

금융투자업의 위기

- 원인과 대응방향 -

2015년 1월 15일

자본시장연구원 원장 신 인 석



목 차

I

위기의 현황

II

위기의 원인

III

현 상황의 인식

IV

대응방향

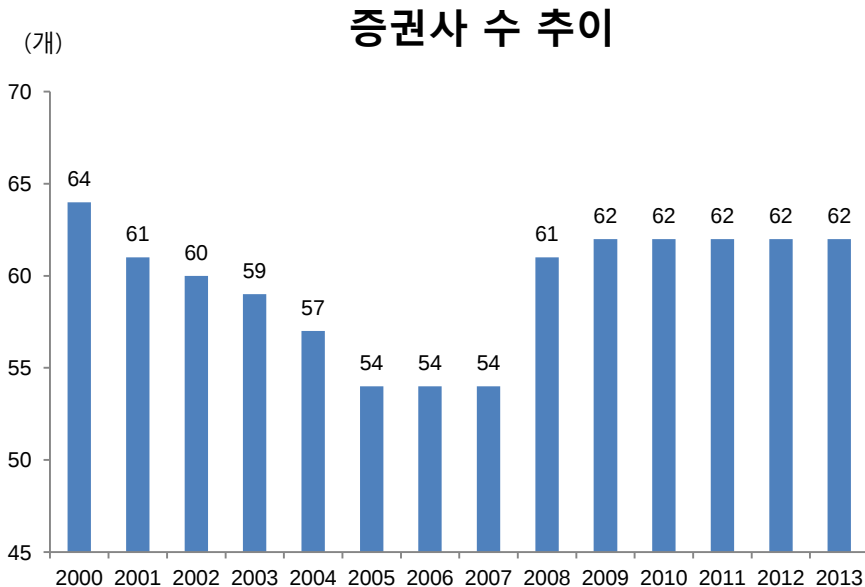


I. 위기의 현황

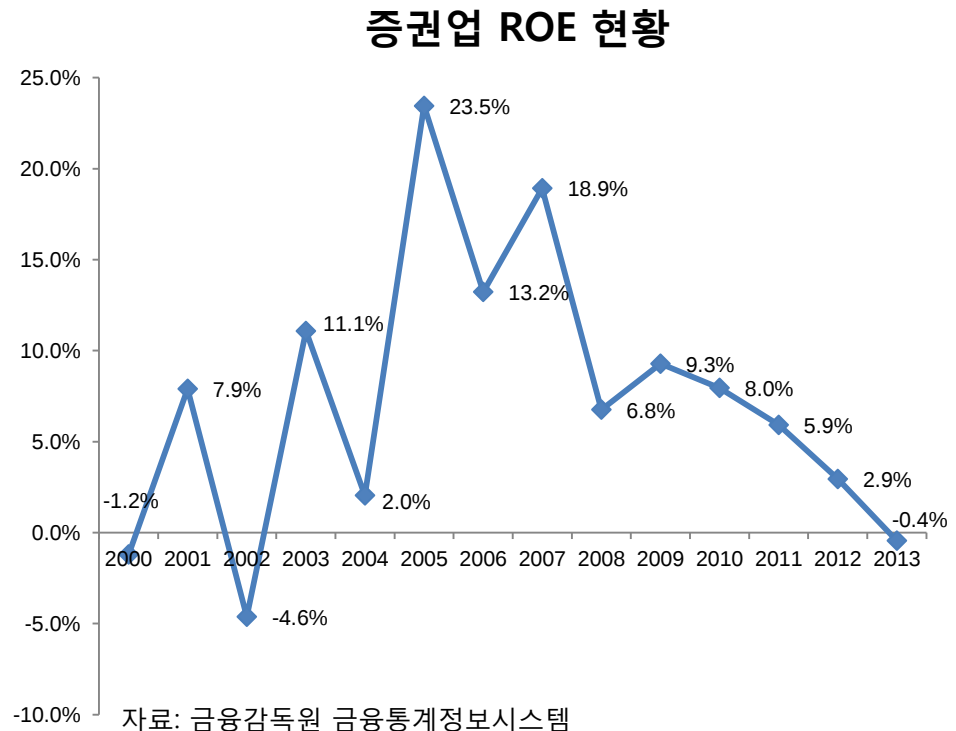
I. 위기의 현황

최근 증권산업의 수익성이 급격히 악화

- 2008년 세계금융위기 이후 수익성이 지속적으로 하락하는 모습



자료: 금융감독원 금융통계정보시스템



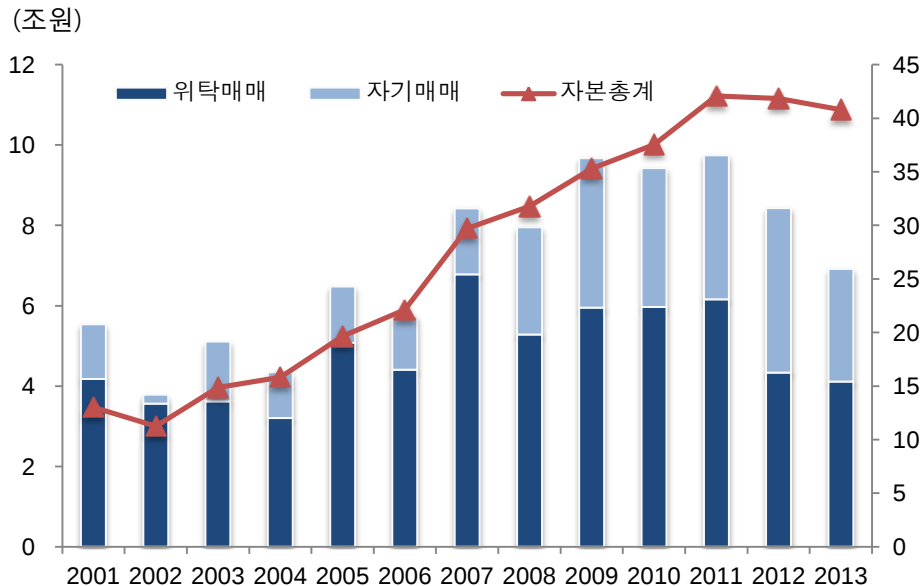
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

I. 위기의 현황

■ 증권업의 수익성 악화는 위탁매매 수익의 정체에 기인

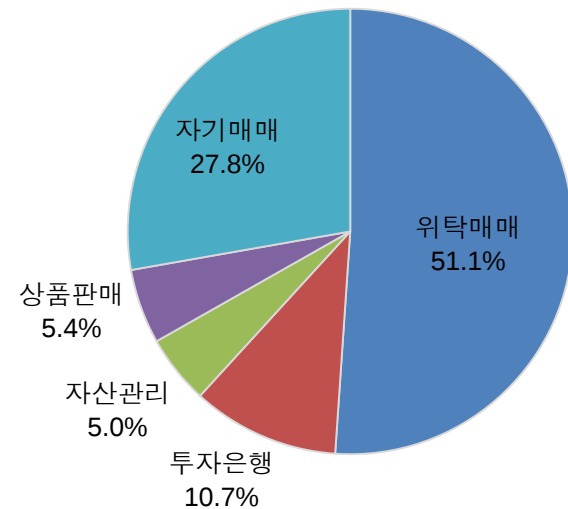
- 증권업의 자본금은 2000년대 꾸준히 증액된 반면,
- 주수익원인 위탁매매 수입이 세계금융위기 이후 정체 또는 감소

증권사 위탁매매/자기매매 수익 및 자본추이



주 : 2013년은 2013.4~2013.12 자료이므로 연율화하였음
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 금융투자협회

증권회사 수익구조 현황(FY2013)



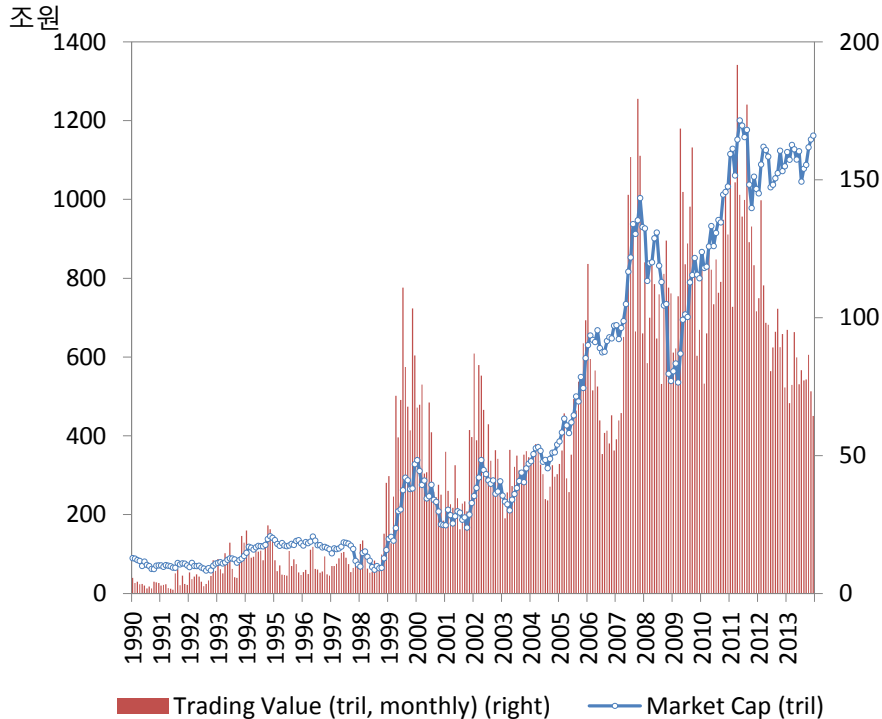
주 : 기타는 자기매매에 포함
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 금융투자협회

I. 위기의 현황

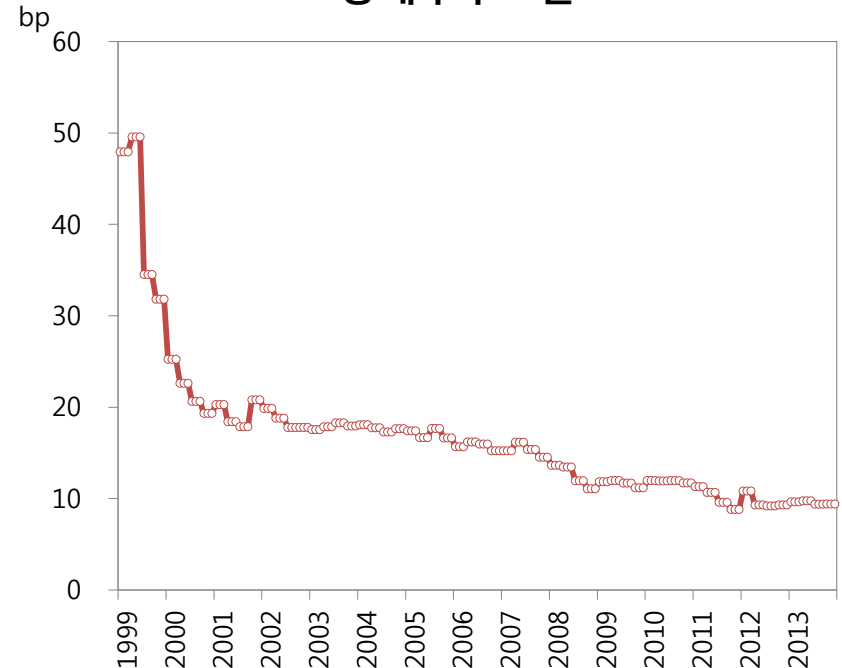
■ 위탁매매 수익의 감소는 주식시장의 거래금액 감소와 수수료율 하락에 기인

- 수수료율은 추세적으로 하락하는 가운데, 2011년 이후 거래금액마저 급감하자 위탁매매 수익이 감소

KOSPI 거래금액



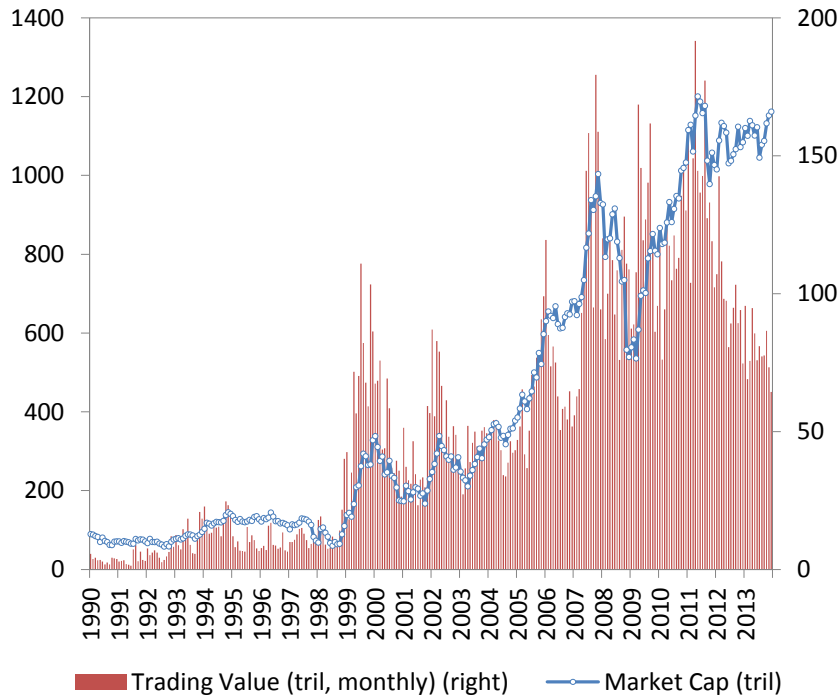
중개수수료율



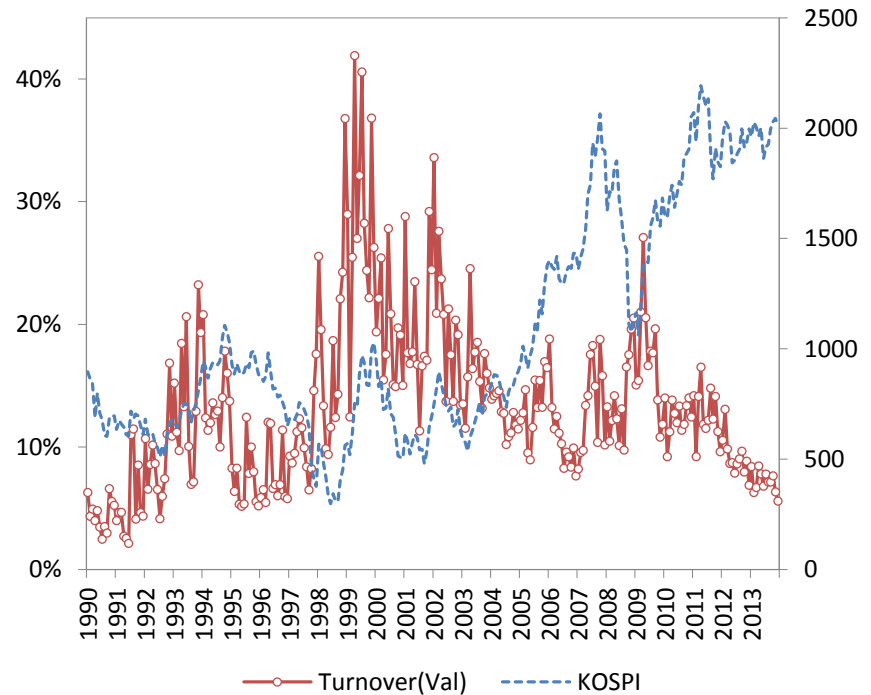
I. 위기의 현황

- 주식의 거래금액 감소는 투자자의 매매빈도(회전율) 하락에 주로 기인
 - 주가지수는 2000선에서 정체된 가운데 거래량이 회전율 하락으로 감소

KOSPI 거래금액



KOSPI 회전율

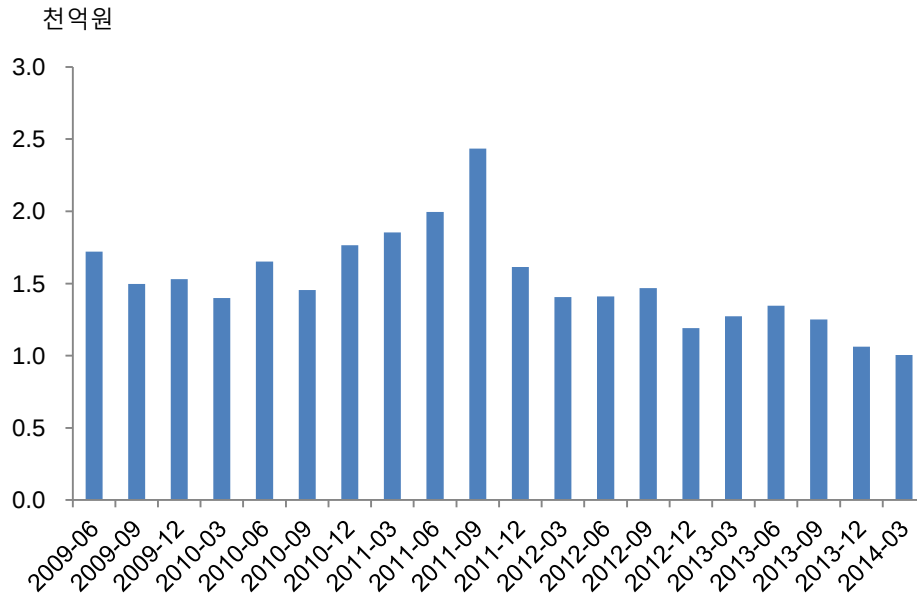


I. 위기의 현황

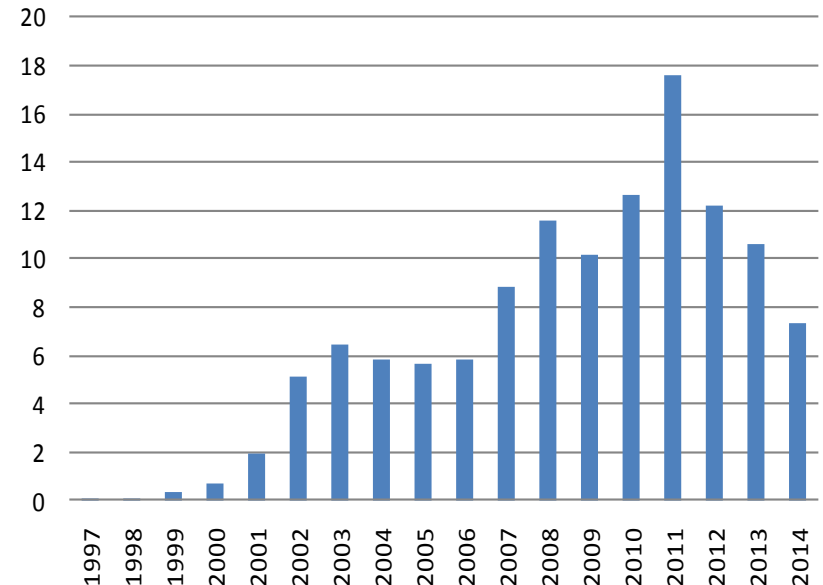
■ 최근 파생시장의 거래감소도 부분적인 위탁매매 수익 하락 요인

- 2011년 말 이후 개인투자자 보호규제 등의 영향으로 파생시장의 거래가 급격히 감소
- 연 4,000~5,000억원 내외의 수익감소는 파생거래감소에 연관된 것으로 추정

증권사의 파생상품 수수료 수익 추이



KOSP옵션 일평균 거래금액



주 : 파생상품 수수료수익은 선물, 옵션, 선도, 기타 파생상품에 대해 위탁매매 및 수수료로 받은 것임
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

I. 위기의 현황

■ 자본금의 지속적 증액은 '투자은행 업무 확대'라는 미래 비전 실현을 위해 '대형화'가 장기전략으로 추진된 결과

- 중개업 위주에서 투자은행업 확대로 산업 정체성을 전환하여야 한다는 비전 아래, 위험투자를 위한 자본금이 과소하다는 인식이 존재
- 이에 자본금 대형화가 정책적으로 독려되었고 업계도 호응

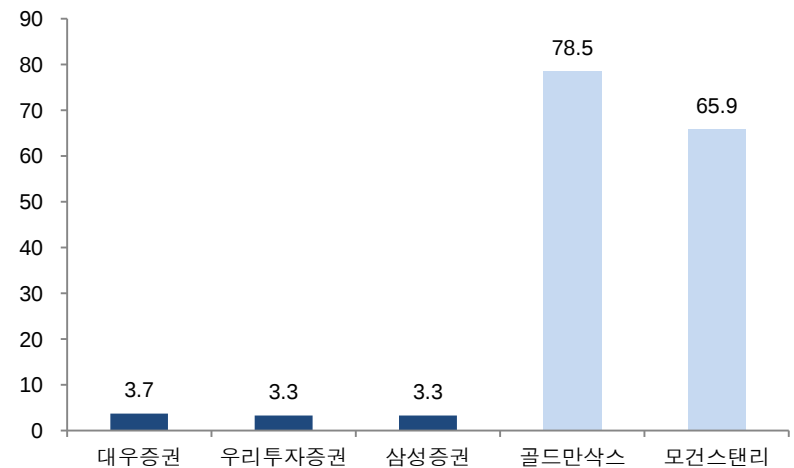
자본시장법 개정을 통한 자기자본 확충

구분	주요내용
종합금융투자사업자 개념	•기준을 충족하여 금융위원회가 지정하는 투자매매업자 또는 투자중개업자
종합금융투자사업자 지정기준	•상법에 따른 주식회사 •증권에 관한 인수업을 영위 •자기자본: 3조원 이상으로서 대통령령으로 정하는 금액 이상 •기타 위험관리 능력 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 기준
주요업무	기업 신용공여 업무(기업대출, 지급보증, 어음할인 등)

2013.5.28 신설, 8월 29일 시행

글로벌 투자은행과의 자기자본 비교

(십억달러)

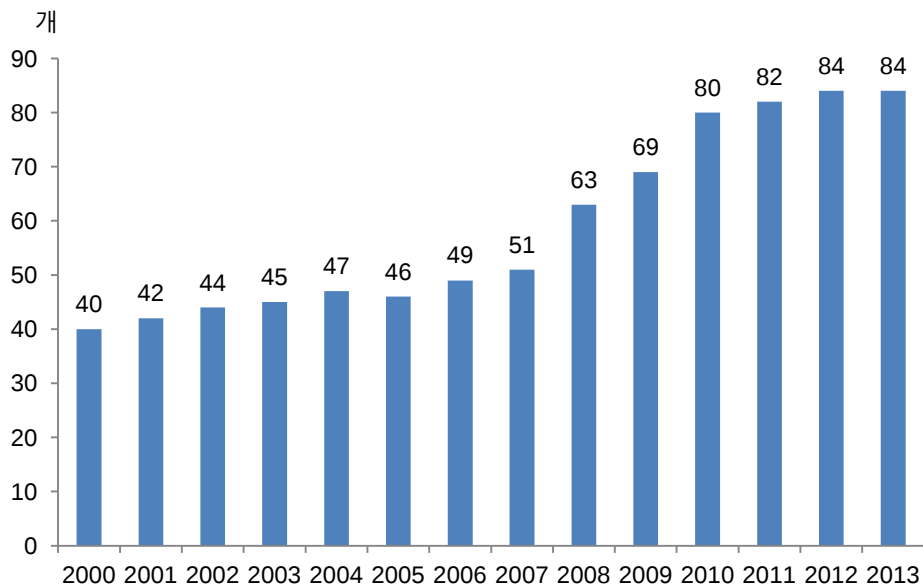


주 : 2013년 12월말 기준
자료: 각 사 사업보고서, 한국은행

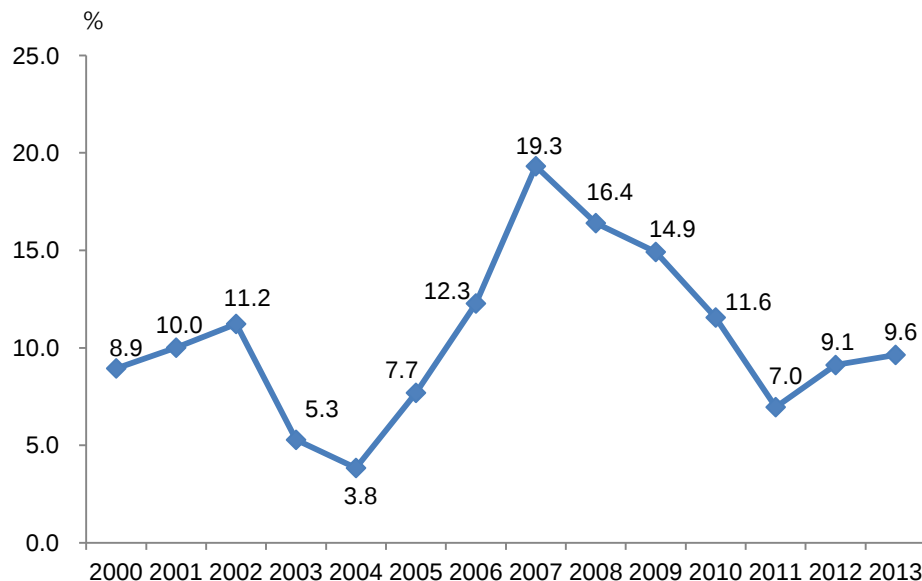
I. 위기의 현황

- 한편, 자산운용산업의 수익성은 세계금융위기 후 급락하였으나 최근 다소 회복

자산운용사 수 추이



자산운용산업 ROE 현황



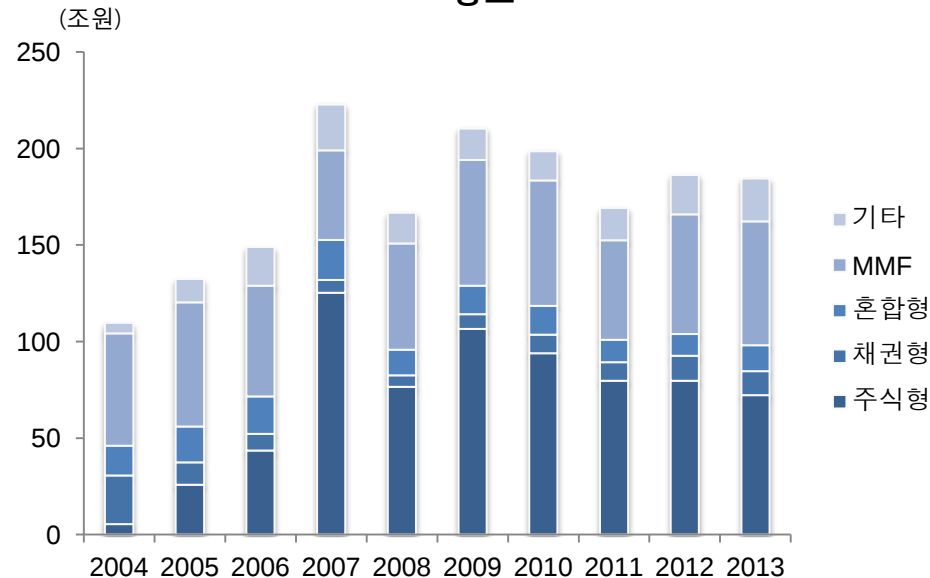
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

I. 위기의 현황

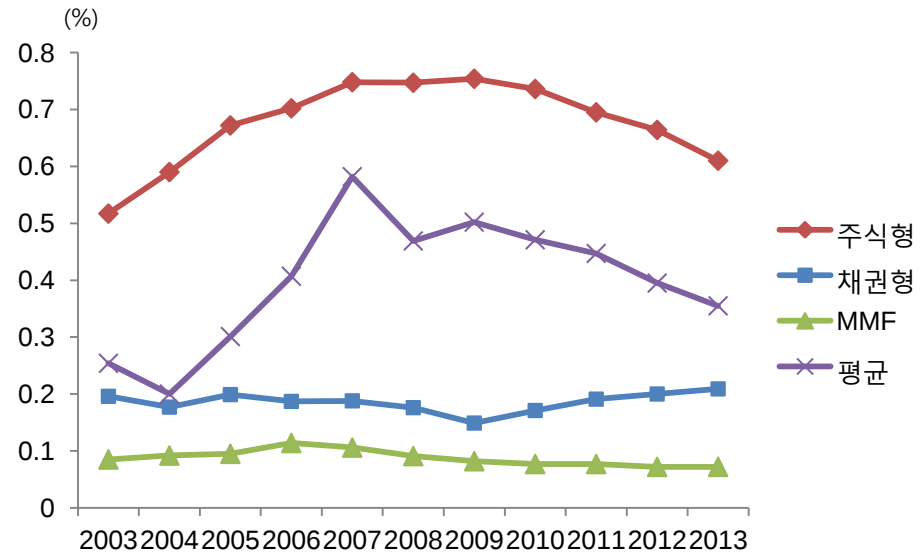
■ 개인투자자 자금의 주식형 펀드 이탈로 공모펀드 운용업의 수익성은 하락세를 지속

- 운용수수료율이 상대적으로 높은 주식형펀드 자산의 급감이 전체 공모펀드 운용수익 감소를 주도

공모



펀드유형별 운용보수

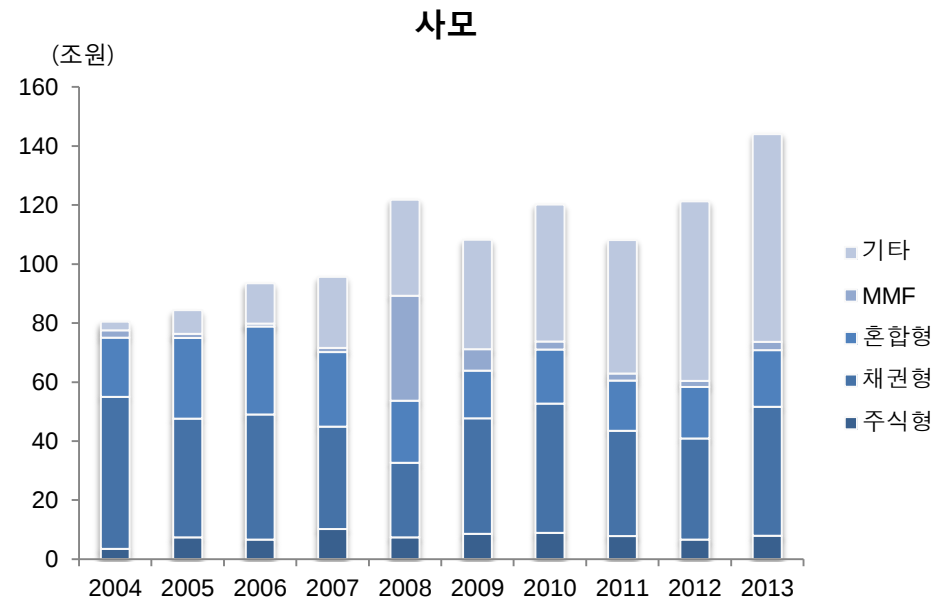
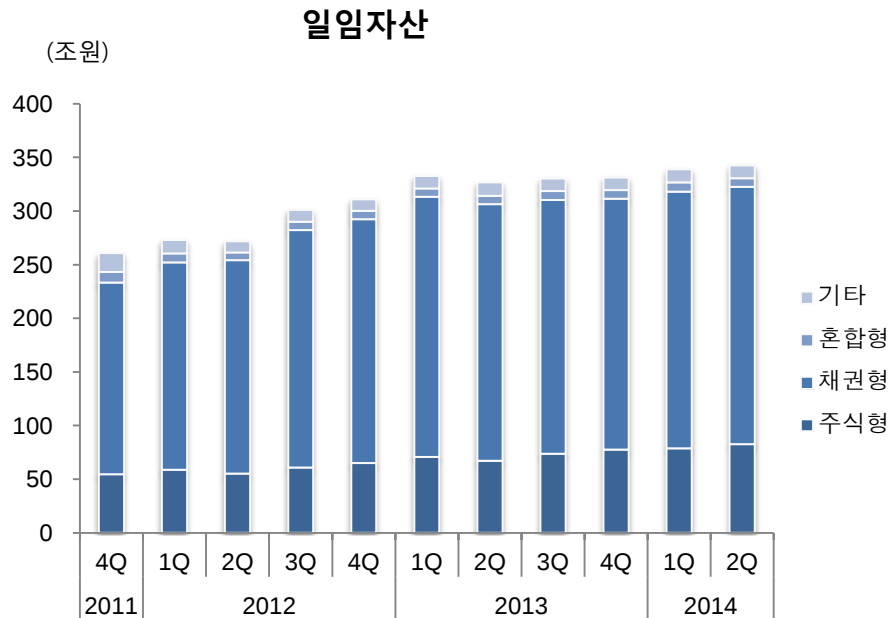


주 : 순자산총액 기준, 기타는 파생상품, 부동산, 실물, 특별자산, 재간접
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

I. 위기의 현황

■ 공모 주식형 펀드의 감소에 따른 수익성 하락효과가 사모와 일임자산의 증가에 의해 완충

- 연기금에서의 자금유입으로 사모와 일임 자산은 꾸준히 증가하며 자산운용업의 전체 수익성을 제고



주 : 순자산총액 기준, 기타는 파생상품, 부동산, 실물, 특별자산, 재간접, PEF
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

II. 위기의 원인

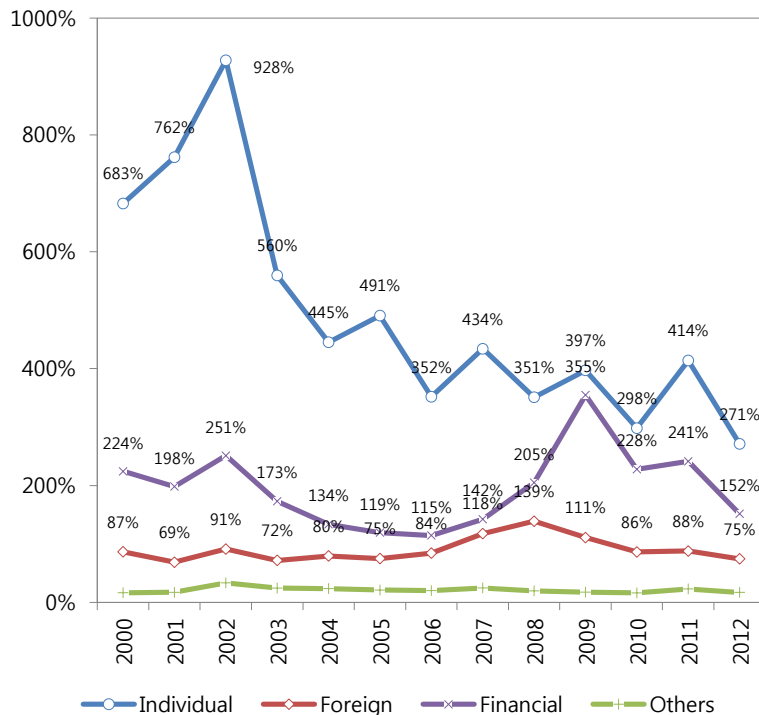


II. 위기의 원인

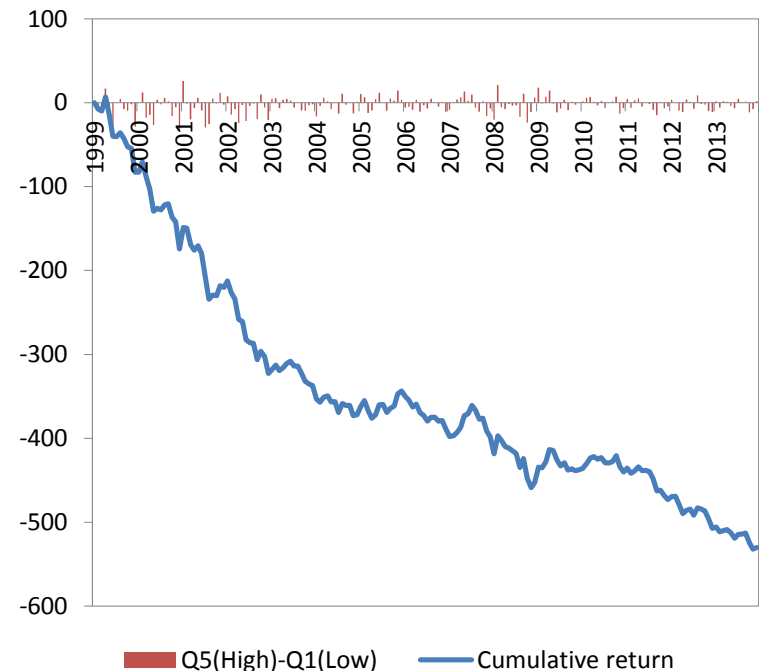
(1) 개인투자자의 행태교정

- 2000~2003년은 개인투자자의 매매과열이 가져온 '거품'기간
- 그러므로 이후 하락은 개인투자자의 비합리적 행태가 교정되는 측면이 있음.

투자자 유형별 KOSPI 회전율



개인투자자 회전율 포트폴리오 투자 성과

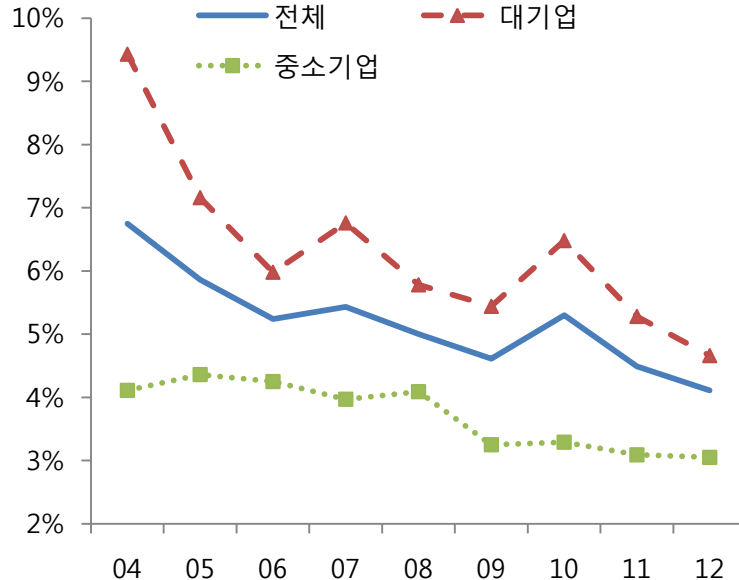


II. 위기의 원인

(2) 저성장과 기업수익성 악화

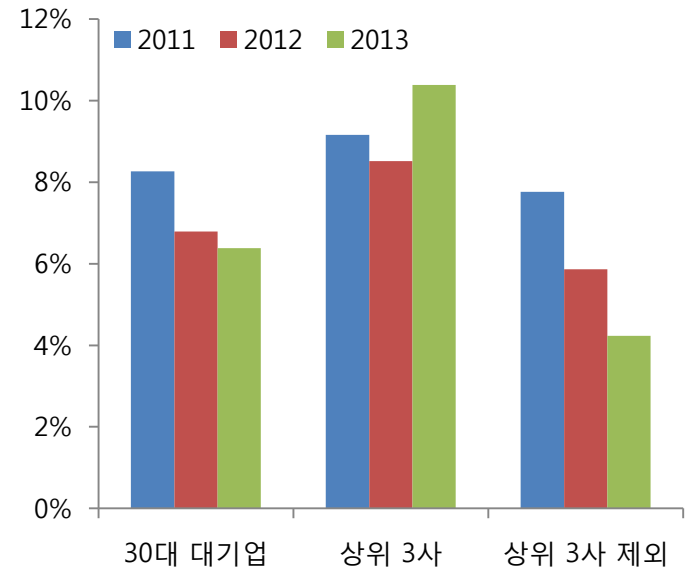
- 2004년 이후 기업의 수익성 악화가 시장침체의 근본요인
- 특히 일부 대기업 제외 전체 기업의 수익성이 악화되는 '성장기업 실종' 현상이 한국 경제의 구조적 문제점으로 대두

전체 기업의 영업이익률



자료: 한국은행, FnGuide

상장대기업의 영업이익률



II. 위기의 원인

(2) 저성장과 기업수익성 악화

- 최근 경기침체 기간에 '성장기업 실종' 현상이 심화되면서, 기업의 신규상장과 가계의 직간접 주식시장 투자가 모두 감소

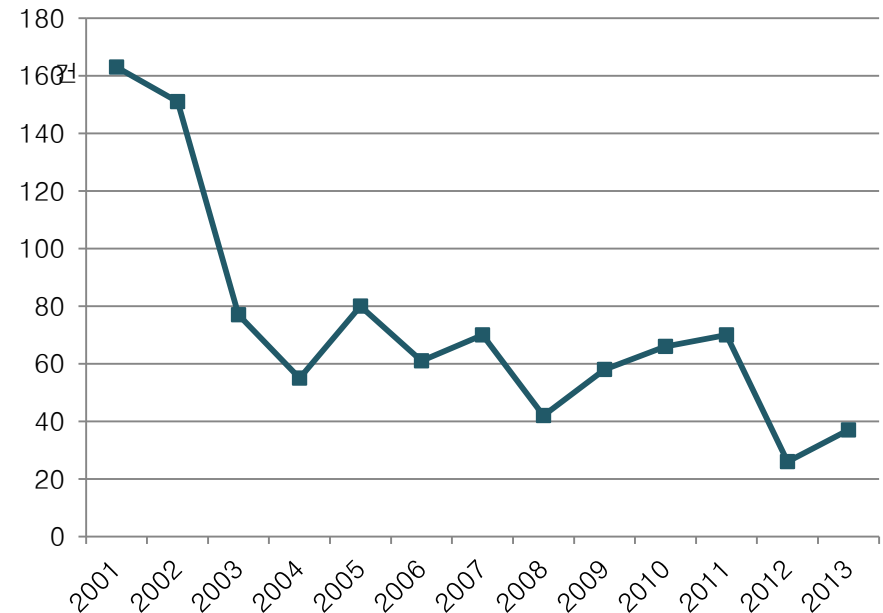
가계의 금융자산 보유 구성

Type	2007	2008	2009	2010	2011	차이 2011- 2007
Financial asset	100 %	100%	100%	100%	100%	-
Deposit	55.7%	56.4%	56.7%	58.9%	62.0%	6.3%
Bond	0.6%	0.2%	0.5%	0.7%	0.7%	0.1%
Equity	12.4%	10.9%	11.5%	11.1%	9.6%	-2.8%
Fund	12.8%	11.9%	9.6%	7.6%	7.4%	-5.4%
Etc.	18.5%	20.5%	21.7%	21.8%	20.4%	1.9%

Source: 김재철(2014)

Note: 저축성 보험, 연금성 보험/저축/펀드는 기타금융자산(Etc)에 포함

신규상장 추이



주: 금융업종, SPAC, 외국기업 제외

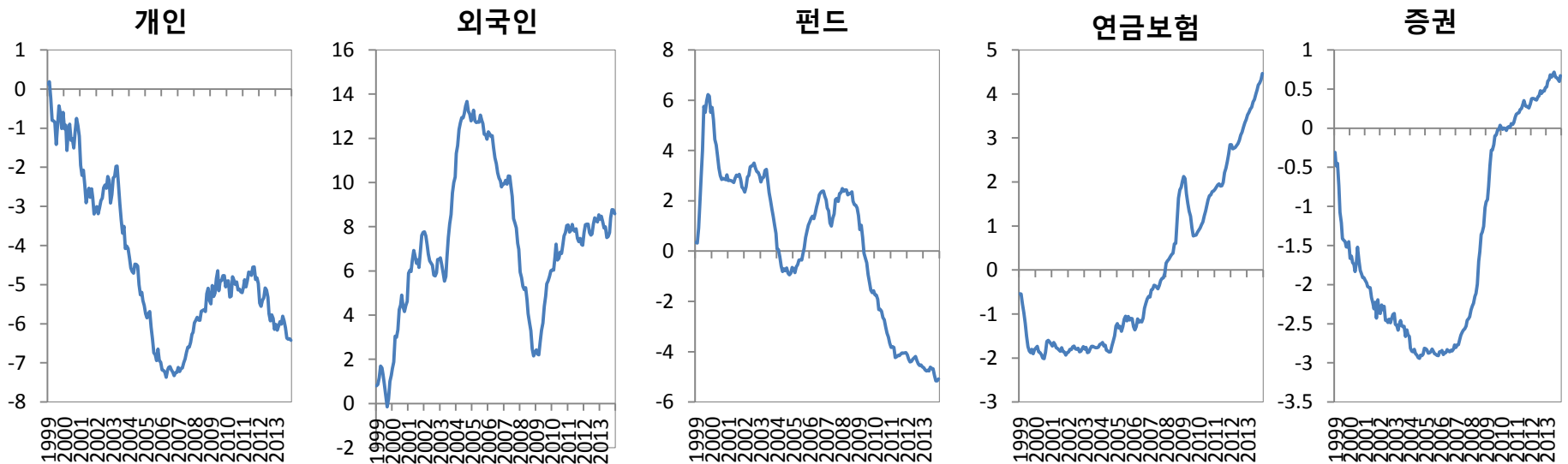
자료: 금융감독원, KRX

II. 위기의 원인

(3) 고령화로 인한 연기금 성장

- 자금이탈로 단기매매성향인 펀드의 주식시장 비중이 하락하는 반면, 고령화로 연기금과 보험의 비중은 꾸준히 상승
- 장기투자성향인 연기금등의 비중상승은 위탁매매 수수료 감소로 일단은 증권업 수익성에 대해 감소요인으로 작용
- 반면, 자산운용업에 대해서는 위탁운용 자금의 증대로 수익성 상승 요인

투자자 유형별 주식 보유비중 추이



II. 위기의 원인

(4) 비전의 혼란과 위기의 구조화 조짐

- 세계금융위기 이전 “투자은행 업무 확대, 국제화” 및 “포괄주의 규제전환, 자유화”가 금융투자업과 정책패러다임의 미래 비전 → **위기 이후 기존 비전이 명시적으로 폐기된 것은 아니나 사회적 공감대와 정책동력을 상실**
- 정책당국
 - 금융소비자보호와 자본시장의 시스템위험 관리가 글로벌 규제개혁의 새로운 화두로 등장하며 포괄주의 규제전환(2007년 자통법), 자본시장 자율관리 제고(2003년 거래소 주식회사 전환), 원화국제화(2000년 4단계 외환거래화 정책) 등의 주요 탈규제 정책 어젠다가 동력을 상실
- 투자자와 사회여론
 - 외부적으로는 세계금융위기로 인한 금융투자업의 전체적인 신인도 하락, 국내적으로는 일련의 금융사고(동양사태 등)로 신인도 하락이 가속
 - ELW사건 등이 시사하듯이 업계에 대한 사회의 부정적 시각 확산
- 업계
 - 수익성 악화가 미래 비전에 대한 사회적 합의 약화, 업계에 대한 사회의 부정적 시각 확산과 결합되면서, ‘출구없는 위기’ 가능성에 대한 불안감 증폭
 - 기존 우수인력의 업계 이탈현상, 신규 우수인력의 기피 현상 발생

→ **위기의 재생산/악순환 조짐**

III. 현 상황의 인식



III. 현 상황의 인식

■ 기존 자본시장의 패러다임과 금융투자업의 사업모델은 한계에 봉착

■ 기존 자본시장 패러다임

- 1970년대 “개발국가(developmental state)” 체제아래 탄생
 - 정부의 직접적인 개입과 통제 (기업공개촉진법 등)
 - 기업에 대한 적극적인 산업자금 공급
 - 규제시장(거래소 등) 중심 시장운영
 - 세분된 업무범위 규제(증권업, 선물업, 자산운용업, 사모펀드 원칙적 금지)
 - 통화통제(강한 외환거래와 업무 규제)
- 외환위기 이후 시장개방, 법제정비(자본시장 통합법 등)가 있었지만, 개발국가 체제의 기본 속성은 유지

■ 기존 금융투자업 사업모델

- 주요 수익원: 국내상장주식 대상 중개 업무
- 중간 수익원: 국내회사채 대상 자기매매 업무
- 보조 수익원: 국내주식과 회사채 발행 인수 업무

III. 현 상황의 인식

■ 기존 시장패러다임의 개혁 당위성이 다시 한번 확인될 필요

금융산업 관점

- ① 구조전환이 없으면 자본시장과 금융투자산업이 현재 규모를 유지하는 것도 어려울 전망

국민경제적 관점

한국경제가 직면한 근본적인 환경변화에 대응하기 위해서는 자본시장과 금융투자업의 구조적 전환이 필요

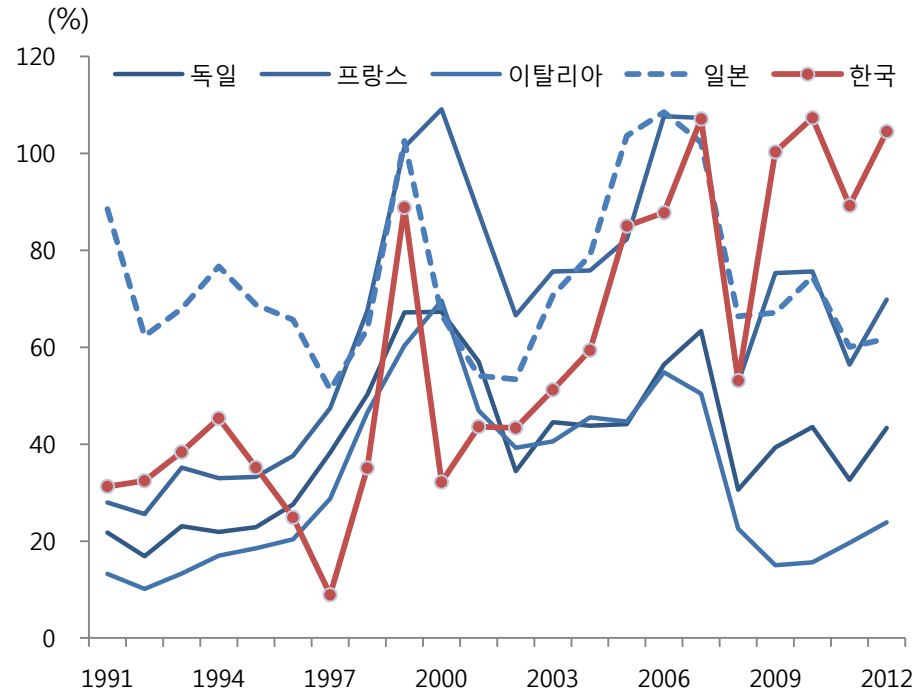
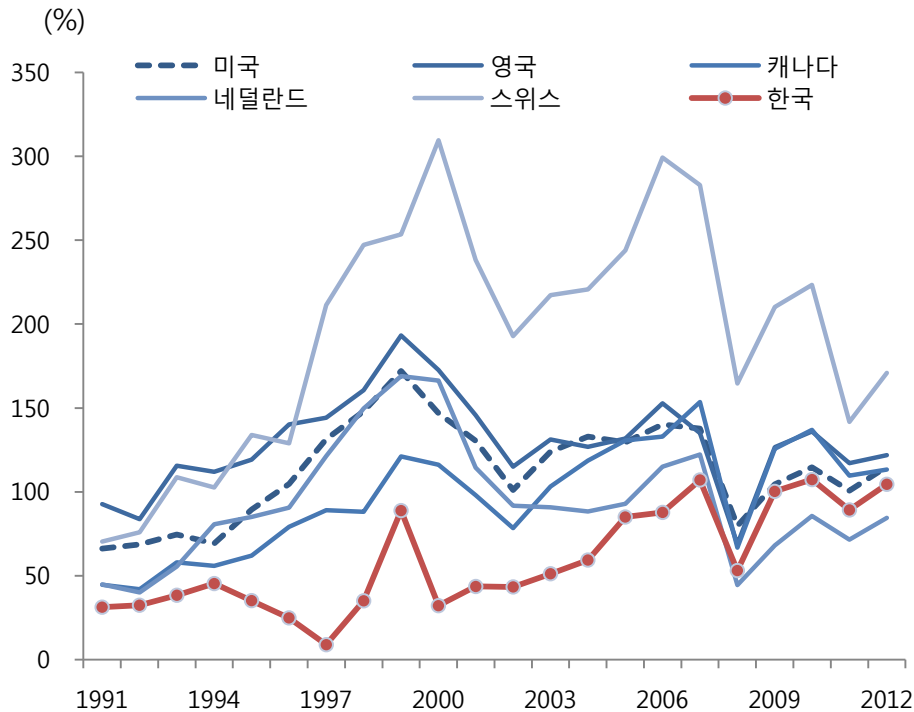
- ② 고령화 대응: 고령화 대비 노후소득안정화를 위해서는 자본시장의 한단계 도약이 필요
- ③ 저성장/기업수익성 약화대응: 현재 한국경제가 봉착한 저성장, 보다 심각한 저수익성 극복에 요구되는 성장기업 발굴과 구조조정 등 모험자본 및 위험투자의 활성화를 위해 자본시장의 역할확대와 기능 제고가 필요

III. 현 상황의 인식

■ 한국 자본시장은 기존 개입주의 시장패러다임 아래 달성 가능한 양적 성장의 한계에 도달한 상황

— 한국 주식시장 규모는 자유주의형 선진국에는 미치지 못하지만, 개입주의형 선진국의 시장규모는 이미 넘어선 수준

국가별 GDP 대비 주식시장 비중 추이



주 : 시가총액/GDP × 100

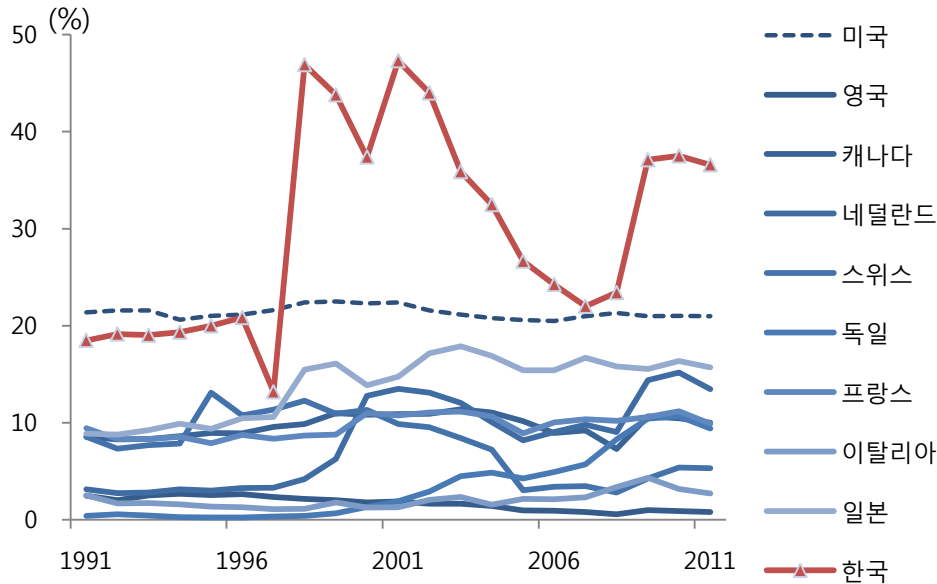
자료: World Bank

III. 현 상황의 인식

■ 한국 자본시장은 기존 개입주의 시장패러다임 아래 달성 가능한 양적 성장의 한계에 도달한 상황

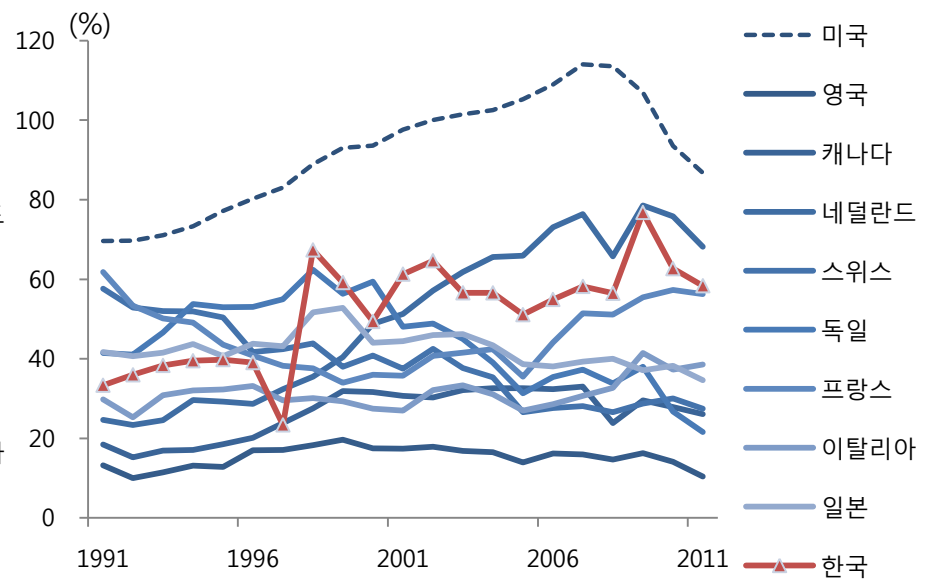
- 한국의 회사채 시장은 적극적인 산업자본 공급 정책의 결과 외형으로는 이미 모든 선진국의 시장규모를 넘어선 상황

GDP 대비 회사채 비중 추이



주 : domestic debt 기준
회사채 발행잔액/GDP × 100
자료: BIS, World Bank

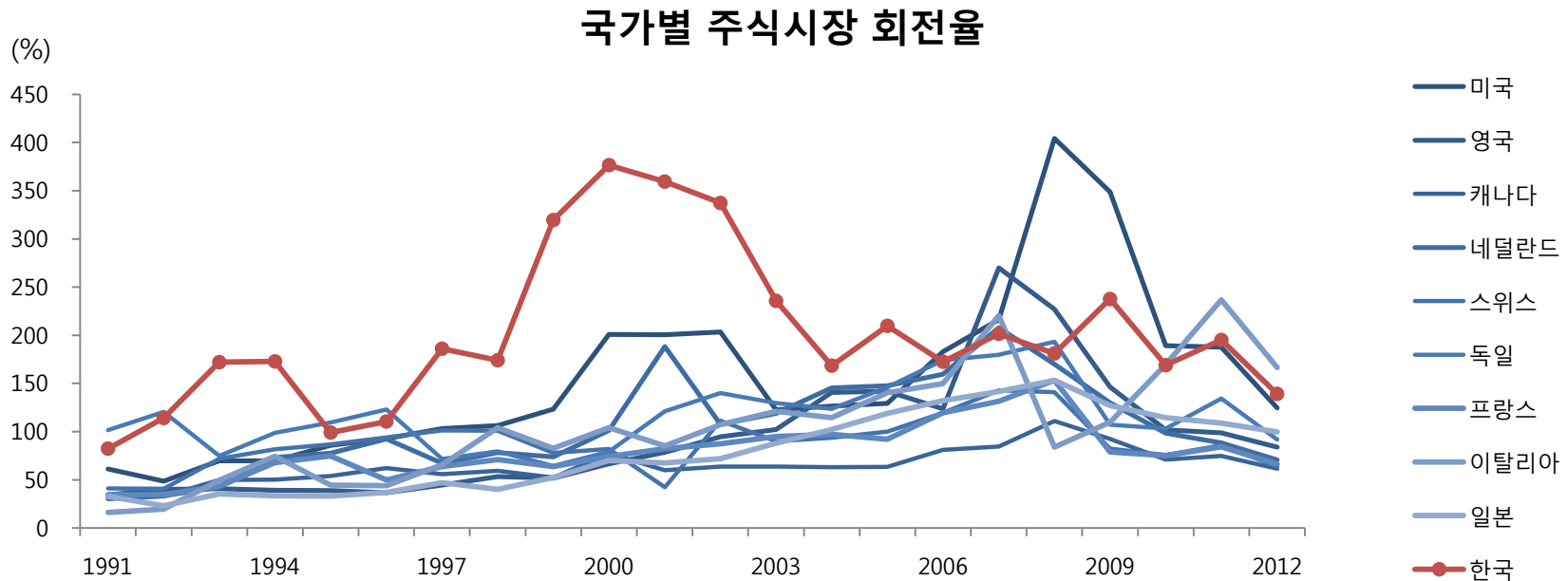
GDP 대비 사채(금융채+회사채) 비중 추이



주 : domestic debt 기준
[금융채 발행잔액 + 회사채 발행잔액]/GDP × 100
자료: BIS, World Bank

III. 현 상황의 인식

- 시장의 양적 성장이 한계에 도달한 가운데, 한국 특유의 개인투자자 매매행태에 의존하여 확대되어 왔던 주식거래규모가 최근 한계에 도달
 - 개인투자자 행태 교정에도 불구하고 고빈도거래자(HFT)가 활성화되어 있는 미국 시장을 제외하면 여전히 국제비교 상 회전율이 높은 수준 (추가하락의 여지도 존재함을 시사)



주 : 총거래대금/평균시가총액 × 100
자료: World Bank

III. 현 상황의 인식

■ 시장의 양적 성장이 한계에 도달한 가운데, 현 상태 금융투자업의 수수료율(가격)이 상승할 여지는 적어 보임

- 위탁매매 수수료율의 하락은 IT기술 발전을 반영한 세계적인 추세
- 인수수수료율의 경우 한국 시장의 수수료율은 글로벌IB가 지배하는 미국 시장보다는 낮지만 일본 등 개입주의형 선진국의 수수료율과는 유사

IPO 인수 수수료율

	미국	캐나다	일본	한국
2012	5.7%	5.6%	3.7%	3.33%
2013	6.1%	5.6%	3.8%	3.32%
건수	480	300	112	69

회사채 인수 수수료율

	미국	캐나다	영국	프랑스	독일	일본	한국
2012	0.57%	0.60%	0.37%	0.34%	0.33%	0.27%	0.22%
2013	0.55%	0.52%	0.34%	0.22%	0.30%	0.26%	0.20%
건수	823	78	21	31	83	142	

자료: Bloomberg

IV. 대응방향

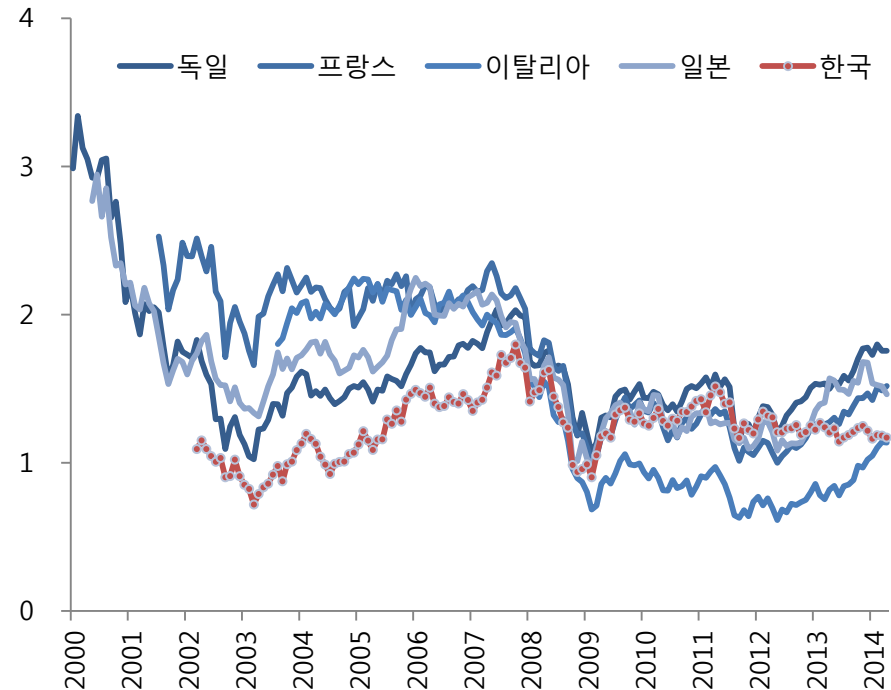
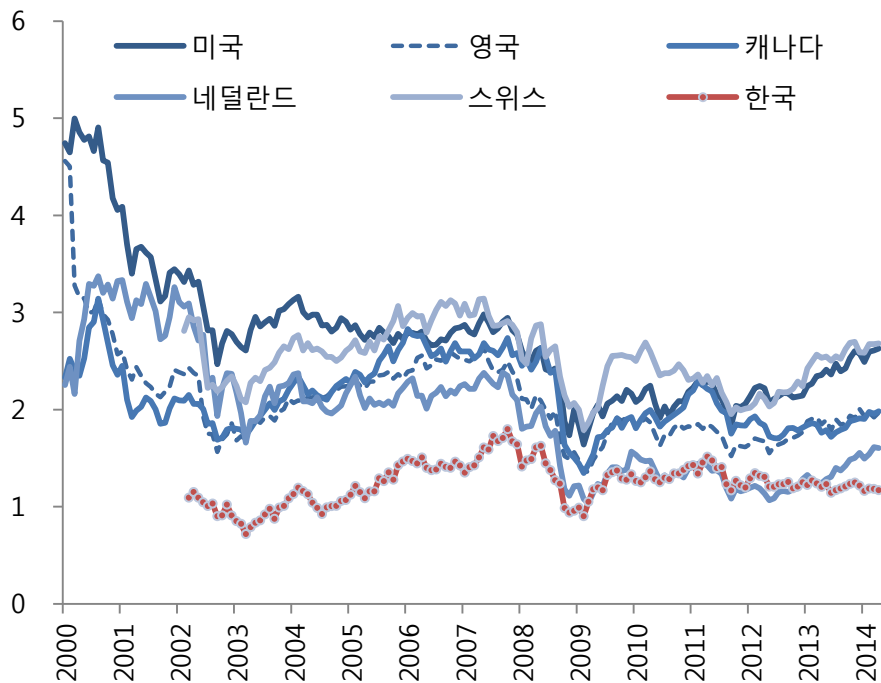


대응방향 (1): 시장의 질 제고

■ 양적 성장이 한계에 도달한 기존 주식시장의 '질'을 제고: "양에서 질로"

- 한국 주식시장은 질적 평가지표(valuation) 측면에서는 글로벌금융위기 기간을 제외하면 대체로 모든 유형의 선진국에 비해 열위 (개선여지가 많음을 시사)

국가별 주가-순자산비율(PBR) 추이



대응방향 [2]: 시장 개념의 전환

- 상장주식에서 비상장주식으로 금융투자업의 대상 시장을 확대: “상장에서 비상장까지”
 - 상장주식에 국한되어 있는 금융투자업의 대상 시장을 모든 주식으로 확대
 - 증권업과 거래소회원이 동일체인 개발국가형 증권업 개념의 탈피를 의미

증권업자와 거래소 회원: 미국과 한국

	증권업자	거래소회원
미국	4,137 (FINRA 회원)	197 (NYSE 회원)
한국	62	62

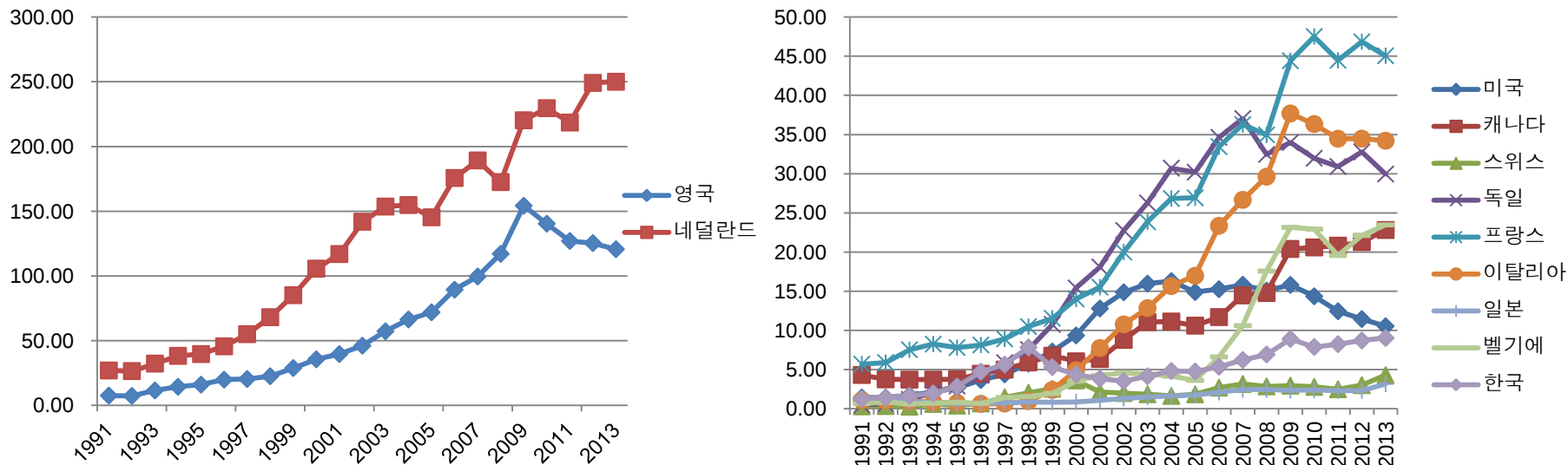
자료: FINRA, NYSE, KRX, 금융감독원

대응방향 [3]: 시장의 외연 확대

■ 시장의 지리적 외연을 확장: “국내시장에서 국제시장까지”

- 현재 한국 금융업의 국제시장 참가는 여전히 국책은행과 대형은행의 외화조달에 국한되어 있음
- 결제통화(미국), 국제금융허브(영국, 네덜란드, 스위스), 시장통합(독일, 프랑스, 이탈리아) 등의 경로로 21세기 국제화가 급속히 진전된 선진국과 대조

International Debt : GDP 대비 금융채 비중 추이



대응방향 [3]: 시장의 외연 확대

■ 그 결과 한국 증권업의 수익원은 국내시장에 국한되어 있음.

- 미국 증권업계가 Mayday reform으로 중개수수료 수입의 추세적 하락에 직면하기 직전인 1972년, Merrill Lynch 는 이미 48개의 해외사무소를 운영
- 국제화가 상대적으로 미흡한 일본 증권업계도 1990년 거품붕괴와 고령화로 중개수수료 수입의 추세적 하락에 직면하였을 때, 노무라는 23개국에 51개의 해외사무소를 운영

대형 증권사 수익의 대내외 구성

	국내	해외
삼성증권	99.6%	0.4%
KDB대우증권	95.9%	4.1%
한국투자증권	99.6%	0.4%
현대증권	98.9%	1.1%
우리투자증권	99.0%	1.0%

주 : 삼성증권(2012년 기준, 법인세비용차감전 순이익), 대우증권(영업수익), 한국투자증권(총수익)

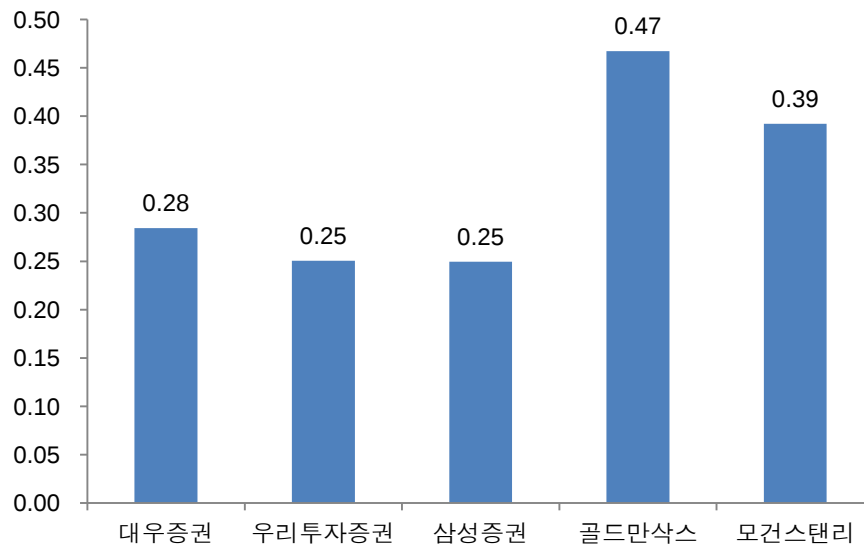
현대증권(영업수익), 우리투자증권(이자수익 및 비이자수익)

대응방향 [3]: 시장의 외연 확대

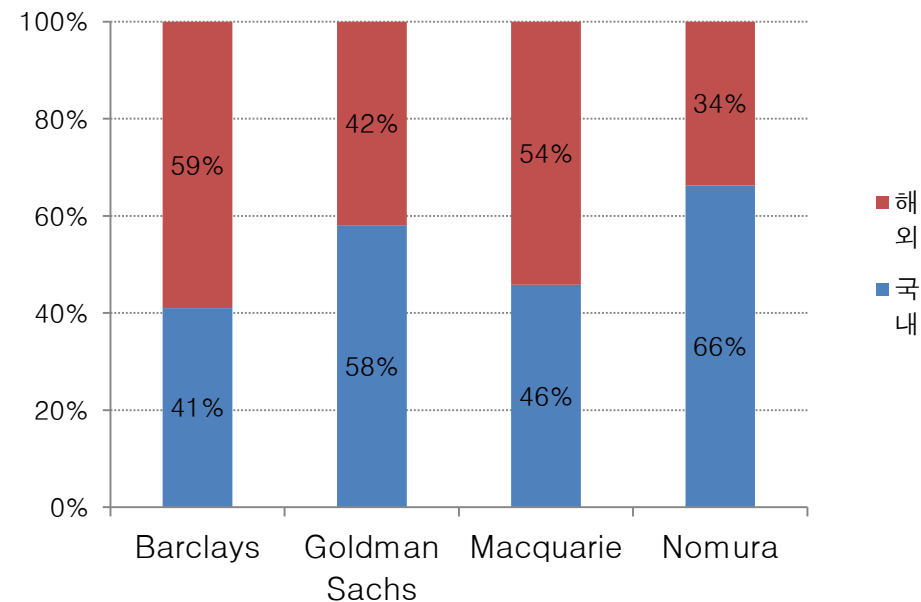
■ 해외수익의 확대가 없을 경우 한국 증권업은 만성적인 저수익성 문제에 직면할 위험이 있음

- GDP대비 대형증권사 자본금 규모는 미국IB의 60%수준
- 미국IB의 국내수익비중이 60%내외임을 감안하면, 자본금 대비 적정 국내수익은 한계에 와있을 가능성

GDP 대비 자기자본



주요 IB의 해외사업 수익 비중(2013)

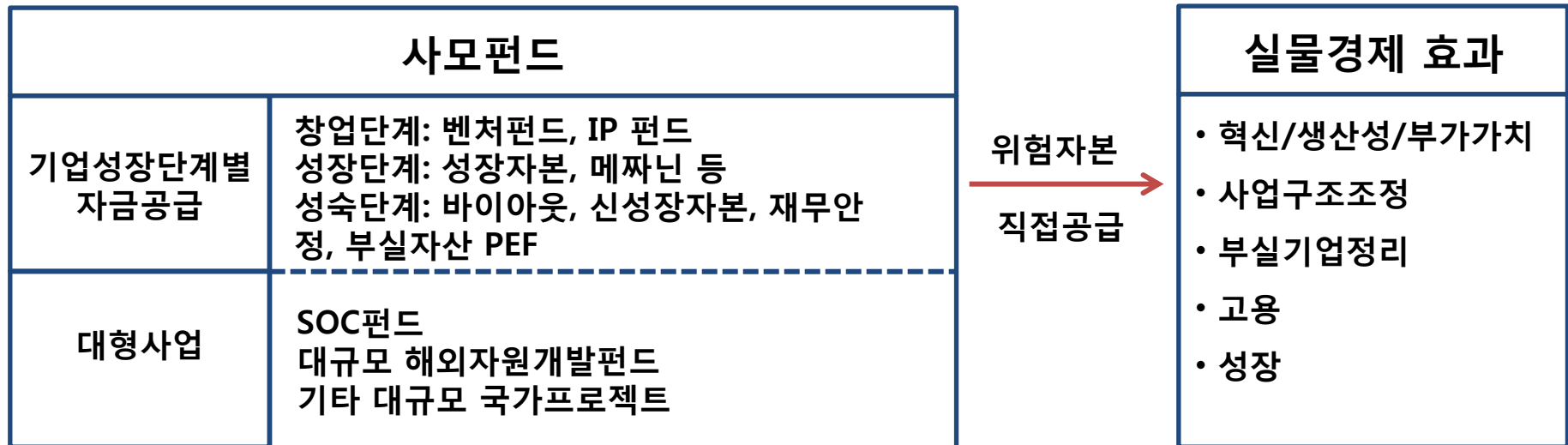


주 : Barclays(Total income), Goldman Sachs(Net revenue), Macquarie Group(Revenue), Nomura(2009년 기준, Income before corporate tax)

대응방향 [4]: 시장의 구조 심화

■ 공모 위주 자본시장 자금중개기구를 사모로 확대: “공모에서 사모로”

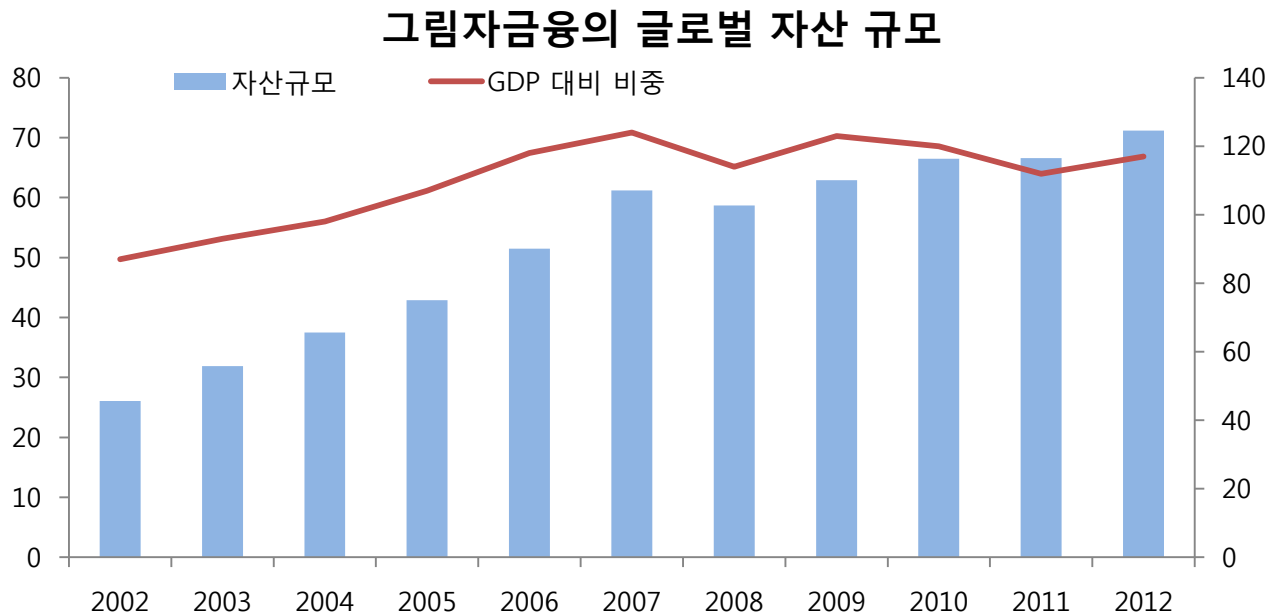
- 소극적 경영개입, 표준적 자산투자에 국한된 공모펀드에서 경영참여를 통한 적극적 부가가치 창출을 추구하는 PEF로 자본시장 자금중개기구의 축이 이동하고 있는 것이 세계적 추세
- Informed investor와 professional manager가 신생기업, 혁신기술, 부실기업 투자에 따른 정보비대칭문제를 효과적으로 완화
 - LP(적격투자자) → GP(운용전문가) → 투자대상기업



대응방향 (5): 금융투자업의 행태전환

■ 중개업무 위주에서 투자업무로 수익원을 다변화: “위험중개에서 위험투자자”

- 자통법 제정 무렵 망아로 시작되었던 PI가 세계금융위기의 충격으로 거의 업계에서 사라진 상태
- 오히려 그림자금융의 역할이 상승하고 있는 선진국과는 대조적



주 : 20개국(아시아태평양 8, 라틴아메리카 4, 북미 2, 유럽 및 중앙아시아 4, 중동 및 아프리카 2) 및 유로지역. 아시아태평양은 호주, 중국, 홍콩, 인도네시아, 일본, 한국, 싱가포르, 인도.

자료: FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013

▣ “시장환경을 획기적으로 개선하고 금융투자업자는 행태를 전환한다”

▣ 시장환경 개선

- 시장의 질 제고
- 시장의 개념 전환: 비상장 포괄
- 시장의 외연 확대: 국제화
- 시장의 구조 심화: 사모투자기구 활성화

▣ 금융투자업자 행태전환

- 위험투자 확대

감사합니다.