

자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향

2013. 8.

선임연구위원 김 재 철
연 구 원 장 지 혜



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

국내 자산운용업계가 어려운 시기를 보내고 있다. 몇 년간 지속된 글로벌 금융위기에 더해 최근에는 국내 경기가 침체되면서 자산운용시장의 성장도 멈추고 있다. 주식시장이 방향성을 보여주지 못하고 등락을 거듭함에 따라 투자자들이 갈피를 잡지 못한 영향이 크다. 게다가 전문가 집단으로 평가받던 자산운용회사들이 시장을 이기지 못하면서 많은 투자자들이 실망한 모습이다.

그 결과가 자산운용회사들의 손익계산서에 이미 반영되고 있다. 많은 회사들이 적자상황에 직면했으며, 이익을 내고 있는 회사들조차도 이익률이 크게 떨어지고 있다. 이익을 내지 못하는 기업은 존재가치를 상실하기 마련이다.

자산운용회사는 상품을 설계하고 직접 운용하는 자산운용시장의 핵심이다. 자산운용회사들이 건전하게 성장하지 못하면 국내 자산운용시장의 성장도 한계에 직면할 수밖에 없다. 정부가 자산운용시장의 규모를 키워 자산운용산업을 육성하기 위해 노력하고 있지만 결코 쉬운 일이 아니다. 결국 이 어려운 시기를 버텨내고 제대로 성장하는 것은 전적으로 개별 자산운용회사들의 전략과 선택에 달려 있다.

이 보고서는 2004~2012년 중 모든 국내 자산운용회사들의 이익구조를 분석해 우리나라 자산운용회사들이 직면하고 있는 이익률 하락 문제를 살펴본다. 저자들은 우리나라 자산운용회사들이 이미 경험하고 있거나, 미래에 맞이할 경영환경의 구조적 변화가 결코 개별 자산운용회사들의 이익구조에 유리하지 않다는 점도 지적한다. 본 보고서의 궁극적인 목적은 이러한 분석을 통해 국내 자산운용업계에 변화가 시급하다는 메시지를 던져 주기 위한 것이다. 이 보고서가 우리나라 자산운용업계를

한 단계 진화시키는데 있어서 유용한 자료로 활용될 수 있기를 기대한다.

본 보고서를 집필하는데 큰 노고를 아끼지 않은 본원의 김재철 선임 연구위원과 장지혜 연구원에게 감사드린다. 또한 보고서 심사과정에서 지정 논평을 맡아 유익한 조언을 제시한 남길남 연구위원과 연구조정위원들의 수고에도 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 견해와 주장이며, 자본시장연구원의 공식 의견이 아님도 밝혀둔다.

2013년 8월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xiv
I. 논의 배경	3
II. 자산운용업 경영현황 분석	11
1. 업계 전반의 경영현황	11
2. 회사 유형별 영업이익률 비교 분석	15
3. 분석의 시사점	29
III. 자산운용업 경영환경의 구조적 변화	33
1. 중장기 대내외 경제환경 변화	33
2. 정부 정책환경의 변화	38
3. 고객군의 중심 이동: 개인에서 기관으로	39
4. 투자성향 변화에 따른 상품구조 변화	41
5. 대내외 경쟁환경 변화	53
6. 자산운용업 수익구조에 주는 시사점	55
IV. 자산운용업 자생력 확보 방향	61
1. 회사별 강점·약점 식별과 사업모델 재설정	61
2. 자산운용업계의 바람직한 성장과정 및 산업구조	67
3. 이슈별 검토사항	74

V. 결론 83

참 고 문 헌 89

표 목 차

<표 I-1> 글로벌 자산관리회사 순위(2011년)	4
<표 II-1> 주요 금융업 영업이익률 비교	11
<표 II-2> 자산운용업계 평균 영업이익률 추이	13
<표 IV-1> 국내 자산운용회사들의 핵심 펀드 집중 정도	69
<표 IV-2> 글로벌 자산운용회사와 우리나라 주요 자산운용회사의 자기 자본과 배당 현황	80

그 립 목 차

<그림 I-1> 자산운용시장 규모와 자금흐름	5
<그림 I-2> 전체 자산운용회사 중 당기순이익 적자인 회사 수	6
<그림 II-1> 북미지역 자산운용회사 영업이익률(%) 추이	13
<그림 II-2> 국내 자산운용회사 간 영업이익률 편차	14
<그림 II-3> 그룹 간 영업이익률 비교: 회사 지분구조 기준 (2004~2012년)	18
<그림 II-4> 그룹 간 영업이익률 비교: AuM 기준 (2004~2012년)	19
<그림 II-5> 그룹 간 영업이익률 비교: 투자일임 비중 기준 (2004~2012년)	21
<그림 II-6> 그룹 간 영업이익률 비교: 가중평균 운용보수율 기준 (2004~2012년)	22
<그림 II-7> 그룹 간 영업이익률 비교: 펀드 당 평균 AuM 기준 (2004~2012년)	24
<그림 II-8> 그룹 간 영업이익률 비교: 상품특화도 기준 (2004~2012년) ..	26
<그림 II-9> 자산운용회사 유형별 영업이익률 추이: 2004~2012년 연간 시계열	28
<그림 III-1> 주요국 고령화 추이: 고령부양비율(%)	34
<그림 III-2> 1900년 이후 주요 금융위기	35
<그림 III-3> 우리나라의 경제성장률과 장기금리 추이(%)	37
<그림 III-4> 자산운용시장 고객군의 중심 이동	40
<그림 III-5> 글로벌 자산운용상품 AuM 대비 상품군별 비중	45
<그림 III-6> 2000년 이후 액티브와 패시브펀드의 누적 자금순유입 (전세계, 십억달러)	45

<그림 III-7> 기관투자자 전체 AuM 대비 대체투자 비중	46
<그림 III-8> 개인투자자 대체투자 규모 및 전체 AuM 대비 비중	46
<그림 III-9> 솔루션을 제공하고 있거나 제공할 계획인 자산운용회사 비중 (복미, %)	47
<그림 III-10> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화: 펀드 전체와 대체투자펀드	48
<그림 III-11> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화: 대체투자펀드 종류별 구성	49
<그림 III-12> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화: 펀드 전체와 패시브 펀드+솔루션	50
<그림 III-13> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화: 패시브펀드와 솔루션 비중	51
<그림 III-14> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화: 솔루션 상품별 구성 비중	51
<그림 IV-1> Roland Berger의 자산운용회사 핵심 성공요인	63
<그림 IV-2> 자산운용업의 가치창출구조	65
<그림 IV-3> 국내 자산운용업에 적용 가능한 사업모델	67
<그림 IV-4> 국내 자산운용업계 사업모델 현황(추정)	70
<그림 IV-5> 국내 자산운용업계의 바람직한 변화 과정	72
<그림 IV-6> 국내 자산운용업계의 바람직한 산업구조	74

약 어 표

AUM	Assets Under Management
BE	Branding Excellence
DB	Defined Benefit
DC	Defined Contribution
DE	Distribution Excellence
ETF	Exchange Traded Fund
FMI	Financial Market Intelligence
FOFs	Fund of Funds
GIPS	Global Investment Performance Standard
HB	High value & Broad
HF	High value & Focusing
HNW	High Net Worth
M&A	Merger & Acquisition
NCR	Net Capital Ratio
OE	Operational Excellence
PEF	Private Equity Fund
PPE	Product and Pricing Excellence
SB	Scale & Broad
SF	Scale & Focusing
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

《 Executive Summary 》

지난 2007년까지 급격한 성장세를 구가하던 우리나라 자산운용 시장은 글로벌 금융위기 이후 그 성장세가 정체되고 있다. 이는 주식을 포함한 자산시장의 방향성이 모호해지면서 개인투자자를 중심으로 펀드에 대한 투자심리가 냉각된데 따른 것이다. 그 결과 글로벌 자산운용회사에 필적할 만한 자산운용회사가 탄생하지 않고 있는 것은 물론 많은 자산운용회사들이 적자상태에 진입하고 있다.

우리나라 자산운용회사들의 경영현황을 영업이익률 측면에서 분석한 결과 업계 전체의 평균적인 영업이익률이 지난 2006년을 정점으로 큰 폭으로 하락하고 있음을 발견했다. 다만 회사의 유형에 따라 지난 2004~2012년 중 평균적인 장기 영업이익률 수준에 편차가 큰 것 역시 확인했다. 예를 들어 자산운용회사의 유형이 국내금융계열인 회사, AuM이 큰 회사, AuM 중 투자일임 비중이 높은 회사, 가중평균 운용보수율이 높은 회사, 펀드 당 평균 AuM이 큰 회사, 상품특화도가 높은 회사일수록 영업이익률의 절대적인 수준이 높고 안정성도 좋은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 회사의 브랜드 가치, 판매망의 원활한 확보 여부, 장기적이고 안정적인 고객층의 확보 여부, 부가가치가 높은 상품의 개발 및 전문성의 확보 여부 등이 자산운용회사들의 이익률에 영향을 미침을 의미한다. 이를 통해 볼 때 자산운용회사들의 이익구조는 그들이 선택하는 경영전략과 방향에 크게 좌우되는 것으로 보인다. 그러나 자산운용회사의 유형에 관계없이 거의 모든 회사들의 영업이익률이 시계열적으로 하락하고 있는 것은 분명한 사실이다.

우리나라 자산운용회사들이 현재 직면하고 있고, 가까운 장래에 마주하게 될 경영환경 변화는 업계의 이익구조에 결코 긍정적이지 못하다. 자산운용업 경영환경의 구조적 변화는 크게 다섯 가지로 분류할 수 있다.

첫째, 중장기 대내외 경제환경이 변화하고 있다. 우선 국가간 인구고령화 속도의 차이에 의해 “급격한 자산축적 후 자산축적 정체”라는 인구고령화 진행단계에서의 전형적인 패턴 역시 국가 간에 시간차가 있을 것으로 예상된다. 역사적으로 반복되고 있는 금융위기는 갈수록 잦아지고 있는 추세이다. 이는 경제주체들의 신뢰붕괴, 공공 및 민간부문의 부채 증가와 조정, 자산시장 불확실성 등을 통해 경제에 지대한 영향을 미친다. 글로벌 금융위기의 잔재, 부채조정, 고령화에 따른 생산여력 감소, 재정정책 여력 위축 등은 장기적으로 저성장과 저금리 기조를 구조화시킬 가능성이 크다.

둘째, 정부 정책환경이 변화하고 있다. 재정환경이 갈수록 나빠져 정부가 장기 세제혜택펀드의 도입 등을 통해 자산운용시장을 육성하는 것이 점차 어려워지고 있다. 새정부 경제정책의 키워드인 창조경제로 인해 PEF, 벤처캐피탈, 크라우드 펀딩 등 기존 자산운용산업의 영역을 벗어나는 상품으로 투자자들의 관심이 집중될 가능성도 있다.

셋째, 자산운용시장의 주요 고객군이 개인투자자에서 기관투자자로 옮겨가고 있다. 이로 인해 투자일임 증가세가 펀드 증가세를 압도하고, 대체투자펀드 등 새로운 유형의 펀드가 빠르게 성장할 것이다.

넷째, 대내외 자산운용시장에서 상품구조의 다각화가 진전되고 있다. 상품구조 변화의 중심에는 패시브펀드, 대체투자펀드, 고객 맞춤형 상품에 가까운 소위 솔루션 등이 자리한다. 이러한 추세 변화는 저성장 및 저금리 기조, 금융위기, 인구고령화 등 경제구조의 변화와 밀접하게 연관되어 있다. 그 결과 상품구조의 다각화는 단기간에 끝나지 않고 장기간 이어질 가능성이 매우 크다.

다섯째, 자산운용업을 둘러싼 대내외 경쟁환경이 변화하고 있다. 국내에서는 자산운용업 내부의 첨예한 경쟁과 동시에 광의의 자산관리업무 간 경쟁도 격화되고 있다. 해외로부터의 경쟁압력도 갈수록 커질 전망이다. 퇴직자산 축적이 정체되기 시작할 선진국 자산운용회사들이 퇴직자산 축적이 본격화될 아시아권 국가를 핵심 목표시장으로 설정해 적극 공략할 가능성이 크다.

경쟁환경의 구조적 변화는 자산운용회사들의 영업이익률을 구성하는 3대 요소인 AuM, 평균 운용보수율, 운영비용 등에 부정적 영향을 줄 것으로 예상된다. 우선 시장규모의 지속적인 증대가 예상되지만 첨예한 경쟁환경 하에서 개별 자산운용회사들이 충분한 AuM을 확보하는 것은 결코 쉽지 않다. 패시브펀드 중심의 상품구조 변화, 기관투자자로의 고객 중심 이동 등은 각 회사의 평균 운용보수율을 계속해서 떨어뜨릴 것이다. 기관투자자 관리 비용 증대와 고객군, 상품군, 지역군 등 목표시장의 세분화는 자산운용회사들의 운영비용을 증가시킬 요인들이다.

이처럼 이익구조의 부정적 전망이 전제된다면 현재의 국내 자산운용업계 산업구조는 매우 불안정하고 취약하다. 자산운용업의 사업모델은 부가가치와 특화도 수준에 따라 규모의 경제와 다양화를 추구하는 대형 종합사(Scale & Broad, 이하 SB), 규모의 경제와

특화를 추구하는 대형 특화사(Scale & Focusing, 이하 SF), 고부가 가치와 특화를 추구하는 부띠끄(High value & Focusing, 이하 HF), 고부가가치와 다양화를 추구하는 멀티 부띠끄(High value & Broad, 이하 HB) 등 크게 네 가지로 분류할 수 있다. 그런데 우리나라 자산운용회사들은 일부 예외적인 경우를 제외하면 대부분 SB 사업모델을 추구한다. 그런데 이 사업모델을 추구하는 많은 회사들이 실제로 충분한 규모의 경제 효과를 실현하고 있는지는 의문이다. 게다가 유사한 사업모델 영역에서 지나친 경쟁압력에 시달리고 있어 산업구조가 대단히 취약하다. 따라서 향후 국내 자산운용업계는 규모의 경제와 다양화를 추구하는 SB 영역 회사들 중 상당수가 여타 영역으로 사업모델을 전환해 업계 전체의 구조가 균형미를 갖추는 것이 시급하다. 궁극적으로는 자산운용회사들 간 합종연횡, 공격적인 성장전략 등을 통해 자산운용업계 전체가 동적인 활력을 유지하는 것이 중요하다.

자산운용업 산업구조의 변화는 정부에서 정책적으로 강제하기는 어렵다. 이는 자산운용회사들이 생존전략의 차원에서 선택해야 하는 문제이며, 특화, 비용 효율화, 해외시장 개척 등 세 가지 주요한 전략이 필요하다. 개별 자산운용회사들이 추구하는 사업모델에 따라 세 가지 전략 중 핵심적인 전략이 선택될 것이며, 각 전략별로 세부 추진과제들이 요구된다.

그런데 개별 자산운용회사들이 각 회사에 적합한 사업모델을 선정해 추진하기 위해서는 무엇보다 회사의 대주주가 자산운용업을 바라보는 시각에 변화가 있어야 한다. 우리나라의 대표적인 자산운용회사들은 대부분 국내 우수 금융회사의 계열회사이다. 그 결과 그동안 자산운용회사들은 그 자체로서 장기적으로 성장 가능

성이 있는 기업이라는 인식보다는 계열 금융회사에게 시너지를 만들어주는 보조적인 금융기관으로 취급받아 온 것이 사실이다. 또한 자산운용시장의 특성으로 인해 고객의 신뢰구축이 매우 중요함에도 불구하고 우리나라 자산운용회사들은 그러지 못한 것으로 평가받는다. 자산운용시장에서 정의하는 고객신뢰는 단순한 운용성과만으로 만들어지지 않는다. 그것은 자산운용회사들이 대리인문제를 해소하기 위해 최선을 다하는지, 그 회사만의 운용철학을 구축하고 꾸준히 매진하는지 등 다양한 요소에 의해 결정된다. 이러한 측면에서 볼 때 자산운용회사를 지배하고 있는 대주주들은 회사의 운용철학 구축과 성장에 대한 비전을 가지고 장기적인 안목으로 회사를 운영할 필요가 있다. 이를 위해서는 회사의 자기자본을 충분히 구축해야 한다는 인식을 가져야 하며, 최고경영자 및 펀드매니저에 대한 평가주기를 길게 잡아 이들이 소신을 가지고 움직일 수 있도록 해야 한다.

— « **Abstract** » —

**An Analysis of Korea's Asset Management Industry:
Current Status and Future Direction to Enhance Viability**

In the mid 2000s, the general consensus about the Korean asset management market was that it would eventually become the core of the Korean financial system. Most people thought it would grow faster than any other market in the world. However, the reality today shows a market that faces recessionary macroeconomic conditions given the unfriendly global financial environment. Investors are not confident about the asset management market and are seeking more efficient ways to save.

Bad market conditions are hitting asset management companies' income statements. As the years have gone by, the number of companies with negative profit margins has increased. The average pre-tax profit margin as a ratio of revenues for the industry as a whole has dropped dramatically since 2006. The ratio in 2012 was 9.4%, whereas in 2006 it was 35.2%. Even though the magnitude of the profit deterioration is different across asset management companies, a lower profit margin ratio is a fact for almost all companies.

The problem is that the profit structure of the asset management industry could deteriorate in the future. A detailed analysis of the expected changes in the future business environment, such as structural changes in the economic environment, the government's industry policy stance, customer and product structures, and market competition, etc., offers a gloomy picture for the asset management industry's profit structure. The future business environment will affect three key variables for the profit margin ratio.

First, no company is guaranteed to acquire enough assets under management (AUM) because of strong competition pressure, even if the market as a whole regains its growth path as is expected.

Second, weighted average management fees will decline further. The change in products structure from active funds to passive funds is a major reason for reduced fees.

Third, there are several factors that will raise operating costs for asset management companies. For instance, the need to separate target markets will increase costs for research, products developments, and marketing. Furthermore, the widespread popularity of solution products, which are a type of customized product, will make it more difficult for asset management companies to achieve economies of scale.

The analysis shows that many asset management companies will struggle for survival if they maintain their current business model. In general, there are four categories of business models for asset management companies depending on the degree of focus and economies of scale. The four categories of business models are scale players with broad product ranges (SB), scale players with focused product ranges (SF), high value players with focused product ranges (HF, or boutique), and high value players with broad product ranges (HB, or multi boutique). Currently, most companies compete in the SB area, and many of them will have to change their business model for the industry to give a well balanced picture. Ultimately, each company should pursue its own specialty, cost efficiency, and deeper global demand base.

1. 논의 배경

I. 논의 배경

국내 자산운용시장과 산업은 그동안 자본시장과 실물경제를 연결시켜주는 고리로서의 역할 뿐만 아니라, 그 자체의 성장 가능성에 대해서도 많은 기대를 받아왔다. 자산운용회사는 자금 공급자인 투자자와 자금 수요자인 기업을 연결시켜주는 자본시장의 핵심적인 플레이어로 기능한다. 이들은 자본시장에 내재해 있는 정보 비대칭을 축소시켜 자본시장의 자금중개 기능을 크게 제고시킨 것으로 평가받는다. 또한 투자자들에게는 효율적인 분산투자 기능을 제공함으로써 자본시장을 보는 시각을 긍정적으로 바꾸는데 크게 기여한 것으로 평가할 수 있다. 게다가 많은 시장참여자들은 자산운용산업이 수익을 창출하고 고급인력을 흡수, 재교육시켜 금융산업 중 가장 핵심적인 성장분야가 될 것이라고 기대했었다.

그러나 2000년대 중반까지 국내 자산운용시장이 빠르게 성장했음에도 불구하고 글로벌 경쟁력을 갖춘 자산운용회사는 나오지 않고 있다. Towers Watson(2012)에 의하면 2011년말 기준으로 전세계 1위의 자산관리회사는 자산규모 3조 5천억달러인 BlackRock이 차지하고 있는데, 우리나라 자산관리회사 중 자산운용회사로 가장 높은 순위에 올라 있는 회사인 미래에셋은 조사대상 전체 500개사 중 257위에 불과한 것으로 나타났다. 2011년말 기준 우리나라 자산운용시장의 전체 펀드 순자산총액은 당시 환율 기준으로 2천 430억달러였다. 이를 Towers Watson(2012) 자료와 비교해 보면 우리나라 전체 펀드 규모(투자일임 제외)를 모두 합해도 전세계 자산관리회사 중 69위에 그칠 정도로 국제적 기준에 비해서는 규모 측면에서 미약한 수준이라 볼 수 있겠다.¹⁾

1) 운용자산의 절대규모만으로 자산운용회사의 국제경쟁력을 평가하기는 어렵다. 그러나 투자은행(IB)과 자산운용회사는 회사의 규모가 국제시장에서 경쟁하는데 있어서 큰 무기가 되는 것이 현실이다. 따라서 국제시장에서 규모 측면의 경쟁력이 있는가를 평가하기 위해서는 특정 자산운용회사가 소

4 자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향

<표 1-1> 글로벌 자산관리회사 순위(2011년)

회사명	자산규모 (백만달러)	소속 국가 GDP 대비 자산규모의 비율(%)
1. BlackRock	3,512,681	23.4
2. Allianz Group	2,117,123	58.8
3. State Street Global	1,856,852	12.4
4. Vanguard Group	1,848,488	12.3
5. Fidelity Investments	1,715,910	11.4
6. J.P. Morgan Chase	1,341,463	9.0
7. Bank of NY Mellon	1,260,298	8.4
8. BNP Paribas	1,205,775	43.4
9. Capital Group	1,081,659	7.2
10. UBS	945,852	143.5
257. Mirae Asset	28,215	2.5

주 : 독립 자산운용회사, 은행 및 보험회사 인하우스(in-house) 운용부문 포함.
우리나라의 삼성자산운용은 삼성그룹 금융부문 전체에 포괄. 자산운용회사
의 투자일임자산(managed accounts) 제외

자료 : Towers Watson(2012)

최근 우리나라 자산운용업계는 성장정체와 반복되는 자금유출입, 그리고 업계 내외부의 강력한 경쟁 등 여러 어려움에 직면하고 있다. 펀드와 투자일임을 모두 포함한 시장의 전체규모는 꾸준히 성장해 2012년말 기준 약 587조원에 이르렀으나, 성장속도는 크게 저하되고 있다.²⁾ 시장 전체의 성장률은 2005년부터 2008년까지 연평균 21.99%를 기록했지만, 2009년부터 2012년까지는 연평균 4.35%로 떨어졌다. 특히, 투자일임을 제외하고 펀드만 고려하면 성장정체 문제가 더욱 심각하다. 펀드 설정액

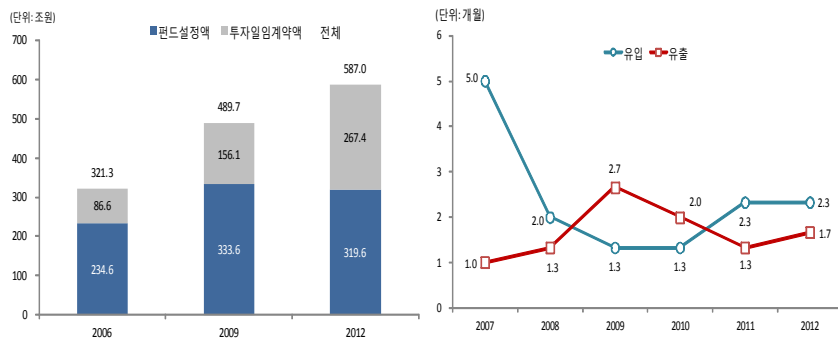
속된 국가의 경제력을 반영한 운용자산규모에 비해 운용자산의 절대규모가 보다 적합한 지표가 될 것이다. 참고로 국가 경제력을 반영할 경우에도 우리나라 자산운용회사의 운용자산 규모는 미약한 편이다.

2) 여기에서 시장전체의 규모는 펀드 설정액과 투자일임 계약액을 합한 것으로 계산한다.

은 지난 2008년말 360.8조원을 정점으로 하락해 2012년말에는 319.6조원으로 줄어들었다. 이는 자산운용시장의 중심고객이 펀드에 주로 투자하는 개인투자자에서 일임투자를 선호하는 기관투자자로 옮겨가고 있음을 반영하고 있다. 이러한 양상은 주식시장의 방향성에 대해 확신을 갖지 못하는 개인투자자들이 펀드의 매입과 환매를 반복하는 현상을 동반함으로써 시장의 불안정성을 심화시키고 있다.

<그림 1-1> 자산운용시장 규모와 자금흐름

[펀드설정액과 투자일임 계약액] [펀드 자금유출입 평균 지속 개월]



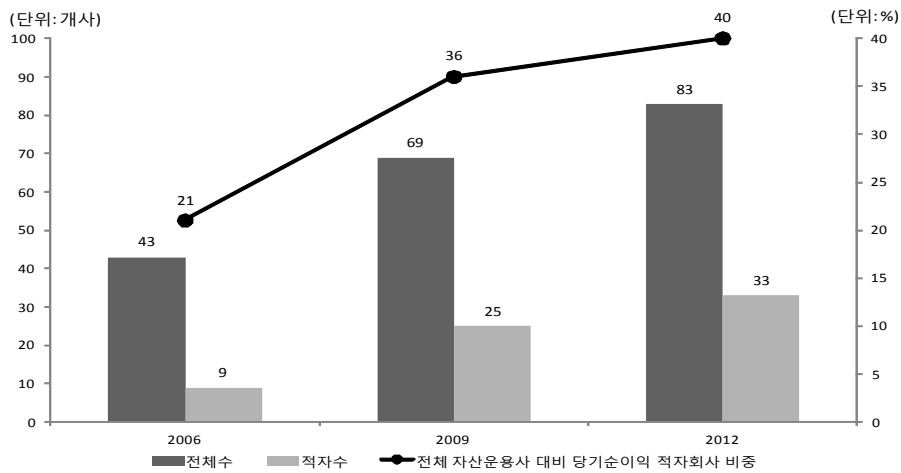
자료: 금융투자협회 데이터로 계산

자산운용회사들은 이와 같은 시장성장의 정체와 불안정성에 더해 업계 내외로부터의 강력한 경쟁에 직면하고 있다. 자본시장법 시행 이후 특화 자산운용회사를 중심으로 많은 수의 회사들이 자산운용시장에 진입하였을 뿐만 아니라 증권회사, 투자일임/자문회사 등 여타 금융투자회사, 은행 및 보험 등 거의 전 금융권역에서 자산관리업무를 핵심업무로 설정함에 따라 광의의 자산관리 분야에 경쟁이 격화되고 있다.

6 자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향

이에 따라 자산운용업계의 수익구조 악화는 이미 현실화되고 있다. 예를 들어 2012년(회계연도) 1/4~2/4분기에는 누적 당기순이익이 적자인 자산운용회사가 전체 83개사 중 33개사에 이르렀다.

<그림 1-2> 전체 자산운용회사 중 당기순이익 적자인 회사 수



자료: 금융감독원, 금융투자협회 데이터로 계산

본 보고서에서는 현재의 자산운용업계 구조가 지속될 경우 미래가 매우 어두울 것이라는 문제인식 하에 자산운용업의 자생력을 어떻게 확보해야 할지 모색해 본다.³⁾ 자산운용회사들은 상품을 설계하고 직접 운영하는 주체로서 수요자 및 상품과 함께 자산운용시장을 구성하는 3대 핵심요소이다. 따라서 자산운용업계가 건전하게 성장하지 못하면 국내 자산운용시장 전체의 성장도 쉽지 않을 것이다.

3) 본 보고서에서 다루는 자산운용업계는 자본시장법 상의 집합투자업자, 즉, 자산운용회사에 국한한다. 그리고 여기에서 논의하는 자산운용업의 자생력 확보 방향은 주로 자산운용과 마케팅 등 자산운용회사들의 일선업무에 국한하기로 한다.

본 보고서에서는 자산운용업의 자생력 확보 전략을 제시하기 위해 다음과 같은 분석을 시도한다.

첫째, 자산운용업의 경영현황을 분석한다. 여기에서는 2000년대 초반부터 최근까지의 회사별 영업이익률 자료를 통해 회사의 특징에 따라 영업이익률이 어떻게 다른지, 그리고 시계열적으로 영업이익률이 어떻게 변화되어 왔는지를 분석한다. 둘째, 자산운용업이 직면하고 있는 경영환경의 구조적 변화를 분석하고, 이러한 환경변화가 자산운용업 영업이익률에 미칠 영향을 도출한다. 여기에는 대내외 자산운용시장 추세의 변화, 정부 정책환경의 변화 등이 포함된다.

위와 같은 분석을 통해 우리나라 자산운용업의 자생력 확보 방향을 모색해 본다. 본 보고서에서는 정부의 정책적 개선 방향은 외생변수로 두고 자산운용업계 스스로 생존해 나가기 위해 필요한 방향을 주로 논의한다. 시장조성, 규제완화 등과 관련된 정부의 정책적 지원은 자산운용업계가 통제할 수 없기 때문이다.

II. 자산운용업 경영현황 분석

1. 업계 전반의 경영현황
2. 회사 유형별 영업이익률 비교 분석
3. 분석의 시사점

II. 자산운용업 경영현황 분석

1. 업계 전반의 경영현황

최근 국내 금융업계의 수익성은 큰 폭으로 떨어지고 있다. 금융감독원은 금융업권별로 개별 회사들의 영업수익과 영업비용을 모두 더해 발표하고 있는데, 이를 통해 금융업권별 영업이익률을 계산해 보면 일반은행과 증권회사들의 영업이익률은 2012년에 크게 하락했다. 특히 증권회사들의 영업이익률은 2011~2012 회계연도에 각각 4.8% 및 2.8%를 기록해 수익성 악화가 심각한 수준에 이르렀다. 은행들의 영업이익률도 10%대 아래로 떨어졌다. 반면 동일한 방법을 적용할 경우 자산운용업계의 영업이익률은 2011~2012 회계연도에 각각 29.8%와 30.7%를 기록해 여타 금융업권을 압도한다.⁴⁾

<표 II-1> 주요 금융업 영업이익률 비교

(단위: 억원, %)

	2011			2012		
	영업수익	영업비용	영업이익률	영업수익	영업비용	영업이익률
일반은행	1,396,485	1,253,262	10.3	1,210,675	1,117,901	7.7
증권	624,459	594,313	4.8	373,152	362,717	2.8
자산운용	15,185	10,666	29.8	11,436	7,925	30.7

주 : 1)증권과 자산운용은 회계연도 기준이며 2012년은 회계연도 3/4분기까지

2)은행은 연결손익계산서 기준

자료: 금융감독원 데이터로 계산

4) 본 보고서에서 자산운용회사들의 영업이익률(%)은 영업수익 대비 영업이익(영업수익-영업비용) 비중으로, 매출액 영업이익률(bp)은 운용자산규모(AuM) 대비 영업이익으로 정의한다.

그러나 업계 전체의 영업수익과 영업비용을 모두 더해 계산한 영업 이익률은 해석에 주의가 필요하다. 영업이익이 많은 소수 회사에 의해 그 수치가 왜곡될 가능성이 있기 때문이다.

개별 자산운용회사들의 영업이익률을 먼저 계산하고 이를 단순평균한 자산운용업계 전체의 수익성은 지난 2006년 이후 큰 폭으로 하락하고 있다.⁵⁾ 2006년에 35.2%에 달하던 업계의 평균 영업이익률이 2011년에는 6.1%까지 하락했고, 2012년에도 9.4%에 불과했다. 운용자산규모(이하 AuM) 대비 영업이익 정도를 나타내는 매출액 영업이익률은 2006년 13.8bp에서 2012년에는 0.9bp까지 하락했다.⁶⁾ 국내 자산운용회사들의 평균적인 영업이익률은 북미지역 자산운용회사들보다 낮은 수준이다. McKinsey&Company(2012a)에 따르면, 2011년 북미지역 자산운용회사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률은 평균 28.0% 및 9.0bp 수준이었다.

AuM 기준 상위 5개사의 이익률은 여전히 높은 수준이지만, 이들의 영업이익률 및 매출액 영업이익률도 갈수록 줄어드는 추세이다. 상위 5개사 평균 영업이익률은 아직 40%대를 상회하고 있지만, 2006년과 비교하면 거의 10%포인트 하락했다. 매출액 영업이익률은 2007년 17.5bp를 정점으로 하락해 2012년에는 7.3bp에 그쳤다.

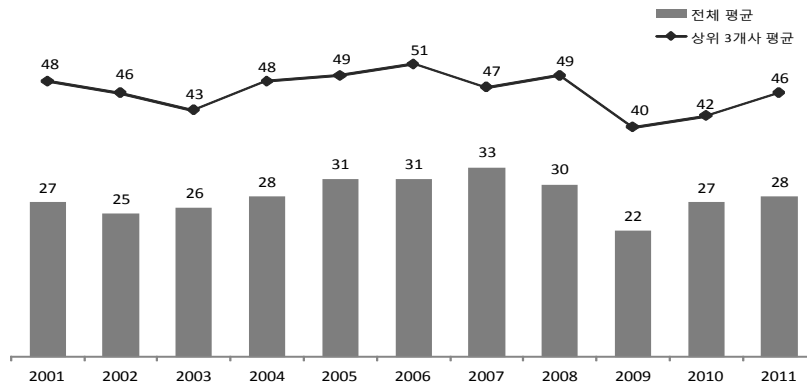
-
- 5) 본 보고서의 개별 자산운용회사 영업이익률 분석에서는 연도별 운용자산이 없는 회사, 수수료 수익이 없는 회사, 영업보고서 상 자료가 없는 회사, 운용자산규모(AuM) 기준 최하위 10% 회사들을 분석대상에서 제외한다. 이하 개별 자산운용회사 영업이익률 분석은 회계연도 기준으로 2004년부터 2012년까지이며(2012년은 2/4분기 까지), 금융감독원 공시자료를 활용했다.
- 6) 자산운용회사의 AuM은 펀드의 순자산가치와 투자일임의 평가액을 더한 것이다. 펀드 순자산가치는 분석대상 전기간(2004~2012년)에 걸쳐 자료가 축적되어 있으나 투자일임 평가액은 2010년 이후부터만 자료가 축적되어 있다. 그 결과 전기간에 걸쳐 펀드와 투자일임을 합한 자산운용회사들의 AuM 전체를 계산하는 것이 불가능했다. 따라서 본 보고서에서는 분석대상 전기간에 걸쳐 펀드 설정액과 투자일임 계약액을 합한 수치를 AuM의 대용변수로 쓰기로 한다. 다만 편의상 이 수치를 AuM이라 표기한다.

<표 II-2> 자산운용업계 평균 영업이익률 추이

회계 연도	전체 평균		AuM 상위 5개사 평균	
	영업이익률(%)	매출액 영업이익률(bp)	영업이익률(%)	매출액 영업이익률(bp)
2004	8.1	4.3	34.6	5.2
2005	21.4	7.3	45.0	7.4
2006	35.2	13.8	51.2	12.2
2007	33.5	13.2	49.5	17.5
2008	21.1	6.1	49.2	15.9
2009	13.9	10.9	44.8	16.5
2010	11.2	1.1	46.5	16.8
2011	6.1	1.4	47.1	15.7
2012	9.4	0.9	41.6	7.3

주 : 1) 영업이익률(%) = (영업수익-영업비용)/영업수익, 매출액 영업이익률(bp)
 = (영업수익-영업비용)/AuM
 2) 개별 회사의 영업이익률을 계산해 단순평균
 3) 일부 회사는 계산에서 제외. 본문 각주 3) 참조
 4) 2012년(회계연도) 영업이익은 보고서 작성 시 2/4분기까지 발표됨에 따라
 영업수익과 영업비용을 연율화해서 계산
 자료: 금융감독원, 금융투자협회 데이터로 계산

<그림 II-1> 북미지역 자산운용회사 영업이익률(%) 추이



주 : 영업이익률(%)=(영업수익-영업비용)/영업수익(Pre-tax profit margin, percent of revenues)

자료: McKinsey&Company(2012a), p.6 Exhibit 1, 재인용

한편, 최근 들어 자산운용회사들 간의 이익률 편차도 커지고 있다. 앞에서 설명한 영업이익률의 절대 수준으로도 대형사와 여타 회사와의 이익률 편차가 큰 것을 확인할 수 있지만, 업계 전체 영업이익률의 연도별 표준편차를 확인해 보면 회사 간 이익률의 편차가 더 명확하게 나타난다(<그림 II-2>).

자산운용시장이 호황이던 지난 2006년과 2007년에는 영업이익률의 회사 간 표준편차가 20% 내외였는데, 최근에는 40%를 상회하였으며, 매출액 영업이익률의 회사 간 표준편차 역시 11~12bp 수준에서 최근 몇 년 간은 20~30bp로 상승하였다. 이는 결국 자산운용시장이 어려운 환경에 진입하기 시작하면서 회사 간 수익성 편차가 급격하게 커졌음을 의미하며 회사 간 양극화를 반영하는 것으로 볼 수 있겠다.

<그림 II-2> 국내 자산운용회사 간 영업이익률 편차



주 : 연도별 자산운용회사 간 영업이익률 표준편차
 자료: 금융감독원 데이터로 계산

2. 회사 유형별 영업이익률 비교 분석

본 절에서는 국내 자산운용업계의 수익성을 결정하는 요인이 무엇인지 논의하기 위해 회사 유형별 영업이익률과 매출액 영업이익률을 비교 분석한다. 이를 위해 먼저 전체 자산운용회사들을 다음과 같은 여섯 가지 기준을 이용해 그룹별로 분류한다.

- 회사 지분구조: 국내금융계열/외국사/독립사
- AuM: 대형사/중형사/소형사
- AuM 중 투자일임 비중: 높은 회사(상위)/낮은 회사(하위)
- 가중평균 운용보수율: 높은 회사(상위)/낮은 회사(하위)
- 펀드 당 평균 AuM: 높은 회사(상위)/낮은 회사(하위)
- 상품특화도(집중도): 높은 회사(상위)/낮은 회사(하위)

위와 같은 기준을 토대로 자산운용회사들을 각기 다른 그룹으로 분류하고, 2004~2012년 중 각 그룹 간의 이익률에 어떤 차이가 있는지를 비교한다. 분석에 이용되는 지표는 영업이익률(%)과 매출액 영업이익률(bp)이다. 매 연도별로 각 그룹 내 회사들의 영업이익률 평균을 계산 한 후 2004~2012년 전기간의 평균과 표준편차를 다시 계산한다.⁷⁾ 이를 통해 그룹 간 이익률의 장기적인 수준과 안정성을 비교한다.

7) AuM의 경우를 예로 계산방식을 설명하면 다음과 같다. 분석대상 기간인 2004~2012년 중 매 연도별로 분석에 포함되는 자산운용회사들을 대형사, 중형사, 소형사 등 3개 그룹으로 분류한다. 그리고 각 그룹에 포함되는 회사들의 이익률 지표 평균을 연도별로 계산한다. 이처럼 구한 연도별 그룹 내 평균 이익률 수치를 기준으로 전체 기간의 평균과 표준편차를 구한다. 최종 수치들은 각 그룹 이익률의 시계열적인 수준과 안정성을 나타낸다.

다만 본 절의 분석은 두 가지 한계점을 가지고 있다. 첫째, 본 절에서 이용한 자산운용회사 그룹 분류기준에는 데이터 부재 문제로 아주 중요한 기준 하나가 누락되어 있다. 바로 개별 자산운용회사 전체의 평균적인 운용수익률이다. 국내 자산운용업계는 아직 회사 전체의 평균적인 운용수익률을 보여줄 수 있는 국제투자성과기준(GIPS) 수익률을 발표하지 않고 있다. 운용성과가 펀드로의 자금유입을 결정하는 중요한 변수라는 측면에서, 이는 자산운용회사들의 이익률을 결정하는 요인일 수도 있다.⁸⁾ 운용자산의 규모가 커지면 운용보수율을 기반으로 하는 영업수익은 비례적으로 커지는 반면 영업비용은 그만큼 늘어나지 않기 때문에 평균적인 운용수익률이 높은 회사일수록 이익률이 높을 가능성이 크다. 따라서 데이터만 확보된다면 개별 자산운용회사의 평균적인 운용수익률도 그룹을 분류하는 기준변수 중 하나로 고려해야 한다.

둘째, 자산운용회사들을 그룹별로 분류하는 여섯 가지 기준들이 서로 상관관계가 있기 때문에 각 기준별로 따로 떼어 분석하고, 해석하는 것은 뚜렷한 한계점이 있다. 예를 들어 AuM 중 투자일임 비중이 높은 자산운용회사들은 은행이나 보험 등 국내금융계열일 가능성이 크고, 중소형보다는 대형 운용회사일 가능성이 크다. 따라서 이 경우 투자일임 비중이 높아서 이익률이 높다고 하더라도 그것이 다른 기준변수들의 영향을 반영한 것일 수도 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 엄밀한 모델 설정을 통해 자산운용회사들의 이익률에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 선정하고, 실증분석을 시도해봐야 할 것이다.⁹⁾

8) Ippolito(1992), Rockinger(1996), Chevalier and Ellison(1997), Sirri and Tufano(1998) 등은 펀드의 과거 수익률이 펀드로의 신규자금유입을 결정하는 가장 중요한 요소임을 보인바 있다.

9) 이러한 한계점을 해결하기 위해서는 데이터의 확보, 충분한 문헌연구, 실증 모형의 설정 등 많은 추가 작업이 필요하다고 본다. 이는 향후 별도의 연구 테마로 남겨두기로 한다. 따라서 본 절에서 설명하는 분석결과는 여섯 가지 기준 변수들 간의 상관관계를 고려하지 않은 것임을 이해하기 바란다.

가. 그룹 분류기준 1: 회사 지분구조

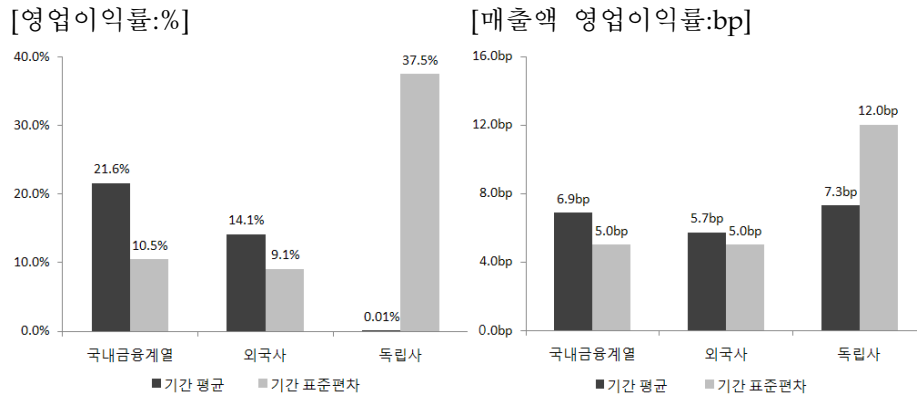
회사 지분구조를 기준으로 자산운용회사들의 그룹을 분류하기 위해 2012년말 기준 각 회사들의 지분율 구조를 살펴봤다. 2012년말 각 회사들의 대주주를 기준으로 자산운용회사를 국내금융계열, 외국사, 독립사로 구분한다. 국내 금융계열은 대부분 은행, 보험, 증권 등 금융상품 판매망을 갖춘 금융기관의 계열 자산운용회사이고, 외국사는 대주주가 외국인인 경우, 독립사는 대주주가 국내 금융기관 또는 외국인이 아닌 경우로 볼 수 있다. 다만, 외국사와 독립사 모두 국내 금융기관이 주주로 참여한 경우도 존재한다.

지분구조를 기준으로 3개 그룹으로 나누어 2004~2012년 중 그룹 간 이익률을 비교해 본 결과 국내금융계열 자산운용회사들의 이익률이 가장 높았다. 국내금융계열 자산운용회사들은 연평균 영업이익률 21.6%, 매출액 영업이익률 6.9bp를 기록하였으며, 외국사들은 영업이익률과 매출액 영업이익률이 각각 14.1%와 5.7bp를 기록하였다. 독립사들은 영업이익률이 0.01%에 불과했으나, 매출액 영업이익률은 높은 수준을 보였다. 독립사들의 매출액 영업이익률이 높았던 것은 AuM이 매우 작았기 때문인 것으로 판단된다. 영업이익률의 시계열적 편차는 국내금융계열과 외국사가 비슷한 수준이었으며, 독립사의 경우 매우 큰 수준이었다.

일반적으로 자산운용산업은 평판과 브랜드 가치가 매우 중요하고 판매망의 원활한 확보도 필수적이라고 알려져 있다. 위의 분석은 이러한 일반적 통념들을 잘 반영하고 있는 것으로 보인다. 국내금융계열 자산운용회사들은 모기업인 은행, 증권회사 등의 지점을 통해 강력한 판매망을 구축할 수 있을 뿐만 아니라 브랜드 가치도 덩으로 얻을 수 있다. 외국사들은 국내 영업기반이 충분치 않음에도 불구하고 글로벌 회사라는 명성과 경험을 안고 사업을 수행할 수 있다. 반면 이와 같은 후광효과를

전혀 누릴 수 없는 독립사들은 충분한 이익을 만들어내는 것이 매우 어렵다는 것을 위의 분석이 잘 보여준다 하겠다.

<그림 II-3> 그룹 간 영업이익률 비교: 회사 지분구조 기준 (2004~2012년)



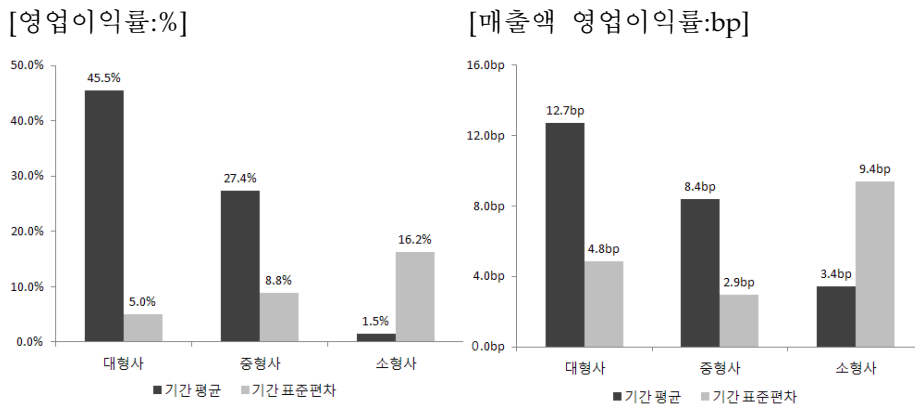
주: 2004~2012년(회계연도 기준) 각 연도별로 그룹 내에 속한 전체 자산운용회사들의 영업이익률 평균을 계산. 각 연도별 그룹 내 평균 영업이익률을 기초로 전 기간 평균과 표준편차 계산

나. 그룹 분류기준 2: AuM

여기에서는 매 연도 회사별 AuM을 기준으로 자산운용회사들을 대형사, 중형사, 소형사 등 3개 그룹으로 분류한다. 대형사, 중형사, 소형사로 분류하는 기준은 다음과 같다. 대형사는 연도별로 AuM이 상위 5위 이내인 회사들로 정의한다. 중형사와 소형사는 대형사를 제외한 회사들 중 AuM이 상위 50% 및 하위 50%인 회사들로 정의한다. 이 분류기준은 자산운용산업이 규모의 경제가 적용되는 전형적인 산업이라는 가설을 분석하기 위한 것이다.

분석 결과 대형사는 영업이익률과 매출액 영업이익률에서 모두 중형사와 소형사를 압도하는 것으로 나타났다. 대형사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률은 기간 중 평균 45.5%와 12.7bp를 기록하였으며, 시계열적 편차도 매우 작은 편이었다. 중형사들의 영업이익률은 북미 지역 자산운용회사들의 평균과 비슷한 수준이었지만, 소형사들의 영업이익률은 매우 낮았다.

<그림 II-4> 그룹 간 영업이익률 비교: AuM 기준 (2004~2012년)



이러한 분석 결과를 통해 볼 때 자산운용업에서는 일정 수준의 운용자산을 확보하는 것이 대단히 중요한 것으로 보인다. 자산운용업은 운용보수가 영업수익의 대부분을 차지하기 때문에 운용자산 규모가 커지면 영업수익도 비례적으로 커지는 경향이 강하다. 거기에 반해 자산운용업의 비용은 대부분 인건비 등 고정비이기 때문에 운용자산 규모 증대에 비례해 늘어나지는 않는다. 따라서 자산운용회사들이 이익률을 제고하기 위해서는 뛰어난 판매망의 확보, 우수한 운용성과, 다른 회사와 뚜렷하

계 구분되는 특화된 영역 구축 등을 통해 운용자산을 충분히 확보해야만 한다.¹⁰⁾

다. 그룹 분류기준 3: AuM 중 투자일임 비중

여기에서는 매 연도 각 회사 전체 AuM에서 차지하는 투자일임 비중을 기준으로 비중이 높은 회사(상위)와 비중이 낮은 회사(하위) 등 두 개 그룹으로 분류하였다.

투자일임의 주요고객은 보험회사를 중심으로 한 금융기관, 연기금, 일반기업 등 기관투자자들이 대부분이다. 자산운용회사 AuM 중 투자일임 자산이 차지하는 비중이 높다는 것은 회사의 수익성 측면에서 두 가지 상반된 의미를 함축한다. 첫째, 안정적인 운용자산 확보로 규모의 경제 효과를 극대화할 수 있다. 이는 기관투자자의 투자기간이 개인투자자들에 비해 길고, 계약 단위당 운용자산 규모도 커서 안정적 수익원으로 기능하기 때문이다. 둘째, 평균 운용보수율 하락으로 영업수익을 떨어뜨릴 수 있다. 투자일임 자산은 펀드에 비해 채권형의 비중이 월등히 높은 데다, 동일한 유형의 펀드라도 운용보수율이 낮은 것으로 알려져 있다.¹¹⁾

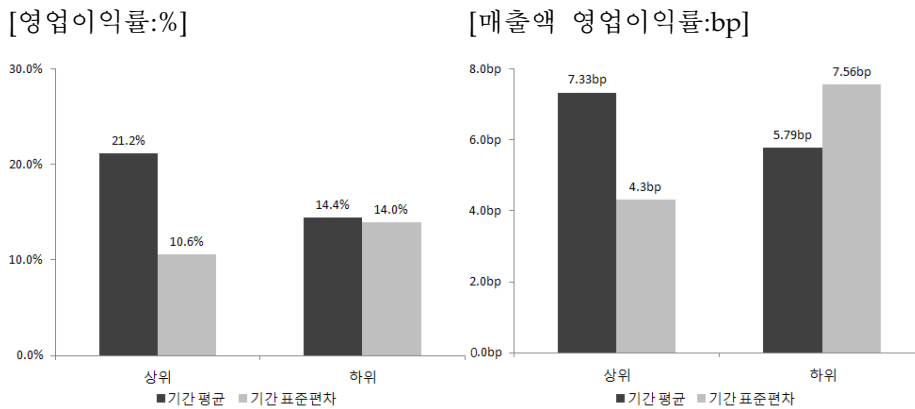
분석 결과 투자일임의 비중이 높은 회사들이 전반적으로 영업이익률이 높고 안정적인 것으로 나타났다. 투자일임 비중이 높은 자산운용회사들의 9년간 연평균 영업이익률과 매출액 영업이익률은 각각 21.2%와 7.3bp였으며, 이익률의 시계열적 편차도 낮아 안정적이었다. 투자일임

10) 자산운용회사들의 이익률을 결정하는 기준변수 중 하나인 AuM은 본 절에서 제시하는 다른 기준변수들에 의한 결과물이라고 볼 수 있다.

11) 참고로 2013년 5월 7일 기준 주식형 및 채권형 비중은 펀드가 27.2% 및 16.6%, 투자일임은 19.4% 및 75.1%인 것으로 나타났다.

비중이 낮은 자산운용회사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률은 각각 14.4%와 5.8bp였다. 이러한 결과는 자산운용회사 전체 운용자산 중 투자일임자산의 비중이 높으면 평균 운용보수율은 하락할 가능성이 크지만, 계약 규모가 큰 자산이 매년 안정적으로 유지된다는 장점이 이를 상쇄하고 있는 것으로 해석될 수 있다.

<그림 II-5> 그룹 간 영업이익률 비교: 투자일임 비중 기준 (2004~2012년)



라. 그룹 분류기준 4: 가중평균 운용보수율

여기에서는 매 연도 각 회사 펀드 유형별 운용보수율의 가중평균을 기준으로 보수율이 높은 그룹과 낮은 그룹으로 분류한다.

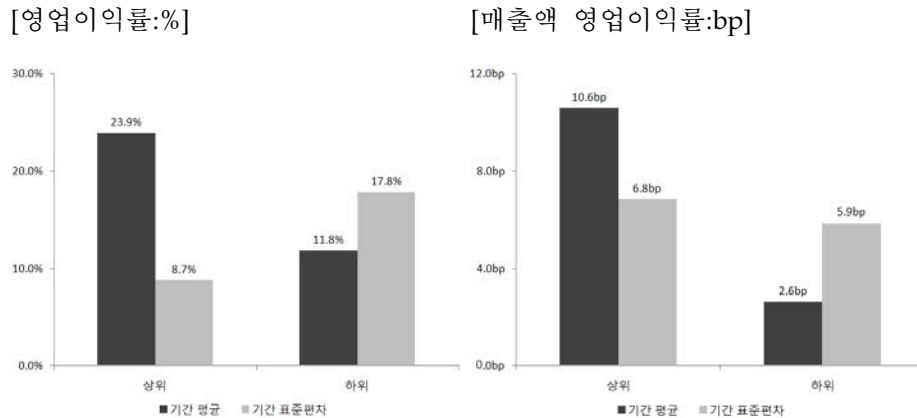
가중평균 운용보수율 수준은 다음의 두 가지 사항을 반영한다. 첫째, 각 회사가 보수율이 높거나 낮은 특정유형(주식형 또는 채권형)의 펀드에 특화해 있을 가능성이 있다.¹²⁾ 둘째, 각 회사가 운용하고 있는 펀드

의 운용보수율이 동일 유형 펀드 중 특별히 높거나 낮을 가능성이 있다.

가중평균 운용보수율은 자산운용회사들의 영업이익률에 상반된 두 가지 영향을 미칠 수 있을 것으로 보인다. 높은 운용보수율은 운용자산 단위당 영업수익을 높이는 효과를 주는 동시에 불리한 가격경쟁으로 운용자산이 줄어들 경우 영업수익을 줄이는 효과도 초래한다.

분석 결과는 회사별 평균 운용보수율이 영업이익률을 높이는 효과가 있음을 보여준다. 평균 운용보수율이 상위 50% 내에 들어가는 회사들의 영업이익률 및 매출액 영업이익률은 2004~2012년 중 연평균 23.9% 및 10.6bp를 기록했다. 반면 평균 운용보수율이 낮은 회사들은 영업이익률과 매출액 영업이익률이 훨씬 낮은 수준으로 조사되었다. 평균 운용보수율이 높은 회사들이 영업이익률의 안정성도 더 좋은 것으로 분석되었다.

<그림 II-6> 그룹 간 영업이익률 비교: 가중평균 운용보수율 기준(2004~2012년)



12) 어떤 회사는 상대적으로 운용보수율이 높은 주식형펀드의 비중이 높고, 어떤 회사는 운용보수율이 낮은 채권형펀드의 비중이 높은 것을 예로 들 수 있다.

이러한 결과는 평균 운용보수율이 높은 회사들이 상대적으로 보수 수준이 높은 유형의 펀드를 많이 운용할 가능성을 반영한다. 이를 확인하기 위해 각 자산운용회사 전체 운용자산 대비 주식형펀드 비중을 기준으로 그룹을 분류해 분석을 시도했는데, 매우 비슷한 결과가 도출되었다. 평균 운용보수율이 낮은 회사들도 기관투자자의 투자일임자산 등 안정적 자산을 많이 확보하고 있으면 규모의 경제 효과로 안정적 영업이익을 확보할 수 있을 것이다. 그러나 AuM이 작은 회사가 보수율이 낮은 유형의 펀드 위주로 상품을 구성하면 수익확보가 어려울 가능성이 매우 크다.

마. 그룹 분류기준 5: 펀드 당 평균 AuM

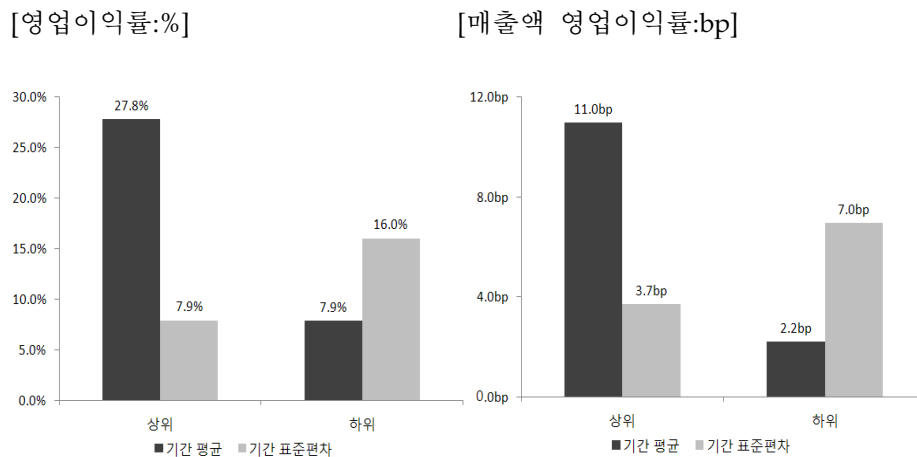
여기에서는 매 연도 각 회사들의 펀드 당 평균 AuM을 기준으로 규모가 큰 자산운용회사(상위)와 작은 자산운용회사(하위) 등 두 개 그룹으로 분류한다. 펀드 당 평균 AuM은 매 연도 각 회사별 전체 펀드 설정액을 펀드 수로 나누어 계산하였다.¹³⁾

분석 결과 펀드 당 평균 AuM은 자산운용회사들의 영업이익률에 지대한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 분석대상 기간 중 펀드 당 평균 AuM이 큰 회사들은 영업이익률과 매출액 영업이익률이 연평균 27.8%와 11.0bp를 기록한 반면, 펀드 당 AuM이 작은 회사들은 연평균 영업이익률과 매출액 영업이익률이 각각 7.9%와 2.2bp에 불과하였다. 펀드 당 평균 AuM이 큰 회사들이 영업이익률의 시계열적 편차도 훨씬 낮아 안정적인 이익을 올리고 있는 것으로 분석되었다.

13) 앞에서 언급한 바와 같이 투자일임의 데이터 가용성 문제로 본 연구의 AuM은 펀드의 경우 설정액으로, 투자일임의 경우 계약금액으로 대체하였다.

이러한 결과는 다음의 두 가지 측면으로 해석이 가능할 것이다. 우선 우수한 운용성과 등 여러 가지 요인으로 인해 기존 펀드로 많은 자금이 유입되는 자산운용회사들은 새로운 상품을 자주 출시할 유인이 낮을 것이다. 반면, 기존 펀드로의 자금 유입이 부진한 자산운용회사들은 새로운 상품출시를 통해 돌파구를 마련하려는 유인이 강하다. 따라서 자금 유입이 부진한 자산운용회사일수록 펀드 당 평균 AuM이 작을 것이고, 이런 회사일수록 영업이익률이 낮을 개연성이 크다. 다음으로 펀드 당 평균 AuM이 큰 회사일수록 회사가 보유한 자원을 효율적으로 활용할 수 있기 때문에 비용이 적게 소요될 것이고 그 결과 영업이익률이 높을 가능성이 크다. 특히 회사의 AuM에 비해 펀드 수가 작다는 것은 펀드 매니저들이 보다 집중할 수 있다는 의미가 되고 이는 펀드매니저들의 전문성도 제고할 수 있다. 이는 운용성으로 연결될 개연성이 크고 그 결과 자금이 더욱 많이 유입되는 선순환 구조를 만들 수도 있다.

<그림 II-7> 그룹 간 영업이익률 비교: 펀드 당 평균 AuM 기준(2004~2012년)



바. 그룹 분류기준 6: 상품특화도(집중도)

여기에서는 자산운용회사들을 매 연도 상품특화도(집중도)를 기준으로 특화도가 높은 회사(상위)와 특화도가 낮은 회사(하위) 등 두 그룹으로 분류한다. 상품특화도는 특정유형의 펀드에 얼마나 특화되어 있는가를 나타내는 지표로 상품집중도로 측정하였다. 우선 금융투자협회의 1차 펀드 유형분류(11개 유형)로 상품의 종류를 구분하였다. 즉, 개별 회사들이 보유한 운용자산을 주식형, 혼합주식형, 혼합채권형, 채권형, 단기금융, 파생상품, 부동산, 실물, 재간접, 특별자산, PEF 등 11개 유형으로 분류한다. 상품집중도는 각 회사 전체 펀드 설정액에서 유형별 펀드 설정액 비율을 계산하고, 유형별 펀드의 회사내 비율을 제공해 합함으로써 구할 수 있다. 표기법은 백분율(%)로 환산한다.¹⁴⁾

다만, 매 연도별로 상품특화도가 100%인 회사들은 분석대상에서 제외하였다. 이는 최근 부동산 및 특별자산 등 특화 운용회사가 다수 인가 받은 점을 고려한 것이다. 이 회사들은 영업권 특성상 대부분 상품특화도가 100%인데, 아직 출범 초기여서 영업이익이 매우 낮다. 따라서 이 회사들을 분석대상에 포함하면 상품특화도에 따라 분류된 자산운용회사 그룹 간 평균 영업이익률 비교가 왜곡될 가능성이 있다.

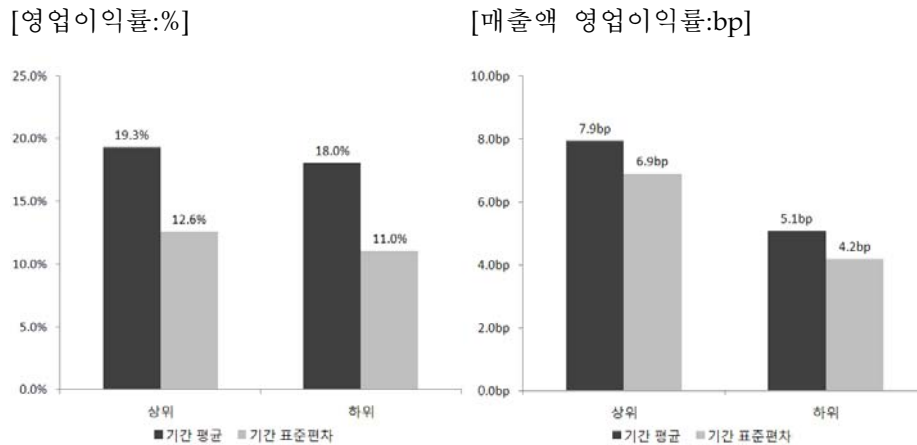
상품특화도는 자산운용회사들의 영업이익에 상반된 두 가지 효과를 미칠 수 있을 것으로 판단된다. 영업이익에 미치는 긍정적 효과로는 특

14) 상품집중도는 다음과 같은 식으로 표기할 수 있다. A자산운용회사의 상품집중도(%) = (유형1의 회사내 비율² + 유형2의 회사내 비율² + + 유형11의 회사내 비율²) × 100. 만약 회사 A의 운용자산이 50%는 유형1에, 나머지 50%는 유형2에 운용되고 있다면 이 회사의 상품집중도는 50%가 된다((0.5²+0.5²)×100=50%). 만약 회사 B의 운용자산이 80%는 유형1에, 나머지 20%는 유형2에 운용되고 있다면 이 회사의 상품집중도는 68%가 된다((0.8²+0.2²)×100=68%).

정유형의 펀드운용에 집중함으로써 비용축소와 전문성 제고를 기대할 수 있을 것이다. 영업이익에 미치는 부정적 효과로는 특정유형의 펀드운용에 집중함에 따라 시장전체의 추세변화 시 위험의 분산이 불가능하다는 점을 들 수 있겠다.

분석 결과 상품특화도가 높은 회사들의 영업이익률이 다소 높은 것으로 나타났으나, 그 차이는 크지 않았다.¹⁵⁾ 상품특화도가 높은 회사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률은 연 평균 19.3%와 7.9bp이며, 상품특화도가 낮은 회사들의 수치는 18.0%와 5.1bp로 나타났다. 예상한 바와 같이 상품특화도가 높은 회사들의 경우 영업이익률의 연도별 편차가 상품특화도가 낮은 회사에 비해 다소 높은 편이었다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 특정유형의 펀드에 회사의 역량이 집중되어 있어서 경영환경 변화에 유연하게 대처하기 어렵기 때문인 것으로 분석된다.

<그림 II-8> 그룹 간 영업이익률 비교: 상품특화도 기준 (2004~2012년)



15) 다만 업력이 길지 않은 회사들을 샘플에서 더 많이 제외하면 특화도가 높은 회사들의 평균 영업이익률이 더 높아진다.

사. 자산운용회사 유형별 영업이익률 시계열 추이

앞에서는 자산운용회사들을 여섯 가지 기준변수에 따라 그룹화 시킨 후, 각 그룹 간의 영업이익률과 매출액 영업이익률을 비교했다. 분석의 초점은 2004~2012년 중 자산운용회사 그룹 간 이익률의 평균적인 수준과 안정성을 비교하는데 두었다.

여기에서는 각 기준 변수로 분류한 자산운용회사 그룹들의 영업이익률이 2004년 이후 시계열적으로 어떤 모습을 보이는지를 간단히 설명한다. 결론부터 먼저 언급하자면 영업이익률의 장기적인 변화모습이 자산운용회사 그룹 간에 다소의 차이는 있지만, 영업이익률의 시계열적인 하락은 공통적으로 나타나고 있다.

아래의 <그림 II-9>에는 앞에서 여섯 가지 기준변수로 분류한 자산운용회사 그룹들의 2004~2012년 중 영업이익률 시계열 추이가 정리되어 있다. 이를 통해 쉽게 알 수 있는 것은 대부분의 자산운용회사 그룹에서 영업이익률이 2006년을 정점으로 급격하게 떨어지고 있다는 점이다. 회사지분구조를 기준으로 분류한 경우를 예로 들어보자. 국내금융계열 자산운용회사들 조차도 영업이익률이 2006년 37.2%를 정점으로 꾸준히 하락하기 시작해 2012년에는 약 11% 내외로 떨어졌다. 독립사의 경우 영업이익률의 하락추세가 더 급격하게 진행되고 있다. 나머지 기준변수로 자산운용회사들을 분류한 경우에도 비슷한 양상이 나타난다.

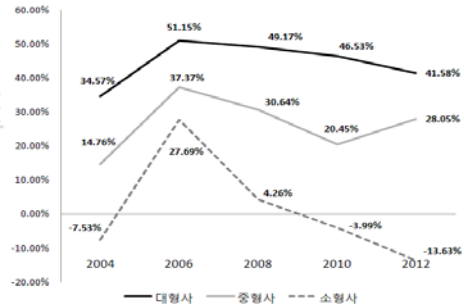
자산운용회사들이 그 유형에 관계없이 영업이익률 하락에 직면하고 있는 것은 자산운용시장 규모의 성장정체와 참여한 경쟁, 기관투자자가 주요고객으로 부상함에 따른 평균 운용보수율의 하락 등이 종합적으로 반영된 때문인 것으로 보인다.

<그림 II-9> 자산운용회사 유형별 영업이익률 추이:
2004~2012년 연간 시계열

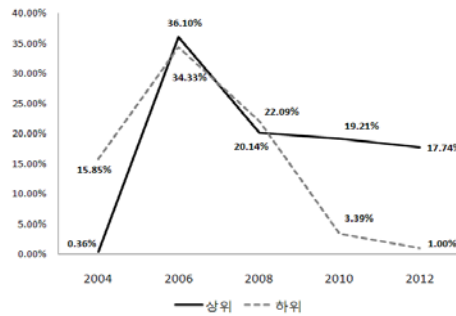
[회사지분구조 기준]



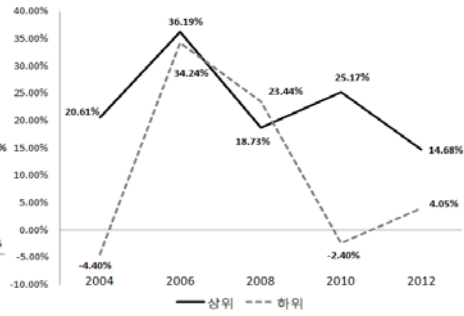
[AuM 기준]



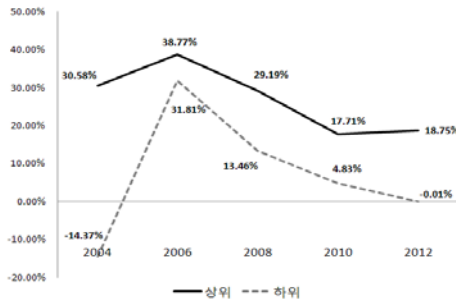
[투자일임 비중 기준]



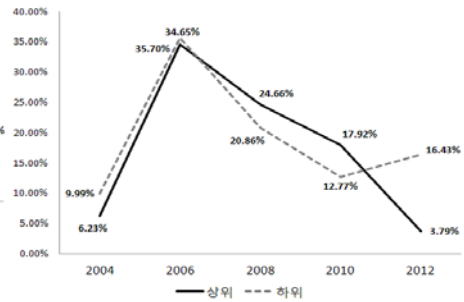
[가중평균 운용보수율 기준]



[펀드 당 평균 AuM 기준]



[상품특화도 기준]



주: 각 유형에 포함되는 자산운용회사들의 평균 영업이익률=(영업수익-영업비용)/영업수익

3. 분석의 시사점

본 장에서는 우리나라 자산운용회사들의 경영현황을 영업이익률 측면에서 분석했다. 우선 자산운용회사들의 평균적인 영업이익률이 2006년을 정점으로 크게 하락하고 있음을 보았다. 그리고 자산운용회사들을 유형별로 분류하여 9년간(2004~2012년)의 영업이익률과 매출액 영업이익률을 비교 분석한 결과, 회사의 유형에 따라 이익률에 큰 차이가 있었다. 자산운용회사의 유형을 분류하는 기준은 회사의 지분구조, AuM, AuM 중 투자일임 비중, 가중평균 운용보수율, 펀드 당 평균 AuM, 상품특화도(집중도) 등 여섯 가지이다.

분석 결과 국내금융계열 자산운용회사, AuM이 큰 회사, 투자일임 비중이 높은 회사, 운용보수율이 높은 회사, 펀드 당 AuM이 큰 회사, 상품특화도가 높은 회사일수록 평균적인 이익률이 높은 것으로 나타났다. 이러한 분석 결과는 회사 및 펀드의 브랜드 가치, 판매망의 원활한 확보, 장기적이고 안정적인 고객층의 확보, 부가가치가 높은 상품의 개발, 전문성 확보 등이 자산운용회사들의 성공에 큰 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 다시 말해 위와 같은 요인들이 잘 조합되는 회사일수록 높은 이익을 확보하고 장기적으로 성장할 것이라는 해석이 가능하다.¹⁶⁾

한편, 회사의 유형에 관계없이 자산운용회사들의 영업이익률은 대부분 시계열적으로 하락하고 있다. 물론 이익률 측면의 성공요인들을 잘 갖추고 있는 회사들은 영업이익률의 시계열적 하락이 상대적으로 덜하다. 하지만 본 절의 분석 결과는 성공적인 회사들조차 자산운용시장의 환경이 부정적으로 변화하고 있는데서 자유롭지 못함을 보여준다.

16) 다만 본 절에서 이용한 여섯 가지 기준변수들이 상호 상관관계를 가지고 있기 때문에 어떤 변수가 자산운용회사의 이익확보에 가장 중요한지 결론 내리기는 쉽지 않다. 따라서 본 절에서 설명한 분석 결과의 해석은 어느 정도 한계점을 가지고 있음을 밝혀둔다.

III. 자산운용업 경영환경의 구조적 변화

1. 중장기 대내외 경제환경 변화
2. 정부 정책환경의 변화
3. 고객군의 중심 이동: 개인에서 기관으로
4. 투자성향 변화에 따른 상품구조 변화
5. 대내외 경쟁환경 변화
6. 자산운용업 수익구조에 주는 시사점

III. 자산운용업 경영환경의 구조적 변화

앞 장에서는 우리나라 자산운용회사들의 경영현황을 영업이익률 측면에서 분석했다. 본 장에서는 현재 진행되고 있거나 향후 예상되는 경영환경 변화의 방향을 논의한다. 특히 이러한 경영환경 변화가 향후 자산운용업계의 수익성, 즉 영업이익률에 어떤 영향을 미칠 것인가에 초점을 맞추어 논의를 진행하도록 한다.

1. 중장기 대내외 경제환경 변화

가. 인구고령화와 자산축적 패턴

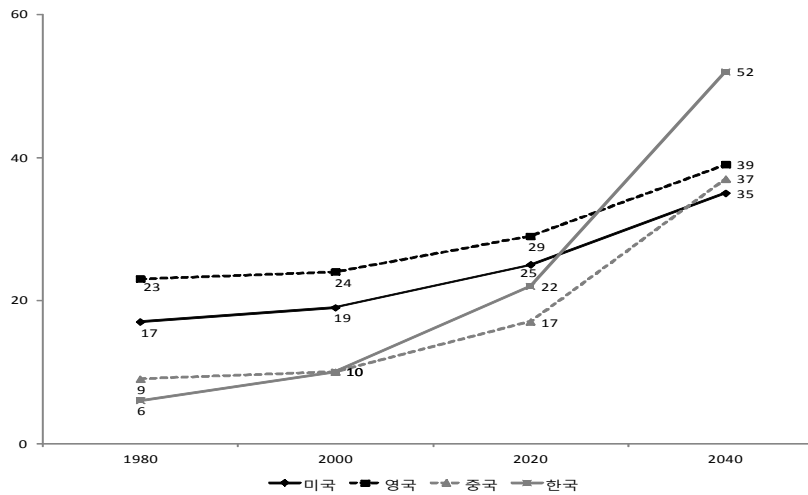
우리나라의 인구고령화는 아직 미국을 포함한 선진국들에 비해 그 절대적 수준이 낮은 편이다. 그러나 문제는 우리나라의 인구고령화 진전 속도가 매우 빠르다는 점이다. 일반적으로 인용되는 인구고령화 지표인 고령부양비율을 보면 우리나라의 인구고령화 정도는 2020년 이후 선진국들을 따라 잡을 것으로 보인다. 이러한 인구고령화의 절대적 수준과 속도를 고려해 많은 사회학자들은 베이비 붐 세대의 본격적인 퇴직시기를 선진국의 경우 2010년 전후, 우리나라의 경우 2020년 전후로 예상하고 있다.

인구고령화는 장기적으로 자산축적 패턴에 영향을 미치며, 국가 간 고령화 속도 차이로 인해 자산축적 패턴 역시 국가별로 차이를 보일 것으로 예상된다. 인구연령구조에서 가장 많은 비중을 차지하는 연령대의

세대가 한꺼번에 퇴직하게 되면 고령화가 급속도로 진전되는데, 그 시기를 전후해 자산축적 패턴이 변화한다. 소위 베이비 붐 세대가 가장 왕성한 경제활동을 할 시기인 40~50세 연령대에 경제전체의 자산이 빠르게 축적되며, 이 세대가 퇴직하면 많은 퇴직가계가 축적한 자산을 처분해 생활하기 시작하므로 경제전체의 자산도 그 증가 속도가 둔화한다.

베이비 붐 세대 퇴직 전후의 이와 같은 “급격한 자산축적 → 자산축적 정체” 패턴은 한국과 선진국 간에 10년 이상의 차이가 날 것으로 판단된다. 앞에서 언급한 바와 같이 베이비 붐 세대의 출생연도에 국가 간 차이가 있기 때문이다. 일반적으로 미국 및 영국의 경우 1990년대 초반~2010년대 중 후반까지 빠른 속도로 자산이 축적되다가 점차 자산축적 속도가 둔화될 것으로 전망되고 있다. 한국은 인구고령화 지표에 반영되는 바와 같이 선진국들과 시차를 두고 이와 같은 자산축적 패턴이 나타날 전망이다.

<그림 III-1> 주요국 고령화 추이: 고령부양비율(%)



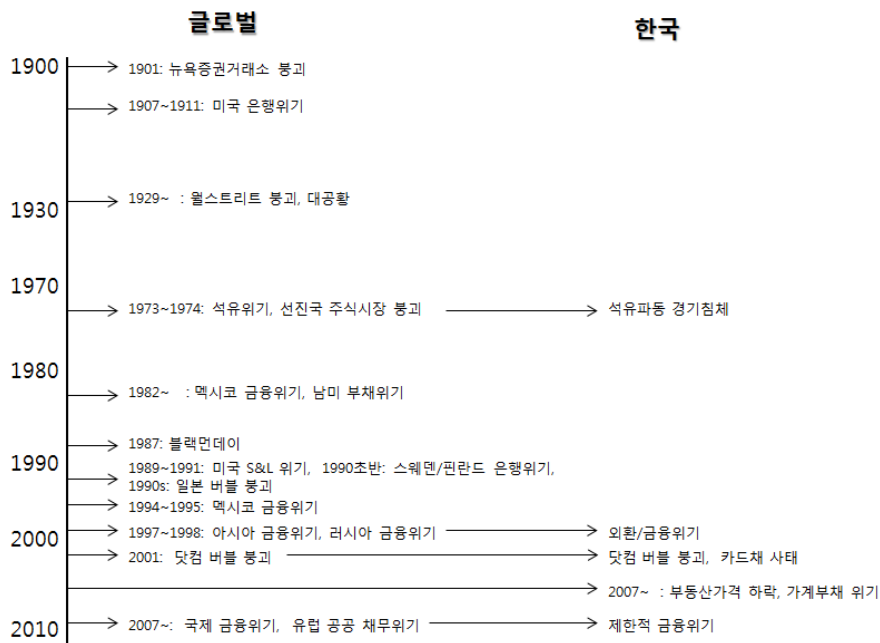
주 : 고령부양비율 = (65세 이상 인구/15~64세 인구)×100

자료: UN(2011)

나. 반복되는 금융위기와 그 영향

역사적으로 반복되던 금융위기가 1990년대 이후 더욱 잦아지고 있으며, 한국도 갈수록 국제적 금융위기의 영향을 크게 받는 추세이다. 1990년대 후반부터는 글로벌 금융위기와 지역적 금융위기가 번갈아가며 반복되었으며, 위기의 유형도 자산버블 붕괴와 은행위기, 외환위기, 금융시장과 산업 전반의 위기 등 다양하게 나타나고 있다. 특히 2007년 글로벌 금융위기와, 이어진 유럽의 국가 채무위기는 여전히 진행 중인 것으로 평가된다.

<그림 III-2> 1900년 이후 주요 금융위기



대내외적인 금융위기는 여러 측면에서 우리나라 경제에 영향을 미치고 있다. 우선 금융위기는 경제주체들의 신뢰붕괴를 통해 경제에 영향을 미친다. 크고 작은 위기가 반복됨으로써 경제주체들은 언제든 위기가 다시 올 수 있다는 불안감을 가진다. 이는 경제주체들로 하여금 경기회복에 대한 확신을 가지지 못하도록 함으로써 소비 및 투자활동에 지대한 영향을 초래한다.

또한 금융위기는 공공부문과 민간부문의 부채증가와 그 조정과정을 통해 경제에 영향을 미친다. 일반적으로 금융위기에 앞서 과도한 경기확장이 나타나는데, 이 과정에서 국채발행이 늘어나 공공부문의 부채가 증가함과 동시에 민간의 부채도 크게 늘어난다. 그런데 금융위기가 발생하면 필연적으로 부채를 줄이기 위한 소위 부채조정 국면이 시작된다. 정부가 재정적자를 줄이기 위해 재정긴축에 들어가고, 민간부문도 부채를 줄이기 시작한다. 이러한 부채조정은 금융위기 이후에 항상 나타나는 패턴이다. 그리고 부채조정은 공공부문과 민간부문 모두의 투자 및 소비를 위축시키는 결과를 초래한다.

마지막으로 금융위기는 자산시장의 불확실성을 확대시킨다. 금융위기가 반복되면 통화 증대와 회수과정이 반복되는데, 그 과정에서 자산시장의 불확실성이 극도로 심화될 가능성이 있다. 이는 자산가격의 극심한 변동을 초래할 뿐만 아니라 자산 간 수익률 상관관계마저 그 방향성을 예측하기 어렵게 만들 수 있다. 이러한 상황은 결과적으로 단기 모멘텀 투자, 안전자산에 대한 과도한 선호 등을 초래할 가능성도 있다.

다. 저성장/저금리 구조의 고착화

경제개발이 진전되어 경제가 선진화되기 시작하면 자연적으로 잠재

성장률이 떨어지는 단계에 진입하고 금리도 하락한다. 이는 경제성장이 일정 단계를 넘어설 경우 자본과 노동의 비용이 비싸지고, 그 결과 일정 수준 이상의 성장은 물가상승을 초래하기 때문이다. 우리나라도 1980년대 중반 이후 성장률과 장기금리가 추세적으로 하락하는 모습을 보이고 있다(아래의 <그림 Ⅲ-3> 참조).

<그림 Ⅲ-3> 우리나라의 경제성장률과 장기금리 추이(%)



주 : 장기금리는 1980년대부터 자료가 확보되는 5년 만기 국민주택채권 1종 수익률 기준

자료: 한국은행 데이터로 계산

성장률과 금리는 항상 일정 방향으로 움직이지는 않는다. 따라서 향후 재정 및 통화정책 방향, 세계경제의 회복여부 등에 따라 경기순환 국면의 변화에 의해 성장률과 금리가 상승할 가능성도 항시 존재한다. 그러나 장기적인 추세 측면에서 보면 우리나라의 경우에도 저성장과 저금

리가 구조적으로 굳어질 가능성이 크다. 이러한 예상을 하게 만드는 단기 또는 중기적 요인으로는 글로벌 금융위기의 잔재로 인한 경제주체들의 심리적 위축과 민간부문 부채 조정으로 인한 내구재 소비 위축, 자산매입 위축 등을 들 수 있겠다. 장기적 요인으로는 인구고령화를 들 수 있겠다. 인구고령화는 그 자체가 경제활동인구 비중의 축소를 의미하는데, 이는 국가전체 생산여력의 축소를 의미한다. 또한 인구고령화는 각종 복지지출 등 재정에 큰 부담이 되기 때문에 경기부양을 위한 재정정책 활용에 갈수록 큰 제약을 줄 것으로 전망된다. 이는 결국 정부에 의한 인위적인 경기부양이 점점 더 어려워짐을 의미한다.

2. 정부 정책환경의 변화

향후 자산운용시장과 관련된 정부의 정책환경 변화는 크게 세 가지 방향으로 진행될 것으로 전망된다. 첫째, 정부의 재정환경 변화가 자산운용시장 육성에 부정적 영향을 미칠 가능성이 크다. 앞에서 언급한 바와 같이 정부의 재정부담은 갈수록 커질 것으로 보인다. 인구고령화에 대비하기 위한 비용지출을 포함해 각종 복지지출이 폭발적으로 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 정부는 이러한 각종 재정지출을 충당하기 위해 세율조정에 앞서 우선순위가 떨어지는 지출을 먼저 축소할 것임을 발표한 바 있다. 따라서 정부가 소득공제 항목의 축소 등 세제혜택을 점진적으로 축소해 나갈 가능성이 크다. 이는 장기 세제혜택펀드 등 세제혜택 상품의 도입을 통해 자산운용시장을 육성하기 어려운 환경으로 점차 진입한다는 의미이다. 설령 세제혜택을 부여하는 상품을 도입하더라도 일정소득 이하의 투자자들에게만 세제혜택을 부여할 가능성이 커서 자산운용시장의 부양효과는 극히 미약할 것으로 예상된다. 이러한 현상

은 이미 세계헤택 재형펀드 사례에서 확인되고 있다.

둘째, 경쟁촉진과 투자자보호라는 자산운용시장과 산업에 대한 정부 정책의 기본방향도 자산운용시장에 영향을 미칠 수 있다. 자산운용시장의 경쟁촉진은 주로 판매시장의 공정경쟁에 초점이 맞추어져 있다. 판매 보수 하락 유도, 계열사 펀드 집중판매 규제, 펀드 슈퍼마켓 도입 등을 그 예로 들 수 있겠다. 자산운용회사의 수가 이미 지나치게 많다는 지적이 많이 제기되어 왔기에 자산운용회사의 신규진입은 다소 줄어들 가능성이 있다. 그러나 정부의 기본적 입장은 신규진입을 인위적으로 억제하지 않는다는 것이기 때문에 특화 자산운용회사를 중심으로 신규진입이 계속해서 이어질 것으로 예상된다. 투자자보호는 장기적으로 자산운용시장에 긍정적 영향을 미칠 수 있지만, 자산운용회사 입장에서는 각종 운영비용의 상승을 감수해야 한다.

셋째, 새정부가 창조경제를 키워드로 내세움에 따라 혁신 중소기업에 대한 투자가 늘어날 수 있는 방향으로 금융정책이 설정될 전망이다. 이러한 금융정책 방향도 자산운용시장에 지대한 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 PEF, 벤처캐피탈, 크라우드 펀딩 등 기존 자산운용시장과 산업의 영역을 벗어나는 상품으로 투자자들의 관심이 전환될수록 자산운용시장의 수요기반이 축소될 수 있다.

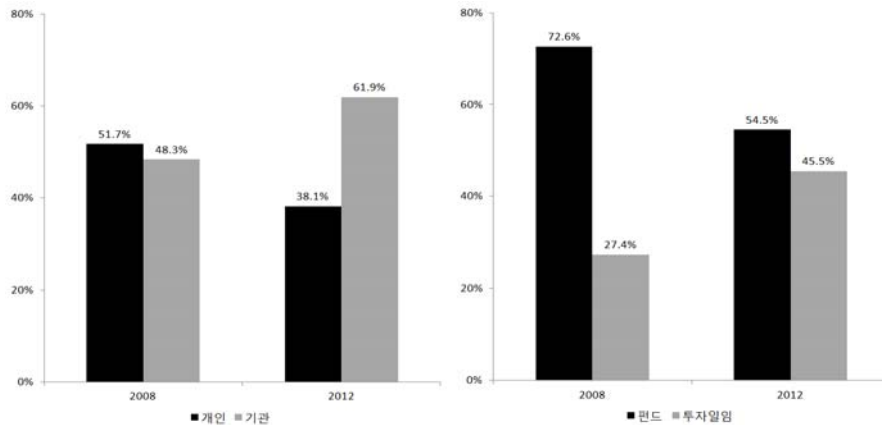
3. 고객군의 중심 이동: 개인에서 기관으로

자산운용시장의 주요 고객군이 개인에서 기관으로 이동하고 있는 추세는 이미 나타나고 있는 현상이다. 자산운용시장에서 차지하는 기관고객 비중은 빠르게 상승하고 있다. 예를 들어 국내 펀드 판매잔액에서 기

관이 차지하는 비중은 2008년말 48.3%에서 2012년말에는 61.9%로 상승하였다. 기관고객이 대부분을 차지하는 투자일임이 펀드와 투자일임 모두 합한 자산운용시장 전체 AuM에서 차지하는 비중도 동 기간 27.4%에서 45.5%로 크게 상승하였다.

<그림 III-4> 자산운용시장 고객군의 중심 이동

[펀드 판매잔액 중 개인과 기관 비중] [AuM 중 펀드와 투자일임 비중]



주 : 기관은 일반법인과 금융기관(연기금 포함)을 의미
 자료: 금융투자협회 데이터로 계산

자산운용시장의 중심고객이 개인투자자에서 기관투자자로 옮겨가고 있는 추세는 향후 더욱 가속화될 가능성이 클 전망이며, 상품의 수요구조에도 지대한 영향을 줄 것으로 보인다. 인구고령화에 대비하기 위한 퇴직자산 축적은 구축효과(crowding out effects)로 인해 개인들의 여타 저축을 위축시킬 가능성이 있다. 경제가 저성장 국면에 진입하면 개인들의 저축여력이 감소하는데 인구고령화에 대비하기 위해 국가에서 정책적으로 각종 연금저축에 인센티브를 제공하게 되고, 그 결과 개인의 저

축이 각종 연금성 자산에 집중된다. 이는 결국 펀드를 직접 매입하던 개인들이 연기금 등 기관을 통해 펀드를 매입하는 결과를 야기한다. 특히 이러한 현상은 근로자 개인계정인 DC형보다 DB형이 발전한 우리나라에서 더 명확하게 나타날 가능성이 있다. 더구나 향후 약 20년간 국민연금기금의 자산이 빠른 속도로 늘어나 자산의 위탁운용이 늘어날 개연성이 크기 때문에 자산운용시장 고객의 기관화를 가속화시킬 전망이다. 자산운용시장 고객의 중심이 개인투자자에서 기관투자자로 이동하면 투자일임의 증가세가 펀드 증가세보다 빠를 것으로 전망될 뿐만 아니라 PEF 등 대체투자도 빠르게 성장할 가능성이 있는 등 상품수요의 구조에도 변화가 야기될 것이다.

4. 투자성향 변화에 따른 상품구조 변화

가. 투자성향의 변화

최근 국내외적으로 투자자들의 투자성향에 변화가 나타나고 있다는 분석이 많이 제기된다.¹⁷⁾ 투자자들의 투자성향 변화는 크게 세 가지 방향으로 진전되고 있는 것으로 평가된다.

첫째, 투자자들의 위험관리 방법에 변화가 감지되고 있다. 투자자들이 반복되는 금융위기를 겪으면서 포트폴리오 내 개별상품 각각의 투자실패 위험관리에도 관심을 가지기 시작하고 있다는 것이다. 일반적인 위

17) 이는 Boston Consulting Group(2012), McKinsey&Company(2012a), HSBC Global Research(2012) 등의 자료와 국내 다수 자산운용회사 임직원들과의 인터뷰를 참고한 것임을 밝혀둔다.

험관리는 투자자의 감내 가능한 허용위험한도를 설정하고, 포트폴리오 전체의 위험수준이 설정된 허용위험한도 이내를 유지하는데 초점을 맞춘다. 그런데 최근에는 허용위험한도를 준수하면서도 개별상품의 투자실패 위험까지 관리하는 유형으로 위험관리 방법이 변모하고 있는 것이다.

둘째, 투자자들이 벤치마크 대비 상대수익을 추구하는 상품 위주에서 특정한 투자목적을 달성할 수 있는 소위 “outcome oriented products”로 관심을 다변화하는 추세이다. 일반 공모펀드 시장의 상품은 대부분 특정한 벤치마크 대비 상대수익을 추구하는 소위 “relative return products”이다. 이러한 상품은 설령 마이너스 수익률로 원금손실이 발생하더라도 벤치마크 수익률에 비해 상대적으로 수익률이 우수하면 투자자들이 용인하는 구조이다. 그런데 최근에는 투자자들이 미리 설정한 투자목적을 달성할 수 있는 상품을 추구하는 경향이 강하게 나타난다. 예를 들어 경기침체로 가처분소득이 부족한 개인들은 원금을 보전하면서도 일정한 주기로 소득흐름(income stream)을 만들 수 있는 상품에 관심을 두기 시작하였다. 연기금들은 자산운용 수익이 전반적으로 하락하면서 갈수록 자산/부채 미스매칭 가능성이 커지고 있기 때문에 이 문제를 해결하는데 도움이 되는 상품을 추구한다.¹⁸⁾

셋째, 자산운용 수익률이 전반적으로 하락하는 환경 하에서 투자자들이 저비용 상품의 중요성을 인식하기 시작하였다. 이는 고비용 펀드를 운용하는 매니저들이 진정한 알파()를 창출할 수 있는지에 대한 의문이 제기되기 시작한데다, 투자기간이 길어질수록 비용절감이 장기수익률 확보에 결정적인 변수라는 인식이 퍼지고 있기 때문인 것으로 분석된다.

18) 자산운용업계에서는 이러한 상품을 기존의 대중을 상대로 한 상품(mass products)과 달리 고객 맞춤형 상품(customized products)에 가깝다는 의미에서 일반적으로 솔루션(solutions)이라 부른다. 솔루션은 IT업계에서 많이 사용하는 용어이기는 하지만 해외 경영 컨설팅업계와 자산운용업계 전반적으로 통용되는 용어이기에 본 보고서에서도 이 용어를 그대로 사용하기로 한다. 솔루션에 대해서는 뒤에서 조금 더 상세하게 논의한다.

저비용 투자의 중요성은 투자자들의 투자목적이 퇴직자산 축적으로 전환될수록 더욱 강조될 가능성이 크다.

나. 자산운용시장의 상품구조 변화

유수의 경영 컨설팅 회사 등 해외의 분석기관들은 글로벌 자산운용 시장에서 새로이 부상하고 있는 상품군으로 패시브펀드, 대체투자펀드, 솔루션 등 크게 세 가지를 주목한다(Boston Consulting Group(2012), McKinsey&Company (2012a, 2012b)).

패시브펀드(passive funds)는 주식이나 채권을 적극적으로 거래하지 않고 특정지수를 추종하도록 설계한 펀드로 주로 인덱스펀드, ETF가 이에 속한다. 대체투자펀드(alternative investment funds)는 주식이나 채권 등 전통적인 증권이 아닌 대체자산에 투자하거나, 투자전략이 전통적인 펀드와 차이가 있는 펀드를 의미한다. 대체자산에 투자하는 펀드에는 부동산펀드, 인프라펀드, 상품펀드, 기타 특별자산펀드 등을 예로 들 수 있으며 투자전략이 상이한 펀드로는 헤지펀드 및 PEF 등을 예로 들 수 있겠다. 솔루션(solutions)은 특정한 투자목적에 부합하도록 설계된 펀드를 의미한다. 기존 펀드들이 공급자 주도형 상품이라면 솔루션은 고객의 계층을 세분화하고 이들의 각기 다른 수요에 맞는 상품을 공급한다는 측면에서 수요자 주도형 상품이라고 할 수 있다. 솔루션은 특정고객과 미리 협의 후에 상품을 설계하는 완전 고객맞춤형 상품(fully customized products)으로부터 멀티에셋펀드, 절대수익추구펀드, 인컴펀드, 인플레이션연계펀드, 위험/변동성펀드, 타겟데이트펀드(또는 라이프사이클펀드) 등 특정고객군의 수요에 부합하는 상품까지 다양하게 포괄한다.

글로벌 자산운용시장의 펀드 유형별 자산규모 변화 추이를 보면 이러한 상품구조 변화가 확연하게 나타난다. 글로벌 자산운용시장에서 핵

심역할을 하고 있는 액티브펀드는 그 비중이 확연하게 줄어들고 있다. 액티브펀드가 글로벌 자산운용시장 전체에서 차지하는 비중은 2003~2011년 중 11% 포인트 가까이 떨어졌다(<그림 III-5>). 반면 새로이 부각되고 있는 세 가지 유형의 상품군들은 자산규모 측면에서 볼 때 글로벌 자산운용시장에서 차지하는 중요성이 점차 커지고 있다.

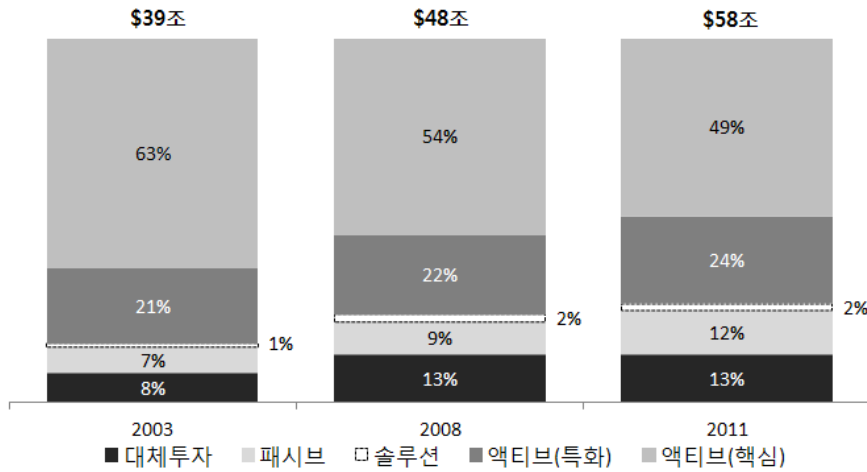
패시브펀드가 글로벌 자산운용상품 AuM에서 차지하는 비중은 지난 2003년 7%에서 2011년에는 12%로 증가했다. 패시브펀드로의 추세변화는 <그림 III-6>을 통해서 보다 명확하게 확인할 수 있다. 2004년 이후 패시브펀드로는 자금이 꾸준히 유입된 반면, 액티브펀드로부터는 자금유출이 지속되고 있다. 두 유형 간의 누적 자금순유입 격차도 갈수록 커지고 있음이 발견된다.

대체투자펀드의 비중 역시 동기간 8%에서 13%로 증가했다. <그림 III-7>과 <III-8>에 따르면 기관투자자와 개인투자자 모두 대체투자펀드에 대한 투자를 빠르게 늘려가고 있다. 2010년 기준 기관투자자의 대체투자펀드 투자는 전체 AuM 대비 21.7%에 이르는 것으로 확인된다. 개인투자자의 경우 대체투자펀드 투자 비중이 미국에서는 약 7%, 미국 이외 지역에서는 약 10% 내외인 것으로 나타났다. 대체투자 유형별로 보면 PEF, 헤지펀드, 부동산펀드 등이 비슷한 규모로 성장하고 있으며, 인프라와 상품펀드 등 특별자산펀드들도 빠르게 성장하고 있다.¹⁹⁾

솔루션은 동기간 비중이 1%에서 2%로 늘긴 했지만 아직은 미약한 수준이다. 그러나 McKinsey&Company(2012a)에 따르면 북미 지역 소재 자산운용회사들 중 다수가 솔루션을 제공하고 있거나, 향후 제공할 예정이어서 그 규모가 빠른 속도로 늘어날 가능성이 있다(<그림 III-9>).

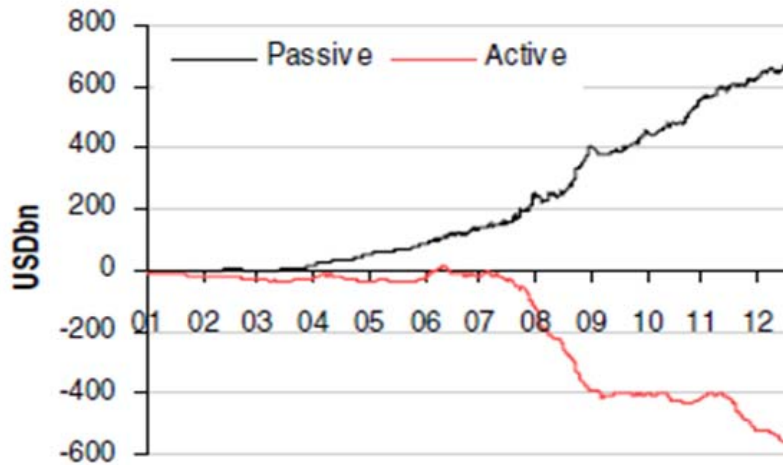
19) <그림 III-5>~<그림 III-9>에 제시된 데이터들은 서로 상이한 출처로부터 인용된 것이기 때문에 수치의 일관성이 떨어짐을 이해하기 바란다.

<그림 III-5> 글로벌 자산운용상품 AuM 대비 상품군별 비중



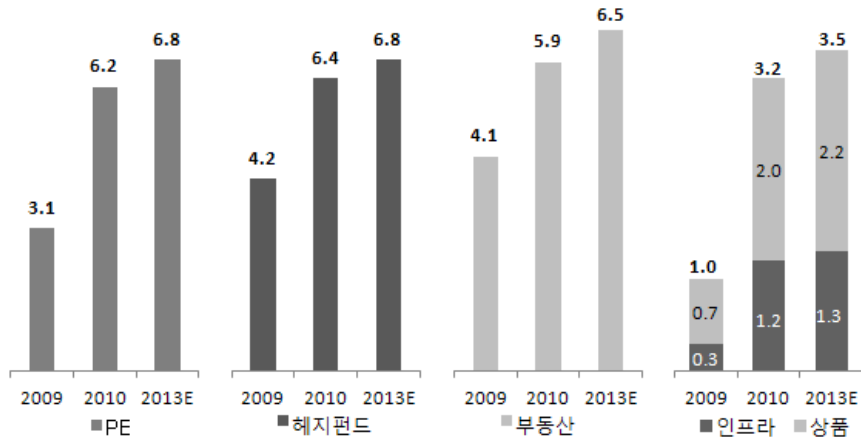
자료: Boston Consulting Group(2012), p9, Exhibit6, 재인용

<그림 III-6> 2000년 이후 액티브와 패시브펀드의 누적 자금순유입(전세계, 십억달러)



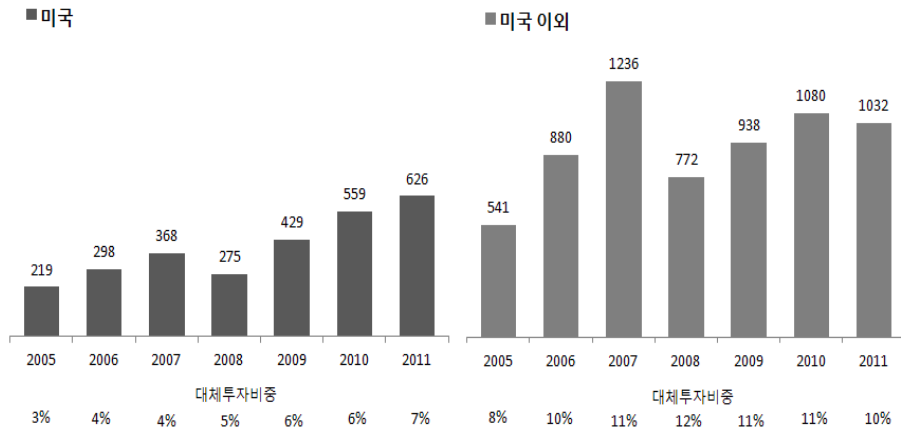
자료: HSBC Global Research(2012), p24, Chart1, 재인용

<그림 III-7> 기관투자자 전체 AuM 대비 대체투자 비중 (북미 및 EU, %)



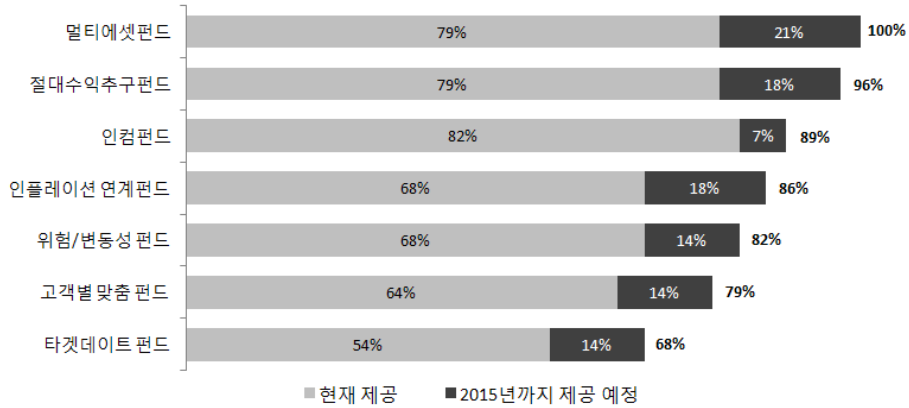
자료: McKinsey&Company(2012b), p6, Exhibit2, 재인용

<그림 III-8> 개인투자자 대체투자 규모 및 전체 AuM 대비 비중 (십억달러, %)



자료: McKinsey&Company(2012b), p10, Exhibit3, 재인용

<그림 III-9> 솔루션을 제공하고 있거나 제공할 계획인 자산운용회사 비중(복미, %)



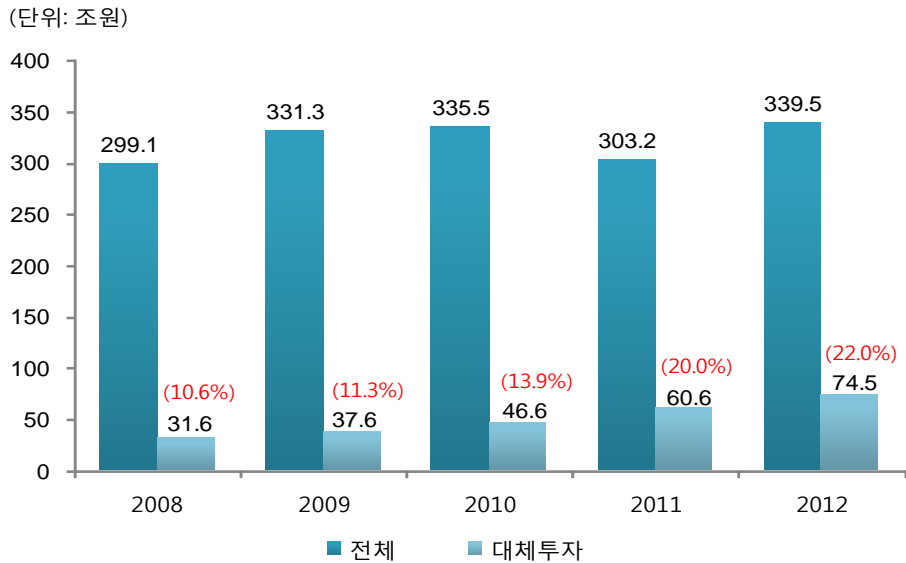
자료: McKinsey&Company(2012a), p23, Exhibit11, 재인용

우리나라 자산운용시장에서도 글로벌 시장과 유사한 상품구조의 변화가 진행되고 있는 것으로 판단된다. 우리나라 역시 대체투자펀드와 패시브펀드가 상품구조 변화에 핵심역할을 수행한다.

우선 증권형으로 대표되는 전통적 자산에 투자하는 펀드에서 서서히 대체자산에 투자하는 펀드로 상품구조 다각화가 진행 중이다. 부동산, 실물 및 특별자산, PEF, 한국형 헤지펀드 등의 순자산총액은 2008년말 31.6조원에서 2012년말에는 74.5조원으로 성장하였다. 대체투자펀드는 펀드 전체 대비 비중이 동기간 10.6%에서 22.0%로 증가할 정도로 무척 빠른 속도로 성장하였다. 우리나라 자산운용시장에서 차지하는 대체투자펀드의 비중은 글로벌 자산운용시장보다 오히려 더 높은 것으로 추정된다. 국내에서 대체투자펀드가 이처럼 빠른 속도로 성장하고 있는 것은 연기금 등 기관투자자들의 수요증대 때문인 것으로 보인다.²⁰⁾

20) 여기에서는 공모와 사모펀드를 모두 합한 기준으로 계산한 수치를 제시했는데, 공모펀드의 경우 대체투자펀드가 아직 미약한 수준에 그치고 있다.

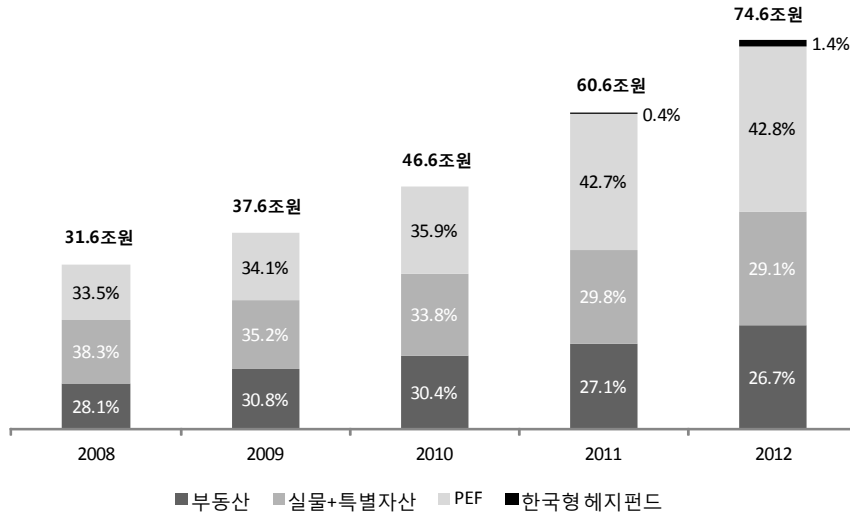
<그림 III-10> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화: 펀드 전체와 대체투자펀드



주 : 펀드 전체는 금융투자협회에서 집계하는 자산운용회사 운용 기준 펀드의 순자산총액에 금융감독원에서 집계하는 PEF 투자총액을 합한 것임. 대체투자는 금융투자협회에서 집계하는 자산운용회사 운용 기준 부동산펀드, 실물 및 특별자산 펀드, 한국형 헤지펀드의 순자산총액에 금융감독원에서 집계하는 PEF 투자총액을 합한 것임. 투자일임 자산은 제외
 자료: 금융투자협회, 금융감독원 데이터로 계산

대체투자펀드 종류별로는 PEF와 부동산펀드, 실물 및 특별자산 펀드가 핵심을 형성하고 있다. 한국형 헤지펀드는 이제 출발단계로 아직은 그 규모가 크지 않다. 특히 PEF의 성장세가 두드러지는데 전체 대체투자펀드에서 차지하는 비중이 2008년 33.5%에서 2012년에는 42.8%로 성장하였다. 부동산과 실물 및 특별자산펀드의 비중도 각각 30% 내외를 차지하고 있다. 이는 2008년 이후 특화 자산운용회사를 키우기 위한 정부의 인가정책으로 다수의 특화 자산운용회사들이 시장에 진입한 것과 밀접하게 연관되어 있는 것으로 보인다.

<그림 Ⅲ-11> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화:
대체투자펀드 종류별 구성

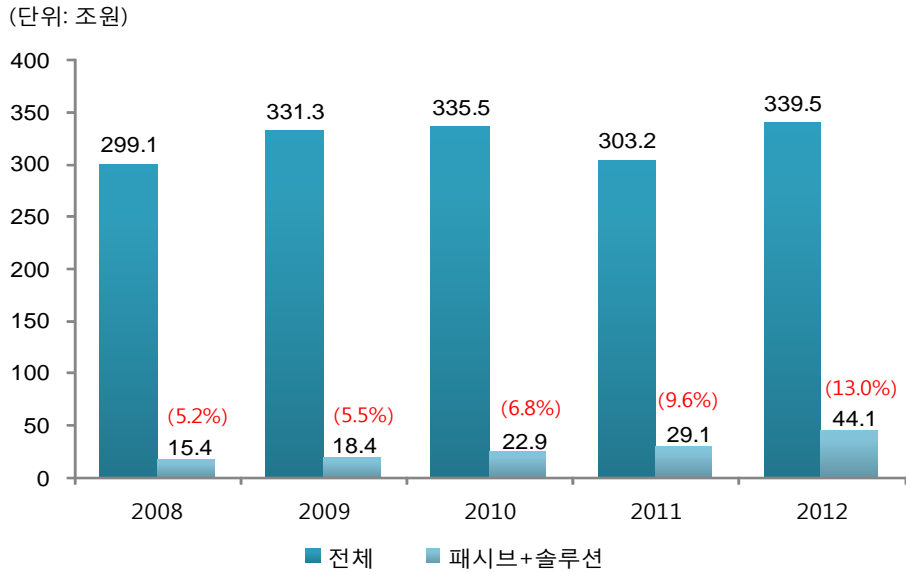


자료: 금융투자협회, 금융감독원 데이터로 계산

글로벌 자산운용시장과 마찬가지로 우리나라에서도 전통자산펀드 내에서 패시브펀드로의 다각화가 상당히 진전해 있으며, 솔루션 상품도 서서히 태동하고 있다. 펀드 전체 순자산총액은 2008년 이후 크게 늘어나지 않아 2012년말에도 339.5조원에 머물러 있다.²¹⁾ 반면 패시브펀드와 솔루션을 합한 순자산총액은 2008년 15.4조원에서 2012년말 44.1조원으로 성장하였다. 그 결과 펀드 전체 순자산총액에서 차지하는 패시브펀드와 솔루션 상품의 비중은 2008년 5.2%에서 2012년에는 13.0%까지 상승했다.

21) 여기에서는 투자일임자산은 제외하고 펀드자산만 논의한다. 그리고 본 절의 상품 다각화 부분에서는 펀드 규모를 순자산총액으로 집계한다. 이는 대체투자펀드, 패시브펀드, 솔루션 등을 구성하는 모든 세부 펀드 유형들의 자료가 순자산총액 기준으로만 일관되게 제공되기 때문이다.

**<그림 III-12> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화:
펀드 전체와 패시브펀드+솔루션**

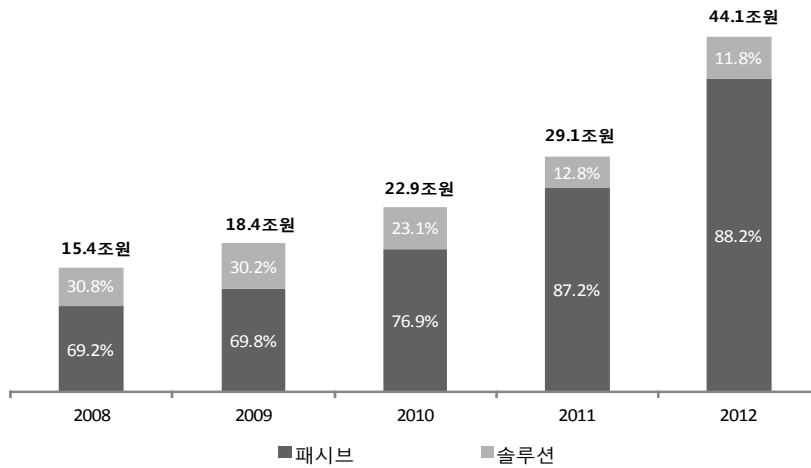


주 : 펀드 전체는 금융투자협회에서 집계하는 자산운용회사 운용 기준 펀드의 순자산총액에 금융감독원에서 집계하는 PEF 투자총액을 합한 것임. 패시브는 인덱스펀드와 ETF의 순자산총액을 합한 것임. 솔루션은 멀티에셋펀드, 인컴펀드, 절대수익추구형펀드, 라이프사이클펀드, 하이일드펀드의 순자산총액을 합한 것임. 종류별 분류는 금융투자협회와 제로인 데이터베이스에서 종류를 구분한 경우는 그대로 이용했으며, 종류별 구분이 없는 경우에는 유사 검색어로 저자가 분류해 집계한 수치를 이용

자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

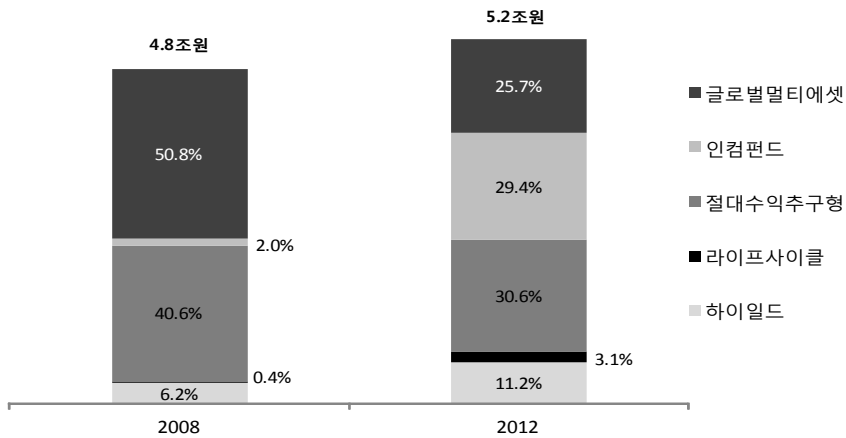
다만 앞에서 언급한 바와 같이 국내 자산운용시장에서 솔루션 상품은 태동단계로 그 규모는 아직 미약하다. 전통자산펀드 중에서 패시브펀드와 솔루션을 합한 금액이 빠른 속도로 늘어나고 있지만, 성장의 대부분은 패시브펀드의 성장 때문이다. 솔루션은 2008년 4.8조원에서 2012년 5.2조원으로 소폭 증가하였는데, 멀티에셋펀드, 인컴펀드, 절대수익추구형펀드가 많은 비중을 차지하고 있다.

<그림 III-13> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화:
패시브펀드와 솔루션 비중



자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

<그림 III-14> 국내 자산운용시장 상품구조 다각화:
솔루션 상품별 구성 비중



자료: 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

글로벌 및 국내 자산운용시장에서 각 상품군의 성장배경은 아래와 같다. 그런데 이러한 성장배경들이 대부분 구조적 요인들이기 때문에 향후에도 그 추세가 계속될 전망이다, 각 상품군 내에서도 혁신이 이어질 것으로 예상된다.

패시브펀드의 부각 배경으로는 앞에서 언급한 바와 같이 액티브펀드를 운용하는 매니저들이 순수한 알파()를 만들어내지 못하고 있기 때문이라는 지적이 먼저 제기된다. 예를 들어 HSBC Global Research(2012)는 2002~2011년 중 미국의 액티브 뮤추얼펀드 중 벤치마크 수익률을 초과한 펀드가 50%를 넘는 해가 2005년, 2007년, 2009년 등 3개년에 불과하다는 통계를 제시하고 있다. 또한 저성장/저금리 환경이 구조화됨에 따라 자산시장의 저수익 추세가 굳어지고, 그 결과 저비용 상품에 대한 관심이 커진 것도 패시브펀드가 인기를 끄는 배경이다. 패시브펀드들의 끊임없는 진화 또한 투자자들에게 다양한 자산에 대한 투자기회를 제공하고 있다. 특히 ETF는 인덱스펀드보다 더 편리한 거래체계 및 높은 유동성, 다양한 상품유형의 개발과 끊임없는 혁신으로 투자자를 유도하고 있다.

대체투자펀드의 부각 배경으로는 펀드투자의 중심축이 개인투자자에서 기관투자자로 점차 이동하고 있는데 기인한다. 대체투자는 투자대상 자산과 운용자, 운용전략 등에 대한 엄밀한 실사(due diligence)가 필요한데 기관투자자들은 이에 대한 전문성을 보유하고 있기 때문에 투자결정이 개인투자자들에 비해 용이하다. 또한 재간접펀드(FoFs) 등 새로운 투자채널로 인해 개인투자자들의 투자도 예전보다는 쉬워졌다. 금융위기 이후 사모펀드에 대한 규제가 강화된 것도 대체투자펀드 투자를 확산시키는 요인이 될 것으로 평가된다. 이는 자산운용회사들의 비용을 증대시킬 수 있으나, 사모펀드의 투명성 제고를 통해 투자매력을 끌어올리는 효과를 줄 수도 있다. 대체투자펀드의 인기가 올라가는 또 다른 배

경으로는 전통적 자산 간 높은 상관관계를 들 수 있다. 이에 따라 기관 투자자들이 분산투자의 효율성을 높이기 위해 수익률과 위험구조가 상이한 자산을 찾게 되었고, 대체자산들이 분산투자의 도구로 선택되기 시작한 것이다.

솔루션의 부각 배경으로는 최근의 저성장/저금리 기조와 인구고령화 추세를 들 수 있겠다. 최근 들어 저금리가 구조화되기 시작하고 거의 모든 자산들의 수익률이 떨어짐에 따라 멀티에셋펀드, 절대수익추구펀드 등 소위 중위험/중수익 금융상품들이 부각되기 시작했다. 그리고 반복되는 금융위기로 투자위험이 커지고, 저성장으로 소득이 부족해짐에 따라 원금을 보전하면서도 일정한 현금흐름을 창출할 수 있는 상품, 예를 들어 인컴펀드가 인기를 끌기 시작했다. 또한 많은 투자자들의 투자목적이 퇴직자산을 축적하고 관리하는 시대로 접어들면서 라이프사이클펀드, 인플레이션연계펀드 등이 주목을 받고 있다. 한편 DB형 연금펀드들은 낮은 자산운용 수익률로 자산/부채 간 간극이 커지는 문제에 직면함에 따라 자산/부채 미스매칭 문제를 해결할 수 있는 상품을 요구하고 있는데, 그 결과 완전한 고객 맞춤형펀드가 만들어지고 있다.

5. 대내외 경쟁환경 변화

자산운용업은 이미 치열한 대내외 경쟁에 직면해 있으며, 이러한 양상이 앞으로 더욱 심화될 것으로 예상된다. 우선 국내경쟁과 관련해서는 치열한 자산운용업 내부의 경쟁과 동시에 광의의 자산관리업무 간 경쟁 압력도 갈수록 커지고 있다. 이미 국내 자산운용시장에는 80개가 넘는 자산운용회사들이 영업을 하고 있지만 자산운용업의 신규진입이 여타

금융업에 비해 용이하다는 측면에서 향후 그 수는 더욱 늘어날 가능성이 크다. 비록 정부가 과당경쟁을 우려해 종합자산운용회사의 추가 진입을 통제하고 특화 자산운용회사 위주로 인가정책을 시행하고 있지만, 기본적인 정책방향은 경쟁지향이라고 판단되기 때문이다. 또한 광의의 자산관리업무 간 경쟁도 갈수록 치열해지고 있다. 은행의 PB, 증권회사의 랩어카운트, 투자일임회사의 투자일임 등은 고객군만 다소 차이가 날 뿐 사실상 자산운용회사들의 잠재적인 경쟁상대로 볼 수 있다. 또한 혁신기업을 육성하고자 하는 정부의 정책방향, 기관투자자들로의 자산운용시장 고객중심 이동 등을 고려해 볼 때 PEF도 더욱 빠른 속도로 늘어날 가능성이 있다. PEF 운용은 법적으로 자산운용회사들로만 국한되지 않을뿐더러 실제로 대부분의 PEF 운용자들이 기존 자산운용회사들이 아니기 때문에 PEF의 성장은 자산운용회사들의 입장에서 볼 때 강력한 외부경쟁을 의미한다. 또한 벤처캐피탈, 클라우드 펀딩 등의 발전도 기존 자산운용업계의 경쟁상대가 늘어날 수 있음을 의미한다.

국내 자산운용업계는 대외적으로도 강력한 경쟁에 직면할 전망이다. 미국, 유럽, 호주 등 선진국 자산운용회사들이 새로운 수요를 창출하기 위해 중국, 한국 등 동아시아권을 핵심 목표시장 중 하나로 설정하고 있기 때문이다. 이 국가들은 한국을 포함한 동아시아권 국가들에 비해 인구 고령화 속도가 더 빨라서 연금자산의 증가속도가 현저하게 느려지고, 그 결과 자산운용시장도 곧 포화단계에 진입할 가능성이 있다. 따라서 선진국 자산운용회사들은 퇴직자산 축적이 본격화될 한국과 중국 등을 양질의 수요창출이 가능한 시장으로 분류하고 있다. 특히 최근 아태지역 국가들 간에 논의되고 있는 펀드 패스포트(fund passport)가 도입될 경우 단기적으로는 국내 자산운용업계에 부정적인 경쟁환경이 조성될 가능성이 있다. 최근 한국, 호주, 뉴질랜드, 싱가포르 간에 논의되고 있는 펀드 패스포트는 유럽에서 이미 도입된 Ucits과 유사한 체계이며²²⁾, 도입이

22) 펀드 패스포트는 사전적으로 합의된 규율 하에서 특정국가에 등록된 펀드

현실화되면 협정을 체결한 국가 간의 펀드판매가 용이해질 가능성이 크다. 그런데 현재 우리나라와 펀드 패스포트 도입을 논의하는 국가들은 이미 시장이 포화에 이른 국가(호주, 뉴질랜드)이거나, 자국시장이 크지 않은 국가(싱가포르)들인 바, 도입초기에는 우리나라 자산운용회사들이 국내시장을 잠식당하는 환경이 만들어질 가능성도 배제할 수 없다.²³⁾

6. 자산운용업 수익구조에 주는 시사점

앞에서 제기한 자산운용업 경영환경 변화는 대부분 구조적 요인으로 자산운용회사들의 중장기 수익구조에 지대한 영향을 미칠 것으로 예상되는데, 주로 부정적인 영향이 클 것으로 판단된다. 경영환경 변화는 자산운용업 영업이익률을 구성하는 세 가지 요소, 즉 AuM, 평균 운용보수율, 영업비용 등에 직간접적으로 영향을 미칠 것으로 분석된다.

자산운용시장 전체의 시장규모는 향후 지속적으로 늘어날 가능성이 있다. 그동안 국내 자산시장의 핵심이었던 부동산시장이 크게 활성화되기 어려울 것으로 전망되어 금융자산의 상대적 비중이 커질 가능성이 크다. 저금리와 극단적 투자실패 위험에 지친 투자자들이 다양한 수익과 위험구조를 보유한 자산운용시장에 관심을 가질 가능성은 얼마든지 남아 있다. 국민연금과 퇴직연금 자산의 폭발적인 증가세로 자산운용시장에 대한 위탁운용이 늘어날 가능성도 있다. 그러나 개별 자산운용회사들이 AuM을 크게 늘리기는 쉽지 않은 환경이다. 시장전체의 성장 가능성

를 협정에 참여한 다른 국가에 추가적인 등록절차 없이 판매할 수 있도록 하는 체계를 의미한다.

23) 펀드 패스포트는 장기적으로 볼 때 국내 자산운용회사들의 국제시장 진출에 도움을 줄 수 있을 것으로 보인다.

이 큰 것은 분명하지만, 정책적 배려로 시장이 급격하게 팽창하는 것 또한 기대하기 어려울 것으로 전망된다. 자산운용시장을 육성하기 위한 세제혜택펀드 등의 도입은 정부의 정책환경을 고려할 때 쉽지 않은 상황이다. 국민연금기금과 퇴직연금 자산도 가입자들의 위험회피 성향, 각종 규제 등을 고려해 볼 때 자산운용시장으로 투자를 급격하게 늘리는데 한계가 있을 것으로 보인다. 자산운용시장 전체규모가 더 커진다는 점을 전제하더라도 개별 자산운용회사들이 차지할 몫이 얼마나 늘어날 수 있을지는 불투명하다. 앞서 설명한 바와 같이 자산운용업계를 둘러싼 경쟁이 갈수록 격화될 가능성이 매우 크기 때문이다.

향후 자산운용회사들의 영업이익률에 가장 크게 영향을 미칠 요소는 평균 운용보수율의 지속적인 하락 가능성인데, 자산운용시장 전반에 회사별 평균 운용보수율을 더 떨어뜨릴 수 있는 요인들이 산재하고 있다. 자산운용업계 내부의 치열한 경쟁, 광의의 자산관리업무 간 무한경쟁, 대외적인 경쟁압력 등으로 동일유형 펀드 내에서의 운용보수율 하락은 이어질 가능성이 높다. 또한 자산운용시장 상품구조의 중심축이 평균 운용보수율이 낮은 패시브펀드로 옮겨가기 시작하면서 평균 운용보수율을 떨어뜨릴 수 있다. 또한 채권형펀드의 비중이 개인고객에 비해 상대적으로 높은 기관투자자들이 고객군의 중심으로 부상하면서 전체 자산운용 시장에서 운용보수율이 낮은 상품이 차지하는 비중이 더욱 커질 것이다. 더군다나 기관투자자들은 가격 협상력이 매우 높아서 동일한 유형의 상품 내에서 조차 평균 운용보수율 하락압력이 커질 전망이다. 다만 대체투자펀드 및 솔루션 등 고부가가치 상품의 성장속도에 따라서 평균 운용보수율 하락압력을 다소 완화시킬 수는 있을 것이다.

경영환경 변화가 자산운용회사들의 영업비용에 미치는 영향은 회사의 특성에 따라 차이가 클 것으로 보이지만, 전반적으로 비용 상승압력으로 작용할 요인들이 많을 것으로 예상된다. 자산운용회사들의 비용을 증대시킬 수 있는 요인으로는 먼저 투자자보호를 위한 감독당국의 각종

규율, 기관투자자 관리 비용(예: 네트워크 구축비용, 기관투자자 실사 응대비용 등) 등을 들 수 있겠다. 그리고 고객군, 상품군, 지역군 등 자산운용회사들의 목표시장이 갈수록 세분화되어 리서치, 상품설계, 마케팅, 판매에 관련되는 비용이 갈수록 늘어날 가능성도 있다. 특히 각종 솔루션 상품들이 차지하는 비중이 커지면 소수 고객만을 대상으로 하는 상품 설계가 늘어날 것이고, 이는 매스(mass)를 대상으로 하는 상품에 비해 규모의 경제 효과 측면에서 매우 불리하다. 다만 영업비용 하락요인도 존재하는데, 패시브펀드의 비중증대를 그 예로 들 수 있겠다.

IV. 자산운용업 자생력 확보 방향

1. 회사별 강점·약점 식별과 사업모델 재설정
2. 자산운용업계의 바람직한 성장과정 및 산업구조
3. 이슈별 검토사항

IV. 자산운용업 자생력 확보 방향

자산운용업은 규모의 경제 효과가 작동하는 전형적인 산업이기 때문에 일정수준의 운용자산만 확보하면 흑자경영이 가능하다. 그 결과 국내 자산운용업계에 현재의 사업모델을 크게 바꾸지 않더라도 지속가능성(sustainability)이 있을 것이라는 막연한 기대감이 형성되어 있을 것으로 우려된다.

그럼에도 불구하고 국내 자산운용업계는 산업전체의 구조가 변화해야 할 시점에 직면해 있다. 각 회사별로는 전문화(specializing) 또는 특화(focusing)가, 국내 업계전체로는 다양성(variability)이 부족한 현재의 산업구조는 두 가지 측면에서 심각한 문제점을 안고 있다.

첫 번째로는 변화하는 자산운용업 경영환경을 고려해 볼 때 대다수 회사들의 수익구조가 지속적으로 악화할 가능성이 있다는 점이다. 두 번째로는 비록 회사의 생존에는 문제가 없다고 하더라도 기업의 기본적 본질인 “성장” 가능성이 원천적으로 차단된다는 것이다.

1. 회사별 강점·약점 식별과 사업모델 재설정

유럽계 컨설팅 회사인 Roland Berger는 자산운용업의 핵심 성공요인을 다음의 다섯 가지로 정의하였다(<그림 IV-1> 참조).

첫째, 금융시장 지적자산(Financial Market Intelligence: 이하 FMI)이다. 이는 금융시장 전반에 대한 유무형의 자산으로 자산수요의 트렌드를 읽을 수 있는 능력, 자산가격의 흐름을 전망할 수 있는 능력, 금융시장

과 자본시장 전반의 환경변화를 읽을 수 있는 능력 등을 포괄한다.

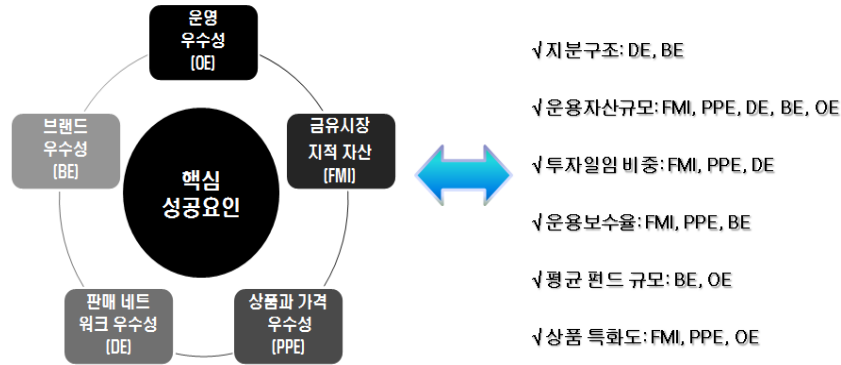
둘째, 상품과 가격 우수성(Product and Pricing Excellence: 이하 PPE)이다. 이는 고객의 니즈에 정확하게 부합하는 상품을 발굴하고, 이를 회사가 보유한 자원 한도 내에서 적시에 공급함으로써 부가가치를 극대화하는 능력이다. 여기에서 가격의 우수성은 동질적인 상품이 아니라 차별화된 상품을 제공함으로써 높은 수수료를 받을 수 있는 능력을 의미한다.

셋째, 판매 네트워크 우수성(Distribution Excellence: 이하 DE)이다. 이는 자체 판매망을 확보하거나, 우수 판매망과 파트너십을 구축할 수 있는 능력이다. 여기에는 우수 판매망들이 갖추고 있는 상품의 장단점을 파악해 단점을 보완해 줄 수 있는 상품을 적시에 제공할 수 있는 능력을 포함한다. 또한 기관투자자나 고액자산가들과의 직접적인 접점을 만들고, 이들의 수요를 파악하는 능력도 포함된다.

넷째, 브랜드 우수성(Branding Excellence: 이하 BE)이다. 이는 회사의 브랜드 가치와 함께 개별상품의 브랜드 가치를 확보할 수 있는 능력을 의미한다.

다섯째, 운영 우수성(Operational Excellence: 이하 OE)이다. 이는 회사의 장기성장을 해치지 않으면서도 비용을 줄일 수 있는 운영구조를 확보하는 능력이다. 여기에는 회사의 장기적 성장을 추구할 수 있는 조직구조, 회사가 보유한 사업모델 내 이질적인 영역 간 시너지 창출, 우수한 인적자원의 확보와 유지, 환경변화에 빠르게 대응할 수 있는 조직구조, 차별화 및 특화 등을 유지하고 밀어붙일 수 있는 조직구조, IT 등 후선업무의 비용을 효율화할 수 있는 능력 등 광범위한 운영상의 장점들이 모두 포함된다.

<그림 IV-1> Roland Berger의 자산운용회사 핵심 성공요인



주 : Roland Berger가 제안한 자산운용회사 핵심 성공요인과 본 보고서 2장 우리나라 자산운용회사 영업이익률 결정요인의 맵핑(mapping)
 자료: Roland Berger(2011), p67, 그림 재인용

2장에서 분석한 국내 자산운용회사들의 영업이익률 결정요인들도 Roland Berger가 제안한 자산운용업의 다섯 가지 핵심 성공요인과 상당 부분 맵핑(mapping) 가능함을 고려해 볼 때 각 회사들이 직면한 현황을 이와 연관시켜 체계적으로 분석하는 작업이 반드시 필요하다.

먼저, 지분구조는 회사자체의 브랜드 가치와 판매 네트워크의 우수성과 연관되기 때문에 Roland Berger가 제시한 성공 요인들 중 DE 및 BE와 맵핑 가능할 것이다. AuM, 즉 운용자산규모는 다섯 가지 핵심 성공요인들이 독립적 또는 복합적으로 영향을 미친 결과이기 때문에 FMI, PPE, DE, BE, OE 등과 모두 맵핑 가능할 것으로 판단된다. 투자일임 비중은 시장흐름의 이해를 통한 기관투자자들의 수요과약 능력, 기관투자자들과의 판매 네트워크 구축 등과 연관되어 있기 때문에 FMI, PPE, DE 등과 맵핑 가능할 것이다. 운용보수율은 금융시장에 대한 이해를 바탕으로 높은 운용수익률을 올릴 수 있는 능력, 차별화된 상품을 제공할 수 있는 능력, 상품자체의 브랜드 가치 등과 연관되어 있기 때문에 FMI,

PPE, BE 등과 맵핑 가능할 것이다. 펀드당 평균 AuM은 상품자체의 브랜드 가치, 상품 라인업을 정비하고 조정해 핵심 상품을 만들어낼 수 있는 운영구조 등과 연관되어 있기 때문에 BE 및 OE와 맵핑 가능할 것이다. 상품특화도는 시장의 흐름을 판단하는 능력, 투자자들의 니즈를 정확하게 파악해 차별화된 방향으로 상품화하는 능력, 차별화된 상품에 집중할 수 있는 운영구조 등과 연관되어 있기 때문에 FMI, PPE, OE 등과 맵핑 가능할 것이다.

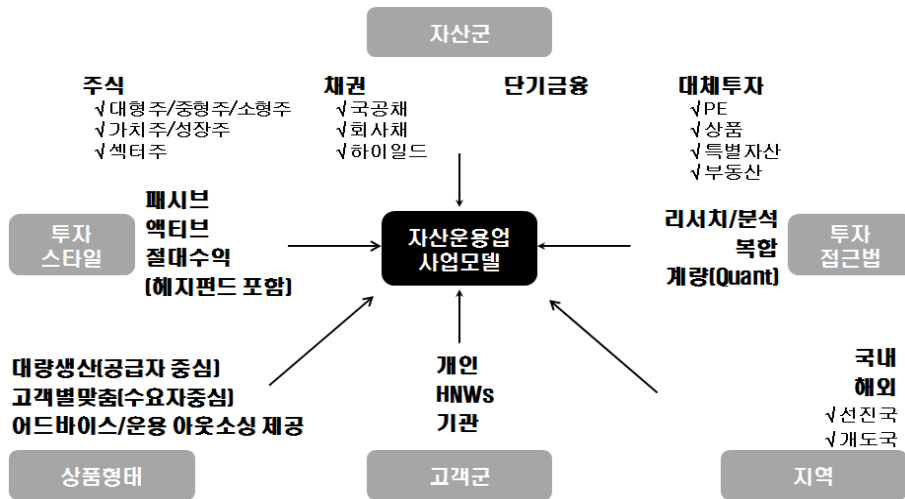
개별 자산운용회사들은 바람직한 사업모델을 설정하기 이전에 회사의 역사적 데이터를 바탕으로 회사가 다섯 가지 핵심 성공요인의 어디에 위치해 있는가를 객관적인 시각으로 평가해 보아야 한다.

개별 자산운용회사가 금융시장 지적자산을 충분히 보유하고 있는지 평가해 보기 위해서는 금융시장과 산업의 환경변화를 평가할 인력을 보유하고 있고 주기적으로 작업하고 있는지, 또는 자산수요의 트렌드를 읽을 수 있는 인력을 보유하고 있고 역시 주기적으로 해당작업을 수행하고 있는지 등을 체크해야 한다. 상품과 가격 우수성을 보유하고 있는지 확인하기 위해서는 공급자 중심이 아니라 수요자 중심의 시각에서 고객별 니즈에 맞는 다양한 상품을 개발하고 적시에 공급할 수 있는 능력이 있는지, 차별화된 상품공급으로 높은 운용보수를 받을 수 있는 능력이 있는지 등을 체크해야 한다. 판매 네트워크 우수성 보유여부는 자체 판매망을 갖추고 있는지 여부, 우수 판매망과의 협업체계를 갖추고 있는지 여부, 기관투자자들과의 직접적 접점 확보여부 등을 체크함으로써 확인할 수 있다. 브랜드 우수성과 관련해서는 회사의 규모에 관계없이 브랜드 가치를 인정받고 있는지 여부, 회사가 보유한 개별상품 중 브랜드 가치를 인정받고 있는 상품이 있는지 여부 등을 확인해 봐야 할 것이다. 운영 우수성과 관련해서는 회사의 장기적 성장을 위한 철학이 공유되고 있으며 일관된 방향을 견지할 조직구조가 만들어져 있는지 여부, 우수한 인적자원을 확보하고 잘 유지하고 있는지 여부, 차별화와 특화를 꾸준히

게 추진할 수 있는지 여부, 기본 운영방향을 견지하면서도 환경변화에 적절하게 대처하고 있는지 여부, 비용 효율화를 꾸준히 추진하고 있는지 여부 등 다양한 부분들을 점검해 봐야 할 것이다.

개별 회사들은 위와 같은 요소들을 평가한 후, 보유한 강점의 범위 내에서 사업모델을 구축할지, 아니면 약점보완을 전제로 사업모델을 구축할지 결정해야 한다. 자산운용업의 사업모델은 다음과 같은 다양한 가치창출구조를 회사별 강점과 약점을 고려해 적정하게 조합함으로써 구성할 수 있다(<그림 IV-2>). 아래의 가치창출구조는 일반적으로 제시되는 자산군, 투자스타일, 투자접근법의 3차원(three dimensions) 가치창출 구조에 상품형태, 고객군, 지역을 추가한 것이다. 이 6차원 가치창출구조를 다양하게 조합하면 자산운용업이 영위할 수 있는 사업모델의 거의 대부분 포괄될 것이다.

<그림 IV-2> 자산운용업의 가치창출구조



주: 자산운용업 업무 중 일선업무(운용과 마케팅)만을 고려한 가치 창출 구조

여기에서는 위의 가치창출구조를 바탕으로 국내 자산운용업계에 적용 가능한 사업모델을 부가가치와 특화도 수준에 따라 다음의 네 가지로 제안한다(<그림 IV-3> 참조).

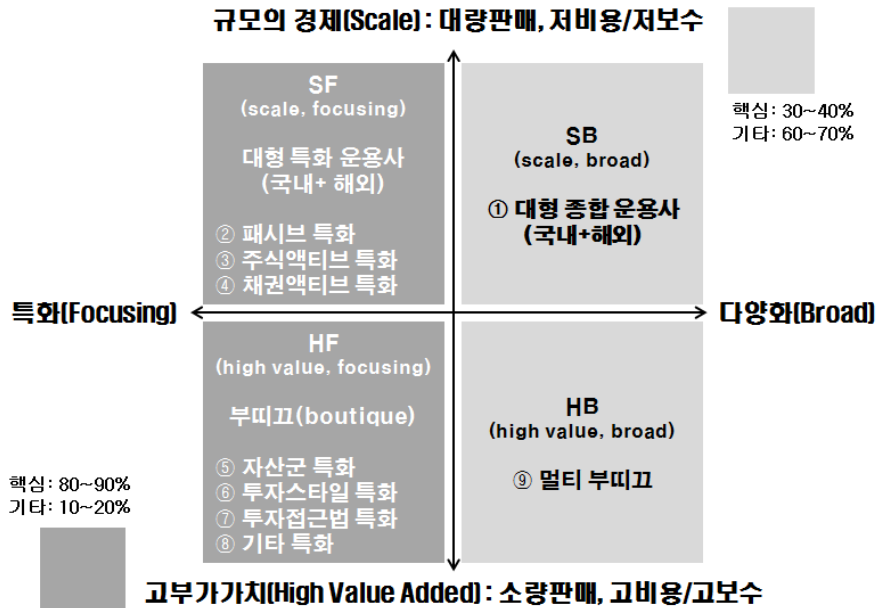
첫째, 규모의 경제와 다양화를 추구하는 대형 종합사(Scale, Broad: 이하 SB)이다. 이 유형의 자산운용회사들은 가치창출이 가능한 거의 모든 업무를 영위하며, 성장을 위해 적극적으로 새로운 시장을 개척한다. 또한, 대량판매를 통해 규모의 경제를 확보하고, 그 결과 저비용과 저보수 체계를 구축한다. 다만, 이 사업모델에서도 핵심을 이루는 영역은 존재한다.

둘째, 규모의 경제와 특화를 추구하는 대형 특화사(Scale, Focusing: 이하 SF)이다. 이 사업모델에 포함되는 회사들은 브랜드 가치와 판매 네트워크를 기반으로 패시브, 액티브 주식 또는 액티브 채권 등에 특화해 규모의 경제를 누리는 운용사들로 볼 수 있다.

셋째, 고부가가치와 특화를 추구하는 부띠끄(High value, Focusing: 이하 HF)이다. 이 사업모델에 해당하는 자산운용회사들은 자산군, 투자스타일, 투자접근법, 상품형태, 고객군, 지역 등 자산운용업의 가치를 창출하는 모든 영역에서 회사에 최적화된 영역을 골라 특화하는 회사들이다. 이 사업모델에 해당하는 자산운용회사는 대형 종합사, 자문사 등에서 특정영역에 대한 전문성을 기른 후, 그 전문성을 무기로 고부가가치를 추구한다. 다만, 이 사업모델은 특정영역에서 목표고객의 기호에 맞는 특화된 상품만을 운용하기 때문에 대량판매는 어려운 구조다.

넷째, 고부가가치와 다양화를 추구하는 멀티 부띠끄(High value, Broad: 이하 HB)이다. 이 사업모델에 해당하는 자산운용회사는 영역이 다른 분야에 특화된 다수의 부띠끄가 하나의 회사 내에 독립된 사업부로 존재하는 회사들이다. 이 사업모델은 고부가가치를 추구하면서도 상품의 영역은 넓은 편이다.

<그림 IV-3> 국내 자산운용업에 적용 가능한 사업모델



2. 자산운용업계의 바람직한 성장과정 및 산업구조

국내 자산운용업계의 바람직한 성장과정 및 산업구조를 논의하기 위해서는 현재 국내 자산운용업계의 산업구조를 먼저 파악해야 하며, 이를 위해 각 회사들이 핵심유형의 펀드에 어느 정도 집중하고 있는지 파악할 필요가 있다.

먼저 2012년말 기준으로 운용자산을 보유하고 있는 81개 자산운용회사들을 보유 영업권 수에 따라 나누고, 이들이 평균적으로 11개 펀드 유형 중 최고 핵심유형의 펀드에 어느 정도 집중하고 있는지를 분석한다 (<표 IV-1> 참조).²⁴⁾

2개 이상의 영업권을 보유한 자산운용회사들을 분석한 결과 종합 자산운용업을 지향하는 대다수 자산운용회사들이 차별화를 위해 노력하고 있지만 보유 영업권을 최대한 활용해 다수 유형의 펀드를 운용하고 있었다.²⁵⁾ 2개 이상의 복수 영업권을 보유한 회사 수는 59개사이며, 이 회사들이 운용하고 있는 펀드의 유형은 평균 6개 유형 내외인 것으로 나타났다. 이 회사들의 경우 핵심유형의 펀드가 회사내 전체 펀드 순자산 가치에서 차지하는 비중은 평균 51% 수준이었다. 그리고 핵심유형의 펀드가 회사내 전체 펀드 순자산가치에서 차지하는 비중이 80% 이상, 30%~80%, 30% 미만인 회사의 수는 각각 9개사, 42개사, 8개사 등으로 나타났다. 즉, 종합자산운용업을 지향하는 회사들 중 전형적인 특화 운용회사는 극히 일부분에 그치는 것으로 추정된다.

핵심유형의 펀드가 회사내 전체 운용자산에서 80% 이상의 압도적인 비중을 차지하는 대다수 회사들은 정부로부터 단종 영업권을 인가받은 특화 자산운용회사들이다. 이 회사들은 자산운용시장 진입조건이 특별자산, 부동산 등 한 가지 유형의 펀드만 운용하는 것이기 때문에 자발적인 선택에 의해 특화를 지향하는 자산운용회사라고 보기는 어렵다.

- 24) 여기에 포함되는 11개 펀드 유형은 4개의 증권형펀드(주식형, 주식혼합형, 채권혼합형, 채권형), 단기금융, 파생상품, 부동산, 실물, 재간접, 특별자산 등 금융투자협회가 분류한 10개의 유형에 PEF를 합한 것이다. 다만 여기에서 제시한 11개 펀드 유형으로 개별 자산운용회사의 사업모델 유형을 분류하는 것은 분명한 한계를 지닌다. 보다 정확한 분석이 되기 위해서는 여기에서 이용한 11개 펀드 유형뿐만 아니라, 각 유형별로 분류 가능한 모든 스타일을 고려해야 할 것이다. 그러나 본 연구에서 국내 자산운용회사 모두를 대상으로 이러한 작업을 수행하는 것은 사실상 불가능에 가깝다고 본다. 이는 향후 후속연구에서 자료 접근이 가능하면 시도해 볼 수 있을 것이다.
- 25) 자본시장법 출범 이후 자산운용회사, 즉 집합투자업의 인가단위가 세분화되었다. 증권펀드(MMF포함), 부동산펀드, 특별자산펀드 등 특정펀드만 운용할 수 있는 단종 영업권과 이들의 조합 또는 모든 펀드를 운용할 수 있는 복수 영업권으로 나눌 수 있다.

**<표 IV-1> 국내 자산운용회사들의 핵심 펀드 집중 정도
(2012년말 기준)**

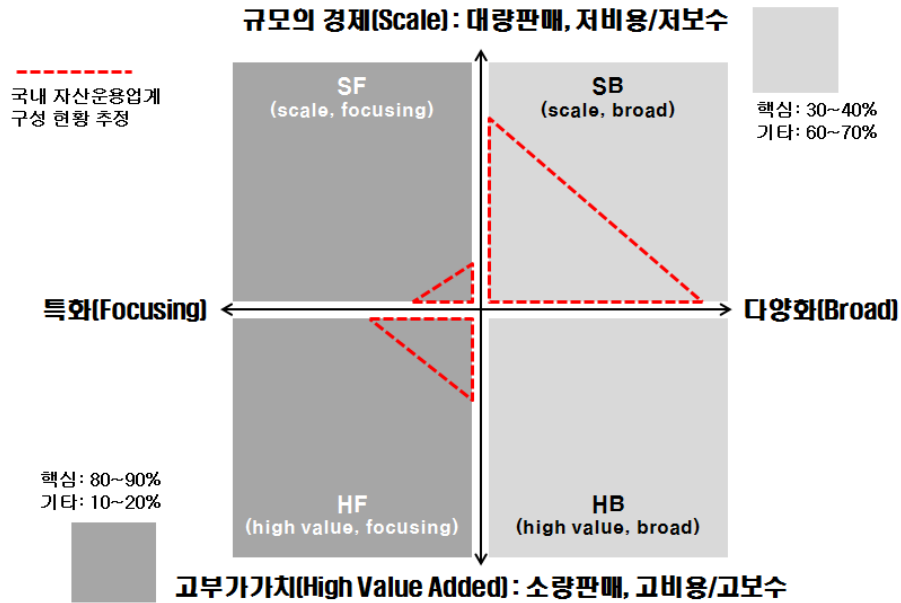
집합투자업 영업권 보유 수에 따른 자산운용회사 그룹	회사 수	운용하고 있는 펀드 유형 수 (그룹 평균)	각 회사내 최고 핵심 유형 펀드의 점유율	각 회사내 최고 핵심 유형 펀드의 점유율		
				80% 이상인 회사 수	30% ~ 80%인 회사 수	30% 미만인 회사 수
2개 이상 영업권 보유 회사	59개사	6개	51%	9개사	42개사	8개사
단종 영업권 보유 회사	22개사	1개	100%	22개사	0개사	0개사

주 : 펀드 규모는 순자산가치 기준이며, 펀드 유형은 금융투자협회 분류 10개 유형에 PEF를 포함한 11개 유형
자료: 금융투자협회 데이터를 이용해 계산

위와 같은 분석을 토대로 <그림 IV-3>의 자산운용업 사업모델을 국내 자산운용업계가 운용하는 상품유형에 적용해 보면, 많은 수의 국내 자산운용회사들이 규모의 경제와 다양성을 추구하는 종합 자산운용회사(SB)로 분류될 수 있다(<그림 IV-4> 참조).²⁶⁾

26) <그림 IV-4>~<그림 IV-6>에는 네 가지 사업모델 각각에 국내 자산운용회사들이 어떻게 분포되어 있는가를 점선으로 표기해 두고 있다. 이는 <표 IV-1>의 분석결과를 토대로 한 것이기는 하지만 정확한 수치를 반영한 것이 아님을 밝혀둔다.

<그림 IV-4> 국내 자산운용업계 사업모델 현황(추정)



2012년말 기준으로 국내 자산운용회사들이 가장 핵심으로 보유하고 있는 유형의 펀드와, 기타 펀드의 보유구조를 살펴본 결과 대다수 회사들이 종합 자산운용회사(SB)를 추구하고 있는 것으로 추정된다. 이러한 회사들은 대부분 모든 종류의 펀드(집합투자기구)를 운용할 수 있는 영업권을 보유하고 있으며, 실제 사업구조도 거기에 철저히 따르는 유형이다. 물론 회사에 따라 주식, 채권, 단기금융 등으로 핵심 상품구조가 차이가 있지만, 핵심 상품 이외 여타 상품의 비중도 상당히 높고 시장의 유행을 철저히 추종하는 스타일로 분류될 수 있다. 다만, 종합 자산운용 영업권을 보유한 회사들 중에서도 패시브나 특정자산 유형에 특화하는 회사(SF)가 일부 존재하고 있다. 그러나 규모의 경제 효과를 추구하는 사업모델 영역에서 조차 최상위 소수 회사 이외에는 운용자산 규모가 크지 않아 규모의 경제 효과를 완벽하게 누리고 있지 못하는 것으로 판

단된다. 또한 최상위 회사들도 해외고객 확보는 매우 적은 편이다.

특화와 고부가가치를 추구(HF)하는 일종의 부띠끄는 정부에서 단종 영업권을 부여함에 따라 새로이 진출한 특화 자산운용회사들로 구성되어 있다. 이는 대부분이 부동산과 특별자산 전문 운용사들로 구성되어 있으며, 종합 운용 영업권을 가진 회사들이 자발적으로 특화를 추구해 부띠끄 형태를 갖추고 있는 회사는 거의 없다. 그리고 특화와 다양화를 추구(HB)하는 멀티 부띠끄는 없는 것으로 추정된다.

이처럼 국내 자산운용업계의 산업구조는 특정 영역의 사업모델에 집중되어 있다. 이러한 산업구조는 서비스 공급자인 자산운용회사 측면에서는 동종영역 내에서의 지나친 경쟁이 문제가 될 것이고, 투자자들 측면에서는 선택할 수 있는 상품과 운용회사의 동질화라는 문제를 야기할 것이다.

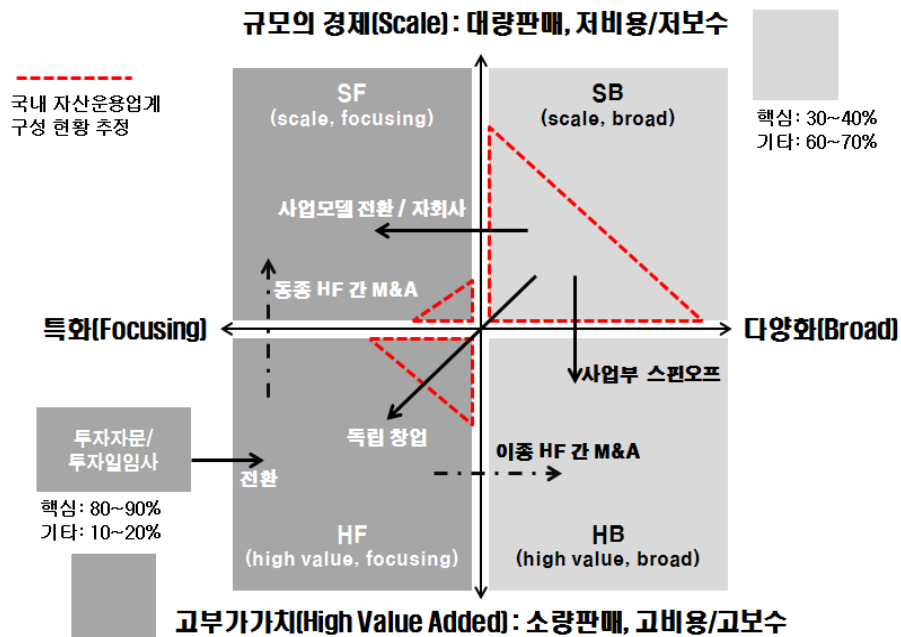
그러면 국내 자산운용업계의 산업구조는 어떤 과정을 통해 변화해 나가야 할 것인가? <그림 IV-5>에는 자산운용업계의 바람직한 변화 과정이 그려져 있다. 향후 국내 자산운용업계는 규모의 경제와 다양화를 추구하는 SB 영역의 회사들 중 상당수가 특화 영역(SF, HF)으로 진화해 업계 전체의 구조가 균형미를 갖추는 것이 시급할 것으로 판단된다.

현재 SB 영역에 있는 회사들 중 패시브, 액티브 주식, 액티브 채권 등에 전문성이 있는 회사들은 SF 영역으로 사업모델을 전환하거나 자회사를 설립하는 것을 검토할 필요가 있다. 사업모델 전환을 위해서는 경쟁력이 없는 영역의 상품라인을 과감하게 정리해야 한다.

특화와 고부가가치, 즉 HF 영역은 현재 투자자문/투자일임 전문회사들이 자산운용회사로 인가받아 진입하거나, 혹은 SB 영역 자산운용회사에서 전문성을 인정받은 인력들이 별도의 회사를 만들어 진입할 수 있다. 기존의 부동산이나 특별자산에 특화하는 부띠끄에서 벗어나 다양한 자산군, 투자 스타일, 투자 방법론, 고객군 등의 측면에서 특화가 진행될

필요가 있다. HF 영역에는 기관투자자나 개인고액자산가(HNWs)의 포트폴리오를 설계해 필요 상품 중 일부를 직접 제공해 주거나, SB 영역에 있는 회사들의 상품을 위탁운용해 주는 회사들도 생겨나야 한다.²⁷⁾ 그리고 HF 영역에 포함되는 회사들 중 동종영역에서 전문성을 인정받은 회사들이 M&A를 통해 SF 영역으로 진화해 나갈 수 있다.

<그림 IV-5> 국내 자산운용업계의 바람직한 변화 과정



특화와 다양화를 추구하는 HB 영역의 회사들은 다음과 같은 과정을 통해 탄생할 수 있다. SB 영역에 포함되는 회사들이 완전히 사업모델을

27) 이러한 유형의 부떠끄들은 이미 선진국에서는 일반화된 회사들이다. 이들은 기관투자자들의 포트폴리오 관리에 많은 도움을 주고 있고, 대형 종합 운용회사들의 운영비용을 낮추는데도 일조하고 있다.

전환해 경쟁력이 있는 부분들을 중심으로 사업부를 분리하는, 소위 스피인 오프를 통해 멀티 부띠끄 형태로 진화할 수 있다. 또는 HF 영역에 포함되는 회사들 중 이중영역에서 전문성을 인정받은 회사들이 M&A를 통해 합병하고 독립된 사업부서로 운영할 수 있다. 다만 이 영역의 사업모델을 추구하기 위해서는 전제조건이 있다. 즉, 다양한 범위에 걸쳐 개별적 영역 모두에서 완전히 특화하기 위해서는 인력구조나 추구하는 운용방향, 성과평가 방법, 보수 및 수수료 체계 등을 완전히 분리해야 한다.

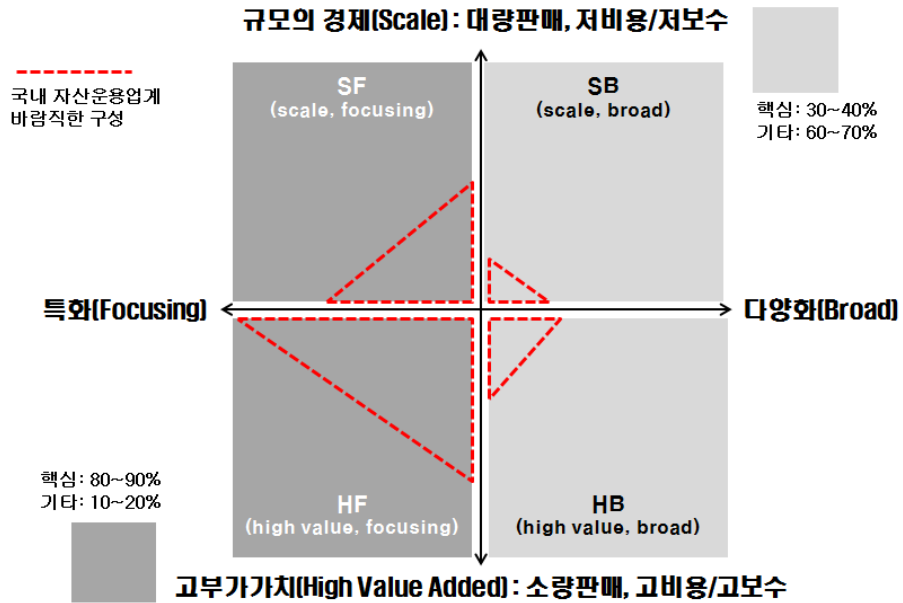
SB와 SF에 포함되는 회사들은 꾸준한 성장전략을 추구하여 동 영역간, 또는 타 영역에서 경쟁력이 있는 회사들을 인수하고 해외시장 수요 창출을 위한 지속적인 노력이 요구된다.

결국 국내 자산운용업계의 산업구조 변화는 각 회사가 적절한 사업모델을 선택해 장기적으로 그 모델을 추구하되, 업계 내외에서 끊임없는 동적 변화가 유지되어야 가능하다고 결론내릴 수 있다.

이와 같은 변화과정을 통해 구현될 수 있는 자산운용업 산업구조가 아래의 <그림 IV-6>에 제시되어 있다. 여기에 따르면 최상위 일부 회사들이 SB를 구성하고, SF와 HF 영역에 포함되는 회사가 다수를 차지하면서 HB도 일부 존재하는 구조가 가장 균형미가 있을 것으로 판단된다.

그러나 이러한 구조자체도 각 사업모델에 해당하는 자산운용회사들이 충분한 경쟁력을 갖출 때 의미가 있다. 전혀 경쟁력이 없는 회사들은 당연히 시장에서 퇴출되어야 한다. SB와 SF 영역에 포함되는 회사들은 브랜드 가치를 확고히 다짐과 동시에 충분한 규모의 경제효과를 누려야 의미가 있으며, 해외시장 수요를 확보하기 위해 지속적으로 노력해야 한다. HF와 HB 영역에 포함되는 회사들은 특화를 통해 고부가가치를 만들어내야 한다. 특화를 추구하면서도 한편으로는 낮은 운용보수율을 받아 부가가치를 창출할 수 없다면 아무런 의미가 없을 것이다.

<그림 IV-6> 국내 자산운용업계의 바람직한 산업구조



3. 이슈별 검토사항

가. 특화(Focusing)

특화는 자산운용회사 또는 펀드매니저 개인의 모든 과거이력에 대한 철저한 분석으로 전문성이 있는 분야를 선정하는 것이 중요하다. 특화 운용사로 차별화하고자 하는 회사 또는 펀드매니저는 자신들이 가진 최고의 장점이 자산운용업 가치창출구조(<그림 IV-2>)의 어디에 위치해 있는지 명확하게 파악하는 것이 우선이다.

운용했던 모든 상품의 특성과 성과, 자금 유출입 등 고객의 반응, 주요 고객군의 유형 및 그 고객군과의 관계 등 자신들의 이력전체에 대한 객관적인 검토가 반드시 필요하다. 이를 통해 전체 운용자산의 70~80%를 차지할 핵심 전문분야와 위험을 분산할 보조분야를 설정한다. 핵심 전문분야의 비중이 높아 위험분산 측면에서 불리하기 때문에 전문분야를 제대로 결정하는 것이 매우 중요하다. 특화로 회사의 사업모델을 설정했다면 다음과 같은 점이 중요하다.

첫째, 철저하게 전문성을 추구해야 하는바 전문인력을 제대로 선정하고 이들을 유지하기 위해 최선의 노력을 기울여야 한다. 전문인력에 대한 성과평가와 보수체계 모두를 전문성 제고에 초점을 맞추어 설정해야 한다.

둘째, 일관된 사업모델을 유지하고자 하는 경영방향을 끝까지 지켜나가야 한다. 대주주가 시장의 단기적 트렌드에 흔들리지 않고 최고경영자의 방향성을 지지해 주어야 한다. 이러한 이유로 특화는 대형 금융회사 계열 자산운용회사보다 대주주가 직접 경영하는 독립계 자산운용회사에 보다 적합하다.

셋째, 초기 여유 자본력의 확보와 이의 효율적인 활용이 필요하다. 이는 초기 몇 년간의 정착기에 대한 대비가 필요하기 때문이다. 특화 운용사는 시장에 제대로 정착하기 위해서 많은 시간이 필요하다. 따라서 이 기간을 버티면서도 운용 트랙을 만들 수 있는 충분한 자본이 요구된다.²⁸⁾ 그런데 운용자산이 본격적으로 늘어나기 이전에는 시드머니(seed money)를 자사 프로젝트 펀드에 적극 투자해야 한다. 이는 자기자본을 효율적으로 활용한다는 측면과 동시에 트랙레코드를 만들어 둘 필요성

28) 물론 이것이 특화 자산운용회사들의 인가조건으로 요구 자본금을 올려야 한다는 의미는 아니다. 이는 제대로 성장할 의사가 있는 자산운용회사들이 직접 선택해야 하는 조건이다.

때문이다.²⁹⁾ 그리고 운용자산이 형성되어 회사에 수익이 만들어지기 시작하면 채투자를 위해 사내에 유보함으로써 자기자본을 형성해 가야 한다. 이렇게 형성된 자기자본 역시 M&A 등 채투자가 발생하기 이전에는 효율적으로 활용해야 한다.

넷째, 판매 네트워크를 적극적으로 구축해야 한다. 독립계 특화 운용사라면 판매 네트워크 구축이 더욱 중요하다. 현재 업계 공동으로 설립을 준비하고 있는 펀드슈퍼마켓을 적극 활용할 필요가 있다. 기존 판매 회사와의 전략적 제휴를 통해 상품개발과 목표고객 확보를 포함한 개발/운용/마케팅 등 자산운용과 판매의 전과정에서 협업체계를 갖추어 나가야 한다. 판매회사의 마케팅 파워에 밀리지 않기 위해서는 전문성 구축이 매우 중요하다.

여섯째, 성장전략의 수립과 과감한 선택이 필요하다. 이는 앞서 논의한 바와 같이 동종 특화회사 간 M&A를 통해 대형 특회사(사업모델 SF)를 지향하거나 이종 특화회사 간 M&A를 통해 멀티 부딴기(사업모델 HB)로 성장하는 것을 의미한다.

나. 효율화(Efficiency)

효율화는 모든 영역의 사업모델에 필요하지만 주로 규모의 경제와 다양화, 즉 종합 자산운용업을 추구하는 회사(사업모델 SB)에 가장 절실하다. 효율화의 핵심은 상품구조의 단순화와 내부조직 운영의 효율성 확보이다.

29) 이를 위해서는 자산운용회사의 영업용순자본비율(NCR) 규제, 자기자본 운용규제 등의 적정성에 대한 전반적 검토가 필요하다. 이는 정책 및 제도 개선 과제이므로 본 보고서에서 상세히 논의하지는 않을 것이나 그 필요성에 대해서는 보고서의 마지막 부분에 간단히 기술할 것이다.

우선 상품구조 단순화와 관련해서는 비핵심 분야의 상품구조를 단순하게 유지하는 것이 핵심이다. 예를 들어 종합 운용업을 추구하는 회사들은 핵심분야를 제외하고 나머지 운용자산의 60~70%를 구성할 여타 분야에서 상품구조를 단순하게 만들어야 한다. 즉, 경쟁력이 약한 분야를 과감하게 포기하고, 시장의 트렌드를 쉽게 추종하지 않는 문화를 정착시켜 상품개발에 심혈을 기울일 환경을 조성해야 한다. 만약 핵심분야 및 비핵심분야 어디에도 포함되지 않으면서 포기하기도 어려운 분야가 있다면 그 부분은 운용 아웃소싱을 전문적으로 제공하는 외부의 다른 특화 운용회사에 운용위탁을 주는 것이 바람직하다.

내부조직 운영의 효율화를 위해서는 서로 다른 영역의 상품군들을 개별적으로 최적화하면서도 운영비용을 줄일 수 있는 방안이 필요하다. 서로 다른 영역의 상품군들을 제대로 운용하기 위해서는 매니저들에 대한 성과평가, 보수체계 등이 상품군에 따라 달라야 한다. 그러나 이는 조직구성원 간 위화감 조성, 비용증대 등의 부작용을 초래할 수 있다. 결국 이러한 문제를 어느 선에서 조율시킬 수 있는가 하는 것이 초점이 될 것이다. 추가적으로 후선업무의 비용 효율성 제고를 위한 방안도 요구된다. 이를 위해서는 성과관리 및 위험관리, 운용 관련 IT 시스템, 각종 행정업무 등의 외부 위탁을 고려해 볼 수 있다.

다. 해외시장 개척(Global Market Searching)

해외시장의 새로운 수요를 개척하는 것은 규모의 경제를 추구하는 SB와 SF 영역 회사들 중에서도 운용자산 규모와 자본력이 충분한 소수의 회사들에게 필요한 방향이다. 국내에서 종합 운용사 또는 대형 특화 운용사로서 규모와 브랜드 가치를 인정받은 회사가 그 예가 될 것으로 판단된다.

해외시장 수요를 개척하기 위해서는 단계적 접근이 요구된다. 첫째, 회사의 기초여건을 튼튼하게 하는 과정이 필요하다. 우선 국제적 신뢰도를 갖출 수 있도록 회사 전체의 평균적인 운용수익률을 국제기준에 맞추어 발표해야 한다. 이런 측면에서 이제는 모든 자산운용회사들이 국제투자성과기준(GIPS) 도입을 검토해 봐야 할 것이다. 그리고 이와 함께 경쟁력 있는 분야의 상품을 개발해 시드머니(seed money) 투자를 통한 트랙레코드 축적에 심혈을 기울여야 한다. 국내 자산운용회사들이 경험이 일천한 해외투자에 대해서 운용성과를 제대로 제시하지 못한다면 어떤 해외고객들도 국내회사들의 펀드에 투자하지 않을 것이다.

둘째, 기초여건을 튼튼하게 만드는 과정을 충분히 거친 후 투자자 확보에 나선다. 먼저 해외투자 수요가 많은 국내 기관투자자의 위탁운용권을 일부라도 획득하고, 선진국 자산운용회사 대비 운용 상 강점을 가질 수 있는 아시아권 시장을 대상으로 투자자 확보에 나선다.

셋째, 해외시장 개척을 통한 성장에는 반드시 M&A를 통한 해외 운용회사 인수, 또는 해외 운용회사와의 합자/전략적 제휴 등이 필요하다. 자산운용업은 경험, 브랜드 가치, 판매 네트워크 등의 복합적 작용을 통해 투자자의 신뢰를 얻어야 하는 업종이다. 따라서 국내시장에서의 경험 또는 국내 투자자 자금의 해외운용 경험만을 토대로 해외 투자자들에게 상품을 팔기는 매우 어렵다. 실제로 국내 자산운용회사들이 해외에 설립한 사무소나 법인은 대부분 내국인 투자자금의 해외투자를 집행하기 위해 만들어졌는데, 현지 투자자들의 자금모집은 매우 적은 것으로 알려져 있다. 따라서 향후에는 보다 전향적인 접근방법이 요구된다. 아시아권역 국가 소속의 특화운용사(부띠끄)를 직접 인수하거나, 싱가포르 또는 홍콩의 특화운용사를 인수해 인근 아시아권역 국가에 펀드를 판매하거나, 또는 싱가포르 혹은 홍콩에 설립된 유럽 및 미국계 운용사와 합자/전략적 제휴를 통해 협업하는 방법 등을 그 예로 들 수 있겠다.

해외시장 개척을 위해서는 많은 시간과 자본이 소요된다. 즉, 해외시장 개척에는 시드머니 투자, 사무소 또는 법인 설립을 통한 현지화, 궁극적으로 해외 운용회사의 M&A 등이 필요한데 이를 위해서는 많은 시간과 자본 소요가 불가피한 것이다. 따라서 국내 자산운용회사들이 해외 시장을 개척하고자 하는 확고한 신념을 가지고 있어야 한다. 다시 말해 해외시장 개척 의지를 가지고 있는 자산운용회사라면 충분한 투자가 필요하다는 인식을 가지고 자기자본 축적에 심혈을 기울여야 할 것으로 판단된다.

그런데 국내 자산운용회사들의 자기자본 수준은 해외시장 개척이라는 큰 과제를 수행하기에는 턱없이 부족하다. 국내 주요 자산운용회사들의 AuM 대비 자기자본비율은 평균 0.337% 수준으로 주요 글로벌 자산운용회사들에 비해 미약하다(<표 IV-2> 참조). 자기자본의 절대적 수준도 매우 적다. AuM 대비 자기자본 비율이 낮은 것은 기본적으로 우리나라 자산운용회사들이 비상장회사들인데다 대부분의 이익금을 주주들에게 배당해 내부유보로 남기지 않은데 따른 것이다. 우리나라 자산운용회사들이 자기자본을 축적하지 않는 것은 투자기회가 없기 때문에 자본효율성 측면에서 어쩔 수 없다고 항변할 수도 있지만, 이는 장기적인 성장 측면에서 결코 바람직하지 않다. 따라서 국내 자산운용회사들이 해외 시장을 개척하고 장기적으로 성장하기 위해서는 충분한 자기자본을 지금부터라도 축적해 나가야 한다. 이를 위해서는 배당규모를 줄이고 내부유보를 늘려 투자기회가 생길 경우에 대비해야 한다. 궁극적으로는 기업공개도 고려해 봐야 한다. 물론 특화 운용회사의 경우에서와 마찬가지로 투자기회를 포착하기 이전까지는 자기자본의 효율적인 운용이 필요하다.

**<표 IV-2> 글로벌 자산운용회사와 우리나라 주요
자산운용회사의 자기자본과 배당 현황**

	자기자본/AuM (%)	배당금/당기순이익 (%)
BlackRock	0.670	10.862
State Street Global	0.968	22.465
Franklin Templeton	1.227	34.612
국내 주요 6개사 평균	0.337	85.903

주 : 1) 글로벌 회사들은 2012년 기준, 국내사는 2011년 기준

2) 국내 회사들은 AuM 기준 상위 10개사 중에서 감사보고서 상 배당금 정보가 기록되어 있는 8개사를 선택하고, 이 회사들 중 당기순이익 대비 배당금 액수가 가장 많은 회사와 적은 회사를 제외

자료: 글로벌 회사들은 연차보고서, 국내는 각 회사 영업보고서 및 감사보고서

V. 결론

V. 결론

우리나라 자산운용시장은 글로벌 금융위기 직전인 2007년까지 빠른 속도로 성장했다. 그때까지만 해도 자산운용시장과 산업은 미래에 우리나라 금융시장과 산업의 총아가 될 것이라는 기대로 충만했었다. 그러나 금융위기 이후 시장의 성장이 멈춰버리면서 자산운용시장의 중요한 한 축인 자산운용업계도 위기에 몰리고 있다. 많은 자산운용회사들이 적자를 면치 못하고 있으며, 업계의 평균적인 영업이익률도 크게 하락하고 있다. 물론 개별 자산운용회사들이 선택하는 경영전략에 따라 영업이익률의 평균적인 수준에 큰 차이가 있고 영업이익률의 하락 정도도 달라다는 것을 확인했지만, 거의 모든 유형의 회사들이 영업이익률 하락을 겪고 있다는 사실 역시 데이터로 확인했다.

더군다나 우리나라 자산운용업계가 현재 직면하고 있고 앞으로 맞서게 될 경영환경의 변화가 결코 자산운용회사들의 수익구조에 우호적이지 않다는 측면에서 우려가 크다. 예를 들어 자산운용회사들의 영업수익률을 구성하는 세 가지 요소인 AuM, 평균 운용보수율, 비용 등이 모두 부정적인 변수들로부터 자유롭지 못할 것임을 확인했다.

개별 자산운용회사 측면에서는 전문화(specializing) 또는 특화(focusing)가, 업계 전체로는 다양성(variability)이 부족한 현재의 자산운용업계 산업구조는 매우 불안정하다. 따라서 모든 자산운용회사들이 위기의식을 가지고 생존을 위해 새로운 사업모델을 설정해 나가야 하며, 그 과정에서 특화와 효율화, 그리고 해외시장 개척이라는 과업에 도전해야 한다.

본 보고서에서는 이를 위해 국내 자산운용업계 전체가 지향해 나가야 할 바람직한 산업구조를 제시하고, 특화와 효율화, 해외시장 개척을 위해 업계가 무엇을 해야 하는지 제시한 바 있다. 여기에서는 업계가 자

생을 위한 전략을 수행해 나가는데 있어 반드시 전제되어야 할 두 가지를 마지막으로 제시하고 보고서를 마무리한다.

우선, 자산운용회사의 실질적인 대주주들이 자산운용업을 바라보는 시각에 변화가 있어야 한다. 우리나라의 대표적인 자산운용회사들은 대부분 국내 우수 금융회사의 계열회사이다. 그 결과 그동안 자산운용회사들은 그 자체로서 장기적으로 성장 가능성이 있는 기업이라는 인식보다는 계열 금융회사에게 시너지를 만들어주는 보조적인 금융기관으로 취급받아 온 것이 사실이다. 또한 자산운용시장의 특성으로 인해 고객의 신뢰구축이 매우 중요함에도 불구하고 우리나라 자산운용회사들은 그러지 못한 것으로 평가받는다. 자산운용시장에서 정의하는 고객신뢰는 단순한 운용성과만으로 만들어지지 않는다. 그것은 자산운용회사들이 대리인문제를 해소하기 위해 최선을 다하는지, 그 회사만의 운용철학을 구축하고 꾸준히 매진하는지 등 다양한 요소에 의해 결정된다. 이러한 측면에서 볼 때 자산운용회사를 지배하고 있는 대주주들은 회사의 운용철학 구축과 성장에 대한 비전을 가지고 장기적인 안목으로 회사를 운영할 필요가 있다. 이를 위해서는 회사의 자기자본을 충분히 구축해야 한다는 인식을 가져야 하며, 최고경영자 및 펀드매니저에 대한 평가주기를 길게 잡아 이들이 소신을 가지고 움직일 수 있는 공간을 마련해 줘야 한다.

다음으로 정부는 거창한 정책방향 설정도 좋지만 자산운용회사들이 스스로 자생해 나갈 수 있는 환경을 조성해 주는데 집중할 것을 권고한다. 자산운용회사들의 의견을 다방면으로 취합하고, 투자자보호와 시장의 장기적인 성장이라는 명분에서 벗어나지 않는다면 실질적인 조치를 빠르게 취해 나가야 한다. 예를 들어 특화와 국제화를 위해서는 자기자본을 효율적으로 활용할 필요가 있다고 했는데, 이를 위해 반드시 필요한 제도개선 사항이 있을 것이다. 자산운용업계에서는 이와 관련해서 영업용순자본비율(NCR)의 하향조정과 자기자본 운용과 관련된 규제 개선을 건의하고 있는데, 투자자보호 또는 시장의 건전성을 해치지 않는다면

시간을 지체하지 말고 해결해 주어야 한다. 물론 자산운용업계 스스로가 충분한 자기자본을 축적해 나가는 것은 이와는 별개로 진행해야 한다. 이는 한 예로 제시한 것인 바, 자산운용회사들이 자생해 나가는데 필수적인 제도개선은 그 타당성이 확인되는 즉시 시행해 나가야 할 것이다.

참고문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김재철·김종민, 2011, 『한국형 헤지펀드의 미래와 영향』, 자본시장연구원 이슈 & 정책 11-06.
- 김재철·장지혜, 2011, 『글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응』, 자본시장연구원 이슈 & 정책 11-02.
- 송홍선·공경신, 2008, 『선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 08-03.

<해외문헌>

- Boston Consulting Group, 2012, *Global Asset Management 2012: Capturing Growth in Adverse Times*.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1997, Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives, *Journal of Political Economy* 105, 1167-1200.
- HSBC Global Research, 2012, *The 10 Key Trends Changing Investment Management*.
- Ippolito, R., 1992, Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from Mutual Fund Industry, *Journal of Law and Economics* 35, 45-70.
- McKinsey&Company, 2012a, *The Asset Management Industry: Outcomes Are the New Alpha*.

McKinsey&Company, 2012b, *The Mainstreaming of Alternative Investments*.

Rockinger, M., 1996, Determinants of Capital Flows to Mutual Funds, Working Paper.

Roland Berger, 2011, *Redefining Asset Management in New Realities: Leadership Priorities for Asset Managers Facing Fundamental Change*.

Sirri, E., Tufano, P., 1998, Costly Search and Mutual Fund Flows, *Journal of Finance* 53, 1589-1621.

Towers Watson, 2012, *The World's 500 Largest Asset Managers*.

UN, 2011, *World Population Prospects: The 2010 Revision*.

<웹사이트>

금융감독원 www.fss.or.kr

금융투자협회 www.kofia.or.kr

한국은행 www.bok.or.kr

BlackRock www.blackrock.com

Franklin Templeton www.franklintempleton.com

State Street Global www.ssga.com

UN www.un.org