

III. 증권산업 현황 및 2020년 시장 전망

본 절에서는 증권사의 주요 업무별 시장 규모, 경쟁구도 등 현황을 살펴보고 향후 업무별 발전에 필요한 주요 과제(key gaps)를 분석한다. 또한, 주요 업무별 주요 성장요인에 기반하여 2020년 시장 규모와 증권사의 수익 규모를 전망해본다. 시장 및 수익 전망의 방법론은 업무에 따라 차이가 있다. 핵심 설명변수들의 과거 데이터가 충분한 경우 회귀분석을 통해 회귀계수를 구하고 해당 설명변수의 예측치를 적용하여 시장 및 수익 전망치를 구한다. 위탁매매, 투자은행 및 장외파생상품 업무의 경우 주요 변수들의 과거치가 충분한 관계로 회귀분석 방법론을 택한다. 반면, 회귀분석을 위한 과거 데이터가 부족하거나 시장이 아직 형성되지 않은 신규 업무의 경우 다른 방법론을 사용하여 전망치를 구한다. 리테일 고객만이 대상인 자산관리시장의 경우 가계 금융자산에 대한 수요 변화 예측을 활용하고, 프라임브로커리지 및 기업신용공여의 경우 선진 시장 벤치마킹과 업계의 시장 전망 의견 등을 사용한다.

2020년 시장 및 수익 전망은 방법론적 한계가 있으며 해석에 대해서도 유의해야 할 사항들이 있다. 우선 전망 방법론에 상관없이 공통적으로 적용되는 한계점은 주요 거시변수의 전망치 활용이다. 2013년에서 2020년까지의 GDP, 금리 등 주요 거시변수는 국회예산정책처의 전망치⁷⁾를 사용한다. 따라서 거시변수 전망치의 정확성에 따라 업무별 시장 및 수익 전망 또한 민감하게 움직일 수 있다. 각 방법론에 있어서도 유의해야 할 사항들이 있다. 회귀분석 방법론의 경우 해당 업무별 경제학적 이론에 근거한 모델이 아니기 때문에 주요 회귀계수는 경제학적 의미(economic significance)보다는 통계학적 의미(statistical significance)의 성격을 지닌다. 가계 금융자산 예측, 선진시장 벤치마킹 및 업계 전망치를

7) 국회예산정책처(2012)

활용하는 방법론의 경우 주요 설명 요인들의 선택 및 상관관계에 대한 통계학적 검증이 없다는 한계가 있다. 그러나 2020년 시장 및 수익 전망의 목적과 활용 방안이 정확한 규모의 예측보다는 향후 국내 증권산업의 방향성을 보여주고자 하는데 중점을 두고 있다는 점에서 방법론상의 한계는 수용할 수 있는 수준으로 판단된다.

1. 위탁매매

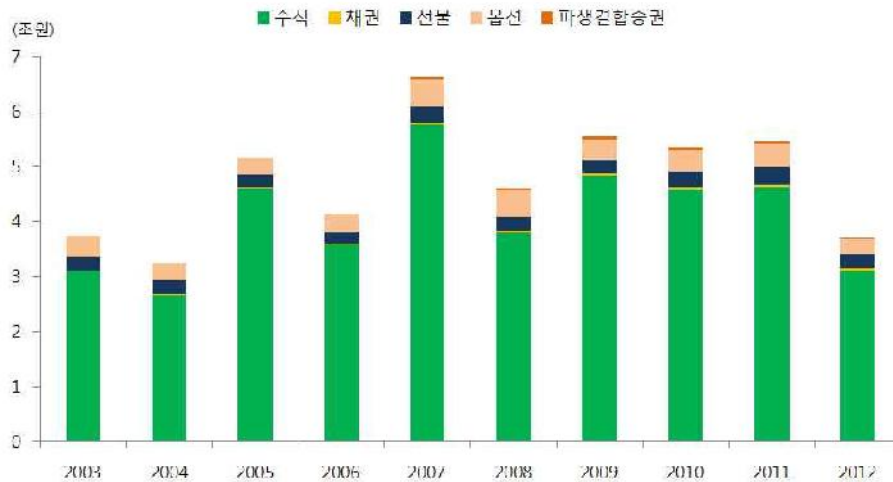
위탁매매 부문은 2012년도 수익이 크게 악화된 상황에서도 여전히 전체 수수료수익에서 차지하는 비중이 55%로, 증권업의 대표적인 수익원이다. 증권업 내 업무별 시장 규모를 고려해 볼 때 증권사들이 현재와 같은 위탁매매 중심의 수익구조를 쉽게 전환하기 어렵다는 점에서 증권업의 수익성은 위탁매매시장 규모 변화에 상당히 의존할 가능성이 높다. 다시 말하면 위탁매매 부문의 중장기적인 시장 규모에 대한 전망에 따라 증권사들은 경영전략을 달리 수립할 필요가 있을 것이다. 본 절에서는 최근 국내 위탁매매시장의 현황을 검토하고 회귀분석을 통해 2020년 위탁매매 부문의 시장 규모를 전망한다.

위탁매매 부문의 경우, 증권사들은 주식을 비롯하여 채권, 선물, 옵션, 파생결합증권 등에 대해 위탁매매 관련 서비스를 제공함으로써 고객들로부터 수수료를 받는 것 외에도 위탁매매 고객을 대상으로 한 신용공여 또는 기타 관련 수익도 상당히 창출하고 있다. 위탁매매 고객 관련 신용공여나 기타 수익이 작지 않지만 이러한 수익이 위탁매매 규모에 의해 상당 부분 결정된다는 점을 고려하여, 본고는 위탁매매 서비스를 중심으로 현황을 논의하고 시장 전망을 위한 분석을 하고자 한다.

가. 위탁매매 현황

2012년 기준 주식 위탁매매수익은 전체 위탁매매수익 대비 약 82%로 여타의 위탁매매수익보다도 절대적으로 크다.⁸⁾ 주식 다음으로는 옵션, 선물, 채권 순으로 수익이 큰 것으로 나타나고 있다. 한편, 최근 위탁매매수익의 추세를 보면 증권업 전체 7조원에 가까운 수익을 보였던 2007년을 정점으로 정체되거나 하락하는 모습을 보이고 있다. 위탁매매시장이 크게 악화되었던 것으로 평가받고 있는 2012년에는 증권업 전체 기준 3조 7천억원 규모의 수익을 보였는데, 이는 지난 10여 년 전 수준과 크게 다르지 않은 수치이기도 하다.

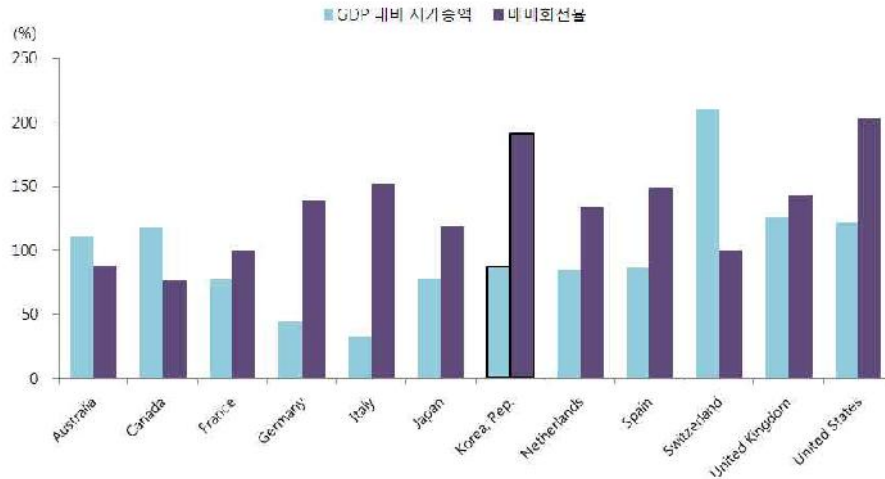
<그림 III-1> 유가증권 유형별 위탁매매수익의 추세



주 : 회계연도 기준
 자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

8) 선물이나 채권의 위탁매매의 경우, 거래대금은 주식보다 크거나 비슷하지만 수수료율은 주식에 비해 매우 낮다.

<그림 III-2> OECD 주요국 위탁매매 회전율 및 GDP 대비 시가총액(2003년~2012년 평균)



주 : 매매회전율=연간 주식거래대금/연평균 시가총액
 자료: OECD, World Bank Data

주식거래대금은 시가총액과 매매회전율로 결정되기 때문에, 매매회전율은 주식거래대금을 시가총액으로 나눈 값을 의미한다. 주식거래대금은 정의(定義)상 시가총액이 크거나 매매회전율이 높을수록 커지게 된다. 결국 주식거래대금을 전망하거나 변화를 논의할 때, 시가총액과 매매회전율은 중요한 지표가 된다.

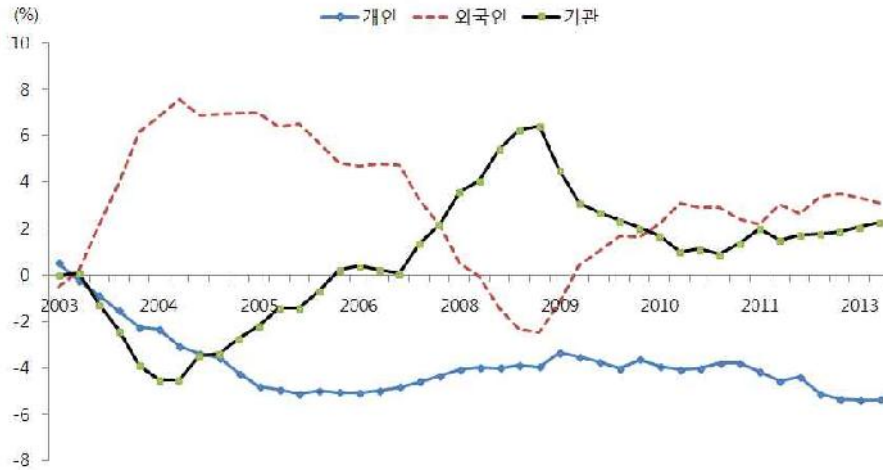
<그림 III-2>는 GDP 대비 시가총액과 매매회전율에 대해 국가 간 비교를 보여주고 있다. GDP 대비 시가총액의 경우, 우리나라는 일본이나 독일보다 높을 뿐 아니라 주식시장이 발달한 미국, 영국 등과도 차이가 크지 않은 수준이다. 즉 국내 GDP 대비 시가총액은 주식시장 발전에 따라 보다 증가할 여지가 있지만 이미 미국이나 영국과도 비슷하여 크게 증가하기는 어려울 것으로 보인다. 따라서 국내 시가총액은 GDP가 성장하는 수준에서 증가할 가능성이 크다.

국내 매매회전율은 비교 국가들 중 미국 다음으로 높은 특징을 보이고 있다. 미국을 제외하고는 호주, 영국, 스위스, 캐나다 등 자본시장이 발달되어 있고 기관투자자 비중이 큰 국가들에서는 매매회전율이 상대적으로 낮았다. 이는 기관투자자들은 개인보다는 매매회전율이 낮기 때문이다. 실제로 국내 매매회전율이 국가 간 비교에서 상대적으로 높았던 요인 중 하나는 매매회전율이 낮은 기관투자자의 비중이 낮고 매매회전율이 높은 개인투자자의 비중이 높았기 때문인 것으로 보인다.

<그림 III-3>은 2003년을 기준으로 개인, 외국인, 기관투자자별 주식 보유비중의 변화를 보여주고 있다. 이러한 추이는 FnGuide에서 구한 투자자 유형별 일별 순매수대금을 해당일의 시가총액으로 나누어 순보유의 증감을 나타낸 것이다.⁹⁾ <그림 III-3>은 개인의 주식 보유비중이 꾸준히 감소하여 2003년과 2012년 사이 보유비중이 약 6%p 하락하였으며 반대로 외국인과 기관투자자의 주식 보유비중은 동기간 약 2~3%p씩 증가하였음을 보여주고 있다. 그 이유로는 개인들의 투자수익률 저하로 인해 개인투자자들이 주식시장을 이탈하였거나 보험 및 연기금 등의 확대로 기관투자자들의 주식시장 참여가 증가하였기 때문으로 보인다. 이러한 기관들의 주식시장 참여가 증가하는 추세는 고령화나 저금리 등으로 향후에도 지속될 가능성이 크다. 결국 이러한 주식시장의 기관화는 매매회전율을 낮출 것으로 보인다.

9) <그림 III-3>은 일별 순매수대금을 통해서 추정된 투자자별 보유비중의 변화를 보여주고 있다. 이러한 추정 방식은 분석기간 동안 주식투자에 따른 수익률이 낮았던 투자자 그룹의 보유비중을 실제보다 높이는 방향으로 편향(bias)을 제공할 가능성이 있다. 대체로 개인이 외국인이나 기관투자자보다 수익률이 낮다는 점을 감안하면, 개인의 실제 보유비중은 <그림 III-3>에서 제시된 것보다는 더욱 하락하였을 것으로 보인다.

<그림 III-3> 투자자별 주식보유 비중의 변화



자료: FnGuide

<그림 III-3>을 보면, 최근 2년 사이 개인투자자들의 주식보유비중이 약 2%p 감소하였는데, 이러한 수치는 최근 개인투자자들의 주식시장 이탈이 작지 않음을 의미한다. 이러한 개인투자자들의 주식보유 비중 하락은 위탁매매시장이 악화된 이유 중의 하나임에는 틀림없다.

그러나 이러한 요인 외, 2007년 이후 급성장한 ELS시장으로 ELS 헤지 목적의 주식매매가 증가한 것이나 인덱스펀드와 ETF 같은 패시브 지수추종형 펀드 비중의 증가로 주식시장의 변동성이 낮아진 것도 위탁매매 감소의 원인으로 지목되고 있다. 저성장 시대로 오면서 기업이익의 정체가 심화된 점도 투자자들의 주식투자 및 거래 유인을 낮춘 것으로 평가되고 있다. 최근 1~2년 사이 변동성이 낮아지고 수익률의 감소가 지속되면서 기관투자자들의 주식거래 대금도 함께 감소하고 있는데 이 또한 개인고객의 이탈현상과 함께 위탁매매시장을 악화시키고 있는 요인으로 보인다(<그림 III-4> 참조).

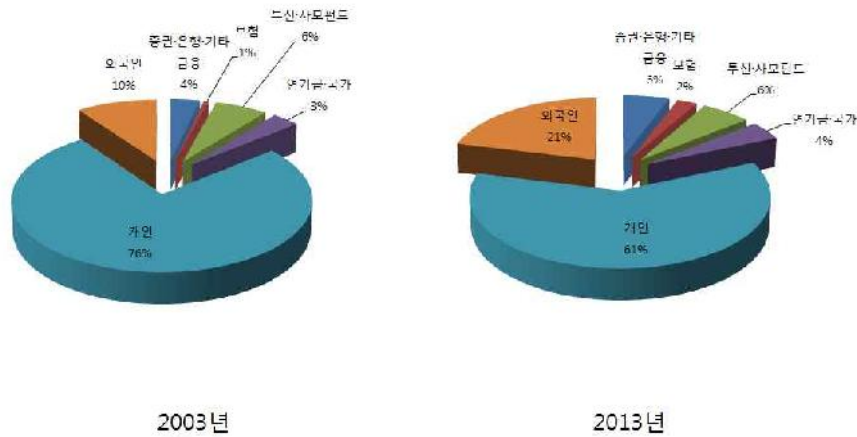
<그림 III-4> 개인 및 기관투자자의 일평균 주식거래 대금 추이



주 : 2013년은 6월까지의 자료임
 자료: FnGuide

<그림 III-5>는 지난 10여 년간 위탁매매 고객 구성의 변화를 보여주고 있다. 위탁매매 고객의 구성 변화를 보면 개인의 위탁매매 비중이 2003년 76%에서 2013년 61%로 크게 감소하였던 반면 외국계 증권사들이 독식하고 있는 외국인의 위탁매매 비중은 10%에서 21%로 증가하였던 것이 두드러진다. 그 외, 기관투자자의 위탁매매 비중은 14%에서 18%로 증가하였다. 보험과 연기금 등의 위탁매매 비중이 각각 1%와 3%에서 2%와 4%로 증가하였는데, 이는 고령화 시대에 들어서면서 개인들의 금융자산의 일정 부분이 자발적이든지 또는 비자발적이든지 간에 보험 및 연기금 등으로 들어갔던 것이 이들의 주식시장 참여를 높였기 때문인 것으로 보인다. 그러나 2000년대 중반 확대되었던 주식형 펀드시장이 서브프라임 사태 이후 위축된 탓에, 투신·사모펀드의 위탁매매 비중은 6%로 정체된 모습을 보여주고 있다.

<그림 III-5> 투자자 유형별 주식거래 비중의 변화



주 : 2013년은 6월까지의 자료임
 자료: FnGuide

고령화 시대에 개인들의 금융자산 중 보험이나 연금의 비중이 확대되고 개인들이 직접투자보다는 안정적이면서도 수익률을 제공하는 금융투자상품을 선호할 가능성이 있어 기관투자자 부문이 주식시장에서 차지하는 비중은 지속적으로 확대될 것으로 보인다. 기관화가 확대됨에 따라 대규모 거래를 위한 Dark Pool 형태의 거래나 파생상품과 연계된 거래 또는 헤지펀드에 의한 대차거래 등이 확대되고 있는데, 이에 따라 위탁매매의 유형도 점차 다양해질 것으로 보인다.

<표 III-1>은 유가증권 유형별 증권사 위탁매매수익과 수수료율을 보여주고 있다. <표 III-1>에서 확인할 수 있듯이, 주식 위탁매매 수수료율은 2003년 이후 꾸준히 하락하면서 2003년 16.9bp에서 2012년 9.4bp로 지난 10년 사이 약 45% 정도 감소하였다.¹⁰⁾ 주식 위탁매매 수수료율 하

10) 지난 2011년 위탁매매 부문에 모바일 서비스가 본격적으로 도입되면서 수

락의 원인은 IT 기술이 진화하면서 비용이 절감되었을 뿐 아니라 온라인 위탁매매 서비스의 차별화가 크게 나타나기 어려워 온라인 고객들이 수수료율에 민감하게 반응함에 따라 수수료율 경쟁이 과열되었기 때문인 것으로 보인다.

이외 주식 위탁매매 고객을 유치할 경우 증권사들이 신용공여나 자선들이 취급하는 금융투자상품의 수익 측면에서 시너지를 고려한 것도 증권사 간 위탁매매 수수료율 경쟁을 부추겼던 요인으로 보인다.

<표 III-1> 유가증권 유형별 증권사 위탁매매 수수료(율) 추이

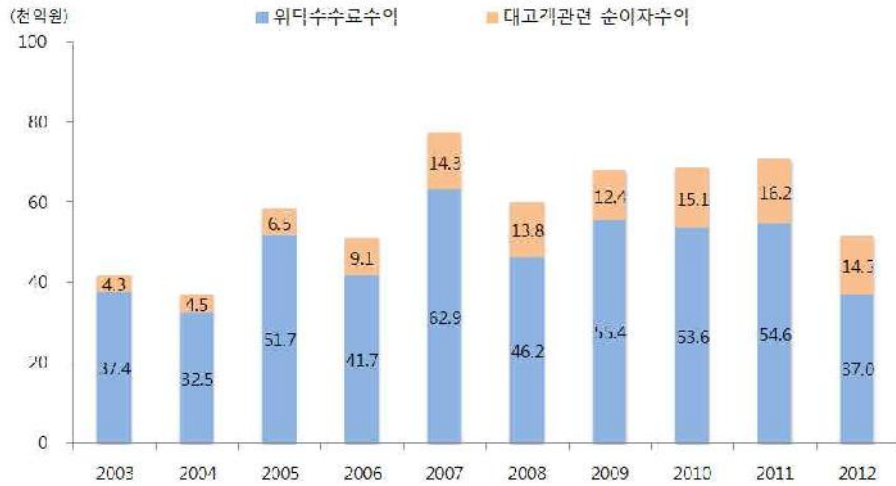
(단위: 천억원)

연도	주식		채권		선물		옵션	
	수익	수수료율	수익	수수료율	수익	수수료율	수익	수수료율
2003	25.2	16.9bp	0.13	0.99bp	2.37	0.57bp	3.96	17.8bp
2004	20.6	16.5bp	0.20	1.03bp	2.42	0.54bp	3.18	16.5bp
2005	35.2	16.2bp	0.23	1.34bp	2.22	0.47bp	3.09	16.3bp
2006	33.1	15.0bp	0.26	1.19bp	2.16	0.42bp	3.09	16.2bp
2007	56.0	14.8bp	0.34	0.22bp	2.82	0.40bp	5.09	14.8bp
2008	32.3	11.9bp	0.26	0.14bp	2.68	0.33bp	4.79	8.6bp
2009	41.2	11.4bp	0.42	0.12bp	2.60	0.27bp	3.54	4.8bp
2010	38.4	11.6bp	0.47	0.11bp	2.83	0.22bp	3.88	5.0bp
2011	41.4	9.8bp	0.46	0.11bp	3.26	0.22bp	4.16	4.4bp
2012	29.4	9.4bp	0.36	0.11bp	1.90	0.22bp	2.16	4.1bp
2003-2007	39.4	16.6bp	0.23	0.95bp	2.40	0.48bp	3.68	16.3bp
2008-2012	41.8	10.7bp	0.42	0.12bp	2.78	0.25bp	3.85	5.4bp

자료: 금융감독원 금융통계시스템

수수료율 경쟁은 한층 과열된 것으로 보인다. 실제로 2011년 위탁매매 수수료율은 2010년 대비 15.5%의 큰 감소폭을 보였다.

<그림 III-6> 위탁매매 수수료수익과 관련 순이자수익 현황



주 : 대고객 관련 순이자수익=신용공여이자+매입대출채권이자+대출금이자+차주 매각대금이용료+증금예치금이자+별도예치금평가이익-대주매각대금이용료-투자자에탁금이용료-별도예치금평가손실

자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-6>은 위탁매매 대고객 관련 순이자수익이 확대되고 있음을 보여주고 있다. 위탁매매 관련 순이자수익은 2003년 4,300억원 수준에서 2007년 1조 4천억원으로 3배 이상 증가했다. 최근 3년간 위탁매매수수료 대비 위탁매매 대고객 관련 순이자수익의 비율도 31.5%로 12.0%였던 2003년과 차이가 크게 나타났다.

주식 위탁매매 외에도 채권, 선물, 옵션 등의 위탁매매 수수료율도 2000년대 초중반(2003~2007년)에 비해 2000년대 후반 이후(2008~2012년)에 크게 감소하였는데, 대표적으로 채권이 0.95bp에서 0.12bp로 가장 큰 감소폭을 보였으며 선물과 옵션도 각각 0.48bp와 16.3bp에서 0.25bp와 5.4bp로 1/2 수준 또는 1/3 수준으로 감소하였다.

요약해보면, 지난 10여년 사이 주식 위탁매매 수수료율이 2배 이상 감소하였던 것은 최근 위탁매매가 감소하였던 것 외에 위탁매매수익을 악화시켰던 주된 요인이었던 것이다.

<표 III-2> 유가증권 유형별 위탁매매 시장집중도 추이

연도	주식		채권		선물		옵션	
	CR5	HHI	CR5	HHI	CR5	HHI	CR5	HHI
2003	50.2	666	78.1	1,584	42.9	567	36.3	500
2004	50.7	675	73.1	1,262	39.5	530	36.9	500
2005	52.5	744	79.4	1,437	41.9	569	38.9	539
2006	51.0	726	70.2	1,220	39.2	551	36.3	524
2007	50.4	714	72.3	1,749	39.4	556	39.3	556
2008	49.2	688	58.2	930	40.5	585	41.2	574
2009	48.1	664	50.1	767	35.6	493	41.3	569
2010	47.5	638	47.3	696	38.1	499	39.8	547
2011	45.4	607	44.4	681	37.7	483	39.4	538
2012	46.0	611	42.2	633	39.3	511	40.2	542
2003-2007	51.0	705	74.6	1,450	40.6	554	37.5	524
2008-2010	47.2	642	48.4	741	38.2	514	40.4	554

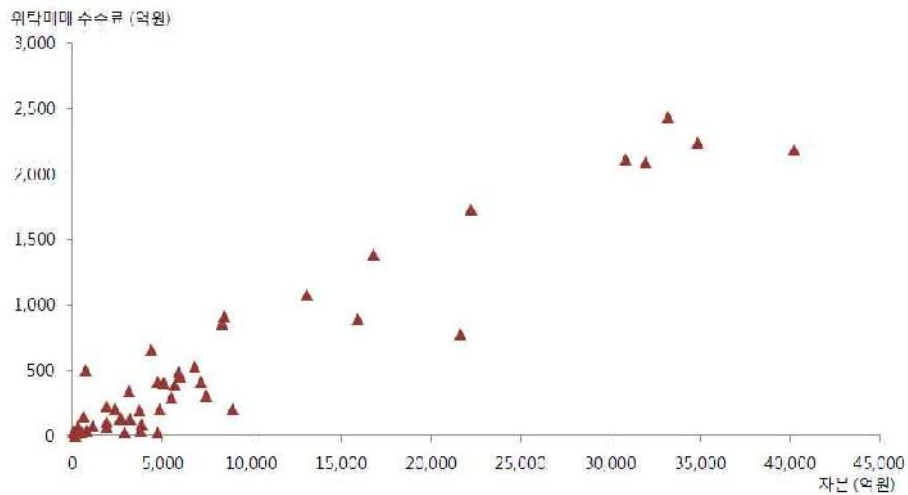
자료: 금융감독원 금융통계시스템

시장구조 측면에서 보면 2012년 수수료수익 기준 상위 5개사들의 시장점유율이 주식 46.0%, 채권 42.2%, 선물 39.3%, 옵션 40.2%로 낮았고 HHI(Herfindahl Hirschman Index)지수¹¹⁾ 또한 500~700%로 낮게 나타났다. 이는 위탁매매 부문이 매우 경쟁적인 시장구조에 있음을 보여주는 것이다. <그림 III-7>에서 확인 할 수 있듯이 위탁매매 부문의 시장구조는 증권사들의 자본력과 매우 밀접한 관계를 가지고 있다. 이는 위탁

11) HHI지수는 통상 2,000% 이상이면 독점적인 시장구조, 1,000~2,000% 사이는 과점적인 시장구조, 1,000% 미만이면 경쟁적인 시장구조에 있다고 본다.

매매 부문이 리테일 영업망에 상당히 의존하기 때문이다. 결국 증권업 전체에서 상위 5개 증권사들이 차지하는 자본력 비중이 43.3%임을 보면, 위탁매매 부문의 경쟁구도는 자본력 측면에서 경쟁적인 증권산업의 시장구조에 따른 것임을 알 수 있다.

<그림 III-7> 증권사 자본력과 주식 위탁매매수수료 간 상관관계



자료: 금융감독원 금융통계시스템

한편 위탁매매 부문이 자본력과 점포망이 고객유치 경쟁에서 중요한 요인 중의 하나임에도 불구하고 고객확보를 위한 수수료 경쟁은 여전히 치열하였던 것으로 보인다. 그 이유는 수수료에 민감한 온라인 고객을 유치하기 위한 경쟁이 증권사 사이에서 매우 치열하였고 이로 인해 증권사들은 자사의 오프라인 리테일 고객이나 법인 대상의 위탁매매 수수료율도 함께 낮출 수밖에 없었기 때문인 것으로 보인다.

마지막으로, 최근 국내 증권사들의 해외진출은 온라인 위탁매매 부문을 중심으로 나타나고 있다. KDB대우증권은 인도네시아 최대 온라인 증

권사 eTrading증권의 지분 41.65%를 정식으로 인수하고 인도네시아 시장 진출을 본격화하였다. 실제로 KDB대우증권은 2007년부터 eTrading증권의 지분을 꾸준히 취득하며 인도네시아 금융시장에 대한 경험을 축적하는 한편, IT, 경영전략, 마케팅을 중심으로 eTrading증권에 대한 지원을 강화해왔다. 그 결과 1% 미만에 불과했던 시장점유율을 3.6%까지 상승시켰고, 특히 온라인시장에서는 점유율 20%를 차지하며 온라인 1위 회사로 성장시키는 성과를 창출했다.¹²⁾ 그 외 최근 키움증권이나 대신증권 등은 인도네시아에 현지 법인을 설립하거나 현지 증권사와 온라인 사업을 협력하는 등 위탁매매 진출에 박차를 가하고 있다. 이러한 현상은 국내 위탁매매시장이 포화상태이고 경쟁이 치열한 반면 국내 증권사들이 다년간 쌓아온 온라인 위탁매매 영업전략이나 경쟁력이 주식 위탁매매시장이 최근 성장하고 있고 아직 국내보다는 발달하지 못한 아시아 시장에서 활용될 수 있다는 강점이 작용하고 있는 것으로 보인다.

나. 위탁매매의 Key Gaps 분석

증권사들의 주 고객이자 매매회전율이 높아 위탁매매 수익성을 높였던 개인투자자들이 주식시장에서 이탈하면서 증권사의 위탁매매 규모를 크게 낮추고 있다. 고령화 시대에 접어들면서 개인들은 안정적이면서도 일정 수준의 수익성을 제공하는 보험, 연금, 펀드 및 금융투자상품 등을 통한 간접투자를 확대하고 있다. 이러한 간접투자는 이들의 주식에 대한 직접투자를 대체하고 있다. 서브프라임 사태 이후 개인투자자들은 저성장 기조에서 주식 수익률에 대한 기대가 낮아졌을 뿐 아니라 주식투자에 따른 위험 부담을 크게 가지면서 은행예금이나 중위험·중수익 상품

12) KDB대우증권은 eTrading증권 지분 41.65%를 인수해 기존 38.35%였던 지분율을 80%까지 지분을 확대했다(KDB대우증권, 포기할 수 없는 해외 진출의 꿈, 이데일리 2013.10.4).

등 안전자산에 대한 선호 현상이 커졌다. 이러한 현상이 구조적인 측면이 크다는 점에서, 개인투자자들의 주식시장 이탈은 향후에도 지속될 것으로 보인다. 국내 증권사 대부분이 리테일 위탁매매 중심의 수익구조를 갖추고 있어 현재의 추세가 지속될 경우 개인투자자 감소에 따른 위탁매매 수익성 악화는 심화될 가능성이 크다.

이와 같이 위탁매매 수요의 확대 가능성이 적고 영업의 속성장 수수료 마진을 높이기 어렵지 않은 구조에서 위탁매매 부문은 향후 증권업계의 성장 동력이 되기는 어려울 것으로 보인다. 미국과 일본 등 해외사례를 보면, 위탁매매 수수료율의 경쟁이 심화되고 기관투자자들의 참여가 확대되는 등 자본시장이 발전하는 과정에서 위탁매매 부문의 비중이 위축되었음을 알 수 있다. 이러한 상황에서 리테일 위탁매매 영업에 인력과 자본이 집중되어 있어, 국내 증권사들이 수익구조 개선을 통하여 새로운 성장 동력을 찾는 데 노력해야 할 것이다.

일부 온라인 특화증권사를 제외하고 중소형사들 대부분이 대형사와 마찬가지로 점포망을 통한 리테일 영업에 상당히 의존하고 있고 천편일률적인 종합증권업 형태를 유지하고 있기 때문에 위탁매매 부문의 시장 점유율은 증권사의 자본력에 비례하고 있음을 앞서 확인하였다. 그런데 신보성 외(2008)에 따르면 위탁매매 부문이 비용측면에서 규모의 경제를 가진다. 이는 중소형사들의 비용구조가 위탁매매 고객 규모가 상대적으로 큰 대형사에 비해 비효율적일 것임을 의미한다. 따라서 중소형사들은 위탁매매 위축에 따른 추가적인 비용부담이 더욱 심각할 것이다.

한편, 기관투자자들의 위탁매매 비중이 확대되고 있는 가운데 지난 10년 사이 애널리스트들의 수는 크게 증가하였다. 그러나 애널리스트 서비스 부문에서 차별화된 경쟁력이나 역량은 이에 비례하여 향상되지 못하고 있다. 이는 국내 증권사들이 전 산업을 대상으로 기업 커버리지를 높이는 방향으로 애널리스트 규모를 키우고 있어, 특정한 산업이나 섹터

에서 전문성이 높은 애널리스트들을 양성하지 못하였기 때문이다. 더욱이, 중소기업 뿐 아니라 대형사들도 미국의 선진사례¹³⁾와 같이 특정 산업이나 섹터 부문에서 평판을 갖춘 애널리스트들을 가지고 있지 못하고 이를 통해서 애널리스트 부문과 투자은행 사업 간 시너지도 만들어 내지 못하고 있다.

다. 국내 위탁매매시장의 중장기 전망

1) 주식 위탁매매시장 전망을 위한 방법론과 요인 분석

2020년까지의 주식 위탁매매시장 전망을 위한 방법론은 다음과 같다. 시장 전망을 위한 첫 번째 단계는 주식 위탁매매시장 규모에 영향을 줄 수 있는 시장환경적 외생변수들을 설명변수로 설정한 회귀분석을 함으로써 시장환경적 외생변수들과 위탁매매시장 규모 간의 관계를 추정한다. 두 번째 단계는 시장환경적 외생변수들의 향후 예상치를 추정된 모형에 적용함으로써 주식 위탁매매시장 규모를 구하고 가정된 수수료율을 곱하여 수익규모를 예측한다.

위탁매매수익은 매매회전율(turnover)과 시가총액으로 구성된 위탁매매 거래대금과 수수료율을 곱한 값이다. 본고에서는 매매회전율과 시가총액이 결정되는 요인이 달라 이들 변수들에 대한 회귀분석을 개별적으로 수행하였다. 매매회전율과 시가총액을 추정하기 위한 회귀분석은 분위추정법(quantile regression)을 이용하였는데, 이 방법론은 최소자승법보다는 특이값(outlier)에 영향을 덜 받는 장점을 가진다. 모든 회귀분석은 2003년부터 2012년까지로 10년 동안의 분기 통계치를 사용하였다.

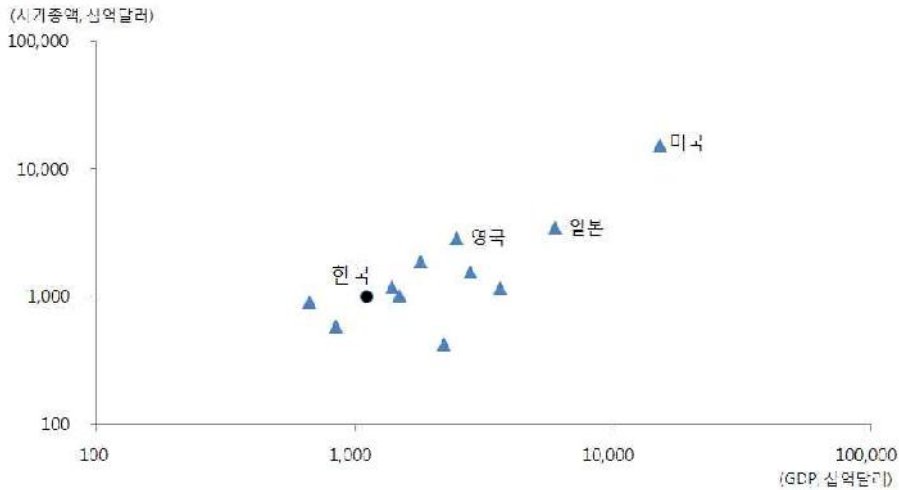
13) 이를 테면, Piper Jaffray는 7개 주력산업을 중심으로 투자은행과 법인 브로커리지 간의 시너지를 창출하고 있고 Friedman Billing Ramsey(FBR), JMP Group, KBW 등도 유사한 전략으로 수익을 내고 있다.

$$\begin{aligned} \text{위탁매매 수수료수익} &= \text{위탁매매 수수료율} \times \text{위탁매매 거래대금} \\ &= \text{위탁매매 수수료율} \times (\text{매매회전율} \times \text{시가총액}) \end{aligned}$$

먼저, 매매회전율을 추정하는 회귀분석에서는 설명변수로 해당 분기의 3개월 수익률(t), 변동성(t), 개인비중 변화(t)를 이용하였다. 여기서, 3개월 수익률(t)은 t분기의 종합주가지수와 코스닥지수의 수익률을 해당 분기의 시가총액을 기준으로 가중 평균한 주가지수수익률이고 변동성(t)은 종합주가지수와 코스닥지수의 표준편차를 시가총액을 기준으로 가중 평균한 주식지수수익률의 t분기 표준편차이며, 개인비중 변화(t)는 2003년 1분기를 기준으로 유가증권시장과 코스닥시장의 일간 개인순매수를 해당일 시가총액으로 나누어 구한 개인 주식보유비중의 변화에 대한 t분기까지의 누적치가 된다. 한편, 종속변수인 매매회전율은 국내 증권사 전체의 분기별 주식위탁매매 거래대금(시장+장외)을 해당 분기의 평균 시가총액으로 나눈 값이다.

시가총액을 추정하기 위한 회귀분석에서는 설명변수로 t분기의 경제총생산(t), t분기부터 1년간의 경제성장률(t+4), t분기 AA-등급 이상 만기 3년의 회사채 금리(t), t분기의 평균 환율(t) 등이 이용되었다. 종속변수는 유가증권과 코스닥 시가총액을 더한 분기별 평균 시가총액으로 사용하였다.

<그림 III-8> 국가별 GDP와 시가총액 간의 관계



자료: World Bank

자본시장 발달 정도에 따라 기업들의 주식시장 참여율이 달라 국내 총생산 대비 시가총액은 다소 차이가 있다. 그러나 국내총생산이 큰 경우 해당 국가 내 기업들의 수가 많고 생산규모도 크기 때문에 상장기업들의 시가총액은 GDP 규모와 높은 상관관계를 가진다. <그림 III-8>¹⁴⁾에서 알 수 있듯이, 국가별 GDP 규모와 시가총액 간에는 우상향 관계가 매우 유의적으로 나타나고 있다. 특히 이러한 분석결과는 향후 GDP 규모가 국내 주식시장 시가총액 결정에 중요한 영향을 미칠 것임을 시사한다.

시가총액은 기업들의 생산활동 또는 투자에 따른 수익성에 의해서도 결정된다. 국내 기업들의 생산활동 또는 투자활동은 회사채 금리 뿐 아니라 환율에 의해서도 영향을 크게 받는데, 그 이유로는 국내 기업들

14) <그림 III-8>에서 비교 국가들은 GDP가 대체로 우리나라보다 큰 OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) 국가들(호주, 캐나다, 프랑스, 독일, 일본, 네덜란드, 스페인, 스위스, 영국, 미국)이다.

상당수가 수출과 관련되어 있어 환율에 따라 수익성이 결정되기 때문이다. 그 외 외국인 투자자들의 국내 기업에 대한 주식투자가 환율에 영향을 받기 때문에 환율은 국내 주식시장 시가총액 결정에 중요하다.

<표 III-3> 매매회전율 및 시가총액과 설명변수 간 상관관계

	매매회전율		시가총액
3개월 수익률(t)	0.0769	경제총생산(t)	0.9627
3개월 수익률(t-1)	0.0466	경제성장률(t+4)	0.0576
변동성(t)	0.5712	회사채금리(t)	-0.2806
개인비중변화(t)	0.4547	환율(t)	-0.1517

<표 III-3>에서는 매매회전율 및 시가총액과 앞서 제시한 설명변수 간 상관관계를 나타내고 있다. 분석결과, 매매회전율의 경우 변동성(t)과 개인주식투자 비중의 누적치(t)와 상관관계가 높았고 시가총액은 경제총생산(t) 뿐 아니라 회사채금리(t) 및 환율(t)과도 높은 상관관계를 가지고 있음을 확인할 수 있었다.

<표 III-4> 매매회전율과 시가총액 결정요인 분석

종속변수 설명변수	매매회전율	시가총액
3개월 수익률(t)	0.0099*** (3.46)	
3개월 수익률(t-1)	0.0039 (1.36)	
변동성(t)	22.60*** (5.16)	
개인비중변화(t)	0.083*** (4.85)	
경제총생산(t)		1.19*** (23.10)
경제성장률(t+4)		11.01** (2.08)
회사채 금리(t)		-0.915 (-0.08)
환율(t)		-0.264** (-2.37)
상수항	0.584*** (3.87)	-18.01*** (-8.66)
R squared	0.4471	0.8354

주: *는 10%, **는 5%, ***는 1% 수준에서 유의적이며 () 안은 t 통계량임

<표 III-4>는 매매회전율과 시가총액에 대한 분위회귀분석의 결과를 보여주고 있다. 매매회전율의 경우, 해당 분기의 주식수익률이나 변동성, 개인비중 변화에 매우 유의적인 영향을 받고 있었다. 구체적으로는 주식 수익률과 변동성이 높을 때나 개인비중이 높은 경우 매매회전율이 높아지는 것으로 나타났다. 시가총액의 경우, 경제총생산, 경제성장률은 양(+)의 계수 값을, 환율은 음(-)의 계수 값을 보였으며, 모두 유의적인 것으로 나타났다.

<그림 III-9> 예측된 위탁매매수익과 실제 위탁매매수익



자료: 금융감독원 금융통계시스템

<그림 III-9>는 회귀분석을 통해서 추정된 계수들과 과거 설명변수들의 값을 이용하여 분석기간 예측된 위탁매매수익과 실제 위탁매매수익을 비교하고 있다. 예측된 위탁매매수익 추이는 2007년 일부 분기를 제외하고는 실제 위탁매매수익 추이와 매우 유사하게 나타나고 있음을 알 수 있다.

2) 위탁매매 부문의 시장 전망

주식 위탁매매회전율과 시가총액에 대한 회귀분석을 이용하여 구한 추정계수들과 시장환경적 요인변수들의 전망치를 이용하여 2020년까지의 위탁매매시장 규모를 예측한다. <표 III-5>는 주식 위탁매매시장 규모에 영향을 주는 변수들에 대해 가정된 수치를 보여준다. 회귀분석 결과를 주식 위탁매매 수수료수익 전망에 한하여 이용할 수밖에 없기

때문에, 전체 위탁매매수익을 전망하기 위해서는 여타 유가증권에 대한 위탁매매 수수료수익이나 위탁매매 관련 이자수익 등을 추가로 구해야 한다. 이를 위해 본고는 현재의 주식 위탁매매 수수료수익 대비 여타 유가증권 위탁매매 수수료수익과 위탁매매 관련 이자수익의 비율이 향후 2020년에도 동일하게 유지된다고 가정하고 이들 수익에 대한 예측치를 구한다.

<표 III-5> 위탁매매 전망을 위한 변수들의 가정된 수치

변수	가정된 수치	비 고
변동성	0.02325%	최근 3년 평균
3개월 수익률	3.323%	분석기간 평균
개인비중 변화	-0.033%	분석기간 평균 감소율
연간 경제성장률	-	국회예산처 보고서 참고
환 율	-	국회예산처 보고서 참고
회사채(3년, AA-)	-	국회예산처 보고서 참고
위탁매매 수수료율	-	분석기간 수수료율 감소율의 1/2
주식 위탁매매수익	84.45%	전체 위탁매매수수료 대비
위탁고객 이자수익	23.98%	전체 위탁매매수익 대비

위탁매매 전망을 위한 변수들의 가정된 수치로 3개월 수익률은 분석기간 평균치를 이용하였고 변동성은 최근 3년 평균 변동성, 개인비중 변화는 분석기간 동안의 평균 감소율을 이용하였다. 경제성장률, 환율, 회사채(3년, AA-) 변수는 최근 국회예산처 중장기 전망보고서에서 발표된 전망치를 이용하였다. 위탁매매 수수료율은 분기별 0.65% 수준의 수수료 하락률을 가정하였는데 이는 현재의 감소추세보다 1/2 수준 완화¹⁵⁾된 것이다.

15) 위탁매매 수수료율이 상당히 낮아진 상황이기 때문에, 증권사 간 경쟁이 높더라도 현재보다는 하락 추세가 완화될 것이라고 보았다.

<표 III-6> 연도별 위탁매매 부문의 수익 추정

(단위: 조원)

	주식 위탁매매수수료	전체 위탁매매수수료	이자수익 포함한 위탁매매수익
2014	3.73	4.41	5.81
2015	3.83	4.53	5.96
2016	3.92	4.64	6.10
2017	4.07	4.82	6.34
2018	4.19	4.97	6.53
2019	4.30	5.09	6.70
2020	4.39	5.19	6.83

추정 결과, 향후 위탁매매 수수료수익은 연평균 약 2.8%의 성장률로 2020년에는 약 5.2조원 수준이 되고 이자수익을 포함한 위탁매매 관련 총 수익으로는 약 6.8조원이 될 것으로 예상되었다. 현재 위탁매매수익 규모가 여타 사업 부문에 비해 매우 크기 때문에, 위탁매매수익 규모 성장률이 낮더라도 2020년에도 위탁매매 부문이 전체 증권업 수익에서 차지하는 비중은 여전히 높을 것으로 보인다.

라. 소결

국내 위탁매매 부문은 지난 10년 사이 고객구성의 변화, 위탁매매 규모의 정체, 수수료율 하락 등이 주요한 특징으로 나타났다. 주식보유비중의 변화를 보면 개인의 비중은 크게 감소하였던 반면 기관투자자와 외국인의 비중은 꾸준히 증가하였다. 이는 개인투자자들이 주식시장을 이탈하고 자산관리나 보험, 연금 부문이 확대되면서 기관투자자들의 주식시장 참여가 상대적으로 증가하였기 때문이다. 매매회전율이 높은 개인투자자들의 위탁매매 비중이 감소한 것 외에도 ELS나 ETF 등 금융투자상품이 확대되면서 기관들의 헤지거래나 패시브한 거래가 증가하여 주식시장의 변동성이 낮아졌을 뿐 아니라 저성장 시대에 기업들의 실적이 악화되었던 점도 위탁매매시장을 위축시켰던 요인임을 확인하였다. 다른 한편, 위탁매매 서비스의 차별화가 어렵기 때문에 증권사들이 고객을 확보하기 위해 수수료율 경쟁을 확대하였던 것도 사실이다. 위탁매매 거래가 감소하였던 요인이 구조적인 변화에 기인한 점이 크고 수수료율도 더욱 낮아질 가능성이 크다는 점을 감안하면, 향후 위탁매매수익 규모는 본 절에서 분석한 위탁매매시장 전망과 같이 높은 성장률을 보이는 것은 어려울 것으로 보인다.

비록 위탁매매 성장률이 여타의 부문보다도 낮을 것으로 예상되지만 현재의 시장 규모 자체가 매우 크기 때문에 위탁매매 부문은 당분간 증권업 내 높은 수익원을 유지할 것으로 보인다. 결국 증권사들은 위탁매매 부문에서 비용효율성을 최대한 높임으로써 현재보다 수익성을 개선하는 전략을 취해야 할 것이며 기관화되고 있는 위탁매매시장에 적절하게 대응해야 할 것으로 보인다.