 확대됨에 따라 상위 10% 투자은행의 시장점유율 또한 상승하고 있어, 이들 사이에 양(+)의 상관관계가 있음을 보여준다. 일례로, 시장규모가 큰 미국과 중국의 상위 10% 투자은행의 시장점유율은 각각 68.7%와 75.1%로 매우 높았던 반면, 시장 규모가 상대적으로 작은 우리나라와 멕시코는 각각 43.9%와 30.9%로 낮게 나타남을 알 수 있다.

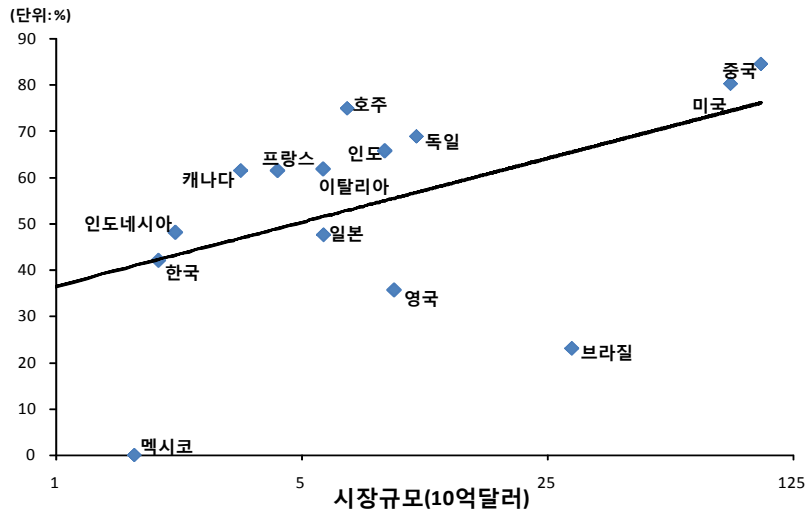
<그림 IV-11> IPO 시장규모와 상위 10% 투자은행의 시장점유율



주: 2007년 기준

한편, IPO 시장규모가 확대되면서 대형 투자은행의 시장점유율이 확대되는 동시에, 시장규모 확대에 의한 fringe IB(시장점유율이 2%미만인 IB)의 진입 또한 활발해짐으로써 전체 투자은행 수에서 fringe IB가 차지하는 비중이 확대될 가능성이 존재한다.

<그림 IV-12> IPO 시장규모와 fringe IB의 수 비중



주: 2007년 기준

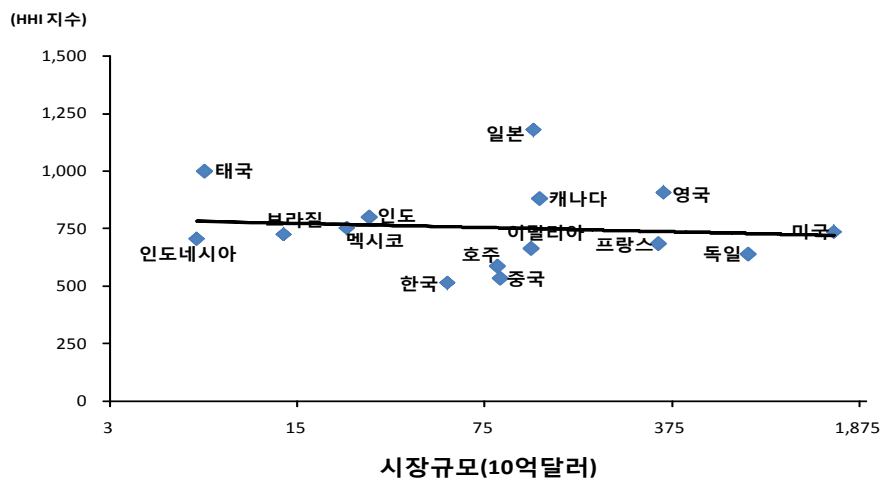
이러한 점은 <그림 IV- 12>에서 확인된다. 즉, 시장규모가 커짐에 따라 시장점유율 차원에서는 소수의 대형 투자은행들이 절대적 우위를 차지하지만, 수적으로는 fringe IB의 비중이 압도하게 되는 것이다.

2) 회사채 발행 부문의 시장구조 변화

IPO시장의 경우와 마찬가지로 회사채 시장에서도 시장규모가 커짐에 따라 HHI는 소폭 하락하는 추세를 보이고 있다(<그림IV-13> 참고). 그러나 회사채 시장의 경우 HHI 하락 추세는 IPO시장에 비해 매우 약하게 나타나고 있다. 실제로 회사채 시장에서는 IPO 시장에 비해 HHI의 절대값 자체가 낮을 뿐 아니라(회사채 시장: 500 ~ 1,200, IPO시장: 700 ~ 2,500), HHI지수의 국가 간 차이도 극히 미미한 것으로 나타났다. 이

러한 분석결과는 시장 규모 확대에도 불구하고 시장집중도가 하한(lower bound)을 가진다는 Sutton의 이론이 타당함을 의미한다.

<그림 IV-13> 회사채 시장규모와 HHI



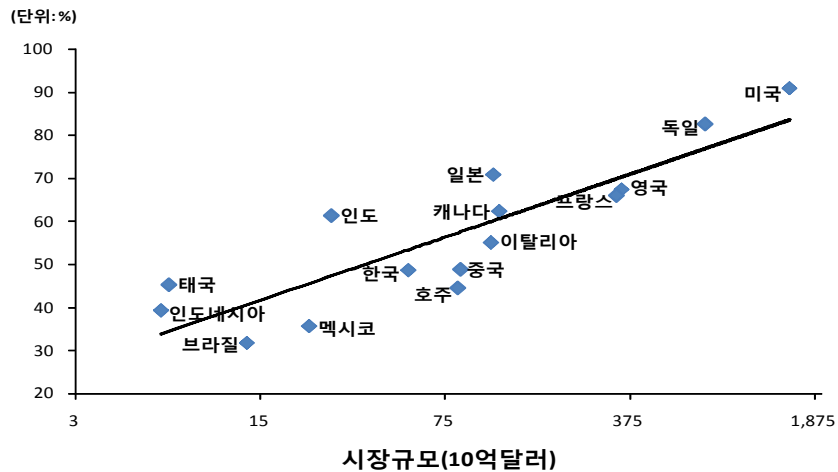
주: 2007년 기준

한편, 우리나라 HHI는 514로 추세선보다 아래에 있을 뿐 아니라, HHI의 절대값 또한 분석대상 국가 중 가장 낮은 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 회사채 건별 발행규모가 상대적으로 작고, 대형 금융투자회사와 중소형 금융투자회사 간의 종적 차별화가 이루어져 있지 않아, 중소형 금융투자회사들이 시장에서 차지하는 비중이 상대적으로 높기 때문으로 보인다.

우리나라 IB시장 내에 종적인 시장분할이 이루어지지 않는 이유로는 대형사들의 자본력이 취약하여 중소형사들과 뚜렷한 차별화를 이루지 못했기 때문이다. 실제로 국내 금융투자회사들은 대부분 회사채 인수 업

무를 사실상 위협이 수반되지 않는 중개업무의 형식으로 영위하고 있다. 이에 따라 자본력이 부족한 중소형사들도 채권인수 시장에 대거 진입하여 대형사들과 경쟁하고 있음은 주지의 사실이다.

<그림 IV-14> 회사채 시장규모와 상위 10% 투자은행의 시장점유율



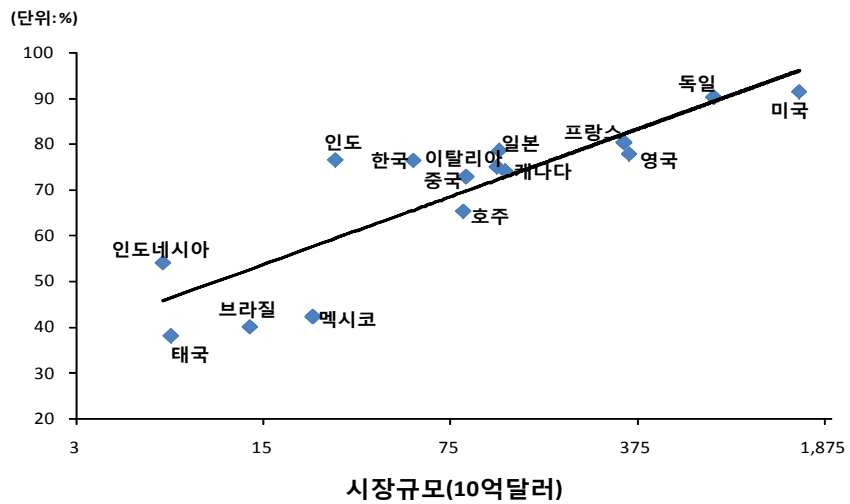
주: 2007년 기준

다음으로 시장규모 확대에 따라 대형 투자은행의 시장점유율이 늘어나는지를 살펴보기로 하자. <그림 IV-14>에 나타난 바와 같이, 회사채 시장 규모가 커지면서 상위 10% 투자은행의 시장점유율이 늘어나고 있어, 둘 간에 양(+)의 상관관계가 존재함을 확인할 수 있다.

실제로 시장규모가 상대적으로 작은 나라들의 경우 상위 10% 투자은행의 시장점유율이 50% 미만인 반면, 시장규모가 큰 국가에서는 상위 10% 투자은행의 시장점유율이 70% ~ 90%로 높게 형성되고 있다. 이처럼

럼 시장규모가 클수록 소수의 대형 투자은행들의 시장점유율이 높아진다는 것은 대형 투자은행의 고정비용 투자(즉, 자본력)로 인해 fringe IB와의 경쟁력 격차가 확대됨을 의미한다.

<그림 IV-15> 회사채 시장규모와 fringe IB의 수 비중



주: 2007년 기준

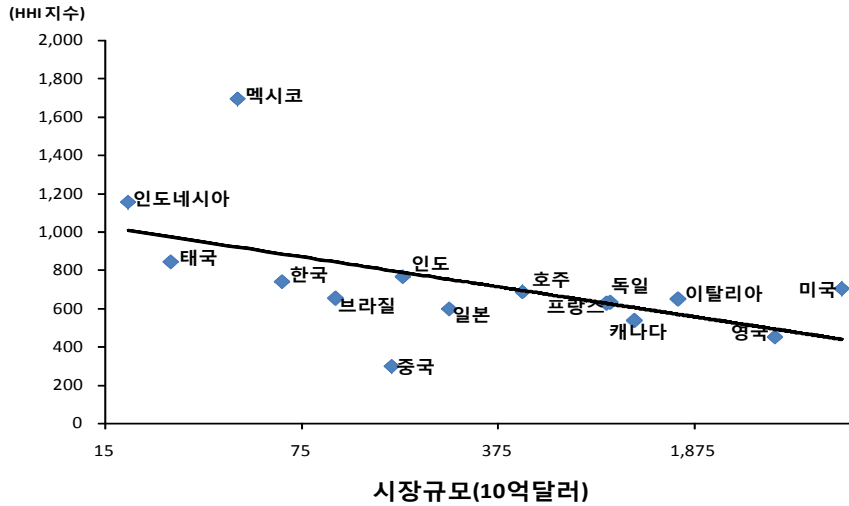
한편, 회사채 시장규모가 커지면서 fringe IB들이 활발히 진입하고, 그 결과 전체 투자은행 수에서 fringe IB가 차지하는 비중이 확대될 가능성이 존재한다. 실제로 <그림 IV-15>에 나타난 바와 같이, 시장규모 확대와 함께 전체 투자은행 수에서 fringe IB가 차지하는 비중이 뚜렷하게 증가하고 있다. 즉, 시장점유율과는 달리, 수적인 측면에서는 fringe IB의 비중이 절대적으로 높게 형성되고 있는 것이다. 예를 들어, 시장규모가 작은 브라질과 멕시코의 경우 fringe IB의 수적 비중은 각각 40%와 42.3%인 반면, 시장 규모가 매우 큰 미국과 독일의 경우에는 동비율

이 91.4%와 90.2%에 달한다. 결국 시장규모가 확대됨에 따라 소수의 대형 투자은행을 제외하고는 대부분의 투자은행들이 시장점유율이 매우 낮은 fringe IB로 변모하게 될 것임을 알 수 있다.

3) M&A 부문의 시장구조 변화

M&A 시장의 경우에도 시장규모가 커질수록 HHI는 하락하고 있으나, 하락 추세는 매우 완만하게 나타나고 있다(<그림 IV-16> 참고). 이는 Sutton의 이론에서와 같이, M&A 부문의 시장규모가 확대되더라도 시장 집중도 하락에는 한계가 있음을 보여주는 것이다.

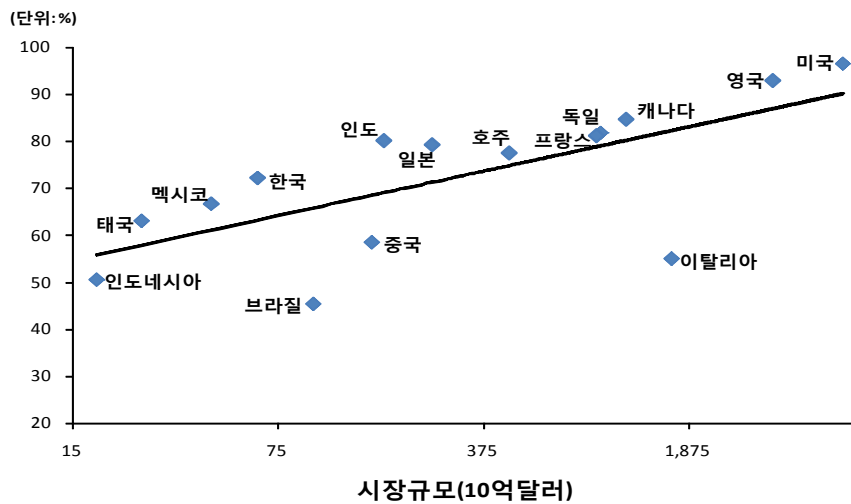
<그림 IV-16> M&A 시장규모와 HHI



주: 2007년 기준

한편, 시장규모 확대에 따라 대형 투자은행의 시장점유율이 높아지는 현상은 M&A시장에서도 마찬가지로 발견되고 있다(<그림 IV-17> 참고). 예를 들어, M&A시장 규모가 작은 멕시코와 인도네시아의 상위 10% 대형 투자은행의 시장점유율은 각각 66.7%, 50.5%인 반면, 시장규모가 매우 큰 미국과 영국에서는 동비율이 각각 96.5%와 92.9%로 훨씬 높게 나타났다. 이는 시장규모가 클수록 대형 투자은행이 fringe IB에 비해 시장에서의 경쟁력이 높아지고, 이에 따라 대형 투자은행과 fringe IB 간의 종적 차별화가 가속화됨을 시사한다.

<그림 IV-17> M&A 시장규모와 상위 10% 투자은행의 시장점유율

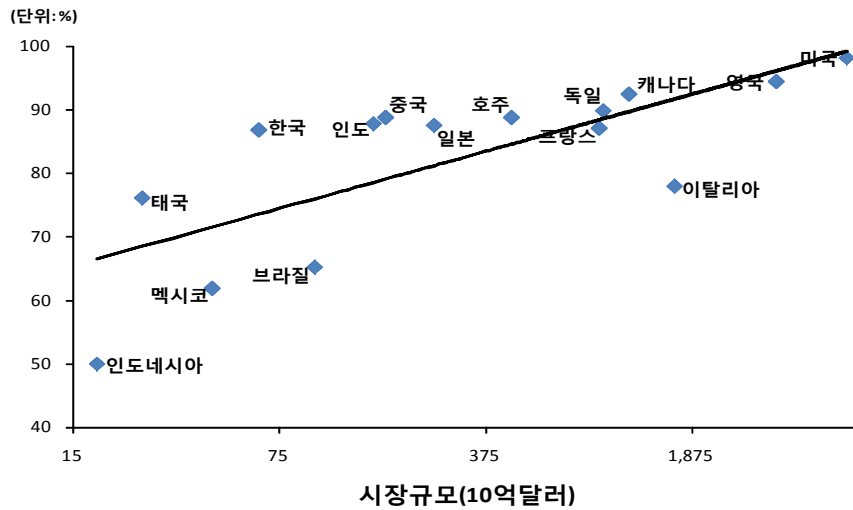


주: 2007년 기준

끝으로 시장규모가 확대되면서 fringe IB들이 활발히 진입하고, 그 결과 전체 투자은행 수에서 fringe IB가 차지하는 비중이 늘어나는 현상은

M&A시장의 경우에도 동일하게 나타났다. M&A시장 규모가 커지면 건별 규모뿐만 아니라 거래건수도 크게 늘어나는데, 이에 따라 fringe IB들이 시장에 진입할 여지가 확대된다. 그리고 그 결과 fringe IB 수 또한 증가하게 되는 것이다.

<그림 IV-18> M&A 시장규모와 fringe IB의 수 비중



주: 2007년 기준

다. 분석결과의 시사점

분석결과에 따르면 IPO, 회사채 발행, M&A 부문 모두 시장규모가 확대됨에 따라 소수의 대형 투자은행들의 시장지배력이 더욱 강화됨을 알 수 있다. 이는 시장규모 확대에도 불구하고 시장의 대부분을 소수의 대형사들이 가져가게 될 것임을 의미하는 것이다.

이처럼 상위그룹에서 대형 투자은행에 의한 과점 체제가 공고히 되는 한편으로, 시장 규모가 커지면서 다양한 틈새시장의 가능성 또한 증대되면서 신규기업들의 진입이 활발히 이루어지게 된다. 그 결과 시장 규모가 커질수록 전체 투자은행 수에서 fringe IB 수가 차지하는 비중이 늘어나는 것이다.

전술한 분석결과는 향후 국내 시장규모 확대와 함께 국내 금융투자업이 어떻게 변화될지에 대한 몇 가지 중요한 시사점을 제공한다. 첫째, 향후 국내 금융투자업은 지속적인 시장재편을 통해 소수의 대형사와 다수의 중소형사로 시장이 분할될 것이다. 둘째, 향후 생존 가능한 대형사의 수는 극히 제한적이며, 제한된 수의 대형사들이 시장의 대부분을 차지할 것이다. 셋째, 대형사 시장 이외의 영역에서는 다수의 전문화된 특화 금융투자회사들이 경쟁하게 될 것이다.

V. 금융투자회사의 규모별 업무 적합성 검토

1. 금융투자회사의 업무 구분
2. 금융투자회사 규모와 업무간 적합성 평가

V. 금융투자회사의 규모별 업무 적합성 검토

1. 금융투자회사의 업무 구분

앞서 살펴본 바와 같이, 향후 국내 금융투자업은 소수의 대형사와 다수의 중소형사의 영역으로 시장이 분할될 전망이다. 여기에서는 금융투자회사의 업무를 세부적으로 분류한 다음, 이들 업무가 종적으로 차별화된 시장 내에서 어떤 규모의 금융투자회사에 적합한지를 검토한다. 이러한 과정을 통해 대형사 및 중소형사에게 적합한 업무를 찾아낼 수 있을 것으로 기대된다.

금융투자회사는 유가증권을 발행하는 기업(issuer)과 해당 유가증권에 투자하는 투자자(investor) 사이에서 대리인으로서의 역할을 수행한다. 이러한 점에서 금융투자회사의 업무는 기업 관련 업무 및 투자자 관련 업무로 대별된다. 이 중 기업과 관련한 업무에는 유가증권 인수, 자문 등의 IB업무가 있으며, 투자자와 관련한 업무에는 위탁매매, 펀드판매, 자산관리, 신종증권판매업무 등이 존재한다. 따라서 이하에서는 이들 각각의 업무와 금융투자회사 규모 간의 적합성에 대해 살펴보기로 하겠다.

한편, 금융투자회사가 수행하는 대리인의 역할과는 거리가 먼 자기매매(Principal Investment 또는 Trading)는 분석대상 업무에서 제외하였다. 이러한 기준을 따를 경우, 금융투자회사의 분석대상 업무는 <표 V-1>과 같이 정리된다.

<표 V-1> 금융투자회사의 업무 구분

고객 구분	업무 구분
기업(issuer)	IB업무
투자자(investor)	위탁매매업무
	펀드판매업무
	자산관리업무
	신종증권판매업무

2. 금융투자회사 규모와 업무 간 적합성 평가

종적으로 분할된 시장 내에서 대형 및 중소형 금융투자회사 각각에 적합한 업무를 살펴보기 위해, 본 보고서에서는 금융투자회사의 업무를 크게 기업(issuer) 측면과 투자자(investor) 측면으로 구분한다. 이 중 기업 측 업무에는 IB업무를, 투자자 측 업무에는 위탁매매, 펀드판매, 자산관리, 신종증권판매업무를 포함시켰다.

가. IB업무

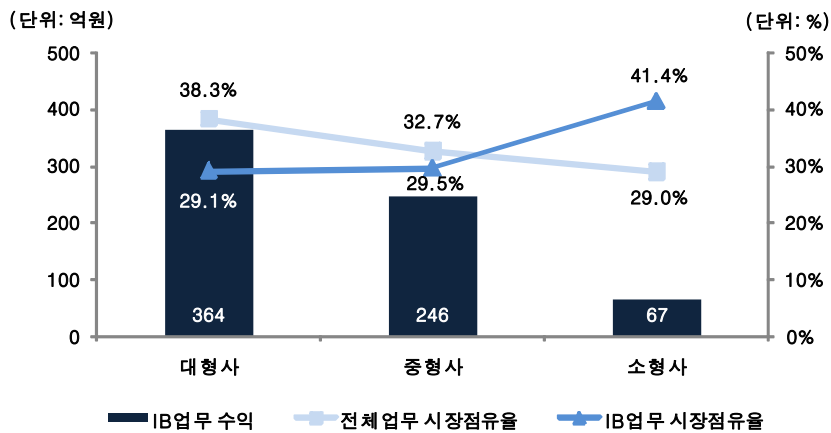
II장에서 살펴본 바와 같이 기업고객 시장의 경우 투자자를 대상으로 하는 시장에 비해 제한적이기는 하지만, 자본시장법을 매개로 고객 기업 수 및 기업 분포 모두 확대될 것으로 기대된다. 그리고 고객수 및 고객분포 확대에 따른 IB시장 성장은 대형사 및 중소형사 간 전략적 차별화를 가능케 할 전망이다.

1) 국내 IB시장에서의 규모별 경쟁력

FY2008 현재 개별 금융투자회사의 IB업무 평균 수익 규모는 대형사 364억원, 중형사 246억원, 소형사 67억원으로, '대형사 > 중형사 > 소형사' 순으로 나타났다(<그림 V-1> 참고).

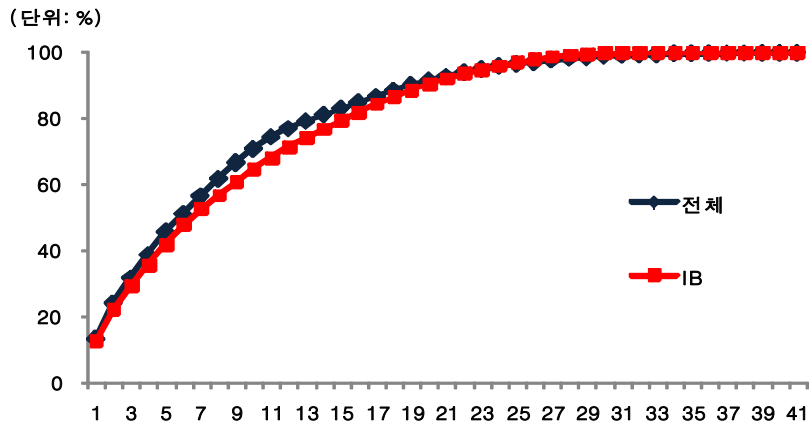
IB업무의 평균적인 수익규모는 대형사 그룹에서 가장 크게 나타나지만, 그룹별 시장점유율 측면에서는 대형사 그룹이 중소형사 그룹보다 열위에 있다(<그림 V-1> 참고). 이러한 현상은 업무별 누적시장점유율을 통해서도 확인된다(<그림 V-2> 참고). 즉, 전체업무의 누적시장점유율에 비해 IB업무의 누적시장점유율이 다소 완만하게 상승하고 있는데, 이는 IB업무에서 대형사의 시장지배력이 상대적으로 약함을 보여주는 것이다.

<그림 V-1> 금융투자회사 규모별 IB업무 수익 및 시장점유율



주 : IB업무 수익 = 인수주선수수료 + 사채모집수탁수수료 + 어음지급수수료 + 자문수수료, FY2008 기준
 자료: 금융감독원

<그림 V-2> IB업무의 누적시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

일반적으로 IB업무 수행에는 상당한 위험부담이 요구되며, 따라서 자본력이 큰 대형사들의 시장점유율이 가장 높게 나타나야 한다. 그러나 지금까지 살펴본 바와 같이, 국내의 경우에는 그렇지 못하다. 이의 가장 큰 이유는 자본력에서 우위를 보이는 대형사들이 단순한 거래(plain vanilla deal) 중심으로 위험을 부담하지 않는 중개 방식의 인수행태를 지속해왔기 때문으로 판단된다. 실질적인 위험부담 없이 단순중개 방식에 가까운 인수업무를 수행한 결과, 대형사가 지니는 자본력 상의 우위가 진입장벽 역할을 하지 못했다는 것이다. 그리고 그 결과 자본력이 취약한 중소형사들이 IB시장에서도 비교적 높은 시장점유율을 확보하고 있는 것으로 보인다.

IB업무 상위 10개사의 순위표를 보더라도 중소형사가 다수 포함되어 있어, 국내에서는 대형사의 자본력이 경쟁우위로 작용하지 못하고 있음을 확인할 수 있다(<표 V-2> 참고). 실제로 IB업무의 CR5는 41.9%, CR10은 64.7%로 전체업무를 기준으로 할 경우에 비해 시장집중도가 낮

게 형성되고 있다. 이는 IB업무에서 금융투자회사의 규모에 따른 차이가 제대로 드러나지 않고 있음을 의미한다.

자본력이 취약한 중소형사가 상위권에 대거 포함된 데는, 국내 특유의 상황도 작용한 것으로 보인다. 대기업의 유가증권 발행이 위축되면서 대형 거래(deal)가 감소하는 가운데, 일부 중소형 증권사들이 중소기업의 유가증권 발행업무를 집중적으로 공략한 데도 원인이 있다는 것이다.

<표 V-2> IB업무 수익 상위 10개사의 시장점유율

(단위: 억원, %)

순 위	기업명	분류	수익	점유율	누적점유율
1	우리투자	대형	631.8	12.6	12.6
2	한국투자	중형	477.6	9.5	22.2
3	KB투자	소형	358.4	7.2	29.3
4	삼성	대형	316.7	6.3	35.7
5	대우	대형	309.7	6.2	41.9
6	미래에셋	중형	302.9	6.1	47.9
7	하나대투	중형	233.1	4.7	52.6
8	교보	소형	208.6	4.2	56.8
9	현대	대형	199.5	4.0	60.7
10	동양증권	중형	198.8	4.0	64.7

주 : FY2008 기준

자료: 금융감독원

2) IB업무에서의 시장분할 전망

IB업무를 수행하는 과정에서는 위험부담이 필연적으로 수반되며, 따라서 자본력은 IB업무에서 금융투자회사의 위치를 결정짓는 핵심 요인이다. 그럼에도 불구하고 그동안 자본력에서 우위를 지닌 대형사들조차 단순한 거래(plain vanilla deal) 중심으로 위험을 부담하지 않는 방식을

견지해움에 따라 시장분할이 이루어지지 않았다. 하지만 최근 들어 일부 대형 금융투자회사들이 다양한 고객의 욕구에 부응한 맞춤형 거래(structured deal)로 옮겨가는 움직임을 보이고 있으며, 이에 따라 자본력에 따른 금융투자회사 간 업무 차별화가 이미 시작되고 있는 것으로 보인다. 향후 이러한 움직임이 가속화될 경우, 대형사와 중소형사 간의 차이는 보다 확연히 드러나게 될 것으로 판단된다.

향후 금융투자회사 간의 자본력 차이는 금융투자회사의 목표 고객 분리, 즉 대기업을 고객으로 하는 시장과 중소기업을 고객으로 하는 시장으로 종적 분할로 이어질 전망이다. 고정비용을 많이 부담하는 대형 금융투자회사들은 중소기업 거래를 취급하기 어려우며, 따라서 주로 대기업 시장에 집중하게 될 것이다. 반면, 중소형 금융투자회사는 대형 금융투자회사가 취급할 수 없는 중소기업 거래에 특화할 것으로 예상된다.

나. 위탁매매업무

위탁매매업무 시장의 경우 최근 투자자 수가 늘어나고 투자주체도 다양화되고 있다. 이러한 현상을 반영하여 시장규모가 확대되는 한편으로, 고객분포 역시 더욱 확대될 전망이다. 그리고 이처럼 위탁매매 시장 규모 및 고객분포가 확대되면 금융투자회사 규모에 따른 시장분할 가능성도 높아지게 될 것이다. 실제로 위탁매매업무 역시 IB업무와 마찬가지로 자본력(고정비)에 의해 종적분할이 이루어지게 될 것이다. 우선 외국인, 법인, 기관투자자 등을 고객으로 하는 홀세일(wholesale) 위탁매매 시장에서는 양질의 리서치 제공 능력이 중요한데, 전 산업을 대상으로 리서치업무를 수행하는 데는 상당한 자본력이 소요된다. 그 결과 자본력이 뛰어난 금융투자회사가 우위에 설 것으로 보인다.

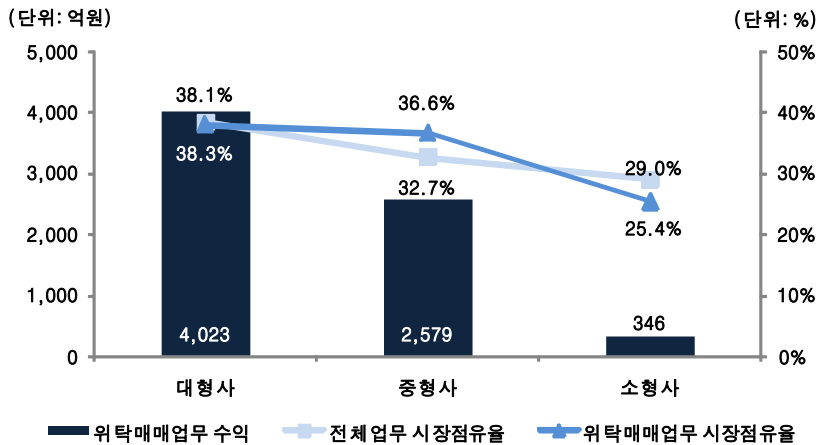
개인투자자를 대상으로 하는 리테일(retail) 위탁매매시장 역시 사정

은 비슷하다. 리테일 위탁매매업무 시장은 표준화된 시장으로서 점포망이나 IT지원이 중요하므로 상당한 자본력이 요구된다. 이에 따라 자본력이 풍부한 대형 금융투자회사들이 위탁매매업무 시장의 상당부분을 차지하게 되는 것이다.

1) 국내 위탁매매시장에서 규모별 경쟁력

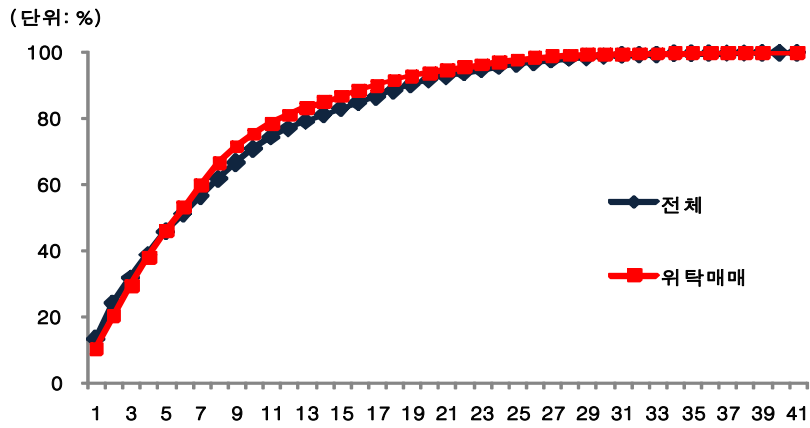
FY2008 기준 위탁매매업무 평균수익은 대형사 4,023억원, 중형사 2,579억원, 소형사 346억원으로, '대형사 > 중형사 > 소형사'의 순으로 나타났다(<그림 V-4> 참고). 대형사 및 중형사의 평균 수익은 소형사에 비해 각각 12배, 7배에 달하고 있는데, 이는 위탁매매업무의 경우 규모의 경제 효과가 존재함을 보여주는 것이다.

<그림 V-3> 금융투자회사 규모별 위탁매매업무 수익 및 시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

<그림 V-4> 위탁매매업무의 누적시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

이러한 규모의 경제효과는 비용효율성 차이를 살펴보면 쉽게 확인할 수 있다. 국내 금융투자회사의 위탁매매수수료는 수탁수수료 순수익과 고객과의 자금거래 또는 고객예탁금 등과 관련된 이자순수익으로 구성된다. 그런데 <표 V-3>을 보면, 금융투자회사 규모에 따라 상이한 수익·비용 구조가 나타남을 알 수 있다. 이에 따르면 수수료 수익에 대비한 비용의 크기는 '소형사 > 중형사 > 대형사' 순으로 나타나 규모가 작을수록 비용효율성이 저하되는 규모의 경제 효과를 보여준다.

<표 V-3> 국내 금융투자회사의 규모별 위탁수수료 구성

(단위: 억원)

구 분	대형사	중형사	소형사
수탁수수료수익 (a)	13,233	12,422	9,068
(수수료비용) (b)	(1,654)	(2,111)	(1,596)
대고객 순수익 ^{*)}	4,513	5,164	3,252
위탁매매 관련 수익 합계 (c)	16,092	15,475	10,724
(b) ÷ (a)	12.5%	17.0%	17.6%
(b) ÷ (c)	10.3%	13.6%	14.9%

주 : 대고객 순수익은 고객과의 대차거래 또는 고객예탁금 등과 관련한 이자순수익을 말함

자료: 금융감독원

한편, FY2008 기준 위탁매매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율 순위를 살펴보면, 대형 4개사 가운데 단 한 곳도 빠짐없이 순위표 상 1위 ~ 4위까지를 차지하고 있다(<표 V-4> 참고). 이러한 결과는 위탁매매업무에서 전형적인 규모의 경제 효과가 작용하고 있음을 보여주는 것이다.

<표 V-4> 위탁매매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율

(단위: 억원, %)

순 위	기업명	분류	수익	점유율	누적점유율
1	대우	대형	4,405.9	10.4	10.4
2	삼성	대형	4,147.1	9.8	20.2
3	현대	대형	3,890.2	9.2	29.4
4	우리투자	대형	3,648.6	8.6	38.1
5	대신	중형	3,355.5	7.9	46.0
6	굿모닝신한	중형	3,051.5	7.2	53.2
7	한국투자	중형	2,836.1	6.7	59.9
8	동양증권	중형	2,835.2	6.7	66.6
9	미래에셋	중형	2,078.8	4.9	71.5
10	키움	소형	1,646.0	3.9	75.4

주 : FY2008 기준

자료: 금융감독원

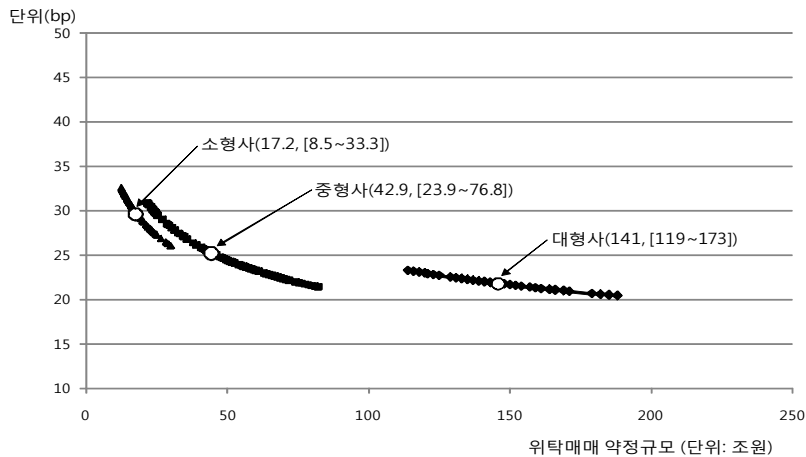
2) 위탁매매업무에서의 시장분할 전망

위탁매매업무의 경우 향후 대부분의 시장을 대형사들이 차지하게 될 전망이다. 이는 다음과 같은 이유에 근거한다. 우선, 리테일 위탁매매의 경우 대규모 IT 투자, 점포망 등에 상당한 자본이 소요되는 관계로 전형적인 대형사의 영역이다. 홀세일 위탁매매 역시 전산업을 커버하는 기업 분석을 위해서는 상당한 고정비가 수반되며, 따라서 대형사들이 우위에 설 수밖에 없다고 판단된다.

실제로 위탁매매업무의 평균비용합수를 추정한 결과, 평균비용의 크기는 '소형사 > 중형사 > 대형사'의 순을 보였는데, 이는 위탁매매업무가 전형적인 규모의 경제가 작용하는 영역임을 시사한다(<그림 V-6>참고).

한편, <그림 V-6>에 의하면, 위탁매매업무의 평균비용의 크기뿐만 아니라, 평균비용함수의 기울기 또한 금융투자회사의 규모에 따라 다르게 나타나고 있음을 볼 수 있다. 실제로 대형사의 평균비용함수 기울기는 완만한 반면, 소형사는 매우 가파른 모양을 띠고 있다. 이는 소형사의 경우, 주식시장 침체에 위탁매매 약정규모가 감소하면 평균비용이 가장 급격하게 상승하여 손실에 쉽게 노출됨을 의미한다. 이러한 분석 결과는, 일반적인 위탁매매업무의 경우 중소형사의 목표업무가 되기 어려움을 시사하는 것이다.

<그림 V-5> 위탁매매업무의 평균비용함수



주 : 소형 금융투자회사(17.2, [8.5 ~ 33.3])에서 17.2는 분석기간 중의 소형 금융투자회사 그룹의 위탁매매 약정규모의 중간 값(median)을 의미하며, [8.5 ~ 33.3]은 소형 금융투자회사 그룹의 전체 약정규모 중 하위25% ~ 상위25% 구간에 해당하는 값을 의미
 자료: 신보성 외(2008)

전술한 바와 같이 일반적으로 자본력에서 열세인 중소형 금융투자회사는 위탁매매시장에서 경쟁력을 갖기 어려우며, 이러한 어려움은 특히

리테일시장에서 두드러진다. 그 결과 온라인 전문회사와 같은 가벼운 비용구조를 가진 소수만이 예외적으로 생존가능한 것이다.

홀세일 위탁매매의 경우도 사정은 비슷하지만, 리테일 시장에 비해서는 상대적으로 특화할 여지가 존재한다. 여기에서 특화는 대상 산업에 대한 특화를 의미한다. 즉, 소수의 특정 산업에 대한 양질의 리서치 서비스를 제공함으로써 제한된 자본력으로도 공략 가능하다는 것이다. 한편, 중소형 금융투자회사의 홀세일 위탁매매를 위한 대상 산업 선정 시에는, 기업 수와 거래량이 많은 성장산업을 택하는 것이 바람직하다. 이는 물론 특정 산업 내에 속한 기업 수가 많을수록 분석업무의 비용효율성이 높아지기 때문이다.

다. 펀드판매업무

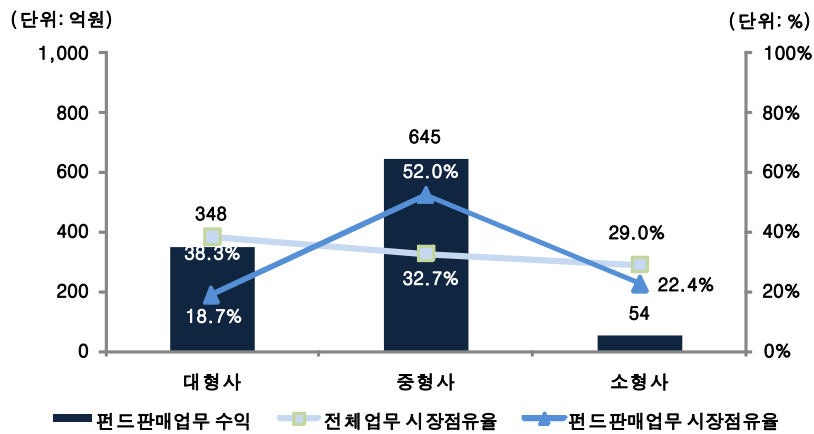
펀드판매업무는 속성상 자본력을 바탕으로 한 판매망 확충이 중요하지만, “판매대상 펀드의 평판”이 종적으로 분할된 시장 내에서 금융투자회사의 위치를 결정짓는 핵심요인이 될 전망이다. 이는 평판 있는 펀드를 갖출 경우 중소형 금융투자회사도 판매시장에서 경쟁력을 지닐 수 있음을 의미한다.

1) 국내 펀드판매시장에서 규모별 경쟁력

FY2008 국내 금융투자회사의 펀드판매업무 평균수익은 169억 원이며, 규모별로는 ‘중형사 > 대형사 > 소형사’ 순으로 나타났다(<그림 V-7> 참고). 특기할만한 점은 중형사의 펀드판매업무 평균수익은 645억 원으로 대형사의 약 2배, 소형사의 약 12배에 달하고 있다는 것이다. 펀드판매업무의 평균수익뿐만 아니라, 전체 펀드판매시장 점유비 측면에서

도 중형사 그룹이 52.0%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 이러한 결과는 자본력이 펀드판매업무에서의 경쟁력을 결정짓는 핵심요인이 아닐 수 있음을 시사한다.

<그림 V-6> 금융투자회사 규모별 펀드판매업무 수익 및 시장점유율



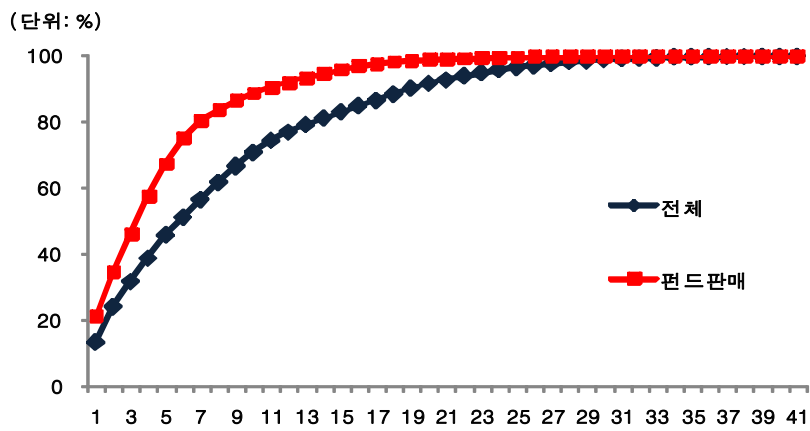
주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

다음으로 펀드판매업무의 누적시장점유율을 살펴보면 IB업무, 위탁매매업무의 경우와는 달리 비교적 가파르게 상승하여 빨리 시장 포화상태에 도달함을 알 수 있다(<그림 V-8> 참고). 국내의 경우 펀드판매시장이 위탁매매나 IB업무에 비해 상대적으로 집중되어 있음을 보여주는 대목이다.

펀드판매업무 수익 상위 금융투자회사의 내역을 구체적으로 살펴보면, 위탁매매업무의 경우와는 달리 중소형사가 대거 포함되어 있다(<표 V-5> 참고). 그런데 이들 중소형사는 대부분 평판이 높은 자산운용사를

계열사로 두고 있는 곳이다. 이러한 점은 펀드판매시장에서의 경쟁력이 자본력 이외의 부분에서 창출될 수 있음을 의미한다.

<그림 V-7> 펀드판매업무의 누적시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

<표 V-5> 펀드판매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율

(단위: 억원, %)

순 위	기업명	분류	수익	점유율	누적점유율
1	미래에셋	중형	1,503.9	21.2	21.2
2	한국투자	중형	957.6	13.5	34.7
3	삼성	대형	810.8	11.4	46.2
4	하나대투	중형	806.5	11.4	57.6
5	푸르덴셜	소형	691.2	9.8	67.3
6	동양종금	중형	561.6	7.9	75.2
7	하이투자	소형	368.9	5.2	80.5
8	현대	대형	221.4	3.1	83.6
9	우리투자	대형	200.4	2.8	86.4
10	대우	대형	159.7	2.3	88.7

주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

2) 펀드판매업무에서의 시장분할 전망

펀드판매시장에서의 핵심 경쟁력은 자본력의 크기가 아닌 평판을 갖춘 펀드를 얼마나 확보하고 있는가에 달려 있다. 실제로 펀드판매업무에서 상위그룹에 포함된 금융투자회사들은 자본력이 큰 곳이 아니라 평판을 갖춘 펀드를 확보한 곳이다. 이러한 점에서 IB업무, 위탁매매업무 등과는 달리, 펀드판매업무에서는 자본력을 기준으로 시장이 분할될 가능성은 상대적으로 크지 않다고 판단된다.

펀드판매업무에서 경쟁력을 갖추기 위해서는 평판을 갖춘 자산운용 계열사를 육성해야 하며, 특히 중소형사의 경우 경쟁력 있는 자산운용 계열사 없이 펀드판매업무를 활성화하는 것은 쉽지 않다. 광범위한 네트워크를 확보한 대형 금융투자회사의 경우에는 계열 자산운용사의 경쟁력

이 다소 약하더라도 평판 높은 비계열 자산운용사 펀드를 판매할 수 있는 가능성이 존재한다. 그러나 네트워크 측면에서 취약한 중소형사의 경우, 경쟁력 있는 자산운용사를 계열화하지 못하면 평판 높은 펀드를 판매하는 것은 사실상 불가능하다. 그 이유는 평판을 갖춘 비계열 자산운용사들이 자사의 펀드를 네트워크가 부족한 중소형사에 배급하는 것을 꺼릴 것이기 때문이다.

라. 자산관리업무

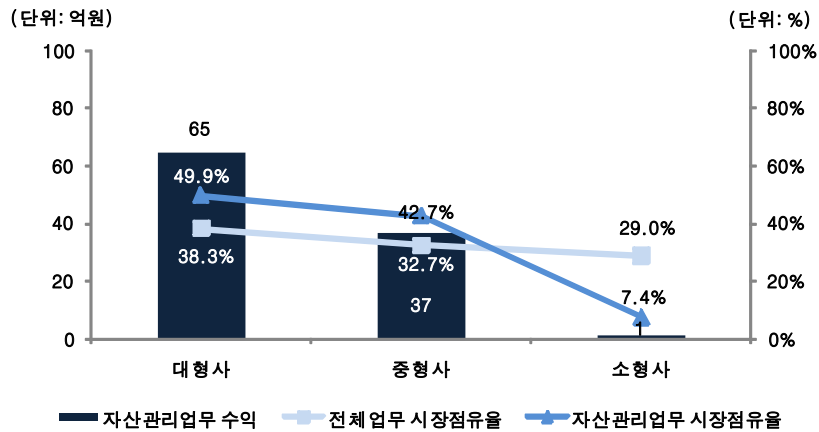
판매대상 펀드의 평판에 의존하는 펀드판매업무와는 달리, 자산관리 업무는 금융투자회사가 보유한 양질의 상담인력, 네트워크, 그리고 브랜드(대고객 인지도)에 크게 의존한다. 이러한 점에서 대규모 상담인력 확보, 리테일 네트워크망, 대고객 인지도 등의 측면에서 자본력이 풍부한 대형사가 유리할 수밖에 없으며, 따라서 자산관리업무는 대형사의 영역이 될 가능성이 높다.

1) 국내 자산관리시장에서 규모별 경쟁력

FY2008 기준 자산관리업무 평균수익은 대형사 65억 원, 중형사 37억 원, 소형사 1.2억 원의 순을 보였다. 국내에서는 자산관리시장이 태동단계에 있는 관계로 시장규모는 크지 않으나, 대형사들에 의한 시장지배가 강하게 나타나고 있음을 알 수 있다(<그림 V-10> 참고). 자산관리업무의 시장점유율 역시 대형사 그룹에서 49.9%로 가장 높았으며, 중형사 그룹 또한 42.7%로 비교적 높은 시장점유율을 기록하였다(<그림 V-10> 참고). 중형사 그룹이 비교적 높은 시장점유율을 확보하고 있는 이유에 대해서는 후술하기로 한다.

반면, 소형사 그룹의 시장점유율은 7.4%에 불과하여 자산관리시장 공략에 어려움을 겪고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 자본력이 취약한 금융투자회사, 특히 소형사들이 자산관리시장에서 우위를 점하기가 결코 쉽지 않음을 시사한다.

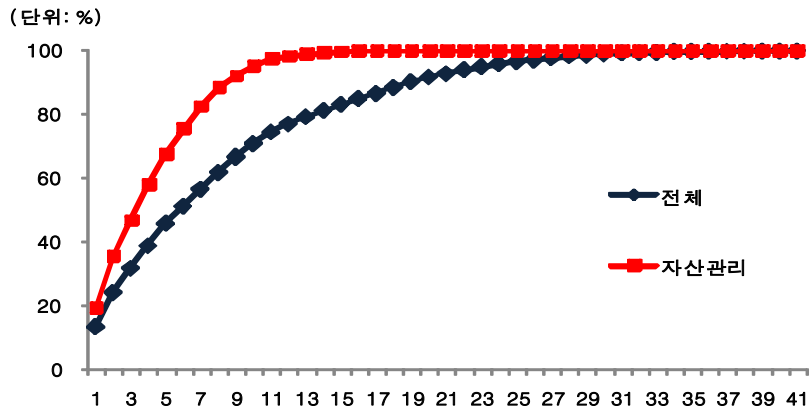
<그림 V-8> 금융투자회사 규모별 자산관리업무 수익 및 시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

자산관리업무에서는 대형사의 시장점유율이 높을 뿐 아니라 시장구조 또한 상대적으로 집중된 과점시장의 형태를 띠는 경향이 강하다. 실제로 <그림 V-11>을 살펴보면, 전체업무에 비해 자산관리업무의 누적시장점유율이 훨씬 가파르게 상승함을 알 수 있다. 이는 소수의 금융투자회사가 자산관리시장의 대부분을 지배하는 경향을 보여주는 것이다.

<그림 V-9> 자산관리업무의 누적시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

자산관리업무 수익 상위에 속하는 금융투자회사를 구체적으로 살펴 보면, 대형사들이 주로 상위에 위치해 있지만 일부 중형사들도 상당한 지위를 확보하고 있음을 알 수 있다(<표 V-6> 참고).

대형사들이 자산관리시장의 상위를 점하는 이유는 쉽게 이해할 수 있다. 양질의 상담인력, 네트워크, 그리고 브랜드(대고객 인지도)에 크게 의존하는 자산관리업무의 특성 상, 자본력이 뛰어난 대형사의 영역이 되는 것은 불가피하기 때문이다.

다음으로 일부 중형사들이 자산운용시장의 상위에 포진한 이유 또한 설명가능하다. 즉, 자본력이 다소 부족하더라도 경쟁력 있는 자산운용계열사를 확보할 경우, 자산관리시장에서도 두각을 나타낼 수 있다는 것이다. 실제로 자산관리업무에서 상위에 포함된 중형사들은 예외 없이 평판이 높거나 오랜 업력을 가진 자산운용사를 계열사로 두고 있다. 결국 이들 중형사들은 양질의 펀드판매에서 확보한 고객을 자산관리 고객으로 편입하는 효과를 누리고 있다고 봐야 할 것이다.

<표 V-6> 자산관리업무 수익 상위 10개사의 시장점유율

(단위: 억원, %)

순 위	기업명	분류	수익	점유율	누적점유율
1	대우	대형	100.7	19.4	19.4
2	미래에셋	중형	83.4	16.1	35.4
3	삼성	대형	58.7	11.3	46.7
4	우리투자	대형	58.5	11.2	58.0
5	하나대투	중형	49.5	9.5	67.5
6	현대	대형	41.6	8.0	75.5
7	한국투자	중형	36.8	7.1	82.6
8	굿모닝신한	중형	30.2	5.8	88.4
9	동양증권	중형	19.3	3.7	92.1
10	한국SC	소형	15.2	2.9	95.0

주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

2) 자산관리업무에서의 시장분할 전망

자산관리업무는 펀드판매 인력에 비해 한층 숙련된 금융자문인력을 요구한다. 뿐만 아니라, 많은 고객을 대상으로 자산관리 영업을 영위하기 위해서는 광범위한 점포망 및 전산투자 등이 필수적이다. 따라서 금융투자회사의 자본력은 종적 분할된 시장에서 상위 시장을 점할 수 있는 주요 요건이다. 이러한 측면에서 자산관리시장은 자본력 부족으로 고정비를 감당하기 어려운 중소형사의 공략대상으로는 부적합하다. 해외사례를 보더라도 중소형사가 리테일 자산관리에 성공한 경우는 거의 없다. 단, 고정비 부담이 상대적으로 작은 법인 대상 자산관리업무는 영위할 수 있을 것으로 보인다.

한편, 중소형사라는 제약에도 불구하고 리테일 자산관리시장에서 경

쟁하고자 한다면, 경쟁력 있는 자산운용 계열사를 육성하는 데 초점을 두는 것이 바람직하다. 자본력이나 점포망이 열세에 있더라도 평판 높은 자산운용 계열사를 가질 경우 장기적으로 펀드판매 뿐 아니라 자산관리 업무에서도 경쟁력을 갖출 가능성이 존재하기 때문이다.

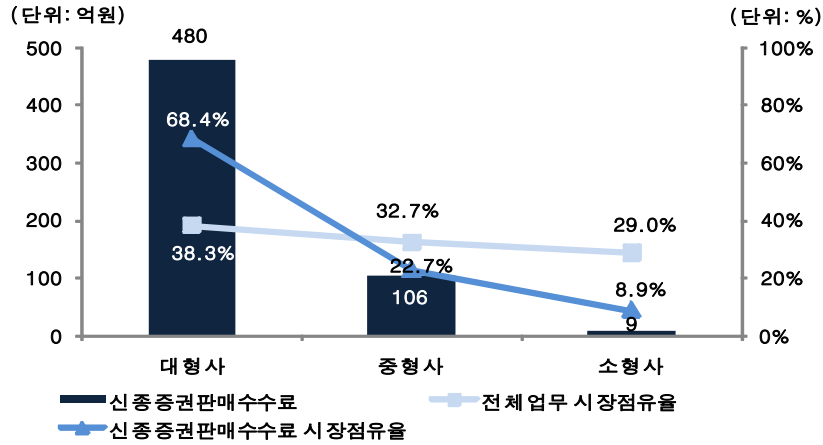
마. 신종증권판매업무

신종증권을 비롯한 장외파생상품 취급에는 상당한 위험이 수반되며, 이러한 위험을 감내하기 위해서는 자본력의 뒷받침이 필요하다. 따라서 장외 파생상품과 관련한 업무는 대표적인 대형사의 영역이라고 할 수 있다.

1) 국내 신종증권판매시장에서 규모별 경쟁력

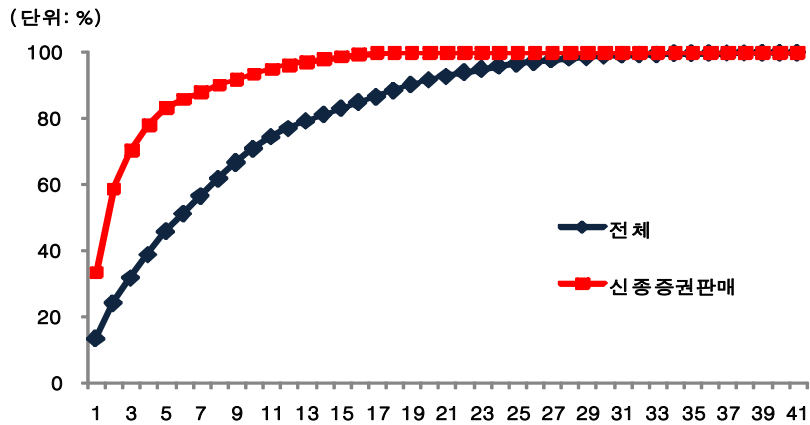
장외파생상품과 관련한 수익에는 다양한 유형이 있으나, 이들 전반에 대한 집계에 어려움이 있다. 따라서 여기에서는 신종증권(ELS 등) 판매 수익을 중심으로 살펴보기로 한다. FY2008 기준 대형사 그룹과 중형사 그룹의 신종증권판매 평균 수익은 각각 480억원, 106억원인 반면, 소형사 그룹은 9억원에 불과하여, 특히 소형사들의 운신이 쉽지 않음을 알 수 있다(<그림 V-12> 참고). 이러한 점은 평균수익뿐만 아니라 시장점유율에서도 마찬가지로 확인된다.

<그림 V-10> 금융투자회사 규모별 신종증권판매업무 수익 및 시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

<그림 V-11> 신종증권판매업무의 누적시장점유율



주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

한편, 신종증권판매업무의 누적시장점유율은 앞서 살펴본 어떤 업무보다 가파르게 상승하고 있다(<그림 V-13> 참고). 실제로 리그테이블을 보면 상위 6개사의 시장점유율을 합한 값이 90%에 근접하여 매우 집중된 시장구조를 형성함을 확인할 수 있다(<표 V-7> 참고).

상위 금융투자회사 가운데에는 중소형사도 일부 포함되어 있는데, 이는 외국 투자은행이 발행한 신종증권을 국내사들이 단순판매(back-to-back)한 데 따른 것으로 보인다. 단순판매의 경우 위험인수가 아닌 중개에 가까워 자본력이 다소 부족한 중형사들도 신종증권 업무를 영위할 수 있기 때문이다.

<표 V-7> 신종증권판매업무 수익 상위 10개사의 시장점유율

(단위: 억원, %)

순 위	기업명	분류	수익	점유율	누적점유율
1	대신	중형	12,892	29.6	29.6
2	우리투자	대형	8,589	19.7	49.4
3	한국투자	중형	5,875	13.5	62.9
4	대우	대형	4,649	10.7	73.6
5	신영	소형	3,510	8.1	81.6
6	현대	대형	2,884	6.6	88.2
7	삼성	대형	2,366	5.4	93.7
8	미래에셋	중형	1,533	3.5	97.2
9	굿모닝 신한	중형	771	1.8	99.0
10	동부	소형	235	0.5	99.5

주 : FY2008 기준
 자료: 금융감독원

2) 신종증권판매업무에서의 시장분할 전망

신종증권판매업무는 본질적으로 위험의 인수 및 위험의 헤지 측면에서 규모의 경제가 요구되는 영역이므로 대형사에 적합하다. 현재 국내 신종증권판매시장의 경우 단순판매 비중이 높아 중소기업들도 일부 시장을 확보하고 있으나, 향후 단순판매 비중이 줄어들면서 대형사 중심의 시장이 형성될 가능성이 큰 것으로 판단된다. 따라서 자본력에서 열세인 중소기업 금융투자회사가 신종증권판매 관련 업무에 많은 자원을 배분하는 것은 바람직하지 않다고 하겠다.

바. 금융투자회사 규모별 업무적합도 평가 요약

우선 기업(issuer) 관련 업무인 IB업무의 경우, 위험인수에 상당한 자본력이 소요된다는 점에서 주로 대형사의 영역이라고 할 수 있다. 단, 중소기업 대상의 IB업무는 중소기업의 영역이 될 수 있다. 그리고 중소기업들이 중소기업 대상의 IB업무만을 영위하기 보다는, 리서치에 기반을 둔 법인 위탁매매업무를 병행하는 것이 효율성 측면에서 바람직하다고 판단된다.

투자자(investor) 관련 업무 중 위탁매매업무 역시, 규모의 경제 효과가 강하게 작용한다는 점에서 전형적인 대형사 영역이다. 하지만, 특정 산업에 대한 리서치 능력이 수반될 경우 중소기업들도 법인고객을 대상으로 하는 위탁매매업무에서 강점을 가질 수 있을 것으로 보인다.

펀드판매업무의 경우 판매망 등의 측면에서 대형사의 영역이 될 가능성이 크다. 그러나 경쟁력 있는 자산운용사를 계열사로 확보한다면, 중소기업들도 펀드판매업무에서 경쟁력을 지닐 수 있을 것으로 판단된다.

자산관리업무는 숙련된 금융자문인력 및 대규모 점포망, 전산투자 등이 요구된다는 점에서 대형사의 영역이다. 특히 막대한 고정비 투자가 소요되는 리테일 자산관리업무는 중소형사에게는 적합하지 않으며, 따라서 중소형사들은 대규모 점포망이 요구되지 않는 법인대상 자산관리시장에 관심을 기울일 필요가 있다.

장외파생상품업무의 경우 위험 인수 및 헤지 측면에서 대규모 자본력이 요구되며, 따라서 대형사에 적합한 영역이라고 할 수 있다. 중소형사의 경우 자본력이 소요되지 않는 장외파생상품의 중개 업무는 영위할 수 있겠지만 수익성은 높지 않을 전망이다.

<표 V-8>에는 지금까지의 논의가 간략하게 정리되어 있다. 대형사들은 <표 V-8>에 나타난 모든 업무를 영위할 수 있는 반면, 중소형사들은 굵은 글씨로 표시된 업무에서만 강점을 지닐 수 있을 것으로 보인다. 이러한 점에서 굵은 글씨로 표시된 업무들은 중소형사의 특화, 혹은 전문화 대상 업무라고 할 수 있다.

<표 V-8> 중소형 금융투자회사 특화대상 업무

구 분	업무[Activity]	고객[Client]	
		대기업	중소기업
Issuer	IB업무	대기업	중소기업
Investor	위탁매매업무	Wholesale	Retail
	펀드판매업무	Wholesale	Retail
	자산관리업무	Wholesale	Retail
	장외파생상품업무	Wholesale 인수	Wholesale 중개

자료: 신보성 외 (2006)

VI. 자산운용업의 시장구조

1. 국내외 자산운용업의 시장구조
2. 우리나라 자산운용업의 시장구조
3. 자산운용시장 집중에 따른 영향
4. 우리나라 자산운용업 시장구조에 대한 소결

VI. 자산운용업의 시장구조

1. 국내외 자산운용업의 시장구조

본 장에서는 국내외 자산운용업의 시장구조를 비교분석하고, 아울러 특히 국내 주식형펀드 시장의 시장집중현상이 효율성을 높이고 있는지를 살피고자 한다. 이를 통해 국내 자산운용업의 시장구조와 관련한 정책적 시사점을 도출한다.

가. 자산운용시장의 규모 (분석대상 펀드, 운용사 기준)

주요국 자산운용업의 시장구조를 논하기에 앞서, 우리나라 자산운용시장의 규모를 보면 주요국에 대비해서 크지 않으며 따라서 아직 성장 단계에 있는 것으로 판단된다. <표 VI-1>을 보면 2006년말 우리나라 자산운용시장의 규모(2,128억달러)는 주요국 자산운용시장의 평균 규모(6,081억달러) 대비 약 1/3 수준이며, 전 세계 자산운용시장에서 차지하는 비중도 1.32%에 불과하다. 한편, 미국의 자산운용시장 규모는 약 10.1조달러로 전 세계 주요국 자산운용시장의 61.5%를 차지하는 등 가장 큰 규모를 가지고 있고, 프랑스 1.3조달러, 영국 1조달러, 일본 5천억달러의 순을 보이고 있다.

자산운용시장의 규모를 인구수에 대비해서 보더라도, 우리나라의 자산운용시장 규모는 주요국에 비해서 여전히 작은 것으로 평가된다. 우리나라의 인구 백만명당 자산운용시장의 규모는 45억달러로 세계 주요국 평균 또는 중앙값인 100억달러의 절반에도 미치지 못하는 수준이다.

<표 VI-1> 주요국 자산운용업의 시장규모

(단위: \$백만)

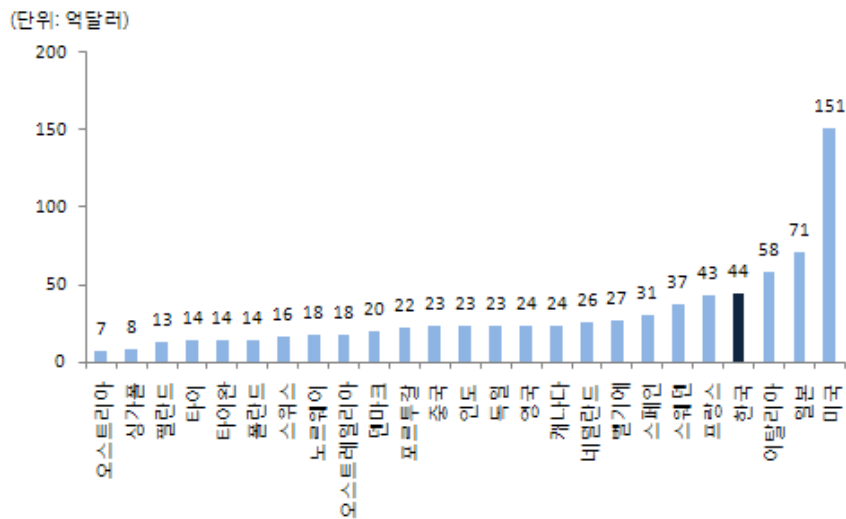
국가	국가별 순자산		인구대비 자산운용시장 규모
미국	10,096,586	61.49%	34,362
스위스	212,999	1.30%	28,849
프랑스	1,272,098	7.75%	21,202
스웨덴	177,035	1.08%	19,695
오스트레일리아	343,109	2.09%	17,047
영국	1,008,758	6.14%	16,977
덴마크	80,399	0.49%	14,894
폴란드	77,546	0.47%	14,871
오스트리아	115,985	0.71%	14,291
캐나다	365,540	2.23%	11,461
벨기에	119,165	0.73%	11,456
노르웨이	49,480	0.30%	10,797
싱가폴	39,299	0.24%	9,063
스페인	357,216	2.18%	8,666
네덜란드	134,297	0.82%	8,268
이탈리아	451,500	2.75%	7,814
독일	450,159	2.74%	5,439
한국	216,799	1.32%	4,513
포르투갈	40,052	0.24%	3,827
일본	485,815	2.96%	3,786
타이완	65,787	0.40%	2,946
폴란드	28,733	0.17%	747
말레이시아	16,658	0.10%	660
타이	25,699	0.16%	406
중국	112,727	0.69%	90
인도	70,819	0.43%	69
인도네시아	5,377	0.03%	25
Total	16,419,636		272,225
Average	608,135		10,082
Median	119,165		8,666
St.dev	1,919,779		8,958
Maximum	10,096,586		34,362
Minimum	5,377		25

주 : 2006년 기준, 인구대비 자산운용시장 규모는 백만명 당 순자산 규모를 말함
 자료: Ferreira and Ramos(2009)를 이용하여 계산

나. 자산운용사별 순자산 규모

우리나라의 자산운용시장 규모가 주요국에 비해 작은 것과는 달리, 우리나라 자산운용사의 순자산 규모는 주요국 대비 높게 나타나고 있다. <그림 VI-1>을 보면 우리나라 자산운용사의 평균 순자산 규모는 44억달러로 주요국 중 4위를 차지하고 있는데, 이는 주요국 자산운용사의 평균 순자산 규모인 31억달러보다 훨씬 높은 수준이다. 자산운용사의 순자산 규모가 우리나라보다 큰 나라는 미국(151억달러), 일본(71억달러), 이탈리아(58억달러) 등 3개국에 불과하다. 반면, 오스트리아의 자산운용사 순자산 규모는 7억달러 수준으로 현저히 낮고, 싱가포르, 핀란드, 태국, 타이완, 폴란드 등도 15억달러 미만으로 매우 낮은 수준이다.

<그림 VI-1> 국가별 자산운용사 당 순자산 규모



주 : 2006년말 기준
 자료: ICI의 자료를 이용하여 계산

지금까지 살펴본 바와 같이, 우리나라의 자산운용시장 규모는 세계 주요국에 비해 작지만, 개별 자산운용사의 순자산 규모는 주요국 대비 비교적 큰 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 여타 주요 국가에 비해 우리나라의 자산운용사 수가 상대적으로 적을 가능성을 시사한다.

다. 자산운용사의 수

Ferreira and Ramos(2009)의 자료를 보면 우리나라의 자산운용사 수는 49개(외국사 제외)로 주요국 평균인 118개의 절반 미만이며, 중위수인 56개보다도 적다. <표 VI-2>를 보면 자산운용사 수가 많은 나라로는 미국(667개)이 수위를 차지하고 있으며, 영국, 프랑스, 독일, 호주, 오스트리아, 캐나다 등이 그 뒤를 잇고 있다. 정반대로 자산운용사 수가 매우 작은 나라는 포르투갈, 태국, 폴란드 등이다.

자산운용사의 단순 숫자뿐만 아니라, 인구 대비 자산운용사 수에서도 우리나라는 여타 주요국에 비해 적게 나타나고 있다. 우리나라의 인구 백만명당 자산운용사 수는 1.02개로 주요국 평균인 4.93개의 1/5 수준에 불과하다. 오스트리아(21.44개)는 인구 대비 가장 많은 자산운용사 수를 보유하고 있고, 이어서 스위스, 핀란드, 싱가포르, 호주 등의 순을 보이고 있다. 반면, 인도, 중국, 태국 등에서는 인구 대비 자산운용사 수가 매우 적은 나라들이다.

우리나라의 자산운용사 수가 적다는 것은, 다른 나라에 비해 자산운용사의 시장지배력이 상대적으로 높게 나타날 가능성을 보여주고 있다. 이를 보다 자세하게 알아보기 위해서는 세계 주요국 자산운용업의 시장 집중도를 살펴볼 필요가 있다.

<표 VI-2> 주요국 자산운용사의 수

(단위: 개, %)

국가	자산운용사 수	인구대비 운용사 수	평균시장 점유율
오스트레일리아	190	9.44	0.53%
오스트리아	174	21.44	0.57%
벨기에	44	4.23	2.27%
캐나다	155	4.86	0.65%
중국	50	0.04	1.89%
덴마크	40	7.41	2.50%
핀란드	62	11.89	1.61%
프랑스	297	4.95	0.34%
독일	192	2.32	0.52%
인도	31	0.03	3.23%
인도네시아	69	0.32	1.45%
이탈리아	78	1.35	1.28%
일본	68	0.53	1.47%
한국	49	1.02	2.04%
말레이시아	56	2.22	1.79%
네덜란드	51	3.14	1.96%
노르웨이	28	6.11	3.57%
폴란드	20	0.52	5.00%
포르투갈	18	1.72	5.56%
싱가폴	48	11.07	2.08%
스페인	115	2.79	0.87%
스웨덴	48	5.34	2.08%
스위스	136	18.42	0.74%
타이완	46	2.06	2.17%
타이	19	0.30	5.26%
영국	429	7.22	0.23%
미국	667	2.27	0.15%
Average	118	4.93	1.92%
Median	56	2.79	1.79%
St. Dev.	145	5.48	1.50%
Maximum	667	21.44	5.56%
Minimum	18	0.03	0.15%

주 : 2006년 기준, 인구대비 자산운용사 수는 백만명 당 운용사 수이며, 평균시장 점유율은 운용사 당 시장점유율(=100/운용사 수)을 나타냄
 자료: Ferreira and Ramos(2009)를 이용하여 계산

라. 자산운용시장의 시장집중도

우리나라 자산운용사의 시장지배력이 높게 나타날 것이라는 예상과 달리, 국내 자산운용업의 시장집중도는 주요국 평균에 비해 낮게 나타났다. <표 VI-3>은 Ferreira and Ramos(2009)에 기초하고 있는데, 이에 따르면 우리나라 자산운용업의 CR5, CR10은 각각 37.70%, 45.29%로 주요국 평균인 53.73%, 71.33%에 비해 낮았으며, HHI 또한 460으로 주요국 평균보다 낮은 수준이다.

그러나 이러한 결과는 국가별로 일관된 비교가 이루어지지 않은 데 따른 것일 수 있다. 일례로, 우리나라의 경우 공·사모펀드를 모두 분석 대상에 포함시킨 반면, 나머지 국가들에 대해서는 공모펀드만을 분석 대상으로 하고 있다. 이로 인해 국가별 시장집중도의 비교가 부정확해질 가능성이 존재하는 것이다. 더불어 Ferreira and Ramos(2009)에서는 펀드유형(주식형, 채권형, 혼합형, MMF)에 대한 구분 없이, 모든 유형의 펀드를 포괄하여 시장집중도를 계산하였다. 그러나 펀드유형에 따라 시장집중도가 갖는 의미가 상이할 수 있으며, 따라서 펀드유형별로 시장집중도를 별도로 살펴보는 것이 바람직할 수 있다. 펀드유형별 시장집중도는 다음 절에서 자세히 살핀다.

<표 VI-3> 주요국 자산운용업의 시장집중도

(단위: %)

국가	CR5	CR10	HHI
오스트레일리아	44.36%	62.06%	660
오스트리아	56.45%	69.70%	870
벨기에	80.33%	92.36%	2,080
캐나다	39.66%	58.50%	510
중국	38.85%	57.04%	460
덴마크	58.21%	84.10%	900
필란드	68.49%	80.33%	1,350
프랑스	37.88%	53.58%	470
독일	52.03%	67.49%	700
인도	49.89%	71.65%	680
인도네시아	53.31%	74.15%	940
이탈리아	49.40%	67.07%	670
일본	59.71%	74.75%	850
한국	37.70%	60.09%	460
말레이시아	55.99%	75.20%	1,100
네덜란드	65.15%	84.24%	1,090
노르웨이	71.35%	89.85%	1,330
폴란드	68.61%	86.64%	1,270
포르투갈	80.99%	94.52%	1,410
싱가폴	46.68%	69.02%	660
스페인	56.21%	72.75%	1,030
스웨덴	64.90%	85.85%	1,200
스위스	56.13%	67.82%	910
타이완	31.65%	55.53%	410
타이	65.59%	85.73%	1,030
영국	25.94%	40.59%	230
미국	35.22%	45.29%	150
Average	53.73%	71.33%	870
St. Devi	14.39%	14.20%	420
Maximum	80.99%	94.52%	2,080
Minimum	25.94%	40.59%	150

주 : CR5 및 CR10은 모든 유형의 펀드를 포함한 순자산 규모 상위 5개사 및 10개사의 시장점유율 합이며, HHI는 모든 자산운용회사의 시장점유율 제곱을 합한 수치로 이론적 최대값은 10,000(독점일 경우)임.

자료: Ferreira and Ramos(2009)

마. 소결

지금까지 살펴본 바와 같이, 우리나라의 경우 해외 주요국에 비해 자산운용시장의 규모는 작은 반면, 운용사 당 순자산 규모는 크게 나타나고 있다. 이는 우리나라의 자산운용사 수가 상대적으로 적을 것임을 시사 하는데, 해외 주요국과 비교한 결과 이러한 추론은 사실로 확인되었다. 실제로 우리나라의 경우 자산운용사의 절대 수가 적을 뿐 아니라, 인구대비 자산운용사 수도 외국에 비해 현저히 적은 수준이다. 그런데 국내 자산운용사 수가 적다는 사실은 소수의 자산운용사가 상당한 시장 지배력을 행사할 가능성이 있음을 의미하는 것이다.

2. 우리나라 자산운용업의 시장구조

여기에서는 우리나라 자산운용업의 시장집중도를 펀드유형별로 구분하여 보다 자세히 살펴본다.

가. 전체 펀드

금융투자협회 자료를 이용하여 계산한 전체 펀드의 시장집중도는 <표 VI-4>와 같다.¹⁴⁾ 금융투자협회 자료를 사용한 경우에도 Ferreira and Ramos(2009)와 마찬가지로 국내 자산운용업의 시장집중도가 주요국 평균보다 약간 낮음을 알 수 있다.

14) 주요 국가와의 비교를 위해 공모펀드만을 포함한 시장집중도를 계산하였음

실제로 전체 펀드 기준 우리나라 자산운용업의 CR10(2006년 기준)은 세계 주요국 평균인 71.3%와 같으나, CR5(2006년 기준)는 45.6%로 세계 주요국 평균인 53.7%보다 낮은 수준이다. HHI(2006년 기준) 역시 610으로 세계 주요국 평균인 870보다 낮게 나타나고 있다. 한편, 시장집중도의 추이를 보면, 우리나라의 경우 여타 집중도 지수에 비해 CR1의 상승 추세가 비교적 뚜렷함을 확인할 수 있다.

**<표 VI-4> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이
(전체 펀드)**

연도	CR1	CR5	CR10	HHI
2004	11.9%	52.9%	73.1%	685
2006	12.1%	45.6%	71.3%	611
2008	19.7%	45.0%	66.4%	702
주요국 평균(2006)		53.7%	71.3%	870

주 : CR1, CR5, CR10은 각각 모든 유형의 공모펀드를 기준으로 순자산 규모 상위 1개사, 5개사, 10개사 시장점유율의 합이며, HHI는 모든 자산운용회사의 시장점유율 제곱을 합한 수치로 이론적 최대값은 10,000(독점일 경우)임.
자료: 외국은 Ferreira and Ramos(2009), 국내는 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

나. 주식형펀드

주식형펀드 기준 우리나라 자산운용업의 CR5(2006년 기준)와 CR10(2006년 기준)은 각각 61.4%와 77.1%로 주요국의 평균인 58.8%와 76.7%보다 높은 수준이며, HHI 또한 1,534로 주요국 평균인 1,050의 1.5배 수준이다(<표 VI-4> 참고). 해외 주요국 시장의 CR1 자료가 없어 직접적인 비교는 불가능하나, 우리나라 주식형펀드 시장의 CR1은 30%를 넘어서고 있어 해외

주요국에 비해서도 월등히 높을 것으로 예상된다.

한편, 우리나라 주식형펀드 시장의 집중도 추이를 보면 CR1, CR5, CR10 등 모든 지수가 상승하고 있는 가운데, HHI도 2004년의 670에서 2008년의 1,608로 수직적인 상승하고 있다. 이는 지난 2006년을 전후로 주식형펀드 시장의 시장집중이 급속히 진행되고 있음을 보여 주는 것이다.

결론적으로 전체 펀드를 대상으로 한 경우와는 달리, 주식형펀드만을 대상으로 계산한 시장집중도는 우리나라가 주요국에 비해 높게 나타나고 있으며, 시간경과에 따라 시장집중이 심화되고 있다고 하겠다.

**<표 VI-5> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이
(주식형펀드 기준)**

연도	CR1	CR5	CR10	HHI
2004	11.5%	48.8%	74.2%	670
2006	35.6%	61.4%	77.1%	1534
2008	36.7%	64.5%	78.7%	1608
주요국 평균(2006)		58.8%	76.7%	1,050

주 : CR1, CR5, CR10은 각각 주식형 공모펀드를 기준으로 순자산 규모 상위 1개사, 5개사, 10개사 시장점유율의 합이며, HHI는 모든 자산운용회사의 시장점유율 제곱을 합한 수치로 이론적 최대값은 10,000(독점일 경우)임.

자료: 외국은 Ferreira and Ramos(2009), 국내는 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

다. 채권형펀드

채권형펀드를 별도로 분리하여 시장집중도를 계산한 결과, 주식형펀드와는 달리 우리나라의 시장집중도는 주요국 평균에 비해 낮은 수준으

로 나타났다. <표 VI-6>에 의하면 채권형펀드 기준 국내 자산운용업의 CR5(2006년 기준), CR10(2006년 기준)은 각각 53.9%, 80.5%로 세계 주요국 평균인 65.4%, 82.7%보다 낮다. HHI 또한 510으로 세계 주요국 평균인 1,280의 절반에도 미치지 못하고 있다. 이는 세계 주요국에 비해 시장집중도가 훨씬 높게 나타난 주식형펀드 시장과는 대조적인 결과이다.

**<표 VI-6> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이
(채권형펀드 기준)**

연도	CR1	CR5	CR10	HHI
2004	16.4%	54.1%	80.7%	590
2006	20.5%	53.9%	80.5%	510
2008	17.0%	59.3%	80.9%	560
주요국 평균(2006)		65.4%	82.7%	1,280

주 : CR1, CR5, CR10은 각각 채권형 공모펀드를 기준으로 순자산 규모 상위 1개사, 5개사, 10개사 시장점유율의 합이며, HHI는 모든 자산운용회사의 시장점유율 제곱을 합한 수치로 이론적 최대값은 10,000(독점일 경우)임.

자료: 외국은 Ferreira and Ramos(2009), 국내는 금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

라. 혼합형펀드

<표 VI-7>에 의하면 혼합형펀드 기준 우리나라 자산운용업의 CR5는 2006년 56.5%, 2008년 59.5%로 채권형펀드와 비슷한 수준이다. 그러나 세계 주요국과의 비교는 자료상의 제약으로 불가능하였다. 한편, 혼합형펀드 시장의 집중도 추이를 보면, 대체적으로 큰 변화 없이 안정적인 모습을 보이고 있으나 CR1은 2008년 들어 큰 폭으로 상승하였음을 알 수 있다.

**<표 VI-7> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이
(혼합형펀드 기준)**

연도	CR1	CR5	CR10	HHI
2004	18.1%	65.8%	79.3%	1056
2006	15.7%	56.5%	76.0%	803
2008	24.8%	59.5%	79.7%	1041

주 : CR1, CR5, CR10은 각각 혼합형 공모펀드를 기준으로 순자산 규모 상위 1개사, 5개사, 10개사 시장점유율의 합이며, HHI는 모든 자산운용회사의 시장점유율 제곱을 합한 수치로 이론적 최대값은 10,000(독점일 경우)임.
 자료: 외국은 Ferreira and Ramos(2009), 국내는 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

마. MMF

MMF를 대상으로 계산한 시장집중도에서 발견되는 특징은 CR1이 여타 유형의 펀드 시장에 비해 낮게 나타나고 있다는 것이다. <표 VI-8>를 보면 2006년 및 2008년 기준 MMF 시장에서의 CR1은 각각 15.9%, 12.6%로 다른 어떤 유형의 펀드시장에 비해서도 낮은 수준이다.

한편, 2006년도의 경우 시장집중도 지표들이 2004년에 비해 일제히 상승하였으나 2008년에는 다시 하락하여 2004년 수준으로 회귀하였다. 이러한 점에서, MMF 시장의 시장집중도는 전반적으로 큰 변화 없이 안정적인 추세를 이어가고 있다고 볼 수 있다.

**<표 VI-8> 우리나라 자산운용업의 시장집중도 추이
(MMF 기준)**

연도	CR1	CR5	CR10	HHI
2004	13.3%	52.3%	72.1%	713
2006	15.9%	62.3%	84.7%	954
2008	12.6%	50.8%	79.9%	745

주 : CR1, CR5, CR10은 MMF를 기준으로 순자산 규모 상위 1개사, 5개사, 10개사 시장점유율의 합이며, HHI는 모든 자산운용회사의 시장점유율 제곱을 합한 수치로 이론적 최대값은 10,000(독점일 경우)임.

자료: 외국은 Ferreira and Ramos(2009), 국내는 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

바. 소결

국내 자산운용업의 시장집중도를 살펴본 결과, 특히 주식형펀드 시장에서 시장집중이 심화되고 있다. 실제로 주식형펀드 시장의 시장집중도는 해외 주요국에 비해 크게 높은 수준이어서, 소수의 자산운용사가 상당한 시장지배력을 행사하고 있음을 확인할 수 있었다. 주식형펀드 시장과는 달리 채권형펀드 시장의 시장집중도는 해외 주요국보다 낮게 나타났다. 그런데 이처럼 주식형펀드 시장의 집중도가 채권형펀드 시장에 비해 높게 나타나는 현상은, 해외 주요국의 경우와는 정반대되는 결과이다.

3. 자산운용시장 집중에 따른 영향

가. 자산운용시장 집중에 대한 기존 논의

자산운용시장의 시장집중도가 높은 것은 투자자들이 지속적으로 양호한 성과를 보이는 자산운용사에게 자금을 집중시킨 결과에 따른 것으로, 어느 정도 자연스러운 귀결이라 할 수 있다. 그러나 자산운용시장 집중도가 지나치게 높아질 경우에는 여러 가지 부작용이 발생한다는 점 또한 부인하기 어렵다. 여기에서는 자산운용시장의 집중이 심화되는데 따른 장단점에 대해 기존의 문헌을 중심으로 살펴본다.

1) 시장집중에 따른 장점

자산운용사의 규모가 클수록, 즉 자산운용시장의 집중도가 높을수록, 효율성이 높아진다는 문헌들이 다수 존재한다. 시장집중과 효율성 간에 양(+)의 관계가 존재한다는 이러한 주장은 대형 자산운용사에게 나타나는 규모의 경제 효과에 기초하고 있다.

대형 자산운용사가 누리는 규모의 경제 효과는 다음과 같은 두 가지 원천에서 발생한다. 첫 번째는 자산운용사(펀드패밀리) 차원과 관련한 것으로, 이는 자산운용사 자체의 규모가 클수록 효율성이 높아진다는 것이다. 두 번째는 자산운용사가 아닌 개별 펀드 차원에서 규모의 경제 효과가 발생한다는 것이다. 일반적으로 펀드의 규모가 클 경우 해당 펀드를 운용하는 자산운용사의 규모도 커지는 경향이 있는데, 따라서 개별펀드 차원에서 발생하는 규모의 경제 효과가 자산운용사에게도 간접적으로 파급된다는 것이다. 이하에서는 이들 두 가지 측면에 대해 차례로 살펴본다.

가) 자산운용사(펀드패밀리) 차원에서의 규모의 경제

자산운용사의 규모가 커질수록 펀드의 성과가 개선된다는 주장이 있는데, 이는 대형 자산운용사가 운용하는 다양한 종류의 펀드 간에 발생하는 파급효과(spill-over effect)를 염두에 두고 있다(IvKovic(2002)). 규모가 큰 운용사는 규모가 작은 운용사보다 다양한 종류의 펀드를 운용하는 경향이 있는데, 이로 인해 펀드 운용상의 노하우를 축적하고 공유함으로써 펀드성과가 개선된다는 것이다. 만약 이러한 효과가 실제로 존재한다면, 자산운용사의 대형화 및 이에 따른 시장집중은 바람직하다고 볼 수 있다.

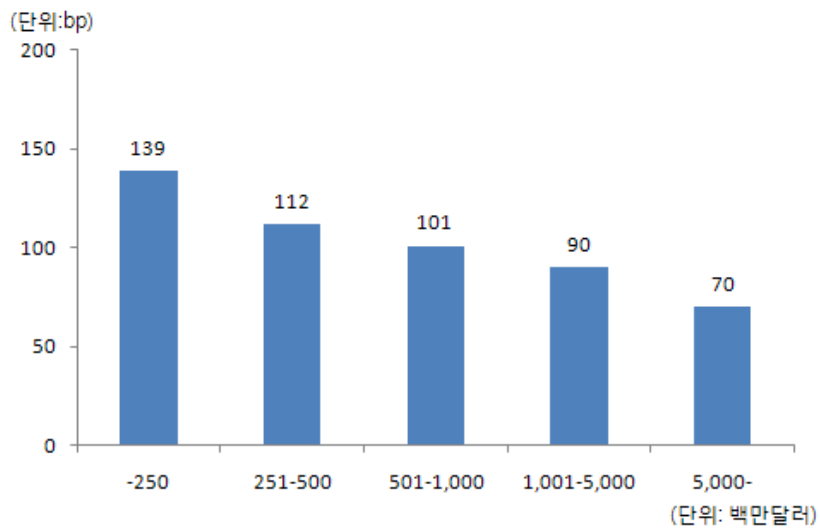
자산운용사의 규모가 커질수록 비용 효율성이 높아진다는 논의도 다수 존재한다. Malhotra and McLeod(1997)에 따르면 대형 자산운용사에서 운용하는 펀드는 컴퓨터, 전화, 그리고 회계시스템 및 기타 고정비용 등을 공유한다는 점에서 비용 측면에서 보다 효율적이다. 또한 대형 자산운용사는 자신의 펀드를 직접 판매하는 채널(직판채널)을 구축할 수 있으며, 따라서 외부 판매채널 활용에 따른 비용을 줄일 수 있다. Collins and Mack(1997)은 자산운용사의 규모가 커짐에 따라 효율성이 실제로 높아짐을 확인하였다. 만약 이러한 비용효율성이 판매수수료 저하로 이어질 경우 소비자 후생이 증대된다는 점에서 시장집중은 바람직한 것이다.

나) 개별 펀드 차원에서의 규모의 경제

우선 펀드 규모가 클수록 성과가 개선된다는 주장이 존재한다. 이는 펀드 규모가 커짐에 따라 연구 및 상품 개발에 필요한 자원을 더 많이 확보할 수 있다는 점과 관련이 있다. 그러나 개별 펀드 차원의 규모의 경제 효과를 지지하는 대부분의 주장들은 주로 비용효율성과 관련되어

있다. 실제로 Rea et al.(1999)은 펀드규모가 커질수록 펀드를 관리·운영하는데 소요되는 비용(operating fee)이 감소함을 보였다(<그림 VI-2>참고).

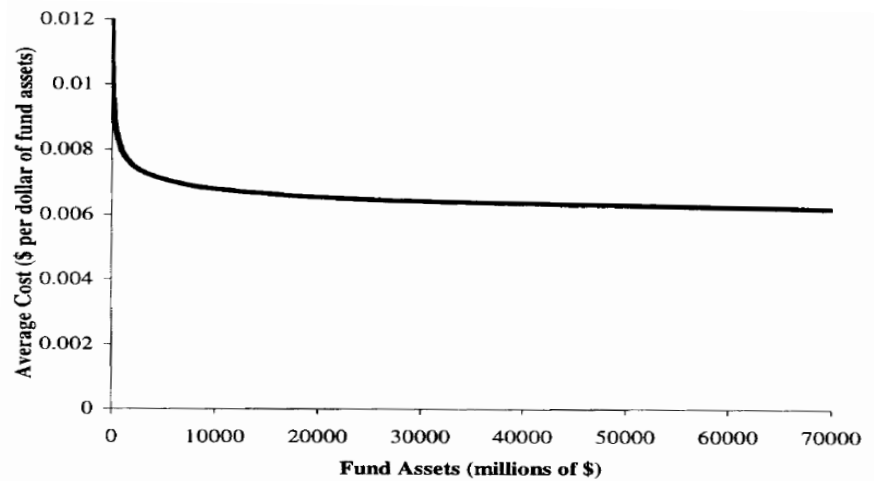
<그림 VI-2> 주식형 뮤추얼펀드의 규모별 평균운영비용비율



주 : 1998년 기준
 자료: ICI, Rea et al.(1999)

Latzko(1999) 역시 뮤추얼펀드의 평균비용곡선이 하향 추세를 보이고 있는 점을 들어, 펀드 규모 증가에 따른 비용효율성이 존재함을 제시한 바 있다(<그림 VI-3> 참고).

<그림 VI-3> 뮤추얼펀드의 평균비용곡선



자료: Latzko(1999)

2) 시장집중에 따른 단점

앞에서 살펴본 바와 같이 자산운용사 규모가 커짐에 따라 규모의 경제 효과가 나타난다는 주장이 있는 반면, 정반대로 규모의 비경제 (diseconomies of scale) 효과가 발생한다는 주장도 있다. 여기에서는 자산운용사(펀드패밀리) 차원 및 개별 펀드 차원 각각에서 규모의 비경제 효과가 존재할 수 있다는 주장에 대해 차례로 살펴본다.

가) 자산운용사(펀드패밀리) 차원에서의 규모의 비경제

자산운용사의 규모가 커질수록 효율성이 저하된다는 주장은 주로 조직 구조에 대한 논의와 관련되어 있다. Williamson(1975, 1988)에 따르면 기업의 규모가 커지면 관료적인 복잡한 절차로 인해 조정비용(coordination costs)이 많이 발생하고 이에 따라 규모의 비경제 효과가 나타난다. 예를

들어, 여러 개의 펀드를 여러 매니저가 공동으로 운용하는 대형 자산운용사의 경우, 펀드매니저들 간의 의견이 일치하지 않을 경우가 빈번히 나타나는데, 이 때 의견을 조정하는데 따른 조정비용이 발생한다는 것이다.

또한, Milgrom and Roberts(1988)은 대형사에서 발생할 수 있는 영향비용(influence costs)이 규모의 비경제를 야기하는 요인이 될 수 있다고 주장한다. 예를 들어, 계층적 구조를 갖고 있는 대형 자산운용사의 경우, 자산배분에 대한 결정권이 없는 매니저가 더 많은 자산을 배분받으려면 결정권을 가진 매니저를 설득해야 하는데, 이러한 과정에서 불필요한 노력의 낭비가 존재할 수 있다.

나) 개별 펀드 차원에서의 규모의 비경제

개별 펀드 차원에서 규모의 비경제 효과는, 펀드 규모가 커질수록 유동성 문제로 인해 펀드에 편입된 자산의 거래비용이 높아지는 현상과 관련되어 있다. 펀드시장에서의 유동성(liquidity)이란 자산운용사가 대량의 유가증권을 매매할 때 시장가격에 영향을 미치지 않는 정도를 의미한다. 이러한 유동성이 중요한 이유는 펀드의 성과에 영향을 줄 수 있기 때문이다. 즉, 펀드의 규모가 작으면 모든 자산을 최적의 투자처에 투자할 수 있지만, 펀드의 규모가 크면 유동성 문제에 따른 거래비용이 상승할 수 있다는 것이다. 결국 대규모 펀드는 최적의 투자처에 모든 자산을 투자할 수 없는 경우가 발생하고, 그 결과 펀드성과가 나빠진다(Chen et al.(2004), Perold and Salomon(1991)).

3) 시장집중에 따른 장단점 요약

기존의 이론적·실증적 연구들에 의하면, 자산운용사 혹은 펀드의 규모가 커짐에 따라 운영비용 측면에서의 효율성이 존재한다. 이러한 측면에서 자산운용사와 펀드가 대형화되고, 이에 수반하여 시장집중도가 높아질 경우 운영비용 효율성이 높아진다는 데는 별다른 이견이 없다.

그러나 펀드성과 측면에서는 자산운용사 혹은 펀드의 대형화가 긍정적인 영향을 준다는 증거는 희박하다. 실제로 Grinblatt and Titman(1989)과 Grinblatt et al.(1995)는 펀드 규모와 펀드성과 간에 유의한 관계가 없음을 실증적으로 보여주었다. 심지어 일부 연구에서는 자산운용사 혹은 펀드의 대형화가 펀드 성과를 떨어뜨린다는 결과를 제시하기도 하였다. Chen et al.(2004)은 펀드가 대형화되면 펀드성과가 저하됨을 보였는데, 그 이유는 과도한 시장집중이 이루어질 경우 유동성 문제가 발생하기 때문이라고 주장한다.

결국, 자산운용시장 집중에 따른 규모의 경제 효과 여부에 대해서는 일치된 견해나 증거들이 부족한 상태이다. 전 세계적으로 다른 권역에 비해 자산운용업의 시장집중도가 낮은 것은 바로 이러한 요인이 작용하고 있기 때문으로 판단된다.

나. 국내 자산운용시장 집중에 따른 펀드성과 및 비용효율성 분석

앞에서는 자산운용시장 집중에 따른 규모의 경제 효과 여부를 기존의 연구 결과를 통해 살펴보았다. 여기에서는 우리나라에서 자산운용시장 집중에 따른 규모의 경제효과가 실제로 존재하는지에 대해 개괄적으로 분석하고자 한다. 앞서와 마찬가지로 자산운용사(펀드패밀리) 차원

및 개별 펀드 차원 각각에서 규모의 경제 효과의 존재 여부를 차례로 살펴본다.

1) 자산운용사(펀드패밀리) 차원에서의 규모의 경제

<표 VI-9>에는 자산운용사들을 주식형펀드 설정잔액(2008년 5월말)을 기준으로 분류한 다음, 각 그룹별 보수를 계산한 결과가 제시되어 있다. 이에 따르면 자산운용사 규모가 커진다고 해서 운용보수, 판매보수, 총보수가 하락하는 추세가 나타나지는 않는다. 실제로 운용사 규모와 보수 사이에는 통계적으로 유의한 관계가 존재하지 않았다(<표 VI-10> 참고). 이러한 결과는 적어도 비용효율성 측면에서는 대형 자산운용사가 우월하다는 외국의 증거와는 상반되는 것이다.

**<표 VI-9> 자산운용사 규모별 평균 보수와 수익률
(주식형펀드)**

운용사 규모	운용사 수	설정액 (억원)	운용 보수	판매 보수	총보수	수익률
1천억 이하	11개	231	0.65%	1.10%	2.24%	19.31%
1천억 ~ 1조	13개	4,661	0.70%	1.03%	2.07%	9.75%
1조 ~ 3조	11개	18,503	0.68%	1.27%	2.33%	15.24%
3조 이상	9개	105,582	0.74%	1.14%	2.08%	12.67%

주 : 총보수는 운용, 판매, 수탁, 관리보수의 합을 의미하며, 2008년 5월말 기준으로 1년 이상 존속한 980개 주식형펀드를 대상으로 계산
자료: 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

<표 VI-10> 자산운용사 규모와 펀드보수 및 펀드성과 간의 상관관계 (주식형펀드)

운용보수	판매보수	총보수	수익률
0.22	-0.08	-0.09	0.05

주 : 총보수는 운용, 판매, 수탁, 관리보수의 합을 의미하며, 2008년 5월말 기준으로 1년 이상 존속한 980개 주식형펀드를 대상으로 계산
 자료: 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

비용효율성에 이어 펀드성과 측면에서도 자산운용사 규모는 펀드성과와 무관한 것으로 나타났다. 실제로 <표 VI-9>를 보면, 자산운용사 규모가 커진다고 해서 펀드성과가 일관되게 개선된다는 증거를 발견하기 어렵다. 이러한 점을 반영하여, 자산운용사의 규모와 펀드성과(1년 수익률) 간에는 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않은 것으로 나타났다(<표 VI-10> 참고).

2) 개별 펀드 차원에서의 규모의 경제

2008년 5월말 현재 존재하는 주식형펀드 가운데 설정기간이 1년 이상인 경우를 대상으로 분석한 결과, 펀드 규모가 커지더라도 비용효율성이 개선되고 있다는 증거를 발견하기 어려웠다. <표 VI-11>에는 주식형펀드들을 설정잔액(2008년 5월말)을 기준으로 분류한 다음, 각 그룹별 보수를 계산한 결과가 나타나 있다. 이에 따르면 펀드 규모가 커지더라도 운용보수, 판매보수, 총보수가 하락하지 않고 있으며, 심지어 운용보수는 펀드 규모가 커지면서 오히려 상승하고 있다. 실제로 <표 VI-12>에서 확인할 수 있듯이, 펀드 규모와 운용보수 사이에는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 존재하고 있다.

<표 VI-11> 주식형펀드의 규모별 평균 보수와 수익률

(단위: %)

펀드 규모	관측치	운용보수	판매보수	총보수	1년 수익률
10억 이하	215개	0.67%	0.93%	1.87%	7.01%
10억~100억	267개	0.70%	1.25%	2.31%	9.18%
100억~500억	237개	0.71%	1.14%	2.19%	12.48%
500억 이상	261개	0.74%	1.28%	2.29%	17.86%

주 : 총보수는 운용, 판매, 수탁, 관리보수의 합을 의미하며, 2008년 5월말 기준으로 1년 이상 존속한 980개 주식형펀드를 대상으로 계산
 자료: 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

**<표 VI-12> 펀드 규모와 펀드보수 및 펀드성과 간의 상관관계
(주식형펀드)**

운용보수	판매보수	총보수	1년 수익률
0.09*	0.05	0.04	0.24*

주 : 총보수는 운용, 판매, 수탁, 관리보수의 합을 의미하며, 2008년 5월말 현재 1년 이상 존속한 980개 주식형펀드를 대상으로 계산. *는 1% 유의수준을 나타냄
 자료: 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

한편, 비용효율성의 경우와는 달리 펀드성과와 관련해서는 규모의 경제 효과가 있는 것으로 보인다. 실제로 <표 VI-11>에서 확인할 수 있듯이 펀드 규모가 커질수록 펀드성과 또한 지속적으로 개선됨을 알 수 있다. <표 VI-12>에서 보는 것처럼 실제로 펀드 규모와 펀드성과 간의 상관관계 역시 유의하게 나타나고 있다.

그러나 전술한 분석 결과는 생존편의(survivorship bias)를 제거하지 않은데서 기인할 가능성이 존재한다. 앞의 분석은 2008년 5월말 현재 존

재하는 주식형펀드 가운데 설정기간이 1년 이상인 경우를 대상으로 한 것인데, 이에 따라 기존펀드 중 성과가 나빠 2008년 5월말 이전에 소멸된 펀드는 분석에서 제외되었다. 그러나 이처럼 성과가 나빠 소멸된 펀드를 분석대상에서 제외할 경우에는 펀드성과가 부풀려지는 문제를 초래된다. 이러한 문제를 해소하기 위해서는 기존의 모든 펀드를 포함하는 대신, 비교적 최근에 신규로 설정된 펀드만을 분리해서 분석하는 것이 바람직하다. 아래에서는 생존펀드의 문제점을 해결하기 위해, 2006년 1월 ~ 6월 사이에 신규 설정된 펀드만을 대상으로 펀드 규모와 비용효율성 및 성과 간의 관계를 살펴보고자 한다.

신규 주식형펀드를 대상으로 펀드 규모와 비용효율성 간의 관계를 살펴본 결과, 펀드 규모가 커지더라도 비용효율성이 개선되는 효과는 발견되지 않았다(<표 VI-13>). 특히 운용보수의 경우에는 펀드 규모가 커질수록 오히려 상승하고 있어 이 둘 사이에는 양(+의 상관관계가 존재하였으며, 상관계수의 값도 비교적 크게 나타났다(<표 VI-14> 참고).

<표 VI-13> 신규 주식형펀드의 규모별 평균 보수와 수익률

(단위: %)

펀드 규모	관측치	운용보수	판매보수	총보수	1년 수익률
10억 이하	43개	0.63%	0.73%	1.70%	12.54%
10억~100억	26개	0.64%	1.18%	2.37%	21.74%
100억~500억	19개	0.59%	0.71%	1.64%	12.34%
500억 이상	23개	0.80%	1.17%	2.33%	23.04%

주 : 총보수는 운용, 판매, 수탁, 관리보수의 합을 의미하며, 1년 수익률은 2006년 1월 ~ 7월 사이에 신규로 설정된 펀드의 2007년 5월말 ~ 2008년 5월말 사이의 수익률을 의미

자료: 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

**<표 VI-14> 펀드 규모와 펀드보수 및 펀드성과 간의 상관관계
(신규 주식형펀드)**

운용보수	판매보수	총보수	1년 수익률
0.37*	0.09	0.07	-0.01

주 : 총보수는 운용, 판매, 수탁, 관리보수의 합을 의미하며, 1년 수익률은 2006년 1월 ~ 7월 사이에 신규로 설정된 펀드의 2007년 5월말 ~ 2008년 5월말 사이의 수익률을 의미

자료: 한국금융투자협회 공시자료를 이용하여 계산

한편, 신규 펀드만을 대상으로 펀드 규모와 펀드성과 간의 관계를 살펴본 결과, 기존 펀드에서 나타났던 양(+)의 관계는 발견할 수 없었다. <표 VI-13>에서 나타난 것처럼, 기존 펀드와는 달리 신규 펀드의 경우 펀드 규모가 커진다고 해서 펀드성과가 지속적으로 개선되지 않고 있다. 실제로 신규 펀드만을 대상으로 펀드 규모와 성과 간의 상관관계수는 -0.01로서, 상호 간에 사실상 아무런 관계도 존재하지 않음을 보여주고 있다(<표 VI-14> 참고).

3) 국내 자산운용시장 집중에 따른 펀드성과 및 비용효율성 분석 결과 요약

우리나라 자산운용업에서는 어떠한 형태의 규모의 경제 효과도 나타나지 않고 있는 것으로 보인다. 주식형펀드를 대상으로 분석한 결과, 자산운용사의 규모와 보수 사이에는 유의한 음(-)의 관계가 존재하지 않으며, 자산운용사 규모와 펀드성과 간에도 유의한 양(+) 상관관계가 나타나지 않았다. 이러한 결과는 우리나라에서 자산운용사의 규모가 커지면서 시장집중이 심화되더라도 규모의 경제 효과가 나타나지 않고, 이에 따라 소비자들에게 귀속되는 혜택도 크지 않을 것임을 시사한다.

자산운용사 차원의 경우와 마찬가지로, 개별 펀드 차원에서도 규모의 경제 효과를 발견할 수 없었다. 펀드 규모가 커짐에 따라 비용효율성이 제고되는 외국의 증거와는 달리, 국내에서는 이러한 효과가 나타나지 않았다. 펀드 성과 또한 펀드 규모와 유의적인 관계를 지니고 있지 않는 것으로 나타났다. 기존 펀드를 대상으로 분석한 경우에는 펀드 규모와 성과 간에 유의한 양(+)의 효과가 존재하였으나, 생존편의의 문제점을 제거하기 위해 신규 펀드만을 대상으로 분석한 결과 둘 사이에는 아무런 관계가 없는 것으로 나타났다.

<표 VI-15> 국내외 펀드 규모에 따른 규모의 경제 효과 비교

	펀드 규모와 펀드성과 간의 관계	펀드 규모와 비용효율성 간의 관계
국외	없음	존재
국내	없음	없음

4. 우리나라 자산운용업 시장구조에 대한 소결

우리나라의 경우 자산운용사의 절대 수가 적을 뿐만 아니라, 인구 대비 운용사 수 역시 외국에 비해 현저히 적은 수준이다. 이처럼 국내 자산운용사 수가 적다는 사실은 소수의 자산운용사가 상당한 시장지배력을 행사할 가능성이 있음을 의미한다. 이러한 점에 착안하여, 국내 자산운용업의 시장집중도를 살펴본 결과, 특히 주식형펀드 시장에서 시장집중이 매우 높게 나타나고 있음을 확인하였다.

외국에 비해 주식형펀드 시장의 집중도가 높다는 점은, 국내 주식형 펀드 시장에서 개인투자자 비중이 높다는 사실과 결부되어 중요한 정책적 시사점을 제공한다. 즉, 개인투자자 비중이 높은 주식형펀드 시장의 집중도가 높다는 사실은, 시장집중에 따른 소비자 후생 손실이 외국에 비해 우리나라에서 더 크게 나타날 수 있음을 시사한다. 이는 개인투자자들이 기관투자자들보다 투자정보가 적을 수 있기 때문에 시장집중에 따른 유무형의 손실을 더 많이 입을 수 있음을 의미한다.

한편, 우리나라 자산운용사 및 펀드의 대형화, 그리고 이에 따른 시장집중이 가져오는 규모의 경제 효과가 존재하는지를 살펴본 결과, 시장집중이 효율성을 높인다는 증거를 발견할 수 없었다. 실제로 주식형펀드를 대상으로 분석한 결과, 자산운용사의 규모와 보수 사이에는 유의한 음(-)의 관계가 존재하지 않으며, 자산운용사 규모와 펀드성과 간에도 유의한 양(+) 상관관계가 나타나지 않았다. 이러한 결과는 우리나라에서 자산운용사 규모가 커지면서 시장집중이 심화되더라도 규모의 경제효과가 나타나지 않고, 이에 따라 소비자들에게 귀속되는 혜택도 크지 않을 것임을 시사한다. 자산운용사 차원의 경우와 마찬가지로, 개별 펀드 차원에서도 규모의 경제 효과는 발견할 수 없었다. 펀드규모가 커진다고 해서 펀드성과가 제고된다는 증거는 나타나지 않았으며, 비용효율성에 대한 증거도 부재한 실정이다. 이는 펀드규모가 커짐에 따라 비용효율성이 제고되는 외국의 증거와는 배치되는 것이다.

VII. 결론 및 정책적 시사점

VII. 결론 및 정책적 시사점

모험자본 공급을 통해 혁신산업의 성장을 이끌어내려면 향후 국내에서도 자본력이 풍부한 소수의 대형 금융투자회사가 출현함으로써 보다 적극적인 위험 인수가 이루어질 필요가 있다. 다른 한편으로는 특정 부문에 전문화된 다수의 특화 중소형사들이 경쟁함으로써 고객의 다양한 욕구를 충족시키고, 그 결과 자본시장의 저변을 확대시키는 것이 바람직하다. 이러한 논의는 국내 금융투자업과 관련하여 다음과 같은 몇 가지 정책적 시사점을 제시한다.

첫째, 대형 금융투자회사를 육성함으로써 시장선도자의 출현을 앞당길 필요가 있다. 대형 금융투자회사 출현을 위한 가장 자연스러운 방법으로는 기존 금융투자회사 간의 합병을 들 수 있으나, 현실적으로 합병을 위한 유인이 부재한 것으로 판단된다.

현재 국내에서는 상당수의 금융투자회사들이 산업자본과 계열관계를 맺고 있다. 그런데 이들 금융투자회사들은 소속 계열사에 대한 서비스 제공에 주로 초점을 두고 있으며, 따라서 대형화 추구 유인은 약할 수밖에 없다. 일부 은행계열 금융투자회사도 사정은 비슷하다. 이러한 점에서 금융투자회사 간의 자발적 합병은 쉽지 않거나, 가능하더라도 오랜 시간이 소요될 것으로 보인다.

결국 지금과 같은 교착상태에서 벗어나려면 정부 소유 금융그룹에 속한 금융투자회사의 대형화를 지원·유도하거나, 혹은 정부소유 금융그룹의 매각을 전략적으로 활용함으로써 대형 금융투자회사 출현을 촉진할 필요가 있다고 보인다. 일단 정부 지원을 통해 대형 금융투자회사가 출현하고 나면, 자연스럽게 시장재편이 이루어질 것으로 기대된다.

둘째, 특화 금융투자회사 진입에 대해서는 전향적으로 검토하는 것이

바람직하다. 자본시장 발전을 위해서는 자본력이 풍부한 소수의 대형사 외에도, 특정부문에 초점을 맞춘 다양한 중소형사들의 활약 또한 필요하다. 이러한 점에서 특화 중소형사들의 진입에 대해서는 전향적인 입장을 견지할 필요가 있다. 예를 들어 진입정책 수립 및 집행 시, 금융투자업 전 부문을 영위하는 경우보다는 특정 부문을 대상으로 전문화를 추구하는 곳을 우대하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 이를 통해 고객의 다양한 욕구를 충족시키는 다양한 특화 금융투자회사 출현을 앞당기고, 그 결과 자본시장의 성장을 도모할 수 있을 것이다. 그리고 특화 중소형사의 활발한 진입은 특화전략 추진을 미루고 있는 기존의 비효율적인 일부 중소형사의 구조조정을 촉진하는 효과도 거둘 수 있을 것으로 보인다.

셋째, 대형 금융지주회사의 집행임원에 금융투자업 역량을 지닌 사람이 포함되도록 유도할 필요가 있다. 국내 대형 금융지주회사들은 예외 없이 금융투자회사를 자회사로 두고 있으나, 산하 금융투자회사들의 역량이 시급히 개선되지 않고 있다는 것이 대체적인 평가다. 그리고 이러한 현상이 초래된 데는 주요 금융지주회사 임원 중 대부분이 주로 은행업 경력을 갖고 있어, 금융투자업에 대한 경험과 전문성이 상대적으로 부족하기 때문으로 보인다. 따라서 금융투자회사를 지배하고 있는 대형 금융지주회사 집행임원에 금융투자업에 대한 전문성을 지닌 사람이 포함될 수 있도록 정책적 배려가 필요할 것으로 보인다.

끝으로, 자산운용사의 진입 허용을 통해 보다 경쟁적인 환경을 조성할 필요가 있다. 국내의 경우, 자산운용사의 대형화 및 자산운용시장 집중이 효율성을 가져온다는 증거를 발견할 수 없었다. 이러한 점을 고려할 때, 대형사 출현이 필요한 금융투자업과는 달리, 자산운용업에서는 보다 경쟁적인 환경을 조성하는 것이 바람직하다고 판단된다. 자산운용업에서 경쟁적인 환경을 조성하기 위해서는 보다 유연한 진입정책이 요구되며, 특히 특정 부문에 전문화를 추구하는 특화 자산운용사의 진입에 대해서는 전향적인 입장을 견지할 필요가 있다고 하겠다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김형태 · 신보성 · 오승현, 2007, 한국 금융산업 위기인가 기회인가 - 아시아 금융시장 부상에 따른 한국의 대응, 5개 학회 공동학술연구발표회(특별 심포지엄) 발표자료.
- 신보성, 2005, 우리나라 투자은행업무 활성화를 위한 제언, 자본시장연구원 심포지엄 발표자료.
- 신보성 · 강형철 · 이석훈, 2006, 『증권산업의 시장구조 전망 및 중소형 증권사의 성장전략』 자본시장연구원 용역보고서.
- 신보성 · 빈기범 · 박상용, 2005, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성 - 금융구조가 산업성장에 미치는 영향을 중심으로』 자본시장연구원 연구보고서 05-04.
- 신보성 · 이석훈, 2008, 『증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점』 자본시장연구원 연구보고서 08-05.

<외국문헌>

- Bain, J., 1956, *Barriers to New Competition: Their Character and Consequences in Manufacturing Industries*, Cambridge, Mass: Harvard University Press.

- Bertrand, J., 1883, Théorie mathématique de la richesse sociale, *Journal des Savants*, 499-508.
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., Kubik, J.D., 2004, Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *American Economic Review* 94, 1276-1302.
- Collins, S., Mack, P., 1997, The optimal amount of assets under management in the mutual fund industry. *Financial Analysts Journal* 53, 67-73.
- D'Aspremont, C.J., Gabszewicz, J.F., Thisse, 1979, On Hotelling's 'stability in competition', *Econometrica* 17, 1145-50.
- Ferreira, M.A., Ramos, S.B., 2009, Mutual Fund Industry Competition and Concentration: International Evidence. working paper.
- Grinblatt, M., Titman, S., 1989, Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings. *Journal of Business* 62(3), 393-416.
- Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1995, Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. *American Economic review* 85(5), 1088-1105.
- Hotelling, H., 1929, Stability in competition, *Economic Journal* 39, 41-57.
- IvKovic, Z., 2002, Spillovers in Mutual Fund Families: Is Blood Thicker Than Water? Working Paper.
- Latzko, D., 1999, Economies of scale in mutual fund administration. *Journal of Financial Research* 22, 331-339.

- Malhotra, D.K., McLeod. R., 1997, An empirical analysis of mutual fund expenses, *Journal of Financial Research* 20, 175-190.
- Milgrom, P., Roberts, J., 1988, An Economic Approach to Influence Activities in Organizations. *American Journal of Sociology* 94, 154-79.
- Perold, A., Salomon, R.S., 1991, The Right Amount of Assets under Management. *Financial Analysts Journal* 47(3), 31-39.
- Porter, M.E., 1980, *Competitive Strategy*, New York, Free Press.
- Rea, J.D., Brian K.R., Kimberlee W.M., 1999, Operating expense ratios, assets, and economies of scale in equity mutual funds. *Investment Company Institute Perspective* 5, 1-15.
- Salop, S., 1979, Monopolistic competition with outside goods, *Bell Journal of Economics* 10, 141-56.
- Scherer, F.D., Ross., 1990, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Boston: Houghton Mifflin.
- Shaked, A.J., Sutton., 1982, Relaxing price competition through product differentiation, *Review of Economic Studies* 49, 3-13.
- Shaked, A.J., Sutton., 1987, Product differentiation and industrial structure, *Journal of Industrial Economics* 36, 131-146.
- Sutton, J., 1991, *Sunk Costs and Market Structure: Price Competition, Advertising, and the Evolution of Concentration*, Cambridge, Mass., The MIT Press.
- Tirole, J., 1988, *Theory of Industrial Organization*, Cambridge, MA: MIT Press.

Williamson, O.E., 1975, *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*. New York: Simon and Schuster.

Williamson, O.E., 1988, Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance* 43(3), 567-91.

<웹사이트>

금융감독원	www.fss.or.kr
통계청	www.nso.go.kr
한국금융투자협회	www.kofia.or.kr
한국은행	www.bok.or.kr
Bloomberg	www.bloomberg.com
Fn-Guide	www.fnguide.com
FRB	www.federalreserve.gov
ICI	www.ici.org
KRX	www.krx.co.kr