

국내 증권사의 대형화에 따른 변화와 시사점*

연구위원 장정모

올해 초 증권산업의 자산규모는 411조원으로 지난 5년간 52.1%의 성장세를 보였고, 이는 중소형 증권사에 비해 대형 증권사가 상대적으로 급성장한데 따른 것이다. 하지만 대형화에 성공한 이들 증권사들의 자금조달 구조와 수익구조는 중소형사와 크게 달라지지 않았다. 제도 도입 초기단계이어서 상이한 유인체계 및 수익구조 차별화가 아직 보이지 않았을 수 있다. 반면, 증권산업의 경쟁도 추이에서는 대형화의 영향이 보다 명확히 나타나고 있다. 대부분의 수익부문에서 집중도는 글로벌 금융위기 직전부터 꾸준히 감소하다가 2013년을 기점으로 빠르게 증가하였다. 이러한 상황에서 소형사의 입지가 앞으로 더욱 어려워질 가능성이 높다. 소형사의 장점을 극대화하기 위해 특화전략이 필요할 것이며, 니치마켓의 경우 소형사가 소비자에게 적절한 상품을 공급할 역할이 있다는 장점도 고려되어야 한다. 바람직한 증권산업의 발전을 위해 소형사의 장기적인 생존전략이 무엇이 되어야 할지 고민할 필요가 있다.

2018년 상반기 국내 55개 증권사들의 당기순이익은 2조 6,978억원으로 2007년 이후 역대 최고치를 기록하였다. 지난 수년간의 자본 확충에도 불구하고 수익성이 높아지지 않아 전체 ROE가 지속적으로 낮았던 증권업계의 고민을 감안하면 긍정적인 소식이다.¹⁾ 다만, 대형사와 중소형사 간 규모 격차가 확대되면서 이러한 수익성 증가가 대형사에게 편중되지 않을까 하는 우려도 나오고 있다. 본고에서는 증권사 간 규모 차이가 지난 십여년간 어떻게 변해왔는지를 살펴보고자 한다. 이에 따라 수익구조 및 부문별 경쟁도도 크게 달라졌는지를 함께 확인하고자 한다.

대형사와 중소형사간 규모 비교

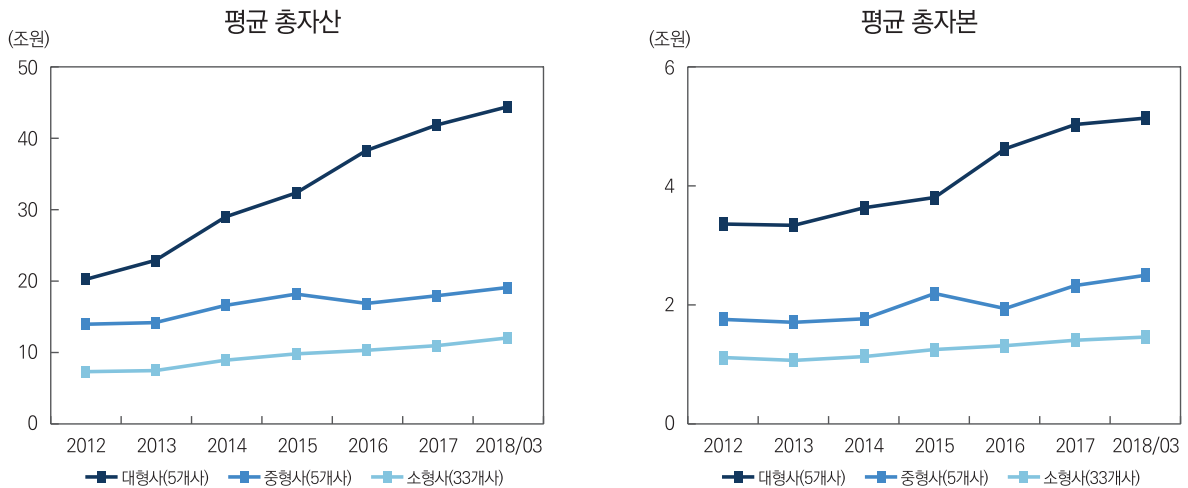
증권산업의 자산규모는 2018년 3월 기준 411조원으로 2013년 3월 이후 5년간 52.1%의 성장세를 보였다. 은행산업(일반은행, 특수은행, 외은지점)의 총자산이 동기간 34.2%(2,249조원 → 3,019조원), 보험산업(생명보험과 손해보험)의 경우 44.9%(768조원 → 1,113조원) 증가한데 비해 비교적 빠른 속도이다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 증권산업 전체의 ROE에 대한 보다 자세한 분석은 “최근 10년간 국내 증권업의 수익성 결정요인의 변화 분석”(이석훈, 자본시장포커스 2018-12호) 참고

이와 같은 배경에는 대형 증권사의 급성장이 있다. 2018년 3월 기준 대형사의 평균 총자산은 44조 3,600억원으로 중형사(19조 200억원)의 2.3배에 달하는 수준이며, 대형사의 총자본(5조 1,522억원)도 중형사(2조 5,087억원)의 2배를 넘어섰다.²⁾ 글로벌 금융위기 이후에도 최근까지 대형사와 중형사 간 차이가 크지 않았다는 점을 염두에 둔다면 이는 상당히 큰 변화로 볼 수 있다. 실제로 2012년말 기준 대형사의 평균 총자산은 20조 1,600억원으로 중형사(13조 8,900억원)의 1.45배에 불과하였으며, 총자본의 경우에도 대형사(3조 3,698억원)가 중형사(1조 7,669억원)의 2배에도 미치지 못하였다. 최근까지 완만하던 대형사와 중소형사의 격차가 2015년 이후 확대된 양상은 아래 그림에서도 확인할 수 있다.

〈그림 1〉 국내 증권사 규모별 총자산 및 총자본 추이



주 : 대형사와 중형사는 연도별 기준 각각 5개사. 소형사의 경우 2017년말 기준 영업 중인 33개사를 대상으로 하였으며, 외국계 지점은 제외

자료: 금융통계시스템, 자본시장연구원

이러한 대형사와 중소형사 간 격차는 지난 수년간 추진해온 대형사 위주 정책의 결과로 판단된다. 금융당국은 2000년대 중반 이후 국내 증권산업에서 대형증권사를 육성하기 위한 정책을 꾸준히 추진해 왔다. 하지만 가시적인 결과는 최근에서야 나타나기 시작했는데, 시발점이 된 정책이 2013년 도입된 종합금융투자사업자 제도이다. 구체적으로는, 자기자본 3조원 이상인 증권사에 대해 프라임브로커 등 신규업무를 허용하였으며, 2016년 8월부터는 자기자본 4조원 이상인 경우 단기금융업무를 인가받을 수 있게 되었다. 새로운 자금조달원을 통해 신규업무를 영위할 수 있게 되자 기존 대형증권사들이 자발적 M&A 등을 통해 대형화를 적극적으로 추진하게 된 것이다.

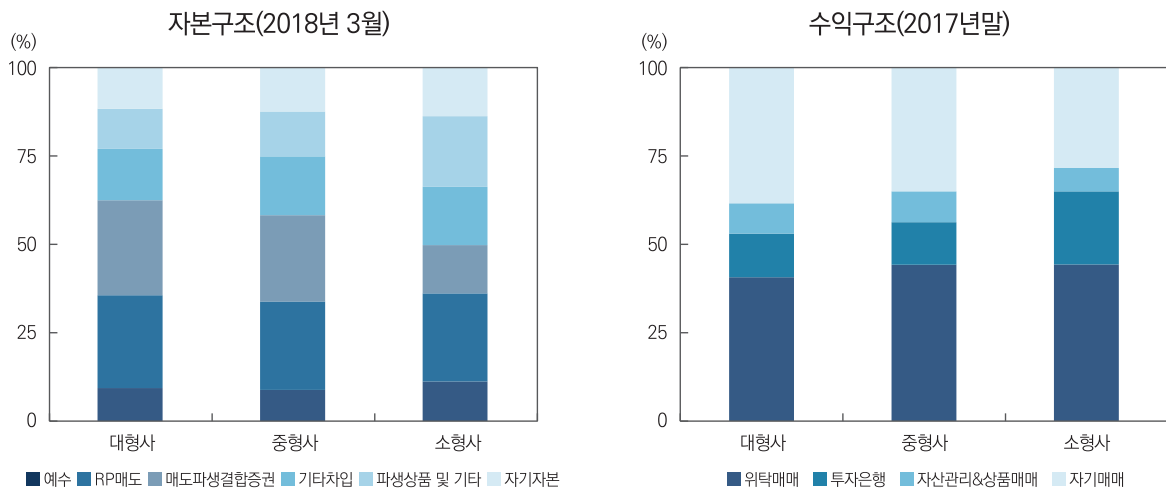
2) 2017년말 기준 영업 중인 소형사 33개사(외국계 지점 제외)를 대상으로 한 경우 2018년 3월 소형사의 평균 총자산(총자본)은 11조 9,696억원(1조 4,721억원)이다.

자금조달 및 수익구조의 비교

그렇다면 대형화에 성공하면서 이들 증권사들의 자금조달 구조와 수익구조는 중소형사와 얼마나 달라졌을까. 먼저 부채의존도를 나타내는 자금조달 구조를 보면 규모별로 큰 차이가 없어 보인다. 소형사의 자기자본비율이 13.8%로 중형사(12.5%)나 대형사(11.6%)에 비해 높게 나타났으나, 자산대비 총부채 비율은 모두 80%대 후반대로 비교적 높은 편이다. 단, RP매도와 매도파생결합증권으로 대표되는 시장성자금조달이 총부채에서 차지하는 비중이 대형사(53.1%)와 중형사(49.4%)에 비해 소형사(38.6%)가 다소 낮았다.³⁾ 또한, 자산별 각 구성요소의 비중을 보면 현금 및 예치금이 15% 안팎, 증권이 약 60%를 차지하고 있으며, 파생상품 및 기타가 20% 내외이다. 이 역시 증권사 규모와 관계없이 비슷한 것으로 보인다.

수익구조의 경우에도 일부 비중에서 차이가 있긴 하지만 투자은행 및 자산관리의 비중이 낮은 것은 동일하게 나타난다. 먼저 증권사 규모와 관계없이 위탁매매의 비중이 40% 안팎으로 가장 높다. 반면, 대형사와 중형사가 자기매매(38.4%, 35.0%)의 비중이 상대적으로 높으며, 소형사의 경우 투자은행 수익비중(20.7%)이 중대형사(12%대)에 비해 높았다.⁴⁾

〈그림 2〉 국내 증권사 규모별 자본구조 및 수익구조



주 : 대형사와 중형사는 총자산 기준 각각 5개사. 소형사의 경우 외국계 지점 제외.
 자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

국내 증권사 자산 규모의 차이에도 불구하고 자금조달 및 수익구조가 규모별로 큰 차이가 나지 않는 데에는 증권사가 규모에 관계없이 종합증권사 모델을 추구하고 있기 때문이다. 2017년 기준 국내

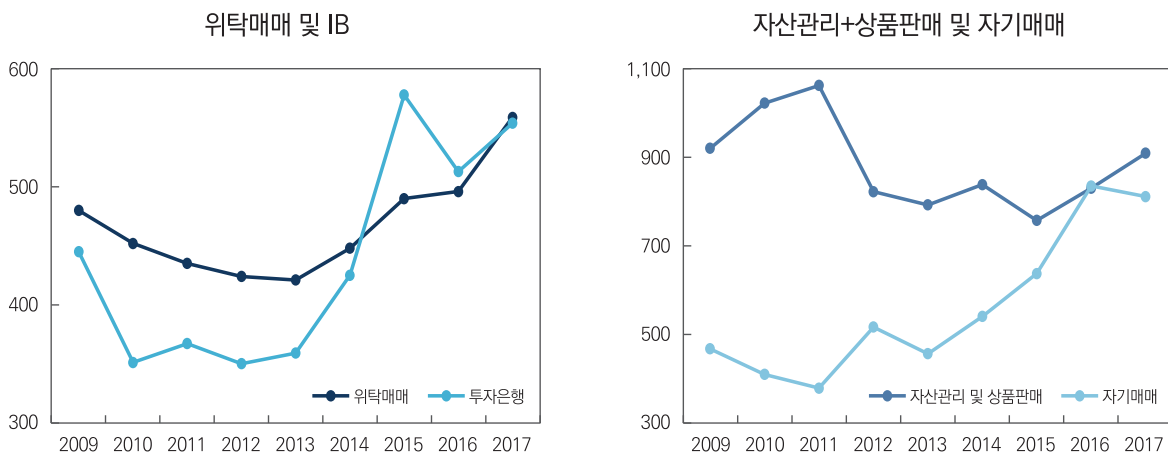
3) 이는 독립계가 많은 소형사들의 경우 자금조달 비용이 지주계열인 대형사나 중형사보다 높기 때문으로 판단된다.
 4) 외국계 지점의 경우 위탁매매 비중이 50% 이상으로 높지만, 자기매매 비중은 5% 안팎으로 국내 증권사와 다른 영업행태를 추구하고 있다.

증권사의 평균 법정필요자기자본은 1,219억원으로, 특정 업무영역에 특화된 경우보다는 종합증권사를 지향하는 경우가 많다.⁵⁾ 증권사들이 취급하는 상품 및 업무의 동질성으로 인해 일정 규모 이상의 증권사가 특정부문에만 집중할 경우 수익성을 유지하기란 어렵다. 이러한 상황에서 증권사의 자금조달 구조나 수익구조가 규모에 관계없이 비슷한 것은 당연한 결과이다. 단, 종합금융투자사업자나 중소기업 특화⁶⁾ 증권사 등의 최근 제도들은 특정 사업부문에 대한 시장진입을 일부에게만 허용하는 형태이다. 규모의 경제 등을 활용한 독점적인 상품판매가 가능하다면 시장지배자적 지위 확보를 위해 규모를 확장할 유인도 크다. 이러한 제도들로 인해 수혜를 입는 증권사들의 유인체계는 다른 증권사들과 다를 수밖에 없으나, 제도 도입 초기단계이어서 이로 인한 수익구조의 변화가 아직까지 나타나기 어려운 점도 감안할 필요가 있다.

경쟁도의 변화와 의미

이와는 달리 증권산업 경쟁도에서는 대형화의 영향이 보다 명확히 나타나고 있다. 아래 그림은 수익부문별 HHI(Herfindahl-Hirschman Index: 허핀달-허쉬만지수)를 2009년부터 2017년까지 연도별로 보여주고 있다. HHI는 각 증권사의 부문별 시장점유율을 제곱한 값을 합한 수치로서 시장집중도를 나타낸다. HHI 수치가 커지는 경우 시장집중도가 높아지면서 각 부문에서 증권사 간 경쟁도가 낮아지는 것을 의미한다.⁷⁾

〈그림 3〉 수익부문별 HHI 추이



자료: 금융투자협회, 자본시장연구원

- 5) 신규 증권사 설립을 위해서는 인가업무 단위별로 정해진 금액 이상의 자기자본을 갖춰야 하며, 인가업무단위별 법정필요자기자본은 최대 1,960억원까지 가능하다.
- 6) 중소기업 특화 증권사는 정책금융기관들로부터의 금융지원 등을 통해 중소·벤처기업에 대한 기업금융 업무를 활성화하고자 하는 제도로서 2016년에 도입되어 현재 6개사가 지정되어 있다.
- 7) HHI에 따른 경쟁도 분류는 국가 및 산업별로 달라질 수 있다. 일반적으로 1,200 미만이면 경쟁시장, 1,200 이상 2,500 미만은 다소 집중, 2,500 이상은 집중으로 본다.

최근 추이를 보면 자산관리/상품판매를 제외한 나머지 3개 수익부문에서 글로벌 금융위기 직전부터 꾸준히 감소하던 지수값이 2013년을 기점으로 빠르게 증가하는 추세를 확인할 수 있다. 자산관리/상품판매의 경우도 2015년 이후에는 다시 증가세로 돌아선 점을 볼 때 모든 부문에서 시장집중도가 높아지는 경향이 보인다. 그럼에도 불구하고 HHI의 수치가 전반적으로 낮기 때문에 아직까지 시장이 집중화되었다고 보기는 어렵다. 위탁매매와 투자은행 부문은 1,000을 훨씬 밀돌고 있으며, 가장 높다는 자산관리/상품판매조차도 1,200을 넘은 경우가 없기 때문이다. 따라서, 증권산업은 2000년대 들어 완전경쟁 상태로 수렴한 이후 최근에 들어서야 집중화된 상태로 갈 가능성을 조금씩 보이고 있는 것이다.

원칙적으로 규모의 경제가 작용하는 부문에는 시장지배적 성격을 가진 회사 몇몇이 독과점적으로 수익을 향유하는 편이 효율적이다. 또한, 규모의 경제가 작용하지 않는 타 상품에 대해서는 이들이 시장지배적 지위를 남용하지 않도록 규제하는 것이 필수적이다. 규모의 경제 효과와 함께 기존보다 소비자 효용을 높이는 금융상품들이 등장한다면 대형사들에 의한 과점시장도 사회후생적으로 바람직할 수 있다. 이러한 상황에서 소형사의 입지가 앞으로 더욱 어려워질 가능성이 높다. 따라서 소형사의 장점을 극대화하기 위해 독자적이든, 다른 소형사 혹은 IT기업과의 합작 등을 통해서이든, 과감한 특화전략이 필요할 것이다. 이와 관련하여 혁신 금융상품과 같은 니치마켓의 경우 기존 증권사, 특히 중대형사보다는 소형사가 소비자에게 적절한 상품을 공급할 역할이 있다는 장점도 고려되어야 한다. 바람직한 증권산업의 발전을 위해서는 소형사의 장기적인 생존전략이 무엇이 되어야 할지 고민할 필요가 있다.