

이슈보고서 19-04

ISSUE  
REPORT

# 자본시장법 시행 후 10년 간 국내 증권업의 변화

조성훈

# 자본시장법 시행 후 10년 간 국내 증권업의 변화

저자 조성훈\*

자본시장법 제정 전 국내 증권업은 위탁매매 부문에 대한 수익 의존도가 지나치게 높고, 기업에 대한 자금증개를 담당하는 투자은행 부문이 취약하며, 증권회사 간 차별성이 없고, 여기에는 자기자본 규모가 작은 것이 중요한 원인의 하나로 작용했다는 주장이 지속적으로 제기되어왔다. 본 보고서에서는 자본시장법 시행 후 10년이 경과한 현 시점에서 국내 증권업의 자기자본 규모와 수익구조에서 어떠한 변화가 나타났는지 살펴보았다.

국내 증권회사의 자기자본은 꾸준히 증가하여 5대 대형사의 경우 자본시장법 시행 직전에 비하여 2.3배 증가하였으나, 국내 시중은행 및 글로벌 투자은행의 자기자본 대비 상대적 규모는 의미 있는 수준으로 커지지 않았다. 증권회사의 수익에서 위탁매매 부문이 차지하는 비중은 한때 70%를 상회하던 수준에서 40% 수준으로 감소하였고, 동시에 투자은행과 자기매매 부문의 비중이 증가함으로써 수익구조의 다변화가 진전되었음을 볼 수 있다. 아울러 개별 증권회사 간 수익구조는 법 시행 후에 보다 차별화된 모습을 보여 특화·전문화를 중심으로 경영전략상의 차별화가 진행되었음을 알 수 있다. 특히 투자은행 부문의 수익 비중은 대형사보다 중소형사에서 더 크게 증가하였다.

자본시장법의 시행이 이러한 변화를 촉발했다고 결론짓기는 어렵지만, 자본시장법 이전의 법제도 환경에서는 이와 같은 변화는 일어나지 않았거나, 훨씬 더디게 진행되었을 가능성이 높다. 그리고 수익구조의 변화는 증권회사 위험관리 역량이 더욱 중요해졌음을 의미한다. 또한 향후 국내 증권업에서 더 큰 변화를 이끌어 내고, 이 변화에 효과적으로 대응하기 위해서는 자본시장법의 운용에 있어서 포괄주의의 정신을 전향적으로 살려 나가는 것이 필요하다.

---

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

금융산업실 선임연구위원 조성훈 (buckeye@kcmi.re.kr)

## 1. 서론

---

일반적으로 ‘자본시장법’이라는 이름으로 알려져 있는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」은 2007년 7월 국회에서 의결되고, 1년 6개월의 준비기간을 거친 후 2009년 2월 4일부터 발효·시행되었다. 따라서 2019년은 자본시장법이 시행된 지 만 10년이 되는 해이다. 자본시장법 제정 당시 정부의 설명자료<sup>01</sup>에 의하면, 법 제정의 필요성으로 ‘은행 대비 자본시장의 자금 중개기능이 부진’하고, ‘자본시장 관련 금융산업(즉 금융투자업)의 발전이 미흡’하며, ‘자본시장 관련 법제도의 문제점’이 존재한다는 것을 들고 있다. 구체적으로, 장기에 걸쳐 위험을 감수하면서 혁신형 기업에 자금을 공급하는 것, 즉 모험자본의 공급은 은행보다는 자본시장이 담당하는 것이 효율적<sup>02</sup>임에도 불구하고, 주식이나 회사채의 발행과 같은 자본시장을 통한 기업의 자금조달은 지속적으로 감소하고 있고, 아울러 전체 금융시장에서 자본시장이 차지하는 비중 역시 줄어들고 있다는 것을 지적하고 있다. 그리고 국내 자본시장의 자금 중개기능이 부진한 데는 금융투자업의 발전이 미흡한 것이 중요한 원인의 하나이고, 금융투자업의 발전이 미흡한 데는 관련 법제도 상의 문제점들이 중요한 원인의 하나라는 문제인식이 자본시장법 제정 추진의 기저에 깔려 있는 것으로 보인다. 따라서 법제도상의 문제점을 해결함으로써 금융투자업이 발전할 수 있는 기반을 제공하고, 다시 금융투자업의 발전을 통하여 자본시장의 기능을 강화하겠다는 것이 자본시장법 제정의 핵심 취지라고 볼 수 있다.

자본시장법 제정을 추진하던 당시 금융투자업, 그 중에서도 국내 증권업의 발전이 미흡하다는 판단을 내리게 한 주요 근거들로는 다음과 같은 것들을 들 수 있다. 첫째로 증권회사 수익구조상의 문제이다. 주식시장 장세에 직접적으로 영향을 받는 위탁매매 부문에 대한 수익 의존도가 지나치게 높아서 수익의 변동성이 높고, 반대로 자본시장을 통한 기업 자금조달과 직접적으로 관련된 투자은행(investment banking) 부문이 전체 수익에서 차지하는 비중이 매우 작다는 것이다. 둘째로 이와 같은 위탁매매 위주의 수익구조는 증권회사 규모와 상관없이 거의 비슷하게 나타나 대형사와 중소형사 간 차별성이 거의 없으며, 따라서 증권회사별로 차별화된 특화·전문화의 모습도 거의 보이지 않는다는 것이다. 셋째로 증권회사의 수익구조가 이와 같은 모습을 보이게 된 데에는 증권회사 자기자본의 크기가 작다는 것이 중요한 원인의 하나로 작용한다는

---

01 재정경제부(2006)

02 신보성 외(2005)

것이다. 왜냐하면 투자은행 업무는 대표적으로 충분한 규모의 자기자본이 뒷받침될 때 경쟁력을 가질 수 있기 때문이며, 이는 자기매매 부문도 마찬가지이다. 국내 증권회사의 자기자본 규모는 글로벌 투자은행들의 자기자본 규모와 비교하여 현저히 작다. 마지막으로 증권회사가 영위할 수 있는 업무의 범위, 취급할 수 있는 상품의 범위가 매우 좁게 제한되어 있어서 경영에 따른 시너지를 추구할 길이 막혀 있고, 증권회사별로 취할 수 있는 경영전략의 다양성을 제한하여 특화·전문화를 추구하기 어렵고, 자기자본을 늘리더라도 ROE를 유지하기가 어려워 자기자본 확충의 유인을 제공하지 못한다는 것이다.

이와 같은 문제인식을 기반으로, 자본시장법은 자본시장을 규율하는 법률 중 6개 법률(증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용법, 신탁업법, 종합금융법, 한국증권선물거래소법)을 통합하여 제정되었다.<sup>03</sup> 재정경제부(2006)는 금융투자업의 발전을 선진 투자은행과 경쟁할 수 있는 금융투자회사가 출현하는 것으로 인식하고 있으며, 금융투자회사 업무영역의 대폭적 확대, 경영에 따른 시너지 창출, 다양한 금융상품의 설계·제공, 대형화에 따른 규모의 경제 실현 등을 자본시장법 시행에 따른 금융투자업에 대한 기대효과로 제시하고 있다. 이것을 전술한 국내 증권업의 문제점들과 연결해서 보면, 충분한 크기의 자기자본을 기반으로 위탁매매 부문에 대한 과도한 수익 의존도를 낮추고 수익의 변동성을 줄이는 것, 다른 업무, 특히 기업에 대한 자금중개와 직접적 관련이 있는 투자은행 부문의 수익 비중을 확대하는 방향으로 수익구조를 개선하는 것, 그리고 회사별로 다양하고 차별화된 경영전략을 추구하여 증권회사 간에 수익구조상의 차별성이 나타나는 것으로 정리할 수 있다.

본 보고서는 자본시장법 시행 10주년을 맞은 현 시점에서, 이와 같은 기대가 얼마나 실현되었는지, 즉 국내 증권회사의 모습이 어떻게 달라졌는지를 살펴보는 것을 목적으로 작성되었다. 본 보고서의 II 장에서는 국내 증권회사의 자기자본 규모와 수익구조가 지난 10여년의 기간 동안 어떻게 변화하여 왔으며, 증권회사 간의 차별성이 어떻게 나타났는지 살펴본다. 이어서 III 장에서는 분석 결과를 종합하고 향후 방향에 대한 시사점을 제시한다.<sup>04</sup>

03 6개 법률을 통합하여 제정되었다는 의미에서 제정 당시에는 ‘자본시장통합법’이라는 이름으로 알려졌다.

04 본 보고서 내용의 일부는 조성훈(2019)을 통하여 발표되었음을 밝힌다.

## II. 국내 증권회사 대형화, 수익구조 다변화 및 차별화

본 장에서는 국내 증권회사에서 나타난 변화를 자기자본 대형화, 수익구조 다변화와 차별화를 중심으로 살펴본다. 본 장의 분석은 2001~2018년 기간 중 국내에 존재했던 증권회사를 대상으로 하되, 외국계 증권회사의 국내 현지법인 또는 사무소는 제외하였다. 또한 국내 증권회사 중에서도 특정 비즈니스로 영업 범위가 제한된 경우<sup>05</sup>는 제외하였고, 국내 증권회사로 설립되었으면서 지배주주가 내국인과 외국인 사이에서 변화한 경우<sup>06</sup>는 포함하였다.

### 1. 자기자본 대형화

증권회사의 규모를 나타내는 척도에는 여러 가지가 있지만, 그 중에서도 자본시장법이 기대한 대형화는 자기자본의 확대에 초점을 맞추었다고 볼 수 있다. 위탁매매 중심의 수익구조에서 벗어나 투자은행, 자기매매 등에서의 경쟁력을 키우고, 수익에서 차지하는 비중을 높이기 위해서는 충분한 자기자본의 뒷받침이 필요하다고 생각되었기 때문이다.

<그림 II -1>은 2001~2018년 기간 중 국내 증권회사의 1사당 평균 자기자본 규모의 추이를 보여 준다. 그림에서 볼 수 있듯이 이 기간 중 국내 증권회사의 자기자본은 꾸준히 증가해 왔다. 5대 대형사<sup>07</sup>의 평균 자기자본은 자본시장법 시행 직전인 2008년 2조 2,900억원에서 2018년에는 5조 3,300억원으로 2.3배 증가하였다. 대형사 뿐 아니라 중소형사<sup>08</sup>의 자기자본 역시 지속적으로 증가하여 2008년 4,700억원에서 2018년 8,400억원 수준에 도달하였다.

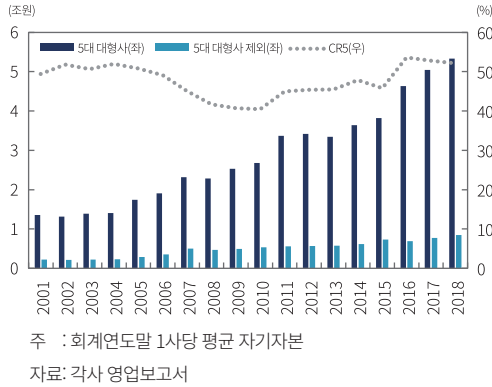
05 KIDB채권중개, 한국ECN증권 등이 이에 해당한다.

06 이베스트투자증권(이트레이드증권), 유안타증권(동양증권) 등이 이에 해당한다.

07 2018년말 현재 자기자본 4조원 이상인 5개사를 '5대 대형사'로 구분하였다.

08 본 보고서에서는 편의상 5대 대형사를 제외한 여타 증권회사를 '중소형사'로 지칭한다.

<그림 II-1> 국내 증권회사 평균 자기자본 규모 추이



대형사와 중소형사의 자기자본 증가 추세를 비교하면 한 가지 차이가 발견된다. 대형사의 연평균 자기자본 증가율은 자본시장법 시행 전(2001~2008년) 7.7%, 시행 후(2009~2018년) 8.6%로 법 시행 후에 자기자본을 더 빠르게 증가시킨 반면, 중소형사의 연평균 자기자본 증가율은 법 시행 전 12.6%, 시행 후 3.6%로 법 시행 전에 훨씬 더 적극적으로 자기자본을 증가시켰다는 점이다. 이와 같이 대형사 뿐 아니라 중소형사 역시 자기자본을 증가시켜 왔기 때문에 자기자본을 기준으로 본 시장집중도, 즉 전체 국내 증권회사 자기자본 중에서 5대 대형사 자기자본이 차지하는 비중(CR5)은 2001년 50% 선에서 중소형사의 자기자본 증가에 따라 2009, 2010년에는 40% 수준까지 하락했다가 이후 대형사들이 본격적으로 자기자본을 확충하면서 2016년부터는 다시 50%를 넘어섰다.

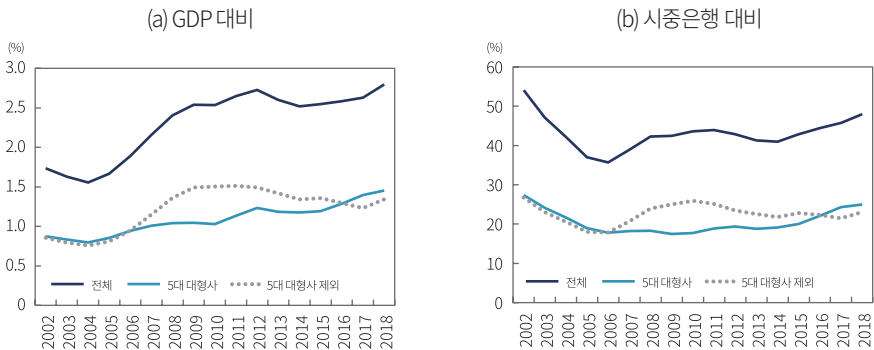
2009년 이후부터 대형사들이 자기자본을 보다 적극적으로 증가시킨 데에는 자본시장법의 시행을 필두로 하여 일련의 정책적 유인이 제공되었던 것이 중요한 원인의 하나로 작용한 것으로 판단된다. 2013년에 처음 시행되었고, 2016년에 개선방안이 발표된 종합금융투자사업자 제도<sup>09</sup>는 일정 수준(3조원, 4조원, 8조원) 이상의 자기자본을 보유한 증권회사에게 배타적으로 새로운 비즈니스를 영위할 수 있도록 하였고, 동시에 기존의 영업용순자본비율(NCR)과는 별도의 순자본비율 체계(NCR- II)를 적용함으로써 대형사들로 하여금 단시간 내에 자기자본을 크게 증가시킬 유인을 제공하였다. 이러한 환경에서 대형 증권회사 간의 합병이 이루어지면서 평균 자기자본은 급속하게 증가하였다. 예를 들어 2016년 5대 대형사의 평균 자기자본이 2015년에 비하여 21.4% 급증한 것은 미래에셋증권과 대우증권, KB투자증권과 현대증권의 합병이 이 해에 이루어졌기 때문이다.

09 금융위원회(2016)

자본시장법 제정 당시 의도했고 기대했던 대형화는 증권업 전반에 걸친 자기자본 증대라기보다는 글로벌 자본시장에서 경쟁할 수 있는 역량을 갖춘 소수의 대형사가 출현하는 것이었다. 이러한 점에서 자본시장법 시행 후에 특히 대형사의 자기자본 증가가 가속화되었다는 것은 자본시장법 및 후속 정책들이 증권회사들에게 자기자본을 확충할 유인을 부여했음을 시사하는 것으로 볼 수 있다.

<그림 II-1>에서 제시한 증권회사 평균 자기자본 규모 추이에는 시간의 경과에 따른 추세적 요인이 포함되어 있다. 추세적 요인에 의한 영향을 통제하기 위해서 본 보고서에서는 같은 기간 동안 국민경제 규모(GDP), 그리고 시중은행의 자기자본 규모와 대비하여 증권회사 자기자본의 상대적 규모가 더 빠르게 증가하였는지의 여부를 살펴보았으며 <그림 II-2>는 그 추이를 보여준다.

<그림 II-2> 국내 증권회사 자기자본 상대규모 추이



주 : 1) GDP 대비 = (국내 증권회사 자기자본 합 / GDP) × 100  
 2) 은행 대비 = (국내 증권회사 자기자본 합 / 국내 시중은행 자기자본 합) × 100  
 자료: 각사 영업보고서, 한국은행 경제통계시스템, 금융감독원 금융통계정보

<그림 II-2>의 (a)는 연도별 국내 증권회사 자기자본의 합<sup>10</sup>을 GDP로 나눈 값의 추이를 나타낸 것이며, GDP 대비 상대적 규모가 꾸준히 증가해 왔음을 보여준다. 즉 GDP 성장보다 증권회사들은 더 빠르게 자기자본을 증가시킨 것이다. 국내 증권회사 자기자본 크기는 GDP 대비 1.73%(2002년)에서 2.77%(2018년)로 증가하였다. 그리고 GDP 대비 상대적 규모 역시 2008년까지는 중소형사가, 2009년 이후로는 5대 대형사가 증가를 이끌었음을 알 수 있다. 한편 <그림 II-2>의 (b)는 연도별 국내 증권회사 자기자본의 합을 같은 해 시중은행의 자기자본 합으로 나눈 값의 추이를 나타낸 것으로, 시중은행과 비교할 때 증권회사 자기자본의 상대적 규모는 거의

10 여기에서 자기자본은 연초 자기자본과 연말 자기자본의 평균값이다.

증가하지 않았음을 알 수 있다. 2006년까지 은행 대비 증권회사의 자기자본 규모는 빠르게 감소했다가 이후 완만하게 증가하는 모습을 보이고 있는데, 2018년에도 2002년 수준을 회복하지 못하였다. 즉 이 기간 동안 한국의 금융산업에서는 증권회사 뿐 아니라 은행들도 자기자본을 지속적으로 증가시켜 왔으며, 은행의 자기자본 증가는 2000년대 초반에 집중적으로 이루어졌음을 알 수 있다.

또한 글로벌 투자은행의 자기자본 규모와 비교해 보면, 재정경제부(2006)에는 2005년 3월말을 기준으로 국내 대형사의 자기자본이 글로벌 투자은행(당시 Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch)의 1/20 수준이라고 제시되어 있다. 2018년말 현재 국내 5대 대형사의 자기자본은 Goldman Sachs, Morgan Stanley의 1/16 수준이다. 엄밀한 비교는 아니지만<sup>11</sup>, 글로벌 투자은행 자기자본과의 규모 차이가 의미 있는 정도로 줄어들었다고 보기는 어렵다.

요컨대 국내 증권회사의 자기자본은 꾸준히 증가해 왔으며, 특히 자본시장법이 시행된 이후에는 대형사들의 자기자본 증가가 두드러졌다. 그러나 시중은행 또는 글로벌 투자은행의 자기자본과 비교한 상대적 규모는 의미 있는 수준으로 커지지 않았으며, 이는 이 기간 중 자기자본의 확대가 국내 증권업에만 국한되지 않았음을 시사한다.

## 2. 증권업 경쟁도 변화

자본시장법 및 이후의 ‘초대형 투자은행’ 육성을 위한 제도들은 글로벌 자본시장에서 경쟁력을 갖는 소수의 대형 증권회사의 출현을 목표로 하고 있다는 점에서 암묵적으로 이들 대형 증권회사의 시장점유율을 높이는(또는 증권업의 경쟁도를 낮추는) 효과를 갖는다고 볼 수 있다.

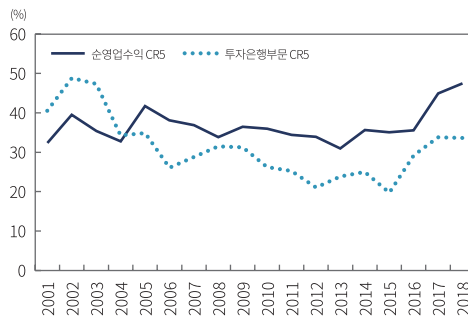
앞서 <그림 II -1>에서 자기자본을 기준으로 한 5대 대형사의 점유율(CR5)은 50%에서 40% 수준으로 낮아졌다가 다시 50%를 약간 넘는 수준으로 높아졌음을 보였다. <그림 II -3>의 실선은 순영업수익을 기준으로 한 5대 대형사의 점유율을 통해 본 시장집중도 추이를 보여주고 있다. 전체 순영업수익 CR5의 경우, 2016년까지는 35% 선에서 등락하다가 2017년 45%, 2018년 47%로 급상승하였다. 기업금융과 관련하여 관심의 대상이 되는 투자은행 부문만 따로 살펴보면(점선), 2015년까지는 추세적으로 하락하여 20% 밑으로 내려갔다가 2016년부터 다시 상승하는

11 글로벌 투자은행들은 모두 금융지주회사로서 국내 증권회사들과 직접적으로 비교하는 것은 무리가 있다. 특히 대형 은행의 비중이 큰 J.P. Morgan Chase의 자기자본은 국내 대형사의 53배 수준이다.



모습을 보이고 있다. 또한 2005년 이후 투자은행 부문의 CR5는 전체 순영업수익 CR5보다 지속적으로 낮게 나타나며, 이는 투자은행 부문이 여타 영업 부문보다 더 경쟁적이라는 것을 의미한다. 2016년부터 순영업수익, 투자은행 부문 CR5가 모두 상승하고 있는데, 이는 대형 증권회사 간의 합병이 이루어진 시기와 거의 일치하며, 초대형 투자은행 육성 정책의 효과는 이때부터 조금씩 나타나기 시작했다고 볼 수 있을 것이다.

<그림 II-3> 국내 5대 대형 증권회사 시장점유율(CR5) 추이



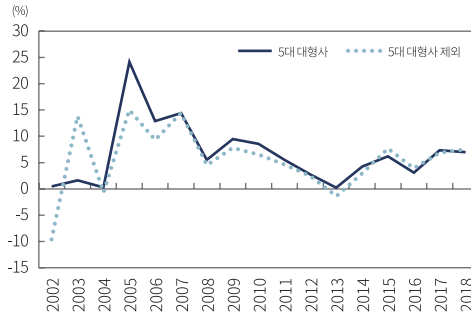
자료: 각사 영업보고서를 기초로 자본시장연구원 계산

### 3. 수익구조 다변화

I 장에서 언급한 바와 같이 자본시장법의 시행에 따라 증권회사의 업무영역이 크게 확대되고 증권회사가 제공하는 금융상품의 다양성이 커질 것으로 기대되었다. 그리고 업무영역 및 취급 금융상품의 범위 확대는 새로운 수익원이 생긴다는 것을 의미하며, 이는 증권회사의 수익구조를 변화시킬 것이다. 즉, 증권회사 수익구조의 변화, 구체적으로는 위탁매매 부문에 대한 과도한 의존에서 벗어나 투자은행 부문을 비롯한 타 부문이 전체 수익에서 차지하는 비중이 커지는 것이 자본시장법 시행의 중요한 기대효과의 하나였다고 볼 수 있다.

수익구조의 변화를 살펴보기에 앞서, 국내 대형사의 수익성이 어떠한 추이를 보이는지를 알아 본다. 증권회사의 자기자본 증가가 정당화되기 위해서는 그에 상응하는 이익의 증가가 뒷받침 되어야하기 때문이다.

<그림 II-4> 국내 증권회사 ROE 추이



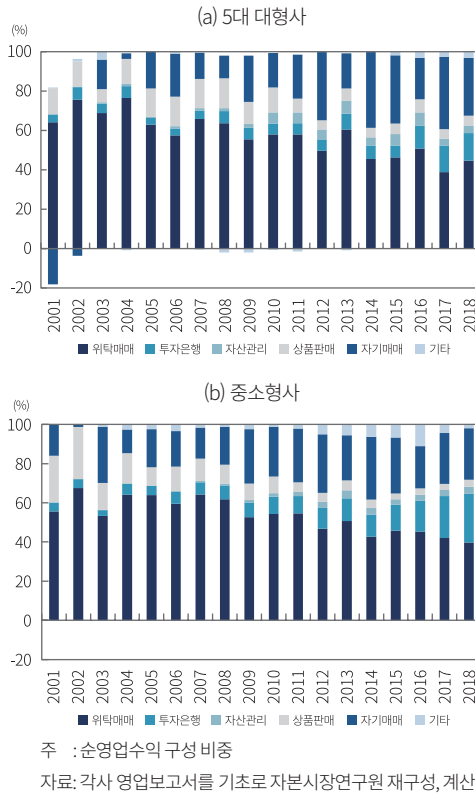
주 :  $t$ 년도 ROE =  $\frac{t\text{년도 당기순이익 합}}{(t-1\text{년도말 자기자본 합} + t\text{년도말 자기자본 합})/2} \times 100$

자료: 각사 영업보고서

<그림 II-4>는 국내 증권회사 ROE의 연도별 추이를 보여주고 있으며, 2005년을 정점으로 2013년까지 지속적으로 하락하다가 이후 상승세로 돌아섰음을 알 수 있다. 자본시장법이 시행된 2009년 이후에도 ROE는 계속 하락하여 2013년에는 거의 0 수준으로 떨어졌다가 이후 회복되는 모습을 보이고 있으나, 이 기간 중 ROE가 10%를 넘은 해는 없었다. 즉 자본금은 증가했으나 그에 상응하는 즉각적인 수익성의 향상이 이루어지지 못한 것이다. 또한 2005년 이후 대형사와 중소형사의 ROE는 거의 동일한 추이를 나타낸다. 즉, 국내 증권회사들은 자기자본이 작다고 해서 높은 ROE를 달성하지는 못했다. 그러나 2013년 이후 ROE가 상승하는 모습을 보이는 것은 어느 정도의 시차를 두고 자기자본을 활용한 비즈니스로부터 발생하는 수익이 점차 증가하고 있음을 시사하는 것으로 볼 수 있다. 이를 확인하기 위하여 수익구조가 어떻게 변화하고 있는지를 살펴본다.

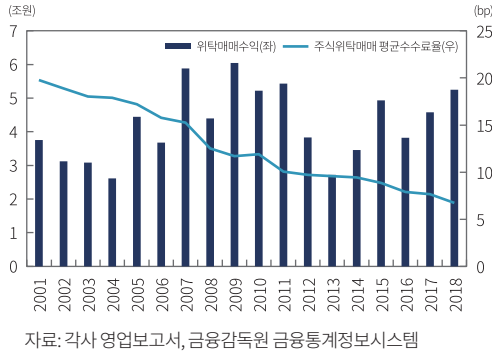
<그림 II-5>는 2001~2018년 기간의 국내 증권회사의 수익구조, 즉 주요 영업부문별 수익이 전체 순영업수익에서 차지하는 비중의 추이를 5대 대형사와 중소형사로 나누어 보여주고 있다. 그림에서 위탁매매 부분의 비중이 꾸준히 감소했다는 점이 가장 눈에 띄는 특징이다. 한때 70%를 상회하기도 했던 위탁매매 부분의 비중은 분석 기간 중 꾸준히 줄어들어 2018년에는 40% 수준으로 감소하였다. 그리고 이와 같은 추세는 대형사와 중소형사에서 동일하게 관찰되고 있다.

<그림 II-5> 국내 증권회사 수익구조 추이



이와 같은 위탁매매 부문의 비중 감소가 오로지 자본시장법의 시행 때문이라고 보기는 어렵다. 자본시장법 시행 전과 후에 추세상의 변화가 나타나지 않는다. 위탁매매 부문의 비중 감소에는 제도적인 요인보다 시장 요인이 더 크게 작용한 것으로 보인다. 즉 증권회사 간의 가격(수수료) 경쟁이 심화되고, 온라인·모바일 거래의 급속한 확산으로 인하여 주식 위탁매매 수수료율이 지속적으로 하락하였다. <그림 II-6>은 이러한 추이를 보여준다.

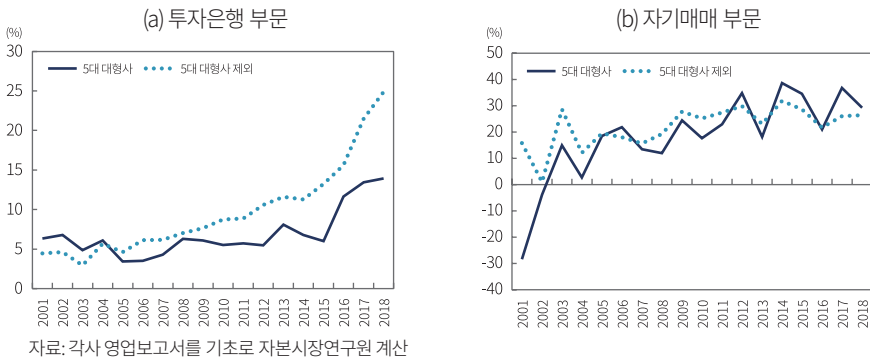
<그림 II-6> 국내 증권회사 위탁매매부문 수익 및 주식위탁매매 평균수수료를 추이



2001년에 19.8bp였던 주식위탁매매 평균수수료율은 2018년 6.7bp로 거의 1/3 수준으로 하락하였다.<sup>12</sup> 즉 주식 거래대금이 비슷한 수준을 유지한다고 해도 증권회사의 수수료수익은 감소하는 것이다. 또한<그림 II -6>은 2013년에 위탁매매 부문의 수익이 급감하였음을 보여주는데, 이는 2013년도 ROE가 거의 0이었던 것(<그림 II -4>)의 원인이 상당 부분 위탁매매 부문의 부진에 있었고, 동시에 이 부진을 다른 영업 부문에서 만회하지 못했을 가능성을 시사한다. 평균수수료율이 계속 감소하는 추세 하에서 위탁매매 부문은 더 이상 과거와 같이 증권회사의 주력 수익 부문이 되기는 어려우며, <그림 II -5>는 이러한 흐름을 보여주고 있다고 할 수 있다.

위탁매매 부문의 비중이 감소한 반면, 투자은행 부문과 자기매매 부문은 전체 순영업수익에서 차지하는 비중이 크게 증가하였다. <그림 II -7>은 투자은행 부문과 자기매매 부문의 수익 비중 추이를 별도로 구분하여 나타낸 그래프이다.

<그림 II-7> 국내 증권회사 투자은행 및 자기매매 부문 수익 비중 추이



12 주식위탁매매 평균수수료율은 주식위탁매매 수수료수의 총액을 같은 기간의 주식 거래대금으로 나누어 구한 것이다.

투자은행 부문이 전체 순영업수익에서 차지하는 비중은 2001년 5.1%, 2008년 6.8%, 2018년에는 19.7%로 증가하였다. 투자은행 부문 수익의 절대 규모 역시 2001년 3,100억원, 2008년 6,000억원, 2018년 2조 4,500억원으로 크게 성장하였다. 흥미로운 것은 <그림 II-7>의 (a)에서 볼 수 있듯이 대형사보다 중소형사에서 투자은행 부문의 비중이 더 크게 증가하였다는 것이다. 5대 대형사의 투자은행 부문의 비중은 2001년 6.4%, 2008년 6.3%, 2018년 13.9%인데 비하여 중소형사는 2001년 4.5%, 2008년 7.0%, 2018년 24.9%를 기록하였다. 그리고 이는 여타 영업 부문에 비하여 투자은행 부문이 더 경쟁적이라는 것을 보여준 <그림 II-3>의 결과를 수익구조 측면에서 확인해주는 결과라고 할 수 있다.

한편 자기매매는 대형사의 순영업수익에서 차지하는 비중이 가장 크게 증가한 부문이다. 2001년 -28.4%(손실)에서 2008년에는 12.0%, 다시 2018년에는 27.8%로 급성장하였다. 또한 자기매매 부문에서는 <그림 II-7>의 (b)에서 볼 수 있듯이 대형사와 중소형사 간에 큰 차이가 나타나지 않고 있다.

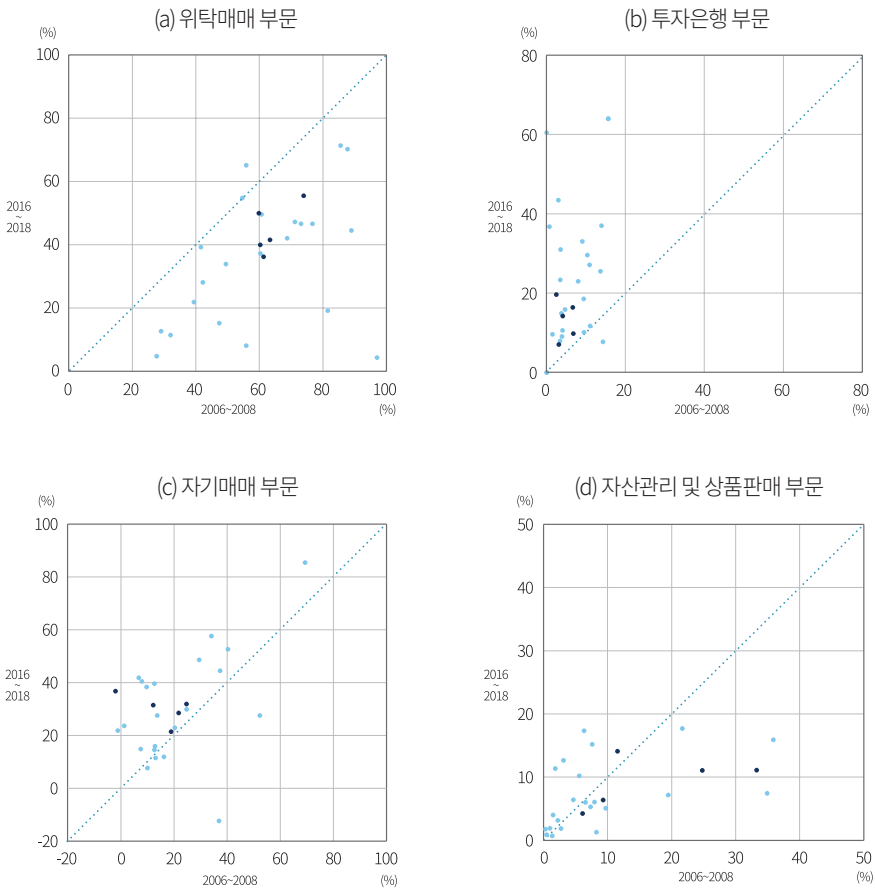
<그림 II-5> ~ <그림 II-7>에서 관찰한 결과들을 요약하면, 자본시장법 제정 당시 가졌던 — 위탁매매 부문에 대한 과도한 의존에서 벗어나 보다 다변화된 수익구조를 갖도록 유도하고, 그 중에서도 기업을 고객으로 하며 기업에 대한 자금중개를 담당하는 투자은행 부문을 성장시킨다는 — 기대효과는 어느 정도 나타난 것으로 볼 수 있다. 특히 위탁매매 부문의 비중 감소를 만회할 수 있는 부문으로 투자은행과 자기매매 부문이 성장하였는데, 자본시장법과 이후에 이어진 후속 정책들은 이것을 보다 용이하게 해 주는 효과가 있었다고 볼 수 있다. 다만 이 효과는 2013년 이후부터 나타나기 시작했음을 <그림 II-4>의 ROE 추이가 보여주고 있다.

#### 4. 증권회사 간 수익구조 차별화

<그림 II-4>에서 살펴본 증권회사 수익구조의 변화, 즉 위탁매매 부문의 비중이 감소하고 투자은행과 자기매매 부문의 비중이 증가한 것은 증권업 전체적으로 나타난 현상이며, 대형사(<그림 II-5> (a))와 중소형사(<그림 II-5> (b)) 간에 수익구조의 뚜렷한 차이가 관찰되지는 않는다. 그러나 <그림 II-5>는 개별 증권회사의 수익을 합한 총량(aggregate) 수준에서의 수익구조를 나타낸 것으로, 이것만으로는 개별 증권회사 간 수익구조에 어떤 차이가 있는지, 증권회사별로 수익구조의 차별화, 특화·전문화 등 경영전략에서의 차별성이 어떻게 나타나고 있는지를 파악할 수 없다. 본 절에서는 수익구조 변화를 개별 증권회사 차원에서 살펴본다.

구체적으로 개별 증권회사 차원에서 4개의 주요 업무(위탁매매, 투자은행, 자기매매, 자산관리 및 상품판매)가 전체 수익에서 차지하는 비중의 변화를 자본시장법 시행 전과 후로 나누어 비교하였으며, 그 결과가 <그림 II-8>에 정리되어 있다. <그림 II-8>에서 점들은 각각 하나의 증권회사를 나타내며, 흰축은 법 시행 전 3년(2006~2008년) 기간 동안 특정 업무의 수익이 전체 수익에서 차지하는 비중을, 종축은 법 시행 후 3년(2016~2018년) 기간 동안의 같은 비중을 나타낸다. 따라서 어떤 증권회사가 45°선 위에 위치한다는 것은 그 업무가 그 증권회사의 전체 수익에서 차지하는 비중이 법 시행 후에 더 커졌다는 것을 의미한다. <그림 II-8>의 분석은 2006~2018년 기간 중 연속적으로 존재한 27개 국내 증권회사들을 대상으로 한다. 즉 그림에는 27개의 점이 찍혀 있다. 그 중에서 5대 대형사는 검은색 점으로 구별하여 표시하였다.

<그림 II-8> 자본시장법 시행 전(2006~2008)과 시행 후(2016~2018) 국내 증권회사 사업부문별 수익 비중 변화



자료: 각사 영업보고서를 기초로 자본시장연구원 계산

<그림 II-8>의 (a)는 위탁매매 부문에서의 변화를 보여준다. 전체적으로 27개 증권회사 중에서 2개사를 제외하고 모두 45°선 아래에 위치하고 있으며, 자본시장법 시행 전에 비하여 시행 후에 위탁매매 부문의 비중이 감소했음을 알 수 있다. 그리고 점들의 분포가 45°선과 나란한 우상향의 형태를 보이고 있는데, 이는 법 시행 전에 위탁매매 부문의 비중이 높았던[낮았던] 증권회사는 시행 후에도 여전히 높은[낮은] 경향이 있다는 것을 의미한다. 그리고 법 시행 후에 위탁매매 부문의 비중이 매우 극단적으로 낮아진 2개 회사(각각 97.0% → 4.4%, 81.5% → 19.2%)도 발견된다. 5대 대형사는 전체에 비하여 상대적으로 동질적인 모습을 보이며, 위탁매매 부문의 비중이 비교적 큰 편에 속해있는 것으로 나타난다.

<그림 II-8>의 (b)는 투자은행 부문에서의 변화를 보여준다. 위탁매매 부문과는 반대로 2개사를 제외한 25개사에서 투자은행 부문의 수익 비중이 증가했다. 그리고 수익 비중의 증가 정도는 증권회사별로 편차가 매우 크게 나타난다. 자본시장법 시행 전에는 투자은행 부문의 수익 비중이 20%를 초과하는 증권회사가 없었으나, 시행 후에는 최대 64%에 달하는 증권회사도 출현하였고, 시행 전에는 투자은행 업무를 전혀 영위하지 않았는데 시행 후에는 60% 이상의 수익 비중을 가질 정도로 사업구조가 근본적으로 바뀐 증권회사도 존재한다. 또한 투자은행 부문의 비중 증가는 대형사보다 중소형사에서 훨씬 더 두드러지게 나타나며, 투자은행 부문의 비중이 대형사보다 큰 중소형사가 다수 존재한다.<sup>13</sup> 5대 대형사는 투자은행 부문에서도 상대적으로 동질적인 모습을 보이고 있다. 이들 5대 대형사에서 자기자본 확충을 통한 투자은행 업무 강화라는 기대 효과는 뚜렷하게 나타나지 않았다.

<그림 II-8>의 (c)에서 제시된 자기매매 부문 역시 27개사 중 22개사에서 자본시장법 시행 후 수익에서 차지하는 비중이 증가하였다. 그리고 법 시행 전이나 시행 후나 회사별로 자기매매 부문이 전체 수익에서 차지하는 비중의 편차는 다른 업무에 비하여 큰 것으로 보인다. 예를 들어 법 시행 전과 후에 걸쳐 일관되게 자기매매 중심의 수익구조를 가져가는 증권회사(69.2% → 85.5%)가 있는가 하면, 반대로 20% 이하의 비중을 꾸준히 유지하는 회사도 일부 존재한다. 5대 대형사는 법 시행 전보다 시행 후에 회사 간 편차가 줄어든 양상을 나타내고 있다.

<그림 II-8>의 (d)는 자산관리 및 상품판매 부문에서의 변화를 보여준다. 다른 업무와는 달리 법 시행 전과 후에 수익 비중이 증가한 회사와 감소한 회사가 비슷하게 분포하고 있다. 그리고 법 시행 후에 전체적으로 회사 간 편차가 상당히 줄어든 모습을 보여주고 있다. 즉, 법 시행 전에는

13 개별 증권회사별로 각각 강점을 갖는 투자은행 업무가 다르다는 것이 이러한 결과를 나타낸 주요 원인의 하나인 것으로 보인다.

자산관리 및 상품판매 부문의 수익 비중이 20%를 초과하는 증권회사가 5개 있었으나, 시행 후에는 그러한 회사가 존재하지 않는다.

이상의 논의를 요약하면, 전체적으로 위탁매매 부문의 수익 비중이 줄어들고, 투자은행과 자기매매 부문의 비중이 증가했다는 <그림 II-5>의 결과는 개별 증권회사 차원에서도 동일하게 관찰된다. 그리고 이러한 수익 비중의 변화는 증권회사별로 상당히 차별화된 양상을 나타내고 있으며, 특히 투자은행 부문의 수익 비중은 증권회사 간에 매우 큰 편차를 보여준다. 자본시장법 시행 전에 비하여 시행 후에 증권회사 간 수익구조의 차별화가 진전된 모습을 볼 수 있으며, 이는 특화·전문화를 중심으로 한 경영전략상의 차별화가 과거에 비하여 좀 더 이루어졌음을 시사하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

### III. 요약 및 시사점

---

본 보고서는 자본시장법 제정을 추진하던 당시 국내 증권업에서 나타나기를 기대했던 변화가 자본시장법 시행 후 10년의 기간 중 실제로 어느 정도 일어났는지를 몇 가지 통계를 통하여 살펴보았다. 국내 증권회사의 자기자본은 꾸준히 증가하여 5대 대형사의 경우 자본시장법 시행 직전에 비하여 2.3배 증가한 것으로 나타났으나, 국내 시중은행 및 글로벌 투자은행의 자기자본 대비 상대적 규모는 의미 있는 수준으로 커지지 않았다. 증권회사의 수익에서 위탁매매 부문이 차지하는 비중은 한때 70%를 상회하던 수준에서 40% 수준으로 감소하였고, 동시에 투자은행과 자기매매 부문의 비중이 증가함으로써 수익구조의 다변화가 진전되었음을 볼 수 있었다. 아울러 개별 증권회사 간 수익구조는 법 시행 후에 보다 차별화된 모습을 보여 특화·전문화를 중심으로 경영전략상의 차별화가 진행되었음을 알 수 있다. 특히 투자은행 부문의 수익 비중은 대형사보다 중소형사에서 더 크게 증가하였다.

본 보고서에서 정리한 이와 같은 국내 증권회사의 변화는 자본시장법이 제정되고, 이후 일련의 후속 정책들이 시행되지 않았다면 나타나지 않았거나 훨씬 느리게 진행되었을 가능성이 높다. 자본시장법 이전의 법제도 환경에서는 증권회사들이 ROE 수준을 유지할 수 있는 새로운 수익원의 발굴이 매우 제한된 상황에서 자기자본을 급속하게 증가시키기 어려웠고, 또한 위탁매매 부문의 지속적인 위축을 만회할 수 있는 다른 부문의 성장을 이루어내기 어려웠을 것으로



생각된다. 자본시장법은 이것을 가능하게 하고 자기자본을 증가시킬 유인을 부여하였다는 점에서 중요한 의미를 갖는다고 볼 수 있다. 또한 'add-on'에 의한 업무 단위별 인가 방식의 채택으로 증권회사들이 특화·전문화 전략을 추진하는 것이 용이해졌다는 점도 회사 간 차별화에 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

증권회사의 수익에서 위탁매매 부문의 비중이 감소하고 투자은행과 자기매매 부문의 비중이 증가했다는 것은 증권회사 수익의 변동성에 영향을 미치는 사업 부문이 바뀌었다는 것을 의미하기도 한다. 자본시장연구원(2018)과 이석훈(2018)에 의하면 증권업의 수익성, 그리고 수익의 변동성에 가장 큰 영향을 미치는 사업 부문은 2012년 이후 위탁매매에서 자기매매로 바뀌었다. 위탁매매 부문의 수익은 상당부분 외부적 요인의 영향을 받기 때문에 증권회사의 대비책이 많지 않지만, 자기매매는 위험관리 역량에 따라 노출된 변동성을 줄일 수 있는 여지가 있다. 수익구조의 변화에 따라 증권회사의 역량이 강화되어야 하는 부분이다.

자본시장법이 시행되기 직전인 2008년 10월에 글로벌 금융위기가 발발하면서 실제 자본시장법의 시행에 있어서 구체적인 부분에서 매우 조심스러운 접근이 불가피하였다. 그에 따라 자본시장법의 본래 제정 취지가 실제 시행 과정에서 충분히 구현되지 못했으며, 앞으로 더 큰 변화를 이끌어 내려면 제정 취지를 살릴 수 있는 전향적인 법의 운용이 필요하다는 의견이 많이 제기되고 있다. 특히 디지털 기술의 발전에 따라 증권업의 모습이 근본적으로 바뀌고, 지금까지와는 전혀 다른 업무 또는 새로운 형태의 사업자가 출현할 가능성이 높아지고 있다. 새로운 사업자의 진입과 새로운 업무의 등장을 촉진하고, 이들을 적시에 효과적으로 규제 대상에 포섭하기 위해서는 자본시장법에서 도입된 포괄주의의 정신을 전향적으로 살리는 진입(인가) 정책이 필요하다.

## 참고문헌

- 금융위원회, 2016. 8. 2, 초대형 투자은행 육성을 위한 종합금융투자사업자 제도 개선방안, 보도자료.
- 변재호 · 홍성기 · 김종훈 · 김성진 · 엄세용 · 김유석, 2015, 『자본시장법』 제2판, 지원출판사.
- 신보성 · 빈기범 · 박상용, 2005, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성: 금융구조가 산업성장에 미치는 영향을 중심으로』, 한국증권연구원 연구보고서 05-04.
- 이석훈, 2018, 최근 10년간 국내 증권업의 수익성 결정요인의 변화 분석, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-12호.
- 자본시장연구원, 2018. 1. 24, 2018년 증권산업 전망 및 주요이슈, 『2018 자본시장 전망과 정책방향』 발표자료.
- 재정경제부, 2006, 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률안』 설명자료.
- 조성훈, 2019, 자본시장법 10년: 자본시장과 금융투자업의 변화, 자본시장연구원 『자본시장 포커스』 2019-04호.

**이슈보고서 19-04**

**자본시장법 시행 후 10년 간 국내 증권업의 변화**

**발 행** 2019년 6월 21일

**저 자** 조성훈

**발 행 인** 박영석

**발 행 처** 자본시장연구원

**주 소** 서울시 영등포구 의사당대로 143

**전 화** 3771-0600 (Fax. 786-7570)

**홈페이지** [www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)

