

이슈보고서 20-25

ISSUE
REPORT

국내 전문사모운용사 현황 및 경영성과 분석

김종민

국내 전문사모운용사 현황 및 경영성과 분석

저자 김종민*

2015년 10월 사모펀드 제도개편 이후 전문사모집합투자업자로 사모펀드 시장에 진출한 전문 사모운용사가 크게 늘면서 2020년 6월 기준 264개 전문사모운용사가 약 200조원의 자산을 운용하고 있다. 이들 전문사모운용사는 종합운용사에 비해 업력도 짧고 규모도 1/10 수준으로 영세하나, 사모펀드를 운용하는 만큼 보수율이 높고 다변화되어 있다. 특히, 부동산, 특별자산, 혼합자산 등 대체자산 전문 운용사가 크게 늘면서 이들이 운용하는 사모펀드 시장은 대체자산 중심 시장으로 자리매김하였다.

전문투자형 사모펀드 시장은 사모펀드 제도개편으로 운용사간 경쟁이 촉발되면서 매우 경쟁적인 시장으로 변모하였다. 이에 따라 적자를 보거나 최소자기자본 요건을 충족하지 못하는 운용사가 늘고 있다. 또한, 작년 이후 사모펀드 부실 및 환매 상환연기 사례가 속출하면서 사모펀드의 성장세가 꺾였을 뿐만 아니라 투자자들의 신뢰도 저하된 상태이다. 경영성과 분석결과, 소형 또는 적자 운용사라 하더라도 자기자본비율이 높을수록 ROE가 높게 추정되었다. 흑자 운용사는 업력이 짧을수록 ROE가 높지만, 적자 운용사는 업력이 짧을수록 ROE가 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과로 미루어보면, 운용사 역량 및 그간의 성과를 바탕으로 전문사모운용사간 양극화가 진행되고 있는 것으로 판단된다. 한편, 글로벌 금융위기 이후 저성장 저물가 환경이 대체투자 수요로 이어지면서 운용사 경영성과에도 긍정적인 영향을 끼친 것으로 추정된다.

사모펀드 제도개편의 긍정적인 효과에도 불구하고 부실 운용사의 증가추세와 최근의 환매·상환 연기 사례들은 운용사간 경쟁 및 시장 참여자간 이해관계에 따라 사모펀드에 내재된 위험들이 발현되는 과정을 보여주고 있다. 따라서 운용업계와 감독당국은 유사사례 재발을 막고 투자자들의 신뢰를 회복하기 위해 다양한 노력을 경주할 필요가 있다. 우선, 운용업계는 운용능력 및 위험관리 역량을 강화하고, 가능한 한 적격일반투자자를 대상으로 한 자금모집을 지양할 필요가 있다. 감독당국은 2015년 사모펀드 제도개편의 취지대로 사모펀드 시장이 시장규율에 따라 작동할 수 있도록 개선노력을 지속할 필요가 있다. 예를 들면, 부실 부적격 운용사의 적시 퇴출이 이루어지도록 하고, 투자자 책임원칙을 명확히 하되 적격일반투자자 요건을 재검토하여 투자위험을 감수할 수 없는 투자자들의 사모펀드 투자를 제한할 필요가 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
펀드·연금실 선임연구위원 김종민 (jongminkim@kcmi.re.kr)

I. 서론

2015년 10월 25일 사모펀드 제도개편안을 담은 자본시장법 개정안이 시행되었다. 당시 사모펀드 제도개편안의 핵심 내용은 일반사모펀드와 헤지펀드를 전문투자형 사모펀드로 일원화하고, 전문투자형 사모펀드를 운용하는 전문사모집합투자업자 제도를 도입하는 것이다(금융위원회, 2015). 특히, 심사요건 중 사업계획 타당성 심사를 제외하여 20억원 이상 자기자본, 3인 이상 전문 인력, 물적설비 요건 및 이해상충 방지장치 등 일정 요건만 갖추면 등록만으로 전문사모집합투자업을 영위할 수 있도록 진입장벽을 대폭 낮추었다.⁰¹

2015년 자본시장법 개정 이전만 하더라도 국내 자산운용 규제체계는 공모펀드 중심의 칸막이식 규제체계로서 공모펀드에 준하는 강한 규제를 사모펀드에도 적용하고 있었다. 반면 펀드시장이 발전한 미국이나 유럽에서는 공모펀드와 사모펀드의 특성이 상이한 만큼 공·사모펀드별로 이원화된 규제를 적용하고 있어서 우리나라 규제체계와는 규제격차가 매우 큰 상태였다(신보성외, 2015; 김종민, 2020). 그런데 우리나라에서도 고령화가 진전되고 저성장·저금리 기조가 지속되는 등 사회경제적 여건이 변화하면서 사모펀드에 대한 수요가 늘고, 모험자본 공급 등 사모펀드의 역할 강화 필요성이 제기되었다. 이에 따라 사모펀드 제도를 사모펀드 특성에 부합하도록 개편해야 한다는 주장이 힘을 얻게 되었고, 사모펀드 제도개편으로 이어진 것이다. 실제 당시 사모펀드 제도개편안의 취지도 사모펀드 규율체계를 단순화하여 투자자 성향에 맞는 다양한 펀드상품 출시를 유도하고, 손실 감내 능력이 충분한 투자자만 사모펀드에 투자할 수 있도록 하여 사모펀드 시장이 전문가 시장으로 자리매김할 수 있도록 하는 것이다.

2015년 사모펀드 제도개편 이후 국내 사모펀드 시장 상황은 이전과는 다른 양상으로 전개되었다. 우선, 자산운용사 수가 2014년말 87개사에서 2020년 6월 기준 310개사로 크게 증가하였다. 310개사에서 45개사는 모든 유형의 펀드를 운용할 수 있는 공모-종합인가를 받은 종합운용사이며, 약 85%를 차지하는 264개사는 전문사모집합투자업을 영위하고 있다. 국내 사모펀드 시장 역시 2015년말 200조원에서 2020년 6월 423조원 시장으로 성장하였고, 전문사모운용사들이 운용하는 사모펀드 규모는 동기간 34조원에서 145조원으로 4배 이상 확대되었다.

01 이후 사모펀드 유형은 전문투자형 사모펀드와 경영투자형 사모펀드(PEF)로 구분된다. 그리고 헤지펀드가 전문투자형 사모펀드로 통합되면서 투자한도는 기존 5억원에서 3억원(레버리지 200% 초과 시) 또는 1억원으로 낮아졌다. 사모펀드 설립은 설립 후 2주 이내 사후 보고로 전환하였다.

이처럼 2015년 사모펀드 제도개편 이후 전문사모운용사들이 크게 늘었고, 사모펀드 시장도 크게 성장했으나 아직까지 전문사모운용사에 초점을 둔 연구는 드문 실정이다. 게다가 지난 해 해외금리 연계 DLF에서 대규모 손실이 발생하면서 불완전판매 이슈가 불거지고, 라임자산운용 및 옵티머스자산운용 사태 등 운용사의 부당·불법행위로 인해 중도환매나 상환이 연기되는 사례가 발생하고 있다.⁰² 최근에는 코로나 19 여파로 인해 손실을 입는 사모펀드가 늘어나면서 운용사들의 경영실적도 악화되고 있다. 이에 따라 사모펀드의 성장세가 주춤해지고, 사모펀드에 대한 투자자의 신뢰도 저하된 상태이다. 그럼에도 불구하고 앞으로도 저성장·저금리 기조가 지속된다면 대체투자 수요 증가로 인해 사모펀드 시장의 성장은 지속될 것으로 예상된다. 이에 본고에서는 2015년 제도개편 이후 국내 전문사모운용사 현황 및 주요 특징에 대해 살펴보고, 향후 개선방향을 논의하고자 한다.

분석결과 2015년 이후 빠르게 성장한 국내 전문사모운용사들의 특징과 그 명암을 확인할 수 있었다. 예를 들면, 사모펀드 제도개편으로 운용사간 경쟁이 촉발되면서 사모펀드 시장이 대체자산 중심 시장으로 변모되었으나, 심화된 경쟁의 결과로 이제는 운용사간 양극화가 진행되면서 성과부진으로 적자를 보거나 자기자본 요건을 충족하지 못하는 운용사가 늘고 있다. 이와 함께 전문투자형 사모펀드 시장이 급성장한 데에는 사모펀드 제도개편 이외에도 글로벌 금융위기 이후 진행된 거시경제 및 자본시장 환경변화가 일조했음을 확인할 수 있었다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. II 장에서는 2015년 사모펀드 제도개편 이후 신규로 등록된 전문사모운용사 현황 및 특성에 대해 알아본다. III 장에서는 전문사모운용사간 경쟁도 및 경영성과의 주요 특징을 분석하고, IV 장에서는 본 보고서의 분석결과에 기초하여 향후 개선방향을 논의한다.

02 최근 언론 기사에 따르면, 환매중단 펀드는 22개, 약 5조 6천억원 규모이며, 이와 관련하여 금융감독원에 접수된 분쟁조정 신청건수는 1,003건에 달한다.

II. 현황분석

1. 전문사모집합투자업자 등록 현황

2020년 6월말 기준 국내 자산운용사의 수는 310개사이다. 이 중 ‘공모-종합’인가를 받은 종합운용사는 45개사인데, 이들은 모두 전문사모집합투자업자로 등록되어 있다. 종합운용사를 제외하면, 전문사모집합투자업자로 등록된 회사는 운용사 264개사, 증권사 8개사 등 총 272개사이다. 2020년 3월말과 비교하면, 전문사모집합투자업자이면서 ‘공모-증권’ 또는 ‘공모-특별자산’ 인가를 받은 2개사가 신규로 종합운용사 인가를 받았으며, 8개 운용사가 전문사모집합투자업자로 등록하였다. 본 보고서는 이 중 2020년 1분기 재무제표가 있는 운용사 중 전문사모집합투자업자(이하 ‘전문사모운용사’)로 등록된 256개 운용사를 대상으로 한다.

<표 II -1> 국내 집합투자업 인가 현황

(단위: 개사)

기준월	구분	공 모				전문사모
		종합	증권	부동산	특별자산	
2020.3	운용사	43	13	16	13	256(299)
	증권	0	0	0	0	8
2020.6	운용사	45	11	16	12	264(309)
	증권	0	0	0	0	8

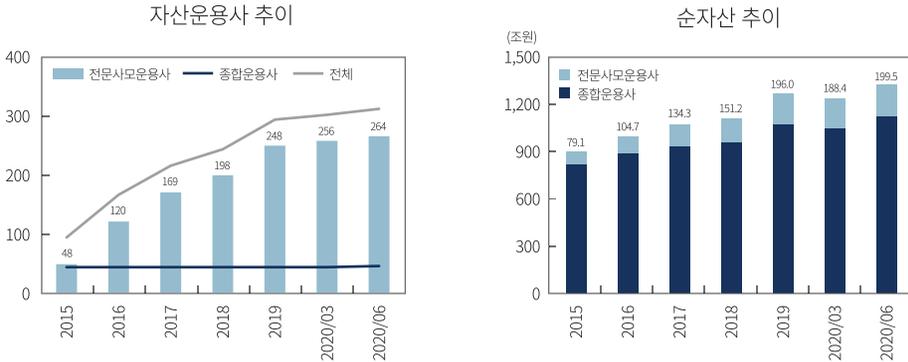
주 : 괄호안의 수치는 전문사모운용사로 등록된 종합운용사 수를 합한 수치

자료: 금융감독원

공·사모펀드 및 투자일임을 포함한 운용자산 규모를 종합운용사와 전문사모운용사로 나누어보면, 제도개편 직후인 2015년말 48개 전문사모운용사의 운용규모는 79조원으로 종합운용사 운용규모 820조원의 약 10% 수준에 불과하였다. 그런데 신규 전문사모운용사가 꾸준히 늘면서 2020년 6월 기준 전문사모운용사의 운용 순자산은 약 200조원(공모펀드 20조원, 사모펀드 145조원, 투자일임 34조원)으로 종합운용사 운용 순자산(1,123조원)의 18% 수준까지 도달하였다. 이는 전문사모 시장이 약 4.5년만에 2.5배 성장한 것으로, 매년 시장규모가 45% 커졌음을 의미한다.

펀드유형을 기준으로 보면, 전문투자형 사모펀드를 운용하는 신규 자산운용사의 시장진입이 크게 늘면서 사모펀드 비중이 2015년 43%에서 2020년 6월 73%까지 증가하였다. 동기간 공모펀드 비중은 26%에서 10%로, 투자일임은 31%에서 17%로 감소하였다. 그 결과 전문사모운용사들이 운용하는 사모펀드 규모는 전체 사모펀드 시장 대비 2015년말 13%에서 2020년 6월 27% 수준까지 증가하였다.

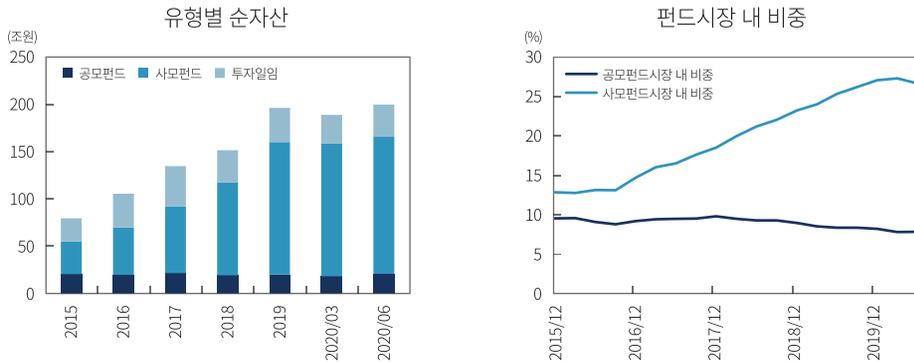
<그림 II-1> 자산운용사 수 및 순자산 추이



- 주 : 1) 순자산은 투자일임 및 PEF를 포함한 금액
- 2) 종합운용사는 2020년 3월 기준 공모-종합 인가를 받은 운용사를, 전문사모운용사는 2020년 3월 기준 전문사모운용업자로 등록된 종합운용사 이외의 운용사를 지칭
- 3) 그림 안의 숫자는 전문사모운용사에 해당하는 수치

자료: 금융감독원, 금융투자협회

<그림 II-2> 전문사모운용사 펀드유형 및 시장 내 비중



- 주 : 사모펀드 순자산은 PEF를 제외한 금액

자료: 금융감독원, 금융투자협회

2015년 10월 이후 신규 전문사모운용사가 크게 늘어난 만큼 2020년 3월 기준 전문사모운용사의 평균 업력은 6.2년으로 종합운용사의 평균 업력(21.3년)의 1/3 수준이다. 전문사모운용사의 직원 1인당 운용규모는 387억원으로 종합운용사의 직원 1인당 운용규모 2,142억원의 약 1/5 수준에 불과하다. 총자산과 자기자본을 기준으로 보더라도 전문사모운용사는 종합운용사의 약 1/10 수준에 불과하다. 반면, 분기 기준 운용규모 대비 보수율은 전문사모운용사가 30bp(0.30%)로 종합운용사 6bp(0.06%)에 비해 월등히 높게 나타난다. 즉, 전문사모운용사는 업력이 짧고 규모도 종합운용사에 비하면 영세하나, 보수율은 훨씬 높은 특징을 가지고 있다.

<표 II -2> 자산운용사 기초통계 개관 - 2020년 3월 기준

항목	종합운용사	전문사모운용사	전체
운용사 수(개사)	43	256	300
업력(년)	21.9	6.2	8.5
직원 수(명)	114	19	33
운용자산(억원)	244,235	7,361	41,290
직원 1인당 운용자산(억원)	2,142	387	1,251
총자산(억원)	1,449	142	329
자기자본(억원)	1,118	119	262
분기 보수율(%)	0.06	0.30	0.26

주 : 1) 운용사 수를 제외한 항목들은 평균 수치
 2) 분기 보수율은 분기 평균 운용자산 대비 운용보수 및 투자일임 수수료를 더한 보수금액의 비율
 자료: 금융감독원 금융통계정보, 금융위원회, 각 사 영업보고서

전문사모운용사의 유형을 공개적으로 확인 가능한 홈페이지 및 영업보고서 정보에 기초하여 세분화하면 <표 II -3>과 같다. 우선, 258개 전문사모운용사 중 은행, 증권사, 보험사 등 금융회사의 계열사인 운용사는 12개사이며, 해외 운용사가 국내에 현지법인 또는 합작회사 형태로 만든 운용사는 9개사이다. 또한, 258개사 중 33%에 해당하는 77개사는 전문사모운용사 등록 이전에 투자자문이나 투자일임업을 영위했으며, 10%에 해당하는 26개사는 증권, 부동산, 특별자산 관련 집합투자업을 수행한 경험이 있다. 따라서, 전문사모운용사 중 적어도 1/3 가량은 나름대로 경험을 축적한 후 전문사모집합투자업자로 등록된 운용사들이라고 할 수 있다. 이들 이외에도 40개사는 전문사모집합투자업 등록 이후에 투자자문 및 일임 또는 집합투자업으로 확대하고 있다. 마지막으로 49개사는 명시적으로 부동산 또는 특별자산 전문 운용사임을 밝히고 있다.

<표 II-3> 전문사모운용사 유형 - 종합운용사 제외

구분	내용	운용사 수(개사)	비중
국내외 계열 여부	국내 금융(은행, 증권, 보험) 계열	12	4.7%
	해외(국내 합작회사 포함) 계열	9	3.5%
등록 이전 영위 업무	집합투자업 또는 자문·일임업	86	33.3%
	집합투자업(증권, 부동산, 특별자산)	26	10.1%
	자문·일임업	77	29.8%
등록 이후 확장 업무	집합투자업 또는 자문·일임업	40	15.5%
전문분야	부동산 또는 특별자산	49	19.0%
계		258	-

주 : 종합운용사 45개사를 제외한 258개사(폐업 2개사 포함)의 홈페이지 및 영업보고서의 정보를 바탕으로 작성
 자료: 각 사 홈페이지 및 영업보고서

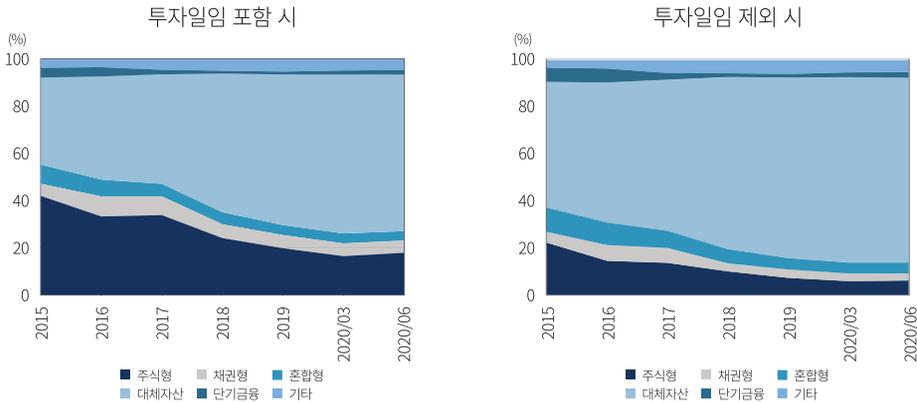
2. 운용자산 현황 및 운용사 특성

<그림 II-3>은 국내 전문사모운용사가 운용하고 있는 자산의 세부유형을 보여주고 있다. 우선, 투자일임을 모두 포함할 경우 부동산, 실물, 특별자산, 혼합자산 등을 포괄하는 대체자산 비중은 2015년 37%에서 2020년 6월 66%까지 증가한다. 이 비중은 공·사모펀드만을 고려하면 동기간 53%에서 78% 수준까지 증가하고, 사모펀드만을 고려하면 80%에서 88%까지 더욱 늘어난다. 즉, 대체자산이 전문사모운용사의 운용자산에서 가장 큰 비중을 차지할 뿐만 아니라 시간이 지나면서 그 비중이 매우 빠르게 증가하고 있음을 알 수 있다. 또한, 전문사모운용사의 대체자산은 대부분 부동산, 특별자산, 혼합자산 등 세 가지로 구성되어 있다.

본 보고서는 이를 감안하여 매분기 운용사별 펀드 순자산 대비 대체자산 유형의 사모펀드 순자산 비율을 산정하고, 이 비율이 50%가 넘으면 대체자산 중심 운용사로 그렇지 않으면 비대체자산 중심 운용사로 분류하였다. 그리고 대체자산 중심 운용사를 세분화하여 분기마다 해당 운용사가 부동산 중심 운용사인지, 특별자산 중심 운용사인지, 혼합자산 중심 운용사인지 판별하였다. 그 결과, 대체자산 중심 운용사는 <그림 II-4>에서 보듯이 2015년 33개사에서 2020년 3월 184개사로 꾸준히 증가하고 있다. 비중 또한 2015년에서 2020년 3월까지 60~70% 수준을 유지하고 있다. 대체자산 세부 유형을 기준으로 보면, 2015년 4개사(8%)에 불과했던 혼합자산 중심 운용사는 2020년 3월 95개사로 크게 증가, 전체 전문사모운용사 중 가장 많은 비중(37%)을 차지하고 있다. 2015년 22개

사로 가장 높은 비중(46%)을 차지했던 부동산 중심 운용사는 2020년 3월 54개사로 숫자로는 두 배 이상 늘었으나 비중은 21% 수준으로 감소하였다. 마지막으로 특별자산 중심 운용사는 동기간 9개사(15%)에서 17개사(7%)로 증가하였다.⁰³

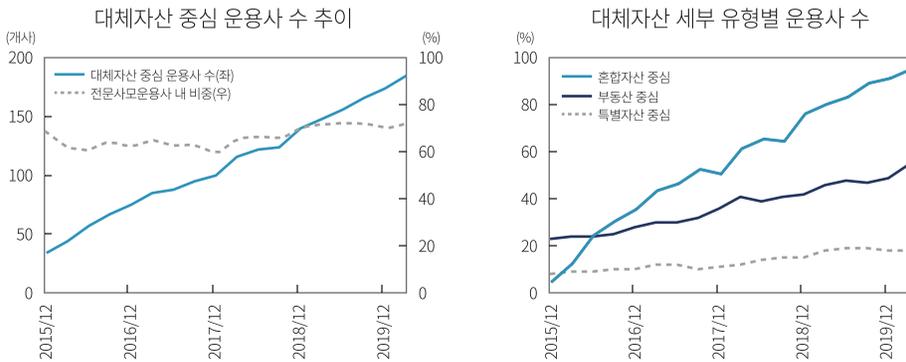
<그림 II-3> 전문사모운용사의 운용자산 유형



주 : 주식혼합형과 채권혼합형을 혼합형으로, 부동산, 실물, 특별자산, 혼합자산을 대체자산으로, 투자계약, 재간접, 파생형을 기타유형으로 분류

자료: 금융감독원, 금융투자협회

<그림 II-4> 대체자산 중심 전문사모운용사 수



주: 매분기 기준 특정 유형 사모펀드 순자산이 펀드 순자산의 50% 이상이면 해당 자산 중심 운용사로 분류

03 대체자산 중심 운용사의 높은 비중은 이들 운용사들의 시장점유율에서도 확인할 수 있다. 분기마다 전문사모운용사 전체 펀드 운용자산 대비 대체자산 중심 운용사들의 펀드 운용자산 비율로 산정한 시장점유율은 2015년 49%에서 2020년 3월 80%까지 증가한다. 투자일임을 포함하더라도 이 비율은 39%에서 73% 수준으로 여전히 높은 수준이다.

대체자산 중심 여부를 기준으로 2020년 3월 현재 전문사모운용사의 특성을 살펴보면 다음과 같다. 우선, 비대체자산 중심 운용사는 운용자산 중 사모펀드의 비중이 28%로 40%인 투자일임은 물론 32%인 공모펀드보다도 낮다. 반면, 대체자산 중심 운용사는 사모펀드의 비중이 92%로 거의 대부분을 차지한다. 1인당 운용자산은 특별자산 중심 운용사 768억원, 부동산중심 운용사 452억원, 헤지펀드 운용에 중점을 두는 혼합자산 중심 운용사 185억원의 순으로 혼합자산 중심 운용사가 가장 작다. 자기자본이나 총자산 역시 대체로 혼합자산 중심 운용사가 다른 유형에 비해 작게 나타난다. 이로 미루어보면, 전문사모운용사 중에서도 혼합자산 운용사가 규모면에서는 가장 영세한 것으로 판단된다. 마지막으로 분기 보수율은 부동산(33bp) 중심 운용사가 비대체자산 중심 운용사보다 높을 뿐 혼합자산(26bp)이나 특별자산(19bp) 중심 운용사의 보수율은 비대체자산 중심 운용사보다 낮다.

<표 II-4> 전문사모운용사 기초통계 개관 - 2020년 3월 기준

항목	전문사모 전체	대체자산 중심 여부					
		비대체자산 중심 전문사모	대체자산 중심 전문사모				
			대체자산	부동산	특별자산	혼합자산	
운용사 수(개사)	256	72	184	54	17	95	
업력(년)	6.2	6.5	6.1	6.3	7.0	5.7	
전문사모 업력(년)	2.7	2.5	2.8	3.1	3.2	2.5	
종업원 수(명)	19	18	20	29	19	15	
1인당 운용자산(억원)	387	399	371	452	768	185	
운용 자산 (억원)	공모펀드	702	2,289	81	249	-	14
	사모펀드	5,480	2,029	6,830	12,385	14,585	2,249
	투자일임	1,180	2,896	518	483	-	517
	소계	7,361	7,188	7,428	13,117	14,585	2,781
자기자본 (억원)	상위 50%	221	398	170	196	132	171
	하위 50%	17	15	18	15	20	19
	전체	119	169	100	139	86	84
총자산(억원)	142	191	123	178	111	96	
분기 보수율(%)	0.30	0.33	0.29	0.39	0.19	0.26	

주 : 1) 2020년 3월말 기준 재무제표가 있는 256개 전문사모운용사(종합운용사 제외)를 대상으로 작성
 2) 운용사 수를 제외한 항목들은 모두 평균 수치를 표시
 3) 업력은 설립일을 기준으로, 전문사모 업력은 전문사모운용사 등록일을 기준으로 산출
 4) 분기 보수율은 분기 평균 운용자산 대비 펀드 운용보수 및 투자일임 수수료를 더한 보수금액의 비율

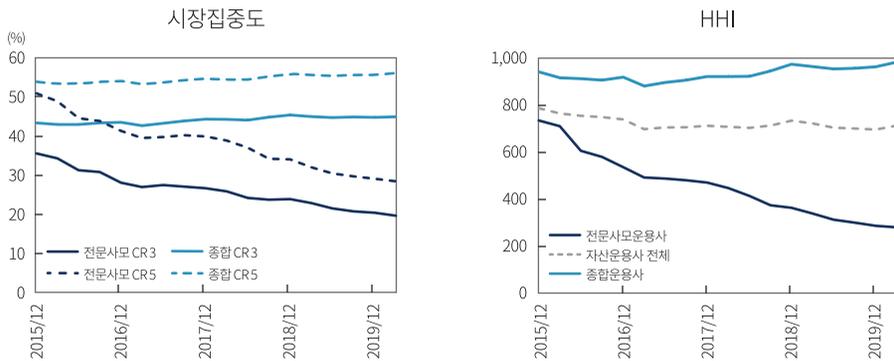
자료: 금융감독원 금융통계정보, 금융위원회, 각 사 영업보고서

III. 경쟁도 및 경영성과 분석

1. 시장 경쟁도

2015년 사모펀드 제도개편 이후 전문사모운용사의 수가 크게 늘어난 만큼 누구나 전문사모운용사 간 경쟁이 이전보다 심해졌을 것임을 쉽게 유추할 수 있다. 이에 이 절에서는 경영성과 분석에 앞서 시장집중도와 HHI(Herfindal-Hershman Index)로 이를 보다 자세히 살펴보고자 한다.

<그림 III-1> 시장집중도 및 HHI



주: 공 사모펀드 및 투자일임을 모두 포함하여 시장집중도와 HHI를 산출

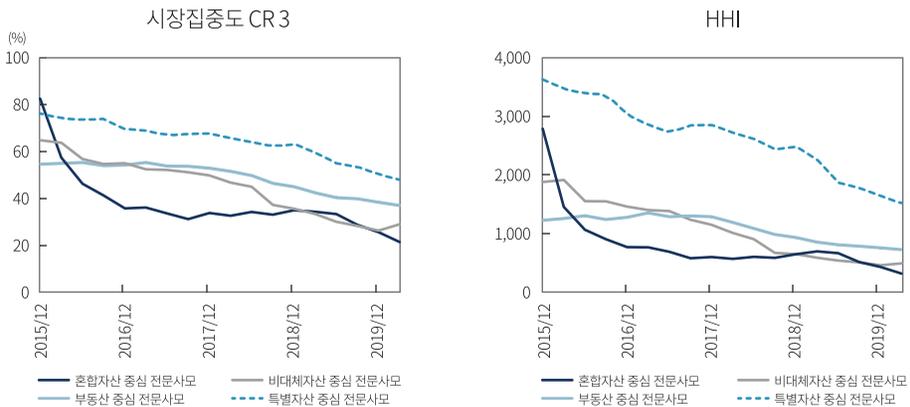
<그림 III-1>은 전문사모운용사 시장의 공·사모펀드 및 투자일임을 모두 포함한 시장집중도와 HHI를 종합운용사 시장과 비교하고 있다. 운용규모 상위 3개사의 시장점유율을 보여주는 CR(Concentration Ratio) 3을 보면, 전문사모운용사의 CR 3은 2015년 35.6%에서 2020년 3월 19.5%까지 지속적으로 낮아지고 있음을 알 수 있다. 반면, 종합운용사의 CR 3은 동기간 43.0%에서 44.6%로 오히려 소폭 상승하였다. CR 5 역시 동일한 추세를 보여주고 있다. HHI를 기준으로 보면, 전문사모운용사 HHI는 2015년 733에서 2020년 3월 275 수준까지 하락하고 있다. 이는 전문사모운용사 시장이 불과 5년도 되지 않은 기간 동안 14개의 운용사가 동등하게 분할하는 시장에서 36개의 운용사가 동등하게 분할하는 시장으로 바뀌었음을 의미한다.⁰⁴ 즉, 신규 전문사모운용사의 진입으로 인해 개별 전문사모운용사가 얻을 수 있는 점유율이 약 2015년말 대비 1/3 수준

04 N개의 운용사가 시장을 동등하게 분할하고 있다면, HHI 지수는 1/N이 된다. 따라서, HHI가 의미하는 시장집중도는 동일한 점유율을 가진 운용사가 1/HHI임을 의미한다.

으로 축소된 것이다. 이와는 달리 종합운용사 HHI는 동기간 939에서 980으로 상승, 시장 경쟁도가 다소 약화되고 있다.

<그림 III-2>는 사모펀드에 한정하여 전문사모운용사 시장의 경쟁도 지표를 대체자산 세부 유형별로 나누어 보여주고 있다. 이는 세부 대체자산 유형에 따라 시장을 구분한 뒤 각 자산별 중심 운용사 즉, 해당 자산 사모펀드 운용규모가 펀드 운용자산의 50% 이상인 운용사에 한정하여 경쟁도 지표를 산정한 것이다. 우선 CR3 지표를 보면, 2015년말 기준 CR3은 비대체자산 중심 65.0%, 대체자산 중심 49.4%, 부동산 중심 55.0%, 특별자산 중심 76.0%, 혼합자산 중심 83.1%로 등으로 매우 높게 나타난다. 이 시점 HHI는 비대체자산 중심 1,860, 대체자산 중심 1,031, 부동산 중심 1,227, 특별자산 중심 3,624, 혼합자산 중심 2,776이다. 이는 시장을 각 자산별 전문 운용사에 한정할 경우 2015년까지만 하더라도 개별 사모펀드 시장의 경쟁도가 낮았음을 시사한다. 특히, 비대체자산 중심 시장과 대체자산 중에서도 특별자산과 혼합자산 시장은 사실상 3~5개 운용사가 시장을 분할하는 과점시장이거나 이에 가까운 시장이었음을 시사한다.

<그림 III-2> 사모펀드 한정 시장집중도 및 HHI



주: 매분기 세부 대체자산 유형을 기준으로 시장을 구분한 후 각 자산별 중심 여부 운용사에 한정하여 CR3과 HHI를 산정

그러나 2020년 3월 기준 CR3과 HHI를 보면, 특별자산을 제외한 시장들이 매우 경쟁적인 시장으로 변모했음을 알 수 있다. 예를 들어, 2020년 3월 CR3은 비대체자산 중심 28.8%, 대체자산 중심 28.2%, 부동산 중심 37.2%, 혼합자산 21.1%로 등으로 크게 낮아진다. HHI 역시 비대체자산 중심 457, 대체자산 중심 385, 부동산 중심 722, 혼합자산 중심 284 등으로 낮아진다. 이 중에서도 혼합자산 시장이 과점에 가까운 시장에서 가장 경쟁적인 시장으로 바뀐 점은 주목할 만하다. HHI를 기준으로 보면, 혼합자산 시장은 운용사간 경쟁이 빠르게 격화되면서 개별 운용사가 얻을 수 있는

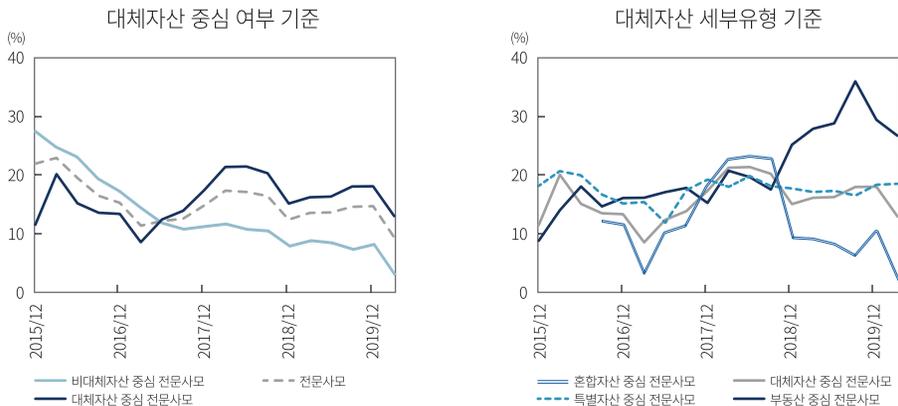
점유율이 사실상 1/10 수준으로 축소되었다.⁰⁵ 반면, 특별자산 중심 CR 3과 HHI는 각각 48.0%, 1,486로 2015년에 비하면 낮지만 여전히 경쟁도는 다른 시장에 비해 낮게 나타난다.

2. 경영성과 분석

가. ROE 및 적자운용사 추이

개별 전문사모운용사의 당기순이익과 자기자본을 모두 더한 집계(aggregate)자료를 이용하여 매분기 과거 1년 기준 ROE를 산정하면 <그림 III-3>과 같다. 이에 따르면 전문사모운용업계 ROE는 대체로 다수를 차지하고 있는 대체자산 중심 운용업계 ROE와 궤를 같이하고 있음을 알 수 있다. 대체자산 세부유형을 기준으로 보면, ROE가 모든 유형에서 2018년 2분기까지 대체로 상승하는 추세를 보이다가 그 이후에는 유형별로 명암이 극명히 갈린다. 부동산 중심 운용업계 ROE는 최근 상승세가 꺾이긴 했으나 특별자산이나 혼합자산 중심 운용업계 ROE보다 높은 수준을 유지하고 있다. 반면, 시장 경쟁도가 가장 심화된 혼합자산 중심 운용업계 ROE는 2018년 2분기 10.7%를 기록한 이후 2020년 3월 2.0%까지 하락하였다. 특별자산 중심 운용업계 ROE는 꾸준히 10% 중반 수준을 유지하고 있다. 한편, 비대체자산 중심 운용업계 ROE는 2015년 27.5%에서 2020년 3월에는 2.9%까지 하락하였다.

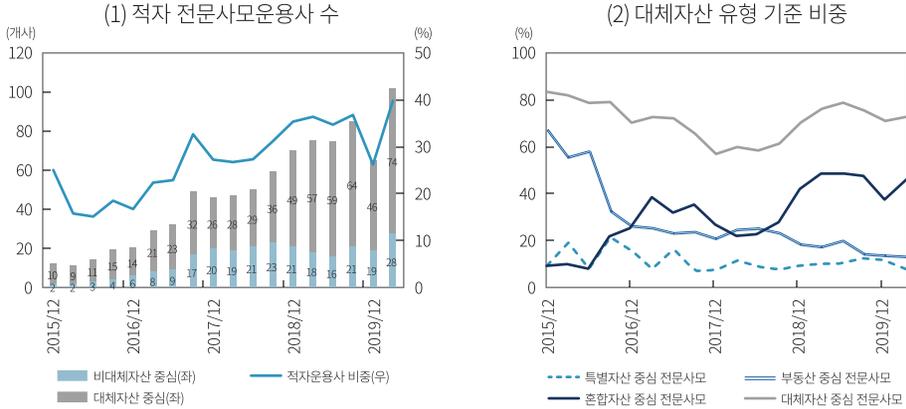
<그림 III-3> 전문사모운용업계 ROE(%) 추이



주: 각 유형별 개별운용사의 당기순이익과 자기자본을 모두 더한 집계(aggregate)자료를 이용하여 최근 4분기(1년)를 대상으로 산정한 ROE 추이를 표시

05 N개의 운용사가 시장을 동등하게 분할한다고 가정하면, 혼합자산 중심 운용사 시장의 HHI는 2015년 4개의 운용사가 분할하는 시장에서 2020년 3월에는 35개의 운용사가 분할하는 시장으로 바뀐 것을 의미한다.

<그림 III-4> 적자 운용사 비중 추이



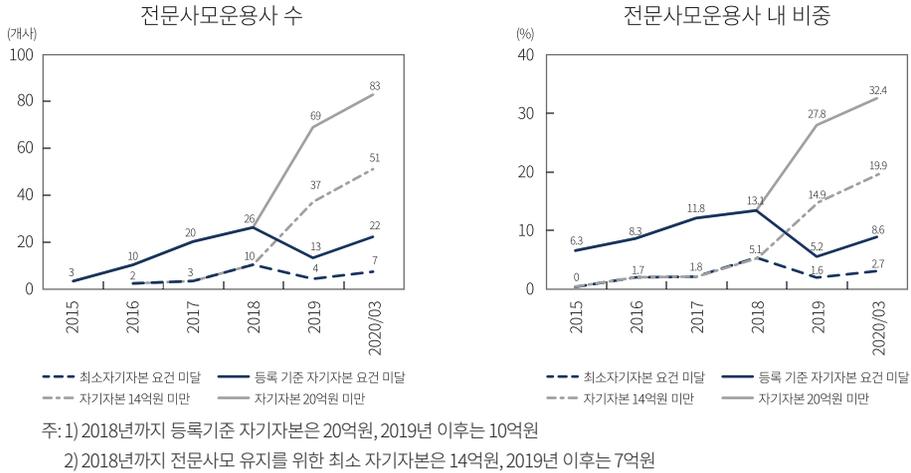
주: 1) 과거 1년 당기순이익이 적자인 운용사 수를 표시
 2) 비중은 전체 적자 전문사모운용사 수 대비 각 유형별 적자운용사 비중을 의미

전문사모운용사 시장의 경쟁도가 심화되는 추세와 마찬가지로 최근 1년 누적 당기순이익이 적자인 전문사모운용사의 수 역시 꾸준히 늘어나고 있다. 전문사모운용사 중에서 최근 1년 경영성과가 적자를 기록한 운용사 비율은 2016년말 16.7%(20개사)를 기록한 이후 꾸준히 증가하면서 2020년 1분기 256개 전문사모운용사 중 102개사가 적자를 기록, 39.8%까지 증가하였다. 그리고 대체자산 중심 운용사들이 많은 만큼 적자를 기록한 상당수 운용사가 대체자산 중심 운용사들이다. <그림 III-4>에서 보듯이 적자 전문사모운용사 중 대체자산 중심 운용사 비중은 꾸준히 60%를 상회하고 있으며, 2020년 3월에는 72.5%를 기록하고 있다.⁰⁶ 특히, 최근 1년 기준 적자를 기록한 혼합자산 중심 운용사 비중은 전체 적자운용사 수 대비 2015년 8.3%(1개사)에서 2020년 3월 45.1%(46개사)까지 증가하였다. 반면, 부동산이나 특별자산의 경우에는 적자를 기록한 운용사 수가 일정 수준을 유지하면서 그 비중 역시 추세적으로 낮아지거나 안정화되어 있다.

적자 운용사가 늘어나면서 등록 기준 자기자본은 물론 전문사모집합투자업자 유지를 위한 최소 자기자본 요건에 미달하는 전문사모운용사도 늘어나고 있다. 자기자본 요건에 미달하는 운용사 비율은 2015년 6.3%(3개사)에서 2018년 13.1%(26개사)로 두 배가량 늘었다. 그리고 2018년 기준 최소자기자본(14억원) 요건에 미달한 운용사 비율은 5.1%(10개사)이다. 이 비율은 2019년말 등록 기준 최저자기자본이 10억원으로 낮아진 뒤 각각 5.2%(13개사), 1.6%(4개사)로 낮아졌지만, 2020년 1분기 기준 8.3%(22개사), 2.7%(7개사)로 다시 높아지고 있다.

06 다만, 개별 유형 내 적자 운용사 비중은 2020년 3월 기준 비대체자산 중심 38.9%, 대체자산 중심 40.2%로 큰 차이가 나지 않는다. 대체자산 세부유형을 기준으로 보면, 적자 운용사 비율은 부동산 중심 22.0%, 특별자산 중심 41.2%, 혼합자산 중심 48.4% 등으로 부동산 중심 운용사의 적자비율이 가장 낮고 혼합자산 중심 운용사의 적자비율이 가장 높다.

<그림 III-5> 자기자본 요건 미달 전문사모운용사



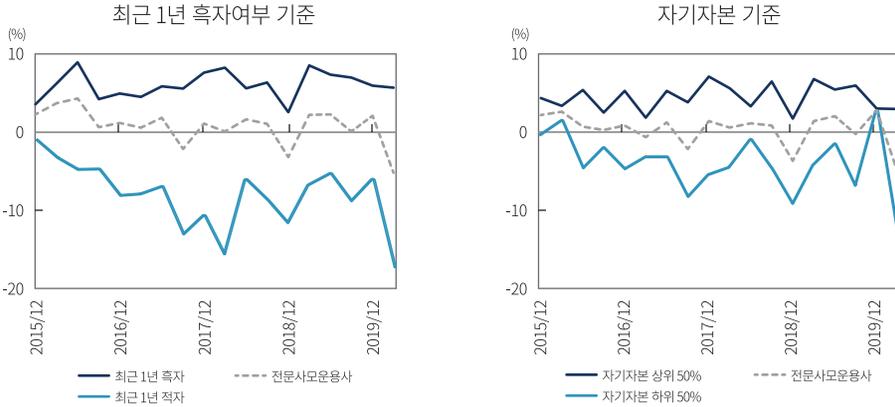
나. ROE 결정요인 및 주요 특징

이 절은 2015년 이후 전문사모운용사 ROE 결정요인 분석결과를 제시하고, 그 주요 특징에 대해 논의한다. 분석모형은 BIS(2018)가 사용한 동적패널회귀분석모형이다. 이 모형은 개별 운용사의 재무지표 및 특성뿐만 아니라 거시경제 및 자본시장지표를 설명변수로 포함하고 있어 2015년 이후 거시경제 및 자본시장 환경변화가 전문사모운용사 경영성과에 미친 영향을 분석할 수 있다는 장점이 있다.

분석에 사용된 설명변수는 다음과 같다. 거시경제 및 자본시장 변수로는 실질 GDP 성장률, 근원 물가지수로 측정된 물가상승률, 국고채 3년물 금리, KOSPI지수 수익률을 사용하였다. ROE에 영향을 주는 재무지표로는 전분기 ROE, 분기보수율, 자산대비 운용자산규모, 자기자본비율, 영업 이익경비율(Cost Income Ratio: CIR), 과거 1년 기준 총자산순이익률 등을 사용하였다. 운용사 특성변수로는 업력, 직원 수, 대체자산 중심 운용사여부, 부동산 중심 운용사여부, 혼합자산 중심 운용사여부 등을 사용하였다. 종속변수는 2015년 1분기부터 2020년 1분기까지 개별 운용사의 분기 ROE이다. 그런데 분기 ROE는 <그림 III-6>에서 보듯이 개별 운용사가 최근 1년 동안 흑자를 거뒀는지 여부와 자기자본 규모에 따라 그 추세가 확연히 갈리는 특징을 보이고 있다. 이에 본 연구에서는 운용사를 최근 1년 흑자여부 또는 자기자본 규모를 기준으로 두 표본으로 나누고, ROE 결정요인을 수행하였다. 분석결과는 <표 III-1>과 같다.⁰⁷

07 실질 GDP 상승률과 국고채 3년물 금리, 인플레이션과 실질 GDP 상승률 간 상관계수가 0.43, 0.59로 높은 수준이나, 실질 GDP 상승률과 인플레이션을 제외하더라도 다른 변수들에 대해서는 동일한 결과를 얻었다. 이에 본문에는 이들 변수를 포함한 결과를 제시한다.

<그림 III-6> 전문사모운용사의 분기 ROE(%) 추이



주: 매분기 개별 운용사를 최근 1년 당기순이익 및 자기자본을 기준으로 적자 및 흑자, 자기자본 상위 50% 및 하위 50%로 나눈 후 각 그룹별 분기 ROE 평균값을 표시

우선, 거시경제 및 자본시장 환경 변화가 전문사모운용사 ROE에 끼친 영향을 살펴보면, 다음과 같다. 글로벌 금융위기 이래 지속되고 있는 저성장·저물가 환경이 대체투자 수요 증가로 이어지면서 전문사모운용사 특히, 소형 운용사 및 흑자를 기록한 운용사 ROE에 긍정적인 영향을 미친 것으로 보인다. 또한, 주식시장 장세가 좋을수록 전문사모운용사의 ROE도 높아지는데, 그 효과는 적자를 기록한 운용사에서 가장 크게 나타났다. 이로 미루어보면, 글로벌 금융위기 이후 나타난 거시경제 및 자본시장 환경 변화도 사모펀드 시장의 빠른 성장세에 영향을 준 것으로 판단된다. 반면, 시장금리의 하락세는 흑자 운용사의 ROE를 낮추는 것으로 추정되었다. 이는 저금리 추세가 지속될 경우 자산운용 기대수익이 낮아지면서 운용사 수익에도 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

<표 III-1> 전문사모운용사 ROE 결정요인 분석결과

구분	변수명 (X)	변수 변화량 (ΔX) 가정	분기 ROE 변화량(ΔY, %p)			
			자기자본		최근 1년 흑자여부	
			상위 50%	하위 50%	흑자	적자
거시 및 시장 지표	실질GDP성장률(%)	1%p 하락	+0.75			
	물가상승률(%)	1%p 하락		+11.53	+3.82	
	국고채3년물 금리(%)	10bp 하락			-0.31	
	KOSPI지수 수익률(%)	10%p 상승	+0.58	+1.56		+2.05
재무 지표	전분기 ROE(%)	1%p 상승	-0.37	-0.24	-0.37	-0.30
	분기보수율(%)	10bp 상승	+0.21	+0.48	+0.27	+0.23
	자산대비 운용규모	10% 증가		-0.65		
	자기자본비율(%)	1%p 상승		+1.09		+1.63
	영업이익경비율(%)	10%p 상승		-0.01		-0.01
	총자산순이익률(1년, %)	1%p 상승	+0.51	+0.52	+0.50	+0.52
운용사 특성	업력(년)	1년 증가			-2.44	+7.39
	직원 수(명)	1명 증가	+0.05		+0.06	
	대체자산 중심여부	1			+3.60	
	부동산 중심여부	1				
	혼합자산 중심여부	1				

주: 2015년 이후 전문사모운용사 분기 ROE(%)를 종속변수로 하는 동적패널회귀분석모형 추정결과에 기초하여 통계적으로 유의한 변수에 한해 각 설명변수 변화에 대한 분기 ROE 변화량을 표기하였음

재무지표가 ROE에 미치는 영향은 다음과 같다. 첫째, 재무지표 중에서 분기보수율과 총자산순이익률(1년 기준)이 모든 분석에서 유의하게 추정되었다. 둘째, 소형 운용사 또는 적자 운용사라 하더라도 자산대비 자기자본 규모 즉, 자기자본비율이 높아지면 ROE도 더 높은 것으로 추정되었다. 이를 보다 구체적으로 보면, 자기자본비율이 1%p 높아질 경우 소형 운용사 ROE는 약 1%p, 적자 운용사 ROE는 약 1.6%p 더 높아지는 것으로 추정되어 자기자본 규모가 ROE에 미치는 영향이 작지 않음을 확인할 수 있다. 셋째, 소형 운용사는 자기자본비율과는 달리 자산대비 운용규모가 커지면 오히려 ROE가 감소하는 것으로 추정되었다. 이 지표가 운용사의 효율성을 나타내는 지표임을 감안하면 이 결과는 소형 운용사의 경우 규모의 불경제가 존재할 수도 있음을 시사한다. 넷째, 전분기 ROE 계수는 유의한 음수로 추정되어 경영성과의 지속성은 낮은 것으로 판단된다.

운용사 특성변수를 기준으로 보면, 흑자를 본 운용사 중에서는 업력이 짧을수록 ROE가 높은 반면 적자를 본 운용사 중에서는 업력이 짧을수록 ROE가 낮은 것으로 나타났다. 이는 업력이 짧은 운용사들의 경영실적이 양극화되어 있음을 시사한다. 또한, 대형 운용사나 흑자를 본 운용사들은 직원이 많을수록 ROE가 소폭이나마 증가하는 것으로 추정되었다. 흑자를 본 운용사에 한정하면, 대체자산 중심 운용사가 비대체자산 중심 운용사보다는 ROE가 더 높은 것으로 추정되었다. 다만, 대체자산 세부유형 내에서는 유의한 차이가 발견되지 않았다.

다. 사모펀드 부실 및 환매 · 상환 연기 사례

2019년 이후 사모펀드 시장에서 주목할 만한 점은 <표 III-2>에서 보듯이 사모펀드 부실 및 환매 · 상환 연기 사례가 늘고 있다는 점이다. 특히, 올해 들어 이러한 사례가 크게 늘고 있다. 이들 사례들은 그 원인에 따라 1) 운용사의 수익률 조작, 횡령, 부실은폐 등 불법 · 부정행위, 2) 해외투자 관련 운용사 경험 및 역량 부족으로 인한 투자사기, 3) 불완전판매, 4) 투자환경 변화로 인한 투자자산 부실, 5) 유동성 및 투자위험의 전이 등으로 그 유형을 분류할 수 있다. 여기서 1)과 5)는 운용업자의 과도한 위험추구 및 불법행위에 따른 운영위험 및 시스템위험과 관련된 사례이고, 3)은 투자위험 감수능력이 없는 다수의 개인들이 사모펀드에 투자함으로써 투자자보호 문제가 발생한 사례이다. 2)와 4)는 운용사의 역량 부족과 거시경제 및 자본시장 환경변화에 따라 투자자산에서 부실이 발생하는 사례를 보여준다. 물론 라임자산운용과 옵티머스자산운용 사례에서 보듯이 일부 사례들은 운용사의 불법 · 부정행위와 투자자보호 문제가 결부되어 있다.

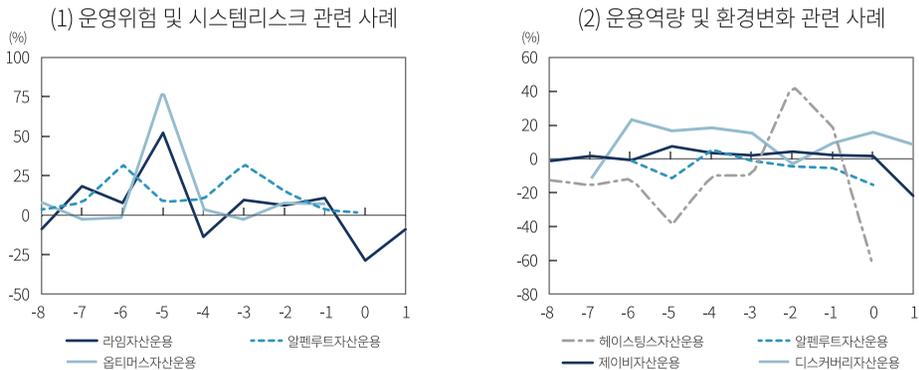
<표 III-2> 사모펀드 부실 및 환매 · 상환연기 주요 사례

(단위: 억원)			
사례	시기	내용	판매액
디스커버리자산운용 펀드	2019.4 2020.4	미국 운용사의 회계조작(수익률 조작 등) 의혹에 대한 SEC 조사에 따른 자산동결로 환매중단	2,700
해외글로벌연계 DLF	2019.8	자산가치 급락에 따라 DLF(유경, KB, 교보, 메리츠, HDC 등 운용사)에서 손실 발생	7,950
JB자산운용 호주 부동산펀드	2019.9	호주 장애인아파트 임대사업에 투자하는 펀드이나, 현지 사업자의 계약위반(토지 투자) 및 문서위조로 손실 발생	3,264
라임자산운용 펀드	2019.10	사모사채, 메자닌, 무역금융펀드 등에서 부실은폐, 수익률 조작 등 불법운용 의혹 등으로 환매중단	16,600
DB자산운용 이탈리아 건강보험채권DLF	2019.12	펀드자산인 건강보험채권 유동화어음의 유동성 문제로 환매중단	1,600
헤이스팅스자산운용 팝펀딩연계펀드	2020.1	팝펀딩 대출채권 부실로 인한 상환연기(340억원 중 240억원)	340
자비스자산운용 팝펀딩연계펀드	2020.1	팝펀딩 대출채권 부실로 인한 상환연기(630억원 전액)	630
코리아에셋투자증권 팝펀딩연계펀드	2020.1	팝펀딩 대출채권 부실로 인한 상환연기(449억원 중 140억원)	449
JB자산운용 팝펀딩연계펀드	2020.1	팝펀딩 대출채권 부실로 인한 상환연기(49억원 전액)	49
알펜루트자산운용 펀드	2020.2	벤처기업, 성장주 메자닌에 투자하는 펀드에 운용자금을 지원했던 증권사들의 TRS 계약해지에 따른 유동성문제로 환매중단	8,800
교보로얄클래스 펀드	2020.3	미국 소상공인 대출채권의 유동성 문제로 만기상환 연기	105
KTB펀드	2020.3	미국 대출채권 운용사의 회계조작(수익률 조작 등) 의혹에 대한 SEC 조사에 따른 자산동결로 환매중단	100
글로벌원자산운용 펀드	2020.4 2020.5	코로나 19 여파에 따른 인도네시아 주식담보대출펀드(450억원, 4월), 육류담보대출펀드(60억원, 5월)의 손실로 인한 상환연기	510
옵티머스자산운용 펀드	2020.6	위험자산(비상장기업 사모사채) 투자를 안전자산(공기업 매출채권) 투자로 위장(문서 위조)한 의혹으로 환매중단, 이후 부정거래, 펀드 자금 횡령, 검사업무 방해 등 혐의 추가	5,500
JB자산운용 영국루프 탭펀드	2020.6	현지 운용사가 투자대상이 아닌 다른 개발사업에 투자하면서 만기 불일치로 인한 상환연기	254
포트코리아자산운용 영국루프탭펀드	2020.6	현지 운용사가 투자대상이 아닌 다른 개발사업에 투자하면서 만기 불일치로 인한 상환연기	130
플랫폼파트너스 무역금융펀드	2020.6	싱가포르 기업 무역금융 매출채권 투자, 코로나 19로 인한 무역부진 및 유동성악화로 인한 환매연기	500
젠투파트너스 펀드	2020.7	홍콩계 채권형 헤지펀드로 자전거래 및 돌려막기 의혹, 자산가치 급락에 따른 유동성문제로 환매중단	13,000

주: 1) 금융감독원 발표자료 및 언론기사 등을 참고하여 작성하였으며, 판매액은 추정금액, 2) 젠투파트너스는 국내 전문사모운용사가 아닌 해외 운용사, 3) DLS 관련 사례는 포함하지 않음

<그림 III-7>은 <표 III-2>에서 전문사모운용사와 관련된 일부 사례들을 발췌하여 해당 전문사모 운용사의 분기 ROE 추이를 보여주고 있다. <그림 III-7>의 첫 번째 그림은 운영위험 및 시스템리스크 관련 전문사모운용사 사례를, 두 번째 그림은 운용역량 및 환경변화 관련 전문사모운용사 사례를 보여주고 있다. 이에 따르면, 전문사모운용사의 ROE는 사모펀드 부실 및 환매·상환연기 사례가 불거지기 이후 낮아지고 있음을 알 수 있다. 그런데 이보다 더 주목할 만한 점은 대표적인 운용사 부정 불법행위 사례인 라임자산운용과 옵티머스자산운용의 경우 문제가 불거지기 약 5분기 이전 시점을 전후로 경영성과가 일시적인 개선 후 다시 악화된다는 것이다. 반면, 다른 전문사모 운용사들의 사례에서는 이러한 패턴을 찾아볼 수 없다. 그리고 자사의 문제보다 라임자산운용 사태의 여파로 2020년 2월 환매가 중단된 알펜루트자산운용의 ROE는 상승추세를 이어가다 라임자산운용 문제가 불거지기 시작한 2019년 3분기 이후(t=-2) 하락추세로 반전되었다.

<그림 III-7> 부실 및 환매·상환연기 발생 운용사의 분기 ROE(%) 사례



- 주: 1) 부실 및 환매·상환연기 발생시기(t=0)를 기준으로 해당 전문사모운용사의 분기 ROE의 추이를 표시
- 2) 그림 (2)에서 실선은 해외 부동산투자 관련 환매중단 사례이며, 점선은 투자자산(팝펀딩대출채권) 부실로 인한 상환연기 사례임

비록 표본수가 작아 일반화할 수는 없으나, 이런 결과는 최근 나타나고 있는 사모펀드 부실이나 환매·상환연기 일부 사례가 운용사간 경쟁심화로 인한 결과물일 가능성을 시사한다. 대리인문제(agency problem)가 내재되어 있는 자산운용의 속성상 운용사는 경쟁에서 살아남기 위해 과도한 위험을 추구하거나 불법·부정행위를 해서라도 운용성과를 높일 유인을 가지고 있기 때문이다. 또한, 라임자산운용, 알펜루트자산운용, 옵티머스자산운용 등의 사례들은 적격일반투자자와 관련된 투자자보호 문제뿐만 아니라 사모펀드의 주된 위험인 운영위험 및 시스템리스크 문제와도 결부되어 있다. 이는 이들 사례들이 운용사간 경쟁뿐만 아니라 운용사, 판매사, 투자자 등 시장 참여자간 이해관계에 따라 운용 및 판매과정에 내재되어 있는 다양한 위험들이 발현된 것임을

의미한다. 더군다나 예상치 못한 코로나 19 발생 및 장기화로 인한 충격으로 인해 비상장기업이나 비유동성자산에 투자한 사모펀드의 손실 가능성이 커진 상태이다. 따라서 앞으로도 이와 같은 사례들이 발생할 가능성이 높은 상황임을 유의하고 이러한 문제의 재발을 막기 위한 방안을 강구할 필요가 있다.⁰⁸

IV. 향후 개선방향

본 보고서는 2015년 사모펀드 제도개편 이후 국내 전문사모운용사 현황 및 주요 특징에 대해 알아보았다. 분석결과 2015년 제도 도입 이후 단기간 내에 급증한 국내 전문사모운용사들의 주요 특징과 명암을 확인할 수 있었다. 그 주요 내용은 다음과 같다.

사모펀드 제도개편으로 진입장벽이 낮아지면서 그동안 활발하지 않았던 운용사간 경쟁이 본격적으로 시작되었다. 이와 함께 글로벌 금융위기 이후 저성장·저금리 기조가 지속되면서 대체투자에 대한 수요도 늘기 시작하였다. 이에 따라 대체자산 전문 운용사들이 속속 시장에 진입하면서 국내 사모펀드 시장은 부동산, 특별자산, 혼합자산(헤지펀드) 등 대체자산 펀드를 중심으로 빠르게 성장하였다. 그런데 경쟁도 및 경영성과 분석결과 이들 시장이 매우 경쟁적인 시장으로 변모하면서 이제는 그간의 성과를 바탕으로 운용사간 양극화가 진행되고 있는 것으로 판단된다. 비록 규모가 작더라도 안정적인 성과를 거두면서 성장을 하는 운용사가 있는 반면 성과부진으로 적자를 보거나 더 나아가 최소자기자본 요건을 충족하지 못하는 운용사도 늘고 있는 것이다. 그리고 작년 이후에는 사모펀드 부실 및 환매·상환 연기 사례도 늘고 있다.

본 보고서의 연구결과는 2015년 제도개편의 효과에 대해서도 시사하는 바가 있다. 제도개편의 취지대로 전문사모운용사간 경쟁이 촉발되면서 다양한 유형의 운용업자가 등장하였고, 사모펀드 시장이 대체자산 중심 시장으로 자리매김하는 등 긍정적인 효과가 있었음을 확인할 수 있었다. 반면, 작년 이후 사모펀드 부실 및 환매·상환 연기 사례가 늘고 있고, 라임자산운용 및 옵티머스자

08 한편, 일각에서는 2015년 사모펀드 제도개편을 <표 III-2>와 같은 사모펀드 부실 및 환매·상환 연기 사례의 원인으로 지목하고 사모펀드 규제를 예전처럼 강화해야 한다고 주장하기도 한다. 즉, 2015년 사모펀드 제도개편으로 진입장벽이 낮아져서 부적격 운용사들이 시장에 다수 진입했다는 것이다. 그런데 <표 III-2>에서 보는 바와 같이 부실 및 환매·상환 연기 사례는 전문사모운용사 이외에도 종합운용사가 운용하고 있는 사모펀드에서도 발생하고 있다. 또한, 부실 및 환매·상환 연기의 원인이 다양하기 때문에 사모펀드 제도개편을 이들 사례의 원인으로 보기에는 무리가 있다.

산운용 사태에서 보듯 운용사의 부정·불법행위에 따른 투자자보호 문제가 불거지면서 사모펀드 제도개편의 효과에 의문을 표시하는 시각도 늘고 있다. 특히, 예상치 못한 코로나 19의 발생 및 장기화로 인해 비상장기업이나 비유동성 자산에 투자한 사모펀드의 손실 가능성이 커진 상태이므로 앞으로도 대규모 손실을 기록하거나 환매·상환연기 사례가 발생할 가능성이 높다. 이에 따라 사모펀드의 빠른 성장세가 꺾였을 뿐만 아니라 사모펀드에 대한 투자자들의 신뢰도 많이 저하된 상태이다. 그러므로 전문사모운용업계와 감독당국은 유사사례 재발을 막고 투자자들의 신뢰를 회복하기 위해 다양한 노력을 경주할 필요가 있다.

전문사모운용업계는 적극적으로 위험관리 역량을 강화할 필요가 있다. 여기서 말하는 위험관리는 시장위험, 신용위험, 유동성위험 등 투자와 결부된 다양한 위험을 관리하는 역량뿐만 아니라 부정·불법행위를 예방할 수 있는 내부통제 및 이해상충방지체계를 갖춘 조직체계 구축을 포함하는 개념이다. 물론 운용사 스스로가 금융사기를 당하지 않도록 해외투자 관련 실사능력과 운용 역량을 배양해야 할 것이다. 또한, 사모펀드의 주된 투자자는 기관투자자 또는 전문투자자이므로 전문사모운용업계는 사실상 개인투자자와 다름없는 적격일반투자자를 상대로 한 투자자금 모집을 가능한 한 지양할 필요가 있다. 일반투자자의 비중이 늘어나게 되면 형식만 사모펀드일 뿐 실질은 공모펀드일 수밖에 없고, 당연히 금융사기 및 불완전판매 문제가 발생할 개연성도 커지게 된다. 이는 규제수준을 낮춰 운용역량을 갖춘 신규 운용사의 진입을 촉진하고, 금융벤처로서의 사모펀드 본연의 기능을 살리고자 하는 현행 사모펀드 규제체계 취지에도 반하고 일각에서 주장하는 바와 같이 다시 규제를 공모펀드에 준하는 수준으로 강화하게 되는 빌미가 될 수 있다.

감독당국은 지난 해 하반기 이후 <표 IV-1>에서 보듯이 불완전판매, 유동성관리 실패, 운용상 위법·부당행위에 따른 투자자보호 문제 등이 잇따르자 사모펀드 규제 개선방안을 발표하였다(금융위원회, 2019; 금융위원회, 2020).⁰⁹ 여기서 2015년 제도개편을 계기로 시장경쟁이 촉진되면서 다양한 유형의 전문사모집합투자업자가 등장하고, 대체자산 투자규모가 크게 늘어나는 등 긍정적인 변화가 있었음을 상기할 필요가 있다. 비록 여러 문제점들이 나타나긴 했으나 사모펀드 제도개편의 취지가 일정 부분 현실화되고 있는 것이다. 따라서 감독당국은 앞으로도 사모펀드 시장이 제도개편의 취지에 부합하게 작동할 수 있도록 제반 여건을 조성하는 데 힘써야 할 것이다. 이를 위한 정책 개선방향은 다음과 같다.

09 예를 들면, 금융위원회(2019)는 공모판단 기준 및 적격일반투자자 요건을 변경하고, 고난도 금융투자상품에는 이전보다 강화된 투자자 보호장치를 적용하는 등 펀드 판매단계에서의 투자자보호 장치를 강화하였다. 최근 발표된 사모펀드 제도개선 방안은 운용사 내부통제 및 의사결정구조 강화, 펀드재산 평가의 공정성 확보, 손해배상책임 능력 확충, 불건전 영업행위 제재 강화, 유동성리스크 관리체계 마련, 시스템리스크 관리를 위한 감독당국 보고의무 강화, 부실운용사 적극 퇴출 등 운용사에 대한 규제를 강화하는 내용을 담고 있다(금융위원회, 2020).

첫째, 일련의 사모펀드 제도개편으로 진입장벽을 낮춘 만큼 시장원리가 잘 작동하기 위해서는 진입장벽을 다시 높이기보다는 늘어나고 있는 부실·부적격 운용사의 퇴출이 적시에 이뤄질 수 있도록 할 필요가 있다.¹⁰ 그래야만 옥석이 가려지면서 사모펀드 시장이 ‘레몬’시장으로 전락하는 것을 막고, 역량 있는 운용사들이 더욱 성장할 수 있기 때문이다. 감독당국은 이 과정에서 선의의 피해를 입는 투자자들이 발생하지 않도록 부실·부적격 운용사를 적시에 선별·검사할 수 있는 조직과 인원을 충분히 확보해야 할 것이다. 둘째, 사모펀드 시장이 규제체계의 목적과 부합하게 작동하기 위해서는 사모펀드 투자자에게도 투자책임의 원칙을 명확히 하고, 투자위험을 감수할 수 없는 투자자들의 사모펀드 투자를 제한할 필요가 있다. 이를 위해서는 투자금액이 기준인 현행 적격일반투자자 요건을 재검토하여 사모펀드 투자자를 펀드투자자와 관련한 금융지식과 투자위험을 감수할 수 있는 능력을 갖춘 투자자로 한정할 필요가 있다. 셋째, 더 나아가 적격일반투자자를 대상으로 하는 사모펀드 운용사나 판매사의 부당·불법행위로 인해 금융사고가 발생할 경우 운용사나 판매사에 강한 징벌적 배상의무를 부여할 필요가 있다.¹¹

10 이미 전문투자형 사모펀드 시장의 경쟁도가 매우 높아진 상태이므로 진입장벽을 높이는 것은 실효성이 낮다. 그리고 전문사모집합투자업 진출을 염두에 두고 있는 운용사들은 선부른 시장진출보다는 자체적인 역량을 갖추는 데 노력해야 할 것이다.

11 징벌적 배상제도가 도입된다면 일반 개인투자자를 대상으로 하는 공모펀드에도 동일하게 적용되어야 할 것이다.

참고문헌

금융위원회, 2015. 10. 23, 사모펀드 활성화를 위한 『자본시장법』 및 하위법령 개정안 일괄 시행에 따른 주요 변경 사항 안내, 보도자료.

금융위원회, 2019. 12. 12, 고위험 금융상품 투자자 보호 강화를 위한 종합 개선방안 (최종안), 보도자료.

금융위원회, 2020. 4. 27, 『사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안』 발표, 보도자료.

김종민, 2020, 『국내 사모펀드의 리스크 점검 필요성 및 대응방향』, 자본시장포커스 오피니언 2020-4호.

신보성 · 권재현 · 김종민 · 이효섭 · 천창민, 『글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향』, 자본시장연구원 연구총서 15-02.

BIS, 2018, Financial Stability Implications of a Prolonged Period of Low Interest Rates, CGFS Papers No 61.

금융감독원	www.fss.or.kr
금융감독원 금융통계정보시스템	fisis.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
금융투자협회	freesis.kofia.or.kr

<부록 표 1> 전문사모운용사 ROE 결정요인 - 자기자본 기준

변수	자기자본 상위 50%		자기자본 하위 50%	
	(1)	(2)	(3)	(4)
전분기 ROE(%)	-0.365*** (0.032)	-0.365*** (0.032)	-0.243*** (0.052)	-0.244*** (0.050)
국고채 3년물 금리(%)	0.734 (0.872)	0.817 (0.857)	0.337 (3.922)	0.900 (3.696)
KOSPI지수 수익률(%)	0.060** (0.029)	0.058** (0.027)	0.208*** (0.073)	0.156** (0.070)
실질GDP 성장률(%)	-0.776* (0.434)	-0.748* (0.454)	-0.777 (1.590)	0.405 (1.546)
인플레이션(%) (근원물가지수 상승률)		-0.373 (1.464)		-11.53** (5.279)
업력(년)	-0.058 (0.216)	-0.152 (0.390)	4.322* (2.332)	1.333 (1.933)
직원 수(명)	0.045** (0.018)	0.045** (0.018)	-0.183 (0.363)	-0.261 (0.374)
분기 보수율(%)	2.143** (1.012)	2.141** (1.013)	4.710*** (1.487)	4.777*** (1.536)
자산대비 순자산규모	0.008 (0.006)	0.008 (0.006)	-0.070** (0.031)	-0.065** (0.031)
자기자본비율(%)	0.053 (0.094)	0.052 (0.093)	1.094** (0.493)	1.085** (0.488)
영업이익경비율(CIR, %)	-0.004 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.001** (0.000)	-0.001* (0.000)
총자산순이익률(%) (최근 12개월 기준)	0.509*** (0.033)	0.509*** (0.033)	0.531*** (0.052)	0.521*** (0.053)
대체자산 중심 운용사	1.374 (1.962)	1.364 (1.965)	-6.026 (4.731)	-6.017 (4.928)
부동산 중심 운용사	-0.879 (2.826)	-0.906 (2.820)	0.284 (5.358)	0.873 (5.374)
혼합자산 중심 운용사	0.286 (2.497)	0.253 (2.516)	-3.147 (4.945)	-2.715 (4.954)
상수	-7.253 (8.392)	-6.096 (9.546)	-102.3** (41.28)	-78.63** (37.41)
표본수	1,324	1,324	912	912
운용사 수	135	135	135	135

주: 1) 자기자본을 기준으로 운용사를 상위 50%와 하위 50% 두 그룹으로 나눈 후 2015년 이후 전문사모운용사 분기 ROE(%)를 종속변수로 하는 동적패널회귀분석모형 추정결과이며, 운용사간 이질성을 감안하여 표준오차를 조정하였음.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

<부록 표 2> 전문사모운용사 ROE 결정요인 - 최근 1년 경영실적 기준

변수	최근 1년 흑자 운용사		최근 1년 적자 운용사	
	(1)	(2)	(3)	(4)
전분기 ROE(%)	-0.374*** (0.034)	-0.373*** (0.034)	-0.297*** (0.053)	-0.298*** (0.052)
국고채 3년물 금리(%)	2.972*** (1.125)	3.136*** (1.136)	-5.113 (4.064)	-4.663 (3.851)
KOSPI지수 수익률(%)	0.040 (0.039)	0.020 (0.040)	0.230*** (0.066)	0.205*** (0.071)
실질GDP 성장률(%)	-0.329 (0.570)	0.070 (0.618)	-1.675 (1.219)	-1.246 (1.168)
인플레이션(%) (근원물가지수 상승률)		-3.823** (1.800)		-3.862 (4.688)
업력(년)	-1.494*** (0.432)	-2.438*** (0.667)	8.457*** (2.965)	7.385*** (2.508)
직원 수(명)	0.059** (0.025)	0.058** (0.025)	-0.124 (0.271)	-0.143 (0.275)
분기 보수율(%)	2.716*** (1.032)	2.711*** (1.029)	2.278** (0.887)	2.269** (0.915)
자산대비 순자산규모	-0.018 (0.014)	-0.017 (0.014)	0.022 (0.027)	0.0221 (0.027)
자기자본비율(%)	-0.070 (0.093)	-0.075 (0.093)	1.637*** (0.562)	1.633*** (0.558)
영업이익경비율(CIR, %)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
총자산순이익률(%) (최근 12개월 기준)	0.505*** (0.070)	0.503*** (0.070)	0.523*** (0.054)	0.517*** (0.054)
대체자산 중심 운용사	3.702* (2.201)	3.601* (2.187)	1.332 (5.408)	1.461 (5.504)
부동산 중심 운용사	-0.251 (3.158)	0.106 (3.127)	-6.824 (6.487)	-6.654 (6.498)
혼합자산 중심 운용사	-2.220 (2.372)	-1.991 (2.357)	-2.821 (5.183)	-2.690 (5.166)
상수	9.005 (9.131)	19.89* (11.48)	-177.3*** (58.21)	-168.0*** (53.82)
표본수	1,460	1,460	775	775
운용사 수	173	173	152	152

주: 1) 최근 1년 경영성과를 기준으로 운용사를 흑자 운용사와 적자 운용사 두 그룹으로 나눈 후 2015년 이후 전문사모운용사 분기 ROE(%)를 종속변수로 하는 동적패널회귀분석모형 추정결과이며, 운용시간 이질성을 감안하여 표준오차를 조정하였음.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미