

[성장금융산업]

정길원
 02-3774-1675
 gilwon.jeong@miraesaset.com

경민정
 02-3774-1437
 minjeong_kyeong@miraesaset.com

성장금융산업(증권)

카카오 증권업 진출 : 성공의 충분조건은?

금융업의 자본규제는 플랫폼의 특질과 배치

카카오페이증권이 카카오의 플랫폼을 바탕으로 본격적인 증권업 영업을 시작할 수 있게 되었다. 다른 선례(카카오의 다른 서비스)를 끌어와서 성공할 것이라고 예단하기는 어렵다. 막강한 플랫폼을 활용할 수 있다는 것은 필요조건이지 금융업에서 성공할 수 있는 충분조건은 아니기 때문이다.

그 충분조건은 금융업에 수반되는 위험에 대한 제어이다. 성공적인 모델인지 여부는 위험대비보상의 관점에서 평가해야 한다. 특히 증권업은 금융시장의 위험을 인수하거나 중개하면서 수익을 거두는 모델을 지니고 있기 때문이다.

증권업의 질적, 양적 자본규제는 작은 증권사에 불리하다. 일단 증권업의 순자본비율 규제 경우 라이선스 비용의 절댓값에 대한 위험액의 수준을 측정하고 있기 때문에 작은 자본은 사업의 확장에 큰 장애가 된다. 작은 증권사가 불리하다기 보다는 큰 증권사의 자본활용도를 높이기 위한 정책적 의지가 내포되어 있다.

만약 영업이 잘 된다고 해도 이러한 위험액의 증가는 비례적으로 늘어나기 때문에 자본력의 확충도 필연적이다. 영업이 잘 안되어도 운영위험액이 부가된다.

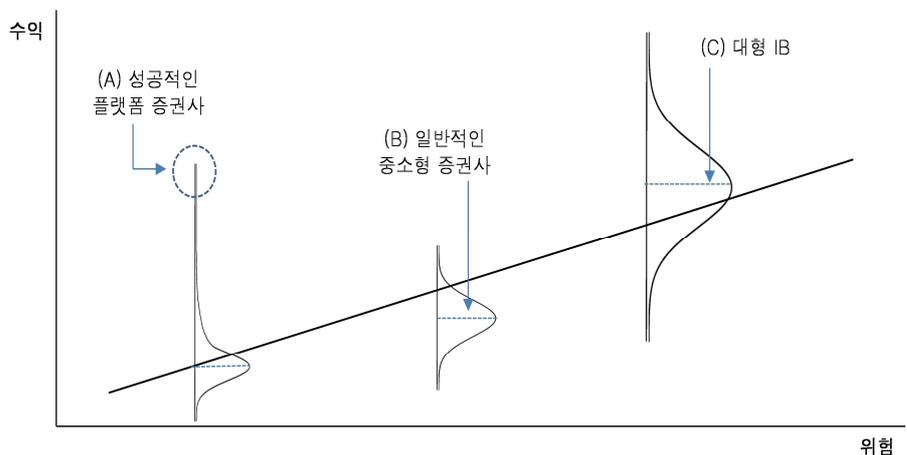
외형 보다 '위험-수익'의 관점에서 비즈니스 모델의 정립이 포인트

금융업의 자본규제는 '담을 수 있는 그릇의 크기를 한정한다'고 비유할 수 있고, 이는 흔히 알고 있는 플랫폼 사업의 특질과 배치된다. '플랫폼의 크기 = 금융업의 성공'으로 등치시킬 수 없는 근본적인 이유이다.

우리가 관찰해야하는 점은 카카오증권의 계좌가 얼마나 늘어나고, 외형이 커지는지 뿐 아니라, 그 이면에 위험이 비례해서 늘어나지 않는지 여부이다. 이 경우 작은 자본으로도 운영이 가능할 것이고 그렇지 않다면 카카오뱅크처럼 지속적으로 증자가 필요할 것이다.

성공한다면 아래 그림의 A와 같은 형태가 될 것이고, 아니면 보통의 증권사처럼 B의 형태가 될 것이다. C의 영역은 대형IB의 모델이다. 카카오 뿐 아니라 증권업 진출을 추진하고 있는 토스 등 유사한 케이스에서도 상기의 관점에서 바라볼 필요가 있다.

위험-수익의 관점에서 증권업의 유형



성공 여부를 평가하는
‘위험-수익’의 관점에서
접근해야...

카카오 증권업 진출 - 성공의 충분조건?

카카오페이의 바로투자증권 인수가 승인되었다. 카카오의 플랫폼을 바탕으로 본격적인 증권업 영업을 시작할 수 있게 되었다.

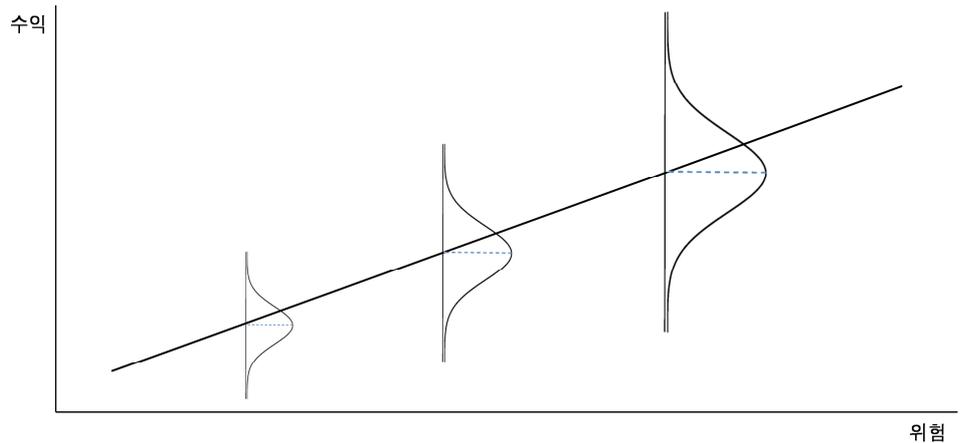
금융업의 수익은 금융자산의 규모와 회전율, 금리 수준 등이 조합되어 규모가 결정된다. 이러한 요소에 의해 확장성이 제약되므로 기본적으로 제로섬 경쟁이다. 새로운 경쟁자의 출현은 시장의 파이를 키우기 보다 경쟁의 심화로 이어질 수 밖에 없다.

카카오의 증권업 진출을 기존의 다른 선례(카카오의 다른 서비스)를 끌어와서 성공할 것이라고 예단하기는 어렵다. 막강한 플랫폼을 활용할 수 있다는 것은 필요조건이지 금융업에서 성공할 수 있는 충분조건은 아니기 때문이다.

충분조건은 금융업에 수반되는 위험에 대한 제어이다.

성공적인 모델인지 여부는 위험대비 보상의 관점에서 평가해야 한다. 특히 증권업은 금융시장의 위험을 인수하거나 중개하면서 수익을 거두는 모델을 지니고 있기 때문이다.

그림 1. 위험과 수익의 재구성



자료: Howard Marks, 미래에셋대우 리서치센터

전통적인 자본시장선은 위험의 크기와 수익성은 선형적인 관계를 지닌다. 일정한 위험은 일정한 수익을 거두는 정규분포를 띤다. 만약 동일한 위험으로 더 높은 수익성을 거둔다면 성공한 비즈니스 모델(좋은 투자 자산) 이라고 할 수 있다.

위험에 대한 노출이 작을수록 기대수익은 낮은 수준에 머물고, 이례적으로 높은 수익을 거둘 가능성이나 그 크기는 작을 수 밖에 없다. 반면 위험의 크기가 클수록 평균적으로는 수익성이 높아지고 이례적인 높은 수익이나 낮은 수익의 가능성도 커진다.

위탁중개업, CMA, 신용융자 등 낮은 위험을 수반하는 영역은 전자에 해당하고, IB 및 PI 등은 후자에 속한다. 전자는 경쟁 심화와 마진하락으로 사양 영역으로 전략한지 오래이다. 이를 타개하기 위해 증권사들은 자본력을 강화하고 M&A를 거치면서 후자의 영역으로 비즈니스모델을 전환하고 있는 상태이다. 자본력과 외형이 크면 좋은 Deal Sourcing을 통해 동일한 위험대비 상대적으로 높은 수익을 달성할 수 있는 지위를 점하기 때문이다.

위험이 외형과 비례적으로
늘어난다면 자본 확충 부담은
상존

카카오증권의 경우 어떤 영역에 포지셔닝할 것인가?

현재로서는 후자가 되기는 어렵다. 이미 10조원에 육박하는 자본을 지닌 증권사가 출현한 상황에서 카카오의 자본력과 이익 창출력으로는 대적하기 힘들다.

결국 전자로 귀결되는데 여기에서도 고려할 점이 있다. 모든 금융업이 피할 수 없는 ‘자본규제’이다. 증권업의 자본 규제는 크게 보면 1) 위험에 대한 자본 완충능력을 확보하려는 ‘순자본비율’ 제도와 2) 자본 대비 과도한 레버리지를 차단하는 규제이다. 질적인 면과 양적인 면에서 차이를 돌본 자본 대비 위험의 수준을 제어하려는 것이다.

일단 증권업의 순자본비율 규제의 경우 라이선스 비용의 절댓값에 대한 위험액의 수준을 측정하고 있기 때문에 작은 자본은 사업의 확장에 큰 장애가 된다. 작은 증권사가 불리하다기 보다는 큰 증권사의 자본활용도를 높이기 위한 정책적 의지가 내포되어 있다.

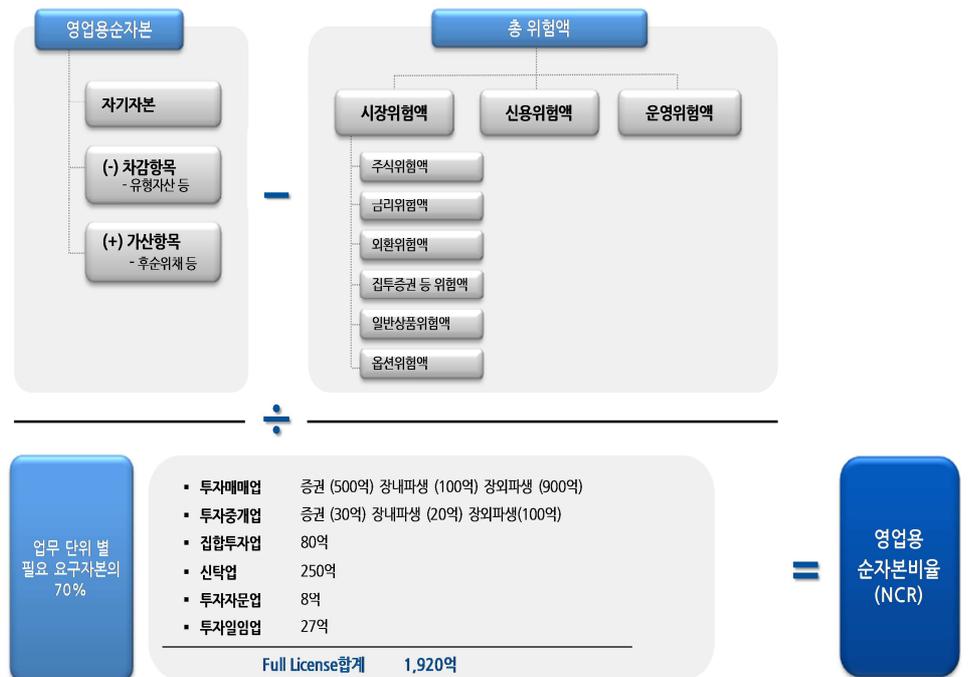
그나마 작은 자본으로 할 수 있는 HTS, CMA, 신용융자 등이 초기의 주요 사업 영역일 것이다. 그러나 이러한 영업에도 자본규제는 부담으로 작용한다.

위탁 거래는 상당한 IT 설비가 필요한데 늘어나는 고정성 자산은 영업용순자본에서 그대로 차감된다. (평균적으로는 자기자본의 25% 정도가 차감된다.)

CMA의 경우도 금리 경쟁력을 지니려면 유동성 자산을 제외하면 국채 보다는 낮은 신용도의 자산을 편입해야하고 이는 위험액 증가로 이어진다. 그나마 수요와 수익성이 확보된 신용융자 역시 자기자본의 100% 이내에서만 가능하다.

상기의 영업부문이 적자를 지속해도 운영위험액이 필요자기자본에 정률로 부가된다.

그림 2. 순자본비율의 구조



자료: 금융감독원, 미래에셋대우 리서치센터

만약 영업이 잘 된다고 해도 이러한 위험액의 증가는 비례적으로 늘어나기 때문에 자본력의 확충도 필연적이다. 이는 카카오뱅크도 동일한 상황으로 지속적인 증자가 따르는 이유이다.

플랫폼의 속성은 막대한 사용자기반으로 외형을 늘리고, 한계비용을 떨어뜨릴 수 있다는데 있다. 플랫폼 사업자라 하더라도 증권업, 금융업을 자체적으로 하면서는 이러한 금융업 규제에 의해 레버리지의 장점을 살리는데 한계를 가질 수 밖에 없다.

	(억원, %)
1. 영업용순자본(=A-B+C)	474
B/S상 순재산액(A)	578
차감항목가액(B)	104
가산항목가액(C)	0
2. 총위험액(=E+F+G)	80
시장위험액(E=가+...+바)	0.3
가. 주식위험액	0.3
나. 금리위험액	-
다. 외환위험액	-
라. 집합투자증권 등 위험액	-
마. 일반상품위험액	-
바. 옵션위험액	-
신용위험액(F)	2
운영위험액(G)	77
3. 잉여자본: (1-2)	394
4. 법정자본금	150
투자매매업(인수업 제외) 집합투자증권(일반 및 전문투자자)	20
투자중개업 증권(일반 및 전문투자자)	30
투자매매업 채무증권(전문투자자)	100
5. 필요유지자기자본	105
6. 순자본비율: ((3/5)*100)	375.54

자료: 바로투자증권, 미래에셋대우 리서치센터

금융업의 자본규제는
무한 레버리지 가능한
플랫폼의 특질과 배치

충분조건 : 자본규제의 부담과 상관없는 모델

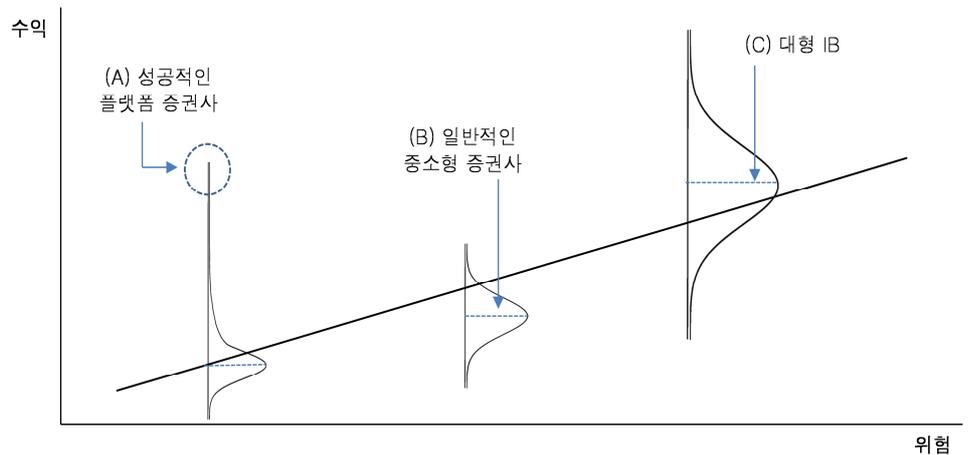
간단히 정리하면 금융업의 자본규제는 ‘담을 수 있는 그릇의 크기를 한정한다’고 비유할 수 있고, 이는 흔히 알고 있는 플랫폼 사업의 특질과 배치된다. ‘플랫폼의 크기 = 금융업의 성공’으로 등치시킬 수 없는 근본적인 이유이다.

우리가 관찰해야하는 점은 카카오증권의 계좌가 얼마나 늘어나고, 외형이 커지는지 뿐 아니라, 그 이면에 위험이 비례해서 늘어나지 않는지 여부이다. 이 경우 작은 자본으로도 운영이 가능할 것이고 그렇지 않다면 카카오뱅크처럼 지속적으로 증자가 필요할 것이다.

성공한다면 아래 그림의 A와 같은 형태가 될 것이고, 아니면 보통의 증권사처럼 B의 형태가 될 것이다. C의 영역은 대형IB의 모델이다.

카카오 뿐 아니라 증권업 진출을 추진하고 있는 토스 등 유사한 케이스에서도 상기의 관점에서 바라볼 필요가 있다.

그림 3. 위험-수익의 관점에서 증권업의 실질적인 유형



자료: 미래에셋대우 리서치센터

성공의 모범사례 :
WeBank, 위험을 낮춘 중개형
모델을 구축

전술한 관점에서 볼 때 좋은 성공 사례가 있다. 중국 최대 인터넷은행인 ‘WeBank’이다.

텐센트가 대주주로 2015년 설립한 WeBank는 중국 인터넷은행 중에서도 압도적인 외형과 수익을 달성하고 있다. 2018년 자산 증가율은 무려 169%, 대출 증가율은 151%에 이른다. 30%에 가까운 ROE를 시현하고 있는데, NIM 3.89%, NPL 비율은 0.51%로 익히 알고 있는 은행업의 성과로는 믿기 어려운 수준이다.

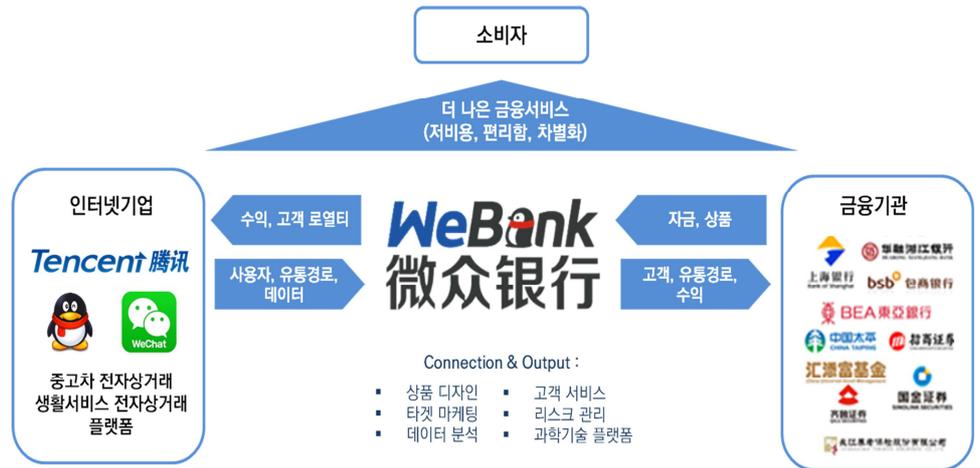
상대적으로 봐도 이러한 성과는 이례적이다. 비슷한 시점에 영업을 개시한 MYbank는 2위 사업자임에도 WeBank의 절반 수준의 외형에 불과하고, ROE는 절반에도 미치지 못한다.

WeBank 영업모델의 특징은 은행업 고유의 리스크를 최대한 낮추고, 중개형 모델을 지향한다는 점이다. 통상 대출이 실행될 경우 WeBank가 20%, 제휴한 은행이 80%를 제공한다. 막대한 대출 리스크를 짊어지기 어려운 현실적 제약을 고려하여 일종의 ‘공동대출모델’을 구축한 것이다. 풍부한 대출 여력을 가졌지만 채널 확장이 힘든 중소기업의 은행 및 지방은행, 온라인 채널에 대한 접근이 절실했던 시중은행들이 50개 가량 참여하고 있다.

WeBank의 경우 예대마진에 의존하는 형태가 아니므로 수익구조에서도 매우 특이한 점을 확인할 수 있다. 제휴은행들에게 받는 수수료의 비중이 전체 수익의 44%에 이른다는 점이다.

모든 금융업에 있어 리스크에 대한 대가로서 취하는 수익과 단순 중개에 따른 수수료는 Valuation에 있어서도 큰 차이점을 나타낸다. WeBank의 경우 아직 상장 상태가 아니므로 시가를 객관적으로 파악할 수는 없지만, 최근 펀딩 시 또는 외부 평가 시 PBR 10배 내외를 부여 받고 있는 상황이다.

그림 4. WeBank가 지향하는 은행과의 협력적 모델



자료: 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 중국 인터넷은행 재무현황

(백만원단, %)

	WeBank(微众银行)	MYbank(网商银行)	XW Bank(新网银行)
BS			
자산	220,037	95,864	36,157
- 대출	119,817	47,689	25,716
자본	11,940	5,365	3,172
부채	208,096	90,499	32,986
- 예금	154,478	42,979	13,638
PL			
영업수익	10,030	6,284	1,335
수수료손익	4,424	1,635	-
이자이익	5,520	4,623	-
기타수익	90	25	-
순이익	2,474	671	368
NIM	3.89	5.41	3.31
NPL	0.51	1.30	0.11
ROE	26.1	13.4	12.3

주: 2018년 12월 31일 기준

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

성장금융산업(증권)

카카오 증권업 진출 : 성공의 충분조건은?

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.