

연금사회와 자산운용산업의 미래

- 2020 자산운용산업 비전과 전망 -

2013. 12.

연구위원	송홍선
선임연구위원	김재철
연구위원	김종민
연구위원	남재우
연구위원	홍원구



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

돌이켜 보면 우리 자산운용산업은 짧은 역사에도 불구하고 단기간 큰 성장을 이루어 냈다. 간접투자자산운용업법 이후 10년도 안 돼 펀드는 소매투자상품의 대표 브랜드가 되었고, 주식형펀드는 물론 최근에는 사모펀드, 헤지펀드, 부동산펀드 등 대체투자시장에서의 혁신 속도도 대단히 빠르다.

물론 펀드시장이 주식, 채권, 부동산 등 기초자산시장에 좌우되다 보니, 금융위기 이후의 디플레이션과 디레버리징 영향에서 온전히 벗어나지 못한 것도 사실이지만, 역설적으로 이러한 흐름 속에서도 미래에 다가올 성장과 혁신의 동인들이 점점 분명해지고 있는 것도 사실이다.

더구나 긴 호흡으로 자산운용산업의 장기 사이클을 보면, 미래의 금융산업은 자산운용산업의 시대가 될 정도로 산업환경은 우호적으로 변화하고 있다. 그 희망의 원천은 바로 연금이다. 산업화시대의 소득은 공장에서 근로자의 땀과 노력으로 만들어지지만, 고령화시대의 소득은 연금자산을 관리하는 자산운용시장에서의 연금술에 의해 만들어지기 때문이다.

선진국의 금융의 역사를 보아도 이 점은 확인이 된다. 미국의 자산운용산업도 오랜 역사를 뒤로 하고 1990년대가 되어서야 성장의 본 궤도에 오르는데, 이것을 가능하게 했던 것이 퇴직연금이다. 호주의 자산운용산업도 전통적인 은행산업보다 날렵하게 선진화와 국제화에 성공하였는데, 이것을 가능케 한 것 역시 연금제도이다.

우리나라도 연금의 시대가 이미 열렸다. 세계 최고속의 고령화로 국민연금, 퇴직연금, 개인연금 등 연금 수요가 급증하고 있다. 여기에 저성장과 저금리 환경은 금리만으로는 노후를 대비할 수 없다는 분명한

메시지를 던지고 있다. 연금자산의 효율적 축적은 금리 플러스 알파를 만들어 낼 수 있는 자산운용산업에 의해 가능한 것이다. 이런 점에서 연금 기반 자산운용산업, 자산운용 기반 연금제도는 우리경제의 고령화·저성장·저금리의 악순환을 고령화·혁신경제·금리 플러스 알파로 전환할 수 있는 유일한 선택지일 수 있다.

본 보고서는 이러한 통찰을 바탕으로 앞으로 펼쳐질 연금사회를 지탱하는 핵심 금융제도를 자산운용산업으로 인식하고, 자산운용산업의 미래를 조망해 보기 위해 기획되었다. 그리고 그러한 조망이 실현되기 위해서는 우리 앞에 놓인 선진화의 과제들이 어떤 것들이 있는지 연구하였다.

본 보고서는 본 연구원 펀드연금실의 공동연구성과물이다. 올 초부터 노고를 아끼지 않은 송홍선 박사, 김재철 박사, 김종민 박사, 남재우 박사, 홍원구 박사께 감사의 뜻을 표한다. 또 본 보고서를 처음부터 끝까지 검토하고 유익한 논평을 해주신 본 연구원의 천창민 박사와 연구조정위원회도 감사드린다. 그리고 원고 정리에 힘써주신 공경신 선임연구원, 윤종문 선임연구원, 장지혜 연구원, 그리고 김달님 연구조원, 신지원 연구조원의 노고에도 감사를 전한다. 마지막으로 본 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 자본시장 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2013년 12월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	xvi
Abstract	xlvi
<제1부> 자산운용산업의 중장기 비전 설정	1
I. 문제의 진단 (송홍선)	5
II. 경제사회 환경변화와 자산운용산업 (송홍선)	11
III. 자산운용산업의 미래 (송홍선)	37
<제2부> 비전달성을 위한 부문별 수요 전망과 과제 ..	61
IV. 가계부문 (김재철)	65
V. 공적연금 (남재우)	101
VI. 사적연금 (홍원구)	133
VII. 생명보험 (홍원구)	155
<제3부> 비전달성을 위한 부문별 시장 전망과 과제 ..	165
VIII. 공모펀드시장 (김재철)	169
IX. 사모·대체투자펀드 시장 (김종민·남재우·송홍선)	193
X. 일임시장 (남재우)	263
XI. 금전신탁시장 (송홍선)	277

<제4부> 비전달성을 위한 산업 선진화 전략	289
XII. 산업구조 (김재철)	293
XIII. 판매채널 (송홍선)	319
XIV. 자산운용 국제화 (김종민)	339
<제5부> 비전달성을 위한 핵심 과제	379
XV. 종합결론 (송홍선)	383
참 고 문 헌	397

표 목 차

<표 II-1> 주요 국가의 연령계층별 인구 및 총부양비	12
<표 II-2> 주요 국가별 성장경로 비교	13
<표 II-3> 요소투입별 장기 잠재성장률 기여도	13
<표 II-4> 선진국의 인구 고령화 현황	20
<표 II-5> 일본 공모투자신탁 유형별 순자산가치 현황(2012)	27
<표 II-6> 주요국 실물자산과 금융자산 비중	30
<표 III-1> 자산운용산업의 고용 창출(2012)	59
<표 IV-1> 2000년대 우리나라 가계의 평균적인 자산구성	68
<표 IV-2> 2010년 우리나라 가계의 자산구성	70
<표 IV-3> 주요국가의 가계 자산구성(2000년)	72
<표 IV-4> 주요국가의 직간접 주식시장 참여율 및 조건부 주식 보유비중 ..	74
<표 IV-5> 우리나라 가계의 금융자산 구성 변화 추이	78
<표 IV-6> 전체 펀드의 주요 경제주체별 보유비중	79
<표 IV-7> 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 시나리오	82
<표 IV-8> 시나리오별 가계 금융자산 규모 전망	84
<표 IV-9> 가계 금융자산 대비 펀드 보유비중 시나리오와 비전	85
<표 IV-10> 시나리오별 가계 펀드 보유규모 전망	86
<표 IV-11> 가계 펀드 보유규모 전망 시나리오 결정 요인	91
<표 V-1> 국민연금기금 자산군별 연간 수익률 추이	104
<표 V-2> 국민연금기금 벤치마크 지수	104
<표 V-3> 국민연금기금 자산군별 벤치마크 대비 초과수익률 추이 ...	105
<표 V-4> 사학연금기금 세부자산군별 투자 규모	107
<표 V-5> 사학연금기금 자산군별 연간 운용수익률	108

<표 V-6> 사학연금기금 벤치마크 대비 초과수익률 추이	109
<표 V-7> 공무원연금기금 자산군별 투자 비중 추이	111
<표 V-8> 공무원연금기금 자산군별 연간수익률 추이	112
<표 V-9> 공무원연금기금 운용유형별 연간수익률 현황	112
<표 V-10> 국민연금 중장기 자산배분 전략	114
<표 V-11> 2017년 기준 국민연금기금의 ALM 특성	115
<표 V-12> 국민연금기금의 국내 운용자산 규모 전망	116
<표 V-13> 국민연금기금 국내주식 위탁금액 및 비중 추이	117
<표 V-14> 국민연금기금 국내채권 위탁금액 및 비중 추이	118
<표 V-15> 국민연금기금의 국내 위탁 운용규모 전망	119
<표 V-16> ALM방식에 의한 중장기 전략적자산배분 비중	119
<표 V-17> 사학연금기금의 국내 운용자산 및 위탁 규모 전망	120
<표 V-18> 공무원연금의 투자대상 자산군	121
<표 V-19> 공무원연금 중장기 자산배분안(2013~2017)	122
<표 V-20> 중장기자산 총 허용위험한도	123
<표 V-21> 공무원연금기금의 국내 운용자산 및 위탁 규모 전망	123
<표 V-22> 공적연기금의 국내 운용자산 및 위탁 규모 전망	124
<표 VI-1> 원리금보장상품의 적립금 운용기간별 비중	136
<표 VI-2> 실적배당상품의 운용 현황(제도유형별)	137
<표 VI-3> 실적배당상품의 운용 현황(금융기관별)	138
<표 VI-4> 퇴직연금 규모와 자산운용회사의 운용자산 전망	139
<표 VI-5> 퇴직연금 자산규모 추정의 주요 가정	140
<표 VI-6> 2012년말 연금형태별 규모	144
<표 VI-7> 세계적격 개인연금의 변화	145
<표 VI-8> 현행 세제혜택에 따른 개인연금 상품 구분	146
<표 VI-9> 개인연금 적립금 현황	148
<표 VI-10> 개인연금 규모와 자산운용회사의 운용자산 전망	149

<표 VII-1> 국내 생명보험회사 총자산의 구성	156
<표 VII-2> 생명보험회사의 운용자산과 수익증권 규모 전망	160
<표 VII-3> 생명보험회사 연금 수입보험료의 증가율	162
<표 VIII-1> 2004~2012년 공모펀드 전체 규모와 주체별 보유 규모	172
<표 VIII-2> 2013~2020년 공모펀드 전체 대비 주체별 보유 비중 가정 ..	173
<표 VIII-3> 시나리오별 공모펀드 전체 규모 전망	174
<표 VIII-4> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망: 펀드 고성장 & 금융자산 고성장	186
<표 VIII-5> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망: 펀드 고성장 & 금융자산 저성장	187
<표 VIII-6> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망: 펀드 고성장 & 금융자산 고성장	187
<표 VIII-7> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망: 펀드 저성장 & 금융자산 저성장	188
<표 IX-1> 약정액 규모별 PEF의 추이	197
<표 IX-2> PEF 유형별 현황	198
<표 IX-3> PEF 투자회수 현황	200
<표 IX-4> PEF 투자회수 방식	200
<표 IX-5> GP의 PEF 재설립 추이	202
<표 IX-6> PEF 투자전략별 비중	202
<표 IX-7> 국민연금-기업 해외투자 매칭펀드	204
<표 IX-8> PEF 투자 평균 차입비율	205
<표 IX-9> GP별 옵션부 투자 현황	206
<표 IX-10> 옵션부 투자관련 신규 모범규준 내용	208
<표 IX-11> 출범 이후 국내 헤지펀드 시장의 시행착오 예	211
<표 IX-12> 헤지펀드 관련 진입규제 완화 방안	215
<표 IX-13> 국내 PEF 시장의 성장추세와 PE 침투율	220

<표 IX-14> 국민연금의 PEF 투자현황 및 2017년 추정치	222
<표 IX-15> 국내 PEF 시장규모 추정	223
<표 IX-16> 국내 헤지펀드 시장 전망	226
<표 IX-17> 국내 PEF관련 사모투자전문회사 분류	229
<표 IX-18> 미국과 EU의 사모펀드관련 규제강화 방향	232
<표 IX-19> 부동산펀드와 부동산투자회사 비교	238
<표 IX-20> 공모와 사모 부동산펀드 설정액 현황	241
<표 IX-21> 부동산펀드의 국내와 해외 투자 설정액 현황	242
<표 IX-22> 부동산펀드의 사무수탁관리회사별 설정액 현황	243
<표 IX-23> 부동산펀드의 펀드규모별 설정액 현황	243
<표 IX-24> 부동산펀드 판매잔고의 투자자별 비중	245
<표 IX-25> 부동산펀드 중장기 시장 규모 전망	247
<표 IX-26> 특별자산펀드 성장 추이	252
<표 IX-27> 특별자산펀드 투자자 구성(2012.6)	254
<표 IX-28> 특별자산펀드 장기전망(순자산 기준)	257
<표 X-1> 일임자산의 운용주체별 및 투자주체별 현황	265
<표 X-2> 국민연금기금 적립금 추이 및 증가율	267
<표 X-3> 연기금의 일임 투자 규모 전망	268
<표 X-4> 보험업의 일임투자규모(비관적 전망)	270
<표 X-5> 보험업의 일임투자규모(중립적 전망)	271
<표 X-6> 자산운용 일임시장 규모(비관적 전망)	272
<표 X-7> 자산운용 일임시장 규모(중립적 전망)	273
<표 XI-1> 국내 신탁시장 현황	278
<표 XI-2> 업권별 특정금전신탁 수탁고 추이	279
<표 XI-3> 상품별 특정금전신탁 현황	280
<표 XI-4> 신탁상품별 가입한도	281
<표 XII-1> 자산운용업계 평균 영업이익률 추이	296

<표 XII-2> 국내 자산운용회사들의 핵심펀드 집중 정도(2012년말 기준) ..	307
<표 XIII-1> 국내 펀드 판매채널 현황	319
<표 XIII-2> 주요국의 펀드 운용보수 및 총비용	320
<표 XIII-3> 설정액 상위 자산운용회사의 계열판매의존도	321
<표 XIII-4> 주요 소매투자상품 판매현황	327
<표 XIII-5> 금융회사별 소매투자상품 판매 점유율	328
<표 XIII-6> 영국 금융자문회사 현황	330
<표 XIII-7> 영국 주요 소매투자상품 판매플랫폼 현황	332
<표 XIV-1> 국가별 펀드시장 규모 및 금융발전도 비교	342
<표 XIV-2> IFCD Index 순위	343
<표 XIV-3> 자산운용회사 해외진출 현황	345
<표 XIV-4> 외국계 자산운용회사의 추이	346
<표 XIV-5> 국내 해외투자관련 펀드 추이	349
<표 XIV-6> 해외 투자자 투자금액 비중의 국제 비교(2011년)	350
<표 XIV-7> 토종/외국계 자산운용회사의 해외투자펀드 운용비중	352
<표 XIV-8> 향후 ARFP 출범 일정	354
<표 XIV-9> ARFP논의의 주요 이슈 및 향후 방향	357
<표 XIV-10> ARFP 도입에 따른 장·단점	358
<표 XIV-11> 세계 상위 10대 자산운용회사 순위	364
<표 XIV-12> 국내 자산운용회사의 해외진출 형태 및 진출 국가	366
<표 XIV-13> 아시아 국가간 비교(2011년 기준)	367
<표 XIV-14> 유럽사례: 영국, 프랑스, 독일의 자산운용산업 비교	370

그림 목 차

<그림 I-1> 자산운용산업의 발전 방향, 역할과 전략	7
<그림 II-1> 국내 경제성장률과 금리 추이	15
<그림 II-2> 고령화와 자산운용산업 영향	17
<그림 II-3> 일본 가계자산의 성장 추이	22
<그림 II-4> 일본 1인당 자산 변동 추이	23
<그림 II-5> 가계 위험자산 보유 비중	24
<그림 II-6> 가계 보유자산별 성장성 추이	25
<그림 II-7> 국내 가계금융자산 변동 추이	29
<그림 II-8> 일본 가계의 금융자산과 실물자산 구성 추이	31
<그림 II-9> 연령대별 가계 금융자산 보유비	32
<그림 II-10> 국내 가계의 금융상품 보유 트렌드	34
<그림 III-1> 자산운용시장 규모 전망(경상 GDP 대비)	38
<그림 III-2> 펀드시장과 일임시장 전망	40
<그림 III-3> 주요국 기관투자자 자산 규모	41
<그림 III-4> 자산운용산업의 초과수익창출 능력	43
<그림 III-5> 국내 대체투자시장 규모	45
<그림 III-6> 개방형 판매채널로의 진화	47
<그림 III-7> 글로벌 자산운용산업의 발전 경로	49
<그림 III-8> 국내 자산운용산업의 발전 전망	51
<그림 III-9> 금융중개시스템의 진화	53
<그림 III-10> 국내 금융중개서비스 추이	54
<그림 III-11> 자산운용시장을 통해 금융중개	55
<그림 III-12> 저축률과 금리 추이	56

<그림 III-13> 자산운용산업의 부가가치 비중	58
<그림 IV-1> 국가별 가계 주식시장 참여율(% , 직접투자)	73
<그림 IV-2> 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율(%)	81
<그림 V-1> 국민연금기금 금융부문 운용규모 추이	102
<그림 V-2> 국민연금기금 장기 수익률 추이	103
<그림 V-3> 사학연금기금 금융자산 운용규모 추이	106
<그림 V-4> 사학연금기금 자산군별 투자 비중 추이	107
<그림 V-5> 사학연금기금 연간 운용수익률 추이	108
<그림 V-6> 공무원연금기금 운용규모 추이	110
<그림 V-7> 공무원연금기금 연간 운용수익률 추이	111
<그림 V-8> 공무원연금기금 벤치마크 대비 초과수익률 추이	113
<그림 V-9> 국민연금기금 국내주식 위탁금액 및 비중 추이	117
<그림 V-10> 국민연금기금 국내채권 위탁금액 및 비중 추이	118
<그림 VI-1> 퇴직연금 적립금 추이	133
<그림 VI-2> 금융권역별 시장점유율 현황	134
<그림 VI-3> 제도유형별 적립금 운용 현황 및 비중	135
<그림 VI-4> 권역별 적립금 운용 현황 및 비중	135
<그림 VI-5> 퇴직연금의 수익률 추이	142
<그림 VI-6> 개인연금 적립금 현황	147
<그림 VI-7> 권역별 개인연금 적립금 현황	148
<그림 VI-8> 생명보험회사 연금 수입보험료의 변화	150
<그림 VII-1> 생명보험회사 자산규모	155
<그림 VII-2> 생명보험회사 일반계정의 자산운용	157
<그림 VII-3> 생명보험회사 일반계정 유가증권의 구성	157
<그림 VII-4> 생명보험회사 특별계정의 자산운용	158
<그림 VII-5> 생명보험회사 특별계정 유가증권의 구성	159
<그림 VIII-1> 공모펀드 규모와 펀드 전체 대비 비중	170

<그림 VIII-2> 공모펀드 전체와 패시브펀드/솔루션 규모	176
<그림 VIII-3> 공모 패시브펀드와 솔루션 상품 비중	177
<그림 VIII-4> 공모 패시브펀드 항목별 비중	178
<그림 VIII-5> 공모 솔루션 항목별 비중	179
<그림 VIII-6> 공모펀드 중 전통자산펀드와 대체투자펀드	180
<그림 VIII-7> 공모 대체투자펀드 항목별 비중	180
<그림 IX-1> 국내 PEF 시장의 추이	196
<그림 IX-2> 한국형 헤지펀드 시장규모	210
<그림 IX-3> 헤지펀드 수익률 추이	213
<그림 IX-4> 펀드별 누적수익률과 연초이후 수익률	214
<그림 IX-5> PEF 및 헤지펀드 시장 활성화 추진전략 개요	227
<그림 IX-6> 부동산 간접투자 시장 개념도	237
<그림 IX-7> 부동산펀드의 구조	239
<그림 IX-8> 부동산펀드 설정액 추이	240
<그림 IX-9> 부동산펀드 판매잔고 추이	244
<그림 IX-10> 명목GDP 대비 국내 부동산펀드 비중 추이	246
<그림 IX-11> 기초자산별 특별자산펀드 구성(2013.4)	253
<그림 IX-12> 주요국 퇴직연금의 자산배분	256
<그림 X-1> 투자주체별 일임자산 비중 추이	264
<그림 X-2> 운용주체별 일임자산 비중 추이	264
<그림 X-3> 운용주체별 일임자산 투자자 구성	266
<그림 X-4> 적립금 추이 및 증가율	268
<그림 XI-1> 특정금전신탁시장 전망	284
<그림 XII-1> 자산운용시장 규모와 자금흐름	294
<그림 XII-2> 전체 자산운용회사 중 당기순이익 적자인 회사 수	294
<그림 XII-3> 북미지역 자산운용회사 영업이익률(%) 추이	297
<그림 XII-4> 자산운용시장 고객의 기관화 추세	299

<그림 XII-5> 자산운용업의 가치 창출구조	303
<그림 XII-6> 국내 자산운용업에 적용 가능한 사업모델	305
<그림 XII-7> 국내 자산운용업 산업구조 현황(추정)	309
<그림 XII-8> 국내 자산운용산업의 바람직한 변화 및 성장 과정	311
<그림 XII-9> 국내 자산운용업계의 바람직한 산업구조	313
<그림 XIII-1> 소매투자상품 판매구조	326
<그림 XIII-2> PIF의 판매상품 구성(2010)	333
<그림 XIV-1> 국제 주요 금융센터간 비교	343
<그림 XIV-2> 국내 펀드순자산 및 자금 유출입 추이	344
<그림 XIV-3> 해외 투자펀드의 지역별 투자현황	349
<그림 XIV-4> 역외펀드 판매의 국제 비교	351
<그림 XIV-5> 자산운용의 국제화 관점에서 본 자산운용산업의 과제	359
<그림 XIV-6> 자산운용의 국제화 경로	362
<그림 XIV-7> 자산운용 국제화 추진전략 및 목표	372
<그림 XIV-8> 펀드수와 실질 GDP대비 펀드산업의 비중 비교	373

약 어 표

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
AI	Alternative Investment
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
ALM	Asset Liability Management
AR	Appointed Representative
ARFP	Asia Region Funds Passport
AUM	Asset Under Management
BTB	Business To Business
BTC	Business To Customer
BW	Bond with Warrant
CB	Convertible Bond
CIS	Collective Investment Scheme
CIV	Collective Investment Vehicle
CMA	Cash Management Account
CP	Commercial Paper
DB	Defined Benefits
DC	Defined Contributions
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ELS	Equity-Linked Securities
ELT	Equity Linked Trust
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
ETF	Exchange Traded Funds
FSA	Financial Services Authority
GIPS	Global Investment Performance Standard
GP	General Partner
ICVC	Investment Company with Variable Capital

IFA	Independent Financial Advisor
IMF	International Monetary Fund
IPO	Initial Public Offering
IRA	Individual Retirement Account
IRP	Individual Retirement Pension
ISA	Individual Savings Account
KIC	Korea Investment Corporation
KIID	Key Investor Information Document
LC	Limited Company
MA	Management Account
MMF	Money Market Funds
MMT	Money Market Trust
NABO	National Assembly Budget Office
NAV	Net Asset Value
NBER	National Bureau of Economic Research
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
PEF	Private Equity Fund
PIF	Personal Investment Firm
PRA	Prudential Regulation Authority
RCPS	Redeemable Convertible Preferred Stock
RP	Repurchase Agreement
SAA	Strategic Asset Allocation
SEC	Securities and Exchange Commission
TAA	Tactical Asset Allocation
TER	Total Expense Ratio
UCITS	Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
WFE	World Federation of Exchanges

《 Executive Summary 》

<제1부> 자산운용산업의 중장기 비전 설정

I. 문제의 진단

자산운용업을 포함한 금융산업이 공통으로 직면한 가장 큰 과제는 고령화·저성장·저금리 환경을 어떻게 이해하고, 어떻게 대응할 것인가 하는 것이다. 금융산업과 자산운용업의 관점에서 볼 때 고령화는 기본적으로 수요사이드의 구조변화로서, 근본적인 물음은 그것이 가계의 자산수요에 어떤 영향을 미치는가로 요약된다. 자산수요를 늘리는지 줄이는지, 금융자산 수요에는 어떤 영향을 미치는지, 더 나아가 위험자산에는 또 어떤 영향을 미치는가 하는 것이다. 그 영향에 따라 고령화는 금융산업 공통의 위험요인이면서도 업종별로는 기회요인이 될 수 있다. 국가의 금융산업 전략은 이런 위험요인들을 극복하고 해소하는 해법을 찾는 데 모아져야 할 것이다.

다른 한편으로 고령화는 경제활동의 원천이자 결과인 소득의 원천을 근본적으로 근로소득에서 연금소득으로 전환하는 거대한 패러다임의 변화를 수반한다. 그리고 연금소득은 금융산업, 좁게는 자산운용회사가 연금을 얼마나 잘 운용하고 관리했는가에 따라 달라진다. 바로 여기에 자산운용산업의 새로운 기회가 있다.

연금사회가 금융산업에 요구하는 새로운 도전은 금융산업 내에서 자산운용산업의 역할을 새롭게 평가하고 주목하는 계기가 될 것이다. 연금자산에 대한 효율적인 운용과 연금가입자(금융소비자)

중심의 금융서비스 체계는 자산운용산업의 선진화 방향과 일치하는 비전이다. 전자는 자산운용회사의 운용 역량을 통해, 후자는 소비자 중심의 연금자산관리서비스의 확대를 통해 달성될 수 있을 것이다.

본 보고서는 고령사회를 지원하는 효율적인 금융인프라로서 자산운용산업의 비전을 설정하고, 연금 및 자산운용산업의 미래를 전망하고, 비전 달성을 위한 핵심 과제들을 도출하기 위한 목적으로 작성되었다.

II. 경제사회 환경변화와 자산운용산업

고령화는 개인차원에서는 기대수명 증가로 생애자산관리수요를 확대시키며 금융자산수요를 증대시키는 요인이 될 수 있으나, 인구구조면에서는 고령인구비중의 절대적 증가로 은퇴소비를 위한 금융자산인출 수요를 증대시켜 금융자산의 총수요에 미치는 영향은 실증적으로 확인할 문제이다.

저성장은 고령화에 따른 노동투입 감소에 주로 기인하는 것으로, 국민경제의 평균수익률을 하락시켜 전반적인 투자수익률 하락의 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 국내적으로는 혁신투자기회를 발굴하여 위험자본을 공급하는 사모펀드의 활성화를 유도하는 한편, 생애(연금)자산의 효율적 관리를 위해서는 해외투자의 확대를 통해 배타가 높은 지역에 대한 투자를 확대할 필요가 있다.

저금리는 저성장에 따른 균형금리의 자연스런 하락을 의미하는 것으로, 가계의 위험자산 선호에 영향을 미치는 요인으로 작용할 것이다. 안전자산에서 위험자산으로의 이동 압력은 저금리로 인해

증가하는 것이 분명하나, 실제 어느 정도의 이동이 있을지는 자산운용산업의 수익창출 능력이나 자본시장에 대한 투자자 신뢰와 밀접한 관련이 있는 바, 이에 대한 제도적, 전략적 대응이 필요하다.

고령화, 저금리, 저성장을 먼저 경험한 일본의 사례로 볼 때, 그리고 일본에 비해 현저히 높은 가계의 실물자산 보유 비중으로 볼 때, 저금리, 저성장 트렌드는 국내 가계의 금융자산 수요에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다.

아울러, 앞으로의 금융시장은 일본의 경험에서도 확인되듯이 연금이 주도하는 시장으로 변모할 것인 바, 연금자산의 운용이 연금수급자의 연금자산가치를 극대화시키는 방향으로 제도 측면에서의 개혁과 투자전략 면에서의 혁신이 필요하다.

Ⅲ. 자산운용산업의 미래

1. 양적 전망

경제의 저성장에도 불구하고, 실물자산에서 금융자산으로 자금이동, 저금리에 따른 위험자산 배분 증가, 공적연기금 등 기관투자자와 자산운용시장의 선순환 형성 등으로 자산운용 시장규모는 지속적인 성장세를 보일 것으로 보인다. 자산운용시장(연금, 일임)은 지금의 670조원시장이 2020년에는 약 1,492조원에서 1,629조원 시장 규모로 성장할 수 있을 것으로 보인다. 이는 자산운용시장이 연평균 7~8%의 중성장 기조에 접어든 것을 의미한다.

이로 인해 자산운용산업의 국민경제 중요성이 매우 커질 것이다. 2012년 GDP 대비 비중은 52% 수준이나 2020년에는 70~80% 수준을 넘어설 것으로 판단된다. 이 수준은 미국(290%, 공모펀드만), 영국(270%)보다는 낮지만 일본(33%)은 물론이고 독일(2010년 60%)을 능가하여 2010년 EU 수준(104%)에 근접하는 것이다.

이런 고성장의 동인은 펀드 보다는 일임시장(2020년 1,143조원)이 될 것으로 보인다. 이미 일임시장 규모가 펀드시장 규모를 능가하였으며 이런 흐름은 자본시장의 기관화 현상이 연기금시장의 급성장으로 더욱 가속화될 것이란 판단에 따른 것이다.

일임시장의 고성장은 기관투자자 자산의 급성장과 관련이 있다. 우리나라 기관투자자 운용자산은 2012년 현재 약 1,281조원으로 GDP의 1배 수준인데, 이것이 2020년에는 2,319조원에서 3,174조원수준으로 급성장할 것으로 전망된다. 이는 GDP의 1.2배에서 1.5배 수준으로 OECD 평균(2010년 160%)에 해당한다. 기관투자자 중에서는 공적연금이 2020년 750조원으로 크게 증가하는 가운데 퇴직연금과 개인연금도 두 배 이상 증가하며 기관투자자 성장을 주도할 것으로 보인다.

2. 질적 비전

가. 연금사회 소득안전망

연금자산이 자산운용시장으로 유입되는 것은 자산운용산업이 저성장과 저금리 환경에서 '금리 플러스 알파'를 창출할 수 있는 핵심 원천이기 때문이다. 고령화 사회에서 자산운용산업은 투자원금을

회수함은 물론 인플레이션 헤지와 '금리 플러스 알파'의 창출을 통해 연금자산의 장기적인 가치 증식에 기여함으로써 연금소득을 안정적으로 창출하는 안전망으로 역할을 할 것이다.

나. 금융중개의 중추

자산운용 규모가 커짐에 따라 펀드와 일임을 통한 금융중개의 비중도 크게 늘어나고 이에 따라 금융중개시스템에서 자산운용산업의 역할이 보다 확대될 것으로 보인다. 즉, 주식 및 채권시장에서 펀드나 일임을 통해 중개되는 비중이 크게 증가하는 대신, 은행 예금을 통한 금융중개 비중은 금융의 탈중개화 추세에 따라 지속적으로 하락할 것으로 전망된다. 이로 인해 자산운용산업이 금융산업 부가가치를 높이는데 있어 높은 기여를 할 것으로 전망되며 고용 비중도 증가할 것이다.

다. 금융의 실물지원 강화: 사모대체투자펀드 활성화

자산운용산업은 혁신경제에 위험자본을 공급하고 시장을 조성하며 구조조정을 촉진하는 벤처펀드, 사모펀드, 헤지펀드, 대체투자펀드들이 활동하는 생태계로서, 투자기회가 소진되고 구조조정이 지연되는 저성장 경제에서, 혁신투자기회를 발굴하여 자금을 공급하는 혁신금융의 중추적인 역할을 할 것으로 기대된다. 또한 금리 이상의 수익률을 지속적으로 얻을 수 있다면 가계의 저축률을 높이는 데에도 기여할 것이다.

라. 투자자 중심의 개방형 판매서비스

개방형 판매채널이 글로벌하게 확산되는 추세가 국내에도 영향을 미치면서, 기존 판매채널이 점차 개방형 채널로 진화하는 가운데, 펀드슈퍼마켓 등 신채널의 영향력이 확대되며, 연금 및 소매투자상품의 판매자문시장에서 투자자 중심성이 강화될 것으로 전망된다.

마. 아시아 거점 top tier 자산운용회사 출현

연기금과 소매고객의 해외투자가 확대되고, 역내 플랫폼 논의가 진전되면서 국내 자산운용회사들에게도 아시아 차원의 자산운용비즈니스가 확대될 것이다. 해외 현지운용사와의 합작회사 또는 인수합병을 통한 해외진출이 늘어나고 아시아 목표시장에 대한 정책적 지원 등에 힘입어 아시아지역을 커버하는 top tier 자산운용회사의 출현을 기대할 수도 있을 것이다.

<제2부> 비전달성을 위한 부문별 수요 전망과 과제

IV. 가계부문

가계는 저축의 원천으로서 펀드에 대한 주요 수요자 중 하나이다. 그런데 우리나라 가계의 펀드수요는 갈수록 위축되고 있다. 우선 가계가 보유하고 있는 자산 중 금융자산의 비중이 미국 및 호주 등 자본시장이 발전한 국가에 비해 낮은 편이다. 또한 금융자산 중에서도 예적금과 보험 등의 비중이 높고, 펀드의 비중은 낮다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 가계 금융자산에서 차지하는 펀드의 비중은 갈수록 떨어지는 추세이다.

2013년부터 2020년까지 가계의 펀드 보유규모를 전망하기 위해 우선 가계 금융자산 규모를 전망했다. 금융자산 성장 추세가 GDP와 밀접한 관계가 있다는 측면에서 가계 금융자산과 명목 GDP 간의 역사적 상관관계를 주로 이용해 가계 금융자산 규모를 전망했다. 일차적으로 전망한 가계 금융자산 규모를 토대로 가계 펀드 보유규모를 전망했다. 이를 위해 가계 금융자산 대비 펀드 보유비중에 대한 가정을 설정했다. 이 가정 역시 과거의 역사적 경험치를 토대로 했다.

가계 금융자산 및 펀드 보유에 영향을 미치는 환경에 따라 몇 가지 시나리오로 나누어 가계 펀드 보유규모를 전망한 결과 2012년 말 87.1조원에서 2020년말에는 143.2~219.1조원까지 늘어날 것으로 전망되었다. 최대와 최소 전망치는 각각 연평균 19%와 8% 증가해 2012년 실적치 대비 2.5배와 1.6배 증가한 수준이다.

이 시나리오에 영향을 미칠 수 있는 환경들은 1) 금융 및 비금융 자산 간 수익률 차이와 개별 금융자산 간 수익률 차이 2) 가계 부채

조정 속도, 3) 퇴직자산 축적에 따른 펀드매입 구축효과, 4) 배당 등 펀드수익률에 영향을 미치는 변수, 5) 자산운용시장의 전반적 환경, 6) 금융자산 및 펀드보유 유도를 위한 정책적 노력 등을 지적할 수 있다.

따라서 향후 우리나라 가계의 펀드보유 활성화를 위해서는 정부가 통제할 수 있는 환경들을 개선하는데 집중할 필요가 있다. 이를 위해서는 우선 세제혜택을 활용해 금융자산 축적 및 펀드투자에 대한 유인책을 제공해야 한다. 그 과정에서 금융상품 간 형평성, 넓은 범위의 수혜 대상자, 중도 인출의 방지, 세제혜택 금융상품 간 이동의 자율성 등을 확보해야 한다. 다음으로 자산운용시장의 환경을 추가로 개선해 나가야 한다. 이를 위해서는 펀드 판매시장의 경쟁규율 확립, 자산운용업계의 산업구조 재편을 통한 경쟁력 확보, 규율체계의 지속적인 정비 등이 필요하다.

V. 공적연금

2012년말 현재 우리나라 전체 공적연금의 운용자산 규모는 약 407조원으로 명목 GDP의 32% 수준으로 추산된다. 이 중에서 국민연금기금이 약 392조원에 이르는 규모로 전체의 96%를 차지하고 있으며, 뒤를 이어 사학연금기금과 공무원연금기금이 각각 3% 및 1%의 비중을 기록하고 있다. 우리나라 자산운용산업의 주요 수요자로서 그 중요성이 빠르게 확대되고 있는 공적연기금은 대부분 5년에서 7년 단위의 중장기 자산배분계획을 바탕으로, 주식 또는 채권과 같은 전통적 자산(traditional asset) 및 대체투자(AI) 자산에 직접 또는 위탁의 형태로 투자를 집행하고 있다.

공적연기금의 현황 및 중장기 자산배분계획을 토대로 추산한 결과 2020년의 전체 적립금 규모는 750조원까지 증가할 것으로 예상되며, 보수적으로 추정하였을 때도 이 중에서 15.6%에 해당하는 117조원 이상의 자금이 주식 및 채권을 대상으로 하는 위탁운용의 형태로 국내 자산운용시장에 공급될 수 있을 것으로 추정된다. 보다 구체적으로는 주식이 77조원, 채권이 40조원 규모가 될 것으로 예상되어, 채권보다는 주식시장에서 연기금 자금의 증가세가 두드러질 것으로 전망된다.

한편, 국내 자산운용산업 전반에 걸쳐 공적연기금이 풍부하고 안정적인 자금 공급원이 된다는 긍정적인 전망에도 불구하고, 개별 운용사 입장에서 특정 투자자에 대한 과도한 의존도는 자금을 위탁하는 연기금과 이를 받아 운용하는 자산운용회사 모두에게 커다란 위험요인으로 작용할 수 있다. 2012년말 현재 국내 주식 부문에서만 약 40개 이상의 자산운용회사가 국민연금기금의 자금을 받아 운용하고 있는데, 운용사의 전체 수탁고 대비 국민연금기금 평균 의존율이 33%에 달하며, 특히 8개 운용사는 기금 의존율이 50%를 상회하고 있다. 상위 위탁운용사의 평균 위탁 규모 역시 1조 3천억원을 넘고 있어, 위탁운용의 본연의 목적이라 할 수 있는 '액티브운용에 의한 초과수익 창출' 자체가 점차 어려워지고 있는 상황이다. 자금을 배분하는 연기금 입장에서도 시장을 능가하는 초과수익을 지속적으로 창출하기 위해서는 시장평균 이상의 역량을 보유하고 있는 우수한 운용사를 선별하는 작업이 가장 중요하다. 하지만 이용 가능한 국내 자산운용회사의 40% 이상을 이미 선정하고 있는 국민연금의 경우 추가적인 자금 위탁은 전체 포트폴리오의 효율성을 오히려 저하시킬 염려가 있다.

따라서 연기금 자산의 증가와 함께 이에 상응하는 국내 자산운용산업의 양적인 성장과 운용역량의 질적인 성장이 반드시 동반되어야 한다. 특히 공적연기금의 해외투자 확대는 해외로 진출하고자 하는 국내 증권회사 및 자산운용회사의 국제화 노력을 효과적으로 견인해 줄 수 있는 소중한 기회이다. 물론 국민연금과 같이 확정된 부채가 있는 기금에 대하여 재무적 손실을 감수하면서까지 동반성장을 강요하는 것은 적절치 않겠으나, 그럼에도 불구하고 글로벌 운용사 대비 국내 기관이 경쟁력을 확보할 수 있는 특정분야 또는 목표시장을 탐색하려는 노력은 여전히 유효하리라 본다. 예를 들어 국부펀드인 한국투자공사(KIC)가 중국 투자를 확대함에 있어 아시아권에서 비교적 경쟁력을 확보하고 있는 국내 운용사를 선정한 사례는 의미 있는 시사점을 주고 있다. 공적연기금의 경우에도 MSCI global을 벤치마크로 하는 핵심(core) 전략 같은 일반적인 유형이 아니라, 특정 지역 또는 특정 전략으로 한정된 유형부터 시작하여 국내 운용사의 실질적인 운용경력(track record) 및 경쟁력을 조금씩 확보해 나가는 전략이 유효할 것으로 판단된다.

VI. 사적연금

1. 퇴직연금

2013년 3월말 현재 퇴직연금 적립금은 약 69조원이며, 향후 퇴직연금 자산은 2020년까지 378.5조원에 이를 것으로 예상된다. 퇴직연금 적립금 중 펀드로 운용되는 자산의 비율은 2013년 3월 기준 5.5% 정도인데, 이러한 비율이 유지될 경우 2020년 자산운용회사의 운용

자산액은 20.8조원에 이를 것으로 예상된다. IRP의 상대적 증가 등으로 DC형 퇴직연금의 비중이 40% 정도로 높아질 경우 2020년 자산운용회사의 운용자산액은 28.6조원에 이를 것으로 예상된다. 향후 저금리시대에 수익률에 민감한 수요자를 중심으로 실적배당형 퇴직연금 상품에 대한 수요가 증가하여 2020년까지 실적배당형 상품의 비중이 13%(DB형 퇴직연금 5%, DC형 퇴직연금 25%) 정도로 높아질 경우 자산운용회사의 운용자산액은 49.2조원으로 증가할 것이다.

퇴직연금의 발전을 위해서는 기본적으로 퇴직금에서 퇴직연금으로 전환, 중도인출 없는 자산의 축적, 축적된 자산의 연금화의 단계를 거쳐 퇴직연금이 안정적인 퇴직소득 창출에 기여할 수 있도록 체계적인 후원이 있어야 한다. 현재 퇴직연금 적립금의 대부분은 원리금 보장형 상품으로 운용되고 있으며, 원리금 보장형 상품의 수익률이 계속 떨어지고 있다. 퇴직자산의 중요성을 고려할 때 보다 적극적인 자산운용이 필요하다. 현재 기업 내 퇴직자산에 대한 의사결정이 채무담당자 등 개인에게 맡겨져 있어 투자위험에 대한 적정한 부담을 회피하는 등 적극적인 자산운용이 이루어지지 않고 있기 때문에 투자위원회, 기금형 도입 등 위험자산에 대한 투자를 전담할 수 있는 조직이 필요하다. 자산운용회사는 자산운용기관으로서 보다 적극적인 시장참여가 요구된다.

2. 개인연금

2012년말 현재 개인연금 규모는 216조원으로 국민연금의 55.1% 정도이며 전체 연금에서 차지하는 비중은 31.9%이다. 개인연금은

세계적격 연금저축이 78.8조원, 보험회사의 세계비적격 연금보험(변액연금 포함)이 137.2조원이다.

2012년 12월말 기준 세계적격 연금저축 시장 규모는 78.8조원에 이른다. 향후 개인연금 시장이 경제 성장률 정도의 성장을 한다면, 2020년까지 127.5조원, 과거 7년간(2006년~2011년)의 평균성장률 정도의 성장을 한다면 2020년까지 212.5조원에 이를 것으로 예상된다.

자산운용회사의 개인연금 시장 점유율은 2012년 기준 6.2% 정도인데, 이러한 시장점유율이 유지될 경우 자산운용회사의 2020년 개인연금 운용자산액은 7.7조원, 12.9조원에 이를 것으로 예상된다. 향후 저금리시대에 수익률에 민감한 수요자를 중심으로 자산운용회사의 개인연금에 대한 수요가 증가하여 자산운용회사의 시장점유율이 8% 정도로 높아질 경우 2020년까지 자산운용회사의 개인연금 운용 자산액은 16.8조원으로 증가할 것이다.

근로자의 이직과 함께 IRP가 증가할 것이고, DB형 퇴직연금에 대한 기업의 보증 부담 때문에 DC형 퇴직연금이 증가할 것이다. 또한 근로자들이 DC형 퇴직연금을 통한 임금상승률을 넘는 수익률을 추구할 수 있다. 향후 증가할 DC형/IRP형 퇴직연금 시장에 대한 적극 대응이 필요하다. 생명보험회사 비적격연금에 상응하는 세계혜택을 부여하고, 기대여명에 따라 인출기간이 조정되는 연금상품을 개발하여, 퇴직자산 시장에 적극적으로 대응하여야 한다. 지급식 펀드 등 근로기간에 자산축적뿐만 아니라 퇴직 이후 자산 인출에 초점을 맞춘 상품 개발하여, 현재의 퇴직자와 퇴직에 가까운 근로자를 대상으로 하는 시장을 적극 개발해야 한다.

VII. 생명보험

생명보험회사의 자산은 2013년 3월말 현재 569.8조원(특별계정 95.9조원 포함)이며, 이중 445.9조원이 일반계정에서 운용되고 있다. 일반계정 자산의 유가증권에 대한 투자비중이 늘고(74.9%), 대출과 동산의 비중이 줄어들었다. 유가증권 중 국공채(62.4%)에 대한 투자가 많으며, 수익증권에 대한 투자는 25.5조원(7.6%) 수준이다. 특별계정의 경우 변액연금의 영향으로 주식과 수익증권에 대한 투자가 크게 늘어 그 비중이 각각 2012년 22.7조원(26.9%), 21.6조원(25.6%)으로 증가하였다.

향후 생명보험회사의 자산이 경제성장률 정도의 성장을 한다면, 2020년까지 870조원, 과거 5년간(2008년~2013년)의 평균성장률 정도의 성장을 한다면 2020년까지 1,475조원에 이를 것으로 예상된다. 2013년 3월말 기준 전체 운용자산의 8.7%에 해당하는 47.1조원이 수익증권으로 운영되고 있다. 수익증권이 비중이 최근 5년간 평균 수준인 7.8% 수준으로 유지될 경우 2020년 수익증권에 투자되는 자산액은 67.5조원, 115.0조원에 이를 것으로 예상된다. 향후 저금리시대에 적응하기 위해 생명보험회사가 수익증권에 대한 투자 비중을 더욱 높여 수익증권의 비중이 전체 운용자산의 10% 정도로 높아질 경우 2020년까지 수익증권 투자액은 150.4조원으로 높아질 것이다.

생명보험회사 자산의 성장은 자산운용회사의 운용시장 확대로 연결되었다. 그러나 생보사는 자산운용회사의 뮤추얼 펀드 상품과 직접적인 경쟁관계에 있다. 저금리 상황이 장기화되면서 생명보험회사의 투자 정책에 큰 변화가 요구되고 있다. 자산운용회사의 입장에서는

생명보험회사의 투자 정책에 상응하는 경쟁력 개발로 기관투자자로서 생명보험 시장에서의 경쟁력을 확보하고, 나아가 이러한 경쟁력을 개인투자 시장으로 확대하여 개인연금과 퇴직연금 시장의 경쟁력 확대에 연결시켜야 한다.

<제3부> 비전달성을 위한 부문별 시장 전망과 과제

Ⅷ. 공모펀드시장

가계가 주로 투자하는 공모펀드시장은 2008년 글로벌 금융위기 이후 크게 위축되고 있다. 2007년에 약 223조원으로 전체 펀드시장에서 69.7%를 차지했던 공모펀드는 2012년말에는 전체 펀드규모 대비 60.1%인 186조원으로 줄어들었다. 이는 공모펀드의 주요 투자주체인 가계가 펀드에 대한 투자를 크게 축소함에 주로 기인한다. 가계보유 공모펀드가 전체 공모펀드에서 차지하는 비중은 2007년 75.2%에서 2012년말에는 46.8%로 줄어들었다.

그러나 향후에는 공모펀드 시장 전체에서 차지하는 가계 부문의 비중이 완만하게 상승할 것으로 전망된다. 금융위기 이후 가계 부문의 펀드투자 위축이 다소 컸던 데다 주식형펀드의 순자산가치 하락까지 겹쳤기 때문에 반등이 시작될 시점이다. 또한 기관투자자들은 앞으로 공모펀드보다는 사모펀드나 투자일임을 선호할 가능성이 크다. 이러한 점을 반영해 공모펀드시장에서 차지하는 가계 부문의 비중이 조금씩 올라가 2020년에는 과거의 평균 수준을 회복한다고 가정한다. 공모펀드시장에서 차지하는 가계 부문의 비중에 대한 가정과 가계 부문의 시나리오별 펀드 보유규모 전망치를 토대로 공모펀드시장 전체의 규모를 전망했다. 그 결과에 따르면 2012년에 약 186조원이었던 공모펀드시장 규모는 2020년에 최대 358조원에서 최소 234조원에 달할 것으로 전망된다.

한편, 공모펀드시장 내에서도 상품 다변화가 조금씩 진전되고 있으며, 그 중심에는 ETF와 인덱스펀드 등 패시브펀드가 위치한다. 각기 다른 투자자들의 투자목적 달성에 초점을 맞춘 솔루션 상품들도 성장하고 있다. 대체투자펀드는 기본적으로 사모펀드의 영역이어서 공모펀드시장에서의 성장세는 빠르지 않은 상황이다. 펀드의 상품혁신과 다변화를 주도하는 요인들은 인구고령화, 일상화된 금융위기, 저성장과 저금리 등 경제구조의 변화와 그 결과로 인한 투자자들의 수요패턴 변화를 지적할 수 있다. 이러한 변화가 주로 구조적 변화라는 측면에서 향후에도 계속될 가능성이 크다. 공모펀드시장에서는 ETF와 인덱스펀드의 비중이 비약적으로 늘어날 것이다. 솔루션 상품이 차지하는 비중도 지금보다는 많이 늘어날 것으로 본다.

펀드시장의 상품혁신과 다변화는 수요자의 요구와 자산운용회사들의 적극적인 대응에 따라 이미 현실화되고 있다. 제도적으로 큰 장애요인도 없다. 따라서 향후 공모펀드시장의 상품혁신과 다변화를 위한 정책적 과제는 자산운용회사들의 창의성을 촉진시키면서 다변화 과정에서 발생할 수 있는 부작용을 최소화시키는데 집중해야 한다. 이를 위해서는 상품 설계 시 돌출되는 문제점들을 조기에 해결해 주고, 독창적인 상품에 대해서는 배타적 사용권을 길게 보장해 줄 필요가 있다. ETF 등 혁신이 활발한 분야에 대해서는 투자자보호 문제나 쏠림 문제 등에 대해 주의를 기울여야 한다. 궁극적으로 상품혁신과 다변화는 자산운용회사들의 사업모델 다양화가 반드시 필요하다.

IX. 사모·대체투자펀드 시장

1. 사모펀드

2004년말에 도입된 국내 PEF시장은 양적으로 매우 견고한 성장을 이루긴 했으나 중소형 프로젝트 펀드의 증가, LP의 편중, 소극적인 회수방식 위주의 투자회수, 금전대여 성격의 옵션부 투자관행 등 질적인 측면에서는 여전히 미흡한 점이 존재한다. 하지만, 일부 선도 GP를 중심으로 트랙레코드가 구축되고 있고, 투자전략 및 투자지역이 다변화되고 있는 추세이다. 또한, 국민연금의 해외투자 매칭펀드와 같이 해외투자 역량을 강화할 수 있는 프로그램도 존재하여 향후에도 기존의 성장세가 유지될 가능성이 높다. 과거 성장추세와 국민연금의 대체투자 계획을 이용하여 산출한 2020년 국내 PEF시장의 규모는 약 68조원에서 83조원 내외로 예상된다.

2011년말에 정부 주도로 공식 출범한 국내 헤지펀드시장은 출범 초기 시행착오 기간을 거치면서 점차 수익률을 기준으로 재편되고 있다. 특히 일반 주식시장에 비해 수익률의 변동성이 낮고, 수익률이 전반적으로 개선되는 추세를 보이면서 일부 수익률 상위 펀드를 중심으로 시장이 재편되고 있는 것으로 보인다. 또한 지난해 말부터 진입요건이 완화되면서 신규 펀드가 늘어나고 투자전략도 다양화되고 있다. 다만, 이러한 수익률 개선추세가 얼마나 지속될 것인가에 따라 향후 국내 헤지펀드 시장의 성장세가 좌우될 것으로 판단된다. 현재의 성장추세를 반영하되 해외의 성장사례와 국내 펀드시장의 성장률 가정에 근거한 2020년 헤지펀드 시장규모는 9조원에서 13조원으로 추정되었다.

한편, PEF 관련 국내 법체계는 자본시장법과 개별법으로 나누어져 있을 뿐만 아니라 PEF와 헤지펀드 규율체계도 많은 차이가 존재한다. 또한 운용업자에 대한 관리감독을 강화하되 운용의 자율성과 창의성을 최대한 보장하고 있는 해외 사례와는 달리 국내에서는 운용상의 자율성을 저해하는 규제체계가 있다. 이러한 점을 감안하여 PEF 및 헤지펀드 관련 규제체계의 합리화, 운용규제의 완화, 해외투자 역량강화 및 해외진출 지원 방안 등을 PEF와 헤지펀드 시장을 활성화하기 위한 정책과제로 제시하였다.

2. 대체투자시장

가. 부동산간접투자시장

2009년 자본시장법 시행에 따라 부동산집합투자기구(CIV)로 정리된 부동산펀드는 2012년말 현재 순자산 기준으로 20조원 규모까지 성장하였다. 부동산 경기의 침체가 지속되고 있음에도 불구하고 저금리 기조에 따른 기관투자자의 대체투자 비중 확대에 힘입어, 주로 사모펀드 위주로 연평균 15% 이상의 빠른 성장세를 기록하고 있다. 향후에도 획기적인 공모펀드 활성화 대책이 나오지 않는 한 사모형태의 성장 기조는 지속될 것으로 예상되며, 이러한 시나리오 하에 2020년에는 약 88조원 규모의 부동산펀드 시장이 전망된다.

고령화사회의 진입 및 이에 따른 지속적인 저성장 국면 등으로 인하여 부동산투자에서 수익의 원천은 자본소득에서 임대소득으로 이동하고 있으며, 이에 따라 개인의 부동산투자 방식 또한 과거 실물부동산에 대한 직접투자에서 부동산펀드를 이용한 간접투자로

이동하고 있다. 개인도 대규모 투자부동산(investment property)의 안정적 수익을 향유할 수 있도록 공모형 부동산펀드의 활성화가 시급한 시점이다. 기관투자자의 자산배분에 있어서는 전형적인 중위험·중수익 특성의 분산효과형 대체투자 상품으로 인식되고 있다. 이러한 기관의 수요에 부응하기 위해서는 투자 물건(deal) 당 투자금액이 크며 유동성이 제약되는 부동산투자의 특성을 감안할 때, 한 두 개의 특정 물건이나 프로젝트에 집중적으로 투자하는 방식을 탈피하여 잘 분산된 포트폴리오 구축을 통한 효율적인 위험관리 체계가 필수적이다. 이를 위해서는 무엇보다 부동산펀드의 대형화가 요구된다.

나. 특별자산펀드

특별자산펀드는 증권 및 부동산 이외의 재산적 가치가 있는 모든 자산에 투자하는 펀드로서 부동산펀드와 함께 대체투자시장의 핵심 구성요소이다. 특별자산펀드는 기존 증권형 펀드가 제공할 수 없는 인플레이션 헤지 기능을 제공하면서도, 높은 유동성프리미엄을 얻을 수 있어 중위험·중수익을 추구하는 기관투자자에게 적합한 투자자산으로 인식되고 있다.

이로 인해 금융위기 이후 연평균 17%의 성장을 지속하고 있고 연기금 등 기관투자자들의 대체투자로의 자산리밸런싱이 지속되고 있어 향후 성장성도 매우 높을 것으로 판단되며, 2020년에는 지금의 20조원 시장이 100조원시장으로 성장할 수 있을 것으로 판단된다.

따라서 특별자산펀드가 건전하면서도 혁신을 거듭할 수 있도록 혁신유인을 제약하는 제도적 요인들은 과감하게 정비하는 것이 필요하다. 특히, 특별자산펀드와 부동산펀드가 인가단위나 운용에서 분리되어 있어 탈소싱이나 펀드 구성에 대한 혁신을 제약하고 있다.

부동산의 취득과 개발, 분양 및 특별자산 운용이 하나의 가치사슬로 모듈화(module)될 필요가 있으며 그렇게 했을 때 투자자보호나 감독 상의 제약요소가 특별히 발견되지 않는 만큼, 부동산펀드와 특별자산펀드의 모듈화가 가능하도록 인가 혹은 운용규제를 합리화할 필요가 있다. 아울러, 특별자산펀드는 투자대상 자산의 성격상 환매금지형이 일반적이고, 사모펀드 형태로 운용되어 일반투자자의 접근이 쉽지 않다. 그럼에도 특별자산펀드가 중위험중수익상품으로 여러 장점이 있는 바, 공모재간접펀드제도의 도입 등 공모시장으로 유인할 수 있는 제도적 노력도 필요해 보인다.

X. 일임시장

금융감독원의 집계에 따르면 2013년 3월말 현재 전체 일임시장 규모는 351조원 규모로 추산된다. 전체 일임시장을 운용주체 및 투자주체의 행렬(matrix)로 분류할 때, 대표적 운용주체에는 자산운용회사(82%)와 증권회사(15%)가 있으며, 투자주체로는 보험업(64%)과 연기금(20%)이 전체의 84%를 차지하고 있다. 투자 주체에 대한 과거 자료를 분석해보면, 연기금의 빠른 성장세에도 불구하고 시장 참여자의 구성 비중은 상당히 안정적으로 유지되는 것으로 파악된다.

일임투자의 특성상 공신력 있는 집계자료(aggregate data)가 부재하므로, 앞서 시장 구성에 대한 분석을 바탕으로 대표적 투자 주체인 보험업과 연기금의 향후 위탁운용에 대한 전망으로부터 간접적인 방식으로 전체 일임시장 규모를 추정하였다. 가장 큰 비중을 차지하는 보험업의 전망을 비관과 중립이라는 두 시나리오로 전망하고 있으므로 전체 일임시장 규모 역시 이에 준하여 전망하였다.

보험산업이 경제성장률 정도로 성장할 것이라는 비관적 가정에서는 2012년말 현재 명목 GDP 대비 26% 수준인 국내 일임시장 규모가 2020년에는 약 591조원으로 명목 GDP 대비 29% 수준까지 상승할 것으로 추정되었다. 이러한 시장전망은 최근 빠르게 증가하고 있는 일임시장 증가 추세를 감안할 때 최대한 보수적으로 추정된 결과로 해석된다. 보험업의 최근 5년간 실제 평균 성장률을 가정한 중립적 시나리오에서는 일임시장 규모가 최대 900조원까지 확대될 수 있을 것으로 전망된다. 이는 명목 GDP 대비 44% 수준으로, 국내 경제에서 차지하는 중요성이 크게 확대될 것으로 예상된다.

고령화사회를 맞아 노후소득보장의 중요성이 강조되는 상황에서 일임시장의 주요 투자 주체인 연기금 및 보험업의 운용자산규모(AUM)는 계속해서 가파르게 증가할 것으로 예상된다. 또한 저성장, 저금리 기조 하에 이들 자산의 운용에 있어서도 과거 채권 또는 대출 위주의 소극적 운용에서 벗어나 전문 자산운용기관을 이용한 보다 적극적인 수익률 제고가 요구되는 시점이다. 따라서 국내 자산운용 시장의 활성화를 위한 노력 및 정부 정책 감독의 역량 역시 일임시장에 보다 집중될 필요가 있을 것으로 사료된다. 특히 주식시장에서 수익증권이 아닌 일임 형태의 위탁투자가 증가함에 따라 연기금을 비롯한 기관투자자의 주주권 행사에 관련된 논란이 사회적 문제로 대두되고 있음에 유의하여야 한다. 한편, 효율적인 관리 감독 및 정책 설정은 그에 상응하는 정교한 시장 통계에 기반하므로, 앞서 언급한 바와 같이 특히 보험업을 포함하여 일임시장 전반에 대한 집계자료의 구축 및 관리 체계가 마련되어야 할 것이다.

XI. 신탁시장

특정금전신탁시장은 자본시장법 제정 이후 급성장하고 있으며 앞으로도 퇴직연금신탁을 제외하더라도 지금의 155조원 시장이 2020년에는 400~500조원 시장으로 성장할 것으로 전망된다.

주된 고객은 기관투자자들로서, 채권형신탁과 MMT 등 채권관련 신탁을 중심으로 성장하고 있다. 신탁의 성격상 이런 시장 트렌드는 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 주식 관련 신탁은 자문형 신탁이 판매되고 있으나 그 수요는 일임시장에 가리어 크게 성장하지는 못하고 있다. 그렇지만, 일반투자자 대상 특정금전신탁시장 역시 성장을 위한 잠재력을 과소평가할 수는 없다. 신탁은 운용부터 보관, 관리, 상속, 증여, 유언 등이 용이하기 때문에 고령사회가 진전될수록 그 효용성은 커질 것으로 보인다.

<제4부> 비전달성을 위한 산업구조 및 전략

XIII. 산업구조

자산운용회사들은 자산운용시장을 구성하는 핵심이다. 따라서 자산운용업 전체의 산업구조가 고도화되지 못하면 국내 자산운용시장의 장기적인 성장도 어렵다. 우리나라 자산운용산업은 개별 회사 측면에서는 전문화 또는 특화가, 산업전체 측면에서는 다양성이 부족한 것으로 평가받는다. 특히 대다수 자산운용회사들이 규모의 경제와 다양화를 지향하는 소위 종합운용사를 추구하고 있다. 이러한 산업구조의 문제점은 2000년대 중반 자산운용시장의 성장추세에 묻혀 있었다.

그러나 우리나라 자산운용산업은 글로벌 금융위기 이후 이익률이 크게 떨어지는 등 어려운 환경에 직면해 있다. 향후 예상되는 경영환경 변화는 자산운용회사들의 이익률 저하 문제가 단기적인 문제가 아님을 보여준다. 우선, 개별 자산운용회사들이 충분한 AUM을 확보할 수 있을지 의문이다. 국내 자산운용시장 전체규모는 계속해서 성장할 것이지만, 자산운용업 내외의 참여한 경쟁을 고려해 보면 개별 회사들이 손쉽게 시장을 장악할 환경이 아니다. 그리고 운용보수율 저하 문제도 장기간 지속될 가능성이 크다. 패시브펀드가 계속해서 성장할 것이라는 전망은 자산운용회사들의 평균 운용보수율을 떨어뜨리는 결정적인 요인이다. 게다가 참여한 경쟁은 상품구조에 변화가 없다 하더라도 보수율 하락압력으로 작용할 것이다. 운영비용 상승 압력도 도처에 산재해 있다. 고객군, 상품군, 지역군 등 자산운용회사들의 목표시장이 갈수록 세분화되어 리서치, 상품설계, 마케팅, 판매 등에 소요되는 비용이 갈수록 늘어날 것이다.

이처럼 이익구조의 부정적 전망이 전제된다면 현재의 국내 자산 운용업 산업구조는 매우 불안정하고 취약하다. 따라서 규모의 경제와 다양화를 지향하는 많은 수의 국내 자산운용회사들이 대형 특화사나 부띠끄, 또는 멀티부띠끄로 사업모델을 전환해 나가야 한다. 그리고 그 과정에서 회사들간의 적극적인 M&A 등 동적인 산업구조 재편이 끊임없이 이루어지는 것이 바람직하다.

자산운용업 산업구조 재편은 결국 자산운용회사들이 선택해야 하는 문제이며, 특화, 비용 효율화, 해외시장 개척 등이 절실하다. 이를 위해 각 회사 대주주들은 회사의 운용철학을 구축함과 동시에 성장에 대한 비전을 가지고 장기적인 안목으로 회사를 운영해 나갈 필요가 있다. 이 과정에서 대주주들은 충분한 자기자본을 축적해 나가야 하며, 최고경영자 및 펀드매니저에 대한 평가주기를 길게 잡아 이들이 소신을 가지고 움직일 수 있도록 해야 한다. 정부는 자산운용회사들이 특화를 추구하고 해외시장을 개척하는데 걸림돌이 될 수 있는 문제점이 돌출할 때 적극적으로 해결해 주는데 집중해야 한다.

Ⅷ 판매채널

국내의 펀드 판매채널은 대형 금융회사에 집중되어 있으며, 계열 자산운용회사 펀드의 판매비중이 매우 높은 상황이다. 증권 및 은행 등 대형 금융회사들이 펀드 판매의 대부분을 차지하며, 이들은 주로 계열사 펀드를 판매하는 비중이 높다. 이로 인해 투자자들은 상품 선택권 제한 및 높은 판매 수수료/보수를 지급하게 되며, 판매계열사가 없는 중소형 자산운용회사들은 판매망 확보의 어려움으로 수익률 경쟁 기회가 차단되어 있는 실정이다.

현행 판매채널의 범위가 한정되고 협소하여 투자자의 접근성 및 펀드선택의 제약요인이 되고 있는 바, 모든 자산운용회사의 펀드를 차별 없이 판매하는 개방형 판매채널이 도입 확산될 필요가 있다. 이런 점에서 2014년 도입될 펀드슈퍼마켓은 국내 자산운용시장의 채널 경쟁 구도의 발전에 중요한 이정표가 될 것으로 보인다. 나아가 펀드슈퍼마켓이 투자자 중심의 판매채널로의 재편과 고령화 수요에 부응하는 생애자산관리플랫폼으로 발전할 수 있도록 장기적인 발전 플랜을 제시할 필요가 있다. 1단계는 whole of market을 충족하는 BTC 펀드슈퍼마켓을 설립하는 현 단계로서, 시중의 모든 펀드가 진열되고 투자자가 낮은 비용으로 쉽게 접근할 수 있도록 플랫폼을 구성하고 지배구조를 정렬하는 단계이다. 2단계는 BTB 모델 확산을 통해 고객기반을 확대하는 단계로, 펀드슈퍼마켓 1단계는 투자자들이 자기주도 아래 인터넷을 통해 직접 펀드를 구매하는 단계로, 인터넷 쇼핑을 할 수 있고, 금융 및 펀드지식이 일정 수준 이상인 투자자들로 고객기반이 한정된 BTC 비즈니스 모델이다. 2단계는 고객기반이 금융지식의 부족으로 자기주도 투자(DIY)가 어려운 투자자들로 확대되는 단계로, 투자자문서서비스가 결합될 때 비로소 실현이 가능하다. 이를 위해서는 독립투자자문업체도 도입 등의 제도 개선이 필요할 것이다.

3단계는 종합자산관리 플랫폼으로의 발전이다. 펀드만을 자문, 판매하는 펀드슈퍼마켓은 투자자의 다양성을 충족시키는 측면에서 성장의 한계를 가지는 바, 펀드슈퍼마켓은 펀드, 연금, 기타 투자상품 등을 종합적으로 판매하는 생애자산관리 플랫폼으로 발전할 필요가 있다. 이를 위해서는 금융상품 제관분리정책의 재검토, 금융상품자문업체도의 도입 등이 필요하다.

XIV. 자산운용 국제화

국내 펀드시장은 자산운용산업이 발전한 아시아 주요 국가들에 비해 아직은 규모가 상대적으로 작고, 자산운용의 경쟁력도 낮은 것으로 나타난다. 그리고 여전히 고객과 투자자산 측면에서 내수 중심의 자산운용 산업구조를 유지하고 있다. 또한 기존의 금융중심지 전략에 따라 2000년대 이후 국내 펀드시장에서도 일정 정도 국제화가 이루어지긴 하였으나, 국내 자산운용회사의 해외진출 역시 전반적으로 상당히 초보적인 상태에 머물고 있어 적극적인 의미에서 자산운용의 국제화는 미흡한 실정이다. 이러한 상황에서 APEC 차원에서 진행되고 있는 아시아 펀드패스포트(Asia Region Funds Passport: ARFP) 도입 논의는 내수 중심의 구조를 가지고 있는 국내 자산운용 업계의 근본적인 체질 변화를 요구하고 있다.

따라서 적극적인 해외진출을 통해 해외자산 운용경험을 축적하여 자산운용업계의 운용 경쟁력을 제고시키고, 중장기적으로는 해외 투자자의 자금을 적극 유치하여 고객의 기반을 확대할 필요가 있다. 구체적으로 단계적인 자산운용의 국제화, 해외 현지 운용사와의 합작회사 또는 인수합병을 통한 적극적인 해외진출, 잠재적인 아시아 목표시장 발굴, 그리고 대체투자 운용능력을 통한 자산운용 중심국 지향 등의 자산운용 국제화 추진전략이 필요하다.

이러한 수요기반과 운용자산의 국제화를 통해 투자자들에게는 펀드상품의 다변화를 통한 분산투자 및 자산축적 기회를 제공하고, 전후방 산업연관효과로 인해 새로운 경제적인 부가가치를 창출할 수 있는 자산운용산업구조를 조성할 수 있을 것이다. 또한 국내 자산운용회사는 국제적인 자산운용회사로, 더 나아가 우리나라가 아시아 유수의 자산운용 중심지로 자리매김할 수 있을 것이다.

<제5부> 비전달성을 위한 핵심 과제

XV. 종합결론

1. 서비스 혁신

가. 장기투자 상품 및 서비스 개발

고령화로 장기투자에 대한 유인이 커지고 있는 바, 장기투자에 적합한 중위험·중수익 상품 혹은 서비스를 개발할 필요가 있다. 특히, 고령화에 따른 생애자산관리수요는 단순히 투자위험을 관리하는 차원을 넘어, 사망위험과 장수위험을 관리하려는 목적이 내포되어 있으므로, 상품 및 서비스 개발 시 이러한 위험들이 모두 내재될 수 있기를 기대한다. 다만, 현행 금융투자상품에서 사망위험이나 장수위험을 반영하는 데는 제도적인 제약이 따르므로 이에 대한 제도개선이 필요하다.

나. 펀드슈퍼마켓의 정착과 발전

펀드슈퍼마켓이 지금처럼 BTC 모델로 제한 될 경우, 온라인 경험과 금융지식이 많지 않은 일반투자자들의 참여가 제한되는 문제가 발생한다. 따라서 향후 BTB 모델이 가능하도록 자문업자제도를 정비하고, 나아가 종합적인 개방형 판매채널로서 고령사회의 생애자산관리를 지원할 수 있도록 금융상품 판매에 있어 전업주의를 폐지할 필요가 있다.

다. 해외진출

해외진출은 자산운용회사의 주주가치 관점에서 접근하는 것은 바람직하지 않으며, 투자자의 분산투자 수요에 부응하는 서비스혁신의 관점에서 접근할 필요가 있다. 이런 점에서 해외진출은 보다 적극적으로 추진될 필요가 있다. 이를 위해 목표시장과의 감독교류, 규제체계의 조화, 펀드패스포트, 전략적 제휴나 인수합병 등이 추진되어야 한다.

2. 규제 합리화

가. 사모펀드규제 개편

현행 복잡다기화된 사모펀드규제를 자본시장법 취지에 따라 열거주의에서 포괄주의(negative)로 전환하는 가운데, 펀드 운용 규제 중심에 펀드 운용업자 중심으로 규제체계를 개편할 필요가 있다. 2013년말 발표된 정부의 사모펀드제도개편 방안은 이런 문제의식을 반영한 개편방안으로, 향후 사모펀드시장 발전을 위한 중요한 제도적 기반을 제공할 것으로 보인다. 다만, 국내 사모펀드시장의 또 다른 축을 이루는 산업정책 관련 개별법상 펀드와의 규제차익, 자본시장법 내 사모펀드의 이원화 등은 여전히 미완의 과제로 남아 있어 시장 발전단계와 시장간 마찰 가능성 등을 감안하여 범정부 차원의 종합적인 사모펀드제도 발전 로드맵의 제시가 필요하다.

나. 기금형 퇴직연금제도

퇴직연금시장에 경쟁을 촉진하여 연금가입자 중심으로 퇴직연금 운용 및 판매플랫폼을 개편하기 위하여 기금형 퇴직연금제도를 추가로 도입할 필요가 있다. 이를 통해 중소기업장의 퇴직연금 전환을 촉진하여 시장을 활성화하고, 자사 혹은 계열사 상품 중심의 퇴직연금 판매 및 운용 관행을 개선함으로써 퇴직연금과 자산운용시장의 선순환을 촉진할 필요가 있다.

다. 일임시장 선진화

일임시장은 향후 자산운용시장을 주도하는 핵심시장으로 부각될 것인 바, 일임시장의 가격체계를 자산운용서비스의 질에 맞도록 합리화할 필요가 있다. 특히, 공적 연기금의 입찰제도를 개선하여 서비스의 질에 맞는 가격구조가 형성되도록 할 필요가 있다.

3. 세제

현행 펀드 및 연금세제는 1) 연금퍼즐을 풀고, 장기투자를 유도하기 위한 인센티브 기능이 미약하며, 2) 전통자산인 은행 및 보험상품에 비해 세제혜택이 부족하여 가계의 합리적 선택과 업권간 경쟁경쟁을 저해하고 있다.

따라서 장기펀드에 대해 영구적으로 소득공제방식의 세제혜택을 주는 펀드를 도입할 필요가 있다. 또한 펀드를 통해 실물경제에 위험자본을 공급하는 펀드들, 가령, 벤처펀드나 하이일드펀드 등에

대해서는 비과세방식의 세제혜택을 부여할 필요가 있다. 해외펀드는 향후 가계자산의 홈바이어스(home-bias)를 극복하는 중요한 수단이 될 것인 바, 역외펀드와의 세제차이를 일원화하도록 소득세법 개정 등을 협의할 필요가 있다.

퇴직연금의 경우 비연금성 저축계좌를 정비한다는 전제 아래 연금화를 경제적으로 강력하게 유인할 수 있는 수준으로 세율을 현실화하는 것이 바람직하다. 아울러, 신개인연금저축계좌에 대응하여, 비연금성 장기저축에 대해서도 비연금성 저축을 통합 관리할 수 있는 영국식 ISA를 도입하여 생애자산관리를 지원할 필요가 있다.

Korea's Asset Management Industry: long-term outlook and challenges ahead

Part 1. Building the lon-term Vision

I. Problem Diagnosis

Most of economists will agree that the most serious challenge ahead of the financial industry including the asset management industry is how to properly understand and respond to the realities of an aging society, low-growth, and low-rates in Korean economy. From the perspective of the financial industry, population aging basically means a structural change on the demand side. The fundamental questions here are how the change will affect households' asset demand, or more specifically, to what extent the change will increase or decrease that demand. How will it affect the demand for financial assets, and how it will impact risky assets? Depending on the answers to these questions, population aging which is commonly perceived as a risk factor in the overall financial industry may create new business opportunities. Hence, the focus of the nation's financial industry strategy should be on how to overcome and address the risk factors.

On the other hand, population aging is coupled with a major shift as household income moves from labor towards pension benefits. In other words, a big chunk of the overall household income will not be generated in exchange for labor. Instead, the size of the income will largely depend on the management of pension assets by asset management companies and the overall financial industry. This trend will create new business opportunities for the asset management industry.

Due to the challenges posed by the aforementioned change, the role of the asset management industry in the overall financial industry will receive renewed attention and evaluation. Efficient management of pension assets and consumer-oriented (pensioner-oriented) financial service system are consistent with Korea's drive to advance the asset management industry. While the former goal can be achieved by the superb management capabilities of asset managers, the latter requires the expansion of consumer-oriented pension asset management services.

In this study, we first set up the future vision of the asset management industry as an efficient financial infrastructure to support an aging society. Then, we provide the future outlook for pension and asset management industries, and finally draw out key challenges to accomplish the vision.

II. Social and Economic Changes

From the viewpoint of consumers, population aging may increase life expectancy and thereby expand their demand for financial assets and management. But whether the demographic change (the increase in the old age group) will increase the withdrawal of financial assets for post-retirement life and thereby increase the aggregate financial asset demand requires further empirical analysis.

Low growth primarily results from lower labor input due to population aging. This can decrease the overall investment returns because it also cuts the average returns of the national economy. Hence, it is necessary for Korea to explore innovative investment opportunities to facilitate privately placed funds supplying risk capital. At the same time, overseas investments should be expanded especially in high-beta regions in order for efficient lifetime (pension) asset management.

On the other hand, low rates mean the natural decline in the equilibrium interest rate due to low growth. Arguably, this will lead households to prefer risky assets. Although it is obvious that low rates will cause a shift from safe assets to risky assets, the extent of the actual shift is closely related to investor confidence over the capital markets and the industry's revenue generation capability, which requires institutional and strategic actions.

In light of Japan's case, which experienced aging, low-rate, and low-growth before Korea, and considering Korean households' higher holdings of physical assets than financial assets, the current low-rate, low-growth trends are forecast to positively impact Korean households' financial asset demand.

Furthermore, as confirmed by Japan's experience, financial markets will be led by pension funds in the future. What is necessary now is innovation in both investment strategies and market institutions so that pension asset management can maximize asset values for pension beneficiaries.

III. Future of the Asset Management Industry

1. Quantitative Outlook

Despite the low growth, Korea's asset management market is expected to grow continuously for several reasons: the capital shift from physical assets to financial assets, higher allocation to risky assets due to low rates, and the virtuous circle between the asset management market and institutional investors including pension funds. Korea's asset management market is expected to grow from the current KRW 660 trillion level to KRW 1,654 trillion ~ KRW 1,814 trillion in 2020, which is more than a 20% compound annual growth rate.

This will make the asset management industry even more important in the national economy. The industry accounted for 47% of GDP in 2012, but this figure is expected to exceed 80% in 2020, which is lower than the US (290%, publicly placed funds only) and the UK (270%) but higher than Japan (33%), Germany (60% in 2010), and close to the EU (104% in 2010).

Presumably, the high growth will be driven by discretionary investment advising (KRW 1,143 trillion in 2020) as opposed to funds. Two factors support the forecast: first, discretionary investment already surpassed the fund market in terms of size, and second, the current trend will accelerate if the rapid growth of pension funds facilitates institutionalization in the capital markets.

The high growth in discretionary investment is associated with the fast increase in institutional investors' asset holdings. Currently, their AUM stands at KRW 1,200 trillion, similar to Korea's GDP, but is forecast to grow further to KRW 2,867 trillion ~ KRW 3,675 trillion in 2020. This is 1.4 times ~ 1.7 times of Korea's GDP and is close to the current OECD average (160% in 2010). Among institutional investors, public pensions are presumed to grow threefold to KRW 1,265 trillion by 2020, retirement pensions and private pensions increase twofold, thus driving the growth of institutional investments.

2. Qualitative Outlook

A. Income safety net

Pension assets flow to the asset management market because the asset management industry is the core source of extra returns under the low-growth, low-rate environment. In the aging society, the asset management industry is expected to function as a safety net to create stable post-retirement income because it amplifies the long-term value of pension assets by providing tools for investment exit, inflation hedging, and higher returns.

B. Backbone of financial intermediation

The rapid growth of the asset management market will facilitate the high growth of financial intermediation through funds and discretionary investment advising. This means that asset management industry is expected to play a pivotal role in the financial intermediary system. While the proportion of intermediation through funds or discretionary investments in the equity and debt markets is forecast to climb significantly, a persistent downward trend is expected in financial intermediation through bank deposits under the current disintermediation trend. This tendency will raise the industry's contribution and enhance the value of the whole financial industry, and accordingly increase its weight in the overall labor market.

C. Strengthen support for the real economy

The asset management industry is an ecosystem where venture funds, private equity funds, hedge funds, and other alternative investment funds operate in order to supply risk capital to innovative businesses, to make markets, and to facilitate restructuring. Under the current low-growth economy where good investment opportunities are rare and restructuring is delayed, the industry is expected to play a pivotal role in innovative financing, which means exploring innovative investment opportunities and injecting funds. More specifically, the industry will push up saving rates by providing returns higher than the interest rate, and facilitate investments by injecting risk capital into companies.

D. Investor-oriented, open distribution channel

Open distribution channels are gaining popularity globally, and this will affect Korea as well. Korea is expected to see more distribution channels develop into open channels. Accordingly, new types of sales channels, for example the fund supermarket, will have more influence, and the focus on investors in the discretionary investment market (pensions and other retail investment products) is forecast to strengthen.

E. Emergence of an Asia-based top-tier asset manager

As pension funds and retail clients increase their overseas investments and the discussions for a regional platform progresses, Korean asset managers are predicted to expand their presence in Asia. More and more of them will go overseas through M&A or joint partnerships with local asset managers. Thanks to policy support given to asset managers who want to advance to specific target markets in Asia, we can anticipate the emergence of a top-tier asset manager covering the Asian region.

Part 2. Demand Forecast and Challenges to the Vision

IV. Households

Households are the major source of savings as well as one of the primary consumers of fund products. Unfortunately, however, Korean households' demand for fund products is dwindling. The ratio of financial assets to total assets held by households is low compared to other well-developed capital markets in the US and Australia. Furthermore, bank savings and insurance account for a high proportion of their financial assets, while only a fraction of their assets are invested in funds. The ratio of funds in total financial assets held by households has shown a steady decrease, especially since the global financial crisis broke out in 2008.

In order to estimate the size of households' fund holdings from 2013 to 2020, we first try to estimate the size of households' overall financial assets. We use the historical correlation between households' financial assets to nominal GDP assuming that the growth trend of financial assets is closely linked to GDP. Based on the primary estimation of households' financial assets, we predict the size of households' fund holdings by setting up a hypothesis about the percentage of households' fund holdings in their total financial assets based on empirical data.

We adopt several scenarios for the environmental factors affecting households' holdings of financial assets and funds in order

to compute the size of their fund holdings. The result demonstrates that households' fund holdings are forecast to grow from KRW 87.1 trillion in 2012 to KRW 143.2 trillion ~ KRW 219.1 trillion in 2020, for compound annual growth of 8% and 19%, respectively (1.6 times and 2.5 times the 2012 level, respectively).

The aforementioned environmental factors include: 1) the difference in returns between financial and non-financial assets as well as between different financial assets, 2) the speed of debt restructuring, 3) the crowding-out effect of pension asset accumulation on fund purchases, 4) variables affecting fund returns such as dividends, 5) the overall market environment, and 6) policy efforts to induce households to hold more financial assets and funds.

In the future, the Korean government should concentrate on improving the controllable factors in order to boost households' fund investments. For example, tax benefits should be used as an incentive for fund investments and financial asset accumulation. In designing tax benefits, several points should be considered: treating all financial instruments equally and fairly; extending the range of beneficiaries of the incentive; no withdrawal before maturity; and giving investors discretion to switch between financial products. Also necessary is improving the asset management market environment, which requires the establishment of the competition-facilitating rule in fund sales,

higher competitiveness by reshuffling the industry structure, and a persistent improvement of the regulatory structure.

V. Public Pension

As of the end of 2012, Korea's overall public pension AUM stood at KRW 406.77 trillion, which was estimated to be about 32% of Korea's nominal GDP. The major portion (96% or KRW 392 trillion) is held by the National Pension Fund, and the remaining 3% and 1% by the Korea Teachers Pension Fund and Government Employees Pension Fund, respectively. As a major buy-side in Korea's asset management industry, public pension funds are gaining increasing importance. They invest directly or through external managers in traditional assets (e.g., stock and bond) and alternative investment assets based on their mid- to long-term asset allocation plans (mostly with five- to seven-year investment horizons).

According to our estimation based on public pension funds' current sizes and mid- to long-term asset allocation plans, the total contributions combined are forecast to increase to KRW 750 trillion in 2020. Even under a conservative estimation, at least over KRW 117 trillion (15.6%) is predicted to be invested in equity and bonds in Korea's asset management market through external asset managers. To be more specific, about KRW 77 trillion will flow to the stock market and KRW 40 trillion to the

bond market, which means a larger inflow from public pension funds to the equity than the debt asset management industry.

Despite the positive outlook that public pension funds will become a stable and sufficient liquidity source for Korea's asset management market, the excessive dependence on a single client may pose a threat to both pension funds and asset managers. As of 2012, the National Pension Fund retained about 40 external managers for investments in domestic equity. The average dependency ratio of the overall industry AUM to the National Pension Fund stands at 33%. For the largest eight asset managers, the figure exceeds 50% with their average amount of separate account for the National Pension Fund reaching well above KRW 1.3 trillion. This concentration makes it hard to achieve the initial purpose of external asset management, which is to generate excess returns through active management. For the National Pension Fund to create excess returns continuously, the most important thing is to select superb asset managers that have market-beating performances. But the National Pension Fund is already working with over 40% of Korean asset managers available, and additional outsourcing may undermine the efficiency of the overall portfolio.

Hence, the growth of pension fund assets must be accompanied by the qualitative and quantitative growth of Korea's asset management industry. Public pension funds' move to increase overseas investments provides a valuable opportunity to Korean securities firms that long for overseas expansion.

Considering the enormous pension liabilities of the public pension, it is definitely not appropriate to force it to bear financial losses for the sake of supporting the asset management industry. Nevertheless, it is worth exploring specific investment areas or markets where Korean players can secure a competitive edge over global players. For example, the Korea Investment Corporation(KIC), Korea's sovereign wealth fund, outsourced its overseas investments in China to a Korean asset manager that has an edge in Asian markets, and this has a significant implication. Public pension funds should think about shifting towards a differentiated strategy targeting a limited area, as opposed to the widely used core strategy benchmarking the MSCI Global Indices. A differentiated approach will help Korean asset managers accumulate track records and competitiveness.

VI. Private Pension

1. Employer-sponsored Retirement Pension

As of March 2013, retirement pension assets stood at KRW 68.7 trillion and the figure is forecast to reach KRW 378.5 trillion by 2020. Among the total retirement pension assets, about 5.5% is managed through funds. Assuming that the share remains at a similar level in the future, about KRW 20.8 trillion will be managed

by asset managers by 2020. If the increase in individual retirement pensions pushes up the proportion of defined contribution plans to 40% of total pension plans, asset managers' AUM will rise to KRW 28.6 trillion. It is possible for the AUM to soar to KRW 49.2 trillion if funds gain popularity due to low interest rate and their proportion reaches up to 13% (the portion of funds is assumed to be 5% in DB plans, and 25% in DC plans, respectively).

To advance Korea's retirement pension, systematic support is necessary to ensure the transition from severance pay to retirement pension, asset accumulation without withdrawal, and annuitization of pension assets so that retirement pension helps generate stable post-retirement income. At present, most of pension assets are managed guaranteed products and the returns continue to decline. Taking account into the importance of retirement plans, pension assets should be managed more actively. Investment decisions for pension asset management are too often made randomly by finance staff at pension sponsors, and under this arrangement, active management is hard to expect. Therefore, a certain type of system (e.g., an investment committee, trust-based plans, etc.) should be in place for investment decision making. At the same time, asset management companies are required to participate in the market more actively.

2. Individual Annuities

As of 2012, assets in individual annuity amounted to KRW 216 trillion, which is about 55.1% of the National Pension, and 31.9% of the total pension assets. Individual annuities are divided into qualified annuities (KRW 78.8 trillion) and non-qualified annuities sold by insurance companies including variable annuities (KRW 137.2 trillion).

The market size for qualified annuities was KRW 78.8 trillion in December 2012. With 6% of estimated growth, the market will reach KRW 127.5 trillion by 2020 (scenario 1). Or, under the growth of 12.9% (the annual growth rate for the past seven years from 2006 to 2011), the market is estimated to reach KRW 212.5 trillion by 2020 (scenario 2).

Asset management companies had about 6.2% market share in qualified annuities as of 2012. Assuming that this market share remains the same, their AUM for qualified annuities will reach KRW 7.7 trillion (scenario 1) and KRW 12.9 trillion (scenario 2) in 2020. If the current low interest rate trend increases the demand for asset managers' private pension and raises the market share up to 8%, the AUM will soar to KRW 16.8 trillion in 2020.

Asset management companies need to strategically respond to the expected growth in DC plans and individual retirement pension. A good start would be to develop annuity product whose payout period can be adjusted according to life expectancy.

Also necessary are products whose focus is placed on asset withdrawals after retirement as well as accumulation before retirement, for instance, income funds that generate monthly income streams. This will be helpful to attract retirees and soon-to-be retirees.

VII. Life Insurance

As of March 2013, Korean life insurance companies held assets of KRW 569.8 trillion (including KRW 95.9 trillion in separate accounts), among which KRW 445.9 trillion was managed in general accounts. While more and more assets in separate accounts were invested in securities (74.9%), the portion of real estate and loans decreased. Among securities, government bonds represent the largest portion (62.4%), and other separate accounts stood at about KRW 25.5 trillion (7.6%). For separate accounts, investments in equity and separate accounts jumped to KRW 22.7 trillion (26.9%) and KRW 21.6 trillion (25.6%) in 2012, respectively due to variable annuity products.

If life insurers' assets grow similar to the 6% economic growth in the future, their assets will reach KRW 870 trillion by 2020. Assuming the growth of 13% (annual growth rate from 2008 to 2013), the figure will grow to KRW 1,475 trillion.

As of March 2013, about KRW 47.1 trillion or 8.7% of their AUM was managed through investment trust securities. If the relative level of investment trust securities in portfolios stays similar to the 5-year average of 7.8%, the total investments in investment trust securities are expected to climb to KRW 67.5 trillion ~ KRW 115.0 trillion by 2020. This figure will surge to KRW 150.4 trillion by 2020 if life insurers raise the relative size of investment trust securities in their portfolios up to 10% in order to cope with the low-rate environment.

The growth of life insurers' assets led to the expansion of the asset management market. But basically, life insurance companies compete with mutual fund products of asset managers. The prolonged low interest rates require life insurance companies to make a substantial change in their investment policy. Asset managers should develop their competitiveness as institutional investors so that they can vie for life insurers' investment policies in the life insurance market. Ultimately, the competitiveness they build should be used to gain market share in the market for retail investments, including annuity and retirement pension.

Part 3. Market Outlook and Strategies

VIII. Publicly Placed Funds

The publicly placed fund market invested primarily by households has shrunk significantly since the 2008 global financial crisis. Publicly placed funds once reached KRW 223 trillion or 69.7% of the total fund market in 2007, but declined to KRW 186 trillion or 60.1% in 2012. This significant decrease largely stems from the decreased investments from households, the main investors of publicly placed funds. The percentage of household holdings in the publicly placed funds dwindled from 75.2% in 2007 to 46.8% in 2012.

But in the future, the percentage of households in the publicly placed fund market is expected to grow slowly. In the post-crisis era, households' fund investments have contracted dramatically, and the net asset value of equity-type funds has declined. This raises the likelihood of a turnaround in the fund market, and additionally, institutional investors are likely to prefer privately placed funds and discretionary investments over publicly placed funds. Reflecting the trend, we assume that the percentage of households in the publicly placed funds market will climb up slowly and recover the past average in 2020. Based on the assumption, we also use our estimation for household fund holdings under a few scenarios in order to compute the overall

size of the 2020 publicly placed fund market. According to the result, the market size is forecast to grow from KRW 186 trillion in 2012 to KRW 234 trillion ~ KRW 358 trillion in 2020.

Another notable trend is that product diversification in the publicly fund market and passive funds (e.g., EFTs and index funds) are at the center of the change.

Products that are designed to suit diverse investment needs (so-called solution-based products) are also growing. Basically, alternative investment funds fall under the area of private placement, and therefore their growth in the publicly placed market is not fast. Many factors drive fund product innovation and diversification, e.g., population aging, financial crises as the norm, low-growth, and low rates. These alter the pattern of investor demand. Because all of the factors are structural changes, they are likely to continue in the future. The percentage of ETF and index funds in the publicly placed fund market is expected to increase dramatically as are solution-based products.

Product innovation and diversification in the fund market are already progressing as investor demand changes and asset managers respond actively. Since no regulatory barrier exists to slow the trend, policy challenges in the publicly fund market lie minimizing the side effects of diversification and at the same time facilitating asset managers' creativity. For this, the problems that arise in the process of product design should be detected and solved promptly. Also, the exclusive right to use innovative

products should be extended to a longer period. Innovative areas(e.g., ETF) should be closely monitored to prevent herding or other problems related to investor protection. For product innovation and diversification, asset managers must diversify their business model.

IX. Privately Placed and Alternative Fund Market

1. Privately Placed Funds

Since inception in 2004, Korea' PEF market has achieved solid growth in terms of quantity but still has some qualitative shortcomings: the increasing number of small and medium-sized project funds, concentration on LPs, passive investment exit strategy, and the undesirable industry practice of using options that function as de facto loans. But some leading GPs are building their track records and diversifying investment strategies and targets. Also noticeable are the overseas investment programs such as the National Pension's overseas matching fund, which is expected to enhance Korean PEF's overseas investment capabilities. We expect Korea's PEF market to reach KRW 68 trillion ~ KRW 83 trillion by 2020 according to our projection using the past growth trend and the National Pension's alternative investment plan.

Korea's hedge fund market was introduced in 2011 under the leadership of the government. After many initial trials and errors, the market is reshaping according to returns. Recently, the market showed lower volatility and higher returns compared to the stock market, and the funds with the strongest performances are gaining market share. In 2012, entry regulations were relaxed, leading to more new funds and diversified investment strategies. Korea's hedge fund market growth will be determined by how long the current market upturn will continue. Taking account of the current growth trend, overseas market cases, and the future outlook for Korea's fund market, we estimate the hedge fund market size to be between KRW 9 trillion and 13 trillion in 2020.

Also noteworthy is that Korea's PEFs are governed by a dual system: the Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA) and other laws. Furthermore, PEFs and hedge funds are under regulatory regimes that are largely different from each other. Korea's regulatory regime has some elements that undermine discretion in asset management unlike most overseas markets that allow for greater discretion and creativity even under tight scrutiny. So to address this matter, we recommend several policy actions, such as rationalizing regulatory regimes for PEFs and hedge funds, relaxing management regulations, giving support for overseas expansion, and nurturing overseas investment opportunities.

2. Alternative Investments

A. Indirect investments in real estate

The 2009 FSCMA classified real estate funds as real estate collective investment vehicles (CIVs). As of 2012, the net asset value of real estate CIVs reached KRW 20 trillion. The low-rate trend made institutional investors increase the weight of alternative investments despite the lingering recession in the real estate market. The real estate CIV market shows over 15% of compound annual growth rate backed by the growth of privately placed funds. Without any breakthrough to facilitate investments in publicly placed real estate funds, the growth is expected to be led by private placement. Under the scenario, the real estate CIV market is estimated to grow to KRW 88 trillion by 2020.

Korea is facing an aging society and the low-growth era. Under the circumstances, the source of real estate investment income is moving from capital gains to rents, highlighting the trend of real estate investments shifting from direct towards indirect investments. This is why it is urgent to facilitate publicly placed real estate funds so that retail investors can enjoy stable income from investment property that is otherwise too large to invest. For institutional investors, real estate is perceived as mid-risk, mid-return profile for portfolio diversification. Considering the nature of real estate investments (e.g., large per-deal investments) and the demand, it is essential to efficiently

manage risk by building diversified portfolios instead of concentrating investments in a few large projects. The best way to achieve this is by increasing the size of real estate funds.

B. Special asset funds

Special asset funds refer to collective investment vehicles that invest in assets other than securities and real estate. Together with real estate funds, they constitute the core part of the alternative investments market. Special asset funds are viewed as appropriate for institutional investors seeking mid-risk, mid-returns because they provide high liquidity premiums and inflation hedging that are not available in security-type funds.

For these reasons, special asset funds have grown 17% on annual average since the global financial crisis, and the high growth is expected to continue in the future as pension funds and other institutional investors rebalance their portfolios to increase weight in alternative investments. We estimate that the current KRW 20 trillion market will grow to KRW 100 trillion by 2020.

Regulators need to overhaul regulatory barriers that may restrict innovation of special asset funds. For instance, special asset funds and real estate funds are governed by a separate set of authorization and management procedures, which restricts deal sourcing and the establishment of funds. A desirable approach is modulization, which means keeping the procedures of real estate asset acquisition, development, and sales as well as special asset

management, under one value chain. Unless this creates any conflict with investor protection and market oversight, the authorization and management regulations for both funds should be modified to allow for modulization. In addition, special assets funds are generally irredeemable and privately placed, which limits the access of retail investors. Nevertheless, special asset funds have many merits as mid-risk, mid-return products. Regulators should consider bringing them into the publicly placed fund market, e.g., by using a fund of funds.

X. Discretionary Investment Service

According to the Financial Supervisory Service, the total size of discretionary investment service market stood at KRW 351 trillion as of March 2013. We classify the whole market with a classification matrix of management providers and investors. Representative market players include asset managers (82%) and securities firms (15%). Investors include insurance companies (64%) and pension funds (20%), accounting for 84% of the total market. The past data show that the investor composition has remained fairly stable despite the rapid growth of pension funds.

Due to the nature of discretionary investment services, reliable aggregate data is not available. Hence, we use the market composition analysis to indirectly estimate the future market size based on the insurers and pension funds' outlook for external asset

management. To estimate the overall discretionary investment market, we adopt two scenarios (pessimistic, neutral) used in the earlier part of this report for the insurance industry because insurers are the largest investor in this market segment.

Under the pessimistic assumption where the insurance industry grows at the pace of economic growth, Korea's discretionary investment market is forecast to grow from the current 26% of nominal GDP to KRW 591 trillion or 29% of nominal GDP. This figure seems conservative considering the rapid growth recently observed in discretionary investment. The other scenario that assumes the industry will grow at the past 5-year average growth rate forecasts that the market will expand up to KRW 900 trillion or 44% of nominal GDP, implying the growing importance of the market in the national economy.

Major investors in the discretionary investment market (e.g., pension funds and insurance companies) are expected to rapidly increase their AUM as the importance of post-retirement income security grows in the aging society. Under the low-growth, low-interest rate trends, they have to improve their returns by adopting aggressive strategies (e.g., using external managers) as opposed to traditional strategies primarily using bonds or loans. Against the backdrop, financial regulators and policy efforts to facilitate Korea's asset management market should concentrate on the discretionary investment market. Instead of directly buying beneficiary certificates, more and more stock investors are choosing discretionary investment services. Regulators should

watch out for the renewed social attention on the controversy over shareholder rights of institutional investors including pension funds. Also important is the system of collecting and managing market data including the insurance industry because developing efficient policy and regulations should be based on reliable market data.

XI. Trust Market

The special money trust market shows rapid growth since the enactment of the FSCMA, and continues to grow from KRW 155 trillion to KRW 400 trillion ~ KRW 500 trillion in 2020.

Institutional investors are the primary customer pool in this segment, and the growth mainly comes from bond-related trusts such as money market trusts. This trend is expected to continue in the future. Stock-related trusts (e.g., non-discretionary trusts) are also in the market, but are overshadowed by the growth of discretionary products. The growth potential from retail investors should not be underestimated. Since trusts have the ability to meet various customer needs (e.g., asset custody, management, inheritance, gift, and will administration), their use will increase in the aging society.

Part 4. Desirable Industry Structures and Strategies

XII. Industry Structure

Asset management companies are the core of the asset management market. Without improvements to the industry structure, Korea's asset management market will not achieve long-term growth. In the firm-specific aspect, Korea's asset management industry is viewed as lacking specialization while the industry as a whole is said to lack diversity. The problem is that most asset management firms want to become all around players whose edge comes from the economy of scale and diversification. But this structural problem was overshadowed by the industry growth in the mid 2000s.

The industry has suffered from low profitability since the global financial crisis, and to make matters worse, the expected changes in the business environment suggest that the falling profitability is not a short-term problem. Above all, it is questionable if asset managers will be able to secure sufficient AUM. Although the overall market size is expected to rise in the future, the severe industry competition will put market players in a difficult situation. Also problematic is the declining management fees, a trend which is likely to go on for a while. The primary reason behind this is the projection that passive funds will continue to grow in the future. Even without any change in the

product structure, the cut-throat competition in the industry will impose downward pressure on fee levels. Unfortunately, signs of higher operating costs are everywhere. Asset managers will have to spend more on research, product design, marketing, and distribution because of the market segmentation and differentiation for customers, products, and service regions.

Given the negative outlook on the revenue structure, Korea's asset management industry structure seems unstable and vulnerable, and so these market players should shift toward specialization (e.g., a specialized firm, boutique, and multi-boutique) instead of pursuing scale economies and diversification. Desirably, such a shift in the industry structure should be accompanied by ceaseless restructuring activity, for example, aggressive M&As among players.

Ultimately, asset managers will determine how the industry structure reshuffles. The most imminent problems include service specialization, cost efficiency, and overseas expansion. For this, major shareholders in each asset management company should operate their business with a long-term vision and management philosophy. Shareholders should accumulate sufficient equity capital, and extend the employee evaluation cycle for fund managers and executives to give them enough time to pursue a long-term vision. The government should focus on addressing regulatory issues that may arise when asset managers pursue specialization and overseas expansion.

XIII. Distribution Channel

Korea's fund distribution channels are concentrated on large financial firms, and their sales are weighed heavily toward funds provided by their affiliate asset management companies. Fund sales through large affiliated firms (securities firms and banks) account for almost all segments of fund sales, and again, each player concentrates on selling affiliate funds only. This leaves investors fewer product choices, and higher commissions and fees. Mid to small sized asset managers that are not affiliates of large financial firms have a hard time selling their products and thereby are cut off from fair competition for higher fund performance.

Recognizing the problem of narrow distribution channels and limited investor choices, market observers propose the introduction of an online fund supermarket through which all asset managers can distribute their products. But this could be blocked by investors' ungrounded fears about an inconvenient identification process and unadvised fund purchases.

As the fund supermarket is expected to enhance market access and investor protection, we suggest a three-step strategy. First, establish a BTC fund supermarket on a "whole of market" basis and induce all asset management companies to participate in the market. This is a limited BTC business model where investors with a certain level of financial literacy can purchase funds online. Second, extend the institutional client pools through a BTB

model. In this stage, investors who lack financial literacy will be able to tap into the market with the help from discretionary investment services. To realize this, regulatory improvements such as introducing independent financial advisors are necessary. Third, develop the model into a comprehensive wealth management platform. A distribution channel that sells funds only would have its limit in satisfying diverse customer needs. Hence, the fund supermarket should be developed into a lifetime asset management platform that provides diverse funds, pension, and other financial vehicles. To do so, the policy to separate financial product manufacturing from distribution should be reconsidered, and the financial product advising business should be introduced.

XIV. Internationalization

Korea's fund market is still small and less competitive compared to other Asian countries with developed asset management industries. The industry structure is still focused on the domestic market in terms of customer pools and investment assets. Based on the financial hub strategy of the 2000s, Korea achieved substantial internationalization in the fund market. However, overseas expansion of Korean asset managers is still at infancy, and discussions about the Asia Region Funds Passport (ARFP) are currently under way at the APEC level. Given all of

this, Korea's asset management industry structure, which currently focuses on domestic demand, will require a fundamental shift.

Hence, Korean asset managers need to go abroad, accumulate overseas asset management know-how, improve the industry's competitiveness in terms of management performance, and in the long run, attract overseas investors to expand their customer pools. More specifically, they should make internationalization efforts, e.g., use a phased approach to internationalize asset management, expand overseas by establishing joint partnerships with local players or through M&As, explore potential target markets in Asia, and enhance alternative asset management capabilities to become a management-oriented country.

Internationalizing demand bases and management assets will give investors diversified product choices as well as asset accumulation and portfolio diversification opportunities. Furthermore, the internationalized asset management industry structure will help Korea develop related industries and create economic value. Needless to say, this will help Korean asset managers become global players and Korea become Asia's asset management center.

Part 5. Key Challenges to Accomplish the Vision

XV. Key Challenges

1. Service Innovation

A. Develop long-term investment products and services

The incentives for long-term investments are rising due to the aging trend, and therefore mid-risk, mid-return products or services that are suitable for long-term investments will be necessary. Especially, the demand for lifetime asset management in the aging society is not only for hedging investment risk, but also for managing the risk from death and longevity. Investors expect these types of risk to be embedded and contained in financial products and services. But regulatory reform is necessary to reflect death risk or longevity risk in financial investment products.

B. Improve the fund supermarket system

If the fund supermarket is limited to the current BTC model, this will exclude many retail investors who lack financial literacy and online experience. The current investment advising system should be modified to allow for the BTB model. The separation between commercial and investment banking should be repealed

only for financial product distribution, so that an open distribution channel can support lifetime asset management services in the aging society.

C. Overseas expansion

It is not desirable to view overseas expansion from the perspective of shareholders. Rather, it should be regarded as a way to encourage innovation to suit customer needs for portfolio diversification. In this regard, successful overseas expansion will only be achieved through a strong commitment that will require exchange programs to share regulatory know-how, a balance between different regulatory regimes, fund passports, strategic partnerships, and M&As.

2. Regulatory Streamlining

A. Revise regulations on privately placed funds

In line with the basic principle of the FSCMA, complicated regulations on the privately placed funds are converted from a positive system to a negative system. Accordingly, it is necessary to make the regulatory regime more management-oriented.

B. Trust-based retirement pension

A trust-based retirement pension system will boost competition in the market and help reorganize platforms to manage and distribute retirement pension. This will facilitate an increasing number of small to medium enterprises to adopt retirement pension and thereby revitalize the market. Another merit from this system is the expected improvement in the industry's long-standing practice under which distributors focus more on pension plans designed by their affiliates. Eventually, the system will facilitate a virtuous cycle between the asset management market and retirement pension.

C. Advance discretionary investment advising

The discretionary investment advising market is expected to become the core market leading the future growth of Korea's asset management market. This necessitates a market reform to adjust the fee system reflecting the quality of services. Especially, the bidding system of public pension funds needs improvements so that the price structure well reflects service quality.

D. Strengthen disclosure (GIPS)

In order for the fund market to earn long-term investor confidence, asset managers need to provide investors data that show their overall management performance. This should be reflected in the investment advising process.

3. Tax Reform

The current tax regime for funds and pension has some limits. First, its incentives are not sufficient to induce long-term investments and solve the pension puzzle. Second, compared to traditional financial assets provided by banks and insurance companies, funds and pension have low tax benefits, which undermine reasonable household choices and fair competition among different financial sectors.

Hence, it is necessary to introduce a long-term fund that provides permanent income tax deduction, and to give tax exemptions to funds that provide risk capital to the real economy, e.g., venture funds and high-yield funds. International funds will be important to address the home-bias of household assets in the future. In this regard, it is wise to consider revising the income tax law to narrow the discrepancies between taxes on international funds and off-shore funds.

Tax benefits for pension plans improved significantly with the introduction of new personal annuity savings. However, tax rates for retirement pension should be adjusted to the level that is sufficient to encourage annuitization. Also necessary is to support lifetime asset management by introducing a system like the UK's individual savings account (ISA) which provides a one-stop account management for annuity as well as non-annuity savings.

<제1부> 자산운용산업의 중장기 비전 설정

I. 문제의 진단

II. 경제사회 환경변화와 자산운용산업

III. 자산운용산업의 미래

1. 문제의 진단

I. 문제의 진단

자산운용업을 포함한 금융산업이 공통으로 직면한 가장 큰 과제는 고령화·저성장·저금리 환경을 어떻게 이해하고, 어떻게 대응할 것인가 하는 것이다. 고령화와 저성장, 저금리는 비록 동일한 차원에서 언급되고 있지만, 근본 동인은 고령화일 것이며, 그 경제적 현상이 저성장과 저금리로 나타나는 것이다. 따라서 고령화의 경제적, 금융적 본질을 이해하고 그것이 금융산업, 나아가 자산운용산업에 주는 근본적인 함의가 무엇인지 검토하는 것이 중요한 과제가 된다.

금융산업과 자산운용업의 관점에서 볼 때 고령화는 근본적으로 수요 측면의 구조변화 요인에 해당하므로 근본적인 물음은 그것이 가계의 자산수요에 어떤 영향을 미치는가로 요약된다. 자산수요를 늘리는지 줄이는지, 금융자산 수요에는 어떤 영향을 미치는지, 더 나아가 위험자산에는 또 어떤 영향을 미치는가 하는 것이다. 거기에 따라 해당 금융자산의 수익률이 결정될 것이며 수익률은 결국에는 고령화된 금융수요자들의 금융자산의 축적 정도에 다시 영향을 미칠 것이다. 그 영향이 어떠한가에 따라 금융산업 공통의 위험요인이자 업종별로는 기회요인이 될 수 있으며, 고령화된 금융자산 수요자들에게는 은퇴 후 후생수준이 결정될 것이다.

고령화가 금융자산 수요에 미치는 영향에 대한 연구는 이론적으로나 실증적으로 어느 정도 성과가 축적된 것으로 보인다. 이론적으로는 고령화가 경제주체의 자산선호체계에 근본적인 변화를 가져올 수 있다는 것이다. 그리고 고령화로 축적된 자산의 인출수요가 증가하며 금융자산의 수요를 둔화시키는 요인으로 작용할 수 있으며 그에 따라 수익률의 하락 압력도 커질 수 있다는 것이다. 이런 점에서 고령화는 어쩌면 금융산업 공통의 위험요인이 될 수도 있을 것이다. 그런 점에서 국가의 금융산업

전략은 이런 위험요인들을 극복하고 해소하는 해법을 찾는 데 모아져야 할 것이다.

그렇지만 다른 한편으로 고령화는 경제활동의 원천이자 결과인 소득의 원천을 근본적으로 근로소득에서 연금소득으로 전환하는 거대한 패러다임의 변화를 수반한다. 그런데 이러한 변화는 금융산업의 역할을 새롭게 요구한다는 것이다. 연금소득은 굴뚝공장에서 노동의 댓가로 주어진다기보다는 금융산업, 좁게는 자산운용회사가 연금을 얼마나 잘 운용하고 관리했는가에 따라 파이가 달라지기 때문이다. 여기에 바로 금융산업의 새로운 기회가 있다.

우리나라의 경우 결론적으로 역사적으로 높은 수준을 유지한 실물자산 보유 비중, 상대적으로 낮은 위험자산 보유 비중 등으로 인해 앞으로 진행될 급속한 고령화 속에서도 금융자산의 수요 둔화 압력이나 수익률 하락 압력은 크지 않을 것으로 판단된다. 또한 일본의 경험은 그러한 믿음을 강화시키고 있고, 고령화에 따른 수요둔화 압력을 완화시키기 위한 금융산업정책은 국가적 차원에서 중요하게 추진될 것이라 보기 때문이다. 따라서 고령화·저성장·저금리 환경이 금융산업의 지속적인 발전에 미치는 부정적인 효과보다는 '연금사회'¹⁾가 금융산업에 새롭게 요구하는 도전과 과제에 주목하는 것이 바람직해 보인다.

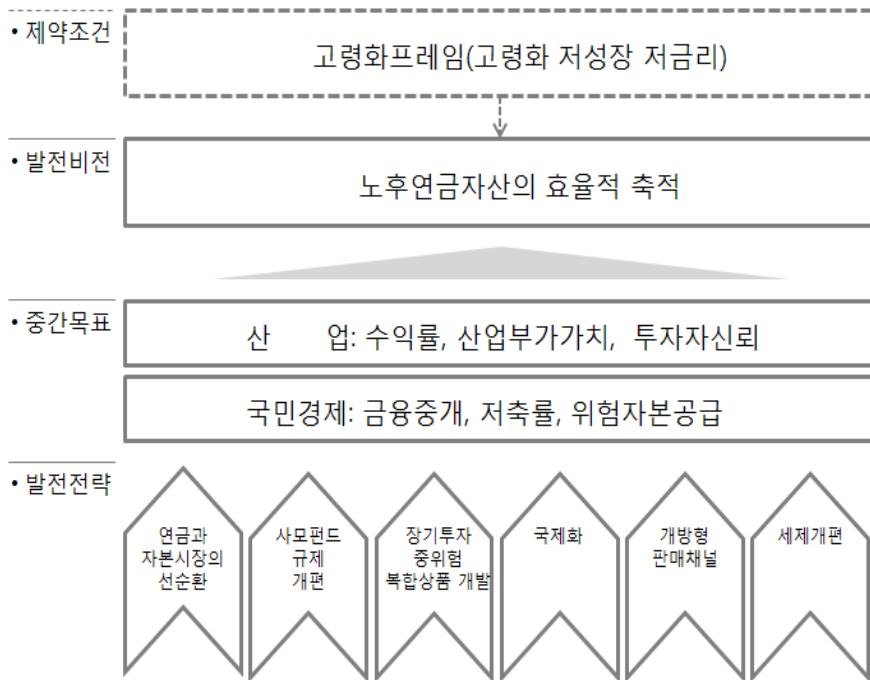
연금사회가 금융산업에 요구하는 새로운 도전은 금융산업 내에서 자산운용산업의 역할을 새롭게 평가하고 주목하는 계기가 될 것이다. 연금 자산에 대한 효율적인 운용과 연금가입자(금융소비자) 중심의 금융서비스 체계는 자산운용산업의 선진화 방향과 일치하는 비전이다. 전자는

1) 본 고에서는 미래의 경제사회를 '연금사회'로 규정하기로 한다. 개념적으로 고령인구 비중이 14%가 넘어서면 '고령사회'라고 지칭하는데, 본 고에서는 고령사회의 경제적 측면을 강조하기 위해 '연금사회'라는 용어를 사용한다. 연금사회는 근로소득보다 연금소득에 의존하거나 의존해야 하는 고령인구 비중이 높은 사회이다.

자산운용회사의 운용 역량을 통해, 후자는 소비자 중심의 연금자산관리 서비스의 확대를 통해 달성될 수 있을 것이다.

본 보고서는 고령사회를 지원하는 효율적인 금융인프라로서 자산운용산업의 비전을 설정하고, 연금 및 자산운용산업의 미래를 전망하고, 비전 달성을 위한 핵심 과제들을 도출하기 위한 목적으로 작성되었다. 본 보고서의 구체적인 체계와 문제의식은 아래의 그림과 같다.

<그림 1-1> 자산운용산업의 발전 방향, 역할과 전략



II. 경제사회 환경변화와 자산운용산업

1. 경제사회 환경변화: 3대 트렌드
2. 경제사회변화와 자산운용산업 영향

II. 경제사회 환경변화와 자산운용산업

1. 경제사회 환경변화: 3대 트렌드

가. 고령화

우리나라는 2018년 고령사회(노인인구 비중 14%) 진입 이후 전 세계 어느 나라도 경험하지 못한 급속한 고령화가 진행될 예정이다. 지금까지 가장 빠른 고령화를 경험한 일본이 고령사회에서 초고령사회로 가는데 12년이 걸렸는데, 우리나라는 이 기간이 8년으로 단축될 것으로 전망되고 있다.

이러한 전대미문의 급속한 고령화가 가져올 충격의 심도를 예측하기는 쉽지 않다. 다만 방향성은 경제이론과 다른 나라의 경험으로 알 수 있을 뿐이다. 육체적인 근로능력의 저하를 의미하는 고령화는 직접적으로 노동시장을 통해 근로소득에 영향을 미칠 것이고, 소비와 저축률에 영향을 미쳐 현재의 성장 모멘텀은 물론 미래의 성장잠재력에도 영향을 미칠 것이다.

본 보고서는 특히 저축과 자산축적에 미치는 영향에 관심을 가질 것이지만, 거시경제의 성장 모멘텀 약화가 가져오는 전반적인 수익률 영향을 감안할 때 고령화 자산시장의 영향은 다양한 전달경로, 특히, 미시적 파급경로와 거시적 파급경로를 모두 감안하여 종합적으로 사고할 때 보다 통찰력있는 결론을 얻을 것으로 보인다.

<표 II-1> 주요 국가의 연령계층별 인구 및 총부양비

(단위: %, 생산가능인구 1백명당)

국 가	인구구조									총부양비		
	2010년			2030년			2060년			2010년	2030년	2060년
	0~14세	15~64세	65+세	0~14세	15~64세	65+세	0~14세	15~64세	65+세			
한 국	16.1	72.8	11.0	12.6	63.1	24.3	10.2	49.7	40.1	37.3	58.6	101.0
중 국	19.5	72.4	8.2	14.6	68.9	16.5	13.6	56.9	29.5	38.2	45.1	75.7
일 본	13.4	64.0	22.7	12.5	57.3	30.3	13.8	51.1	35.1	56.4	74.7	95.7
프랑스	18.4	64.8	16.8	17.5	59.4	23.1	17.5	57.7	25.0	54.2	68.3	74.0
미 국	20.1	66.9	13.1	19.1	61.0	19.9	18.6	59.5	21.9	49.6	64.0	68.1

자료: 통계청(2010)

나. 저성장

우리나라의 저성장은 외환위기 이후 나타났지만, 글로벌 금융위기 이후 보다 분명한 추세가 형성되고 있다. 저성장으로의 성장체제 이행은 외환위기 이후 압축성장모델의 응집력 약화, 글로벌 경기변동성 확대에 따른 투자율 하락, 고령화에 따른 노동투입 감소 등 요소투입 요인뿐만 아니라 총요소생산성에 영향을 미치는 기술 및 제도 요인들이 영향을 미친 것으로 지적되고 있다.²⁾

물론 저성장은 경제규모가 커지면서 나타나는 불가피한 현상으로 지적되기도 한다. 과거 고속성장을 한 선진국들도 1인당 국민소득이 일정 수준(평균 17,000달러) 근처가 장기성장의 전환점이 되는 특징이 발견되고 있다. 거의 모든 나라들이 전환점을 전후한 중장기 성장률이 거의 50% 이상 둔화하는 것을 확인할 수 있다.

2) NABO(2012), 신석하(2006), 박양수·문소상(2005), 최요철·김은영(2007)

<표 II-2> 주요 국가별 성장경로 비교

(단위: %, 달러)

	기준 년도	성장률			1인당GDP (기준년도)	비고
		이전(7년)	이후(7년)	차이		
한국	1997	5.8	2.5	△3.2	17,844	2000 ¹⁾
프랑스	1974	4.4	1.6	△2.8	17,473	1979 ²⁾
일본	1970	9.5	2.9	△6.6	13,856	1970 ¹⁾
영국	1988	3.7	1.2	△2.4	21,261	1976 ²⁾
미국	1968	3.9	1.4	△2.5	19,496	1942 ¹⁾
평균	-	5.6	2.1	△3.5	16,740	

주 : 1) 고령사회 진입 시점
 2) 고령사회 진입 시점 41개국 평균
 자료: NBER(2011) 재구성

향후 우리나라의 저성장은 고령화에 따른 노동투입 감소와 직접 연관이 있을 것으로 보인다. 국회예산정책처의 추정에 따르면 장기적인 잠재성장률은 노동투입 감소에 따른 성장률 하락 요인인 총요소생산성이나 자본투입으로 만회되지 못할 정도로 가파를 것으로 예상된다.

<표 II-3> 요소투입별 장기 잠재성장률 기여도

(단위: %, %p)

	잠재 성장률	TFT	요소투입		
				자본	노동
2016~2020	3.4	1.5	1.92	1.38	0.54
2021~2025	3.0	1.2	1.76	1.31	0.45
2026~2030	2.5	1.2	1.25	1.26	-0.01

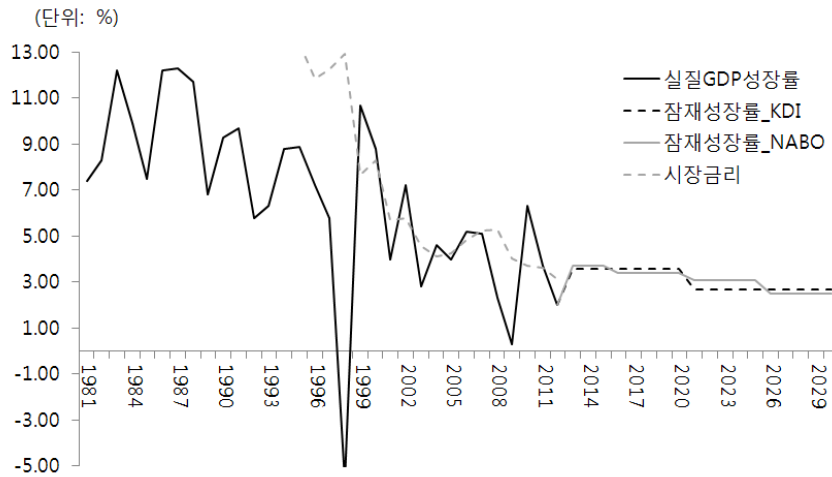
자료: NABO(2012)

다. 저금리

이론적으로 한 국민경제의 균형금리는 한 사회의 평균적 수익률을 나타내는 경제성장률과 평균적인 화폐가치 감가를 나타내는 인플레이션 수준을 반영한다. 우리나라가 길게는 외환위기, 짧게는 글로벌 금융위기 이후 저성장 경제로 진입하였다고 볼 때, 균형금리 수준 역시 앞으로도 생산갭(잠재성장률과 실제성장률의 차)과 인플레이션갭(목표인플레이션과 기대인플레이션의 차)을 반영하여 테일러준칙(Taylor rule)에 따라 낮은 수준에서 형성될 것으로 예측된다. 이러한 흐름은 노동투입이 급격하게 감소하는 2018년 고령사회 진입 이후 더욱 급속하게 진행될 것으로 예측되고 있다.

여기서 저금리란 상대적 개념으로 금리의 순환적 상승과 하락을 배제하는 개념은 아니며, 정확하게는 저성장에 대응하는 균형금리 개념으로 이해하는 것이 합당할 것이다. 저금리 아래서도 금리의 경기순환적 변동에 따라 자산시장은 과거와 동일한 메커니즘으로 영향을 미칠 것이다. 다만, 금리의 절대수준이 낮아짐에 따라 장기저축의 복리효과로는 은퇴이후 소비의 단절 혹은 내핍을 우려할 수 있기 때문에 실제 생애자산배분 측면에서 수익성에 대한 선호를 증가시킬 수 있을 것이다. 이런 점에서 저성장에 대응한 저금리 개념은 가계포트폴리오 면에서 중요한 금융환경으로 작용할 것이다.

<그림 II-1> 국내 경제성장률과 금리 추이



자료: 한국은행, NABO, KDI

2. 경제사회변화와 자산운용산업 영향

가. 경제환경변화와 자산운용산업

1) 고령화와 자산운용산업

고령화가 자산운용산업에 미치는 영향은 크게 자산에 대한 수요와 그에 따른 자산수익률이다. 자산수요는 상충되는 두 시그널을 동시에 고려하여 판단되어야 한다. 우선, 개인관점에서 고령화는 기대수명(life expectancy)³⁾의 증가를 의미한다. 생애소비가설로 볼 때 기대수명의

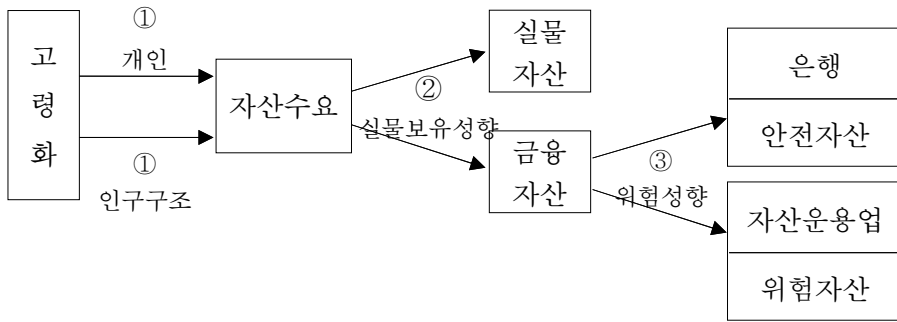
3) 통계청(2010)에 따르면 출생시 기대수명은 중위가정 기준으로 1980년 65.7세에서 1990년 71.3세, 2000년 76.0세, 2010년 80.8세, 2011년 81.2세로 빠르게 증가하고 있다.

증가는 소비-저축의 최적화에 직접 영향을 미친다. 즉, 기대수명이 늘어날수록 장수위험(longevity risk)을 관리하기 위해 개인의 저축유인은 증가할 수 있다. 따라서 개인관점에서 고령화는 근로소득기간 동안 자산에 대한 수요를 증가시키는 유인으로 작용하며 자산운용산업에 긍정적으로 작용할 것이다.

그렇지만, 고령화를 거시적인 인구구조 관점에서 보면 사뭇 다른 함의를 갖게 된다. 인구구조 관점에서 고령화는 노동시장에 참여하는 근로소득 인구의 절대적, 상대적 감소를 의미한다. 근로소득인구의 감소는 경제 전체의 저축여력의 약화를 의미하기 때문에 자산수요는 줄고 축적된 자산의 인출을 증가시키는 요인으로 작용한다. 인구구조 관점에서 고령화는 자산운용산업에 부정적인 요인으로 작용할 수 있는 것이다. 결국, 고령화가 자산수요에 미치는 영향은 기대수명 증가에 따른 개인의 저축증대 요인과 고령인구비중 증가에 따른 사회전체 저축여력의 감소 요인 중 어떤 요인이 지배적인가에 따라 결정될 것이다.

자산운용산업에 대한 영향은 자산수요 중에서도 금융자산의 수요에 의해 주로 결정될 것이다. 그리고 금융자산 수요는 금융자산시장과 부동산 등 실물자산시장의 장기전망, 그리고 경제주체의 현재 금융 및 실물자산의 구성비와 선호도 등에 의해 결정될 것이다. 아울러, 경제주체의 위험성향(risk appetite) 역시 위험자산을 주로 관리하는 자산운용산업의 전망에 영향을 미칠 것이다. 기대수명이 늘어나는 개인 관점의 고령화가 위험성향에 미치는 영향에 대해서는 합의된 이론은 없으나, 생애주기나 인구구조로 볼 때 고령화는 위험자산에 대한 수요를 감소시키는 요인으로 작용한다는 것이 일반적이다.

<그림 II-2> 고령화와 자산운용산업 영향



2) 저성장과 자산운용산업

경제가 발전하고 규모가 클수록 성장률은 추세적으로 하락하는 것이 선진국에서 과거에 관찰되었던 공통된 현상이다. 그런데 최근의 글로벌 저성장은 고령화를 동반하고 있다는 점에서, 단순히 경제규모 성장에 따른 추세적 요인으로 바라볼 수는 없다. 특히, 우리나라와 같이 급속한 고령화가 진행되는 나라에서 저성장은 추세요인 외에 급격한 노동투입 감소에 따른 성장잠재력 둔화 요인이 중첩되어 있다.

고령화를 동반한 저성장은 자산운용산업의 성장과 시장구성(자산배분), 상품트렌드 등에서 과거와는 다른 구조적 변화를 야기할 수 있다. 무엇보다, 저성장은 국민경제의 부가가치 창출 능력의 약화를 의미하므로, 한편에서는 경제주체가 자산을 수요할 소득여력을 감소시키고 다른 한편으로는 투자대상자산의 기대수익률을 약화시킴으로써 자산운용시장성장을 둔화시키는 요인으로 작용할 것이다.

이런 상황에서 자산운용산업의 대응은 명확하다. 투자측면에서는 기대 수익률이 높은 투자기회를 찾아 국내 편중된(home bias) 포트폴리오를 해외자산 등으로 확대하는 해외투자의 확대압력이 수요측면에서 강하게

나타날 것이고 자산운용회사들도 불가피하게 이러한 흐름에 따라 보다 적극적으로 해외투자를 확대할 것이다. 아울러, 국내적으로는 기존 산업의 낮은 기대수익률을 대신할 수 있는 지식집약, 창의자본, 자본집약형의 혁신투자에 대한 수요가 높아질 것이다. 미래성장산업과 벤처투자에 대해 위험자본을 공급하는데 있어 자산운용산업의 역할이 대체투자 등을 중심으로 강화될 것이다. 다시 말해, 주식, 채권 등 전통자산에 대한 long-only 투자전략 외에 기대수익률을 상대적으로 높일 수 있는 대체투자자산이나 대체투자전략을 구사하는 구조화상품으로 가계부문의 자산배분이 늘어날 것이다. 전통자산 내에서도 변화가 예상된다. 기대수익률이 낮고 시장이 포화되는 등 알파를 창출할 수 없는 시장여건이 형성되며, 알파보다는 베타를 적극적으로 추구하는 다양한 패시브(passive) 투자가 늘어날 수 있다.

저성장에 대응한 자산운용산업의 대응은 결과적으로 저성장경제를 극복하는데 긍정적으로 작용할 것이다. 저성장경제로 저금리와 기대수익률이 낮은 상황에서 금리 플러스 알파를 창출하는 금융상품이 자산운용시장에 공급됨에 따라 자산운용산업이 경제 전체의 저축을 하락 압력을 줄이는데 긍정적인 역할을 하게 된다. 아울러, 자금조달 면에서도 새로운 투자기회를 창출하는 혁신투자 부문에 대해 위험자본을 공급하는 대체투자시장이 성장함에 따라 경제의 투자율이 높아지며 경제 전체가 확대균형성장하는데 긍정적으로 작용할 것으로 기대된다.

3) 저금리와 자산운용산업

저금리 환경은 저축-소비 선택에 영향을 주지만, 고령화로 인한 장수 위험을 관리하기 위한 예비적 동기에 의한 저축 증대 유인이 더 클 것으로 판단되기 때문에, 노동시장에 갓 진입한 기대여명이 늘어난 개인의 경우 저축률이 오히려 증가할 가능성이 있다. 다만, 인구구조에서

고령인구의 비중이 급격하게 늘어남에 따라 저축(savings)에서 인출(withdrawal)로 국면이 전환되는 흐름이 강하게 나타날 것으로 보여, 사회 전체의 총민간저축률이 상승할 가능성은 크지 않다. 그리고 이 같은 저축률의 하락 압력은 분명 투자자산의 수요에도 영향을 미칠 수 있다. 문제는 이때 어떤 저축상품을 줄일 것인가인데, 이때 중요한 변수가 저금리가 될 수 있다고 판단된다.

저금리에 대한 민감도는 노동시장에 잔존기간이 긴 소득자일수록 커질 것인 바, 이들의 자산배분이 위험성향에 따라 합리적으로 이루어질 수 있는 여건을 마련하는 것이 중요할 것이다. 고금리 환경에서 복리효과를 기반으로 자산배분을 하던 베이비부머세대들과는 다른 자산배분 양상을 보일 것으로 예상되며, 이런 점에서 저금리 환경은 펀드, 연금 등 위험자산 배분을 다루는 자산운용산업에게 우호적인 환경으로 작용할 것이다.

노동시장에서 퇴장하는 은퇴세대들의 경우 저금리에 대한 민감도가 젊은세대에 비해서는 약할 것이다. 그렇지만, 근로소득 없이 축적된 금융자산을 인출하는 국면에 있는 은퇴세대들에게 연금(annuity) 혹은 월지급 방식의 펀드상품 등에 대한 수요는 지속될 것이므로, 위험을 생애주기별로 조절하는 자산배분형 연금이나 월지급식펀드에 대한 수요는 꾸준할 것으로 보인다.

나. 사례: 일본의 경험

일본은 전후 산업화과정에서 가장 빠른 고령화를 경험한 나라이다. 1970년에 고령화사회로 진입한 후 1994년에 고령인구 비중이 두 배가 되는 고령사회로 진입하고, 다시 2006년에 초고령사회로 진입했다. 주요 선진국 중 초고령사회로 진입한 나라는 일본 외에 이탈리아가 있을 뿐이다.

그런데 한국은 일본보다 고령화속도가 더 빠르다. 2018년에 고령사회로 진입하면 금세 2026년에 초고령사회로 진입할 것으로 예상되고 있다.

그렇다면 지난 50여년, 짧게는 지난 1994년 이후 20여년 동안 일본의 자산수요에는 어떤 변화가 일어났을까. 여기에 대한 일본의 사례는 우리나라 자산운용산업의 미래를 전망하는데 매우 중요한 경험일 수 있다. 우리나라가 2018년 고령사회 진입을 앞두고 있는 만큼, 일본의 1994년 고령사회 진입을 전후한 경제주체들의 자산수요의 변화를 살펴보는 것은 자산운용산업의 중장기 전망과 관련하여 매우 중요한 시사점을 줄 수 있을 것이다. 크게 자산수요, 투자다변화, 위험자산선호, 상품트렌드 등의 측면에서 살펴보기로 한다.

<표 II-4> 선진국의 인구 고령화 현황

(단위: 연도, 연수)

	도달연도			증가소요연수	
	고령화 7%	고령 14%	최고령 20%	7%→14%	14%→20%
일본	1970	1994	2006	24	12
프랑스	1864	1979	2018	115	39
독일	1932	1972	2009	40	37
영국	1929	1976	2026	47	50
이탈리아	1927	1988	2006	61	18
미국	1942	2015	2036	73	21
한국	2000	2018	2026	18	8

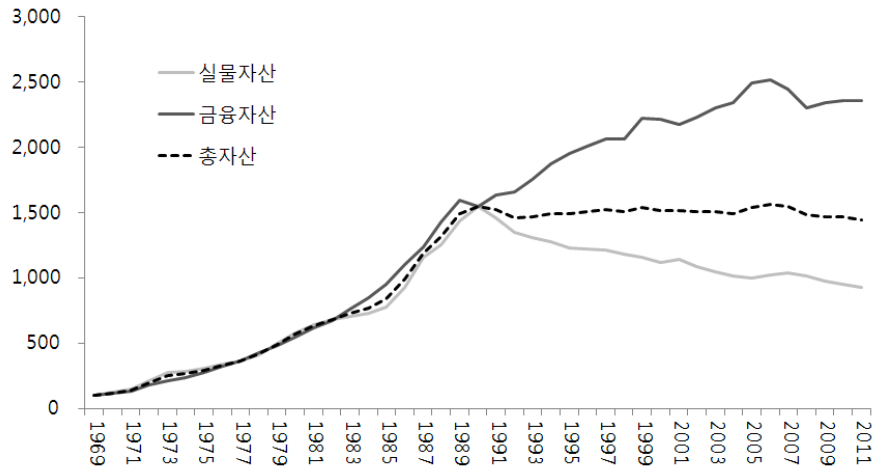
자료: 통계청

1) 자산수요

앞서 살펴본 대로 고령화는 다양한 전달경로를 통해 경제주체의 자산수요에 영향을 미치기 때문에 실제 자산수요에 미치는 영향은 나라별 경제환경에 따라 다를 수 있고, 실증 경험을 통해 확인할 문제이다.

우선 일본의 가계 총자산 성장성은 고성장경제에 맞게 빠르게 성장하다가 1990년대부터 자산 성장성이 정체되고 있는 것으로 확인되고 있다. 일본경제의 가계부문 총자산은 2011년 2,555조엔, 실물자산 1,044조엔, 금융자산 1,511조엔을 기록하는데, 특히, 복합불황과 함께 부동산 등 실물자산이 1990년대부터 지속적으로 감소하는 양상을 드러내고 있다. 대신, 금융자산의 성장세는 복합불황 이후 다소 둔화되고는 있으나, 여전히 지속적인 성장세를 보인다는 점이 특징이다. 그런데 자산성장에 변곡점이 만들어진 1990년대초는 인구구조상 고령사회(고령인구비중 14%)로 접어든 시기와 일치한다. 고령화가 자산수요에 일정한 영향을 미쳤을 수 있음을 시사한다.

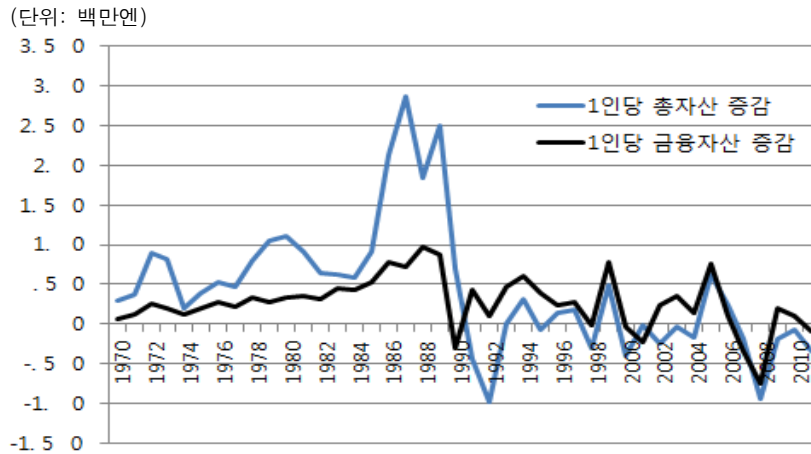
<그림 II-3> 일본 가계자산의 성장 추이



주 : 1969년의 값을 100으로 하여 지수화 함
 자료: 일본은행

고령화 영향을 조금 더 살펴보기 위해 인구 1인당 자산규모 추이를 살펴보자. 인구 1인당 총자산과 금융자산은 1990년대 초를 전후하여 커다란 추세변환이 확인되고 있다. 흥미로운 것은 총금융자산의 성장세는 <그림 II-4>에서 보듯이 1990년대 이후에도 추세적인 성장이 지속되고 있지만, 1인당 총자산은 <그림 II-4>에서 확인되듯이 증가세가 확연히 둔화되고 있는 모습을 확인할 수 있다. 이는 1990년대 초고령사회 진입을 전후하여 자산시장에 일종의 추세변화가 일어났음을 시사한다.

<그림 II-4> 일본 1인당 자산 변동 추이



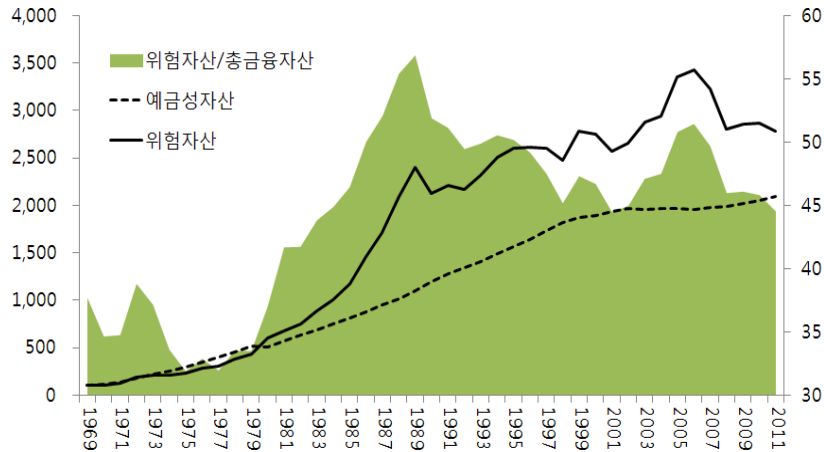
자료: 일본은행, 일본투신협회

2) 자산배분: 위험자산 보유

이런 가운데 가계의 위험자산은 1994년 고령사회 진입 이후에도 지속적으로 보유를 늘리는 것으로 나타났다. 위험자산의 성장곡선에서 보듯이 위험자산의 가계 보유규모는 1980년대 후반을 전후하여 성장모멘텀은 그 이전 시기에 비해 크게 약화되지만(변곡점 확인), 꾸준히 성장하고 있음을 확인할 수 있다. 1994년 고령사회 진입 이후에도 가계의 위험자산 보유규모가 지속적으로 증가하고 있고, 오히려, 예금성자산에 비해 증가속도가 결코 낮지 않다는 것을 알 수 있다. 다만, 전체 금융자산 대비 위험자산 보유비율은 시가평가이므로 당연히 변동성이 크기는 하지만 어느 정도 안정되는 것으로 보인다. 1994년을 전후로 보면, 1980년말의 주식시장 호황 속에서 위험자산이 비이성적으로 크게 증가하였다가, 추세적으로 감소하는 모습을 보이고 있다. 그러다 1994년 고령사회로 진입 이후의 상황을 보면, 위험자산에 대한 기대수익률에 따라 2000년대 중반처럼 크게

높아지거나 또는 일본 경제의 버블 붕괴와 장기불황으로 1990년대 말처럼 크게 낮아지기도 하지만, 평균적으로 일정한 범위(45~53%)내에서 유지되는 것으로 보인다.

<그림 II-5> 가계 위험자산 보유 비중



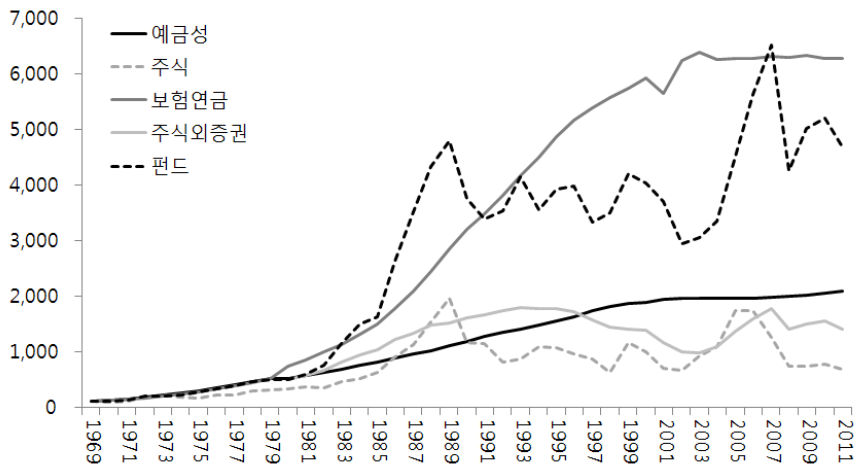
주 : 1) 위험자산=주식, 채권, 기타 증권, 연금보험
 2) 1969년의 값을 100으로 하여 지수화 함
 자료: 일본은행

3) 상품 트렌드

고령화에도 위험자산에 대한 보유가 낮아지지 않는 것은 젊은세대의 위험자산 보유가 늘어나거나 제로금리의 영향으로 중장년층들도 위험자산을 일정 수준 계속보유하기 때문일 것이다. 그렇다면, 일본 가계는 어떤 경로로 위험자산을 구입할까? 일본 가계가 보유한 자산을 금융상품별로 살펴본 것이 <그림 II-6>이다. 그림에 따르면 1994년 고령사회로 진입하기 10년전부터 연금상품에 대한 수요가 빠르게 증가하여 가장 높은 성장세를 보이고 있는 것을 확인할 수 있다. 이는 고령사회에서 최고의

금융상품은 연금상품이라는 것을 잘 보여준다. 연금을 통해 안전자산도 편입하고, 주식이나 채권, 펀드를 편입하는 것이다. 주식을 직접 보유하는 정도는 연금 상품에 비해 매우 낮게 나타나고 있고, 오히려 펀드의 시장 성장세가 더 높은 것으로 나타나 펀드 상품이 자산관리상품으로 주목받고 있다는 것을 알 수 있다. 예금 보유의 성장세는 완만하고 안정적인 모습을 보이고 있다.

<그림 II-6> 가계 보유자산별 성장성 추이



주 : 1) 펀드는 공모펀드 기준이며, 전체 펀드 규모임
 2) 1969년의 값을 100으로 하여 지수화 함
 자료: 일본은행, 일본투신협회

4) 펀드상품 트렌드

일본의 펀드시장은 투자신탁 총액이 약 605조엔 정도인데, 펀드시장의 구성을 보면 고령화, 저성장, 저금리사회의 수요특성이 잘 반영되어 있다. 우선, 전체 펀드의 60%가 월지급식 펀드로 나타났다. 이는 중장년 이상

베이이부머들의 펀드 구매 패턴이 금융자산의 축적에만 있지 않고, 일정한 현금흐름에 관심을 갖는 금융자산에 대한 '인출형' 수요에 관심이 커지고 있음을 시사한다. 국내에도 월지급식이 성장하고 있지만, 그 확산 속도가 앞으로 상당할 것으로 보이는 만큼, 관련 제도의 합리적인 정비 가 필요하다.

또 다른 특징은 재간접펀드의 비중이 높다는 것인데, 이는 위험의 태도와 관련하여서는 분산투자를 하는 펀드들에 다시 분산투자하는 것이므로 중고령층이 투자의 안정성에 관심이 높음을 시사한다. 물론, 재간접펀드의 증가는 해외펀드에 대한 수요 증가와 밀접한 관련이 있다. 해외펀드를 일본 국내 펀드를 통해 해외펀드를 수요하는 것이 투자의 편의성 면에서 장점이 있기 때문에, 해외펀드 수요가 늘어날 수록 재간접펀드의 비중은 높아질 것이다. 그리고 패시브펀드에 대한 비중이 인덱스와 ETF를 합쳐 19%를 차지하고 있다. 위험자산에 대한 신중한 태도와 자산관리 목적의 장기투자가 고령화와 함께 펀드시장의 투자문화로 확산되고 있다는 것을 의미한다.

투자대상면에서는 국내자산에 투자하는 펀드의 비중이 전체 펀드시장의 27% 정도로 높지 않다는 것이 특징이다. 해외자산에 투자하는 펀드나 국내외에 골고루 투자하는 펀드의 비중이 높게 나타나고 있다. 고객의 펀드 자산 구성이 홈바이어스(home bias)되어 있지 않으며 자산구성면에서는 우리나라와 비교할 수 없을 정도로 국제화되어 있음을 알 수 있다.

특히, 해외채권형 펀드는 전체 펀드시장의 33%를 차지하고 있다. 일본 투자자들이 국내의 제로금리 보다 높은 알파를 안정적으로 보장해주는 해외채권을 많이 보유하고 있는 것이다. 물론 해외채권이 환위험에 노출되어 있지만, 오랜 기간 엔고가 지속되었음에도 해외채권 보유 비중을 높이고 있는 것은 주목할 만하다.

<표 II-5> 일본 공모투자신탁 유형별 순자산가치 현황(2012)

(단위: 백만엔, %)

지역	자산	순자산가치	비중
국내 Domestic	주식	13,418,575	22.2
	채권	1,314,955	2.2
	리츠	1,624,153	2.7
	기타자산	4,583	0.0
	혼합자산	99,080	0.2
	소계	16,461,347	27.2
해외 Foreign	주식	5,197,264	8.6
	채권	19,327,091	31.9
	리츠	4,075,959	6.7
	기타자산	391,198	0.6
	혼합형	1,235,511	2.0
	소계	30,227,023	49.9
내외 InterNational	주식	2,628,621	4.3
	채권	3,498,635	5.8
	리츠	2,098,079	3.5
	기타자산	474,890	0.8
	혼합형	5,147,740	8.5
	소계	13,847,966	22.9
주식투자신탁 합계		60,536,336	100.0
월지급식		36,429,349	60.2
재간접펀드		22,348,639	36.9
인덱스		11,522,111	19.0
E T F		6,427,984	10.6
특수형		659,115	1.1

자료: 일본투신협회

다. 사회경제변화와 국내 자산운용산업의 영향

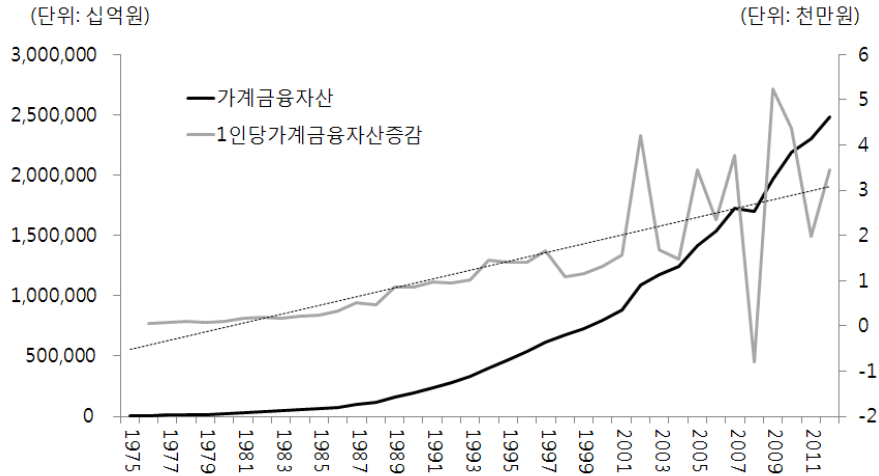
고령화, 저성장, 저금리는 우리나라가 아직은 경험하지 않은 새로운 환경변수로서 경제주체의 행태에 어떤 영향을 얼마나 어떻게 미칠지는 아직 불확실하다. 그렇지만 2018년 고령사회로 접어들면 다른 어떤 나라보다

빠른 고령화가 진행될 것으로 보여 그에 따른 경제사회적 변화가 급속될 것으로 예상되며, 자산운용산업에 미치는 영향도 보다 직접적으로 나타날 것으로 보인다. 아래에서는 지금의 자산운용산업의 현황을 일본의 사례나 금융위기 이후 글로벌 자산운용 트렌드에 비추어 살펴보고 그 영향을 가늠해 보기로 한다.

1) 자산수요

우리나라는 스톡변수인 총자산 자료가 일본만큼 체계적으로 생산되지 못하는 바, 실물자산을 제외한 금융자산에 대한 수요로 한정하여 살펴보기로 한다. 우리나라 금융자산은 고령화사회 진입(2000년) 이후에도 지금까지 가계금융자산은 빠르게 증가하고 있으며, 증가속도 면에서도 과거 트렌트가 유지되는 것으로 나타나고 있다. 가계 총금융자산은 2,500조원에 육박하고 있으며 개인 1인당 금융자산의 증감액도 추세적으로 증가하여 왔다.

<그림 II-7> 국내 가계금융자산 변동 추이



문제는 고령사회로 진입하는 2018년 이후에도 금융자산의 이러한 트렌드가 유지될 것인가 하는 것이다. 앞서 급속한 고령화를 경험한 일본의 경험을 보면, 금융자산의 증가세는 지속되었으나, 추세적 증가속도가 고령사회 진입 이후 둔화되는 것을 확인하였다. 우리나라도 일본의 경험을 보일 것인가 하는 것이다. 이와 관련하여서는 금융자산 자체의 기대 수익률 못지않게 실물자산에 대한 선호도, 경제주체의 자산구성에서 금융자산이 차지하는 비중 등에 의해 영향을 받을 수 있다. 이 중에서 다른 조건은 동일하다고 가정할 때, 실물자산과 금융자산의 상대적 구성 비중은 저금리, 저성장, 고령화 환경 아래서 가계가 구성하게 될 새로운 자산배분을 하는데 있어 중요한 리밸런싱 요인으로 작용할 수 있다고 판단된다. 과거의 고성장과 고물가 아래서 가계의 자산구성 균형점이 실물자산을 많이 보유하고 금융자산을 적게 보유하는 전략이었다면, 앞으로는 이와는 다른 자산배분을 할 수 있는 환경이라는 것이다.

이런 점에 국가별 실물자산과 금융자산의 보유 비중 차이는 저금리, 저성장, 고령화 환경에서 가계의 금융자산 수요를 결정하는데 중요한 요소가 될 수 있다.

우리나라는 다른 나라에 비해 실물자산의 비중이 지금도 매우 높은 수준으로 나타나고 있다. 이처럼 가계가 실물자산을 금융자산 보다 더 많이 보유한 나라는 유로존과 호주이다. 영국은 실물자산과 금융자산을 반반씩 보유하고 있고, 미국과 일본은 금융자산의 비중이 실물자산비중 보다 훨씬 높다. 경제가 성숙하여 저성장과 디플레이션 압력이 커지고 고령화로 고정화된 자산보다는 현금흐름을 창출하는 유동성자산의 필요성이 높아짐에 따라, 실물자산보다는 유동성과 기대수익률이 높을 수 있는 금융자산에 대한 선호가 커질 수 있을 것이다. 이런 점에서 실물자산의 비중이 매우 높은 우리나라의 경우 향후 저성장·저금리 사회로 진입함에 따라 가계자산에서 금융자산의 비중은 좀 더 높아질 수 있을 것으로 기대된다.

<표 II-6> 주요국 실물자산과 금융자산 비중

(단위: %)

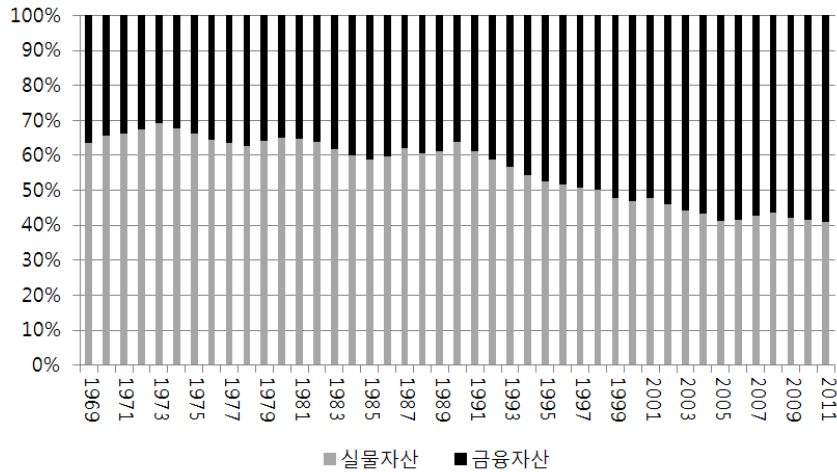
	한국	미국	일본	영국	유로존	호주
비금융자산	75.1	31.5	40.9	50.1	58.3	61.3
금융자산	24.9	68.5	59.1	49.9	41.7	38.7

주 : 한국('12년), 미국('12.3Q), 일본('11년), 영국('11년), 유로존('12.3Q), 호주('12.3Q)
 자료: 한국은행, 미국 FRB, 일본 내각부, 영국 통계청, ECB, 호주 통계청

실제로 우리보다 고령화, 저성장, 저금리사회로 접어든 일본의 경험을 보면, 고령사회로 진입한 1994년을 전후하여 금융자산의 비중이 추세적으로 높아지고 있는 것을 확인할 수 있다. 1980년대말 실물자산 비중이 64%로 1970년대 수준으로 일시 상승한 후 1990년대부터는 추세적으로

하락하여 2011년에는 41% 수준까지 하락한 것이다. 이 같은 추세적 하락은 기본적으로 고령화, 저성장, 저금리에 따른 가계의 자산선호체계의 변화와 관련이 있는 것으로 보이며, 아울러, 부동산 버블 붕괴에 따른 실물자산의 가치하락(depreciation) 요인도 복합적으로 작용한 것으로 볼 수 있다.

<그림 II-8> 일본 가계의 금융자산과 실물자산 구성 추이



자료: 일본은행, 일본 통계청

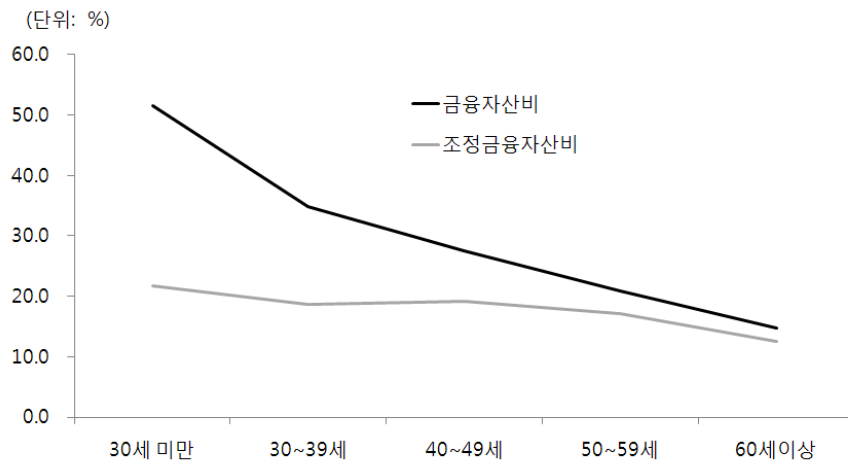
우리나라는 2000년대 이후 금융자산 보유비중이 조금씩 늘어나고 있다. 이런 가운데 실물자산, 특히, 부동산시장의 침체가 지속되고 가계의 주거문화가 글로벌 금융위기 이후에 급속하게 구조변화를 경험하고 있는 상황이다. 이런 실물시장의 장기 침체는 금융자산으로의 가계자산 리밸런싱을 가속화하는 요인으로 작용할 수 있을 것으로 보인다.

특히, 주거패턴이 전세제도에서 월세제도로 변화하고 있는 상황은 가계의 금융자산수요에 유의미한 변수로 작용할 수 있다. 아래 그림은 우리나라

가구의 연령대별 금융자산 보유비중을 나타낸 것이다. 전세보증금을 금융자산으로 분류하여 금융자산 비중을 계산하는 통계청의 금융자산 비중을 보면 젊은세대일수록 금융자산 비중이 매우 높은 것으로 나타나고 있다. 생애주기가설에 따르면 우리나라 가계가 연령대별로 합리적으로 저축을 하고 있는 것으로 보인다. 그런데 금융자산에서 전세보증금을 제외하고 엄밀한 의미에서 금융자산만으로 금융자산 비중을 계산하면 해석이 사뭇 달라진다. 조정금융자산비중을 보면 연령대에 관계없이 젊은 의미의 금융자산을 보유하는 비중은 안정적으로 유지되고 있다.

이것이 시사하는 바는 명확하다. 전세보증금제도에서 월세제도로 전환될 경우 그 만큼의 현금자산은 젊은 의미의 금융회사가 발행하는 금융청구권(예금, 주식, 펀드 등)의 수요로 전환될 것이라는 것이다. 이 규모는 상당할 것으로 판단되며, 향후 금융자산의 수요를 예측하는데 중요한 변수가 될 것으로 보인다.

<그림 II-9> 연령대별 가계 금융자산 보유비



주 : 2010~2012년 평균값임

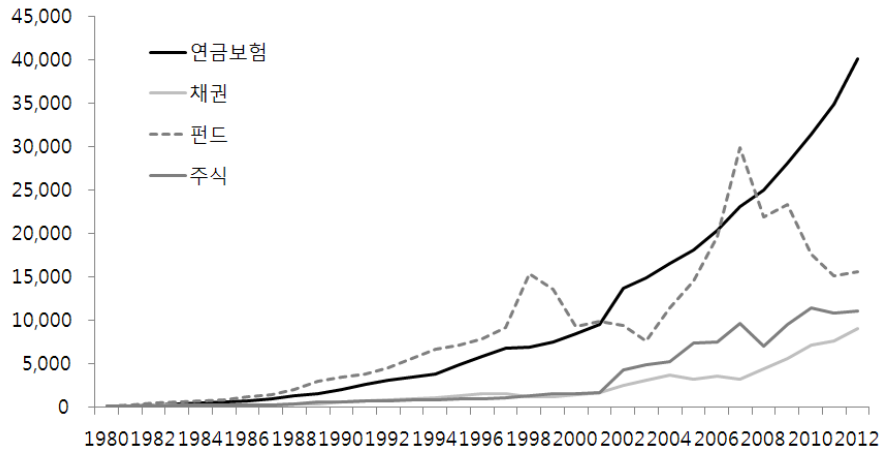
자료: 통계청

결국, 우리나라 가계의 금융자산 수요는 일본처럼 고령사회 진입 이후에도 절대규모에 있어서는 증가할 것으로 보인다. 다만, 금융자산 수요가 증가하는 속도가 일본처럼 체감적으로 증가할지 여부는 우리나라 가계의 실물자산과 금융자산의 구성비, 금융자산의 보유를 제약하는 전세제도의 급속한 변화 가능성 등을 감안할 때 일본보다는 낙관적일 수 있다는 점이다.

2) 금융상품 및 펀드 트렌드

그림에서 확인하듯이 국내 가계의 금융상품 수요 트렌드는 일본과 유사한 패턴을 이미 나타내고 있다. 일본은 연금 및 보험 수요가 빠르게 증가한 것이 고령사회로 진입하기 10년 정도 전부터였는데, 우리나라는 이미 2000년대 초부터 그런 현상이 관찰되고 있다. 가계의 펀드 보유도 트렌드 상으로는 2000년대 초부터 크게 붐을 이룬 것으로 확인되고 있고 주식 보유도 점진적인 증가추세를 보이고 있다. 결국 일본보다는 조금 빠르게 고령사회에 대응하는 모습인데, 이런 차이는 일본 보다 급속한 고령화나 외환위기 이후 급속한 경제 및 금융시장의 구조변화를 반영하는 것으로 판단된다.

<그림 II-10> 국내 가계의 금융상품 보유 트렌드



주 : 1980년의 값을 100으로 하여 지수화 함
 자료: 한국은행

펀드상품 트렌드는 아직 일본과는 많은 차이가 확인된다. 적립식펀드 등 적립관련 서비스혁신은 많이 진행되었으나 인출관련 월지급식 등의 대중화는 아직 늦은 편이고 투자자산 다변화 등도 아직 완만한 수준이다.

III. 자산운용산업의 미래

1. 규모 전망
2. 질적 비전
3. 발전단계
4. 국민경제 위상

III. 자산운용산업의 미래

1. 규모 전망

가. 시장

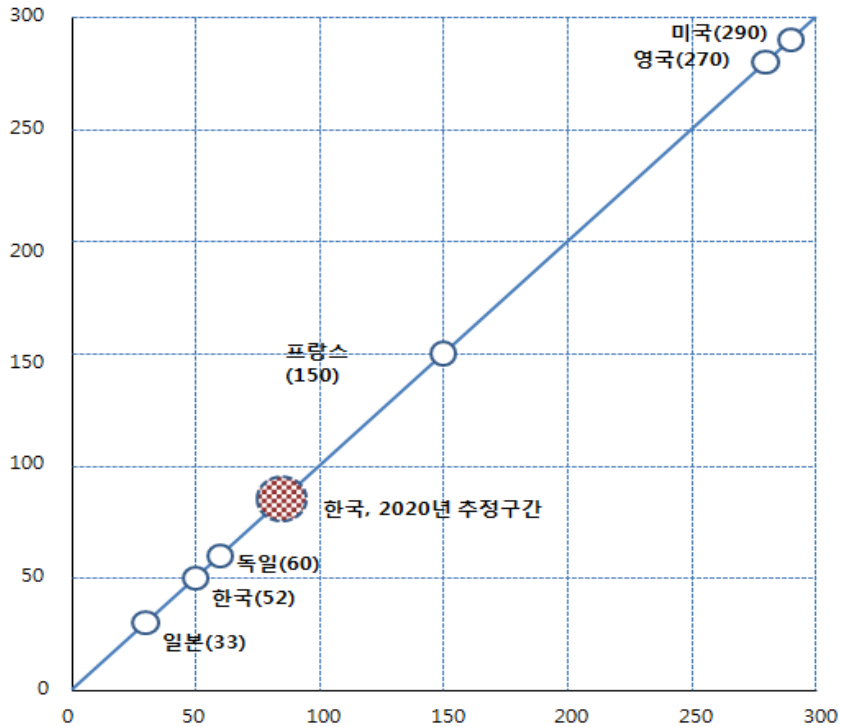
2020년까지 국내 자산운용시장은 지금의 침체를 벗어나 중성장 기조를 형성할 것으로 전망된다. 자산운용시장(연금, 일임)은 2012년 670조원 시장에서 2020년에는 약 1,492조원에서 1,629조원으로 성장할 수 있을 것으로 보인다. 이는 연평균 7~8%의 성장을 지속하는 것으로 금융위기 이전의 고성장세보다는 낮은 수준이나 금융위기 이후 자산운용시장 성장 정체를 극복하는 성장수준이다. 특정금전신탁시장까지 포함할 경우 2012년 826조원 시장에서 2020년에는 1,900조원에서 2,000조원 시장으로 발전할 것으로 보인다.

이 같은 7~8%의 중성장세를 전망하는 이유는 경제의 저성장기조 정착으로 금융위기 이전의 자산운용시장 고성장세가 다시 이어질 것으로 기대하기 어렵기 때문이다. 또한 경제의 저성장으로 전반적으로 소득안정성이 약화되고, 기대수익률이 둔화되고 있기 때문이다. 그럼에도 금융자산에 대한 수요는 고령화 속에서도 증가할 것으로 전망한다. 특히, 가계자산이 실물자산에서 수익성이나 유동성 면에서 유리한 금융자산으로 지속적으로 이동할 것으로 전망된다. 아울러, 저금리가 지속되는 가운데 자산운용시장을 통한 '금리 플러스 알파' 창출에 힘입어 장기투자의 관점에서 가계의 위험자산 배분이 증가할 것으로 판단된다. 공적연기금 등 기관투자자들도 자본시장으로 자산배분을 확대할 것으로 보여 자산운용시장은 금융위기 이후의 저성장을 탈피하여 중성장 기조를 형성할 것으로 보인다.

이로 인해 자산운용산업의 국민경제 비중은 매우 커질 것으로 기대된다. 펀드와 일임시장을 합친 자산운용시장 규모는 2012년 GDP 대비 52% 수준이나 2020년에는 70~80% 수준을 유지할 것으로 판단된다. 이는 미국(290%), 영국(270%)보다는 낮은 수준이지만 일본(33%)은 물론 독일(2010년 60%) 수준을 능가하며 EU 수준(2010년 104%)을 추격하는 수준이 될 것이다.

<그림 III-1> 자산운용시장 규모 전망(경상 GDP 대비)

(단위: %)



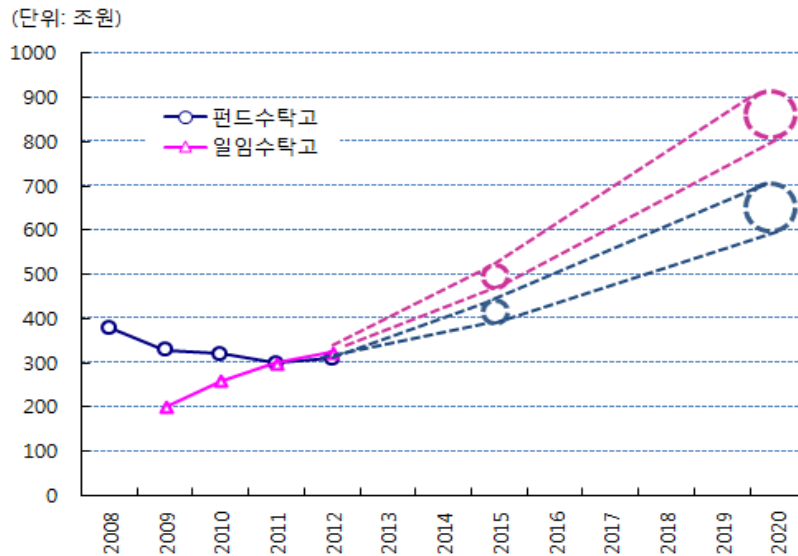
주 : 1) 펀드와 투자일임의 합계이며, 순자산 기준
 2) 한국 2012년, 미국 2011년, 나머지 국가는 2010년 기준
 자료: SEC, EFAMA, 일본투자고문업협회

나. Vehicle 경쟁

이런 중성장체제는 펀드시장보다 일임시장에 의해 주도될 전망이다. 주된 이유는 향후 자산운용시장이 기관투자자 주도 특히, 연기금 주도로 성장할 것으로 예상되기 때문에 펀드시장 보다는 일임시장이 성장하는 양상으로 발전할 것으로 보인다. 단독사모펀드제도가 2015년부터 폐지되는 제도 영향도 감안한 것이다.

이런 흐름은 2012년부터 이미 확인되고 있다. 이때부터 일임시장 규모가 펀드시장 규모를 능가하기 시작하였다. PEF를 포함한 2012년 펀드시장 규모는 339조원이었으나, 2020년에는 중립적으로는 594조원, 낙관적으로는 731조원 규모로 확대될 것으로 전망된다. 이는 GDP 대비 29%에서 최대 35% 수준으로 지금의 27% 보다 크게 확대된 수준이다. 한편 일임시장은 2012년 331조원 시장에서 2020년 약 898조원 시장으로 확대될 것으로 보이며 이는 GDP의 43%에 해당하는 수준이다.

<그림 III-2> 펀드시장과 일임시장 전망



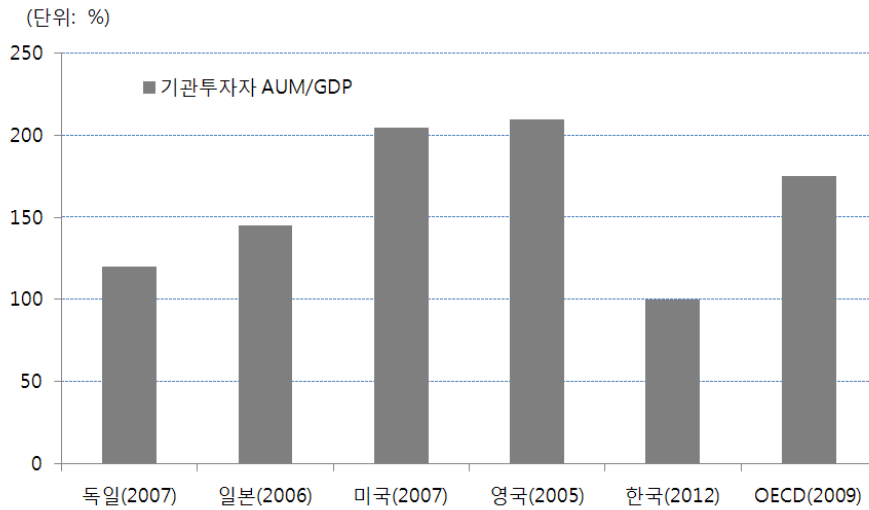
주 : 수탁고는 순자산(평가액)기준이며, 펀드는 공사모펀드와 PEF 포함
 자료: 금융감독원, 금융투자협회

다. 수요기반: 기관투자자

앞서 언급한 대로 국내 자산운용시장이 일임시장 중심으로 성장할 것이라는 전망의 배경에는 국내 기관투자자의 급성장이 자리잡고 있다. 우리나라 기관투자자 운용자산은 2012년 현재 약 1,281조원으로 GDP의 1배 수준인데, 이것이 2020년에는 2,369조원에서 3,174조원 수준으로 급성장할 것으로 전망된다. 이는 GDP의 1.2배에서 1.5배에 해당하는 수준으로 OECD 평균(2010년 160%)에 근접하게 된다.

기관투자자 중에서는 공적연금이 2020년 750조원으로 지금의 406조원(2012년)에 비해 크게 증가할 것으로 전망된다. 주로 국민연금의 고속성장에 기인한다. 아울러 퇴직연금과 개인연금도 큰 폭으로 증가할 전망이다.

<그림 III-3> 주요국 기관투자자 자산 규모



주 : 1) 2010년 기준, 2) OECD는 17개 국가 평균치, 3) 기관투자자=펀드, 연금, 보험, 신탁 포함
 자료: WFE, OECD, IMF

2. 질적 비전

앞서의 양적 성장이 진행되는 과정에서 우리나라 자산운용산업은 대내적으로는 고령사회를 지원하고 혁신자본을 공급하는 핵심적인 금융시스템으로 기능하고, 대외적으로는 아시아 거점 자산운용금융그룹으로 도약할 수 있을 것으로 기대한다.

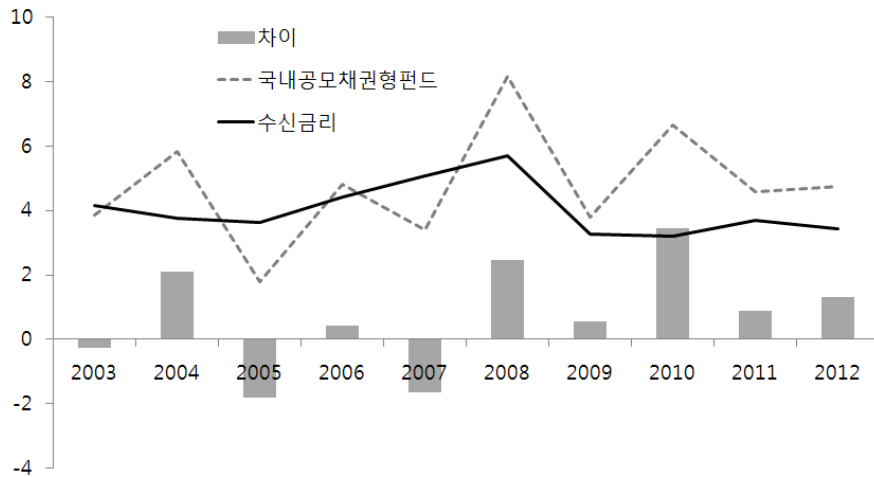
가. 고령사회 소득안전망

산업사회는 근로소득이 모든 경제활동의 출발인 사회라면, 고령사회는 연금소득이 경제활동을 지탱하는 소득의 원천이 되는 사회이다. 비유하자면, 연금소득을 창출하고 관리하는 자산운용산업은 산업사회에서 공장같은 역할을 수행하게 되는 것이다. 경제주체들은 연금계좌를 통해 연금을 수령하지만, 연금소득의 크기를 결정하는 것은 연금을 운용하는 자산운용 회사의 운용능력에 의해 결정된다. 따라서 자산운용산업이 얼마나 발전하고 연금자산을 효율적으로 관리하느냐에 따라 연금사회에서 사회적 후생(welfare)이 달라지는 것이다. 이런 점에서 자산운용산업은 고령사회의 연금소득을 창출하는 시장친화적인 소득안전망의 역할을 한다고 할 수 있다.

특히, 자산운용산업은 다른 금융산업과 달리 금리 플러스 알파를 창출할 수 있는 금융업종이다. 은행업이란 본성적으로 원리금을 보장하는 예금상품을 취급하는 곳으로 금리 이상의 알파를 창출할 수 없다. 보험도 미래의 사망위험과 장수위험을 헤지하는 역할은 하지만, 연금소득의 수준과 직결되는 알파를 창출할 수 있는 업이 아니다. 고령사회에서 자산운용산업 혹은 자산운용서비스가 중요해지고 금융산업에서 중요한 역할을 할 수밖에 없는 이유이다.

자산운용산업이 금리 이상의 초과수익을 창출할 수 있는 능력은 주식형 펀드는 물론이고 채권형 펀드에서도 확인이 된다.

<그림 III-4> 자산운용산업의 초과수익창출 능력



주 : 수신금리는 일반은행 신규취급 저축성수신금리이며, 펀드수익률은 연평균 수익률
 자료: 한국은행, 제로인

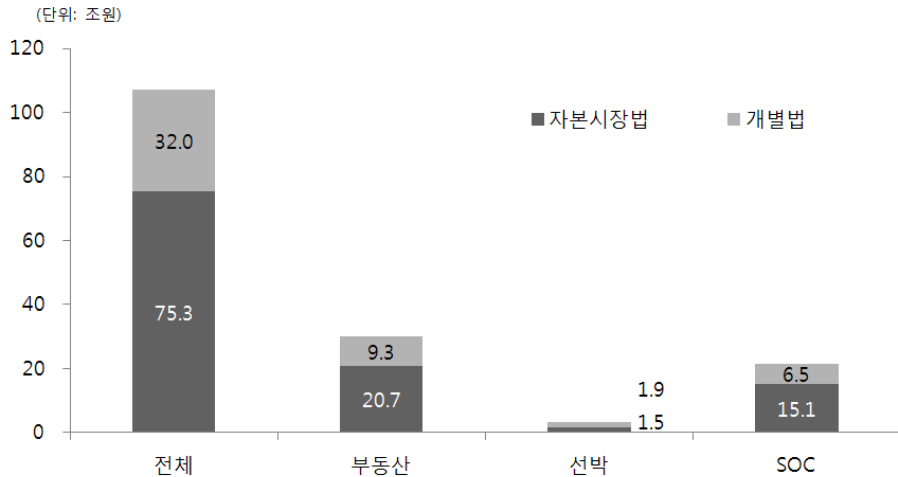
나. 실물경제에 대한 혁신자본 공급

혁신자본이 금융시스템을 통해 활발하게 증개되기 위해서는 혁신자본을 공급할 수 있는 투자자군이 형성되어야 한다. 그리고 그러한 투자자군은 두 가지 조건이 만족되는 투자군이다. 하나는 정보생산능력이 높은 기관투자자이어야 한다. 일반투자자로부터 자금을 모집하여 수익을 배분하는 공모펀드의 경우 비록 운용매니저는 정보생산능력이 있을지라도, 정보비대칭성이 큰 일반투자자들은 그런 능력을 신뢰하고 선뜻 펀드에 공모하는 경우가 많지 않다. 두 번째는 위험을 부담할 능력이 있어야 한다. 투자는 실패가능성이 있는 만큼 투자 실패로 인한 손실이 발생할 경우 그 위험을 부담할 수 있는 부담능력이 있는 투자군이 많을수록 혁신자본이 많이 공급될 것이다.

이런 조건을 만족시키는 자산운용산업 내 투자기구가 바로 사모펀드와 일임시장이다. 여기서 사모펀드라는 통상 기업지배권시장에 참여하는 사모투자전문회사(PEF)뿐만 아니라 헤지펀드, 특별자산펀드, 부동산펀드 등 넓은 의미의 대체투자 성격의 모든 펀드를 포괄한다.

실제로 우리나라 대체투자성 사모펀드는 글로벌 금융위기 이후 빠르게 성장하고 있다. 국내 대체투자시장 규모는 약 108조원으로 추정되고 있는데, 이는 국내 공사모를 합친 전체 펀드시장의 약 28%를 차지하는 것이다. 이처럼 금융위기 이후 자산시장의 침체에도 불구하고 대체투자성 펀드들이 빠르게 성장한 것은 PEF, 헤지펀드 등의 성장은 물론이고, 산업정책 목적으로 개별법에서 도입하고 있는 개별법상 펀드시장이 빠르게 확대된 데도 그 배경이 있다. 대체투자펀드 108조원 중에서 개별법상 펀드시장의 규모가 약 30% 수준에 이르고 있다. 실물경제에 직접 위험자본을 공급하는 SOC 펀드가 많은 비중을 차지하고 있고, 부동산 대체투자의 경우 자본시장법상 부동산펀드가 약 21조원, 부동산투자회사법에 따른 리츠가 약 9.3조원으로 나타났으며, 선박펀드는 두 시장의 규모가 약 1~2조원 내외로 비슷한 수준이다. 개별법상 펀드는 재정을 통한 산업정책이 재정수지나 경제개방 등에 따른 통상이슈화 가능성 등으로 점점 제약을 받으면서, 그 자리를 펀드를 통한 산업정책이 대신하고 있기 때문에 앞으로도 빠르게 성장할 것으로 판단된다.

<그림 Ⅲ-5> 국내 대체투자시장 규모



주 : 전체는 개별법상 펀드 전체(12.9월 기준)와 자본시장법상 부동산 및 특자펀드 (13.4월 기준), 자본시장법상 PEF(13.3월)의 총합임. 자본시장법(순)은 자본시장법상 펀드규모에서 개별법상 펀드 중 자본시장법 펀드로 집계되는 준용펀드의 규모를 뺀 수치임

자료: 금융감독원, 금융투자협회, 자본시장연구원

다. 개방형 판매채널 확산 통한 생애자산관리서비스

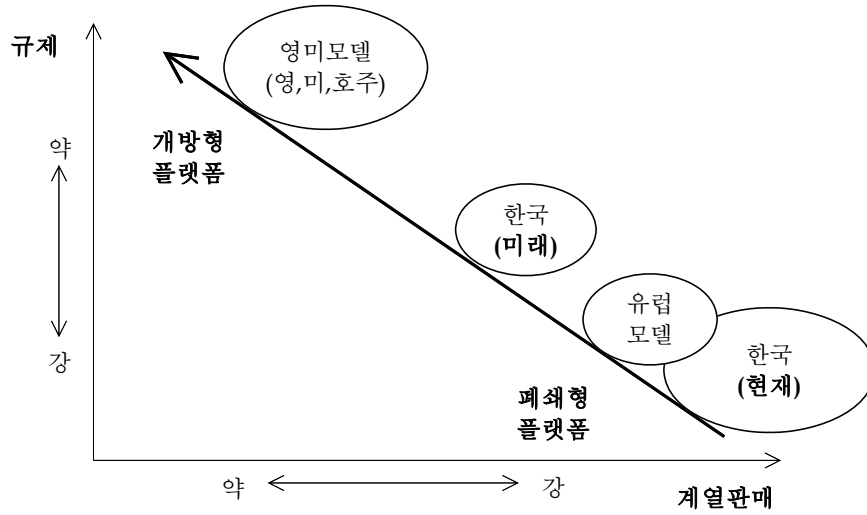
우리나라 금융산업은 금융업종별로 강한 진입장벽이 존재하는 금융 전업주의체제를 오래동안 유지해 오면서, 금융상품의 제조와 판매가 동일시되어 왔다. 은행의 예금은 해당 은행에 가야만 가입할 수 있고, 증권회사 ELS도 해당 증권회사에 가야 살 수 있는 이른바 제판결합형 금융사업모델이다. 이런 구조 아래서는 판매시장이 공급자 주도로 형성될 수밖에 없다. 그런데 연금을 중심으로 생애자산관리는 연금소득 외에 다른 소득이 없는 금융소비자의 입장에서 서비스되어야 하는데, 이 같은 공급자 주도의 판매시장 구조 아래서는 서로 마찰을 일으키기 쉽다. 불완전판매 등 금융분쟁이 많이 일어날 수 있다는 점이다.

그런데 펀드의 경우 은행이나 증권과 달리 외환위기를 전후하여 제 판결합정책을 포기하고 제판분리정책으로 선회했다. 그래서 은행이나 증권회사에 가면 적어도 여러 자산운용회사의 펀드를 동시에 구매할 수 있다. 이런 점에서 펀드 판매채널은 은행이나 증권상품을 매매할 때보다는 개방된 판매환경에서 투자자가 선택할 수 있는 공간이 열려있다. 다만, 우리나라의 경우 금융계열사 펀드를 판매하는 관행이 강하게 남아 있어 개방형 판매채널의 제도적 취지는 탈색된 상태이다. 그래서 다른 나라의 펀드 판매채널과 비교할 때도 우리나라는 계열사 펀드를 판매하는 관행이 매우 강한 사실상의 폐쇄형 판매채널로 분류될 수 있다.

그러나 이러한 판매관행은 향후 펀드슈퍼마켓 등 실질적인 개방형 판매채널이 등장하면서 점차 약화될 것으로 보인다. 펀드슈퍼마켓 자체의 시장 전망도 밝지만, 펀드슈퍼마켓 도입을 계기로 은행, 증권 등 다른 대형 판매채널들도 점차 개방형 판매채널로 스스로 진화하고 변신할 것으로 기대되기 때문이다. 이렇게 볼 때 자산운용산업 부문에서 먼저 시작한 펀드슈퍼마켓은 앞으로 은행, 보험, 증권을 아우르며 출현할 생애자산관리서비스를 선도하는 개방형 판매채널로 기능할 수 있을 것으로 판단된다.

이러한 개방형 채널로의 진화는 우리나라만의 일시적이고 국지적인 현상이라기보다는 길게는 고령화에 따른 소매자산관리 수요의 증대에 따라 금융산업 내에 새로운 가치사슬이 형성되고 있는 과정이다. 또 가깝게는 금융위기 이후의 금융소비자보호 흐름에 대응한 새로운 금융트렌드로의 의미도 있다. 실제 자산운용산업은 가치사슬(판매, 운용, 관리) 간 수직계열화(vertical intergration) 경향과 전문화 경향이 역사적으로 공존적으로 발전하였으나, 금융위기 이후 전문화(disintegration) 경향이 매우 강화되고 있다.

<그림 Ⅲ-6> 개방형 판매채널로의 진화



3. 발전단계

가. 개요

산업마다 고유한 산업주기가 있듯이 자산운용산업에도 일정한 발전 단계가 관찰된다. 엄밀하게 일반화하기는 어렵지만, 자산운용산업의 발전 단계는 다음과 같은 발전 동인들에 의해 구분이 가능할 것이다.

첫 번째는 투자자의 구성이다. 자본시장의 기관화로 표현되는 기관투자자 중심의 자산운용시장으로 변모해 갈수록 자산운용시장의 효율성과 금융중개의 효율성은 높아진다고 할 수 있다. 연기금, 보험, 자산운용회사, 기부재단, 국부펀드 등 조직화된 기관투자자 역할이 증대함에 따라

자산배분이 합리화되는 가운데 안전자산(예금 등)에서 위험자산으로의 자산배분이 확대되는 경향이 관찰된다. 이를 통해 금융산업 내에서 자산운용시장의 역할이 커지고 이를 뒷받침하는 자본시장의 발전이 가능해진다.

두 번째는 투자전략이다. 투자전략은 자산운용시장의 깊이와 넓이를 가능하는 중요한 지표이다. 전통적인 투자전략은 전통적인 투자대상인 주식과 채권을 매수(long-only)하는 전략이다. 여기서 주식과 채권을 얼마나 편입하고 어떤 스타일의 주식과 채권을 편입할 것인가에 따라 소위 스타일박스(style box)가 만들어졌다. 규모에 따라 대형주, 소형주, 스타일에 따라 가치주, 성장주로 나누어 단순하게는 2×2, 때로는 3×3의 스타일박스를 구분하고 자산배분을 하는 것이다.

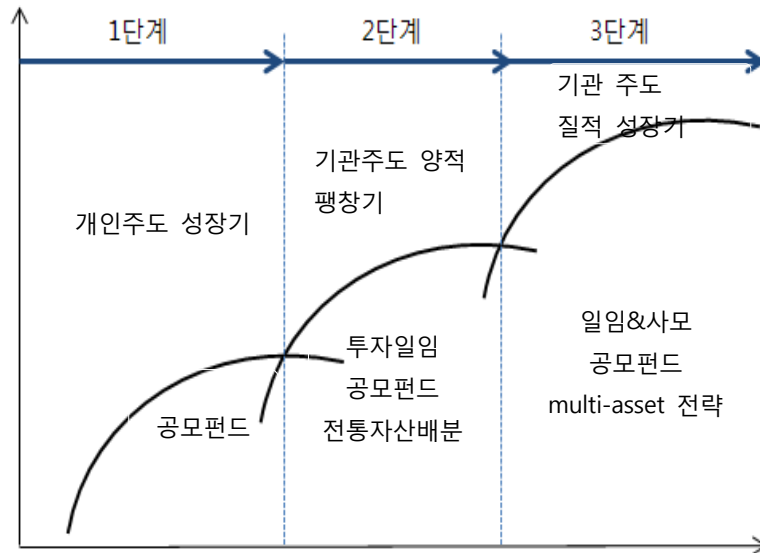
그러나 이러한 전통적인 자산배분전략은 글로벌 금융위기를 거치면서 새로운 자산배분전략들에게 자리를 내주고 있다. 투자대상이 주식, 채권 외에 부동산, 실물, 재산적 가치가 있는 무형의 자산 등으로 확대되고 있고, 투자전략도 롱숏, 차익거래, 글로벌매크로 등으로 확대되고 있다. 이러한 투자 대상과 전략 다변화의 핵심은 위험분산과 알파의 창출에 있다. 그리고 이러한 새로운 자산배분 및 투자전략은 투자자에게 새로운 투자기회를 제공함으로써 자산운용시장의 깊이와 저변을 확대하는 서비스혁신으로 작용하고 있다.

이상의 투자자구성과 자산배분전략을 기준으로 자산운용산업의 발전 단계를 구분하면 다음과 같다. 1단계는 개인투자자가 주도하는 전통자산운용시장단계이다. 개인투자자가 자산운용시장의 저변을 확대하는 중요한 역할을 하기 때문에 공모펀드시장의 성장성이 기관투자자나 고액자산가가 참여하는 일임시장이나 사모펀드시장에 비해 높은 것이 특징이다. 2단계는 투자자 구성에서 기관투자자가 빠르게 성장하며 자산운용시장의 기관화 현상이 강하게 확인되는 시기이다. 전통적인 자산운용시장이 기관투자자를 중심으로 사모펀드와 일임시장이 양적인 팽창을 하는

시기이다. 투자전략은 룡솟등 다양한 투자전략이 등장하지만, 전통자산 중심의 자산배분전략으로 투자대상이나 투자전략의 확장에는 한계가 있는 발전단계이다.

마지막 3단계는 기관투자자 중심의 질적인 시장발전단계로 규정할 수 있다. 2단계와의 구별점은 대체투자시장이 급성장하는 것이다. 전통 자산운용시장의 투자대상과 투자전략, 자산배분전략과는 다른 뉴노멀이 형성되는 시기이다. 시기적으로는 글로벌 금융위기 이후로서 선진국의 자산운용시장은 금융위기 이전 수준을 양적으로 회복하는 가운데, 질적인 측면에서 상당한 변화가 나타나고 있다. 주식과 채권의 전통적 자산 배분(6:4)에 의한 투자전략이 금융위기로 실패하면서 대체투자까지 포괄하는 멀티전략이 확산되며 실물자산, 헤지펀드 등의 대체투자시장이 빠르게 성장한다.

<그림 III-7> 글로벌 자산운용산업의 발전 경로



나. 국내 전망

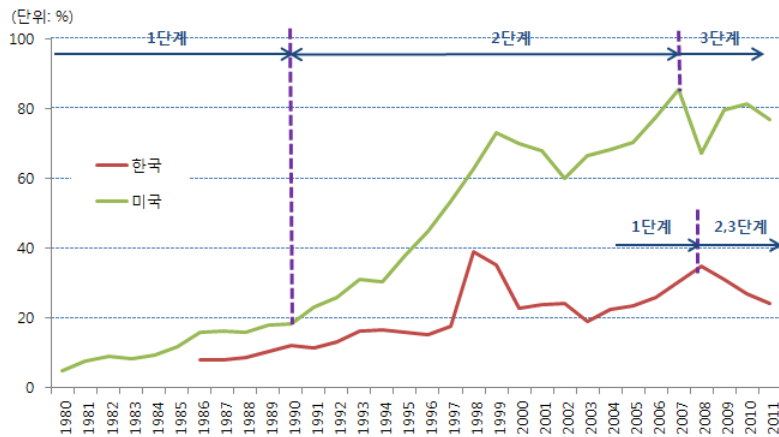
우리나라는 자산운용산업의 역사가 짧아 발전단계를 시기구분하는데 어려움이 있지만, 다른 산업에 비해 모방과 혁신이 빠르게 일어나는 특성을 갖고 있는 만큼, 어느 정도의 시기구분은 가능하다. 우리나라 자산운용산업 발전의 1단계는 금융위기 이전까지로 보는 것이 합당한 것으로 보인다. 1990년대까지는 자산운용시장이 규모도 작았고, 투자의 개념과 실적배당 개념이 완전히 정착되지도 않았기 때문에 엄밀한 의미의 자산운용산업이라고 규정하기 힘든 시기이다. 이런 흐름은 사실 외환위기 이후 정부의 대우채 환매정책 등에서도 여전히 나타났다. 2003년 간접투자자산운용업법 이후부터 비로소 투자 개념에 충실한 자산운용산업이 발전하기 시작한 것이다. 그리고 그 시장은 개인투자자 중심의 주식형 공모펀드의 열풍과 저변확대로 요약된다. 미국 펀드시장으로 보면 1980년대까지의 시장과 유사한 모습이다. 미국도 자산운용시장이 대중화된 것은 ERISA가 1974년에 도입된 이후부터 이다. 1975년 미국 펀드시장 AUM이 고작 460억달러에 불과하였으나 1980년대가 되면 크게 성장하여 1,340억달러까지 증가하며 GDP의 4.8% 수준으로 성장한다. 물론 1974년 ERISA가 도입되고, 1978년 DC형 연금이 도입되었지만 1980년대까지는 DB 중심으로 퇴직연금시장이 성장하면서 펀드 등 자산운용시장과의 직접적 연계는 지금의 우리나라처럼 강하지 않았다. 미국도 1980년대까지는 개인투자자의 공모펀드 중심으로 성장하였다.

우리나라의 자산운용산업 발전 2단계는 2008년 글로벌 금융위기 이후로 보는 것이 바람직해 보인다. 비록 금융위기 이후 수년간 침체를 지속하고 있지만, 이 과정에서 투자전략이나 상품 다양성 면에서 혁신은 매우 빠른 속도로 이루어지고 있으며, 공적연기금의 빠른 성장에 기반한 일임/사모펀드 주도의 성장세가 꺾이지 않고 있기 때문이다. 그 결과 일임시장이

펀드시장을 능가하기 시작하였고, PEF, 헤지펀드, 특별자산펀드 등 대체투자시장이 급성하고 있다. 공모주식형 펀드에서 다른 비전통자산과 투자전략으로 시장의 흐름이 이동하고 있는 것이다. 사실 이런 흐름은 산업발전의 2단계와 3단계가 동시에 압축적으로 나타나고 있음을 시사한다.

2단계와 3단계의 압축성장은 1990년대 이후의 미국 자산운용산업의 발전과정을 동시에 경험하는 것이다. 미국은 1990년대 들어 DC, IRA 등 퇴직연금 시장이 급팽창하면서 펀드시장도 동시에 크게 성장하였다. 1990년 1조달러였던 펀드 AUM은 1995년 2.8조, 2000년 6.9조, 2012년 12조달러로 급성장한다. 우리나라도 금융위기 이전의 개인투자자 중심의 펀드산업 발전에서 점차 공적연기금, 사적연기금 등 기관투자자로 자산운용시장의 투자자 구성이 재편되고 있다.

<그림 III-8> 국내 자산운용산업의 발전 전망



주 : 1) 펀드 수탁고/ 경상GDP 비중
 2) 한국은 펀드 설정원본, 미국은 순자산가치 기준
 자료: 금융투자협회, 한국은행, ICI

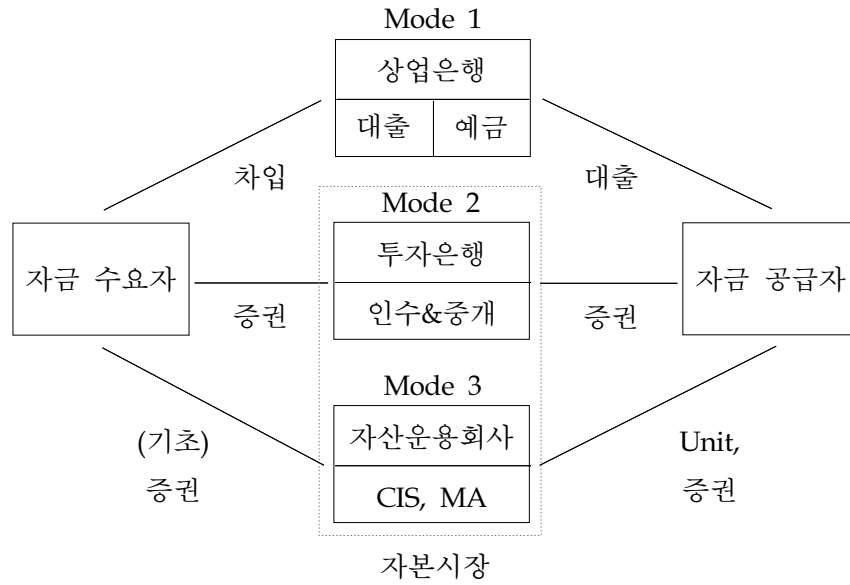
4. 국민경제 위상

가. 금융중개 역할 제고

선진국에서도 자본시장이 발달하면서 은행중심의 금융중개가 급속하게 약화되는 금융의 탈중개화(disintermediation)현상이 일반적으로 관찰되고 있지만, 우리나라와 같이 은행중심의 금융시스템을 오래동안 정책적으로 유지해 온 나라에서는 선진국과 같은 작은 충격으로는 탈중개화 현상이 쉽고 강하게 나타나지 않는다.

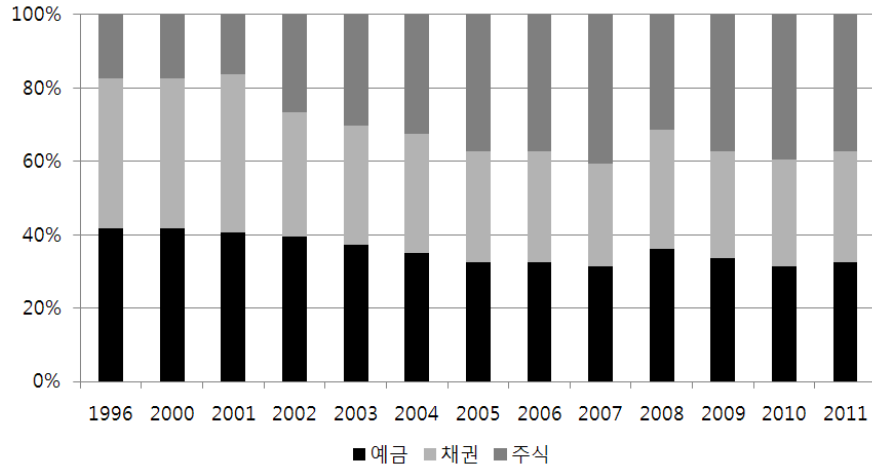
그런데 고령화와 저금리, 저성장이라는 근본적으로 새로운 금융환경은 선진국에서와 같은 탈중개화 현상이 강하게 나타날 수 있는 환경변수로 작용할 것으로 보인다. 무엇보다 고령화를 준비해야 하는 가계 경제주체들이 저금리 환경 아래서는 예금에 대한 비중을 높일 수 없다. 더구나 가계 잉여금이 공적연금과 사적연금을 통해 축적되는 구조에서는 기관투자자인 연기금 역시 예금으로의 자산배분을 꺼린다. 실제로 국민연금은 예금으로 자산배분을 전혀 하지 않는다고 보면 된다. 이렇게 하여 대부분의 가계 잉여금은 개인이 직접 펀드에 투자하거나 연금을 통해 다시 자산운용회사로 유입되는 일임(MA) 형태로 소위 적자지출단위인 기업 등에 금융중개된다. <그림 III-9>에서 보면 고령화와 저성장, 저금리 환경 아래서는 자산운용회사를 통한 금융중개의 역할이 점점 강화될 수밖에 없다.

<그림 Ⅲ-9> 금융중개시스템의 진화



실제로 <그림 Ⅲ-10>을 보면 저금리가 지속되는 가운데 2000년대 중반 자산운용산업이 고속성장하면서 예금을 통한 금융중개 기능이 약화되는 점진적인 추세가 형성되고 있다. 그 자리를 주식과 채권 등 자본시장 증권들이 차지하고 있다.

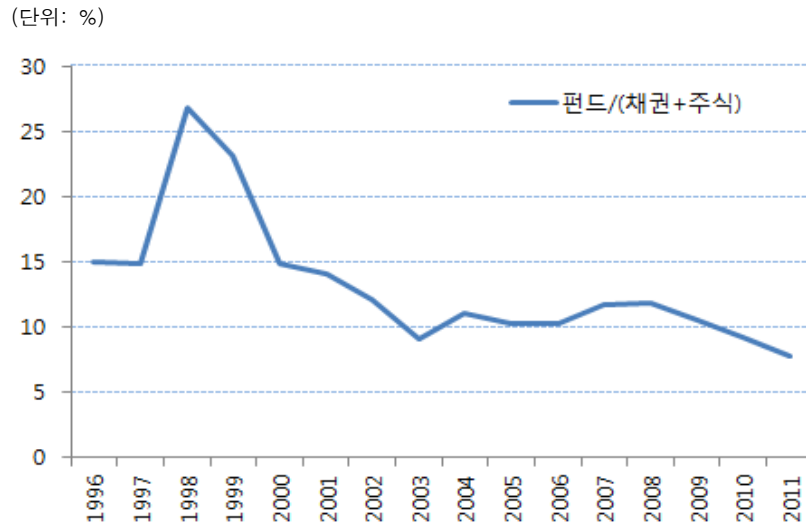
<그림 III-10> 국내 금융중개서비스 추이



자료: 한국은행 자금순환표

그리고 그러한 주식과 채권 수요의 증가는 주식형 펀드와 채권형 펀드 등 자산운용시장을 통한 중개에 의해 크게 촉진된 것으로 판단된다. <그림 III-11>에서, 주식과 채권시장 대비 펀드시장과 일임시장의 비중을 보면 2000년대 중반부터 10% 대를 유지하고 있다. 앞으로 대체투자시장이 활성화되면 자산운용시장을 통한 금융중개는 주식이나 채권 같은 증권을 통해서 간접적으로 중개되는 형태에 머물지 않고, 실물자산에 직접 위험자본을 공급하는 중개기능을 수행할 수 있을 것으로 보인다.

<그림 III-11> 자산운용시장을 통해 금융중개

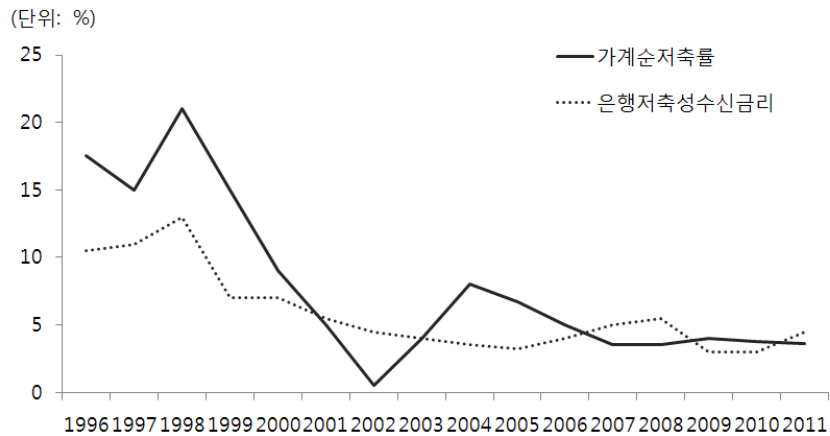


주 : 일임 미포함
 자료: 금융투자협회

아울러, 자산운용산업을 통한 금융중개가 중요해지고 증가하는 이유는 앞서 언급한 대로 자산운용서비스는 다른 금융서비스와 달리 다양한 투자대상과 투자전략을 통해 금리 플러스 알파를 창출할 수 있기 때문이다. 저금리 상황에서 금리 플러스 알파를 창출하는 자산운용시장을 통한 잉여자금이 활성화될 경우 저금리로 인한 저축률 하락 압력을 완화하는데도 크게 도움이 될 것이다. 이는 자산운용산업 발전정책이 저금리로 인해 30% 대로 낮아져 있는 가계의 저축률을 제고하는 저축제고정책이 될 수 있음을 시사한다.

따라서 자산운용산업이 적극적인 금리 플러스 알파 창출 전략을 구현할 수 있는 환경을 만드는 것은 대단히 중요해 보인다. 대내적으로는 혁신투자가 촉진될 수 있도록 벤처생태계를 활성화하고 상시적인 시장 구조조정이 가능해질 수 있도록 M&A 환경이 개선될 필요가 있다. 아울러 대외적으로는 일본의 해외채권 열풍에서 볼 수 있듯이 국내의 저성장, 낮은 투자기회를 뛰어 넘어 해외시장에서 다양한 투자기회를 찾을 수 있도록 자산운용산업의 국제화를 지원하고, 사모펀드의 해외진출을 지원할 필요가 있다.

<그림 III-12> 저축률과 금리 추이



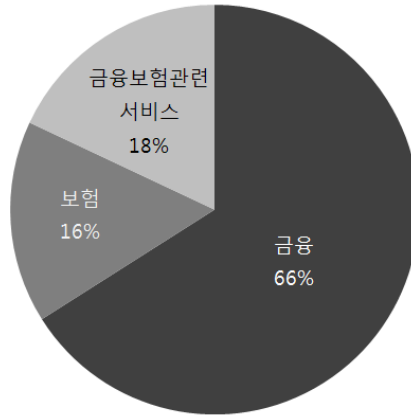
자료: 한국은행

나. 부가가치 및 고용 창출

자산운용업의 금융중개시스템에서의 중요성에도 불구하고, 부가가치나 고용면에서의 역할은 통계상으로는 크지 않다. 고용통계를 보면 자산운용회사에 고용된 인력은 5천명이 채 되지 않는다. 금융보험업에 종사하는 정직원이 29.9천명이니 그 비중이 10%를 조금 넘는 수준이다. 영업이익도 은행, 보험 등 다른 금융업에 비할 바도 아니다. 그리하여 2011년 현재 우리나라 총부가가치 대비 금융보험업 부가가치비중은 7%로 나타났다. 이 중에서 자산운용업의 부가가치비중을 정확히 알 수 없으나, 금융보험업 중에서 금융보험관련서비스업으로 분류되고 있어 이 수치를 통해 그 규모를 짐작할 수 있다. 2011년 금융보험관련서비스의 부가가치비중은 금융보험업 전체 부가가치의 18%를 차지하고 있는 것으로 나타났다.

그렇지만 우선 분명히 해야 할 점은 이러한 통계상의 수치는 통계편제상의 문제 때문이지 실제 자산운용산업의 부가가치와 고용의 비중이 그렇다는 것은 아니다. 자산운용회사는 자산운용산업을 구성하는 가치사슬(value chain) 중에 포트폴리오운용이라는 부분을 맡은 하나의 부문이다. 따라서 고객에게 펀드를 판매하는 판매채널, 고객자산을 관리하는 수탁 및 사무관리 비즈니스를 모두 포함할 경우 자산운용산업의 금융산업 부가가치나 고용 비중은 훨씬 클 것으로 보인다. 그런데 이 같은 판매채널이나 수탁부문은 은행, 증권회사 등이 담당하고 있어, 실제 그 크기를 측정할 방법은 없으며, 두 금융기관의 부가가치 및 고용통계에 섞여서 집계되고 있다.

<그림 III-13> 자산운용산업의 부가가치 비중



주 : 자산운용회사는 증권회사와 함께 금융보험관련서비스 업종으로 분류되고 있음
 자료: 한국은행

그런데 자산운용산업은 고용과 관련하여 포트폴리오운용부문은 비록 노동집약적인 성격은 약한 대신 대단히 지식집약적인 노동력을 필요로 하는 직무이기 때문에 좋은 일자리를 창출할 수 있는 부문이다. 그리고 수탁부문과 펀드판매부문은 성격상 노동집약적인 성격이 강해서 고용창출에 도움이 되는 부문이라고 할 수 있다. 따라서 향후 자산운용시장이 고령사회를 지원하는 금융시스템으로 성장할 경우 수탁서비스와 판매채널과 관련하여 일자리 창출 효과가 기대된다.

특히, 앞서 언급한 펀드슈퍼마켓 등 개방형 판매채널은 수많은 펀드 판매 자문인력을 필요로 하게 될 것으로 보여, 고용창출에 큰 기여를 할 수 있을 것으로 보인다. 보험의 경우 전속채널이나 독립채널 등 외부의 판매채널이 확대되면서 <표 III-1>에서 확인할 수 있듯이 37만명 정도의 보험설계사 고용을 창출하고 있다.

펀드판매와 관련된 자문인력은 업무 면에서는 보험설계사와 달리 금융자문업무를 수행한다는 점에서 개방형 판매채널의 확대와 함께 자산운용산업도 고급 일자리를 창출하는 지식노동 집약적 산업으로 발전할 것으로 기대된다.

<표 III-1> 자산운용산업의 고용 창출(2012)

(단위: 천명, %)

출처	업종	총고용	사용직	임시직	기타	총고용 대비 비중
고용노동부	금융보험업	861	471	20	370	5.7
한국은행	금융보험업	689	-	-	-	3.3
	(금융업)	287	-	-	-	1.4
	(보험업)	252	-	-	-	1.2
	(관련서비스업)	150	-	-	-	0.7
금융감독원	금융보험업	299	-	-	-	-
	(자산운용업)	4.7	-	-	-	-

자료: 고용노동부, 금융감독원, 한국은행

<제2부> 비전달성을 위한 부문별 수요 전망과 과제

IV. 가계부문

V. 공적연금

VI. 사적연금

VII. 생명보험

IV. 가계부문

1. 미시자료를 통해 본 우리나라 가계의 전반적 자산구성
2. 거시자료를 통해 본 우리나라 가계의 펀드보유 추세
3. 우리나라 가계의 펀드 보유규모 전망: 2013~2020년
4. 우리나라 가계의 펀드보유 활성화를 위한 과제

IV. 가계부문

가계는 저축의 원천으로서 국가 전체의 금융자산 축적 정도뿐만 아니라 금융자산의 세부적인 구성에도 영향을 미친다. 자산운용시장의 핵심인 펀드에 대한 주요 수요자도 가계이다. 물론 근래에 들어 국민연금, 퇴직연금, 기타 각종 연기금들이 펀드의 주요 수요자로 부각되고 있지만, 기관투자자들의 최종 급부자가 가계라는 측면에서 가계가 기관투자자들의 금융자산 선택에도 영향을 미친다. 본 절에서는 우리나라 가계의 자산구성을 펀드 보유에 초점을 맞추어 분석함과 아울러 향후 가계 부문의 펀드 보유규모를 전망해 본다. 그리고 가계의 펀드수요를 늘리기 위해 필요한 정책방향을 알아본다.

1. 미시자료를 통해 본 우리나라 가계의 전반적 자산구성

미시자료를 통해 가계의 자산구성을 살펴보면 부동산 보유수준까지 포괄해서 볼 수 있다. 우리나라 가계가 보유한 핵심자산은 부동산이다. 김완중 외(2010)는 2001~2007년 한국노동패널(이하 KLIPS)을 통해 우리나라 가계자산의 80% 이상이 부동산으로 대표되는 비금융자산으로 구성되어 있음을 보여주었다. 이들은 가계 금융자산 중에서 60% 내외 수준에 이르던 은행예금이 2007년에 40.7%로 하락한 반면, 2000년대 중반의 주식시장 호황으로 주식·채권·신탁의 비중은 53.8%로 올라갔음을 보여주었다.⁴⁾

4) 한국은행의 자금순환표는 각 경제주체별 금융자산과 부채 잔액의 총합을 보여준다. 이에 따르면 지난 2007년 기준으로 주식 및 출자지분, 채권(모든

본 절에서는 우리나라 가계의 자산구성을 통계청의 서베이 자료를 통해 알아보고, 해외 주요국가 가계의 자산구성과 비교해 본다. 자산구성과 관련된 통계청의 서베이는 2000년(가구 소비실태조사), 2006년(가계 자산조사), 2010년(가계 금융조사)에 각각 시행된 바 있다. 특히, 2010년 조사에는 가계 금융자산 항목에 펀드가 추가되었다. 다만 2000년과 2006년 조사는 펀드 항목이 제외되어 있어서 부동산과 금융자산 규모 비교에만 의미가 있을 것으로 보인다.

가계 자산구성의 특징을 알아보기 위해 금융자산, 전월세보증금, 부동산 평가액, 기타자산 평가액 등 크게 네 가지로 자산 종류를 구별했다. 전월세보증금을 금융자산 또는 부동산 평가액과 분리한 이유는 자산으로서 전월세보증금이 모호함을 지니고 있기 때문이다. 전월세보증금은 자산으로서 현금흐름을 만들어내 주거 서비스 비용을 지불해 준다는 측면에서 금융자산으로 분류할 수 있다. 그러나 많은 가계에서 전월세보증금을 자가 구입을 위한 일종의 대기자금 성격으로 생각하고 있고, 실제로 자가 구입 시 전월세보증금을 매입자금으로 이용한다. 이는 전월세보증금이 궁극적으로는 부동산 평가액으로 편입될 가능성이 많다는 의미이다.

<표 IV-1>에는 위와 같은 기준 하에 2000년대 우리나라 가계의 평균적인 자산구성이 정리되어 있다. 2000년에서 2010년까지 가계 당 평균 총자산은 약 3배가 증가했다. 부채총액의 증가율이 더 컸지만 자산의 절대규모가 부채에 비해 더 크기 때문에 순자산도 약 1.9배 증가했다.

수익증권 포함)을 합하면 가계 및 비영리단체 총금융자산에서 34.1%를 차지한다. 여기에 금전신탁을 포함해도 36.0%에 그친다. 따라서 KLIPS를 기반으로 제시한 김완중 외(2010)의 수치와 거시적으로 집계한 총량수치는 다소 차이가 있다. 이는 한국은행 자금순환표상 가계 및 비영리단체와 서베이 데이터의 가계 샘플 간 차이에 기인할 가능성이 크다. 이러한 문제는 본 절에서 이용할 가계 자산구성의 미시자료와 거시자료에서도 발견된다.

총자산에서 차지하는 부동산 평가액의 비중은 2000년 72.2%, 2006년 74.4%, 2010년 75.2%로 꾸준히 증가하고 있다. 반면 금융자산이 총자산에서 차지하는 비중은 계속해서 떨어지는 추세를 보이고 있다. 2000년에 총자산 대비 20.3%였던 금융자산은 2010년에는 15.3%까지 떨어졌다. 이와 같이 금융자산이 차지하는 비중이 떨어진 것은 전세금 상승에 크게 영향을 받은 것으로 판단된다. 일반적으로 금융자산의 절대규모는 잘 떨어지지 않는 속성을 가진다. 그럼에도 불구하고 가구당 예적금 평균액수는 2006년에서 2010년 사이에 약 800만원이 줄어들었는데, 이는 전세 보증금 상승액에 반영되고 있다.⁵⁾ 이 기간 중 올라간 전세금을 많은 가계가 예적금을 인출하거나 또는 추가적인 대출을 통해 충당한 것으로 추정할 수 있겠다. 이는 전세시장 등 부동산시장의 안정이 가계의 금융자산 축적에 많은 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

가계가 보유한 금융자산 중에서는 예적금과 보험의 비중이 가장 컸다. 2010년 가계 금융자산 중 예적금과 보험이 차지하는 비중은 지난 2006년에 비해 다소 줄어들기는 했지만 여전히 72.6%로 대부분을 차지하고 있다.⁶⁾ 반면 주식이 가계 금융자산에서 차지하는 비중은 소폭 올랐음에도 10%에 미치지 못하고 있다. 펀드가 가계 금융자산에서 차지하는 비중 역시 9%를 약간 넘는 수준에 불과하다. 주식과 채권, 펀드 등 자본시장을 대표하는 금융상품을 모두 합해도 가계 금융자산에서 차지하는 비중은 19.2%에 불과한 것으로 나타났다.

<표 IV-1>은 우리가 일반적으로 들어오던 통념들, 즉 우리나라 가계의 자산은 부동산에 집중되어 있고 그나마 보유하고 있는 금융자산의 대부분은 은행과 보험 상품에 몰려 있다는 사실을 잘 보여준다.

-
- 5) 물론 이 기간 중 금융위기로 인한 소득정체가 예적금 규모 하락에 반영되었을 수도 있다.
- 6) 통계청 서베이 데이터에서 은행권 예적금에는 신탁을 포함해 MMF, CMA 등 자본시장의 실적 배당형 상품이 일부 포함되어 있다.

<표 IV-1> 2000년대 우리나라 가계의 평균적인 자산구성:
미시자료

	2000	2006	2010
(단위: 만원)			
총자산	10,511.5	26,431.3	30,530.3
금융자산	2,130.0	4,913.6	4,683.3
주식	169.2	304.5	452.1
채권	15.0	27.8	12.7
펀드	-	-	434.5
예적금	1,246.9	2,875.3	2,060.0
보험	280.7	1,150.8	1,340.3
전월세보증금	790.5	994.4	1,970.5
부동산 평가액	7,591.0	19,656.1	22,949.6
기타자산 평가액	-	867.2	926.8
부채총액(부채+임대보증금)	1,535.2	3,741.8	4,873.5
순자산(총자산-부채총액)	8,976.3	22,689.5	25,656.8
부동산 평가액/총자산	72.2%	74.4%	75.2%
금융자산/총자산	20.3%	18.6%	15.3%
(예적금+보험)/금융자산	71.7%	81.9%	72.6%
주식/금융자산	7.9%	6.2%	9.7%
펀드/금융자산	-	-	9.3%
(주식+펀드)/금융자산	-	-	18.9%
(주식+펀드+채권)/금융자산	-	-	19.2%
총 샘플 가구 수	23,516가구	7,395가구	9,239가구
가구주 평균 연령	46세	47세	49세
평균 가구원 수	3.1명	3.1명	3.0명

주 : 1) 예적금: 대부분의 은행권 수시입출식 예금, 적금이 포함되며, 신탁, MMF, CMA, CP 등 일부 자본시장 단기금융상품도 포함

2) 보험: 모든 저축성, 보장성 보험 포함

3) 가계 당 평균 수치

자료: 통계청(2000, 2006, 2010) 데이터를 기초로 계산

지금부터 우리나라 가계의 직간접 투자를 통한 주식시장 참여율은 어느 정도이고, 주식시장에 참여할 경우의 자산구성에 대해 알아보자.⁷⁾

<표 IV-2>에는 2010년에 직간접 투자를 통해 주식시장에 참여한 가계들만 샘플로 추출해 자산이 어떻게 구성되어 있는지 정리되어 있다. 우선 주식에 직접 투자하는 가계는 전체 샘플의 11.4%인 것으로 나타났다. 이는 직접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계를 의미한다. 이 샘플에서는 가구당 평균 보유 자산액이 60,173만원으로 나타났는데, 이는 전체 샘플의 가구당 평균 보유 자산액인 30,530만원의 약 두 배에 달한다. 이 샘플이 보유한 총자산 중에서 부동산 평가액이 차지하는 비중은 70.3%였는데, 이는 전체 샘플의 75.2%와 크게 차이나지 않는 수준이다. 그러나 일단 직접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계는 금융자산에서 차지하는 주식의 비중이 평균 31.0%에 이르러 전체 샘플의 평균(9.7%)에 비해 크게 상승한다. 주식과 펀드를 더한 투자금액은 이 샘플 가계 금융자산에서 43.9%를 차지했다. 한편 간접투자, 즉 펀드를 통해 주식에 투자하는 가계를 샘플로 구성하면 주식시장 참여율은 15.5%로 나타났다. 이 샘플에 포함되는 가계는 금융자산의 25.0%를 펀드로, 36.6%를 주식과 펀드로 구성하고 있었다. 마지막으로 주식에 직접투자하거나 또는 펀드를 통해 간접투자하고 있는 가계들을 샘플로 구성하면 주식시장 참여율은 22.5%였다. 이 샘플 가계는 금융자산의 18.0%를 주식으로, 35.3%를 주식과 펀드로 보유하고 있었다.

7) 주식시장 참여율(stock market participation ratio)과 조건부 자산보유 비중(asset holding ratio conditional on participation)은 가계 포트폴리오 결정 연구의 주요 테마다. 학계에서는 주식시장에 위험 프리미엄이 존재하는데도 불구하고 많은 투자자들이 시장에 참여하지 않는 것을 소위 “주식 프리미엄 퍼즐(equity premium puzzle)”이라고 부른다. 가계 포트폴리오 이론과 실증연구들은 그 이유를 밝히는데 주력해 가계의 주식시장 참여를 막는 요인들을 분석한다. 이와 함께 주식시장에 일단 참여하는 가계의 금융자산별 보유비중 결정요인도 주요한 연구 테마의 하나이다.

**<표 IV-2> 2010년 우리나라 가계의 자산구성:
주식시장 직간접 참여 가계만 샘플로 추출**

	직접(주식) 참여 가계	간접(펀드) 참여 가계	직간접 참여 가계
(단위: 만원)			
총 샘플 가구 수 대비 비중	11.4%	15.5%	22.5%
총자산	60,173.3	56,459.0	54,567.7
금융자산	12,783.2	11,232.0	11,147.7
주식	3,959.4	1,308.0	2,008.3
채권	59.7	74.6	51.8
펀드	1,646.5	2,805.1	1,929.9
예적금	4,515.3	3,733.6	3,836.5
보험	2,602.2	2,625.4	2,520.5
전월세보증금	3,284.5	3,715.2	3,364.3
부동산 평가액	42,686.8	39,603.6	38,253.1
기타자산 평가액	1,962.8	1,908.1	1,802.6
부채총액(부채+임대보증금)	9,036.9	8,110.2	8,028.4
순자산(총자산-부채총액)	51,680.4	48,348.8	46,539.4
부동산 평가액/총자산	70.3%	70.1%	70.1%
금융자산/총자산	21.1%	19.9%	20.4%
(예적금+보험)/금융자산	55.7%	56.6%	57.0%
주식/금융자산	31.0%	11.6%	18.0%
펀드/금융자산	12.9%	25.0%	17.3%
(주식+펀드)/금융자산	43.9%	36.6%	35.3%
(주식+펀드+채권)/금융자산	44.3%	37.3%	35.8%
총 샘플 가구 수	9,239가구	9,239가구	9,239가구
주식시장 참여 가구 수	1,055가구	1,431가구	2,080가구
가구주 평균 연령	46세	44세	45세
평균 가구원 수	3.5명	3.5명	3.5명

주 : 주식시장 직접 참여 가계는 주식에 직접투자하고 있는 가계만 샘플로 추출한 경우이며(주식 보유액>0), 간접 참여 가계는 펀드를 통해 투자하고 있는 가계만 샘플로 추출한 경우(펀드 보유액>0)임. 그리고 직간접 참여 가계는 주식에 직접 투자하고 있는 가계 또는 펀드를 통해 투자하고 있는 가계를 샘플로 추출한 경우(주식 보유액>0 또는 펀드 보유액>0)임

자료: 통계청(2000, 2006, 2010) 데이터를 기초로 계산

그러면 다른 나라 가계의 자산은 어떻게 구성되어 있고, 주식과 펀드 투자를 통한 직간접 주식시장 참여율은 얼마나 될까?⁸⁾ 아주 최근의 데이터를 이용한 것은 아니지만 Davis et al.(2009)의 연구는 많은 국가의 자산구성을 제시하고 있다. 그들의 연구에는 거시총량 자료와 가계 서베이 자료를 이용한 자산구성이 모두 제시되어 있는데, 여기에서는 가계 서베이 자료만 인용하도록 한다.⁹⁾

<표 IV-3>에는 미국을 포함한 12개국의 2000년 기준 가계 자산구성이 정리되어 있다. 여기에 따르면 미국과 호주를 제외한 모든 국가들에서 거주용 부동산 등 비금융자산의 비중이 가계 총자산의 70%를 넘는 것으로 나타났다. 비금융자산의 비중이 80%를 넘는 나라도 5개국이다. 앞에서 언급한 바와 같이 우리나라의 경우 2010년 기준 비금융자산의 비중이 84.7%로 <표 IV-3>에 제시한 나라들 중에서도 다소 높은 수준이다. 우리나라만의 특이한 자산인 전월세보증금을 금융자산에 포함하면 비금융자산의 비중은 78.2%인데, 이 경우에도 <표 IV-3>의 국가들 중 6번째로 비금융자산 비중이 높은 국가가 된다. 그리고 가계 금융자산 중에서 직간접 투자를 통해 보유한 주식이 차지하는 비중은 인도와 인도네시아를 제외한 나머지 모든 국가들이 20%를 넘어선다. 핀란드, 이탈리아,

8) 우리나라 가계의 자산구성과 직접적인 비교를 위해서는 다른 나라의 경우도 동일한 자산 분류방식을 이용해야 한다. 그러나 이를 위해서는 다른 나라 가계 서베이 자료를 모두 구해야 하는데, 이는 본 연구의 범위를 넘어서는 것으로 생각된다. 따라서 유사한 방법으로 여러 국가의 자산구성을 살펴본 기존 연구들의 자료를 참조하기로 한다. 이러한 한계점으로 인해 우리나라 데이터와 유사한 시기에 조사한 자료를 구하기는 어려웠다.

9) 본 절에서 가계 자산구성을 알아보기 위해 거시총량 데이터가 아닌 가계 서베이 데이터를 이용하는 이유는 우리나라의 경우 거시총량 데이터에 부동산 등 비금융자산의 총액이 나오지 않기 때문이다. Davis et al.(2009) 등 기존 연구들에 의하면 비금융자산 평가액은 가계 서베이 자료가 보다 정확한 것으로 평가된다. 그러나 가계 서베이 자료에서는 대체적으로 금융자산의 규모가 실제보다 다소 낮게 조사되는 것으로 알려져 있다.

네덜란드, 스페인, 미국 등은 주식이 차지하는 비중이 총금융자산의 35~45% 수준에 달하며, 일본도 34%로 높은 수준을 보이고 있다. 우리나라는 주식과 펀드를 모두 합하면 2010년 기준 가계 총금융자산의 18.9% 임은 앞에서 보인바 있다.

<표 IV-3> 주요국가의 가계 자산구성(2000년)

	총자산 대비 비중(%)			금융자산 대비 비중(%)		
	금융 자산	비금융 자산	거주용 부동산	유동성 자산	주식	기타 금융 자산
호주	32	68	54	14	21	64
캐나다	29	71	38	19	23	58
핀란드	17	83	75	51	36	14
독일	24	76	-	46	24	30
인도	5	95	28	92	5	3
인도네시아	3	97	46	-	-	-
이탈리아	18	78	69	40	39	-
일본	30	70	54	59	34	7
네덜란드	21	80	70	37	43	20
뉴질랜드	28	72	37	21	21	58
스페인	13	87	58	40	38	22
미국	42	58	32	15	39	46

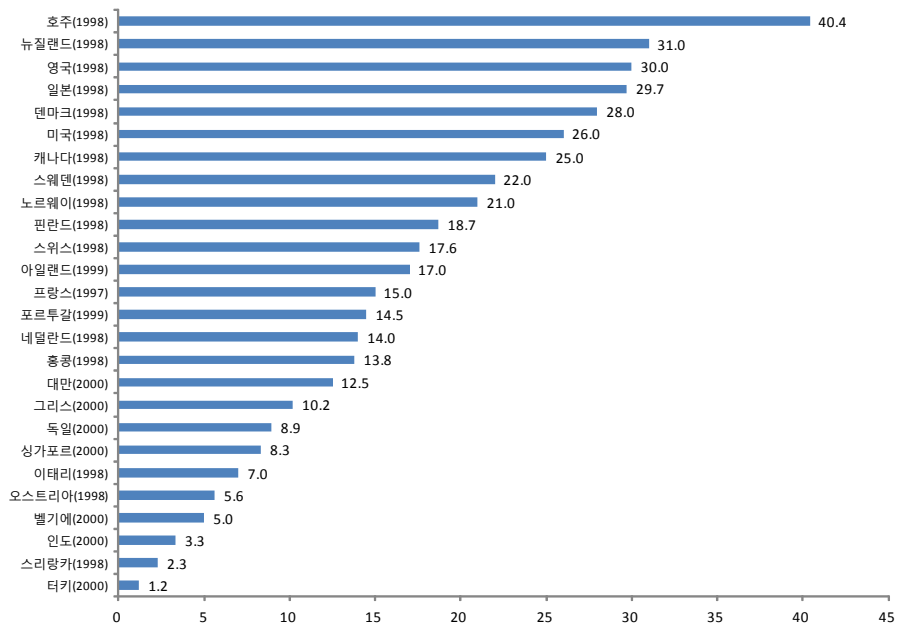
주 : 주식에는 직접투자를 통한 주식보유와 뮤추얼펀드 투자를 통한 간접적인 주식보유가 모두 포함. 기타 금융자산에는 보험, 연금플랜 자산 등이 포함. 국가 순서는 영문 알파벳 순

자료: Davis et al.(2009) p. 39 <Table 3> 재인용

그러나 Davis et al.(2009)의 연구에는 각국 가계의 주식시장 참여율은 제시되지 않는다. 비록 최근 연도에 조사된 것은 아니지만 Giannetti and Koskinen(2010)은 26개 국가 가계의 주식시장 참여율을 다양한 출처를 통해 조사해 정리했다. 아래의 <그림 IV-1>에 따르면 직접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 가장 높은 나라는 호주로

40.4%이며, 뉴질랜드, 영국 등도 30% 이상의 참여율을 보이고 있다. 우리나라 가계의 경우 2010년 기준으로 직접투자를 통해 주식시장에 참여하고 있는 가계의 비중이 11.4%였는데, 이는 대만보다 낮은 숫자로 조사된 국가들 중 18번째이다.

<그림 IV-1> 국가별 가계 주식시장 참여율(% , 직접투자)



주 : 가계 중 직접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 비중. 국가별 다양한 출처에서 데이터 추출

자료: Giannetti and Koskinen(2010) p. 152 <Table 1> 재인용

그러나 Giannetti and Koskinen(2010) 연구에는 뮤추얼펀드, 즉 간접 투자를 통한 주식시장 참여율은 조사되지 않고 있으며, 동시에 주식시장에 참여하는 가계의 주식보유 비중도 조사되어 있지 않은 한계점이 있다. 이에 여타 기존 문헌들을 통해 몇몇 선진국의 직접 주식시장 참여율,

직간접 주식시장 참여율, 그리고 주식시장에 참여하는 가계의 주식과 펀드 보유비중 등을 알아본다. <표 IV-4>에는 Guiso et al.(2001), Arrondel and Masson(2003), Iwaisako(2003) 등이 조사한 미국, 영국 등 7개 국가 가계의 주식시장 참여율과 주식시장에 참여하는 가계의 주식보유비중이 정리되어 있다.

<표 IV-4> 주요국가의 직간접 주식시장 참여율 및 조건부 주식 보유비중

	주식 직접투자		주식과 뮤추얼 펀드를 통한 직간접투자	
	참여율(%)	금융자산 대비 주식 비중(%)	참여율(%)	금융자산 대비 주식+펀드 비중(%)
프랑스(1997)	15.0	21.7	23.1	28.2
독일(1995)	10.5	18.6	15.6	21.8
이탈리아(1998)	7.3	23.0	18.7	57.3
일본(1999)	23.6	-	25.2	-
네덜란드(1998)	15.4	47.6	35.1	53.6
영국(1998)	21.6	42.7	31.4	-
미국(1998)	19.2	34.6	48.9	59.6
한국(2010)	11.4	31.0	22.5	35.3

주 : 참여율은 가계 서베이에 참여한 전체 가계 중 직간접 투자를 통해 주식시장에 참여하고 있는 가계의 비중. 금융자산 대비 비중은 주식시장에 참여하고 있는 가계의 금융자산 중 주식 또는 뮤추얼펀드 보유 비중을 의미. 주식 직접투자의 경우 금융자산 대비 주식의 비중이며, 직간접투자의 경우 금융자산 대비 주식과 펀드의 비중임

자료: 미국, 영국, 네덜란드, 독일, 이탈리아는 Guiso et al.(2001)을, 프랑스는 Arrondel and Masson(2003)을 재인용하였으며, 일본은 Iwaisako(2003)를 재인용(미국: Survey of Consumer Finances, 영국: Family Expenditure Survey, 네덜란드: CentER Saving Survey, 독일: Soll and Haben Survey(1995), 이탈리아: Survey of Household Income and Wealth, 프랑스: Patrimoine 97 INSEE Survey, 일본: Nikkei Radar by Nihon Keizai Shimbun)

위의 표에 따르면 직접투자를 통한 가계의 주식시장 참여율이 가장 높은 나라는 일본으로 참여율이 23.6%였으며, 영국(21.6%), 미국(19.2%) 등이 뒤를 이었다. 우리나라 가계의 참여율(11.4%)보다 낮은 나라는 이탈리아(7.3%)와 독일(10.5%)이다. 직접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 총금융자산 대비 주식보유 비중은 네덜란드가 가장 높아 47.6%였으며, 그 다음이 영국(42.7%)이었다. 우리나라의 경우 이 수치가 31.0%인데, 이는 미국(34.6%)과 크게 차이가 나지 않는 수준이다.

주식 직접투자에 펀드를 통한 간접투자까지 모두 포함한 주식시장 참여율은 미국이 48.9%로 가장 높았다. 직간접투자를 통해 주식시장에 참여하는 미국 가계들은 총금융자산 중 59.6%를 주식 또는 뮤추얼펀드로 보유하고 있는 것으로 나타났다. 직간접투자를 통한 가계의 주식시장 참여율은 네덜란드, 영국이 30%를 넘었고, 여타 국가들은 15~25% 수준이었다. 이탈리아와 네덜란드의 경우 직간접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 총자산 중 주식과 펀드의 비중이 50%를 넘는 것으로 나타났다. 우리나라의 경우 직간접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계의 비중이 22.5%였으며, 참여하는 가계의 총금융자산에서 주식과 펀드가 차지하는 비중은 35.3%였다.

미시자료, 즉 가계 서베이 자료를 통해 우리나라 가계의 자산구성을 다른나라와 비교해 본 바 발견되는 특징은 다음과 같다.

첫째, 정도의 차이는 있지만 대부분의 국가에서 거주용 부동산을 중심으로 한 비금융자산의 비중이 압도적으로 많았다. 그 가운데 우리나라 가계의 비금융자산 보유 비중은 보다 높은 것으로 나타났다. 둘째, 우리나라 가계의 총금융자산에서 차지하는 주식과 펀드의 비중은 여타 선진 국가들에 비해 상대적으로 낮은 수준이었다. 셋째, 우리나라 가계의 총금융자산에서 주식과 펀드의 비중이 낮은 것은 직간접투자를 통한 주식시장 참여율이 낮는데 크게 기인한 것으로 보인다. 우리나라 가계 중

직간접투자를 통해 일단 주식시장에 참여하는 가계는 주식과 펀드의 보유비중이 전체 가계에 비해 크게 올라간다. 물론 여타 선진국에 비해서는 여전히 주식과 펀드의 보유비중이 낮기는 하지만 그 차이가 전체 가계 샘플에 비해 줄어든다.

펀드를 매입하는 가계뿐만 아니라 주식에 직접투자 하는 가계도 잠재적인 펀드 수요자이다. 따라서 위와 같은 분석이 주는 시사점은 직간접투자를 통해 주식시장에 참여하는 가계를 늘리는 것이 펀드수요 잠재력을 확보하는데 일차적인 과제가 된다는 것이다.

2. 거시자료를 통해 본 우리나라 가계의 펀드보유 추세

서베이를 통해 가계가 보유한 펀드규모를 조사한 것은 사실상 통계청 자료가 유일하다. 통계청 자료조차도 2000년 및 2006년 조사에서는 펀드보유를 따로 조사하지 않아 2010년 조사에서만 그 규모가 확인된다. 따라서 서베이 자료를 통해서만 가계 펀드보유의 시계열적 추세를 변화 확인할 수 없다. 여기에서는 한국은행의 자금순환을 이용해 가계 금융자산에서 차지하는 펀드 비중이 어떻게 변화해 왔는지, 그리고 펀드 전체에서 가계가 보유한 펀드의 비중이 어느 정도 되는지를 알아본다.

먼저 <표 IV-5>에는 2002년 이후 우리나라 가계 금융자산 구성의 변화 추이가 정리되어 있다. 이 기간 중 가계 금융자산 전체 규모는 두 배 넘게 증가했다. 글로벌 금융위기가 발생했던 2008년에 금융자산 규모가 잠시 줄어들었는데, 주로 주식, 펀드 등 가격변화가 심한 실적배당상품 보유의 위축이 가장 큰 원인이었던 것으로 보인다. 본 보고서의 핵심 테마인 가계 펀드보유는 2007년을 정점으로 급격하게 줄어들고 있다.¹⁰⁾

2007년에 약 168조원이었던 가계의 펀드 보유규모가 2012년에는 약 87조원으로 절반 가까이 줄어들었다. 이는 가계 보유 펀드가 상대적으로 주식형이 많고 그 결과 금융위기 등 외부변수에 더 많은 영향을 받았기 때문인 것으로 추정된다. 각 금융자산이 전체 가계 금융자산 규모에서 차지하는 비중을 보면 앞 절의 미시자료에서 확인한 바와 같이 예금과 보험이 절대적인 비중을 차지하고 있다. 반면 펀드가 가계 금융자산에서 차지하는 비중은 2007년 9.7%를 정점으로 계속해서 하락해 2012년에는 3.7%까지 떨어졌다.

10) 한국은행 자금순환은 펀드를 수익증권으로 표기하고 있으며 채권의 일종으로 분류하고 있다. 참고로 한국은행 자금순환표 상의 수익증권은 금융투자협회가 집계하는 투자신탁의 순자산가치(NAV)와 동일하다. 가계에는 일반 가계(자영업자와 개인회사 포함)와 비영리단체가 모두 포함된다.

<표 IV-5> 우리나라 가계의 금융자산 구성 변화 추이

	금융자산 전체와 펀드 규모(조원)		금융자산 전체 대비 개별 금융자산 보유 비중(%)				
	전체	펀드	펀드	현금 통화와 예금	보험 및 연금	채권	주식 및 출자 지분
2002	1,084.1	52.8	4.9	54.3	21.4	8.6	14.1
2003	1,170.0	42.7	3.6	52.8	21.6	7.9	16.3
2004	1,245.8	64.1	5.1	50.1	22.6	9.8	16.4
2005	1,413.9	81.4	5.8	47.5	21.7	9.4	20.3
2006	1,534.2	110.0	7.2	46.8	22.5	10.0	19.0
2007	1,724.0	167.6	9.7	42.5	22.7	12.7	21.4
2008	1,697.2	122.9	7.2	46.6	25.0	11.3	16.1
2009	1,963.1	130.6	6.7	45.0	24.3	11.2	18.7
2010	2,187.9	98.9	4.5	45.1	24.4	9.7	20.1
2011	2,302.6	84.3	3.7	46.5	25.7	8.9	18.2
2012	2,485.4	87.1	3.5	45.4	27.4	9.3	17.2

주 : 1) 펀드는 자금순환표 상의 수익증권이며 금융투자협회 분류하는 투자신탁의 순자산가치(NAV)와 동일

2) 채권에는 수익증권을 제외한 모든 채권 포함

자료: 한국은행 데이터를 기초로 계산

<표 IV-6>에는 주요 경제주체들이 보유하고 있는 펀드의 규모가 전체 펀드규모에서 차지하는 비중이 정리되어 있다. 앞에서 가계 부문이 보유한 펀드의 규모가 2007년을 정점으로 하락하고 있음을 보였는데, 그 결과 가계 보유 펀드의 전체 펀드규모 대비 비중도 크게 떨어졌다. 가계 보유 펀드의 비중은 2007년 55.0%를 정점으로 하락하기 시작해 2012년에는 29.4%까지 떨어졌다. 가계가 차지하는 비중이 떨어지면서 예금취급 금융기관, 보험 및 연기금 등 소위 기관투자자들이 차지하는 비중이 크게

상승했다. 이는 펀드의 주요고객이 개인에서 기관투자자로 옮겨가고 있음을 반영한 것으로 볼 수 있겠다.

<표 IV-6> 전체 펀드의 주요 경제주체별 보유비중

(단위: %)

	가계	주요 기관투자자				
		예금 취급 기관	보험	연금 기금	기타 금융 기관	비금융 법인
2002	33.1	22.3	14.1	1.8	6.6	14.2
2003	31.4	25.0	12.8	1.5	6.7	14.0
2004	35.1	19.6	10.5	1.8	5.0	19.5
2005	39.4	17.2	9.4	2.5	3.9	18.4
2006	47.7	16.6	8.5	2.4	3.7	13.8
2007	55.0	11.8	8.5	2.9	2.6	13.7
2008	44.2	13.3	9.6	3.1	3.8	8.2
2009	42.6	21.4	11.5	2.8	4.6	9.9
2010	32.2	23.1	14.5	3.6	8.0	11.0
2011	31.6	22.4	15.2	4.3	8.3	8.6
2012	29.4	22.1	19.0	4.7	7.6	8.1

주 : 가계에는 일반가계, 자영업자, 개인회사, 비영리단체 등이 모두 포함. 연금기금에는 사회보장성 기구 제외. 국민연금 등 사회보장기구는 정부 부문에 포함. 기타 금융기관에는 증권회사, 여신전문회사, 공적 금융회사 등이 포함
자료: 한국은행 데이터를 기초로 계산

3. 우리나라 가계의 펀드 보유규모 전망: 2013~2020년

본 절에서는 향후 우리나라 가계의 펀드 보유규모가 얼마나 될지 전망한다. 여기에서 전망하는 가계 펀드 보유규모는 가계가 직접 매입하는 펀드로 한정한다. 즉, 가계가 국민연금 또는 퇴직연금 등 연기금을 통해 간접적으로 매입한 펀드는 제외한다.

전망은 두 단계로 나누어 진행한다. 첫째 단계에서는 가계가 보유하는 금융자산 규모를 전망한다. 금융자산의 규모는 가계의 저축여력을 의미하며, 그 축적정도에 따라 펀드 보유의 절대규모도 영향을 받는다. 둘째 단계에서는 첫 단계에서 전망된 가계 금융자산 규모를 바탕으로 펀드 보유규모를 전망한다. 금융자산 규모 전망 단계에서 두 가지 시나리오를 설정하고, 금융자산 규모를 바탕으로 펀드 보유규모를 전망하는 단계에서 다시 두 가지 시나리오를 설정해 모두 네 가지 시나리오로 펀드 보유규모를 전망한다.

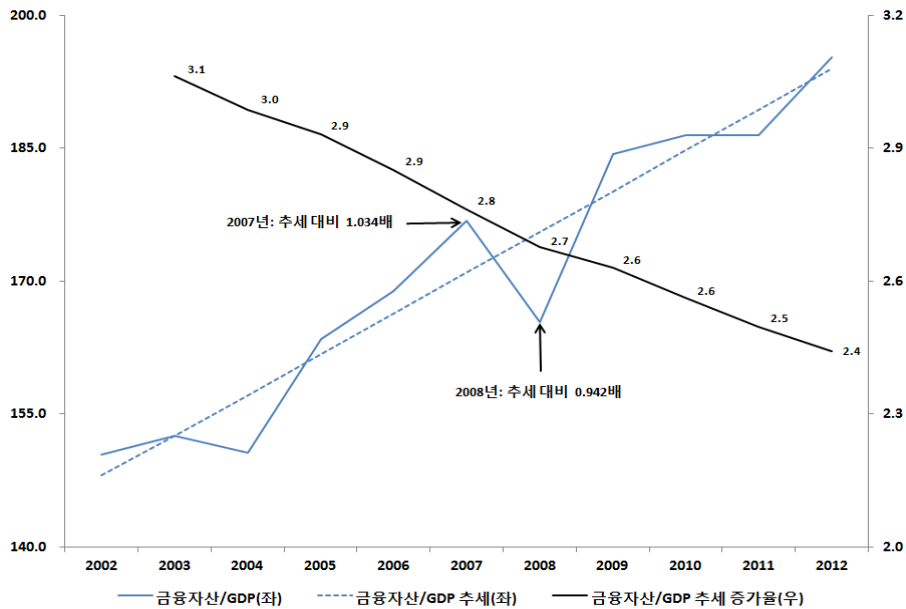
가. 스텝 1: 가계 금융자산 규모 전망

금융자산 규모는 소득과 절대적인 상관관계를 가진다. 경제활동을 통해 발생하는 부가가치는 금융기관을 거쳐 또 다른 부가가치를 만들어내는데, 이 과정을 통해 금융자산 규모는 증가하게 된다. 본 절에서는 가계 금융자산 규모를 전망하기 위해 명목 GDP와 가계 금융자산의 과거 시계열을 활용한다.

<그림 IV-2>에는 2002~2012년 중 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율이 그려져 있다. 실선은 실제 비율이며, 점선은 그 비율의 추세선(trend line)이다.¹¹⁾ 그리고 우하향하는 실선이 추세의 증가율이다. 이 그림을

통해 볼 때 실제 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율은 연도에 따라 상승하거나 하락하기는 하지만 대체로 추세를 크게 벗어나지 않고 있다. 특히 글로벌 금융위기로 주식 및 채권 가격이 크게 떨어졌던 2008년이 없었다면 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율과 그 추세선과의 괴리는 더욱 작았을 것이다.

<그림 IV-2> 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율(%)



자료: 한국은행 데이터를 기초로 계산

위 그림을 통해 알 수 있는 또 하나의 특징은 GDP 대비 가계 금융 자산 비율의 추세가 계속해서 상승하고 있다는 점이다. 특정한 시계열

11) 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율의 추세(trend)는 Hodrick-Prescott 필터를 이용해 추정했다.

변수가 일정한 패턴을 보인다면 적절한 가정을 통해 그 시계열 변수의 미래를 전망할 수 있다. 따라서 여기에서는 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율의 추세를 먼저 전망해서 하나의 기준점을 만들기로 한다. 앞서 언급한 바와 같이 이 비율의 추세는 일정한 패턴을 가지고 상승하고 있는데, 추세의 증가율은 2003년 이후 계속해서 떨어지고 있다. 위 그림에 나타나 있는 바와 같이 추세 증가율은 2003년 3.1%에서 계속해서 떨어져 2012년에는 2.4%를 기록했다. 추세 증가율이 매년 떨어지고 있는 현황을 반영해 향후에도 추세 증가율은 완만하게 떨어져 2020년에는 2.0%에 이르는 것으로 가정한다. 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율의 추세 증가율을 가정하면 2020년까지 추세는 쉽게 계산할 수 있다.

<표 IV-7> 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 시나리오

	명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 추세 증가율 (가정, %)	명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 추세 (전망, %)	명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 시나리오 (전망, %)	
			금융자산 고성장 시나리오 (추세 대비 1.034배 가정)	금융자산 저성장 시나리오 (추세 대비 0.942배 가정)
2012	2.4	194.0	195.3	195.3
2013	2.4	198.6	205.5	187.1
2014	2.3	203.3	210.3	191.5
2015	2.3	208.0	215.1	195.9
2016	2.2	212.6	219.9	200.3
2017	2.2	217.3	224.7	204.7
2018	2.1	221.9	229.6	209.1
2019	2.1	226.6	234.4	213.4
2020	2.0	231.1	239.0	217.7

자료: 한국은행 데이터를 기초로 계산

위의 <표 IV-7>에는 2013~2020년까지 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 추세의 증가율과, 이를 기초로 계산한 추세가 정리되어 있다. 그리고 추세 전망치를 기초로 이 비율의 두 가지 시나리오를 설정했다. 첫째는 금융자산 고성장 시나리오로 2020년까지 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율이 추세의 1.034배라고 가정해 시나리오를 설정했다. 둘째는 금융자산 저성장 시나리오로 2020년까지 동 비율이 추세의 0.942배라고 가정해 시나리오를 설정했다. 이 가정들은 2002~2012년까지의 경험치를 토대로 했다. 앞의 <그림 IV-2>에 의하면 2002~2012년 중 동 비율이 추세보다 가장 컸던 해는 2007년으로 추세 대비 1.034배였으며, 반대로 추세보다 가장 적었던 해는 글로벌 금융위기 직후인 2008년으로 추세 대비 0.942배였다. 위의 <표 IV-7> 3열과 4열에는 이러한 과정을 통해 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율의 두 가지 시나리오가 전망되어 있다.

다음으로 두 가지 시나리오 하의 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율 전망치를 기초로 가계 금융자산 규모의 전망치가 아래의 <표 IV-8>에 정리되어 있다. 계산은 명목 GDP 전망치에 위의 표에서 추정된 시나리오별 비율을 곱해 간단히 해결된다.¹²⁾ 앞에서 언급한 바와 같이 우리나라 가계의 금융자산 총액은 2012년말 기준 2,485.4조원이다. 금융자산 고성장 시나리오 하에서는 그 규모가 2015년에 3,276.7조원에 이른 후, 2020년에 4,925.6조원에 달할 것으로 전망된다. 이는 2012년 대비 약 98%, 즉 거의 두 배로 증가한 것이다. 한편 금융자산 저성장 시나리오 하에서는 2015년에 2,984.2조원, 2020년에 4,485.9조원에 이를 것으로 전망된다. 이는 2012년 대비 약 80.5% 증가한 것이다.¹³⁾

12) 2013~2020년 중의 명목 GDP 규모 전망치는 IMF와 국회예산정책처의 전망수치를 단순평균해 사용했다.

13) 명목 GDP 대비 가계 금융자산이 고성장하거나 저성장하는 요인에 대해서는 뒷부분에서 가계 금융자산 대비 펀드 규모의 성장 요인과 함께 논의하도록 한다.

<표 IV-8> 시나리오별 가계 금융자산 규모 전망

	명목 GDP 전망치 (십억원)	가계 금융자산 규모추세 전망치 (십억원)	가계 금융자산 규모 전망치 (십억원)	
			금융자산 고성장 시나리오	금융자산 저성장 시나리오
2012	1,272,460	2,485,443	2,485,443	2,485,443
2013	1,345,717	2,673,093	2,764,853	2,518,058
2014	1,434,419	2,916,040	3,016,140	2,746,915
2015	1,523,418	3,167,975	3,276,724	2,984,238
2016	1,616,085	3,436,050	3,553,999	3,236,764
2017	1,718,942	3,734,881	3,863,090	3,518,264
2018	1,827,186	4,055,142	4,194,344	3,819,950
2019	1,940,777	4,397,382	4,548,332	4,142,341
2020	2,060,546	4,762,127	4,925,598	4,485,932

자료: 한국은행 데이터를 기초로 계산

나. 스텝 2: 가계 펀드 보유규모 전망

지금부터는 앞에서 전망한 시나리오별 가계 금융자산 규모를 토대로 가계 펀드 보유규모를 전망한다. 전망은 가계 금융자산에서 차지하는 펀드의 비중이 어느 정도 될 것인지에 대한 가정을 통해 이루어진다. 이를 위해 역시 2002~2012년의 역사적 경험치를 활용한다. 이 기간은 사실상 우리나라 자산운용시장 성장 역사의 중심이 되는 시기라 할 수 있다. 이 11년의 기간 중 가계 금융자산 대비 펀드 보유비중은 평균 5.6%였다. 이 비중이 최고 정점에 도달했던 때는 글로벌 금융위기가 시작되기 바로 직전이던 2007년으로 9.7%였다. 앞에서 언급한 바와 같이 가계 펀드 보유비중은 2007년 이후 하락하기 시작해 2012년에는 3.5%까지 떨어졌다.

그리고 이 기간 중 가계 펀드 보유비중의 추세치는 연평균 1.2% 하락했다. 가계 펀드 보유규모를 전망하기 위해 가계 금융자산 대비 펀드 보유비중을 고성장과 저성장 시나리오로 나누었다. 펀드 고성장 시나리오에서는 가계 펀드 보유비중이 2012년 3.5%를 저점으로 완만하게 상승해 2030년에 과거 평균 수준인 5.6%에 도달하는 것으로 가정한다. 펀드 저성장 시나리오에서는 펀드 보유비중이 앞으로도 연평균 1.2% 하락하는 것으로 가정한다.

<표 IV-9> 가계 금융자산 대비 펀드 보유비중 시나리오와 비전

(단위: %)

2002~2012년 가계 금융자산 대비 펀드 보유비중		
	<ul style="list-style-type: none"> • 평균: 5.6% • 최대: 9.7% (2007년) • 최소: 3.5% (2012년) • 추세 증감률 평균: -1.2% 	
	향후 시나리오	
	펀드 고성장 시나리오 (비중이 점진 상승 2030년 5.6% 도달)	펀드 저성장 시나리오 (비중이 추세 증감률 평균만큼 변화)
2012 (실적치)	3.5	3.5
2013	3.6	3.5
2014	3.7	3.4
2015	3.9	3.4
2016	4.0	3.3
2017	4.1	3.3
2018	4.2	3.3
2019	4.3	3.2
2020	4.4	3.2

가계 금융자산의 고성장 및 저성장 시나리오, 펀드의 고성장 및 저성장 시나리오를 조합한 시나리오별 가계 펀드 보유규모 전망치가 아래의 <표 IV-10>에 정리되어 있다. 전망 결과에 따르면 2020년에 가계 펀드 보유규모는 최소 143조원에서 최대 219조원에 도달할 것으로 예상된다. 최대 전망치의 경우 2012년 실적치 대비 약 2.5배, 최소 전망치의 경우 약 1.6배 증가한 수준이다. 연평균 증가율은 최대치가 약 19%, 최소치가 약 8% 수준이다.

<표 IV-10> 시나리오별 가계 펀드 보유규모 전망

	시나리오(십억원)			
	펀드 고성장 & 금융자산 고성장	펀드 고성장 & 금융자산 저성장	펀드 저성장 & 금융자산 고성장	펀드 저성장 & 금융자산 저성장
2012 (실적치)	87,143	87,143	87,143	87,143
2013	100,197	91,253	95,806	87,254
2014	112,856	102,782	103,290	94,070
2015	126,466	115,178	110,901	101,002
2016	141,354	128,737	118,878	108,267
2017	158,198	144,077	127,705	116,306
2018	176,704	160,931	137,033	124,801
2019	196,975	179,393	146,859	133,750
2020	219,116	199,557	157,180	143,150

다. 시나리오를 결정하는 요인

위에서는 가계 펀드 보유규모를 전망하기 위해 두 단계를 거쳤다. 먼저 명목 GDP와의 관계 분석을 통해 가계 금융자산 규모를 전망했는데, 이 단계에서 두 가지 시나리오를 설정했다. 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율이 추세보다 상회하는 경우(고성장 시나리오)와 하회하는 경우(저성장 시나리오)로 나눈 바 있다. 이 비율에는 국가 전체의 소득수준이 이미 반영되어 있기 때문에 이 비율이 추세보다 높거나 낮은 것은 국가 전체 소득수준 이외의 다른 요인들이 작용했을 것이다. 이 요인들은 다음과 같은 몇 가지로 나누어 볼 수 있다.

첫째로 생각할 수 있는 요인은 금융자산 및 비금융자산의 가격 또는 수익률의 움직임이다. 주식 및 채권가격 등 실적 배당상품의 수익률, 금리 등이 상승하면 가계가 금융자산에 대한 투자를 늘릴 것이다. 그리고 금융자산 가격의 상승 자체는 추가적인 투자가 없다고 하더라도 자산가치의 증대를 통해 보유 금융자산 규모 증대로 연결될 것이다. 반면, 비금융자산의 가격 상승은 가계 금융자산 보유규모 감소로 연결될 수 있다. 예를 들어 부동산 가격이 상승하면 가계는 금융자산 중 일부를 이용해 부동산을 매입할 수 있고 그 과정에서 금융자산 규모가 줄어든다. 물론 부동산을 매각한 주체 역시 가계이고, 그 가계가 부동산 매각 대금으로 금융자산에 투자한다면 가계 전체의 금융자산 보유규모에 변화가 없을 수도 있다. 그러나 일반적으로 부동산 시장이 호경기에 진입하면 부동산을 매각한 가계가 또 다른 부동산을 매입하기 위해 매각 대금을 단기성 금융자산으로 보유할 가능성이 크고, 이는 전체 가계 금융자산의 축소를 야기할 수 있다. 전세보증금의 상승도 유사한 결과를 야기한다. 전월세보증금이 올라가면 가계는 일반적으로 금융자산 중 일부를 이용해 충당하게 된다.

둘째 요인으로는 가계 부문의 부채조정 속도를 예로 들 수 있다. 가계가 늘어난 부채를 급격하게 조정하는 것은 보유 부동산 가격이 크게 떨어질 경우를 예로 들 수 있겠다. 이 경우 이미 부동산 담보대출을 가지고 있는 가계는 부동산 가격이 더 떨어지기 전에 보유 부동산을 처분해 담보대출을 전액 상환하거나, 소득 또는 보유 금융자산으로 담보대출을 빠르게 상환해 나가려 할 것이다. 이는 전체 가계 금융자산의 규모를 떨어뜨리는 요인이 될 수 있다.

셋째 요인으로는 국가 전체 명목 소득, 즉 명목 GDP 대비 가계 부문 소득의 기여도를 예로 들 수 있다. 명목 GDP에서 차지하는 가계 부문의 기여도가 과거 경험치에 비해 떨어진다면 명목 GDP 대비 가계 금융자산 비율이 추세치보다 낮아질 수 있다. 여기에 큰 영향을 줄 수 있는 것은 역시 인구고령화다. 통상적으로 가장 소득이 높은 연령대인 40~50대가 전체 인구에서 차지하는 비중이 떨어져 가계 부문의 소득 창출이 저조해지고, 이를 자본이 대체하는 경제구조로 변화하면 명목 GDP 중 가계 부문 기여도가 떨어질 수 있다.

넷째 요인으로는 저축과 자산 축적을 위한 정부의 정책적 노력을 예로 들 수 있겠다. 이는 세제혜택 상품 도입 등 종합적이고 포괄적인 자산 축적 노력을 의미한다.

가계 펀드 보유규모 전망을 위한 두 번째 단계는 가계 금융자산에서 차지하는 펀드 보유비중에 대한 시나리오를 설정하는 것이었다. 그러면 주어진 가계 금융자산에서 펀드 보유비중에 영향을 줄 수 있는 요인은 무엇인가? 첫째 요인으로는 역시 주식 및 채권 가격, 그리고 대체자산의 가격 움직임을 예로 들 수 있다. 일반적으로 주식과 채권 가격이 상승하면 가계 펀드 보유가 늘어날 것이다. 물론 글로벌 금융위기 이후 국내 주가가 뚜렷한 방향성을 보여주지 못하고 등락을 거듭하면서, 주가가 일정 수준까지 올라가면 펀드 환매가 늘어나고, 또 일정 수준까지 하락하면

펀드 매입이 늘어나는 양상이 나타나고 있다. 이는 주가가 장기적으로 상승할 수 있다는 방향성에 대한 확신이 약하기 때문인 것으로 추정된다. 반면 예금 등 금리형 상품의 금리가 올라가면 펀드 보유가 떨어질 것이다. 부동산 가격의 경우 가계 펀드 보유에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 일반적으로 부동산 가격이 상승하면 보유 금융자산을 처분해 부동산을 매입하는 경향이 강할 것이다. 반대로 부동산 가격이 하락하면 펀드 등 다른 중장기 금융자산을 매입할 유인이 생길 것이다. 물론 부동산에 대한 선호도가 높은 가계는 전문가의 도움을 받을 수 있는 부동산 관련 펀드의 매입을 늘릴 수도 있다.

둘째 요인으로는 가계의 가용 금융자산 중 상당부분이 퇴직자산 유형으로 축적됨에 따른 여타 저축의 구축효과(crowding out effects) 가능성이 있다. 고령화가 진전됨에 따라 개별 가계는 퇴직연금과 개인연금을 포함한 퇴직자산 축적을 늘려나갈 것이다. 따라서 가계는 연금펀드를 통해 간접적으로 금융자산 매입을 늘려나갈 가능성이 크다. 그러나 가계의 소득이 한정되어 있기 때문에 소비와 퇴직자산 축적에 소요되는 자금을 제외하면 가계가 예금, 주식 및 펀드 등을 직접 매입할 수 있는 여력은 갈수록 줄어들 수 있다.

셋째 요인으로는 주식 및 채권 등 펀드가 편입하는 자산의 가격 이외에 펀드 수익률에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 들 수 있다. 예를 들어 배당금 규모, 펀드투자와 관련된 세금, 펀드투자와 관련된 각종 수수료와 보수의 수준 등이 있겠다.

넷째 요인으로는 자산운용시장의 전반적인 환경을 들 수 있다. 여기에는 펀드 관련 상품의 다양성, 펀드를 설계하고 운용하는 자산운용회사들의 경쟁력, 가계 부문 투자자들이 쉽게 접근할 수 있는 판매망, 투자자보호 체계 등이 포함될 수 있다.

다섯째 요인으로는 가계의 펀드보유를 유도할 수 있는 정부의 정책적 노력을 들 수 있겠다. 이것은 세제혜택 등 펀드투자에 직접적인 유인체계를 제공하는 것과 함께 앞에서 설명한 자산운용시장의 환경개선과도 연계된다.

이상에서 논의한 가계 금융자산 규모 전망과 펀드 보유규모 전망 시나리오를 결정하는 요인들이 아래의 <표 IV-11>에 정리되어 있다. 아래의 표에는 시나리오를 결정하는 각각의 요인들이 정부의 정책적 노력에 의해 통제될 수 있는지도 제시되어 있다. 예를 들어 금융자산 또는 비금융자산의 가격이나 수익률은 가계 금융자산 규모와 펀드 보유규모를 결정하는 주요한 요인이지만, 이를 정부가 직접 통제하기는 매우 어렵다. 반면 자산축적이나 펀드 보유를 늘리기 위해 인센티브를 제공하는 것은 그 자체로서 정책적 목표가 될 수 있다.

<표 IV-11> 가계 펀드 보유규모 전망 시나리오 결정 요인

[1단계] 가계 금융자산 규모 전망 시나리오	정책적 노력에 의 한 개선 가능성		[2단계] 가계 펀드 보유규모 전망 시나리오
명목 GDP 대비 가계 금융 자산 비율이 추세를 벗어 나는 요인	1단계	2단계	가계 금융자산 대비 펀드 보유비중 결정 요인
<ul style="list-style-type: none"> • 금융/비금융자산 가격 또는 수익률 • 가계 부채조정 속도 • 명목 GDP 대비 가계 부문 소득 기여도 • 금융자산 축적 위한 정책적 노력 	<p>낮음</p> <p>낮음</p> <p>낮음</p> <p>가능</p>	<p>낮음</p> <p>낮음</p> <p>제한적</p> <p>가능</p> <p>가능</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 주식 및 채권가격, 대체자산 가격 움직임 • 퇴직자산 축적에 따른 펀드매입 구축효과 • 펀드수익률에 영향을 미치는 변수: 배당 등 • 자산운용시장의 전반적인 환경 • 펀드 보유 유도를 위한 정책적 노력

4. 우리나라 가계의 펀드보유 활성화를 위한 과제

앞에서 논의한 가계 금융자산 규모와 펀드 보유규모 전망 시나리오를 결정하는 요인들은 정책적 노력에 의해 개선되기 어려운 것들과 개선이 가능한 것들로 나눌 수 있었다. 여기에서는 가계 금융자산을 더 많이 축적하고, 축적된 금융자산이 펀드보유로 연결될 수 있도록 하기 위해 가능한 정책적 접근방법에 대해서 논의한다.

가. 금융자산 축적 및 펀드 투자 활성화를 위한 유인책 제공

가계의 여유 자금을 펀드를 포함한 금융자산으로 유도하기 위한 가장 효율적인 유인책은 세제혜택 제공이다. 금융상품에 세제혜택을 제공하는 배경이 가계가 스스로 노후생활을 대비할 수 있도록 자산축적을 돕는 것에 있다면 네 가지 중요한 측면을 고려해야 한다. 첫째, 세제혜택이 제공되는 금융상품의 범위를 넓혀줘야 한다. 이것은 투자자 측면과 금융산업 측면의 형평성을 모두 고려해야 한다는 의미이다. 투자자에 따라서 위험성향이 다르고 그 결과 선호하는 금융상품의 유형도 다르다. 따라서 특정유형의 금융상품에만 세제혜택을 제공하는 것은 투자자들의 다양한 투자성향을 반영하지 않은 것이며, 그 결과 특정 투자자들에게 있어서는 투자선택에 큰 제약이 생긴다. 특정유형의 금융상품에만 세제혜택을 제공하면 여러 금융산업 간 불균형이 발생할 수밖에 없다. 둘째, 세제혜택을 받는 대상자의 범위를 지나치게 좁히지 말아야 한다. 이 또한 투자자 간, 금융산업 간 형평성 측면 때문이다. 우리나라에서는 소득이 일정수준 이하인 가계에만 금융상품 저축이나 투자에 대해 세제혜택을 제공해 왔다. 그런데 이러한 대상자 제한이 원래의 의도와는 달리 노후 자산축적이 필요한 많은 가계로 하여금 세제혜택을 받지 못하는 결과를 초래해 왔다. 정부에서 우려하는 소득분배의 문제는 다른 방법으로 풀어나갈 수 있을 것으로 본다. 그리고 세제혜택 대상자를 낮은 소득자로 제한할 경우 원리금이 보장되지 않는 대부분의 자본시장 관련 금융상품들은 세제혜택이 제공됨에도 불구하고 저축자들이 외면할 가능성이 크다. 소득이 낮아서 여유자금이 없을수록 위험성향이 극도로 낮아진다는 것은 잘 알려져 있는 이론이다. 셋째, 세제혜택은 최소한 10년 이상의 저축이나 투자에 대해서만 제공해 주어야 하며, 중도인출이 가능한 예외조항은 가능한 최소화시켜야 한다. 넷째, 금융상품 간 이동이 탄력적이어야 한다. 세제혜택을 제공받기 위해서는 장기간 저축하거나 투자

해야 하는데, 상품 이동에 제약이 크다면 자본시장 관련 금융상품들은 큰 위협에 노출된다. 따라서 최소한의 손절매(loss cut) 기회는 제공되어야 한다.

지금까지 우리나라 금융상품에 대한 세제혜택은 종합적인 시각에서 이루어지지 못했다. 다시 말해 특정 금융권역, 또는 저축자의 요구와 필요성에 따라 세제혜택 금융상품이 만들어지고, 일정기간이 지난 후 세제혜택이 소멸되곤 했다. 이로 인해 저축자들이 초장기의 저축·투자 계획을 세우기 어려웠을 뿐만 아니라, 새로운 세제혜택 상품을 도입할 때마다 금융권역 간 형평성 논란 등에서 자유롭지 못했다.

따라서 이제부터라도 세제혜택 금융상품을 도입하기 위해서는 위에서 논의한 네 가지 측면들을 반드시 고려해야 한다. 이러한 방향성을 생각한다면 가장 효율적인 방법은 “(가칭) 세제혜택 장기 종합금융계좌”를 도입하는 것이다. 사회보장의 1~2층을 구성하는 국민연금과 퇴직연금을 제외한 기타 민간 금융상품들을 이 계좌에 담아 오랫동안 유지할 경우 세제혜택을 제공하는 것이 핵심적인 아이디어다. 이 계좌에는 은행권역, 보험권역, 자본시장권역 등 어떠한 금융권역의 금융상품이라도 편입시킬 수 있어야 하며, 저축 또는 투자자금이 이 계좌에서 인출되지 않고 10년 이상 유지될 경우 세제혜택을 제공할 수 있다. 이 계좌에 대한 세제혜택은 국민연금 및 퇴직연금과는 별개로 이루어져야 한다.

만약 이와 같은 세제혜택 종합 금융계좌가 현실적으로 도입되기 어렵다면 금융권역별로 10년 이상의 장기저축 또는 장기투자에 대해 세제혜택이 주어지는 상품을 균형 있게 도입할 필요가 있다.¹⁴⁾

14) 앞에서 언급한 바와 같이 금융상품에 세제혜택을 제공하는 것은 소득재분배 차원에서는 바람직하지 않을 수도 있다. 그러나 노후보장 문제는 소득이나 자산 최상위 계층 일부를 제외한 대다수 국민의 문제이다. 금융상품에 대한 세제혜택 제공 문제는 대다수 국민의 노후보장 시각에서 바라볼 필요가 있다.

나. 자산운용시장의 환경 개선

자본시장법 도입을 전후해 우리나라 자산운용시장의 규제체계는 상당히 개선되었다. 자산운용회사들도 인력, 상품개발, 마케팅, 운용, 위험관리 등 운용과 관련된 전반적인 체계가 발전한 것으로 평가받는다. 그러나 투자자, 특히 전문성이 약하고 정보력이 떨어지는 일반 가계 투자자들로부터 신뢰를 얻어내기 위해서는 개선의 여지가 많이 남아 있다.

첫째, 펀드 판매시장의 경쟁규율 확립이 필요하다. 판매시장은 투자자와 펀드가 만나는 접점이다. 판매시장의 경쟁규율은 투자자들이 성과가 우수하고 각종 수수료와 보수 등 서비스 가격이 저렴하면서도 자신들의 투자성향과 맞는 상품을 쉽게 선택할 수 있는 환경을 의미한다. 이를 위해 우선 판매채널이 다양해져야 한다. 대형 은행이나 증권회사가 판매시장을 장악해 계열 자산운용회사의 펀드를 집중적으로 판매하는 상황이 변하지 않으면 투자자의 신뢰를 받기 어렵다. 2013년에 출범한 컨소시엄 형태의 펀드슈퍼마켓은 좋은 출발점이 될 수 있지만 추가적인 개선노력이 필요하다. 예를 들어 독립투자권유인(IFA) 제도를 도입할 경우 펀드슈퍼마켓의 장점을 극대화할 수 있을 것이다. 모든 펀드의 운용성과, 각종 보수 및 수수료 등 제반 정보를 보다 쉽게 투자자들에게 전달할 수 있는 방법도 모색해야 한다. 금융투자협회를 중심으로 모든 펀드를 위험성향, 투자목적 등을 기준으로 분류하고, 운용성과 및 각종 비용에 대한 정보를 사용자 편의성에 맞게 가공하여 제공해야 한다. 그리고 이처럼 쉽게 가공된 정보를 투자자들이 은행 및 증권회사 등 펀드 판매회사 창구에서 스스로 검색해 볼 수 있는 방법도 생각해 보아야 한다. 예를 들어 정부와 감독기관이 관할하고 자본시장 유관기관들이 협력하여 가공된 펀드 정보에 쉽게 접근할 수 있는 검색장치를 개별 판매회사의 창구에 설치하는 것을 고려해 볼 수 있다. 펀드 판매시장의 공정한

경쟁을 위해서 궁극적으로는 현행 판매수수료와 판매보수로 이원화되어 있는 판매관련 가격체계를 판매수수료로 일원화해야 한다. 판매보수는 각기 다른 판매회사들이 동일한 펀드를 판매할 때 서로 다르게 책정하기 어렵다. 그 결과 판매시장에서는 사실상 판매 서비스에 대한 가격경쟁이 어려운 문제가 존재한다. 이러한 문제는 판매보수를 없애고 일회성 가격체계이면서 투자자가 직접 지불하는 판매수수료로 일원화함으로써 해결할 수 있다.

둘째, 자산운용업계 산업구조의 재편이 필요하다.¹⁵⁾ 2000년대 중반에 우리나라 자산운용시장이 빠르게 성장하면서 많은 자산운용회사들이 시장에 진입했지만 대다수 회사들이 유사한 사업모델을 추구하고 있다. 즉, 소수의 일부 회사들을 제외하면 많은 회사들이 규모의 경제와 상품 다양화를 동시에 추구하는 소위 종합운용업을 지향하고 있다. 이는 투자자 입장에서 볼 때 투자할 수 있는 상품구조, 자산운용회사, 심지어 펀드매니저의 단순화로 투자매력이 크지 않다. 자산운용회사들 입장에서도 유사한 영역에서의 지나친 경쟁, 낮은 부가가치, 전문성 확보 부재 등의 문제에 직면한다. 그리고 자산운용시장 환경이 매우 나빠지면서 개별 운용회사들이 차별화된 상품을 개발하고 긴 호흡으로 운용하기 보다는 시장의 트렌드를 쫓는 경향이 강하다. 그 결과 대다수 자산운용회사들이 꾸준한 수익을 창출하는데 어려움을 겪고, 이는 다시 투자자 신뢰상실로 연결된다. 결국 해결점은 자산운용산업 구조의 다양화에 있다고 판단된다. 그리고 산업구조 다양화와 경쟁력 강화를 위한 핵심은 특화, 내부운영 효율화, 국제화 등으로 집약할 수 있는데, 개별 회사들의 사업모델에 따라 강조하는 부분이 달라질 수 있다. 그런데 산업구조 변화는 정부가 정책적으로 강제하기 어렵다. 결국 개별 자산운용회사들이 장기적으로 생존하고 성장하기 위해 자발적으로 변화해야 하며, 이는 전적으로 대주주들의 의지에 의해 결정될 것이다. 정부는 개별 자산운용회사들이 특화하고

15) 이와 관련해서는 본 보고서의 뒷부분에서 별도로 상세히 다루기로 한다.

국제시장에 진출하는데 걸림돌이 되는 부분들을 제거해 주는데 초점을 맞추면 될 것으로 본다.¹⁶⁾

셋째, 규율체계의 지속적인 정비가 필요하다. 여기에는 자본시장법 상 여러 개의 독립된 특례로 산재해 있는 각종 사모펀드에 대한 규율체계를 일원화하는 것을 한 예로 들 수 있다. 투자자보호를 위한 지속적인 노력도 요구된다. 이해상충이 발생할 수 있는 부분의 모니터링, 랩어카운트/신탁/펀드 등 유사상품 간 규제차이 해소, 펀드 불완전판매 모니터링, 개별 자산운용회사 평균 운용성과의 공시(국제투자성과기준, GIPS) 등도 필요하다.

다. 기타 기초여건 개선

앞에서는 가계의 금융자산 축적을 돕고 펀드보유를 활성화하기 위해 접근 가능한 정책방안들을 논의해 보았다. 여기에서는 정책적으로 접근하기 어려운 근본적인 문제들을 짚어보고, 본 절을 마무리한다.

펀드를 포함한 금융자산을 선택하는데 있어서 가장 중요한 요소 중 하나는 가격이나 수익률의 방향성이 보이고 꾸준한 수익률을 올릴 수 있는가 하는 점이다. 이와 동시에 부동산 등 실물자산까지로 범위를 넓혀볼 때 전체 자산시장에 쏠림 현상이 발생하지 않고 골고루 성장하는 것이 매우 중요하다. 이와 관련해서 정부가 할 수 있는 일은 모든 자산시장의 자금흐름과 가격 동향을 면밀히 모니터링해서 어느 한 분야의 쏠림이나 붕괴가 발생하지 않도록 선제적으로 대응하는 것이다.

16) 자산운용업계 산업구조 재편과 관련해 필요한 정책적 지원도 뒷부분에서 다루기로 한다.

그리고 가계 부문의 산재해 있는 문제점들 역시 가계의 펀드보유를 결정하는 핵심적인 요소들이다. 예를 들어 소득증대가 동반되지 않은 상황에서 부채조정 국면에 진입해 가계부채가 빠른 속도로 줄어들면 가계 금융자산 축적 및 펀드보유는 제약을 받을 것이다. 가계의 소득불안정도 매우 중요한 문제점이다. 소득의 안정성은 주식과 펀드투자 참여를 결정하는 중요한 요소 중 하나이다. 그런데 우리나라 가계는 높은 자영업자 비율, 짧은 실질 정년 등을 고려해 볼 때 소득의 안정성이 낮은 것으로 판단된다. 이러한 가계 부문의 문제점들은 쉽게 해소되기는 어렵지만 범 정부 차원에서 고용구조 개혁, 경제구조의 재편 등을 통해 장기적으로 최대의 노력을 기울여야 한다.

V. 공적연금

1. 운용 현황
2. 향후 운용규모 전망
3. 연기금 자산운용의 주요 이슈
4. 자산운용업 발전을 위한 정책적 시사점

V. 공적연금

이 장에서는 우리나라 주요 공적연기금 중에서 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금기금을 대상으로 현황 분석 및 전망 작업을 진행하고자 한다. 개별 공적연기금의 전체 기금 적립금 중에서 자산운용시장에 대한 직접적인 영향을 감안하여 금융부문 운용규모(AUM)만을 분석 대상으로 설정하였다.

2012년말 현재 우리나라 전체 공적연금의 운용자산 규모는 총 406조 7,692억원에 이르는 것으로 추산된다. 이 중에서 국민연금기금이 약 392조원에 이르는 규모로서 전체의 96%를 차지하고 있으며, 뒤를 이어 사학연금기금과 공무원연금기금이 각각 3% 및 1%의 비중을 기록하고 있다. 따라서 일반적으로 연기금으로 분류되는 국내 자산운용시장의 주요 수요 계층에 있어 실질적으로는 국민연금기금의 영향이 절대적임을 알 수 있다.

이 장에서는 우리나라 자산운용산업의 주요 수요자로서 빠르게 그 비중이 확대되고 있는 공적연금기금의 현황 및 중장기 자산배분계획¹⁷⁾을 바탕으로 공적연기금의 시장 규모를 전망하고, 이로부터 자산운용시장과의 공생 발전을 위한 정책 및 전략과제를 도출하고자 한다.

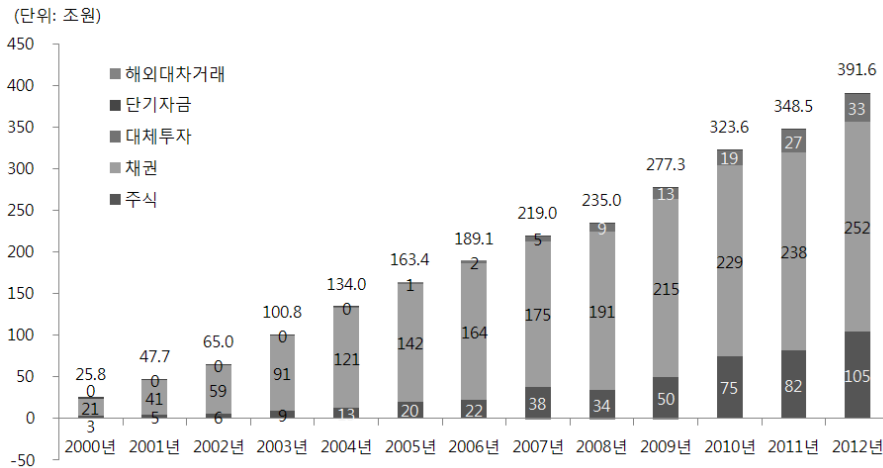
17) 국민연금기금을 비롯한 대부분의 공적연기금에서는 5년 단위의 중장기자산배분전략을 취하고 있다.

1. 운용 현황

가. 국민연금기금 현황

2012년말 현재 국민연금기금의 총 자산은 391조 9,677억원에 이르러 공식적으로 세계 4위의 공적연기금 규모이다. 국민연금기금의 자산운용은 크게 복지부문, 공공부문 및 금융부문으로 분류되며, 공공자금예탁금으로 활용되던 공공부문은 모두 회수되어 현재는 존재하지 않는다. 따라서 대부분의 자금이 금융부문에서 운용되고 있으며, 복지부문은 전체 기금의 0.1%에 미치지 못하는 매우 작은 규모이다.

<그림 V-1> 국민연금기금 금융부문 운용규모 추이



자료: 국민연금공단

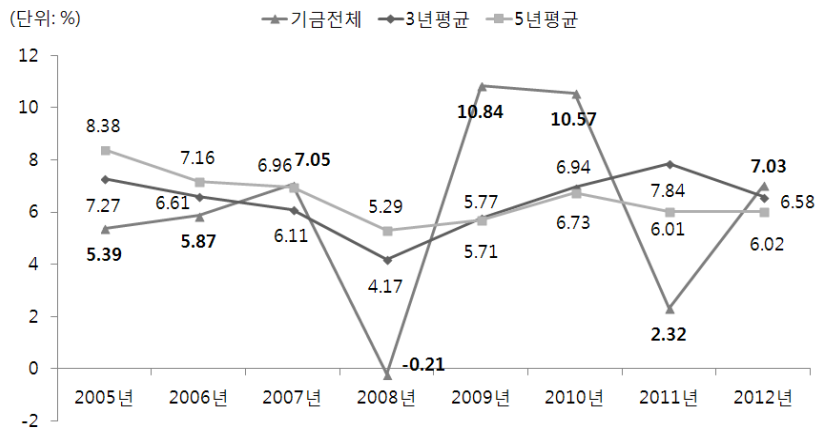
2012년말 기준 국민연금의 금융부문 규모는 391조 5,683억원으로 주식 비중이 26.7%이며, 채권비중은 64.4%, 대체투자가 8.4%를 차지하고 있다.

자산배분 비중의 변화를 살펴보면, 주식투자 비중은 2000년말 11.5%에서 2012년말 26.7%로 빠르게 증가하고 있는 반면 채권투자 비중은 2000년말 81.2%에서 2012년말 64.4% 수준으로 꾸준히 감소세를 보이고 있다. 즉 국민연금기금의 자산배분은 위험자산 비중을 지속적으로 확대해가고 있는 추세이다.

이어지는 중장기 전망 부분에서 자세히 다루겠지만, 이러한 정책 기조는 국민연금기금의 중장기 자산배분안에 명확히 나타나 있다. 2012년도에 설정된 2013~2017 중장기 자산배분안에 의하면 국민연금기금은 2017년도 까지 국내주식 비중을 20% 이상, 해외주식 13% 이상, 국내채권 50% 미만, 해외채권 4% 미만, 대체투자 14% 이상을 중장기 목표로 설정하고 있다.

국민연금 금융부문의 장기 연평균 수익률 추이는 다음과 같다. 2012년 금융전체 수익률은 전년대비(2.32%) 4.71%p 상승한 7.03%를 기록하였으며, 최근 3년 평균수익률은 6.59%, 최근 5년 평균수익률은 6.02%를 기록하고 있다.

<그림 V-2> 국민연금기금 장기 수익률 추이



주 : 2012년말 기준, 3년 평균은 2010~2012년, 5년 평균은 2008~2012년
 자료: 국민연금공단

<표 V-1> 국민연금기금 자산군별 연간 수익률 추이

(단위: %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
전체	5.7	5.8	6.8	-0.2	10.4	10.4	2.3	7.0
주식	57.6	5.5	33.7	-42.9	45.4	21.9	-9.5	10.1
채권	0.3	5.8	2.7	10.5	4.0	7.6	5.7	6.2
대체투자	8.5	6.6	6.1	2.7	-0.9	8.7	10.2	4.9
단기자금	3.5	4.2	4.8	5.9	-0.5	2.3	3.2	3.2

자료: 국민연금공단

국민연금 기금의 벤치마크 설정은 자산군별 운용의 방향을 제시하고 성과평가의 지표로 이용함을 목적으로 한다.

<표 V-2> 국민연금기금 벤치마크 지수

자산군	벤치마크 지수
국내주식	KOSPI
해외주식	MSCI World Index(ex Korea, hedged-to-KRX)
국내채권	Customized Index
해외채권	Barclays Capital Global Aggregate(ex Korea, hedged-to-KRX)
대체투자	세부자산군별 벤치마크 수익률의 가중평균

주 : 성과평가는 총수익지수(Total Return Index) 방식을 적용
 국내채권 사용자지수(Customized Index)는 채권 시장지수(Market Index)를
 모집단 기준(Universe-based Index)방식으로 조정함

자료: 국민연금공단

2012년말 금융수익률인 7.0%는 시장벤치마크 수익률인 7.36%보다 33bp 하회하였다.

**<표 V-3> 국민연금기금 자산군별 벤치마크 대비
초과수익률 추이**

(단위: %p)

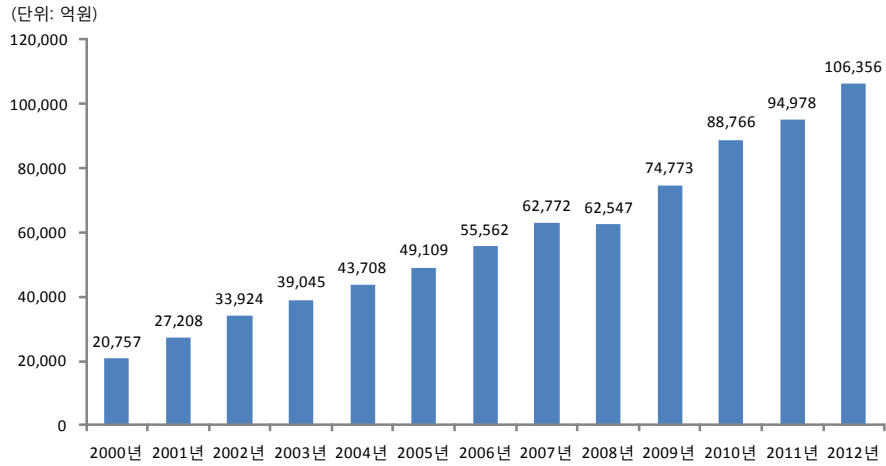
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
국내주식	3.72	-0.83	4.18	1.5	6.41	0.87	-0.34	-0.52
해외주식	0.78	-0.47	0.95	-14.3	1.26	1.64	-1.4	0.61
국내채권	0.12	0.02	0.06	0.46	-0.08	-0.13	-0.03	-0.15
해외채권	-3.07	-0.5	3.29	8.67	-0.77	1.05	-1.12	1.22
대체투자			-0.68	13.8	-18.14	-5.52	5.49	-4.13
금융전체	-0.09	0.18	0.19	1.4	-1.78	-0.4	0.02	-0.33
3년평균	0.16	0.05	0.09	0.61	0	-0.2	-0.71	-0.23
5년평균		0.43	0.17	0.36	0.02	-0.04	-0.08	-0.18

주 : 1) 해외채권은 2008년부터 원화헤지 벤치마크가 설정됨으로써 2008년 이전과 이후의 벤치마크의 시계열 연속성이 깨어짐
 2) 해외주식은 2008년부터 원화헤지 벤치마크가 설정됨으로써 2008년 이전과 이후의 벤치마크의 시계열 연속성이 깨어짐
 3) 대체투자 벤치마크 적용은 2007년부터 시작
 자료: 국민연금공단

나. 사학연금기금 현황

2012년말 현재 사학연금기금의 총 자산은 14조 2,070억원이다. 이중 주식과 채권 등에 투자하는 증권이 10조 6,356억원으로 기금규모 중 74.9%가 금융자산으로 조사된다. 대여사업대여금 2조 2,239억원(15.6%), 국고학자금대여금 7,898억원(5.6%), 토지 등 유형자산 2,446억원(1.7%), 기타 유동자산 등으로 3,131억원(2.2%)이 운용되고 있다.

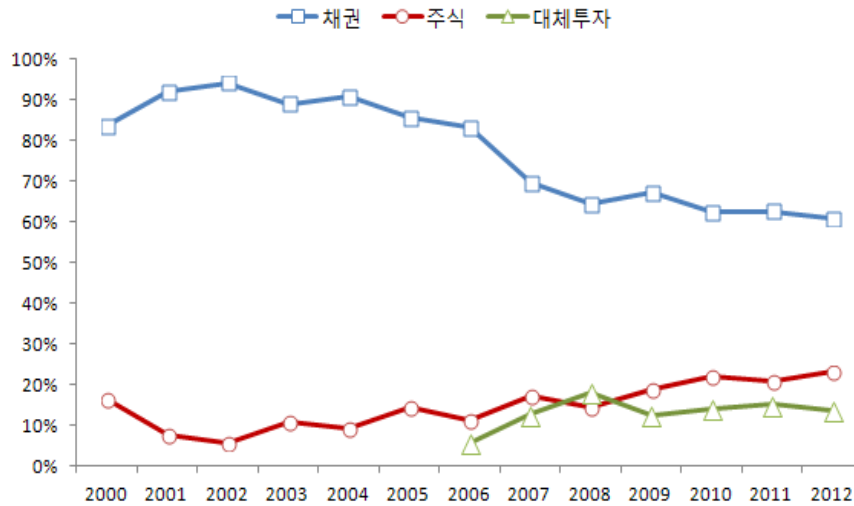
<그림 V-3> 사학연금기금 금융자산 운용규모 추이



자료: 사립학교교직원연금공단

사학연금은 2007년부터 채권비중을 축소하고 주식, 대체투자, 해외부문의 투자를 확대하는 자산 구조조정을 단행해 2007년 자금운용 수익률이 10.22%로 연기금 가운데 1위를 기록하는 성과를 기록하였다. 2000년도 채권과 주식의 투자 비중은 각각 83.6%, 16.4%였으나, 2012년도에는 채권과 주식, 대체투자에 각각 61.0%, 23.1%, 13.8%로 조사된다. 향후 중장기 운용방안 발표에 따라 2013년부터 2017년까지 주식 및 대체투자 확대와 채권투자의 축소도 지속될 것이다.

<그림 V-4> 사학연금기금 자산군별 투자 비중 추이



자료: 사립학교교직원연금공단

<표 V-4> 사학연금기금 세부자산군별 투자 규모

(단위: 천억원)

구분	채권				금융 상품	주식			대체 투자	현금 성	계
	국내 직접	국내 간접	해외 직접	해외 간접		국내 직접	국내 간접	해외 간접			
2000	12.8	3.0			1.5	0.9	2.5				20.8
2001	16.1	4.6			4.4	0.7	1.4				27.2
2002	23.9	5.4			2.6	0.9	1.1				33.9
2003	25.8	7.8			1.2	2.0	2.3				39.0
2004	27.0	11.0			1.7	1.3	2.7				43.7
2005	25.0	15.0			2.0	2.8	4.3				49.1
2006	27.5	16.4			2.3	2.7	3.5		3.2		55.6
2007	22.5	18.9			2.4	5.2	5.7		8.0		62.8
2008	23.3	11.4	1.4	2.9	1.4	3.6	4.4	1.2	11.4	1.6	62.5
2009	35.8	8.8	3.1	0.9	1.7	5.4	7.1	1.7	9.5	0.8	74.8
2010	43.4	7.0	3.0	0.7	1.5	7.4	9.6	2.5	12.6	1.1	88.8
2011	47.1	7.4	3.4	0.4	1.2	7.1	10.6	2.1	14.5	1.2	95.0
2012	52.5	8.5	2.3	0.5	1.2	8.4	14.2	2.1	14.6	2.2	106.4

자료: 사립학교교직원연금공단

<그림 V-5> 사학연금기금 연간 운용수익률 추이



자료: 사립학교교직원연금공단

<표 V-5> 사학연금기금 자산군별 연간 운용수익률

(단위: %)

연도	채권					주식			대체 투자
	국내 직접	국내 간접	해외 직접	해외 간접	금융 상품	국내 직접	국내 간접	해외 간접	
2008	7.65	4.41	-0.27	-7.49	2.06	-35.88	-40.02	-45.33	2.93
2009	8.00	3.86	6.17	-4.87	5.75	45.76	55.01	48.93	8.29
2010	8.37	5.46	9.34	3.16	5.73	24.69	25.67	7.73	7.22
2011	5.35	5.39	3.87	0.22	5.72	-14.25	-10.15	-11.76	6.34
2012	5.92	5.37	2.29	10.87	4.70	9.82	9.11	9.12	5.67

자료: 사립학교교직원연금공단

<표 V-6> 사학연금기금 벤치마크 대비 초과수익률 추이

(단위: %)

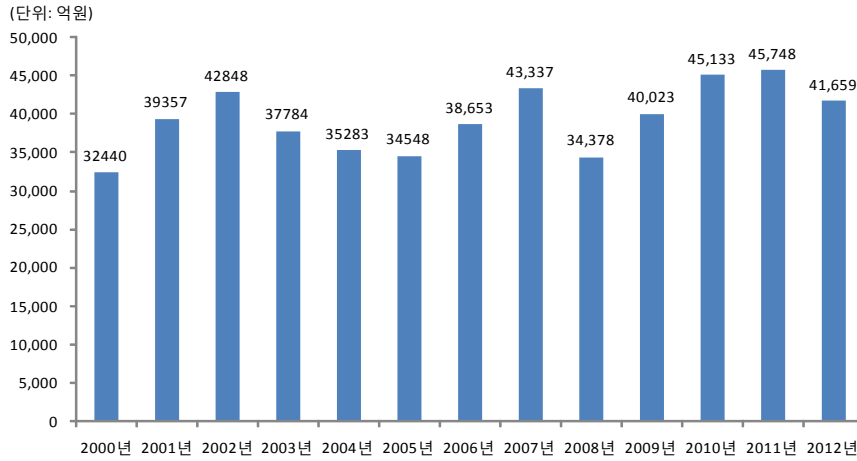
	채권					주식			현금성	계
	국내 직접	국내 간접	해외 직접	해외 간접	금융 상품	국내 직접	국내 간접	해외 간접		
2004	1.10	-1.70			-3.70	-6.70	-8.10		-0.70	-0.80
2005	0.58	8.39			2.97	2.47	1.57		-0.34	2.77
2006	1.14	-0.32			-1.40	-9.30	-1.09		-0.16	0.10
2007	0.32	3.10			1.76	8.06	2.79		-0.24	2.98
2008	-1.46	-4.73	-9.75	-13.0	-7.40	2.65	2.19	-5.24	0.47	4.60
2009	4.53	-0.26	5.22	-4.06	1.68	-3.35	6.53	16.57	0.73	1.13
2010	2.06	-1.74	7.18	-2.84	-1.10	1.33	1.41	-0.28	0.45	1.54
2011	0.49	0.48	-3.21	-7.98	0.82	-4.91	0.47	-4.45	0.43	0.91
2012	0.81	0.25	-1.12	2.44	-0.44	-0.55	-1.18	-3.36	0.27	-0.36

자료: 사립학교교직원연금공단

다. 공무원연금기금 현황

공무원연금 기금규모는 2012년말 기준 4조 1,659억원이며, 채권투자는 2조 2,554억원, 주식투자는 1조 355억원, 대체투자는 5,435억원으로 2011년 대비 전반적으로 기금운용 규모가 감소하였다.

<그림 V-6> 공무원연금기금 운용규모 추이



자료: 공무원연금공단

공무원연금 역시 2003년 이후부터 채권의 비중은 낮추는 반면 주식과 대체투자의 비중을 증가시켰다. 향후 중장기 자산배분안에서도 채권은 40%로 낮추고 주식과 대체투자의 자산배분을 늘려나갈 예정이다.

<표 V-7> 공무원연금기금 자산군별 투자 비중 추이

(단위: %)

	채권	주식	대체투자	지불준비금
2003년	88.3	8.2	0.8	2.7
2004년	80.2	8.9	6.1	4.8
2005년	68.1	12.8	12.3	6.8
2006년	65.2	13.4	15.7	5.7
2007년	55.2	19.9	20.4	4.5
2008년	65.0	5.5	25.1	4.4
2009년	64.1	15.6	17.7	2.6
2010년	59.9	19.1	15.9	5.1
2011년	55.5	22.0	15.1	7.4
2012년	54.1	24.9	13.0	8.0

자료: 공무원연금공단

공무원연금 기금운용 수익률은 2012년말 3.5%의 수익률을 보였다.

<그림 V-7> 공무원연금기금 연간 운용수익률 추이



자료: 공무원연금공단

<표 V-8> 공무원연금기금 자산군별 연간수익률 추이

(단위: %)

	채권	주식	대체투자	지불준비금	전체
2000년	9.5	-41.2		7.2	1.8
2001년	7.3	21.3		5.8	7.7
2002년	5.8	1.1		4.7	5.3
2003년	6.3	32.2	10.6	4.1	7.3
2004년	6.3	8.5	8.1	3.9	6.2
2005년	8.0	60.2	7.6	3.6	11.9
2006년	5.1	5.1	32.4	4.4	7.4
2007년	5.0	34.6	6.7	5.1	9.3
2008년	3.8	-49.8	1.8	5.8	-4.9
2009년	7.4	46.3	-1.4	3.1	8.5
2010년	6.9	21.2	4.7	3.0	8.0
2011년	4.3	-13.8	5.0	3.6	0.8
2012년	5.7	7.1	-10.3	3.6	3.5

자료: 공무원연금공단

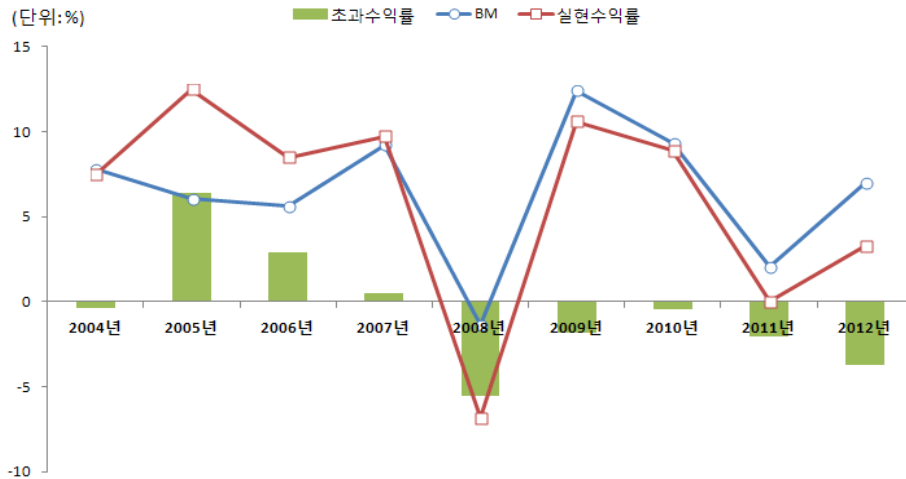
<표 V-9> 공무원연금기금 운용유형별 연간수익률 현황

(단위: %)

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
채권	직접	4.9	5.3	5.4	5.1	7.9	7.8	4.4	5.7
	간접	26.0	4.5	3.1	-5.8	4.4	1.1	3.9	5.6
	소계	8.0	5.1	5.0	3.8	7.4	6.9	4.3	5.7
주식	직접	55.9	6.0	42.6	-55.2	49.4	22.6	-16.1	4.0
	간접	63.3	4.5	29.3	-44.8	40.0	19.4	-10.8	11.1
	소계	60.2	5.1	34.6	-49.8	46.3	21.2	-13.8	7.1

자료: 공무원연금공단

<그림 V-8> 공무원연금기금 벤치마크 대비 초과수익률 추이



자료: 공무원연금공단

2. 향후 운용규모 전망

가. 국민연금기금 중장기 자산배분

국민연금기금의 중장기 자산배분안은 2017년까지 대체투자를 14%까지 확대하며 주식 비중은 20% 수준에서 동결할 예정이다. 2017년에 이러한 전략적자산배분 목표를 달성하는 경우, 2017년말 국내주식 보유규모는 약 125조원으로 예상되며, 국내채권은 약 305조원으로 예상된다. 따라서 2012년말 대비 국내주식과 국내채권의 금액 규모는 크게 증가하나 전체적인 비중에 있어 국내채권의 비중은 지속적으로 축소될 전망이다.

국내 자본시장에서 국민연금의 영향력을 살펴보면, 국내주식시장에서 국민연금기금의 비중은 증가하는 반면 국내채권시장에서의 비중은 축소 될 것으로 예상된다.

국내주식시장 점유율: 2012년 5.8% → 2017년 6.1%

국내채권시장 점유율: 2012년 16.9% → 2017년 15.6%

<표 V-10> 국민연금 중장기 자산배분 전략

(단위: %)

구 분		2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
채권	국내	59.4	56.1	53.5	51.6	49.7	49.0
	해외	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
주식	국내	19.3	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
	해외	8.1	9.3	10.5	11.8	13.0	13.0
대체투자		9.2	10.6	12.0	12.7	13.3	14.0
기대수익률		6.3	6.4	6.5	6.5	6.6	6.6

자료: 국민연금공단

중기자산배분안의 ALM 분석 결과 2013~2017년 중기자산배분안은 2012년말 기준보다 장기적으로 연금재정을 개선시킬 것으로 분석된다. 또한 위험비용률¹⁸⁾ 역시 2012년말 기준보다 0.4% 가량 위험비용률을 감소시키는 것으로 나타난다(2012년말 1.7% → 2017년말 1.3%).

18) 위험비용률은 2017년말 하위 1% 최소 수준의 적립금 규모가 실현되었을 경우, 2062년말 적립배율 1배 달성을 위해 추가로 인상해야 하는 보험료를 또는 정부보조율을 의미한다.

<표 V-11> 2017년 기준 국민연금기금의 ALM 특성

구분(2017년 기준)		2012년 비중 유지	중기배분안
기금적립금 (조원)	평균	599.43	608.85
	상위5%최대수준	705.86	736.68
	하위5%최소수준	509.67	494.52
	최저적립금비율	85.03%	81.22%
GDP대비 기금규모(%)	평균	31.63	32.12
	상위5%최대수준	37.25	38.86
	하위5%최소수준	26.90	26.09
적립비율(%)	평균	68.83	64.97
	상위5%최대수준	75.16	78.61
	하위5%최소수준	54.27	52.77
적립배율(배)	평균	29.42	29.88
	상위5%최대수준	34.64	36.15
	하위5%최소수준	25.01	24.27
적립금소득 배율(배)	평균	1.69	1.72
	상위5%최대수준	1.99	2.08
	하위5%최소수준	1.44	1.40

- 주 : 1) 2012년 비중 유지는 2012년말 자산별 실제 투자비중이 계속 유지됨을 가정
 2) 적립비율: 적립금을 부채로 나눈 비율
 3) 적립배율: 적립금을 차년도 급여액으로 나눈 비율
 4) 적립금소득배율: 적립금을 가입자 총소득으로 나눈 비율
 5) 기금적립금 평균 규모는 평균 500회 시뮬레이션 된 값의 평균으로 「NPRI 중기재정전망」의 급여지출 및 보험료 수입을 대입하여 제시된 2017년말 기금운용규모와 차이가 있음

자료: 국민연금공단

국민연금의 자산배분정책에서 목표수익률은 기금의 장기 운용수익률이 '실질경제성장률+소비자물가상승률±조정치'를 달성하도록 설정되어 있다. 국민연금기금의 위험한도는 다음과 같으며, 전략적자산배분은 이러한 위험한도를 만족하여야 한다.

향후 5년 동안의 Shortfall Risk ≤ 10%

즉 5년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10% 이하로 하여야 한다. 또한, 5년 후 최저 적립금 비율¹⁹⁾ 및 연간손실확률²⁰⁾ 등을 고려하여 전략적자산배분(안)이 결정되어야 한다. 이상의 논의를 바탕으로 향후 국민연금기금의 국내 운용 자산 규모를 전망한다.

<표 V-12> 국민연금기금의 국내 운용자산 규모 전망

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
기금적립금	391.8	431.0	460.7	493.0	537.4	576.8	622.5	667.3	720.2
국내주식	73.5	81.0	88.5	96.6	107.5	115.4	124.5	133.5	144.0
국내채권	234.4	251.7	256.2	260.3	268.7	288.4	311.3	333.6	360.1

자료: 국민연금공단

이를 바탕으로 국민연금기금이 국내 자산운용시장에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 주식 및 채권에 대한 기금의 국내 위탁운용 규모를 전망하고자 한다. 국내주식의 중장기 목표 비중은 20% 수준으로 현재보다 2%p 증가할 것으로 예상되며, 국내주식의 위탁운용 목표비중은 50% 수준에 수렴할 것으로 예상된다. 따라서 장기적으로 기금의 국내주식 위탁 증가율은 기금 적립금 자체의 성장 속도에 수렴할 것으로 예상된다.

19) 중장기자산배분 단위인 5년 후 발생할 수 있는 예상 적립금 규모 중 하위 5%에 해당하는 적립금을 평균적립금으로 나눈 비율을 의미함. 여기에서 평균적립금이란 적립금의 확률적 기댓값(Expected Value)을 의미한다.

20) 연간손실확률은 연간 운용수익률이 0%에 미치지 못할 가능성을 의미한다.

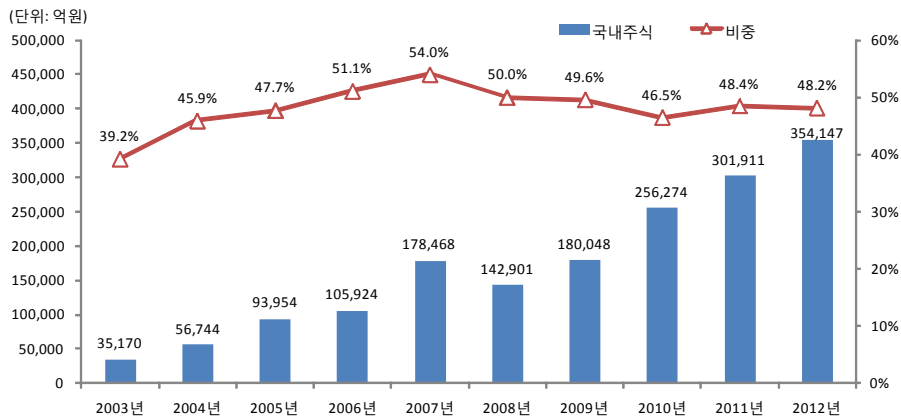
<표 V-13> 국민연금기금 국내주식 위탁금액 및 비중 추이

(단위: 억원)

	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
주식위탁	93,954	105,924	178,468	142,901	180,048	256,274	301,911	354,147
주식전체	197,135	207,225	330,413	285,961	363,284	550,580	623,451	735,233
위탁비중	47.7%	51.1%	54.0%	50.0%	49.6%	46.5%	48.4%	48.2%

자료: 국민연금공단

<그림 V-9> 국민연금기금 국내주식 위탁금액 및 비중 추이



자료: 국민연금공단

국내채권의 중장기 목표 비중은 50% 수준으로, 현재보다 14%p 가까이 감소할 것으로 예상된다. 국내채권의 위탁운용비중은 지속적으로 증가하고 있으며, 현재 8.8% 수준이다. 중장기적으로 국내채권의 목표 위탁비중은 10% 수준까지 상향하는 것을 목표로 한다. 따라서 장기적으로 채권 위탁규모의 증가 속도를 결정하는데 있어 기금의 증가 속도 및 채권 비중의 감소, 위탁 비중의 증가 양상 등이 복합적으로 작용할 것으로 예상된다.

<표 V-14> 국민연금기금 국내채권 위탁금액 및 비중 추이

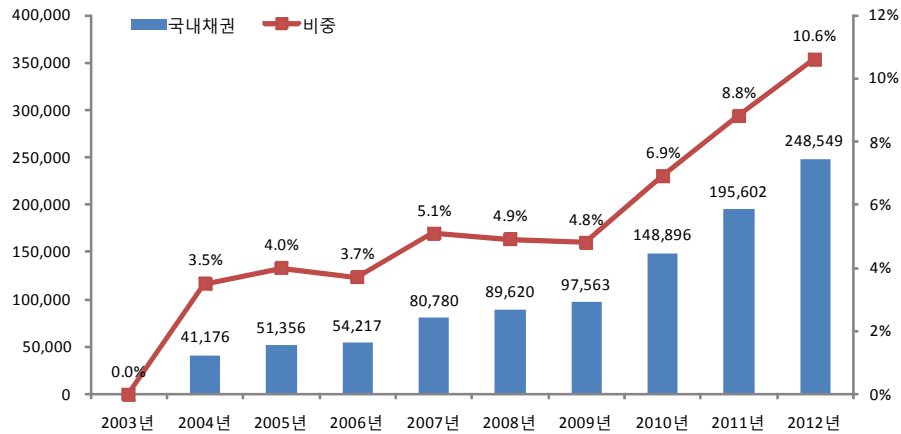
(단위: 억원)

	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
국내채권	51,356	54,217	80,780	89,620	97,563	148,896	195,602	248,549
전체채권	1,295,213	1,480,033	1,574,814	1,819,045	2,045,688	2,158,776	2,235,085	2,343,935
비중	4.0%	3.7%	5.1%	4.9%	4.8%	6.9%	8.8%	10.6%

자료: 국민연금공단

<그림 V-10> 국민연금기금 국내채권 위탁금액 및 비중 추이

(단위: 억원)



자료: 국민연금공단

이상의 결과를 바탕으로 국민연금기금의 향후 국내 주식 및 채권에 대한 위탁운용 규모를 전망하면 다음과 같다.

<표 V-15> 국민연금기금의 국내 위탁 운용규모 전망

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
주식위탁	35.4	39.4	43.3	47.5	53.0	57.1	61.8	66.5	72.0
채권위탁	24.9	26.7	27.2	27.7	28.5	30.6	33.1	35.4	38.3
기금 전체	60.3	66.1	70.5	75.1	81.5	87.7	94.9	101.9	110.3

자료: 국민연금공단

나. 사학연금 증장기 전망

사학연금공단은 2008년도 금융위기 이후 변화된 금융환경 및 2009년도 개정된 연금법을 반영하여 ALM 방식에 의한 증장기 전략적자산배분 계획(2013~2017년)을 수립(2012년 12월)하여 운용중이다. 기금의 증장기 운용방안 계획에 따라 해외채권과 해외주식의 비중이 점차 증가할 것으로 예상된다.

<표 V-16> ALM방식에 의한 증장기 전략적자산배분 비중

(단위: %)

구 분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
국내채권	52.2	46	36.6	33.3	33.3
해외채권	3.8	5.3	6.6	7.9	7.9
국내주식	23.7	24.4	26.2	28.1	28.1
해외주식	3.0	5.2	6.9	8.5	8.5
대체투자	15.2	17	18.6	20.1	20.1
현금성	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 사립학교교직원연금공단

사학연금의 목표수익률은 중장기적으로 명목 총생산(GDP)성장률을 상회하도록 산정하고 있다. 전략적자산배분안에서 허용위험 한도는 향후 5년 동안의 Shortfall Risk $\leq 10\%$ 이다. 이는 5년 동안 기금의 누적 운영수익률이 같은 기간의 누적 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10% 이하로 함을 의미한다.

전술적자산배분안에서 허용위험 한도는 향후 1년 동안의 Shortfall Risk $\leq 10.0\%$ 이다. 이는 1년 동안 기금의 누적 운용수익률이 원금 이하로 떨어질 가능성이 10.0%이하로 함을 의미한다. 단기자금의 허용위험 한도는 향후 1년 동안의 Shortfall Risk $\leq 10.0\%$ 이다. 이는 1년 동안 단기자금의 누적 운용수익률이 기업자유예금금리 이하로 떨어질 가능성을 10.0%이하로 함을 의미한다.

이상의 논의를 바탕으로 향후 사학연금기금의 국내 운용자산 규모 및 위탁운용 규모를 전망한다.

<표 V-17> 사학연금기금의 국내 운용자산 및 위탁 규모 전망

(단위: 천억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
기금적립금	106.4	118.9	132.9	148.6	166.2	185.8	207.7	232.2	259.6
국내주식	22.6	28.2	32.4	38.9	46.7	52.2	58.4	65.2	72.9
주식위탁	14.2	17.7	20.4	24.5	29.3	32.8	36.7	41.0	45.8
국내채권	60.0	62.1	61.2	54.4	55.3	61.9	69.2	77.3	86.4
채권위탁	8.5	8.8	8.7	7.7	7.8	8.8	9.8	11.0	12.2
총위탁금액	22.7	26.5	29.0	32.2	37.2	41.6	46.5	51.9	58.1

자료: 사립학교교직원연금공단

다. 공무원연금기금 중장기 전망

공무원연금법 및 동법시행령과 공단의 기금운용규정시행규칙에 의거하여 투자가능 자산군을 다음과 같이 구분한다.

<표 V-18> 공무원연금의 투자대상 자산군

구분		세부내용
채권	직접	국채, 회사채, ABS, 금융채, 특수채, 예금 등
	간접	채권형수익증권(시가형, 금리연계형, 펀드연계형, 절대수익추구형, 해외간접채권형 등)
주식	직접	직접운용주식
	간접	주식형수익증권(순수주식형, 인덱스형, 사회책임형, 절대수익추구형 및 주식형수익증권 등)
대체투자		PEF, 부동산펀드, 선박펀드, 벤처펀드, 해외헷지펀드, SOC펀드 등
지불준비금		CP, CD, MMF, RP, 발행어음, 단기수익증권 등

자료: 공무원연금공단

공무원연금은 기금의 특성을 고려하여 설정한 목표수익률과 허용위험한도를 기초로 하여 다음과 같은 전략적자산배분(Strategic Asset Allocation: SAA) 및 전술적자산배분(Tactical Asset Allocation: TAA)을 실행한다.

<표 V-19> 공무원연금 중장기 자산배분안(2013~2017)

(단위: %, %p)

구분		2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년
채권	국내	54.1	50.4	44.6	42.6	40.9	39.5
	해외	0.0	4.0	5.0	5.2	5.5	6.3
	계	54.1	54.4	49.6	47.8	46.4	45.8
주식	국내	24.9	28.4	28.8	28.6	28.5	28.6
	해외	0.0	1.5	4.0	5.5	6.7	7.0
	계	24.9	29.9	32.8	34.1	35.2	35.6
대체투자	국내	12.7	14.4	14.8	14.8	14.8	14.9
	해외	0.3	1.3	2.8	3.3	3.6	3.7
	계	13.0	15.7	17.6	18.1	18.4	18.6
합계		92.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

주 : 2012년은 현재값으로 지불준비금 8.0% 미포함, 2013년은 「2012~2016년 중장기 자산배분안」, 2014~2017년은 「2014~2018년 중장기 자산배분안」 참고함
 자료: 공무원연금공단

공무원연금의 목표수익률은 운용자금의 실질가치 보전을 위해 중장기적 목표수익률을 '실질경제성장률+소비자물가상승률'을 상회하여야 하며, 단기자산의 경우 목표수익률은 기준수익률 이상이 되도록 설정하여 시장수익률을 상회할 수 있도록 노력한다. 중장기자산의 2012년도 시장 VaR 한도는 12.6% 이하로 설정되었으며, 단기자산의 경우 2012년도 시장 VaR 한도는 0.3% 이하로 설정되어 관리하고 있다.

<표 V-20> 중장기자산 총 허용위험한도

구분	위험한도	비 고
향후 1년	Shortfall Risk ≤ 30.0%	1년간 운용수익률이 같은 기간의 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 30% 이하로 함
향후 3년	Shortfall Risk ≤ 15.0%	3년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 15% 이하로 함
향후 5년	Shortfall Risk ≤ 10.0%	5년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 10% 이하로 함
향후 30년	Shortfall Risk ≤ 5.0%	30년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간의 누적소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 5% 이하로 함

이상의 논의를 바탕으로 향후 공무원연기금의 국내 운용자산 규모 및 위탁운용 규모를 전망한다.

<표 V-21> 공무원연금기금의 국내 운용자산 및 위탁 규모 전망

(단위: 천억원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
기금적립금	41.7	42.7	43.7	44.7	45.8	46.9	48.0	49.2	50.4
국내주식	10.4	12.1	12.6	12.8	13.1	13.4	13.7	14.1	14.4
주식위탁	5.5	6.4	6.7	6.8	6.9	7.1	7.3	7.5	7.6
국내채권	22.6	21.5	19.5	19.1	18.7	18.5	19.0	19.4	19.9
채권위탁	4.3	4.1	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.7	3.8
총위탁금액	9.8	10.6	10.4	10.4	10.5	10.7	10.9	11.2	11.5

자료: 공무원연금공단

라. 공적연기금 증장기 전망 종합

이상의 주요 공적연기금의 국내 운용자산 규모 및 위탁운용 규모에 대한 증장기 전망을 종합하면 다음과 같다.

<표 V-22> 공적연기금의 국내 운용자산 및 위탁 규모 전망

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
연금적립금	406.6	447.2	478.4	512.3	558.6	600.1	648.1	695.4	751.2
국내주식	76.8	85.1	93.0	101.8	113.5	121.9	131.7	141.4	152.8
주식위탁	37.4	41.8	46.0	50.6	56.6	61.1	66.2	71.3	77.4
국내채권	242.7	260.1	264.2	267.6	276.1	296.4	320.1	343.3	370.7
채권위탁	26.2	28.0	28.5	28.8	29.7	31.9	34.4	36.9	39.9
총위탁금액	63.6	69.8	74.4	79.4	86.3	92.9	100.6	108.2	117.2

자료: 국민연금공단, 사립학교교직원연금공단, 공무원연금공단

2012년말 현재 공적연기금의 적립금 규모는 407조원으로 명목 GDP의 32% 수준이다. 국민연금기금을 포함한 공적연기금의 총 적립금 규모는 2020년에는 751조원까지 증가할 것으로 증가되며, 이 때 명목 GDP 대비 비중은 36% 정도로 증가할 것으로 예상된다. 국가 경제에서 차지하는 연기금의 비중이 증가하는 것은 대부분 국민연금기금의 증가에 기인한다.

이 중에서 15.6%에 해당하는 117조원이 주식 및 채권을 대상으로 하는 위탁운용의 형태로 국내 자산운용시장에 공급될 것으로 예상된다. 보다 구체적으로 주식이 77조원, 채권이 40조원 규모가 될 것으로 전망되어 채권보다 주식시장에서 연기금 자금의 증가세가 두드러질 것으로 예상된다.

3. 연기금 자산운용의 주요 이슈

가. 과도한 연기금 의존도

우리나라 자산운용업의 전체 운용규모(AUM)에서 연기금의 일임자산이 차지하는 비중이 빠르게 증가하고 있다. 예를 들면 국민연금기금의 경우 2012년말 현재 국내주식에서만 약 35조 4천억원을 위탁운용하고 있다. 이에 따라 현재 40개 이상의 자산운용회사가 국민연금기금의 국내주식 자금을 받아 운용하고 있으며, 운용사당 평균 위탁금액은 7,000억 원에 이른다.

자산운용업계 전반에 걸쳐 국민연금기금이 풍부하고 안정적인 자금 공급원이 된다는 긍정적인 측면이 있음에도 불구하고, 개별 운용사 입장에서 특정 투자자에 대한 과도한 운영 의존도는 커다란 위험요인으로 작용한다. 현재 국민연금기금을 위탁 받아 운용하고 있는 운용사의 전체 수탁고 대비 국민연금기금 평균 의존율은 33%를 상회하고 있으며, 8개 운용사는 국민연금기금 의존율이 50%를 상회하기도 한다.

따라서 자금을 위탁하는 국민연금기금 입장에서도 개별 운용사에 대한 위험관리 차원에서 자금의 신규 배정에 있어 기금에 대한 의존율을 감안하고 있다. 이는 연기금의 위탁운용은 기본적으로 시장 대비 초과수익 창출을 강조하는 액티브운용(active management)인데, 펀드의 운용자금 규모가 특정 수준을 넘으면 초과수익 창출 능력이 급격히 떨어지는 것으로 알려져 있기 때문이다. 실제로 국민연금기금의 위탁운용사 중 위탁 규모 상위 25%의 평균 위탁금액은 1조 7천억원을 넘어서고 있으며, 일부 펀드는 1조원을 상회하는 것으로 알려져 있다. 이러한 상황에 시장을 상회하는 초과수익을 지속적으로 창출하기란 거의 불가능하다.

또한 특정 운용유형에 대한 전망을 통해 초과수익을 창출하는 위탁 운용 관리에서, 40개 이상의 운용사에 위탁 자금을 배분하다 보면 의도치 않게 위탁펀드 각각은 액티브펀드의 특성을 유지하나 위탁운용 전체 포트폴리오는 인덱스화 되는 경향이 나타날 수 있다. 이러한 현실적 제약으로 인하여 국내주식에 대한 국민연금기금의 위탁운용은 목표비중이 55%로 설정되어 있음에도 불구하고 실제 위탁 비중은 50%를 넘지 못하고 있는 상황이다. 향후 기금의 적립금 규모가 계속해서 증가하고, 국내주식에 대한 전략적자산배분 비중이 확대되는 것에 비례하여 위탁운용의 비효율성 문제도 증가하는 구조이므로 국민연금기금의 위탁 비중은 계속해서 50% 미만으로 제약될 것으로 예상된다.

나. 운용유형(investment style)의 다변화 필요성

연금금이 자산의 위탁운용에서 요구하는 분산효과(diversification effect) 제고 및 효율적인 초과수익 창출을 위해서는 자산운용시장에서 다양한 형태의 운용유형(investment style)이 개발되고 상당 기간에 걸쳐 유효한 운용실적(track record)이 축적되어야 한다. 이렇게 특정 운용유형에 특화된 자산운용을 위해서 반드시 선행되어야 할 전제 조건이 효율적이고 안정적인 유형지수(style index)의 개발이다. 하지만 우리 자산운용시장의 경우 선진국 시장에서는 이미 보편화되어 있는 가치형지수(value index) 또는 성장형지수(growth index) 같은 기본적인 유형지수조차 자리 잡지 못하고 있는 상황이다.

4. 자산운용업 발전을 위한 정책적 시사점

가. 보수의 적절성 문제

연기금 자산운용에 있어 자산운용시장에 발생하는 수수료는 크게 거래 증권회사에 지급되는 거래수수료와 위탁운용사에 지급되는 운용수수료로 나누어 생각해 볼 수 있다.

먼저 증권 거래수수료의 경우 국민연금기금은 증권회사로부터 제공 받은 각종 서비스까지 감안하여 개인 또는 다른 기관에 비해 비교적 높은 거래수수료를 제공하였으나, 최근 들어 감사원 또는 국정감사에서의 지적과 같은 수수료 하락 압력이 지속적으로 발생하고 있다.

연기금의 위탁운용에 있어 운용보수는 크게 관리보수와 성과보수로 나뉘어 진다. 위탁운용 규모의 증가와 함께 평균 보수율은 지속적으로 낮아지는 추세이다. 공적연금의 자산운용에 있어 과도한 보수율 저하는 건전한 시장 발전에 부정적인 요인이라 할 수 있다.

나. 해외투자 확대에 따른 국내 운용사의 동반성장 방안

국민연금을 포함하여 공적연기금의 해외투자 비중이 지속적으로 증가하고 있다. 공적연기금의 해외투자 확대는 해외로 진출하고자 하는 국내 증권회사 및 자산운용회사의 국제화 노력을 효과적으로 견인해 줄 수 있는 소중한 기회이다.

공적연기금이 해외투자를 집행하는 과정에 필수적으로 수반되는 자산운용 인프라는 크게 컨설팅, 증권회사, 자산운용회사로 나누어 볼 수

있다. 이 중에서 각종 자문 및 short list 등의 서비스를 제공하는 컨설팅 업무는 국내 인프라 발전이 가장 더딘 분야로, 직접적으로 연기금의 해외투자 컨설팅에 국내 기관이 선정되기는 어려울 것으로 사료된다.

증권회사의 경우에도 대체투자 등에서 M&A 컨설팅 외에 다양한 IB 업무에 대한 수요가 있으나, 국내 증권회사의 해외 M&A 역량이 확보되지 않은 상황에서, 국민연금기금과 같은 부채가 있는 기금에 대하여 일정 부분 잠재적 손실을 감수하면서까지 국내 증권회사를 해외투자 업무에 참여시킬 것을 강요하는 것은 적절치 않다. 그럼에도 불구하고 보다 장기적인 관점에서 국내 자본시장의 발전이 효율적인 기금 운용의 초석이 된다는 차원에서 직접적인 비용 또는 수익률 저하가 발생하지 않는 범위에서 국내 자본시장과의 동반성장 방안을 전략적으로 추진해 볼 수 있을 것이다.

예를 들면, 해외투자 직접운용에 수반되는 위탁매매업무에 있어서 현재는 국내 증권사가 거의 선정되지 못하고 있는 상황이다. 해외 물량에 대한 거래증권사로 해외 증권사를 활용하는데 비하여 추가적인 거래비용(transaction cost)가 발생하지 않는다는 전제 하에, 해외 거래 증권사 선정 기준을 국내 기관에 보다 유리하도록 개정하는 방안을 강구해 볼 수 있을 것이다. 해외 대체투자에 있어서도 프로젝트 펀드인 경우, 또는 국민연금기금이 주요 투자자(major LP)로 참여하는 블라인드 펀드(blind fund)의 경우에는 국내 증권사와의 공동주관(Co-GP) 체제를 독려하는 방안을 강구해 볼 수도 있다.

가장 가능성 높은 부분은 특정 목표시장에 대한 국내 자산운용회사의 동반 진출이라 할 수 있겠다. 예를 들어 한국투자공사(KIC)가 중국 투자를 확대함에 있어 국내 자산운용회사를 선정한 사례가 있다. 현재 국민연금이 해외주식은 90% 이상이 외부 위탁으로 운용되고 있는데, 국내 자산운용회사가 해외주식 운용사로 선정된 사례는 전무하다. 이 부분

역시 증권회사 경우와 마찬가지로, MSCI global index를 벤치마킹으로 하는 해외주식 운용에 아직은 글로벌 주식 운용 경험이 작은 국내 운용사를 선정하기는 어려운 일이다. 하지만 한국투자공사의 사례와 같이 동남아 특정 지역 또는 국가에 한정된 유형에는 경쟁력 있는 국내 운용사가 존재하는 것으로 알려져 있다. 따라서 이러한 분야부터 시작해서 국내 운용사의 해외투자 경험을 축적해 가는 전략이 유효할 것이다.

해외에 진출하고 있는 국내 운용사를 염두에 둔 예비운용사 제도도 도입을 고려해볼 가치가 있다. 이미 국내주식이나 국내 벤처투자 등에서는 루키 제도라는 이름으로, 정규 운용사에 조건에 미치지 못하는 신규 운용사 중에서 가능성 있는 기관을 선정하여 일정 기간 시범 운용토록 하여 그 결과를 바탕으로 정규 운용사로 승격시키는 예비운용사 제도가 시행중이다. 해외투자 위탁운용사 선정에 있어서도 이와 유사한 예비운용사 제도를 운용함으로써, 상대적으로 운용실적(track record)이 미비하여 지원 자격조차 안 되는 국내 운용사에게 적정 운용실적을 쌓을 수 있는 기회를 제공할 수 있을 것이다.

다만 이 경우 동반성장 전략의 대상이 되는 경쟁력 있는 국내 운용사는 널리 알려져 있는 상위 1~2위의 대형 운용사가 될 가능성이 높다. 해외 운용사와의 완전 경쟁이 아니라, 국내 운용사에 일정 부분 혜택을 제공하는 방안이라면 특정 운용사에 대한 특혜 시비가 제기될 우려가 있다. 그러나 국내 운용사 간에는 동등한 조건에서의 경쟁에 의한 결과이므로 향후 그 수혜 범위가 충분히 확장된다면 근본적인 문제점은 아닌 것으로 판단된다.

VI. 사적연금

1. 퇴직연금
2. 개인연금

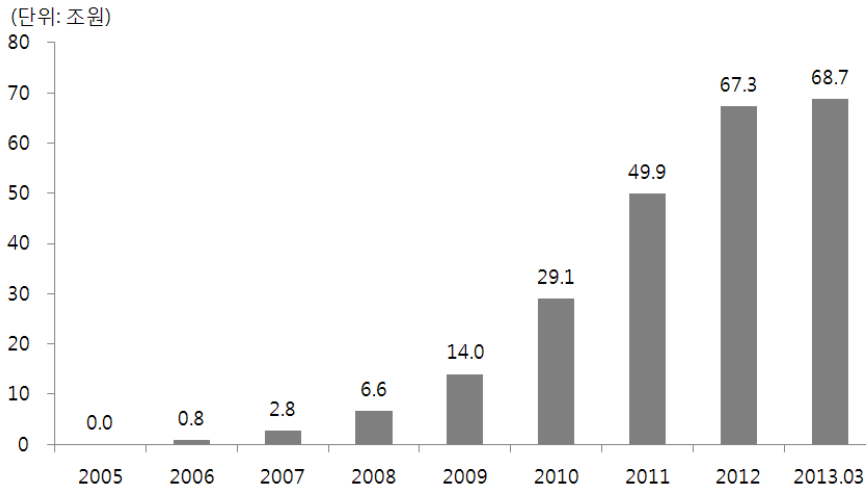
VI. 사적연금

1. 퇴직연금

가. 퇴직연금 시장의 현황

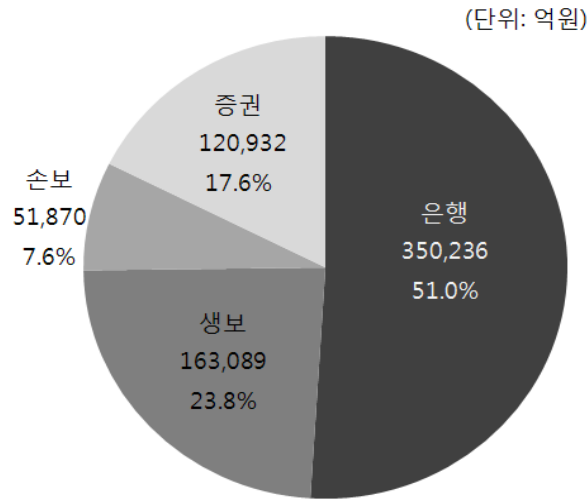
2013년 3월말 현재 퇴직연금 적립금은 68조 7,349억원이며 퇴직연금 유형별로는 DB형 적립금이 49조 5,243억원(72.1%), 권역별로는 은행권의 적립금이 35조 236억원(51.0%)으로 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

<그림 VI-1> 퇴직연금 적립금 추이



자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

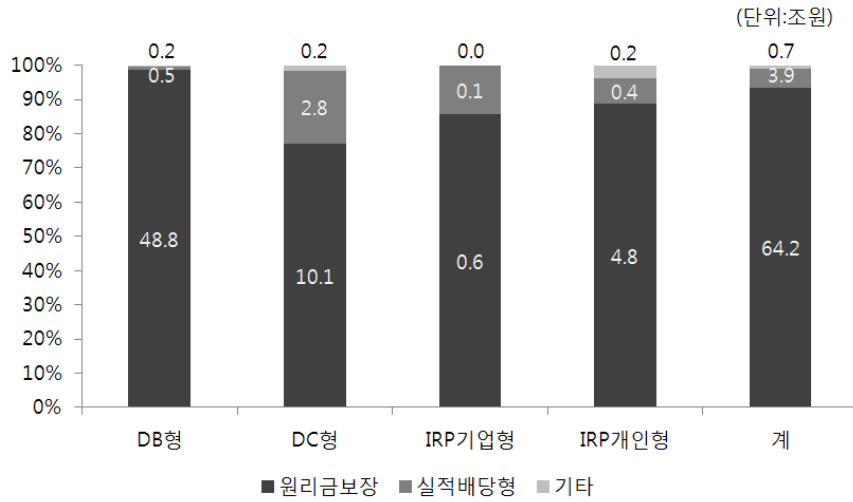
<그림 VI-2> 금융권역별 시장점유율 현황



자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

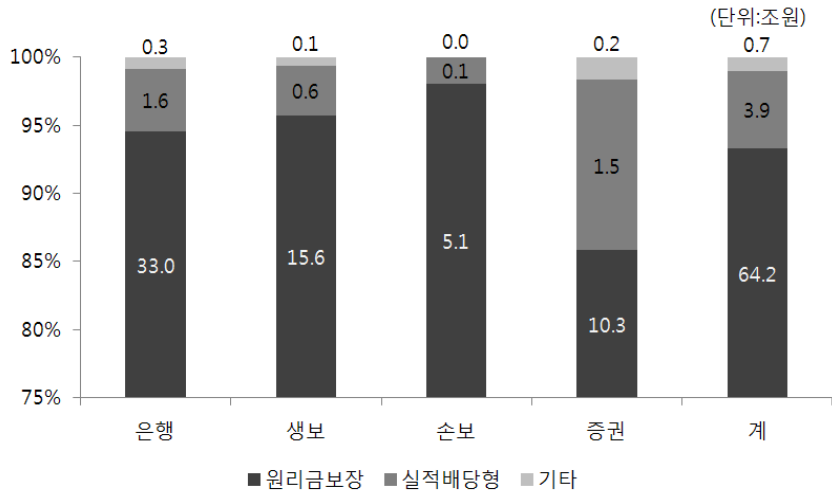
전체 퇴직연금 적립금 중 원리금보장형 상품 비중이 93.4%(64조 2,114 억원)이며, 그 중 예금상품이 가장 큰 비중을 차지하고 있다(예금 57.4%, 보험 34.4%, ELS 8.3%). 퇴직연금 유형별로 보면 DB형의 98.4%, DC형의 77.0%가 원리금보장형 상품으로 구성돼 안정성 위주로 운용되고 있다. 보험권의 경우 원리금보장형 상품 위주의 운용이 가장 두드러지게 나타나고 있으며(생보 95.8%, 손보 98.1%), 증권회사의 경우 원리금 보장형의 비중이 86.5%로 상대적으로 낮은 편이다.

<그림 VI-3> 제도유형별 적립금 운용 현황 및 비중



자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

<그림 VI-4> 권역별 적립금 운용 현황 및 비중



자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

원리금보장상품의 만기별 운용 현황을 살펴보면, 1년 이하 상품 비중이 82.4%로 적립금이 단기 상품 위주로 운용되고 있음을 알 수 있다.

<표 VI-1> 원리금보장상품의 적립금 운용기간별 비중

(단위: %)

구 분	은행	생보	손보	증권	근로 복지 공단	전체
1년 미만	3.5	0.8	0.4	5.5	0.8	2.9
1년형	83.2	68.1	83.2	83.0	98.3	79.5
1년 초과 3년 이하	4.4	3.2	0.1	3.6	0.8	3.7
3년형	5.6	8.1	3.0	4.1	0.1	5.7
3년 초과	3.4	5.2	0.0	3.7	0.0	3.6
금리연동형	0.0	14.7	13.3	0.1	0.0	4.6

자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

실적배당상품의 운용 현황을 살펴보면, 집합투자증권에 3조 7,946억원(5.6%)이 투자되고 있는데, 채권형 집합투자증권에 1조 7,840억원(2.6%), 혼합형 집합투자증권에 1조 6,023억원(2.3%)이 투자되고 있다. DB형의 경우 집합투자증권에 투자된 금액이 5,221억(DB형 적립금 49조 5,243억의 1.1%)에 머물고 있다. 금융권역별로 보면, 증권은 적립금의 12.3%를 집합투자증권에 투자하고 있지만, 은행은 4.6%, 생보는 3.7%, 손보는 1.5%만을 집합투자증권에 투자하고 있다.

<표 VI-2> 실적배당상품의 운용 현황(제도유형별)

(단위: 억원, %)

	DB형	DC형	IRP 기업형	IRP 개인형	계	비중
실적배당형 보험	166	1,556	9	350	2,082	0.3
주식형	833	8	0	8	849	0.1
혼합형	1,116	13,321	187	1,398	16,023	2.3
채권형	2,762	12,660	414	2,004	17,840	2.6
재간접	1	173	0	25	199	0.0
부동산 등	0	0	0	0	0	0.0
기타	344	537	33	40	955	0.1
집합투자증권 계	5,221	28,255	643	3,827	37,946	5.5
직접투자	223	100	0	261	585	0.1
실적배당형 계	5,444	28,355	643	4,088	38,531	5.6
총계	495,243	131,285	6,616	54,205	687,349	100.0

자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

<표 VI-3> 실적배당상품의 운용 현황(금융기관별)

(단위: 억원, %)

	은행	생보	손보	증권	기타	계	비중
실적배당형 보험	0	1,432	643	1	6	2,082	0.3
주식형	487	129	3	231	0	849	0.1
혼합형	5,258	651	85	10,028	0	16,023	2.3
채권형	9,709	3,745	68	4,317	1	17,840	2.6
재간접	1	1	0	198	0	199	0
부동산 등	0	0	0	0	0	0	0
기타	811	49	3	91	0	955	0.1
집합투자증권 계	16,266	6,008	801	14,865	7	37,946	5.5
직접투자	0	167	0	418	0	585	0.1
실적배당형 계	16,266	6,175	801	15,283	7	38,531	5.6
총계	350,236	163,089	51,870	120,932	1,223	687,349	100

자료: 금융감독원(2013년 3월말 기준)

나. 퇴직연금 시장의 전망

2012년 12월말 기준 퇴직연금 시장 규모는 67.3조원에 이른다. 향후 퇴직연금 자산은 성장률은 낮아지지만 지속적인 성장을 하여, 2020년까지 378.5조원에 이를 것으로 예상된다(김재철 외(2013)).

퇴직연금 적립금 중 펀드로 운용되는 자산의 비율은 2013년 3월 기준 5.5% 정도인데, 이러한 시장점유율이 유지될 경우 2020년 자산운용회사의 퇴직연금 운용자산액은 20.8조원(상향1)에 이를 것으로 예상된다.

한편 2013년 3월말 기준 DB형 퇴직연금 적립액의 비중은 72.1%인데, DB형 퇴직연금의 실적배당형 상품에 대한 투자비중은 1.1%로 매우 낮으며, DC형 퇴직연금(IRP 포함)의 실적배당형 상품에 대한 투자비중은 17.2%로 상대적으로 높다. IRP 상대적 증가 등으로 DC형 퇴직연금의 비중이 40% 정도로 높아질 경우 2020년 자산운용회사의 퇴직연금 운용 자산액은 28.6조원(상황2)에 이를 것으로 예상된다.

향후 저금리시대에 수익률에 민감한 수요자를 중심으로 실적배당형 퇴직연금 상품에 대한 수요가 증가하여 2020년까지 실적배당형 상품의 비중이 13%(DB형 퇴직연금 5%, DC형 퇴직연금 25%) 정도로 높아질 경우 자산운용회사의 퇴직연금 운용자산액은 49.2조원(상황3)으로 증가할 것이다.

<표 VI-4> 퇴직연금 규모와 자산운용회사의 운용자산 전망

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
연금	95.1	126.0	159.8	197.2	237.7	281.5	328.5	378.5
상황1	5.2	6.9	8.8	10.8	13.1	15.5	18.1	20.8
상황2	5.6	7.7	10.1	13.0	16.2	19.9	24.0	28.6
상황3	6.2	9.3	13.2	18.1	24.0	31.1	39.5	49.2

주: 상황1은 실적배당상품의 비중을 5.5%, DB형 퇴직연금의 비중을 72.1%로 가정, 상황2는 실적배당상품의 비중을 5.5%, DB형 퇴직연금의 비중이 2020년까지 60%로 줄어든다고 가정, 상황3은 DB형 퇴직연금의 비중이 2020년까지 60%로 줄어들고 실적배당상품의 비중을 2020년까지 13%로 늘어난다고 가정하였음

<표 VI-5> 퇴직연금 자산규모 추정의 주요 가정

주요 항목	가정
거시경제 변수	<ul style="list-style-type: none"> • GDP 성장률: KDI 명목 GDP 장기전망을 기초로 물가상승률 전망치 고려해 실질 GDP 성장률 전망 • 물가상승률: (2013~2015) 한국은행 소비자물가상승률 목표치 3.0%, (2016~2050) 2.5% 가정
노동시장 및 임금	<ul style="list-style-type: none"> • 노동시장 구조: 변화 없음. 인구 수 대비 상용근로자 수 비중 현재와 동일 • 임금상승률: 실질 GDP 성장률 전망치 × 1.2
투자수익률	<ul style="list-style-type: none"> • 연 4.9%
퇴직연금 전환율	<ul style="list-style-type: none"> • 2022년말 80%까지 점진적으로 상승한 후 더 이상 상승하지 않는다고 가정
퇴직급여 연금화	<ul style="list-style-type: none"> • 2015년까지 0%, 2016년에 지급 대상 급여액의 20%가 연금화되고, 점차 상승해 2036년에는 연금화율이 최대 80%에 이른다고 가정

자료: 김재철 외(2013)

다. 퇴직연금 시장에서의 과제

퇴직연금의 발전을 위해서는 기본적으로 퇴직금에서 퇴직연금으로 전환, 중도인출 없는 자산의 축적, 축적된 자산의 연금화 단계를 거쳐 퇴직연금이 안정적인 퇴직소득 창출에 기여할 수 있도록 체계적인 후원이 있어야 한다.

2013년 3월말까지 상용근로자의 50.8%가 퇴직연금으로 가입하였지만, 10인 이하 소규모 기업의 퇴직연금 전환율은 9.4%로 중소기업의 퇴직연금 전환율은 여전히 낮다. 또한 매월 신규 유입액의 30% 이상이 급여로 인출될 정도로 퇴직자산이 근로자가 퇴직할 때까지 축적되지 못하고 있다. 퇴직급여를 받은 근로자들 중 연금을 선택하는 비율은 매우 낮다. 연금으로

받기에는 금액이 너무 작기 때문일 수도 있고, 일시금으로 받을 때 세금 부담이 낮아서 일수도 있다. 현재 퇴직연금의 세 가지 문제점이 제대로 해결되어야 퇴직자산의 원활한 축적과 안정적 퇴직소득 창출이 가능할 것이다.

퇴직연금으로 전환 촉진을 위하여 일정한 시점 이후부터 퇴직연금만을 퇴직급여 제도로 인정하든지, 또는 일정 요건을 갖춘 기업은 퇴직연금으로 전환을 강제화하는 등 적극적인 퇴직연금 전환 정책이 필요하다. 또한 퇴직급여 수급 시 일정 금액이 넘는 경우는 연금으로 받아야 세금이 낮아지도록 하는 적극적인 연금화 촉진책이 필요하다. 중도인출에 대해서도 인출한 금액을 일정 기간 내에 재적립 또는 상환을 인정해 주는 등 퇴직자산의 축적을 강화해야 한다.

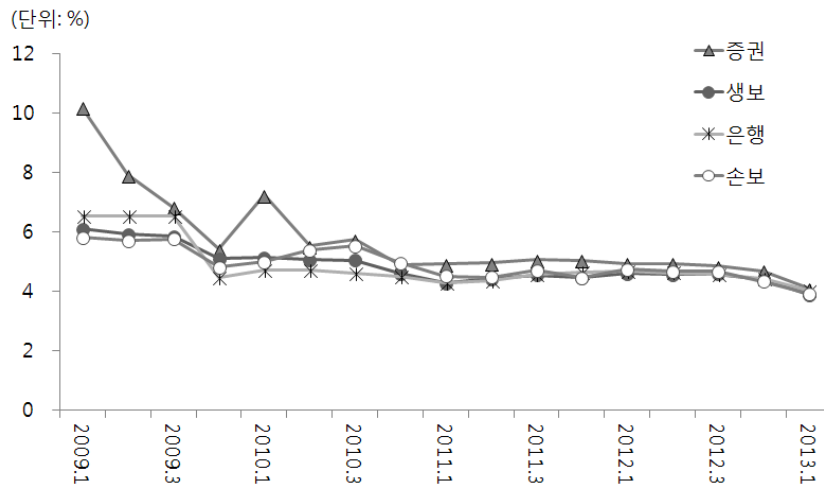
투자수익률은 퇴직자산의 크기에 결정적인 영향을 미치며, 퇴직소득에 영향을 미친다. 퇴직연금 급여는 근로자의 임금과 연동되어 있기 때문에 연금자산의 상당 부분은 주식과 부동산 등의 임금상승률 또는 물가상승률 위험을 헷지할 수 있는 자산에 투자되어야 한다.²¹⁾ 그러나 현재 퇴직연금 적립금의 대부분은 원리금보장형 상품으로 운용되고 있으며, 원리금보장형 상품의 대부분은 은행의 예금이다.²²⁾ 또한 투자, 운용되고 있는 원리금보장형 상품의 수익률이 계속 떨어지고 있다. 이에 따라 임금상승률이나 물가상승률에 상응할 정도로 수익률을 높이기 위해 위험자산에 대한 투자 비중이 확대되어야 한다.

21) 생명보험회사의 자산은 장기 부채를 충당하기 위해 적립된다는 측면에서, 연금 자산과 비슷하지만, 연금 부채가 실질 가치로 표시되지만 생명보험회사의 부채는 주로 명목 가치로 표시되기 때문에 생명보험회사는 명목 수익률을 보장하는 채권에 주로 되고 있다(Davis, 2002).

22) 2013년 3월말 기준 퇴직연금 자산의 93.4%(64.2조원)가 원리금보장형 상품으로 운용되고 있으며, 원리금보장형 상품 중에서는 예금이 가장 큰 비중을 차지(57.4%, 36.8조원)하고 있다.

실적배당형 상품에 대한 투자를 늘리기 위해서는 근로자 개인들의 퇴직자산에 대한 보다 적극적인 관심이 필요하고, 동시에 자사상품에 대한 투자금지 등 체계적인 정책적 배려가 필요하다. 특히 은행의 예금 상품에 대부분의 퇴직연금 자산이 투자되어 있는 상황을 개선하기 위해서는 비율 규제가 아닌 자사상품 금지 또는 최소한의 예외적 허용 등 원칙에 맞는 정책이 필요하다.

<그림 VI-5> 퇴직연금의 수익률 추이



주 : 2013년 3월말 기준, DB형 원리금보장형
 자료: 금융감독원

현재 기업 내 퇴직자산에 대한 의사결정이 재무 담당자 등 개인에게 맡겨져 있어 투자위험에 대한 적절한 부담도 회피하는 등 적극적인 자산운용이 이루어지지 않고 있기 때문에 투자위원회, 기금형 도입 등 위험자산에 대한 투자를 전담할 수 있는 조직이 필요하다. 현재 퇴직연금의 운용관리와 자산관리를 동일한 금융기관이 담당하여 운용관리사와

자산관리사가 상호 견제하지 못하고, 금융회사들이 자체 이익을 추구할 가능성이 생길 수 있는데, 이에 대한 대안으로 기금형 퇴직연금이 검토될 수 있다.

자산운용회사는 퇴직연금 시장에 상품 제공자로서 참여하고 있다. 향후 기금형 퇴직연금 도입 등과 연계되어 자산운용 기관으로서 보다 적극적인 시장참여가 요구된다.

2. 개인연금

가. 개인연금 시장 현황

1994년 6월에 구 개인연금(세제적격 개인연금저축)이 도입되었고, 2000년 12월 세법 개정에 의해 신 개인연금(개인연금저축)으로 전환되었다. 이에 따라 2001년 이전에 체결된 개인연금은 '구 개인연금', 2001년부터 체결된 개인연금은 '신 개인연금'으로 구분한다.

2012년 세법 개정을 통해 개인연금 제도의 변화가 생겼다. 세제적격 의무 납입기간이 10년에서 5년으로 줄어들고, 연금 수급 시 세율이 연령별로 달라지고 세율도 낮아졌다.

2012년말 현재 개인연금 규모는 216조원으로 국민연금의 55.1% 정도이며 전체 연금에서 차지하는 비중은 31.9%이다. 개인연금은 세제적격 연금저축이 78.8조원, 보험회사의 세제비적격 연금보험(변액연금 포함)이 137.2조원이다.

<표 VI-6> 2012년말 연금형태별 규모

(단위: 조원, %)

	규모	비중
개인연금	216.0	31.9
퇴직연금	69.2	10.2
국민연금	392.0	57.9
합 계	677.2	100.0

주 : 개인연금 규모는 세제적격 연금과 비적격 연금의 합계 금액, 퇴직연금 규모는 퇴직보험과 신탁 포함

자료: 금융감독원, 국민연금관리공단

<표 VI-7> 세제적격 개인연금의 변화

구분	구 개인연금	신 개인연금	개인연금 개정
가입대상	만 20세 이상 국내거주자	만 18세 이상 국내거주자	제한없음
취급기간	보험회사, 은행 (농·수협중앙회 포함), 우체국, 자산운용회사 (투자신탁: 판매 는 은행, 증권 회사), 농·수협 회원 조합	+ 농·수·신협중 앙 회 (생 명 공 제), 자산운용 회사 (뮤추얼펀드: 판 매는 은행, 증 권회사)	
적립기간	10년 이상 만 55세 이후		가입후 5년 경과 및 만55세 이후
지급기간	적립기간 만료 후 5년 이상		10년 이상
납입금액	분기 300만원 이하		연 1,800만원 이하
근거법	조세특례제한 법 제86조	조세특례제한 법 제86조의 2	소득세법 시행령 제40조의 2
적용기준	2000년 12월말 까지의 가입분	2001년 1월 1일 부터의 가입분	①2013.2.14 이전 연금개시: 만55세&가 입후 10년이 되는 때부터 6년차 적용 ②2013.2.15 이후 연금개시: 만55세&가 입후 5년이 되는 때부터 6년차 적용
펀드평가 방법	장부가평가	시가평가	
연금수령 한도	신설		$\frac{\text{과세기간개시일 현재 연금계좌 평가총액}}{11 - \text{연금수령연차}} \times 120\%$

자료: 금융감독원보도자료(2011.3.24), 기획재정부 보도자료(2013.1.17)

현재 세제적격 개인연금은 연간 400만원을 한도로 불입액 전액에 대해 소득공제를 받는다.²³⁾

23) 2010년 8월 23일 정부의 세제개편안에 따르면 2011년 1월 1일 이후 불입분 부터 적용되었다. 그 이전에는 한도액이 연간 300만원이었다.

<표 VI-8> 현행 세제혜택에 따른 개인연금 상품 구분

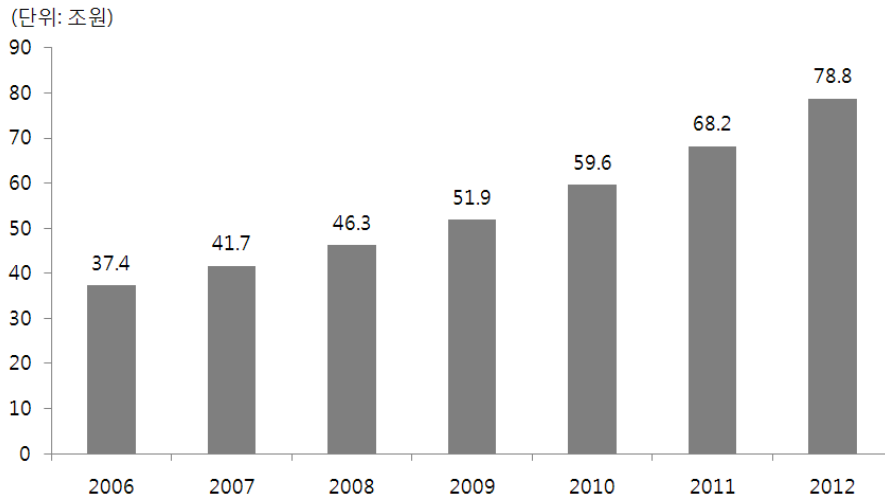
구분	세제적격 연금	세제비적격 연금
상품	연금신탁(은행), 연금펀드(자산운용회사), 연금저축보험(생보, 손보사)	연금보험(생명보험회사)
소득공제	연간 최대 400만원	혜택 없음
연금소득세	연금수령한도 내에는 연금소득세 5.5%, 연금수령한도 초과분은 기타소득세 22%	부과대상 아님
중도해지	연금수령한도 내에서는 연금소득세 3.3~5.5%, 연금수령한도 초과분은 기타소득세 22% 부과 4년 이내 해지시 해산가산세 2.2%추가	10년 이내 이자소득세 15.4%, 10년 이후 비과세
기타	모든 상품 연금신탁과 펀드로 상품 이전 가능	변액 가능

자료: 금융감독원 연금저축 통합공시 홈페이지

개인연금 규모는 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 2012년말 세제적격 개인연금의 적립금 규모는 78.8조원을 기록하였다.²⁴⁾ 세제적격과 비적격 개인연금을 모두 합한 금액은 216.0조원이었다. 개인연금 가입 현황을 보면 세제적격 연금 가입자가 339.4만명, 세제비적격 연금 가입자가 545.6만명, 동시 가입자가 92.6만명으로 전체 개인연금 가입자는 792.4만명에 이른다.

24) 은행, 보험회사, 자산운용회사의 권역별 적립금 규모의 총합계이다.

<그림 VI-6> 개인연금 적립금 현황



주 : 세계적격 개인연금의 적립금 현황임

자료: 금융감독원, 국회예산정책처

개인연금을 취급하는 기관으로는 은행, 생명보험회사, 손해보험회사 및 자산운용회사 등이 있다. 이 중 생명보험회사의 적립금 규모는 43.0조원으로 전체 규모의 절반이 넘는 54.6%의 비중을 차지하고 있으며 손해보험회사가 16.5조원으로 20.9%의 비중을 차지하고 있다. 뒤를 이어 은행 12.2조원으로 15.5%, 자산운용회사는 4.8조원으로 6.1%의 비중을 차지하고 있다.

<표 VI-9> 개인연금 적립금 현황

(단위: 조원)

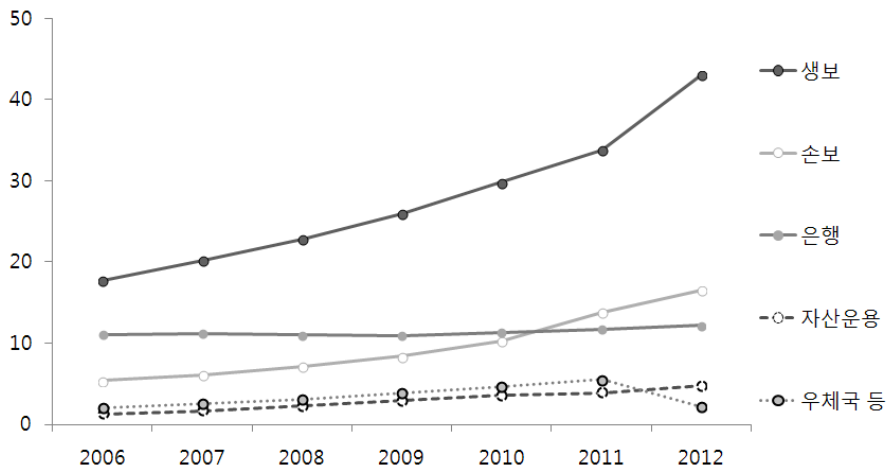
권역	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
은행	10.6	11.1	11.2	11.0	10.9	11.3	11.7	12.2
생보	16.2	17.7	20.2	22.8	25.9	29.8	33.8	43.0
손보	4.9	5.4	6.1	7.1	8.4	10.3	13.8	16.5
자산운용	1.3	1.3	1.7	2.3	2.9	3.6	3.9	4.8
우체국 등	-	2.0	2.5	3.1	3.9	4.6	5.5	2.2
합계	33.0	37.4	41.7	46.3	51.9	59.6	68.2	78.8

주 : 세계적격 개인연금의 적립금 현황임

자료: 금융감독원 보도자료(2011.3), 보도자료(2013.1), 보도자료(2013.8)

<그림 VI-7> 권역별 개인연금 적립금 현황

(단위: 조원)



주 : 세계적격 개인연금의 적립금 현황임

자료: 금융감독원(2011)

나. 개인연금 시장의 전망

2012년 12월말 기준 개인연금 시장 규모는 78.8조원에 이른다. 향후 개인연금 시장이 경제성장률 정도의 성장을 한다면, 2020년까지 125.6조원, 과거 5년간(2008년~2011년)의 평균 성장률 정도의 성장을 한다면 2020년까지 218.6조원에 이를 것으로 예상된다. 여기서 경제성장률은 OECD와 KDI의 예상 경제성장률을 평균한 6%를 사용하였고, 2008년에서 2012년까지 개인연금시장의 성장률은 13.6%였다.

자산운용회사의 개인연금 시장점유율은 2012년 기준 6.1% 정도인데, 이러한 시장점유율이 유지될 경우 자산운용회사의 2020년 개인연금 운용자산액은 7.7조원(펀드1), 13.3조원(펀드2)에 이를 것으로 예상된다. 향후 저금리시대에 수익률에 민감한 수요자를 중심으로 자산운용회사의 개인연금에 대한 수요가 증가하여 자산운용회사의 시장점유율이 8% 정도로 높아질 경우 2020년까지 자산운용회사의 개인연금 운용자산액은 17.5조원(펀드3)으로 증가할 것이다.

<표 VI-10> 개인연금 규모와 자산운용회사의 운용자산 전망

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
상황1	83.5	88.5	93.9	99.5	105.5	111.8	118.5	125.6
상황2	89.5	101.7	115.5	131.2	149.1	169.4	192.4	218.6
펀드1	5.1	5.4	5.7	6.1	6.4	6.8	7.2	7.7
펀드2	5.5	6.2	7.0	8.0	9.1	10.3	11.7	13.3
펀드3	7.2	8.1	9.2	10.5	11.9	13.5	15.4	17.5

주: 상황 1은 성장률 6%, 상황2는 성장률 13.6%를 적용함

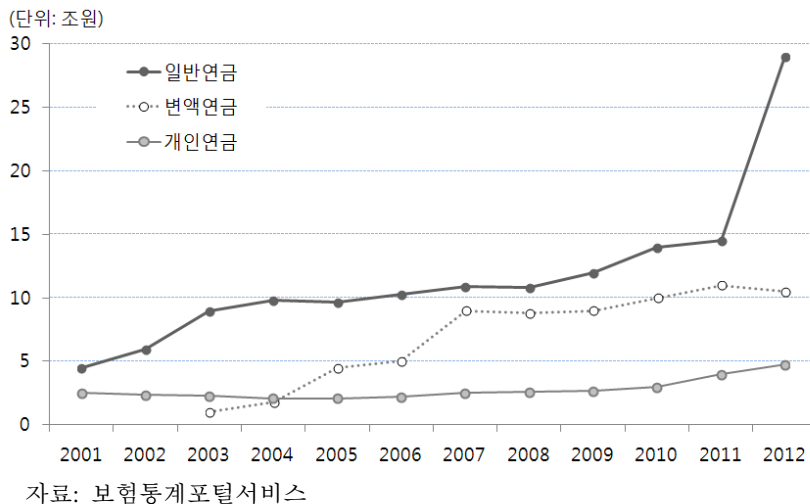
펀드 1은 상황1과 현재 자산운용회사의 시장점유율 6.1%를 적용, 펀드2는 상황 2와 현재 자산운용회사의 시장점유율 6.1%를 적용, 펀드3은 상황2와 현재 자산운용회사의 시장점유율이 8%까지 상승할 경우를 가정함

다. 개인연금 시장에서의 과제

2017년부터 자영업자 IRP가 허용되면 기존의 퇴직연금과 IRP의 경계가 불분명해진다. 따라서 개인연금과 퇴직연금을 포괄하는 개인퇴직계정 신설 후 2개월 소득에 해당하는 금액을 납입할 수 있는 제도를 추진한다. 즉 개인연금과 퇴직연금을 포괄하는 퇴직계정을 설정 후 이 계정을 통해 개인이 퇴직자산을 축적하고, 퇴직 시에 연금화할 수 있도록 하는 사적연금의 기본 모형을 정립한다. 작년 세법 개정을 통해 세법상의 연금계좌가 신설되어, 사적연금 통합에 대한 개념이 세법에 반영되었다.

근로자의 이직과 함께 IRP가 증가할 것이고, DB형 퇴직연금에 대한 보증 부담으로 DC형 퇴직연금이 증가할 것이다. 또한 근로자들이 DC형 퇴직연금을 통한 임금상승률을 넘는 수익률을 추구할 수 있다. 향후 증가할 DC형 퇴직연금 시장에 대한 적극 대응이 필요하다.

<그림 VI-8> 생명보험회사 연금 수입보험료의 변화



생명보험회사의 일반연금과 변액연금 등 세제비적격 연금은 소득공제 혜택이 없지만 수입보험료 측면에서 세제적격 개인연금을 압도하고 있다. 중산층 이상의 퇴직자산이 주로 생명보험회사를 통해 운용되고 있음을 보여 준다. 따라서 생명보험회사 비적격연금에 상응하는 세제혜택을 부여하고, 기대여명에 따라 인출기간이 조정되는 연금 상품을 개발하여, 퇴직자산 시장에 적극적으로 대응하여야 한다. 세제적격 연금이 모든 금융권에서 개발 판매되고 있는 상황을 고려한다면, 일반적으로 장기 유지되며 퇴직자산이 적립되는 펀드 상품 등에 대해 세제처리가 달라야 할 이유가 없다.

지급식 펀드 등 근로기간에 자산 축적뿐만 아니라 퇴직 이후 자산 인출에 초점을 맞춘 상품 개발하여, 현재의 퇴직자와 퇴직에 가까운 근로자 대상 시장을 적극 개발해야 한다. 기존의 Target Date Fund도 퇴직 시까지 초점을 맞출 뿐만 아니라 퇴직 후부터 시기까지 포괄하는 방향으로 진화하고 있다(from "To the Date" to "From the Date").

중위험-중수익 상품을 개발, 제시하여 저금리 시대에 다른 금융권과 차별화될 수 있는 자산운용 역량을 확보해야 한다.

VII. 생명보험

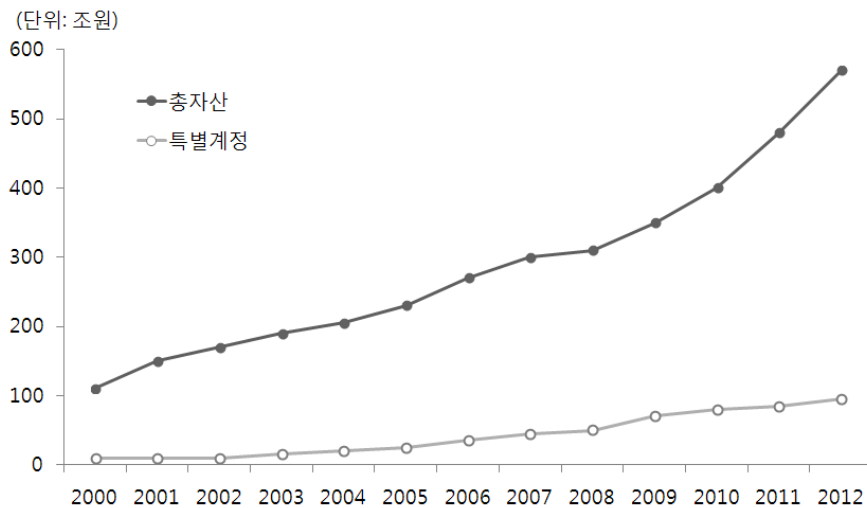
1. 생명보험회사 자산운용 현황
2. 생명보험회사의 운용자산과 수익증권 규모 전망
3. 생명보험회사 자산운용 시장에서의 과제

VII. 생명보험

1. 생명보험회사 자산운용 현황

생명보험회사의 자산은 2013년 3월말 현재 569.8조원(특별계정 95.9조원 포함)이며, 이중 445.9조원이 일반계정에서 운용되고 있다. 생명보험회사의 자산은 일반계정 자산과 특별계정 자산으로 구분되며, 특별계정의 비중은 1999년 4.3%에서 2012년 16.8%로 성장하였다. 생명보험회사의 자산 규모는 2012년말 기준 전체 금융권 총자산의 16.8%에 이르고 있다.

<그림 VII-1> 생명보험회사 자산규모



주 : 2013년 3월말 기준

자료: 생명보험협회

일반계정의 자산 474.0조원 중 미수금, 선급금 등 비운용자산 28.1조원을 제외한 445.9조원(일반계정 자산의 94.1%)이 운용되고 있다. 2012년 투자수익은 22조 6,512억원으로 비중이 수입보험료 87조 4,893억원의 25.9%에 달하고 있다.

<표 VII-1> 국내 생명보험회사 총자산의 구성

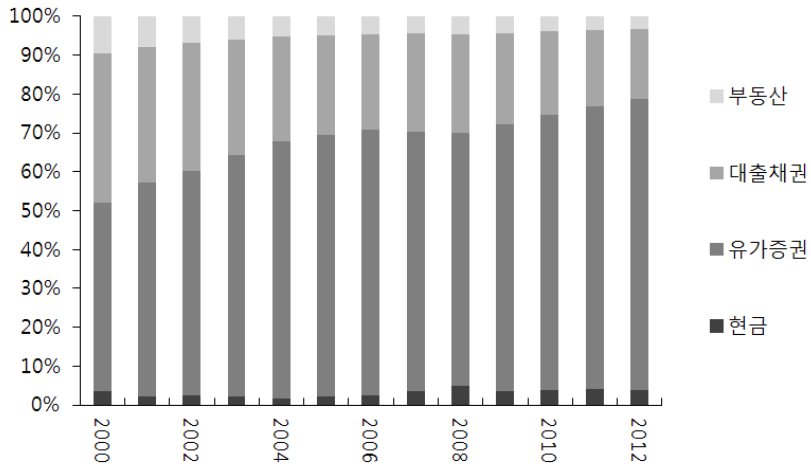
(단위: 조원)

	수익증권	유가증권	운용자산	비운용자산	특별계정자산	총자산
금액	25.5					
	(7.6%)	334.0				
비중	(5.7%)	(74.9%)	445.9	28.1	95.9	
	(4.5%)	(58.0%)	(78.3%)	(4.9%)	(16.8%)	569.8

주 : 2013년 3월말 기준
 자료: 생명보험협회

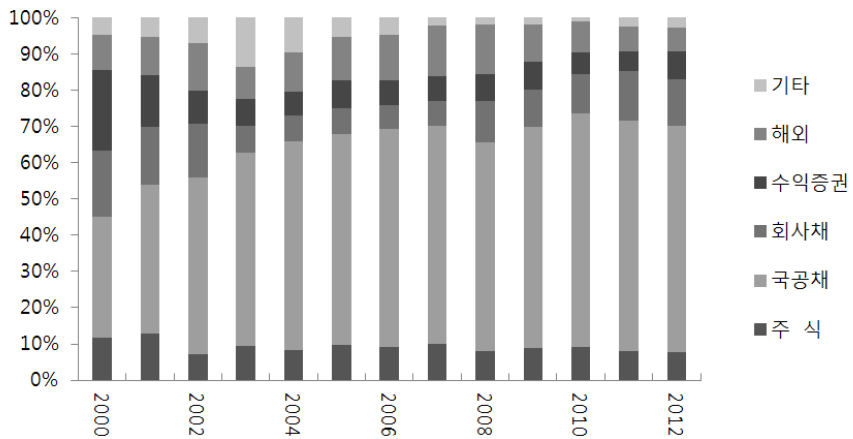
일반계정 자산의 유가증권에 대한 투자 비중이 늘고(74.9%), 대출, 부동산 비중이 줄어들었다. 유가증권 중 국공채(62.4%)에 대한 투자가 많으며, 수익증권에 대한 투자는 25.5조원(7.6%)으로 주식에 대한 투자와 비슷한 수준이다.

<그림 VII-2> 생명보험회사 일반계정의 자산운용



주 : 2013년 3월말 기준
 자료: 생명보험협회

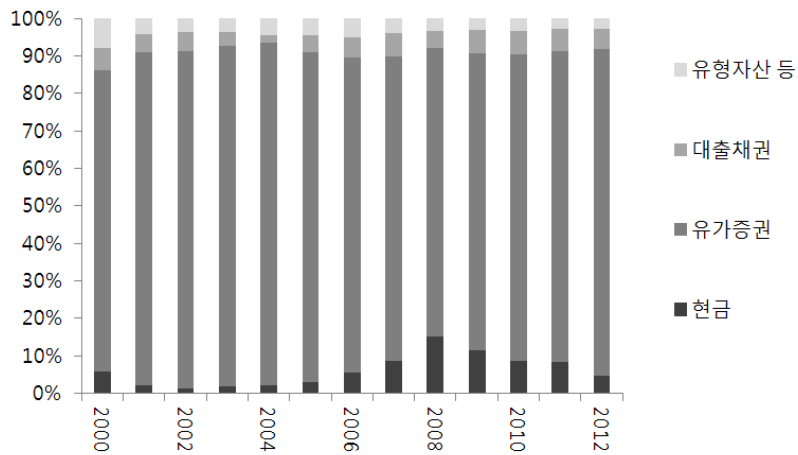
<그림 VII-3> 생명보험회사 일반계정 유가증권의 구성



주 : 2013년 3월말 기준
 자료: 생명보험협회

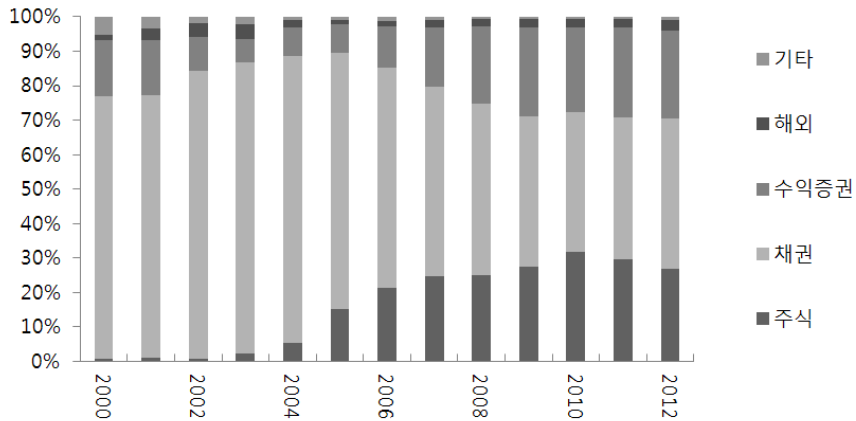
생명보험회사의 특별계정 자산은 2013년 3월말 현재 95.9조원으로, 유가증권에 대한 투자비중이 일반계정에 비해 높다(87.1%). 변액연금의 영향으로 주식에 대한 투자가 2004년 0.9조원(5.3%)에서 2012년 22.7조원(26.9%)으로 크게 늘었다. 또한 수익증권에 대한 투자도 2004년 14.2조원(8.4%)에서 2012년 21.6조원(25.6%)으로 증가하였다. 같은 시기에 채권에 대한 투자는 14.2조원에서 36.9조원으로 증가하였으나 비중은 83.3%에서 43.6%로 대폭 감소하였다.

<그림 VII-4> 생명보험회사 특별계정의 자산운용



주 : 2013년 3월말 기준
 자료: 생명보험협회

<그림 VII-5> 생명보험회사 특별계정 유가증권의 구성



주 : 2013년 3월말 기준
 자료: 생명보험협회

2. 생명보험회사의 운용자산과 수익증권 규모 전망

2013년 3월말 기준 543.1조원(일반계정 445.9조원, 특별계정 95.9조원)의 자산을 운영하고 있다. 향후 생명보험회사의 자산이 경제성장률 정도의 성장을 한다면, 2020년까지 870조원, 과거 5년간(2008년~2012년)의 평균 성장률 정도의 성장을 한다면 2020년까지 1,475조원에 이를 것으로 예상된다. 여기서 경제성장률은 OECD와 KDI의 예상 경제성장률을 평균한 6%를 사용하였고, 2008년에서 2012년까지 생보 운용자산의 성장률은 13.3%였다.

생명보험회사는 운용자산의 72.7%를 유가증권에 투자하고 있는데, 일반계정 운용자산의 70.5%, 특별계정 자산의 81.6%가 유가증권에 투자되고

있다. 2013년 3월말 기준 전체 운용자산의 8.7%에 해당하는 47.1조원이 수익증권으로 운영되고 있다. 수익증권이 비중이 최근 5년간 평균 수준인 7.8% 수준으로 유지될 경우 2020년 수익증권에 투자되는 자산액은 67.5조원(펀드1), 115.0조원(펀드2)에 이를 것으로 예상된다.

향후 저금리시대에 적응하기 위해 생명보험회사가 수익증권에 대한 투자비중을 더욱 높여 수익증권의 비중이 전체 운용자산의 10% 정도로 높아질 경우 2020년까지 수익증권 투자액은 150.4조원(펀드3)으로 높아질 것이다.

<표 VII-2> 생명보험회사의 운용자산과 수익증권 규모 전망

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
상황1	575.7	610.2	646.8	685.7	726.8	770.4	816.6	865.6
상황2	615.3	697.2	789.9	895.0	1014.0	1148.8	1301.6	1474.8
펀드1	44.9	47.6	50.5	53.5	56.7	60.1	63.7	67.5
펀드2	48.0	54.4	61.6	69.8	79.1	89.6	101.5	115.0
펀드3	62.8	71.1	80.6	91.3	103.4	117.2	132.8	150.4

주: 상황1은 성장률 6%, 상황2는 성장률 13.3%를 적용함
 펀드 1은 상황1과 현재 생명보험회사의 수익증권 투자비중 7.8%를 적용, 펀드2는 상황2와 현재 생명보험회사의 수익증권 투자비중 7.8%를 적용, 펀드3은 상황2와 현재 생명보험회사의 수익증권 투자비중이 10.0%까지 상승할 경우를 가정함

3. 생명보험회사 자산운용 시장에서의 과제

생명보험회사의 자산은 최근 5년간 13%의 성장을 보였으며, 이러한 성장은 자산운용회사의 운용시장 확대로 연결되었다. 그러나 생명보험회사의 변액연금은 자산운용회사의 뮤추얼 펀드 상품과 직접적인 경쟁관계에 있다.

따라서 생명보험회사는 기관투자자로서 자산운용회사의 주요 고객이며, 변액연금과 같은 투자상품의 제공자로서 자산운용회사와 경쟁관계에 있다.

생명보험회사의 판매상품 중 저축성 보험이 증가하면서 적립자산이 확대되고,²⁵⁾ 투자수익은 생명보험회사의 수입보험료의 25.9%(2012년 기준)를 차지할 정도로 생명보험회사 수입의 중요한 요소가 되었다. 그리고 투자수익은 다시 생명보험 상품의 가격 결정으로 이어져 생명보험회사의 경쟁력 확보에 기여하는 선순환 과정을 이룰 수 있다. 그러나 오래 전부터 예상되어 오던 것이지만 저금리 상황이 장기화되면서 생명보험회사의 투자 정책에 큰 변화가 요구되고 있다.

자산운용회사의 입장에서는 생명보험회사의 투자 정책에 상응하는 경쟁력 개발로 기관투자자로서 생명보험 시장에서의 경쟁력을 확보하고, 나아가 이러한 경쟁력을 개인투자 시장으로 확대하여 개인연금과 퇴직연금 시장의 경쟁력 확대로 연결시켜야 한다. 자산운용회사는 자산운용회사와 서로 경쟁하는 입장이지만, 동시에 생명보험회사 자체의 자산운용 부문과도 경쟁하는 입장이다. 따라서 생명보험회사가 자산을 외부 위탁운용을 이용하는 것은 생명보험회사가 자체적으로 운용하는 것에 비해 자산운용회사에 강점에 있다는 것을 의미하며, 이러한 경쟁력이 개인투자자 시장에서도 확보할 수 있는 방안을 찾아야 한다.

저축성 보험 수입보험료의 증가는 연금 상품이 주도하고 있다. 특히 변액연금은 출시와 함께 2007년까지 빠른 성장세를 보이고 있다. 2008년 글로벌 금융위기로 처음으로 감소세를 보였으며, 2012년 변액연금 수수료 파문으로 다시 수입보험료가 감소하였다. 변액연금은 생명보험회사가 외부 위탁 운용을 전제로 판매되는 상품이므로 자산운용회사의 수요기반이 된다.²⁶⁾ 그러나 생명보험회사의 변액연금은 뮤추얼 펀드와 대체 관계가

25) 2006년 40.2%에 이르던 생명보험회사의 저축성 보험 수입보험료는 2012년 64%에 이를 정도로 성장하였다.

있는 상품이므로 변액연금의 확대는 자산운용회사의 수익을 악화시킬 수 있다. 생명보험회사의 변액연금의 장점인 여러 가지 보증옵션에 대응하면서, 약점인 수익률 측면에서 경쟁 우위를 살릴 수 있는 펀드 상품의 개발이 필요하다. 한편 생보사 연금시장의 중심은 일반 연금인데, 일시납 즉시연금의 비과세 요건이 강화되어 그 수요가 다소 줄어들 것으로 예상되지만 펀드에 비해 유리한 세제 혜택이므로 펀드에도 그에 상응하는 세제 혜택이 주어져야 한다.

<표 VII-3> 생명보험회사 연금 수입보험료의 증가율

(단위: %)

	변액연금	일반연금	개인연금
2002		42.93	-6.99
2003		40.18	-4.42
2004	112.85	7.39	-2.40
2005	294.12	-2.80	8.80
2006	27.91	7.36	21.06
2007	63.62	8.55	13.96
2008	-3.71	-1.65	6.13
2009	6.74	11.49	2.49
2010	19.81	14.24	4.11
2011	11.01	4.58	15.22
2012	-3.79	102.41	24.36

자료: 보험통계포털서비스

생명보험회사는 시장 금리가 낮아질 경우 보유 채권 가격의 상승에 따른 이득을 볼 수 있지만, 기존에 보유계약 적립금에 약정된 금리 부담에 따라 손실 가능성도 있다. 일반적으로 생명보험회사의 부채 듀레이션이

26) 생명보험회사와 계열관계가 있는 자산운용회사에 상대적으로 유리할 것이므로 계열사 위탁운용에 대한 비율 규제가 적용되고 있다.

자산의 듀레이션을 초과하기 때문에, 최근의 저금리 상황은 생명보험회사의 자산운용에 커다란 부담을 주고 있다. 생명보험회사는 보험가격 자유화 이전인 2000년 3월 이전에 판매한 6.5% 이상 확정이율 계약이 아직도 전체 적립금의 30%인 109조원을 차지하고 있기 때문이다. 예를 들어 2012년 4월에서 12월까지 생명보험회사의 자산운용 수익률은 4.8%였으며, 같은 기간 중 적립금 평균이자율은 5.6% 보다 0.8% 포인트 낮아 이자율에 손실이 발생하였다. 그러나 생명보험회사의 경우, 운용자산(2012년 12월말 기준 429조원)이 보험료적립금(2012년 12월말 기준 364조원)보다 많아, 직접적인 역마진에도 불구하고, 2012년 4월에서 12월까지의 이자율차 손익이 비슷한 수준인 것으로 파악되고 있다.²⁷⁾

생명보험회사는 전통적으로 채권 중심의 투자 정책을 취하여 왔지만, 저금리 상황이 지속되면 보다 적극적인 수익원을 찾아야 한다. 최근 들어 채권 중에서 회사채의 비중이 높아지고 있으며, 향후 주식에 대한 투자 비중이 높아질 수 있다. 즉 연금자산이 확대, 특히 퇴직연금이 확대 되면 연금 부채는 물가상승률 또는 임금상승률을 헷지할 수 있어야 하기 때문에 생명보험회사의 자산운용이 임금상승률에 상응하는 수익률을 추구하는 방향으로 변화할 수 있다. 예를 들면 2011년말 기준으로 미국 생명보험회사의 운용자산 규모는 5.5조달러이며, 이 중에서 채권이 52.4%로 가장 높은 투자 비중을 차지하고 있다. 2007년도 32.8%에 이르렀던 주식 비중은 금융위기를 지나며 24.4%까지 줄었다가 2011년 기준 28.1%로 다시 비중이 증가하였다. 이에 비해 국내 2012년 기준 생명보험회사의 전체 주식 투자 금액은 운영자산의 5.9%에 해당하는 26.2조원 규모이며, 이 중에서 80.0%에 해당하는 21.0조원이 삼성생명의 투자 금액이다.²⁸⁾ 삼성생명을 제외하면 주식의 비중이 운영자산의 1.8%로 낮아진다. 현재 국내 생보사의 주식보유 비중이 매우 낮기 때문에 향후 비중이 높아질 가능성이 있다.

27) 금융감독원 보도자료(2013.4.25)

28) 삼성생명의 주식 비중이 높은 것은 관계사 주식을 보유하고 있기 때문이다.

생명보험회사가 적극적인 자산운용을 추구할 경우 자산운용회사의 역할이 늘어날 수 있다. 한편 일부 대형 생명보험회사를 중심으로 자체 자산운용 능력 강화를 목표로 자산운용회사에 대한 의존을 줄이려는 경향도 나타나고 있다.

<제3부> 비전달성을 위한 부문별 시장 전망과 과제

VIII. 공모펀드시장

IX. 사모·대체투자펀드시장

X. 일임시장

XI. 금전신탁시장

Ⅷ. 공모펀드시장

1. 공모펀드 시장의 현황 및 전망: 2013~2020년
2. 공모펀드 시장 상품혁신과 다변화 방향 전망
3. 공모펀드 시장 상품혁신과 다변화를 위한 과제

VIII. 공모펀드시장²⁹⁾

1. 공모펀드 시장의 현황 및 전망: 2013~2020년

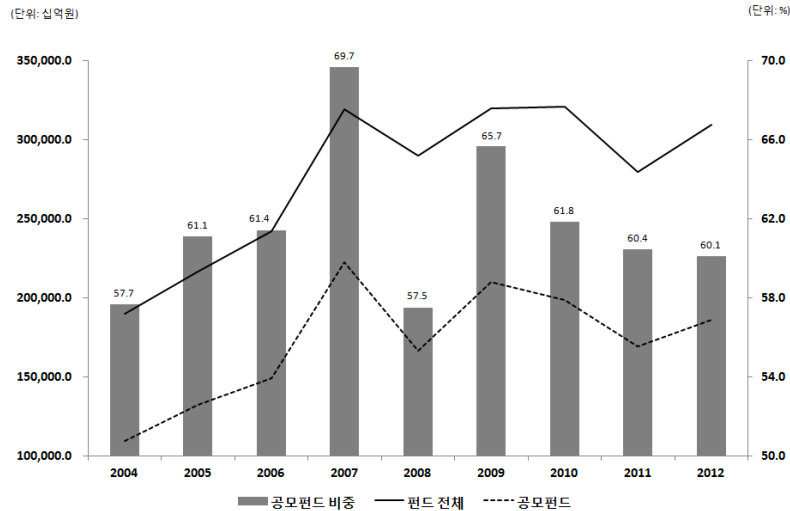
공모펀드는 말 그대로 불특정 일반대중을 상대로 공모방식으로 판매하는 펀드를 의미한다. 따라서 소액 개인투자자들이 공모펀드에 많이 투자한다. 기관투자자 중에서는 각종 투자자보호 장치 등 상품의 투명성을 가장 중요한 투자기준으로 설정하는 투자자들이 주로 공모펀드에 투자한다.

아래의 <그림 VIII-1>에는 2004~2012년 공모펀드 규모와 펀드 전체 대비 비중이 정리되어 있다. 국내 공모펀드는 2007년까지 빠르게 성장했다. 2004년 109.6조원이었던 공모펀드 순자산총액은 불과 3년 후인 2007년에 두 배 이상 늘어나 222.8조원에 달했다. 그 이후 공모펀드는 전반적인 침체기에 접어들어 2011년에는 약 169조원까지 줄어들었다. 펀드 전체 대비 비중도 2004년 57.7%에서 2007년에는 69.7%까지 상승했으나, 최근에는 60% 내외에 머물러 있다.

공모펀드 규모는 전반적으로 펀드 전체 규모의 움직임과 유사하다. 공모펀드는 투자주체의 중심이 개인투자자인데다 기관투자자가 주로 투자하는 사모펀드에 비해 주식형펀드의 비중이 높기 때문에 상대적으로 주가의 변화에 민감하다. 그리고 공모펀드가 펀드 전체에서 차지하는 비중이 비록 줄어들고는 있지만 60% 내외를 유지하고 있기 때문에 펀드 전체 규모를 결정하는데 많은 영향을 줄 수밖에 없다.

29) 본 장에서 논의하는 펀드시장의 상품다변화는 김재철·장지혜(2013)의 연구에서 상당부분 발췌했음을 밝혀둔다.

<그림 VIII-1> 공모펀드 규모와 펀드 전체 대비 비중



자료: 한국은행, 금융투자협회

그러면 공모펀드 전체는 향후 어느 정도 규모까지 성장할까? 공모펀드 전체 규모를 전망하기 위해 가계 펀드 보유규모 전망과 동일한 방법을 활용할 수도 있다. 이는 보유 주체의 금융자산 규모 전체를 전망하고, 여기에서 공모펀드가 차지하는 비중을 가정하는 두 단계 전망을 의미한다. 그런데 공모펀드에 대해서는 이 방법을 쓰는데 문제가 있다. 공모펀드의 보유 주체는 개인투자자 뿐만 아니라 기관투자자도 포함된다. 사실상 모든 경제주체가 공모펀드에 대한 투자주체라고 볼 수 있다. 따라서 금융자산 데이터를 모든 경제주체를 포괄하는 국가 전체 금융자산을 써야 하는데, 국가 전체 금융자산은 이중 합산의 문제가 생긴다.

따라서 여기에서는 공모펀드 전체를 개인(가계)과 기관투자자가 보유하는 것으로 가정하고 가계와 기관투자자 보유 비중에 대한 과거 자료를 바탕으로 미래 공모펀드 규모를 전망하기로 한다. 그런데 여기에도

문제가 존재한다. 펀드 관련 통계를 집계하는 금융투자협회나 기타 민간 펀드평가사 어디에서도 공모펀드 또는 사모펀드 전체 순자산총액에서 가계 또는 기관투자자가 얼마나 보유하고 있는지, 또는 가계 펀드 보유 분 중에서 공모펀드가 얼마나 되는지를 집계하지 않고 있다. 따라서 여기에서는 다소 강한 가정을 하기로 한다. 즉, 가계가 보유한 펀드는 모두 공모펀드라고 가정한다.³⁰⁾ 이와 같이 가정할 경우 공식적으로 집계되는 공모펀드 규모 전체에서 가계가 보유한 공모펀드를 빼면 기관투자자 보유 공모펀드가 될 것이다.

<표 VIII-1>에는 2004년에서 2012년까지 공모펀드 전체 규모와 가계 및 기관투자자 보유 규모가 정리되어 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 가계 보유 공모펀드는 한국은행 자금순환표 상의 가계 및 비영리단체 수익증권 순자산총액 전체와 동일하다. 기관투자자 보유분은 공모펀드 전체에서 가계 보유분을 제외해 계산한 수치이다. 그리고 이 기간 중 가계와 기관투자자의 보유비중도 정리되어 있다. 공모펀드 전체에서 차지하는 가계 보유분의 비중은 2007년 75.2%를 정점으로 하락하기 시작해 2012년에는 46.8%까지 떨어졌다. 그 결과 기관투자자가 공모펀드 전체에서 차지하는 비중은 반대로 늘어나 50%를 넘어섰다. 동 기간 중 공모펀드 전체에서 차지하는 가계 보유분의 비중은 평균 61.2%였으며, 기관투자자 보유분의 비중은 평균 38.8%였다. 그리고 가계가 보유한 공모펀드 대비 공모펀드 전체 규모의 비율은 2007년 1.3배를 정점으로 상승해 2012년에는 2.1배로 커졌다.

30) 개인(한국은행 자금순환표 상으로는 가계 및 비영리단체)이 보유한 수익증권 중 사모펀드가 얼마나 되는지에 대한 통계는 없다. 개인이 사모펀드에 가입하는 경우는 대부분 고소득자로 한정될 것이고, 그 액수도 크지 않을 것으로 보여 가계 부문이 보유한 펀드는 대부분 공모펀드라고 가정해도 큰 무리는 없을 것으로 본다.

<표 VIII-1> 2004~2012년 공모펀드 전체 규모와
주체별 보유 규모

	주체별 공모펀드 보유 규모 (십억원)			주체별 보유 비중 (%)		가계 보유분 대비 전체 비율 (A/B)
	전체 (A)	가계 (B)	기관 투자자 (A-B)	가계 (B/A)	기관 투자자 ((A-B)/A)	
2004	109,642	64,103	45,540	58.5	41.5	1.7
2005	132,476	81,364	51,112	61.4	38.6	1.6
2006	148,926	110,010	38,916	73.9	26.1	1.4
2007	222,770	167,584	55,186	75.2	24.8	1.3
2008	166,700	122,889	43,810	73.7	26.3	1.4
2009	210,306	130,614	79,692	62.1	37.9	1.6
2010	198,606	98,940	99,666	49.8	50.2	2.0
2011	169,191	84,331	84,861	49.8	50.2	2.0
2012	186,293	87,143	99,150	46.8	53.2	2.1
주체별 비중 평균	-	-	-	61.2	38.8	-

2013년부터 2020년까지의 공모펀드 전체 규모 전망은 가계 보유분과 기관투자자 보유분이 차지하는 비중에 대한 가정을 기초로 한다. 가계가 보유하는 펀드 규모가 이미 전망되어 있기 때문에 가계와 기관투자자 보유 비중만 가정하면 공모펀드 전체 규모를 쉽게 전망할 수 있다. 앞에서 공모펀드 전체에서 차지하는 가계 보유분의 비중이 2012년에 46.8%, 2004~2012년 중 평균 61.2%라고 언급한 바 있다. 주체별 보유비중에 대한 가정을 핵심적으로 요약하면 가계 보유비중이 바닥을 지나 서서히 올라가 2020년에는 과거 평균 수준인 61.2%를 회복한다는 것이다. 2013

년부터 2020년까지 주체별 공모펀드 보유비중과, 가계 보유분 대비 전체 공모펀드의 비율에 대한 가정이 아래의 <표 VIII-2>에 정리되어 있다.

**<표 VIII-2> 2013~2020년 공모펀드 전체 대비
주체별 보유 비중 가정**

	공모펀드 전체 (%)	가계 비중 (%)	기관투자자 비중 (%)	가계 보유분 대비 전체 비율
2013	100.0	48.6	51.4	2.1
2014	100.0	50.4	49.6	2.0
2015	100.0	52.2	47.8	1.9
2016	100.0	54.0	46.0	1.9
2017	100.0	55.8	44.2	1.8
2018	100.0	57.6	42.4	1.7
2019	100.0	59.4	40.6	1.7
2020	100.0	61.2	38.8	1.6

이러한 가정은 다음과 같은 두 가지 사실을 반영한 것이다. 첫째, 기본적으로 공모펀드 시장은 개인이 주축인 시장임에도 불구하고 2008년 이후 최근까지 개인의 비중이 지나치게 낮아졌다는 점을 지적할 수 있겠다. 이 기간은 글로벌 금융위기와 이어진 유럽 재정위기, 그리고 국내 경기의 침체 등 악재가 이어졌다. 가계 부문이 이러한 충격에 고스란히 노출된데다 이들이 주로 투자하는 주식형펀드의 수익률이 부진해 펀드 투자를 외면할 수밖에 없었다. 향후에는 저금리와 부동산시장 침체 등으로 가계 부문이 지금보다는 펀드 등 자본시장 상품에 관심을 더 가질 가능성이 많다고 분석할 수 있겠다. 둘째, 기관투자자들은 펀드를 포함한 자산운용시장에 대한 투자를 늘리는데 있어서 갈수록 사모펀드와

투자일임 위주로 투자할 가능성이 크다. 기관투자자들은 운용에 개입할 수 없고 수수료 및 보수율이 높은 공모펀드보다는 탄력성이 훨씬 높은 사모펀드와 투자일임을 선호하는 추세로 가고 있기 때문이다.

위의 <표 VIII-2>에 정리되어 있는 연도별 가계 보유 공모펀드 대비 전체 공모펀드 비율을 앞에서 전망한 시나리오별 가계 펀드 보유규모에 곱하면 시나리오별 공모펀드 전체 규모를 전망할 수 있다. 그 전망 수치가 아래의 <표 VIII-3>에 정리되어 있다. 4개의 전망 시나리오에 따르면 2012년에 186.3조원인 공모펀드 전체 규모는 2020년에 최대 358조원에서 최소 234조원 내외에 이를 것으로 전망된다.

<표 VIII-3> 시나리오별 공모펀드 전체 규모 전망

	시나리오(십억원)			
	펀드 고성장 & 금융자산 고성장	펀드 고성장 & 금융자산 저성장	펀드 저성장 & 금융자산 고성장	펀드 저성장 & 금융자산 저성장
2012 (실적치)	186,293	186,293	186,293	186,293
2013	206,242	187,832	197,203	179,601
2014	224,001	204,006	205,014	186,714
2015	242,357	220,724	212,528	193,557
2016	261,856	238,482	220,219	200,562
2017	283,604	258,289	228,938	208,502
2018	306,878	279,485	237,981	216,739
2019	331,713	302,104	247,316	225,240
2020	357,744	325,812	256,623	233,717

2. 공모펀드 시장 상품혁신과 다변화 방향 전망

가. 국내 공모펀드 시장의 상품 다변화 추세

최근 국내외 자산운용시장의 상품구조 변화는 주로 패시브펀드(passive funds), 대체투자펀드(alternative investment funds), 각종 솔루션(solutions) 상품 등이 주도하는 것으로 평가된다.³¹⁾ 패시브펀드는 주식이나 채권을 적극적으로 거래하지 않고 특정지수를 추종하도록 설계한 펀드로 인덱스 펀드나 ETF가 대표적이다. 대체투자펀드는 주식이나 채권 등 전통적인 증권이 아닌 대체자산에 투자하거나, 투자전략이 전통적인 펀드와 차이가 있는 펀드를 의미한다. 여기에는 부동산펀드, 인프라펀드, 상품펀드, 기타 특별자산펀드 등과 헤지펀드, PEF 등이 포괄된다. 솔루션은 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 상품으로부터 멀티에셋펀드, 절대수익추구펀드, 인컴펀드, 인플레이션연계펀드, 위험/변동성펀드, 라이프사이클펀드 등 특정고객군의 수요에 부합하는 상품까지 폭넓게 포괄한다.³²⁾

31) 글로벌 자산운용시장의 상품군 다변화와 관련해서는 Boston Consulting Group(2012), McKinsey&Company(2012) 등을 참조할 수 있다.

32) 솔루션은 IT업계에서 많이 사용하는 용어이기는 하지만 해외 경영컨설팅 업계와 자산운용업계에서 전반적으로 통용되는 용어이기에 이를 그대로 사용하기로 한다. 참고로 최근 국내 자산운용시장에서 인기를 끌고 있는 소위 중위험중수익 상품들이 바로 솔루션으로 분류되는 상품들이다. 그리고 솔루션 중 완전한 고객맞춤형 펀드로는 개별 연기금들이 요구하는 유형의 펀드들을 예로 들 수 있겠다. 당연히 이런 펀드들은 개념상 사모펀드이거나, 경우에 따라서는 투자일임 상품이 될 것이다.

상품 다각화의 범위를 우리나라 자산운용시장의 공모펀드로 국한하면 패시브펀드가 다각화의 중심에 위치하고 있음을 알 수 있다. 아래의 <그림 VIII-2>에는 공모펀드 전체의 순자산총액과 패시브펀드와 솔루션 상품을 합한 순자산총액이 정리되어 있다. 패시브펀드와 솔루션 상품을 합한 규모는 2008년 14.6조원에서 2012년에는 42.0조원으로 성장했다. 공모펀드 전체 대비 비중은 동기간 8.7%에서 22.5%로 커졌다.

<그림 VIII-2> 공모펀드 전체와 패시브펀드/솔루션 규모

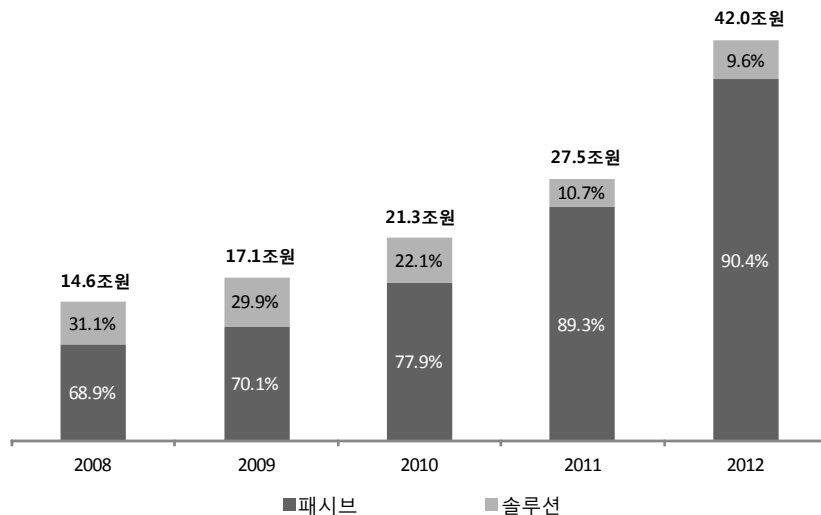


주 : 공모펀드 전체는 금융투자협회에서 집계하는 자산운용회사 운용 기준 펀드의 순자산총액임. 패시브펀드는 인덱스펀드와 ETF의 순자산총액을 합한 것임. 솔루션은 멀티에셋펀드, 인컴펀드, 절대수익추구형펀드, 라이프 사이클펀드, 하이일드펀드의 순자산총액을 합한 것임. 종류별 분류는 금융투자협회와 제로인 데이터베이스에서 종류를 구분한 경우는 그대로 이용했으며, 종류별 구분이 없는 경우에는 유사 검색어로 저자가 분류해 집계한 수치를 이용

자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

<그림 VIII-3>에는 공모 패시브펀드와 솔루션 상품을 합한 42.0조원 중 두 개 유형의 비중을 정리하고 있다. 이에 따르면 2012년 기준 인덱스펀드와 ETF를 합한 공모 패시브펀드는 37.9조원으로 90.4%를 차지하고 있으며, 솔루션 상품은 약 4조원으로 9.6%를 차지하고 있다.

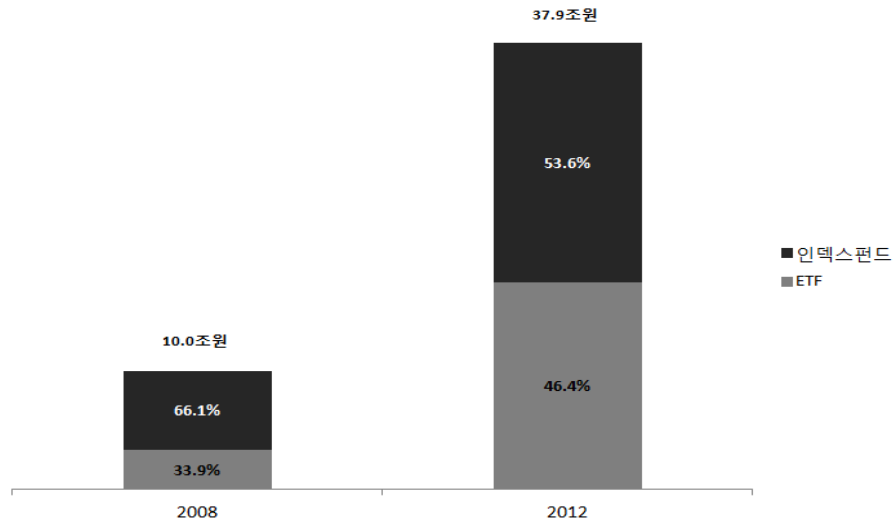
<그림 VIII-3> 공모 패시브펀드와 솔루션 상품 비중



자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

공모 패시브펀드 중에서는 특히 ETF의 성장세가 두드러진다. <그림 VIII-4>에 의하면 2008년 3.4조원으로 공모 패시브펀드 중 33.9%를 차지했던 ETF는 2012년에 공모 패시브펀드 중 46.4%인 17.6조원까지 성장했다. 인덱스펀드 역시 공모 패시브펀드 전체에서 차지하는 비중은 다소 줄어들었으나 그 규모는 동기간 6.6조원에서 20.3조원으로 성장했다. 이는 공모펀드 상품 다각화 또는 상품구조 변화의 중심에 패시브펀드가 위치하고, 그 중에서 ETF가 핵심 역할을 하고 있음을 의미한다.

<그림 VIII-4> 공모 패시브펀드 항목별 비중

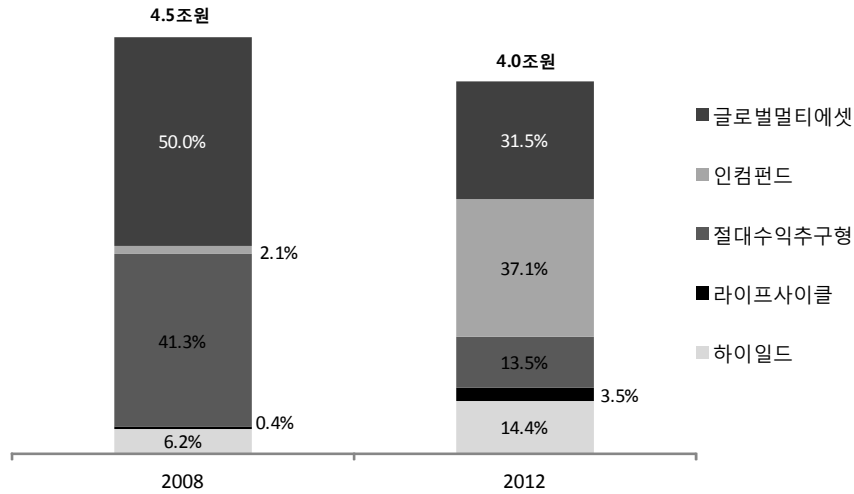


자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

<그림 VIII-5>에는 솔루션의 세부 상품별 구성비를 정리하고 있다. 앞서도 언급한 바와 같이 솔루션은 이제 태동 단계의 상품으로 아직 그 규모가 작은 편이다. 2008년 대비 순자산규모가 오히려 줄어들어 아직 본격적인 성장 국면에 진입해 있지도 않다. 그러나 2008년 대비 상품의 종류가 다양해지고 있으며, 인컴펀드, 라이프사이클펀드 등 글로벌 시장에서 부각되고 있는 상품들이 우리나라에서도 조금씩 주목받고 있음을 알 수 있다. 이러한 상품들은 저금리와 인구고령화라는 경제구조의 변화를 반영하고 있는 상품으로 평가받고 있으며, 그 결과 해외에서도 최근 들어 부쩍 성장세가 두드러진다.³³⁾

33) 이와 관련한 글로벌시장 트렌드는 Boston Consulting Group(2012), McKinsey&Company(2012)를 참조할 수 있다.

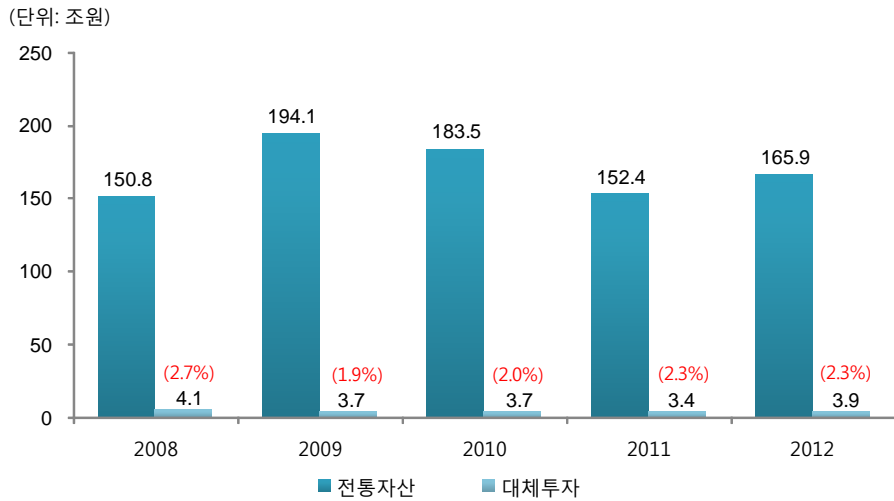
<그림 VIII-5> 공모 솔루션 항목별 비중



자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

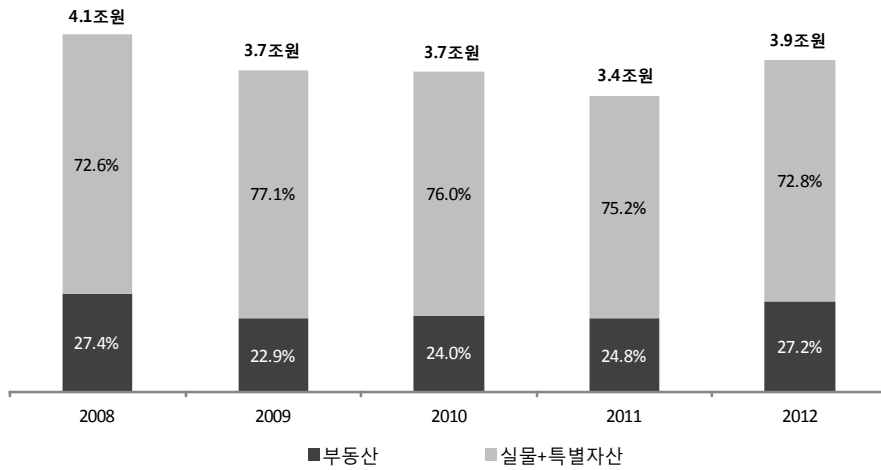
대체투자펀드는 성격상 일반 투자자들이 중심을 이루고 있는 공모펀드의 영역은 아니다. 대체투자펀드는 일반적으로 위험성이 높다는 특징으로 인해 개인투자자들의 직접적인 참여에 제약이 많다. 그 결과 PEF, 헤지펀드 등 대체투자펀드의 핵심 상품들은 공모펀드 시장에서 팔리지 않는다. 이러한 특징이 <그림 VIII-6>에 반영되어 있다. 2012년 기준 PEF를 포함한 전체 대체투자펀드의 규모는 약 74.5조원인데, 이 중 공모펀드는 약 3.9조원이다. 이는 주식형펀드 등 전통자산펀드 규모 대비 약 2.3% 수준이다. 2008년 이후 그 규모가 늘어나지도 못했다. 세부 상품 구성 항목별로 보면 실물과 특별자산펀드가 높은 비중을 차지하고, 부동산펀드가 일부를 차지하고 있다. 세부 상품별 구성비도 2008년 이후 큰 변화가 없는 모습이다.

<그림 VIII-6> 공모펀드 중 전통자산펀드와 대체투자펀드



자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

<그림 VIII-7> 공모 대체투자펀드 항목별 비중



자료: 금융투자협회, 제로인 펀드닥터프로 데이터로 계산

나. 혁신과 다변화 주도 요인

최근 자산운용시장의 상품 다변화 또는 혁신은 주로 경제환경 변화에 따른 투자자들의 수요변화에 따른 것으로 평가받는다. 투자자들의 수요에 구조적 변화를 초래하는 최근의 경제환경 변화는 크게 세 가지로 요약할 수 있다.

첫째는 그동안 수많은 논의가 있었던 인구고령화의 진전이다. 인구고령화는 우선 경제성장에 영향을 준다. 생산가능 인구가 줄어든다는 것은 당연히 경제전체의 생산여력을 떨어뜨림을 의미하므로 장기적으로 경제성장에 부정적 영향을 미칠 것이다. 이에 더해 고령인구가 늘어나면 각종 복지지출에 많은 재정을 동원해야 한다. 이는 정부가 재정정책으로 경기를 부양하는 것이 갈수록 어려워질 수밖에 없음을 의미한다. 한편 인구고령화는 퇴직자산의 축적을 늘리는 반면, 기타 목적의 저축을 줄일 수 있다. 퇴직을 앞둔 인구가 많아지고, 이들 대다수가 퇴직 후 상당히 긴 세월을 소득 없이 생활해야 한다는 것을 인식하게 되면 자산축적의 목적이 은퇴 후의 생활에 초점을 맞추게 된다. 이는 당연히 통상적인 저축과는 그 목적과 방법에 있어 차이가 있을 것이다. 퇴직자산의 축적이 상대적으로 많아진다는 것은 자산운용시장의 주요고객이 개인투자자에서 기관투자자로 전환되고 있음을 반영하는 것이기도 하다.

둘째는 빈번한 금융위기 발생이다. 1980년대 이후 글로벌 경제에서 금융위기란 용어는 과거 그 어느 때보다 자주 등장한다. 그리고 서로 다른 국가들이 교역과 자금흐름을 통해 더욱 긴밀하게 연결되면서 한 국가에서 일어난 금융위기가 쉽게 다른 나라로 전염된다. 이처럼 금융위기가 일상화되면 경제 및 금융 시스템에 대한 경제주체들의 신뢰가 회복되기 어렵고, 결국 소비와 투자가 오랫동안 부진에 빠진다.

셋째는 저성장과 저금리, 그리고 자산시장의 불투명성이다. 이는 인구고령화와 빈번한 금융위기의 결과이기도 하다. 저성장과 저금리 현상은 경제가 발전해 효율화됨에 따라 나타나는 자연스러운 현상인데, 여기에 고령화와 일상적인 금융위기가 더해지면서 그 정도가 더 심해질 수 있다. 경제의 잠재성장률이 떨어지면서 금리도 낮은 수준에 머물러 있게 된다. 자산시장의 가격은 꾸준한 추세를 보여주지 못하고 등락을 반복한다. 또한 자산시장의 불투명성, 잦은 금융위기 등은 자산 수익률 간 상관관계를 높여 분산투자의 효율성을 떨어뜨린다.³⁴⁾

이러한 경제환경의 변화가 초래하는 투자자 수요측면의 구조적 변화는 다음과 같다. 첫째, 위험관리에 대한 인식에 변화가 생기고 있다. 일반적인 위험관리는 투자자가 보유하고 있는 전체 포트폴리오 내에서 감수할 수 있는 총위험을 설정하고 이를 유지하는데 초점을 둔다. 그러나 금융위기 이후 개별 상품의 투자실패 위험이 보다 커지면서 총위험 수준의 관리뿐만 아니라 개별 상품의 투자실패 위험까지 관리하는 추세가 나타나고 있다는 것이다.³⁵⁾ 이러한 추세는 최근 국내 자산운용시장에서 소위 “중위험중수익 펀드”가 인기를 끌게 된 배경이다.³⁶⁾

34) 예를 들어 김재철·김종민(2011)은 2004년 1월부터 2011년 9월까지 월간 수익률 자료를 이용해 국내 주식형펀드 및 채권형펀드 간 상관관계뿐만 아니라 국내 주식형펀드와 해외펀드와의 상관관계도 매우 높다는 것을 보여준바 있다.

35) Boston Consulting Group(2012), McKinsey&Company(2012) 등에서 이러한 글로벌 자산운용시장의 추세를 확인할 수 있다.

36) “중위험중수익 펀드”는 일반적으로 분류되는 펀드유형에는 포함되지 않고 업계에서 사용하는 용어이다. 이는 국채와 주식의 중간 정도에 해당하는 위험수준에 국채보다 다소 높은 수익률을 보장받을 수 있는 펀드로 요약할 수 있으며, 그 범위가 매우 넓다. 업계에서는 인컴펀드, 절대수익추구펀드 등 일부 솔루션 상품들과 ELS 등을 이 범주에 포함시킨다.

둘째, 투자자들이 전통적인 액티브 주식형펀드의 알파(α) 창출능력에 대해 의구심을 가지기 시작했고 저비용펀드의 중요성도 인식하기 시작했다. 글로벌 금융위기로 주식시장이 수년 간 등락을 반복하고 있어서 액티브 주식형펀드들이 대부분 수익창출에 어려움을 겪고 있다. 게다가 개인투자자들도 투자목적이 퇴직자산 축적으로 조금씩 옮겨감에 따라 장기투자 성향이 나타나고 있고, 이는 결과적으로 저비용이 매우 중요함을 인식하는 계기가 되고 있다. 이러한 양상은 인덱스펀드 및 ETF 등 투자비용이 저렴하고 상대적으로 안정적인 수익률을 만들어내는 패시브 펀드로 투자자들을 유도하고 있다.

셋째, 자산운용시장의 핵심고객이 개인투자자에서 기관투자자로 옮겨가고 자산 수익률 간 상관관계가 높아짐에 따라 분산투자의 효율성을 올릴 수 있는 상품에 대한 관심이 커지고 있다. 이는 PEF, 헤지펀드, 부동산펀드, 특별자산펀드 등에 대한 투자자들의 수요를 증대시키는 요인이 되고 있다. 다만, 대체투자펀드들은 일반적으로 기관투자자들에게만 접근이 허용되기 때문에 개인투자자들이 주로 투자하는 공모펀드 시장에서는 제한적인 투자가 이루어지고 있다.

넷째, 저금리와 저수익이라는 자산시장의 환경변화에 따라 투자자들의 투자목적이 '상대수익 추구'에서 '특정 투자목적 추구'로 변화하고 있다. 일반적으로 펀드투자자들은 자신이 투자한 펀드가 기준수익률(benchmark return)을 초과하면 수익률이 낮아도 용인하는 경향이 강했다. 즉, 시장을 이겨낸 펀드라면 성공적인 투자라고 봤던 것이다.³⁷⁾ 그러나 저금리와 저수익 구조가 길어지면서 각 투자자들이 자신들만의 특정한 투자목적을 달성할 가능성이 높은 상품을 요구하게 되었고, 자산운용 회사들의 상품개발도 이러한 방향에 초점을 맞추게 되었다. 그 결과로

37) 이러한 구조 하에서는 마이너스 수익률이 만들어진 펀드라도 그 성과가 기준수익률보다 높으면 비판받지 않는다.

나타난 유형의 펀드들이 앞에서 언급한 소위 각종 솔루션 상품들이다. 예를 들어 인컴펀드는 원금을 보장하면서도 일정한 주기로 현금흐름을 만들어내는 상품을 선호하는 투자자들을 목표로 출시된 펀드이며, 라이프사이클펀드는 퇴직자산 축적에 초점을 맞추어 주기별로 자산배분 조정을 원하는 투자자가 주요고객인 펀드다.³⁸⁾

다. 공모펀드 시장의 다변화 방향 전망

위에서 언급한 자산운용시장의 상품혁신 또는 다변화는 대부분 구조적 요인들에 의해 이루어지고 있다. 유수의 해외기관들도 패시브펀드, 대체투자펀드, 각종 솔루션 상품으로의 다각화가 계속해서 진전될 것으로 보고 있다(Boston Consulting Group(2012), McKinsey&Company(2012)). 따라서 국내 공모펀드 시장에도 이러한 상품 다변화 양상이 계속될 것으로 전제한다. 패시브펀드 및 솔루션 상품의 성장은 대부분 공모펀드 시장에서 이루어지고, 대체투자펀드의 성장은 사모펀드 시장에서 이루어진다는 점을 염두에 두고 공모펀드 시장에서 세 유형 펀드들의 규모를 전망한다.

자산운용시장 상품 다변화의 핵심인 이 펀드들의 규모 전망은 이미 앞에서 전망한 공모펀드 전체 규모와 추가적인 간단한 가정을 전제로 시도한다. 이 펀드들이 2020년에 전체 공모펀드에서 차지하는 비중이 현재보다 크게 늘어날 것으로 가정한다.³⁹⁾ 우선 패시브펀드 중 ETF는

38) 최근 해외에서는 각종 DB형 연기금들이 자산-부채 미스매칭 문제를 해소하는데 초점을 맞춘 완전 고객맞춤형 상품에 관심을 가지고 있다. 다만 이는 당연히 공모펀드의 영역은 아니다.

39) 국내 자산운용시장에서 패시브펀드, 솔루션, 대체투자펀드 등이 차지하는 비중은 결코 글로벌 시장에 비해 낮지 않다. 이는 전망을 위해 글로벌 시장의 수치를 참조하기도 어렵다는 것을 의미한다. 따라서 이 펀드들의

2012년 공모펀드 전체 대비 9.5%에서 2020년에 18.0%로 늘어날 것으로 가정한다. 인덱스펀드는 동기간 중 공모펀드 전체 대비 비중이 10.9%에서 12.0%로 늘어날 것으로 가정했다. 따라서 ETF와 인덱스펀드를 합한 공모 패시브펀드의 비중은 2012년 20.4%에서 2020년에 30.0%로 늘어날 것으로 가정한다. 공모 패시브펀드의 비중이 전반적으로 상승할 것으로 가정한 가운데, ETF의 성장세가 보다 빠를 것으로 가정했다. 이는 ETF가 인덱스펀드에 비해 거래 용이성, 혁신의 가능성 등에서 보다 우위에 있기 때문이다. 이는 세계적 추세이기도 하다. 솔루션 상품들이 공모펀드 전체에서 차지하는 비중은 2012년 기준 2.1%인데, 이 비중이 매년 1% 포인트씩 상승해 2020년에는 공모펀드 전체 대비 10.0%로 성장한다고 가정한다. 현재와 같은 자산시장의 저금리와 저수익 구조가 지속되고, 퇴직자산 축적에 대한 관심이 더 커진다면 멀티에셋펀드, 절대수익 추구펀드, 라이프사이클펀드, 하이일드펀드 등에 대한 수요는 빠르게 늘어날 것이다. 공모펀드 시장에서 대체투자펀드는 세 유형 중 가장 성장속도가 느릴 것으로 가정한다. 공모펀드 전체 대비 공모 대체투자펀드의 비중은 2012년 2.1%에서 2020년에는 5.0%에 이르게 될 것으로 가정한다. 이처럼 공모 대체투자펀드의 성장세가 상대적으로 느릴 것으로 가정한 것은 앞에서 언급한 바와 같이 대체투자펀드의 성격상 사모펀드 영역으로 분류되기 때문이다. 다만, 부동산펀드, 특별자산펀드 등을 운용하는 특화 자산운용회사들이 사모펀드 영역과 투자일임 영역에서 자리를 잡아가면 점차 공모펀드 시장에도 진출할 가능성이 크고, 투자자들도 가능성이 확인된 상품군에 대한 관심을 늘려나갈 것이다. 이상의 전체 조건들을 종합해 보면 패시브펀드, 솔루션, 대체투자펀드 등 세 개 유형의 펀드들이 공모펀드 전체에서 차지하는 비중이 2012년 24.6%에서 2020년 45.0%로 늘어날 것이라고 가정한다.

규모 전망은 향후 다른 분야의 펀드들에 비해 상대적으로 성장세가 더 빠를 것이라는 여러 자료들의 기대를 반영한 것임을 밝혀둔다.

앞에서 제시한 공모펀드 시장 전체 규모 전망치와 패시브펀드, 솔루션, 대체투자펀드가 차지할 비중에 대한 가정을 토대로 공모펀드 시장에 서의 세 펀드 상품군의 향후 전망치를 추정했다. 그 결과가 <표 VIII-4>~<표 VIII-7>에 정리되어 있다. 결과를 요약하면 2012년 37.9조원 수준인 패시브펀드는 2020년에 최소 77.0조원에서 135.7조원에 이를 것으로 전망된다. 솔루션 상품들은 2012년 3.9조원에서 2020년에 25.7~45.3조원에 이를 것으로 전망된다. 대체투자펀드는 2012년 3.9조원에서 2020년에 12.8~22.6조원에 이를 것으로 전망된다.

**<표 VIII-4> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망:
펀드 고성장 & 금융자산 고성장**

(단위: 십억원)

	공모 펀드 전체	패시브펀드			솔루션	대체 투자 펀드
		전체	ETF	인덱스 펀드		
2012	186,293	37,936	17,611	20,325	3,906	3,857
2013	206,242	44,482	21,700	22,782	6,362	5,025
2014	224,001	51,011	25,962	25,049	9,122	6,278
2015	242,357	58,110	30,678	27,432	12,264	7,680
2016	261,856	65,940	35,944	29,996	15,838	9,257
2017	283,604	74,832	41,959	32,873	19,955	11,065
2018	306,878	84,670	48,681	35,989	24,624	13,096
2019	331,713	95,518	56,165	39,354	29,894	15,371
2020	357,744	107,323	64,394	42,929	35,774	17,887

**<표 VIII-5> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망:
펀드 고성장 & 금융자산 저성장**

(단위: 십억원)

	공모 펀드 전체	패시브펀드			솔루션	대체 투자 펀드
		전체	ETF	인덱스 펀드		
2012	186,293	37,936	17,611	20,325	3,906	3,857
2013	187,832	40,512	19,763	20,749	5,794	4,577
2014	204,006	46,457	23,644	22,813	8,308	5,718
2015	220,724	52,923	27,940	24,983	11,169	6,995
2016	238,482	60,054	32,736	27,318	14,424	8,431
2017	258,289	68,153	38,214	29,939	18,174	10,077
2018	279,485	77,112	44,336	32,777	22,426	11,927
2019	302,104	86,992	51,151	35,841	27,226	13,999
2020	325,812	97,743	58,646	39,097	32,581	16,291

**<표 VIII-6> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망:
펀드 저성장 & 금융자산 고성장**

(단위: 십억원)

	공모 펀드 전체	패시브펀드			솔루션	대체 투자 펀드
		전체	ETF	인덱스 펀드		
2012	186,293	37,936	17,611	20,325	3,906	3,857
2013	197,203	42,533	20,749	21,784	6,083	4,805
2014	205,014	46,687	23,761	22,926	8,349	5,746
2015	212,528	50,958	26,902	24,056	10,755	6,735
2016	220,219	55,455	30,229	25,226	13,319	7,785
2017	228,938	60,408	33,871	26,537	16,109	8,932
2018	237,981	65,661	37,752	27,909	19,096	10,156
2019	247,316	71,216	41,875	29,341	22,288	11,460
2020	256,623	76,987	46,192	30,795	25,662	12,831

**<표 VIII-7> 시나리오별 공모펀드 다변화 항목별 규모 전망:
펀드 저성장 & 금융자산 저성장**

(단위: 십억원)

	공모 펀드 전체	패시브펀드			솔루션	대체 투자 펀드
		전체	ETF	인덱스 펀드		
2012	186,293	37,936	17,611	20,325	3,906	3,857
2013	179,601	38,736	18,897	19,839	5,540	4,376
2014	186,714	42,520	21,640	20,880	7,604	5,233
2015	193,557	46,410	24,501	21,909	9,795	6,134
2016	200,562	50,505	27,530	22,975	12,131	7,090
2017	208,502	55,016	30,848	24,168	14,671	8,134
2018	216,739	59,800	34,382	25,418	17,391	9,250
2019	225,240	64,859	38,137	26,722	20,299	10,437
2020	233,717	70,115	42,069	28,046	23,372	11,686

3. 공모펀드 시장 상품혁신과 다변화를 위한 과제

공모펀드 시장의 상품혁신과 다변화는 이미 진행되고 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 달라진 경제환경에 수요자들의 투자성향이 변화하고, 자산운용회사들이 달라진 수요에 적극 대응하고 있다. 제도적으로도 자산운용회사들이 새로운 상품을 만들어 수요변화에 대응하는데 큰 문제가 없다. 자본시장법 도입과 함께 혼합자산펀드와 특별자산펀드가 만들어질 수 있는 기반이 구축되었고, 이로 인해 어떤 유형의 펀드도 만들어질 수 있게 되었기 때문이다. 따라서 향후 공모펀드 시장의 상품혁신과 다변화를 위한 정책적 과제는 자산운용회사들의 창의성을 촉진시키면서도 다른

한편으로는 다변화 과정에서 발생할 수 있는 부작용을 최소화시키는데 집중해야 한다. 또한 자산운용업계의 사업모델 자체를 다변화하는 것이 상품 다변화의 핵심이기도 하다.

우선, 자산운용회사들의 창의성을 촉진시키기 위해서는 회사들이 독창적인 상품을 만드는 과정에서 예상치 못했던 제도적 장애가 확인될 때 정부가 이를 신속하게 검토하고 해결해야 한다. 정부는 이러한 문제가 발생할 때 무엇이 문제인지, 그 문제를 해소하는 과정에서 또 다른 문제, 예컨대 투자자보호 문제 등이 발생하지 않는지를 신속하게 검토하고, 타당성이 있다고 판단될 때는 신속히 문제를 해소해 주어야 한다. 예를 들어 ETF의 경우 기초자산의 성격, 레버리지 및 구조화 수준 등에 따라 상품 확장의 범위가 매우 넓은데, 새로운 상품이 구상될 때마다 예상하지 못했던 각종 제도적 장애가 나타날 수 있다. 또한 자산운용회사들의 창의성을 촉진시키기 위해서는 독창적인 상품에 대한 '배타적 사용권'을 지금보다 더 길게 보장해 줄 필요가 있다. 이를 위해서는 상품의 독창성을 판단하는 과정이 매우 중요하다.

다음으로 상품 다변화 또는 혁신이 진행되는 과정에서 발생할 수 있는 투자자보호 문제 등 각종 부작용을 최소화시켜야 한다. 예를 들어 ETF의 경우 확장 범위가 넓어지면서 거래상대방 위험, 유동성 위험뿐만 아니라 합성 ETF와 관련된 위험, 레버리지와 인버스 ETF와 관련된 위험 등 각종 위험 가능성이 학계와 업계에서 제기되고 있다. 그리고 헤지펀드, 부동산펀드 등 공모펀드 영역에서 투자하기 어려운 펀드들이 재간접펀드 등의 유형으로 공모펀드 영역으로 넘어올 때 소액투자자들을 어떻게 보호하는가 하는 문제들도 상품 다변화와 혁신에 매우 중요한 영향을 미칠 것이다.

마지막으로 국내 자산운용시장에서 상품 다변화와 혁신이 효율적이고 신속하게 전개되도록 하기 위해서는 자산운용회사들의 사업모델 자체가

다양해져야 한다.⁴⁰⁾ 현재 대부분의 국내 자산운용회사들은 많은 유형의 펀드들을 운용하는 소위 '규모의 경제와 다양화'를 추구하는 사업모델을 지향한다. 이러한 산업구조 하에서는 상품 다변화나 혁신이 일어나기 쉽지 않으며, 설령 그런 현상이 나타나더라도 '쏠림'이라는 또 다른 문제를 야기할 수 있다. 즉, 현재의 자산운용업 산업구조 하에서는 특정 유형의 새로운 펀드가 개발되어 인기를 끌게 되면 많은 회사들이 거의 유사한 상품을 출시해 과도한 경쟁이 초래된다. 따라서 많은 자산운용회사들의 사업모델이 '규모의 경제와 다양화'로부터 벗어나 다양한 분야로의 특화와 전문화가 이루어져야 한다.

40) 국내 자산운용업계의 산업구조 문제는 뒤에서 상세하게 다룬다.

IX. 사모·대체투자펀드시장

1. PEF 및 헤지펀드 시장
2. 대체투자펀드 시장

IX. 사모·대체투자펀드시장

1. PEF 및 헤지펀드 시장

가. 개관

일반적으로 대체투자는 전통적인 주식이나 채권과 같은 자산과 상관관계가 낮은 자산에 투자하거나 또는 전통자산과는 다른 수익/위험구조를 가진 투자전략을 사용하는 것을 지칭한다. PEF(Private Equity Fund)와 헤지펀드가 이러한 대체투자의 가장 대표적인 예이며, 부동산이나 기타 실물자산에 대한 투자 또한 대체투자로 분류된다.

최근 들어 장기투자의 관점에서 분산투자를 통해 수익률을 달성하려는 기관투자자들의 대체투자 수요가 급증하고 있다. 그 결과 전세계 대체투자의 운용규모는 2011년말 6.5조달러로 기관투자자 운용자산의 약 16%, 전체 펀드 시장 대비 약 9%에 달할 정도로 성장하였다(McKinsey(2012)).⁴¹⁾ 이러한 대체투자 시장의 성장은 국내에서도 관찰된다. 2013년 6월말 기준 PEF, 헤지펀드, 부동산 및 특별자산 펀드의 설정액은 약 88조원으로 PEF와 투자일임을 포함한 국내 펀드시장 전체 설정액의 약 13%를 차지하고 있다.

이 보고서에서는 이처럼 급성장하고 있는 대체투자 중에서 PEF와 헤지펀드 시장에 초점을 맞춰 이들 시장을 활성화하는 방안에 대해 논의하고자 한다. 이를 위해 먼저 각 시장별 현황 및 주요 이슈를 살펴보고,

41) 물론 2008년 글로벌 금융위기의 여파로 대체투자 역시 순자산 규모가 한때 급감하였으나, 곧 글로벌 금융위기 이전의 수준을 회복하여 2005년 2.9조달러에서 2011년 6.5조달러로 6년 동안 두 배 이상 증가하였다.

2020년을 기준으로 향후 시장 규모에 대한 전망을 하였다. 그리고 이를 바탕으로 이들 시장을 활성화하기 위한 전략과 정책과제에 대해 알아보 고자 한다.

우선 2004년말에 도입된 국내 PEF 시장은 양적으로 매우 견고한 성장을 이루긴 했으나 중소형 프로젝트 펀드의 증가, LP의 편중, 소극적인 회수방식 위주의 투자회수, 금전대여 성격의 옵션부 투자관행 등 질적인 측면에서는 여전히 미흡한 점이 존재한다. 하지만, 일부 선도 GP를 중심으로 트랙레코드가 구축되고 있고, 투자전략 및 투자지역이 다변화되고 있으며, 국민연금의 해외투자 매칭펀드와 같이 해외투자 역량을 강화할 수 있는 프로그램도 존재한다. 그리고, 과거 성장추세와 국민연금의 대체투자 계획을 이용하여 산출한 2020년 국내 PEF 시장의 규모는 약 68조원(저성장)에서 83조원(고성장) 내외로 추정되었다.

2011년말에 정부 주도로 공식 출범한 국내 헤지펀드 시장은 출범 초기 시행착오 기간을 거치면서 점차 수익률을 기준으로 재편되고 있다. 특히 일반 주식시장에 비해 수익률의 변동성이 낮고, 수익률이 전반적으로 개선되는 추세를 보이면서 일부 수익률 상위 펀드를 중심으로 시장이 재편되고 있는 것이다. 또한 지난해 말부터 진입요건이 완화되면서 신규 펀드가 늘어나고 투자전략도 다양화되고 있다. 다만, 이러한 수익률 개선추세가 얼마나 지속될 것인가에 따라 기관투자자들의 헤지펀드 투자 여부가 결정될 것이며, 이에 따라 향후 국내 헤지펀드 시장의 성장세도 좌우될 것이다. 현재의 성장추세를 반영하되 해외의 성장사례와 국내 펀드시장의 성장률 가정에 근거한 2020년 헤지펀드 시장규모는 9조원에서 13조원으로 추정되었다.

한편, PEF 관련 국내 법체계는 자본시장법과 개별법으로 나누어져 있을 뿐만 아니라 PEF와 헤지펀드 규율체계도 많은 차이가 존재하고 있다. 또한 운용업자에 대한 관리감독을 강화하되 운용의 자율성과 창의성을

최대한 보장하고 있는 해외 사례와는 달리 국내에서는 운용상 자율성을 저해하는 규제체계가 존재하고 있다. 이러한 점을 감안하여 PEF 및 헤지펀드 관련 규제체계의 합리화, 운용규제의 완화 등을 PEF와 헤지펀드 시장을 활성화하기 위한 세부전략 및 정책과제로 제시하였다. 그리고, 자산운용의 국제화 관점에서 국제경쟁력을 강화하기 위한 전략으로 해외투자 역량강화와 해외진출 지원 방안에 대해 논의하였다.

나. PEF 및 헤지펀드 시장의 현황 및 주요 이슈

1) PEF 시장의 현황 및 주요 이슈

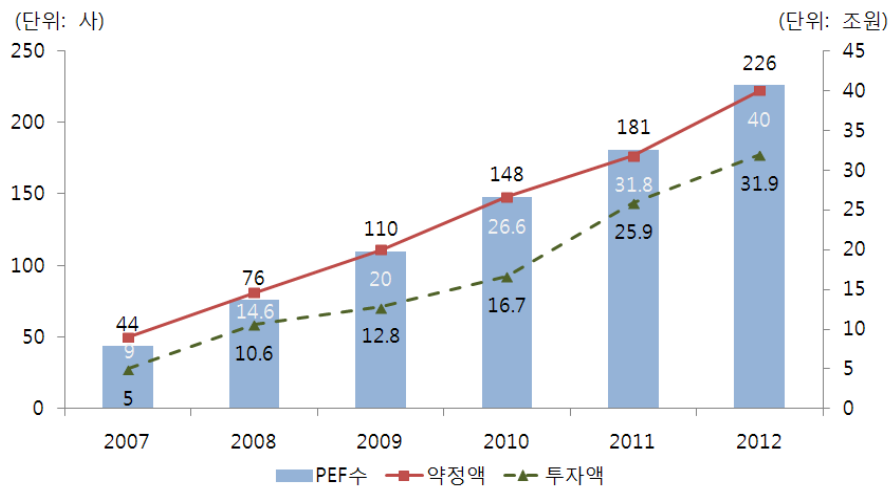
가) 견고한 양적 성장 대비 미흡한 질적인 성장

국내 사모투자전문회사(이하, “PEF”) 제도는 2004년말에 도입된 이후 지속적인 성장을 지속하여 2012년말 현재 등록된 PEF는 총 226개사, 약 정액 기준 40조원(투자액 기준 32조원) 시장으로 성장하였다.⁴²⁾ 특히 2008년 글로벌 금융위기의 영향으로 크게 위축된 전세계 PEF 시장과는 달리 국내 PEF 시장은 동기간에도 견고한 성장세를 지속하였다. 이러한 견고한 성장세는 해당 기간 동안 국내 실물경제가 글로벌 금융위기에도 불구하고 양호한 성장세를 지속하였고, PEF 시장 출범 초기인 만큼 국민연금의 대체투자 확대, 정책금융공사의 정책자금 출자 등으로 안정적인 자금모집이 가능했기 때문이다.

42) 사모투자전문회사 제도는 2003년 동북아 금융허브 추진전략에서 기업구조조정분야를 특화부분으로 선정한 후 2004년 12월 간접투자자산운용업법이 개정되면서 도입되었다. 이후 2009년부터 시행된 자본시장법에 동 제도가 그대로 흡수되면서 현재까지 이어지고 있다. 이 제도는 IMF 외환위기 이후 2000년대 초반 국내에서 활동하던 외국계 PEF에 대항할 국내 구조조정펀드를 육성하여 국내 자본에 의한 금융기관 및 부실기업의 구조조정을 촉진하고, 기관투자자들에게 새로운 투자기회를 제공하기 위해 도입되었다.

하지만, 이러한 양적인 성장에도 불구하고 국내 PEF 시장은 중소형 프로젝트 펀드의 증가, LP의 편중, 소극적인 회수방식 중심의 투자회수 등의 문제점 등이 있어 아직까지 질적인 성장은 미흡한 단계라고 할 수 있다.⁴³⁾ 다만, 일부 선도 GP를 중심으로 트랙레코드가 구축되고 있고, 투자전략 및 투자지역이 다변화되는 등 긍정적인 측면도 존재한다. 이 절에서는 견고한 성장 대비 질적인 측면에서 미흡한 점에 대해 논의하고, 트랙레코드 구축 추세와 투자전략 및 투자지역의 다변화에 대해서는 다음 절에서 다루기로 한다.

<그림 IX-1> 국내 PEF 시장의 추이



자료: 금융감독원

43) 이외에도 사실상 무위험 투자를 보장하는 금전대여성 옵션부 투자가 관행적으로 이루어져 온 문제도 있으나 이에 대해서는 별도의 절에서 살펴보고도록 할 것이다.

우선 중소형 프로젝트 펀드가 늘어나는 점부터 살펴보자. 2012년말 기준 국내 PEF의 평균 규모는 1,770억원 수준으로 2006년 이후 2,000억원을 넘지 못하고 있을 뿐만 아니라 2010년 해외 PEF의 평균 규모 7,000억원에 크게 미달하고 있다. 이는 기본적으로 약정액 기준 3천억원 미만인 중소형 펀드가 크게 늘어난 데에 기인한다. <표 IX-1>에서 보듯이 중소형 펀드의 비중은 2005년 53%에서 2011년 80%로 크게 증가하고 있다.

<표 IX-1> 약정액 규모별 PEF의 추이

(단위: 사)

규모	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
대형	7	9	13	20	23	31	37
중형	4	6	13	20	23	38	52
소형	4	10	18	36	64	79	96
계	15	25	44	76	110	148	185
중소형 비중(%)	53.3%	64.0%	70.5%	73.7%	79.1%	79.1%	80.0%
평균 약정액 (억원)	4,105	1,744	1,577	1,815	1,813	1,542	1,730

주 : 대형은 3천억원 이상, 중형은 1천~3천억원, 소형은 1천억원 미만을 의미
자료: 금융감독원(2011), 박용린 외(2012)

다른 한편으로 국내 PEF의 평균 규모가 작아진 것은 대형 블라인드(blind) 펀드가 주를 이룬 PEF 출범 초창기 이후에 프로젝트 펀드가, 특히 중소형 펀드 중에서 프로젝트 펀드가 늘어난 데에도 기인한다.⁴⁴⁾ <표 IX-2>에 보는 바와 같이 2004에서 2007년까지만 하더라도 중소형

44) 블라인드 펀드는 투자대상을 확정하지 않은 상태에서 투자약정을 받은 후 투자대상을 물색하는 펀드이며, 프로젝트 펀드는 투자대상을 확정된 상태에서 투자약정을 받는 펀드를 지칭한다.

및 대형 PEF 모두 프로젝트 펀드의 비중은 각각 20%, 21%에 불과하였으나, 2008년부터 2011년까지 프로젝트 펀드의 비중은 중소형 펀드에서 47%, 대형 펀드에서 27%로 중소형 프로젝트 펀드의 비중이 크게 늘어나고 있다. 이는 국내 PEF 시장에 신규 PEF 운용자가 늘어나고, 기관투자자의 영향력이 커지면서 이들의 손실방어 투자성향으로 인해 프로젝트 펀드가 늘어난 결과이다(박용린 외(2012), 금융감독원(2013)).⁴⁵⁾

<표 IX-2> PEF 유형별 현황

(단위: 사)

	중소형(3천억 미만)			대형(3천억 이상)		
	블라인드	프로젝트	합계	블라인드	프로젝트	합계
2004~2007	19	5	24	11	3	14
2008~2011	74	66	140	19	7	26
합계	93	71	164	30	10	40

자료: 박용린 외(2012)에서 재인용

PEF의 수가 늘어나면서, 특히 프로젝트 펀드가 늘어나면서 PEF 운용자간 경쟁이 심화된 결과 약정액 또는 투자액 대비 관리보수율이 하락하는 추세를 보이고 있다. 금융감독원(2013)에 따르면 PEF의 평균 관리보수율은 2007년 1.73%에서 2012년에는 1.12%까지 하락하고 있다.⁴⁶⁾ 또한 프로젝트 펀드가 증가함에 따라 일반법인 형태의 전담운용자의 비중(2012년 기준 49%)이 금융회사(33%)나 창투계 회사(18%)에 비해 늘어나고 있는 추세이다.

45) 금융감독원(2013)에 따르면 2012년에 설립된 60개 PEF 중에서 블라인드 PEF는 31개사로 51.7%, 프로젝트 PEF가 29개사로 48.3%이나 프로젝트 PEF의 비중이 지속적으로 늘어나고 있는 상황이다.

46) 2012년 기준 프로젝트 PEF의 관리보수율은 1.07%, 블라인드 PEF의 관리보수율은 1.16% 수준이다(금융감독원(2013)).

한편, 2010년말 기준 국내 PEF에 투자하는 LP의 구성은 금융회사(38.8%), 일반법인(29.9%), 연기금(17.5%), 개인(11.4%), 기타(2.4%)로 구성, 금융회사 및 일반법인에 편중되어 있다. 이에 반해, 해외의 경우에는 연기금(45%), 금융회사(17%), 재단 및 대학(11%), 기관(6%), 기타(21%)로 연기금의 비중이 압도적으로 높을 뿐만 아니라 매우 다변화되어 있다(Preqin(2011)). 하지만, 대체투자의 중요성이 점차 부각되면서 국내 PEF에 투자해왔던 국내 연기금들이 향후에도 투자를 더욱 늘려갈 것으로 예상되고, 정책적인 목적에 의한 PEF 투자가 늘어날 것으로 보여 이러한 LP 편중 현상은 다소 완화될 수 있을 것으로 판단된다.

예를 들어 국민연금의 경우 PEF 시장 출범 초기부터 다양한 PEF에 투자를 한 결과 2012년말 기준 PEF 투자금액이 약 6조원에 달하며, 올해에도 PEF와 벤처캐피탈에 약 1조 750억원을 출자할 예정이다. 우정사업본부 역시 올해 PEF와 벤처캐피탈에 약 1,500억원을 출자할 예정이다. 정책금융공사의 경우에는 2010년부터 중소·중견기업 신성장산업의 육성, 대기업과 중소기업의 동반성장, 기업 재무구조 또는 재무안정, 해외자원 개발 등의 목적으로 약 29개 PEF에 출자하였으며, 이들 PEF의 총 약정액 역시 6조원에 달한다. 또한 정책금융공사는 올해에도 4,500억원 가량을 중소·중견기업 신성장동력 육성 펀드에 출자할 예정이다.

이제 소극적인 방식 위주로 이루어지고 있는 투자회수에 대해 살펴보자. PEF 시장 출범 초기에 운용을 시작한 PEF들이 펀드 재산을 매각하여 투자수익 배당을 하기 시작하면서 PEF에 대한 가시적인 투자회수가 본격화되고 있는 추세이다. 금융감독원에 따르면 2011년말까지 투자회수 금액은 총 6.5조원 규모이다. 이는 2009년말까지 미해산된 PEF의 누적 결성금액 대비 약 25%에 달하는 수준이다. 다만, 2012년에 들어서는 글로벌 경기침체에 따른 국내 주식시장의 부진, M&A 및 IPO 시장의 부진 등으로 인해 투자 회수액이 2011년에 비해 감소하고 있다(금융감독원(2013)).

하지만, 상당수 PEF가 2007년 이후 결성되어 현재 추세라면 향후 수년 내에 회수금액이 급증할 것으로 예상된다.

<표 IX-3> PEF 투자회수 현황

(단위: 억원)

연도	투자회수금액(A)	투자원금(B)	A/B
2005~2007	5,652	2,799	2.02
2008	3,449	2,749	1.25
2009	8,611	6,837	1.26
2010	9,179	5,996	1.53
계	26,891	18,381	1.46

자료: 금융감독원(2011)

<표 IX-4> PEF 투자회수 방식

	건수	비율	금액(억원)	비율	평균투자 금액(억원)
장내매각	17	20.7%	2,517	6.5%	148
Buyback	12	14.6%	6,288	16.2%	524
M&A	25	30.5%	12,221	31.5%	489
IPO	8	9.8%	3,902	10.1%	488
Secondary	4	4.9%	9,300	24.0%	2,325
유상감자	4	4.9%	1,634	4.2%	409
복합	3	3.7%	1,097	2.8%	366
기타	9	11.0%	1,863	4.8%	207
총계	82	100.0%	38,822	100.0%	473

주 : 2005년부터 2011년까지 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자건을 집계하되, 해외투자 건은 제외

자료: 박용린 외(2012)에서 재인용

그런데, 투자 회수방식은 해외 PEF 시장에서 일반적으로 관찰되는 M&A나 IPO보다는 장내매각, 대주주나 피투자회사의 상환(buyback), 유상감자 등의 소극적인 방식의 비중이 높은 특징을 보이고 있다. <표 IX-4>에서 보는 바와 같이 2011년까지 투자회수 현황을 보면 총 82건의 투자회수 중에서 M&A(25건, 30.5%)나 IPO(8건, 9.8%)보다 장내매각(17건, 20.7%)과 buyback(12건, 14.6%), 유상감자(4건, 4.9%) 등 소극적인 회수방법의 비중이 높게 나타난다(박용린 외(2012)). 다만, 금액 기준으로 보면 M&A와 세컨더리의 비중이 각각 31.5%, 24.0%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

나) 트랙레코드 구축 추세와 투자전략 및 지역의 다양화

<표 IX-5>는 비록 국내 PEF 시장에서 중소형 및 프로젝트 펀드의 비중이 높기는 하지만 점차 과거 PEF 결성 경험을 가진 GP가 결성하는 PEF, 즉 재설립 PEF가 꾸준히 증가하고 있음을 보여주고 있다. <표 IX-5>에서 보는 바와 같이 중소형 PEF의 재설립 비중이 67%로 높았던 2009년을 제외하고는 약정액 기준 3천억원 이상의 대형 PEF의 재설립 비중이 꾸준히 높은 수준을 유지하고 있다. 특히 전체 재설립 PEF의 비율이 78%로 가장 높았던 2010년은 재설립 PEF 모두 대형 PEF의 GP가 재설립한 것임을 알 수 있다.

이러한 재설립 PEF의 증가 추세는 국내 PEF 시장에서도 일부 GP들을 중심으로 트랙레코드가 구축되고 있다는 점을 시사하고 있다. 이를 국내 중소형 프로젝트의 증가 추세와 함께 고려하면 국내 PEF 시장은 선도 GP들을 중심으로 한 시장과 신규 진입 또는 프로젝트 펀드에 특화된 GP들의 시장으로 계층화가 진행되고 있다고 할 수 있다.

<표 IX-5> GP의 PEF 재설립 추이

(단위: 사, %)

연도	전체 PEF		재설립 PEF		비율(%)	
	(A)	대형	(B)	대형	(B/A)	대형
2004~2005	16	7	1	-	7	-
2006	12	3	6	2	50	67
2007	19	4	9	3	47	75
2008	32	7	23	6	72	86
2009	37	3	15	1	41	33
2010	46	9	36	9	78	100
2011	42	7	23	5	55	71
계	204	40	113	26	55	65

자료: 금융감독원(2011), 박용린 외(2012)

<표 IX-6> PEF 투자전략별 비중

전략	건수	비율	금액 (억원)	비율	평균투자 금액(억원)
바이아웃	79	31.0%	90,224	55.3%	1,142
소수지분	153	60.0%	52,389	32.1%	342
공동투자	23	9.0%	20,647	12.6%	898
계	255	100.0%	163,259	100.0%	640

주 : 2005년부터 2011년까지 등록된 PEF 투자 중 공시자료 및 언론에 공개된 투자건을 집계하되, 해외투자 건은 제외

자료: 박용린 외(2012)에서 재인용

투자전략 측면에서 보면 경영권 취득을 목적으로 하는 바이아웃(buyout) 이외에도 다양한 방식의 투자가 진행되어 온 것으로 평가할 수 있다. <표 IX-6>에서 보듯이 2005년에서 2011년까지 투자내역 중 국내 선도 PEF들은 대부분 경영권 지분 취득을 위한 투자를 수행하였으나, 다른 PEF들은 이외에도 성장자본(growth capital)을 포함하는 소수지분

투자, 전략적 투자자와의 공동투자 등의 투자방식을 이용하였다. 분석기간 동안 전체 PEF 투자 중 바이아웃은 건수로는 31%, 금액 기준으로는 55%를 차지하고 있다. 소수지분 투자와 공동투자는 건수 기준으로 각각 60%, 9%, 금액 기준으로 32%, 13%를 차지하고 있다. 박용린 외(2012)는 소수지분 투자 건수가 많은 이유로 운용경험이 부족하고 위험회피 성향이 강한 일부 PEF가 회수가 상대적으로 용이한 소수 상장회사 지분에 투자했기 때문인 것으로 보고 있다.⁴⁷⁾

PEF의 해외투자 역시 절대적인 규모가 늘었을 뿐만 아니라 투자지역과 업종이 다변화되고 있는 추세를 보이고 있다. 2011년말까지 PEF의 투자금액 25.9조 중 해외투자는 40건, 3.2조원으로 크게 증가하였고, 투자지역도 미국, 유럽, 남미, 아시아 등으로 다변화되어있다.⁴⁸⁾ 대표적인 투자 실적의 예로는 미래에셋 PEF와 휠라코리아의 유명 골프업체인 어큐시네트 인수, 포스코와 국민연금 컨소시엄의 브라질 광산회사 CBMM 지분 인수, 티스톤파트너스와 산은 PE의 스웨덴 아노트 인수, 티스톤의 뉴스위크 인수 등이 있다. 다만, 2012년에 들어서는 대형 해외투자가 줄어들 것으로 파악되고 있다(금융감독원(2013)). 그리고 투자대상 기업의 업종은 IT 및 인터넷, 제조업, 건설업, 금융업, 에너지, 바이오 등으로 매우 다양하다. 박용린 외(2012)에 따르면 이 중 투자건수 기준으로는 소수지분 투자가 집중적으로 이루어진 IT 및 인터넷 관련 업종이 가장

47) 박용린 외(2012)는 피투자 회사 중 상장회사의 높은 비중(건수 43%, 금액 41%)과 전환사채(CB), 신주인수권부사채(BW), 상환전환우선주(RCPS) 등 메짜닌 투자(건수 27.8%, 금액 11.9%)의 비중을 들어 이를 뒷받침하고 있다. 한편, 투자지분의 유형 중 경영권 지분 인수 목적으로 투자하는 보통주는 건수 및 금액 기준 각각 61%와 81%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

48) 금융감독원(2011)에 따르면 2010년까지 PEF가 투자한 국내기업은 총 238개사, 외국기업은 총 25개사였다. 그런데, 2007년까지는 주로 미국, 유럽 등 선진국을 중심으로 투자하였으나, 2008년 이후로 중국, 대만, 홍콩 등 아시아 지역으로 다변화되고 있음을 보이고 있다(금융감독원(2013)).

많으며, 금액 기준으로는 대형 M&A가 이루어진 건설 및 금융 업종이 가장 많다.

PEF의 해외투자와 관련해서 주목할 만한 것은 국민연금의 포트폴리오 다변화 차원에서 구상된 해외투자 매칭펀드인 코퍼레이트 파트너십(Corporate Partnership) 프로그램이다. 이 프로그램은 국민연금이 주력 투자자로 참여하여 국내 GP와 펀드(대체로 블라인드 펀드)를 결성한 후 국내 기업과 1:1로 매칭투자를 하는 구조이다. 현재까지 국민연금이 약 18개 기업과 양해각서(MOU)를 체결했거나 체결하려고 하는 해외투자 매칭펀드 약정금액은 약 6조원에 달한다.

<표 IX-7> 국민연금-기업 해외투자 매칭펀드

(단위: 억원)

대상기업	국민연금 약정금액	대상기업	국민연금 약정금액
KT&G	3,920	두산그룹	4,000
POSCO	4,000	LG상사	3,000
동원그룹	2,900	NHN	3,000
SK그룹	4,000	CJ그룹	5,000
GS건설	2,940	동아제약	2,000
LS그룹	3,000	대성합동지주	2,000
KT	4,000	한국전력	4,000
한화그룹	5,000	IBK기업은행	2,000
한라그룹	2,000	KCC	3,000

주 : MOU 체결과정에서 무산된 삼성물산은 제외
 자료: 국민연금

기본적으로 이 프로그램은 포트폴리오 다변화를 통해 운용수익을 제고해야 하는 국민연금과 해외 기업 인수위험의 분산 및 해외 진출 역량 강화가 필요한 국내 PEF의 이해관계가 서로 잘 맞아 떨어지기 때문에

가능하다. 즉 이 프로그램은 개별 업종과 시장상황에 밝은 국내 기업과 PEF를 활용하여 해외 투자대상을 발굴하고 투자과정 전반을 관리하기 때문에 국내 PEF와 기업의 적극적인 해외진출을 지원한다는 점에서 의미가 있다.

한편, 국내 PEF의 평균 차입비율은 PEF 시장이 성숙된 미국에 비해 아직까지 낮기는 하나, 2007년 16.3%에서 2010년 49.1%로 점차 늘어나고 있는 추세이다. 업력과 평판이 구축되지 못했던 PEF 시장 초기에는 차입을 이용하지 않는 소수지분투자 또는 메짜닌 투자 등이 다수를 차지한 결과 차입비율이 낮게 나타났다. 하지만, 점차 운용경험이 축적되면서 대형 블라인드 펀드를 중심으로 바이아웃 딜이 늘어나면서 차입비율이 늘어나고 있는 것으로 판단된다.

<표 IX-8> PEF 투자 평균 차입비율

연도	출자이행액(A) (조원)	투자액(B) (조원)	차입금(C=B-A)		미국
			(조원)	차입비율(C/A)	
2007	4.3	5.0	0.7	16.3%	203.0%
2008	8.3	10.6	2.3	27.7%	133.0%
2009	9.5	12.8	3.3	34.7%	96.0%
2010	11.2	16.7	5.5	49.1%	127.0%

주 : 미국 자료는 바이아웃, 국내 자료는 PEF 전체 차입비율
자료: 금융감독원(2011), 박용린 외(2012)

다) 금전대여 성격의 옵션부 투자관행

금전대여 성격의 옵션부 투자는 풋옵션 또는 콜옵션과 같은 옵션계약이 투자자의 무위험 투자를 보장하여 실질적으로 대출의 성격을 가지는 옵션약정을 지칭한다. 국내 PEF 시장이 양적으로 크게 성장하였고, 일부

선도 GP를 중심으로 평판이 구축되고 있음에도 불구하고 감독당국의 실태점검 결과 이러한 옵션부 투자를 이용하여 사실상 대출행위를 하는 관행도 지속되는 있다는 문제점이 제기되었다.

총 투자계약 435건 중 투자집행이 확인된 162개 PEF 중 옵션부 투자 계약을 체결한 경우는 109건으로 전체 계약의 약 25%에 이른다. 이 중에서 주로 대출을 취급하는 은행, 캐피탈사 등이 GP인 PEF의 옵션부 투자 비중이 각각 76%, 60%로 가장 높게 나타나며, 자산운용회사나 신기술창업전문회사 등이 GP인 경우가 낮게 나타난다. 대체로 옵션부 투자계약은 투자기업의 책임경영을 유도하기 위한 목적이 대부분이나, 계약 구조상 대출과 같은 금전대여 성격으로 볼 수 있는 사례로 존재하고 있는 것으로 파악되고 있다. 일정 기간 이내에 주가수익률이 일정 수준에 도달하지 못했을 때 일정 수익률을 보장하거나, IPO를 행사조건으로 하면서 실제 이행여부와는 상관없이 일정 수익률을 보장하는 경우가 대표적인 예이다.⁴⁹⁾

<표 IX-9> GP별 옵션부 투자 현황

(단위: 건, %)

구분	은행	증권	자산 운용	투자 자문	캐피탈	창투사	신기술	일반 법인	계
옵션 (비중)	44 (76)	12 (40)	7 (29)	2 (50)	6 (60)	10 (25)	1 (20)	27 (23)	109 (38)

자료: 금융위원회 보도자료(2013.04.11)

49) 예를 들어 3년 이내에 IPO가 실패할 경우 연복리 10%를 적용하여 투자자금을 상환받는 계약을 맺는다고 하자. 만일 IPO가 실패할 가능성이 0이라면 이러한 계약은 IPO 이후의 기대주가 수준에 따라 투자수익이 결정되므로 원금을 보장하는 무위험 투자가 될 수 없다. 하지만, IPO가 실패할 가능성이 1이라면 사실상 대출의 성격을 가지게 된다. 따라서, IPO가 실패할 가능성이 높아질수록 무위험 투자의 가능성이 높아지게 된다.

옵션부 계약 자체는 GP, LP, 그리고 투자대상 기업의 이해관계에 따라 나타날 수 있다. 트랙레코드가 부족한 GP의 경우에는 일정 수익률을 보장함으로써 LP의 투자자금을 유치할 수 있으며, LP 입장에서는 투자 위험을 기피하기 위해 옵션부 투자를 요구할 수 있다. 그리고 투자대상 입장에서도 경영권에 대한 간섭을 최소화하기 위해 옵션부 투자를 사용할 유인이 존재한다. 따라서, 금전대여 성격의 옵션부 투자는 GP의 트랙레코드 부재, LP의 과도한 협상력 및 투자대상 기업의 경영권 방어 성향, 그리고 이들의 과도한 위험회피 성향 및 단기투자 성향 등이 복합적으로 작용할 때 발생할 가능성이 증가한다. 만일 옵션부 계약이 사실상 무위험 투자를 보장하게 되면 PEF의 위험감수능력을 저하시키고, 상대적으로 안정적인 투자에만 집중, 경영권 참여를 통한 기업가치의 제고라는 본연의 역할을 수행하기가 어려워지게 된다.

사실 이러한 금전대여 성격의 옵션부 투자의 문제점을 인식하고 있던 금융당국은 2005년 7월에 이와 관련한 모범규준을 제정하였다. 하지만, 이 당시에는 금지되는 옵션계약의 유형을 한정적으로 열거함으로써 다양한 형태의 대출성격의 옵션계약을 결과적으로 허용한 문제점이 있었다.⁵⁰⁾ 이에 올해 4월 새로운 모범규준을 마련하였다.

50) 옵션약정 당사자 사이에 콜옵션과 풋옵션이 동시에 존재하지 않을 것, 단순 기간경과를 행사요건으로 하지 않을 것, 옵션행사가격은 행사당시 시가를 초과하지 않을 것(다만 원금보장 특약은 가능), 금전대여의 실질을 갖는 과도한 담보를 징구 또는 제공하지 않을 것 등이 이 때 제시한 금지된 옵션계약 유형이다(금융감독원 보도자료, 2005.07.18).

<표 IX-10> 옵션부 투자관련 신규 모범기준 내용

	모범기준 개정안
원칙	<ul style="list-style-type: none"> • 경영권 참여를 통한 기업가치 제고라는 PEF 목적 달성에 필요한 합리적인 수준이며, 옵션 등 투자의 한도는 원금보장 이내일 것
금지	<ul style="list-style-type: none"> • 투자원금의 손실 가능성이 없고 일정한 추가수익을 보장하는 성격이 포함된 옵션 등(금전대여성 옵션 등)에 투자하는 것은 경영권 참여 목적 투자와 위험회피 목적 파생상품 투자에 해당하지 아니함
예외적 허용	<ul style="list-style-type: none"> • 금전대여성 옵션 등 투자가 다음의 요건을 모두 충족하는 경우에는 경영권 참여 목적 투자 또는 위험회피 목적 파생상품 투자에 해당 • (행사조건) 옵션 등의 행사는 최대주주의 전횡방지 또는 경영실적 개선과 연계하여 체결한 계약상 의무가 불이행된 경우에만 가능할 것 • (행사가격) 옵션 등의 행사가격을 투자대상기업의 영업실적을 기초로 한 객관적 방법에 의하여 합리적인 수준에서 산정할 것 • (자료작성·보관 의무) 업무집행사원은 옵션 등의 행사조건 및 행사가격의 합리성을 입증할 수 있는 구체적이고 객관적인 자료를 작성하여 보관할 것
기타	<ul style="list-style-type: none"> • 주주간 동반매도참여권(tag-along) 또는 동반매각요청권(drag-along) 계약 허용

자료: 금융위원회 보도자료(2013.04.11)

새로 마련된 모범기준에서는 창의적이고 다양한 투자가 가능하도록 옵션부 투자는 원칙적으로 허용하되, 금전대여 성격의 옵션부 투자를 금지하고 있다.⁵¹⁾ 다만, 금전대여성 옵션부 투자라 하더라도 대주주의

51) 일정한 투자기간이 경과하면 별도의 조건 없이 옵션을 행사할 수 있는 경우, 일정한 투자기간이 경과한 시점에 투자대상기업의 지분증권이 유가증권시장 상장에 성공 또는 실패하는 경우, 주가 또는 이와 유사한 지표가 일정 수준에 미달하는 경우, 투자대상기업이 속해있는 산업의 성장률과 동떨어진 목표 등 불합리한 경영개선목표를 설정한 후, 투자대상기업이 이를 달성하지 못한 경우, 기타 PEF가 투자 후 경영참여에 따른 경영개선과 구체적인 연관성이 없는 행사조건 등이 금지되는 옵션부 계약의 예이다(금융위원회 보도자료(2013.04.11)).

전횡방지 목적 또는 경영실적과 연계된 행사조건, 피투자기업의 영업실적을 기초로 산정된 행사가격, 그리고 GP가 옵션 등의 행사조건 및 행사가격의 합리성을 입증하는 구체적이고 객관적인 자료를 작성, 보관하는 경우를 모두 충족하는 경우에만 허용하고 있다.⁵²⁾ 또한 주주간 동반매도참여권(tag-along) 또는 동반매각요청권(drag-along) 계약은 가능하도록 하였다.⁵³⁾

2) 헤지펀드 시장의 현황 및 주요 이슈

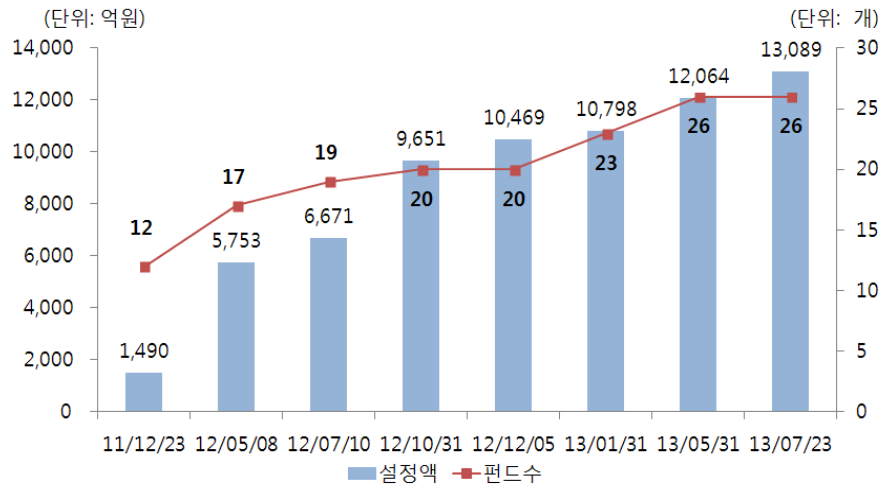
가) 초기 시행착오에 이은 헤지펀드 시장의 성장

국내 자본시장 선진화 방안의 일환으로 지난 2011년말 공식 출범한 국내 헤지펀드 시장의 도입 당시 규모는 1,490억원 수준이었다. 도입 이후 약 18개월 후인 지난 7월 기준 국내 헤지펀드 시장의 규모는 26개 헤지펀드의 설정액이 약 1조 3천억원으로 도입 당시에 비하면 약 9배가량 성장하였다.

52) 투자대상기업이 주요 경영사항과 관련된 계약상의 의무를 위반하는 경우, PEF가 선임한 투자대상기업의 임원이 해임되는 경우, 투자대상기업의 계약상 목표경영지표(주가 또는 이와 유사한 지표는 제외) 달성에 실패하는 경우, 투자대상기업이 계약상의 경영개선목표를 달성하여 거래소 상장요건을 충족함에도 불구하고 상장의무를 이행하지 않는 경우 등이 이에 해당된다(금융위원회 보도자료(2013.04.11)).

53) 동반매도참여권은 대주주 지분 매각시 2,3대 주주가 동일조건으로 매각할 것을 대주주에게 요구할 수 있는 권리이며, 동반매각요청권은 대주주가 다른 투자자의 지분까지 매각할 수 있는 권리이다.

<그림 IX-2> 한국형 헤지펀드 시장규모



자료: 언론 발표자료

그러나, 2000년대 초반 이후 급성장하기 시작한 유럽과 아시아의 헤지펀드 시장의 성장사례에 비해 국내 헤지펀드 시장의 성장은 본격적인 궤도에 들어섰다고 보기에는 어려운 수준이다.⁵⁴⁾ 또한 정부의 주도로 처음 도입된 시장인 만큼 그동안 언론에서도 국내 헤지펀드 시장의 성과에 대해 큰 관심을 가져왔으나, 당초의 기대에 미치지 못하는 것으로 평가받기도 하였다.

54) 과거 미국을 중심으로 형성되었던 헤지펀드 시장은 2000년대 들어 유럽 및 아시아 지역으로 다변화되기 시작하였다. 유럽의 경우 순자산 기준 유럽지역 펀드시장 대비 유럽 헤지펀드 시장규모는 2002년 2%에서 2010년 5%, 아시아의 경우에는 2002년 3%에서 2010년 약 4% 수준으로 성장하였다(김재철·김종민(2011)). 이에 비해 우리나라의 헤지펀드 시장규모는 이 추세대로라면 유럽과 아시아 헤지펀드 성장사례에 비해 약 절반 수준에 그칠 것으로 보인다.

이러한 점들을 고려하면 출범 초기부터 지금까지의 시간은 국내 헤지펀드 시장이 안착하기 위해 거쳐야 했던 시행착오 기간이라고 할 수 있다. 실제로 국내 헤지펀드 시장은 자생적으로 생겨난 시장이 아니라 정부 주도로 만들어졌기 때문에 운용인력 및 인프라, 그리고 수요기반 역시 충분하지 못한 상태에서 출범하였다. 그 결과 출범 이후 약 18개월 동안 대표 매니저가 교체된 경우가 6건이 있었으며, 1개 운용팀이 해체되거나 4개 펀드가 청산되는 진통을 겪었다.

<표 IX-11> 출범 이후 국내 헤지펀드 시장의 시행착오 예

항목		내용			
변동 사항	대표 매니저 교체	6건			
	운용팀 및 펀드청산	1팀/4개			
	출범 1년 수익률	-1.08%			
	출범 18개월 수익률	4.35%			
구분	2011년 12월	2013년 7월	수익률		
운용 전략	운용사 수	9개사	13개사	-	
	펀더멘털 롱숏	9	12	5.63%	
	퀀트 롱숏	1	2	1.21%	
	채권 롱숏	1	4	0.61%	
	멀티전략	1	3	3.3%	
	구조화 전략	-	3	-1.23%	
	이벤트 드리븐	-	2	0.97%	
	글로벌 매크로	-	1	-8.7%	
	합계	12	26	4.35%	

주 : 수익률은 2013년 6월말 기준

자료: 머니투데이(2013.07.09, 2013.07.10), 금융위 보도자료

나) 도입 이후 국내 헤지펀드 수익률의 특징

그럼에도 불구하고 김종민(2013a)의 분석과 언론 발표에 따르면 다음과 같은 특징을 가지고 있다.

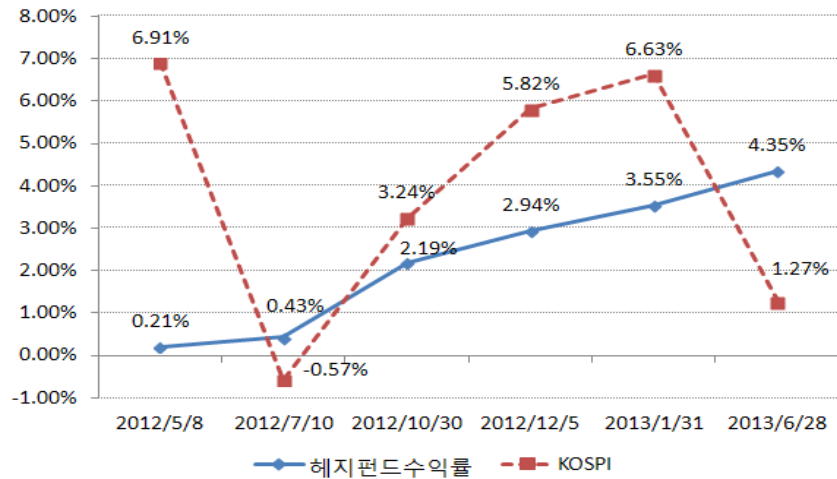
첫째, <그림 IX-3>의 수익률의 추이를 보면 국내 헤지펀드 수익률의 변동성이 KOSPI지수에 비해서는 훨씬 낮을 뿐만 아니라 출범이후 6개월이 지난 작년 하반기 이후 수익률이 전반적으로 개선되는 추세를 보여주고 있다. 특히 2013년 6월말 기준 수익률은 4.35%로 KOSPI의 동기간 수익률 1.04%를 앞질렀으며, 주식시장이 하락했던 6월에 헤지펀드의 수익률이 좋았던 것으로 나타났다. 그 결과 2012년말 기준 양의 수익률을 기록한 펀드는 21개 중 11개로 절반에 불과하였으나, 2013년 6월말에는 25개 펀드 중 18개 펀드가 양의 누적수익률을 기록하고 있다.

둘째, 국내 헤지펀드간 수익률 격차가 크게 나타나고 있다. 예를 들어 김종민(2013a)에 따르면 2013년 1월말 기준 수익률 상위 25%에 속하는 4분위 펀드들은 꾸준히 좋은 수익률을 달성한 결과 누적수익률이 10.71%로 KOSPI지수 수익률을 크게 상회하고 있다. 이와는 대조적으로 수익률 하위 25%에 속하는 1분위 펀드들의 누적수익률은 -10.7%에 달한다. 이러한 격차는 최근 들어 더욱 벌어져 <그림 IX-4>에서 보는 바와 같이 2013년 6월말 기준 누적 수익률 상위 1위 펀드와 최하위 펀드간 수익률 격차는 37% 이상 나고 있다.⁵⁵⁾

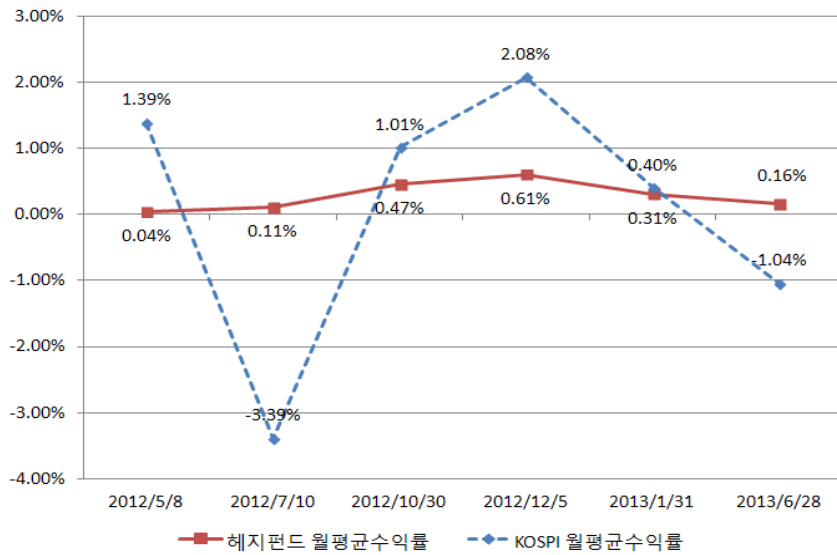
55) 한편, <그림 IX-4>에서도 올해 들어 수익률이 개선되는 펀드가 증가하고 있는 추세를 확인할 수 있다.

<그림 IX-3> 헤지펀드 수익률 추이

(1) 누적수익률 추이

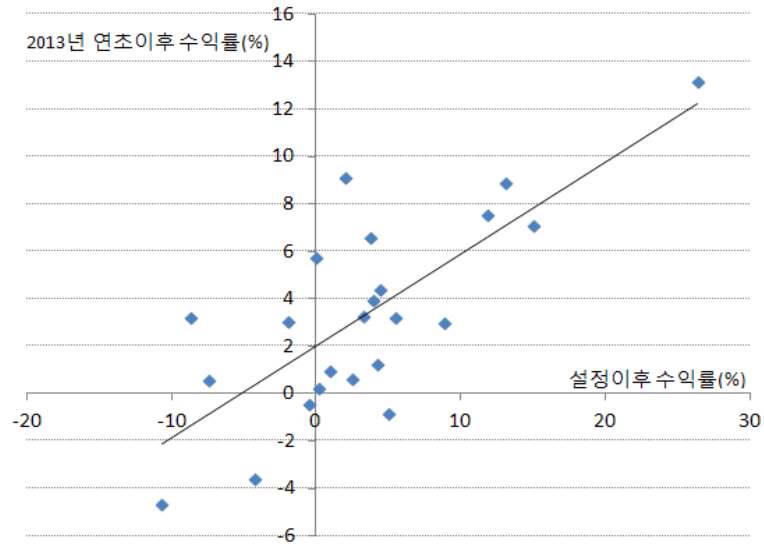


(2) 월평균 수익률 추이



자료: 김종민(2013a), 머니투데이(2013.07.10)

<그림 IX-4> 펀드별 누적수익률과 연초이후 수익률



주 : 2013년 6월말 기준 누적수익률과 2013년 연초이후 수익률 자료가 언론에 발표된 22개 펀드를 대상으로 작성
 자료: 언론사 발표자료

셋째, 적어도 수익률 상위 펀드들을 중심으로 평판(reputation)이 구축되고 있으며, 그 결과 투자자금이 이들 펀드에 보다 집중되고 있는 것으로 보인다. 예를 들어, 김종민(2013a)에 따르면 수익률 상위 25%에 속하는 4분위 펀드의 설정규모는 꾸준히 증가하여 작년 10월 이후 50%를 상회하고 있으나, 하위 25%에 속한 펀드들의 설정규모는 초기 19%에서 11% 수준까지 하락하고 있다. 양의 수익률을 기록한 펀드로 넓혀서 보면 이들 펀드들의 설정규모는 초기 64%에서 78%까지 크게 증가하고 있다. 최근에는 이러한 경향이 더욱 두드러져 2013년 6월말 기준 수익률 상위 5개 펀드의 설정액이 7,234억원에 달해 전체 설정 규모의 60%, 양의 수익률을 기록한 펀드로 확장하면 88%에 달한다.

넷째, 지난해 말부터 이전보다 완화된 진입요건이 적용됨에 따라 헤지펀드 운용업자 인가를 받은 자산운용회사가 늘어나고 있으며, 그 결과 출시되는 헤지펀드의 투자전략도 다양화되고 있다. <표 IX-11>에서 보는 바와 같이 출범 당시 헤지펀드 운용사는 9개였으나, 2013년 6월말 현재 13개 운용사로 늘어났다. 투자전략 역시 <표 IX-11>에서 보는 바와 같이 여전히 롱숏전략이 다수를 차지하고는 있으나 같은 롱숏전략이라 하더라도 좀 더 세분화되고 있으며, 글로벌 매크로, 이벤트 드리븐, 구조화전략 등 이전보다 다양화되고 있는 추세를 확인할 수 있다.

<표 IX-12> 헤지펀드 관련 진입규제 완화 방안

항목	내용
운용사 요건 완화	<ul style="list-style-type: none"> - (종합)자산운용회사: 수탁고 기준 폐지 - (증권)자산운용회사: 수탁고 1조원 이상 - 증권회사: 자기자본 5천억원 이상, 자회사 형태 설립 허용 - 투자자문사: 투자일임 수탁고 2.5천억원 이상 - 일몰기한("12.11)도래 이후 시행 예정
PB 역량강화	<ul style="list-style-type: none"> - PB 서비스 제공 대상 확대 :헤지펀드→금융회사, 연기금을 포함한 전문투자자로 확대 - 헤지펀드 위험관리 기능 제고 :업무범위에 RP거래 포함하여 대출, 증권대차, 담보관리 등과 연계하여 위험관리 수행
인프라 정비	<ul style="list-style-type: none"> - 복수 PB활용을 위한 인프라 구축: 예탁결제원 헤지펀드 운용관련 전산시스템 정비 - 모범규준(Best Practice) 정비 - 해외 헤지펀드 운용사와 연계한 헤지펀드 전문인력 양성 교육과정 내실화

자료: 금융위원회 보도자료(2012.07.27)

이상의 분석결과는 무엇보다도 국내 헤지펀드 시장이 시행착오를 거치면서 점차 수익률을 기준으로 재편되고 있음을 시사하고 있다. 더군다나

향후에도 더 많은 자산운용회사들이 헤지펀드 시장에 진입하고 이에 따라 다양한 투자전략을 구사하는 펀드들의 신규 출시가 잇따를 것으로 예상되고 있다.⁵⁶⁾ 따라서, 올해부터 국내 헤지펀드 시장에서 진입과 퇴출이 이전보다 활발하게 일어나면서 수익률 상위 펀드로의 시장집중이 보다 심화될 가능성이 있다.

다) 헤지펀드 수요기반의 확충의 필요성

국내 헤지펀드에 직접 투자할 수 있는 투자자는 금융회사, 연기금 등의 전문투자자와 5억원 이상 투자하는 개인투자자로 한정되어 있다.⁵⁷⁾ 김재철·김종민(2011)에서 언급한 바와 같이 개인투자자에 진입규제를 상대적으로 높게 설정한 이유는 기본적으로 초기단계의 시장에 실사(due diligence) 능력이 떨어지는 개인투자자의 투자를 용이하게 하면 투자실패가 발생했을 때 투자자보호 문제가 불거지고, 이는 자칫 헤지펀드 시장 전체에 대한 불신으로 이어질 수 있기 때문이다.

또한 이에는 헤지펀드 시장 자체가 2000년대 이후에는 개인 고액자산가보다는 장기적인 관점에서 분산투자를 하는 기관투자자 중심의 시장으로 변모했다는 사실도 작용했다.⁵⁸⁾ 즉 기관투자자들이 훨씬 더 큰 투자여력을 가지고 있고, 보다 전문적인 투자 프로세스를 갖추고 장기투자의

56) 금융위원회 보도자료(2012.12.06)에 따르면 올 한해 23개사(자산운용회사 12, 증권회사 5, 자문사 6)의 진입수요가 있는 것으로 보인다.

57) 참고로 미국과 EU는 개인 순자산 기준 100만달러와 50만유로를, 싱가포르와 홍콩의 개인 최소 투자금액 기준은 각각 8만달러(재간접 1.6만달러)와 5만달러(재간접 1만달러)이다.

58) 1992년만 하더라도 80%에 달했던 전세계 헤지펀드에 대한 고액자산가들의 투자비중은 2000년에 54%로 줄었으며, 2010년에는 24%까지 감소하였다. 반면, 연기금을 포함한 기관투자자와 재간접 헤지펀드의 비중은 동기간 각각 29%에서 45%, 17%에서 31%로 증가하였다. 특히 공적 연기금의 비중도 15% 내외를 차지하고 있다(김재철·김종민(2011)).

관점에서 분산투자를 하기 때문에 헤지펀드의 수요기반이 개인으로부터 기관투자자로 변하게 된 것이다.

이러한 점에서 일각에서 제기하듯이 개인투자자의 최소 투자한도를 당장 대폭 낮추기에는 무리가 있어 보인다. 다만, 현재 개인 투자한도에 따르면 헤지펀드에 대한 직접투자가 가능한 국내 고액자산가는 순자산 기준 상위 1%, 그리고 재간접 헤지펀드에 투자할 수 있는 개인은 순자산 기준 상위 5% 정도이기 때문에 헤지펀드에 대한 개인 수요기반은 취약한 상황이라고 할 수 있다(김재철·김종민(2011)).⁵⁹⁾ 따라서, 국내 헤지펀드 시장이 어느 정도 일정 궤도에 올라서게 되면 개인투자자의 투자한도를 낮추는 것에 대한 논의가 있어야 할 것으로 판단된다.

향후 국내 헤지펀드에 대한 기관투자자 수요와 관련하여 앞의 분석 중 일반 주식시장에 비해 수익률의 수준 자체도 개선되고 있고 변동성 또한 훨씬 낮다는 점에 주목할 필요가 있다. 이처럼 변동성이 낮으면서 수익률이 개선되고 있는 추세는 기관투자자들이 헤지펀드를 중수익/중위험을 얻을 수 있는 투자수단으로 인식하면 투자할 가능성을 보여주고 있기 때문이다.

사실 출범 초기부터 최근까지만 하더라도 국내 헤지펀드의 주요 투자자금은 프라임브로커의 초기자금(seed money)나 운용사의 계열사 자금이 주를 이뤘다. 하지만, 작년 하반기 이후 수익률 개선현상이 뚜렷해지면서 최근 들어 보험회사, 연기금 등의 기관투자자들이 국내 헤지펀드에 관심을 가지기 시작했고, 투자를 한 사례도 존재한다. 따라서, 수익률이 개선되는 추세가 올해에도 계속해서 지속된다면 아직까지 헤지펀드에 대한 투자를 저울질하고 있는 많은 기관투자자들의 투자가 본격화될

59) 통계청 가계금융조사에 따르면 이들 개인 고액자산가의 자산운용은 부동산과 안전자산에 집중되어 있어 위험추구 성향이 극히 낮은 편이다. 이러한 점을 감안하면 실질적으로 헤지펀드에 대한 투자가 가능한 개인의 비중은 이보다 더 낮아질 수 있다.

가능성이 있다. 반면, 이러한 추세가 반전되어 수익률이 저하된다면 향후 몇 년간 이들 기관투자자들의 자금을 유치하기가 더욱 어려운 상황이 될 수도 있다.⁶⁰⁾ 결국 올해 국내 헤지펀드의 성과가 향후 기관투자자들의 헤지펀드 투자수요와 이에 따른 국내 헤지펀드 시장의 성장여부를 좌우할 중요한 지표가 될 것으로 예상된다.

한편, 기관투자자의 헤지펀드 시장 참여는 국내 헤지펀드 시장의 절대 규모를 키울 수 있다는 것 자체보다도 시장 초기에 선순환 구조를 정착시킬 수 있다는 점에서 중요하다고 할 수 있다. 예를 들어 기관투자자의 참여가 늘어날수록 이들 기관의 장기투자 철학과 분산투자 수요에 맞는 다양한 유형의 헤지펀드가 등장할 수 있으며, 이는 다시 기관투자자의 참여를 유도하는 선순환 구조가 생길 수 있는 것이다. 또한 기관투자자의 참여는 국내 헤지펀드 시장에 대한 실사(due diligence)과정을 조기에 확립하는 효과가 있기 때문에 정부 당국의 직접적인 규제보다도 헤지펀드 시장의 건전성을 높이는 데에 더 크게 기여할 수 있다.

다. PEF 및 헤지펀드 시장 전망

1) PEF 시장 전망

기업 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조 개선 등을 통해 투자이익을 얻기 위해 주로 지분증권에 투자하는 PEF의 성격상 PEF의 투자규모는 주식시장의 장세에 영향을 많이 받을 수 있다. 실제 2005년 이후 국내 주식시장은 상승기와 하락기가 혼재하는데, 국내 PEF 시장의 신규투자는 주로 전년도 종합주가지수 수준이 높았을 때 늘어나는 경향이

60) 해외의 조사(Preqin(2011))에 따르면 기관투자자들은 2년 이상의 운용경험과 3년 이상의 검증 가능한 트랙레코드를 요구하고 있으며, 상대적으로 순자산 규모가 큰 대형 헤지펀드를 선호하는 것으로 나타난다.

관찰된다. 또한 국내 PEF 시장이 초기단계를 지나 성장단계에 접어들고 있기 때문에 과거의 성장 추세가 향후에도 지속될 가능성이 존재한다. 이러한 점에서 기본적으로 과거의 성장추세를 고려하여 2020년 국내 PEF 시장 규모를 추정할 수 있다.

하지만, 이러한 추정방법은 과거의 성장추세를 전제로 한 단순 수치 추정에 불과하기 때문에 시장상황 또는 자금의 수급을 고려하지 않는다는 약점이 존재한다. 이러한 점을 보완하기 위해 이 연구에서는 2012년 전체 PEF 투자규모의 약 20%를 차지하는 국민연금의 향후 투자계획(중장기 자산배분 전략)에 근거하여 2020년 PEF 시장 규모를 추정하고자 한다.⁶¹⁾ 즉, 2005년 이후 PEF 신규투자의 추세를 반영하여 2020년 국내 PEF 시장규모를 추정하되, PEF의 주요 투자자인 국민연금의 향후 PEF 투자규모를 반영하여 이를 보완하였다.⁶²⁾

2020년까지의 PEF 신규투자의 추세는 2012년을 기준으로 과거 2년부터 7년까지의 평균을 이용하였으며, 이를 기준으로 고성장, 중간성장, 저성장 등 세 가지 성장 시나리오를 구성하였다.

고성장 시나리오에서는 2005년 이후 PEF 투자가 가장 활발했던 2010년부터 2012년까지 3년(또는 2년) 동안의 평균 신규투자 규모가 2020년까지 지속된다고 가정하였다. 또한 이 시기는 글로벌 금융위기 이후 주식시장이 전반적으로 상승세를 보였던 시기를 포함하고 있다.

61) PEF 시장은 주식시장과 밀접한 관계를 가지고 있기 때문에 보다 엄밀한 분석을 위해서는 이를 고려해야 하나, 2005년 시작된 국내 PEF 시장의 역사가 짧기 때문에 현단계에서 이러한 분석은 불가능하다.

62) 여기서 신규투자규모는 당해 연도 회수금액을 제외한 순투자규모를 의미한다. 따라서, 신규투자규모를 이용한 추정방법은 회수율이나 약정금액 또는 자금집행계획에 대한 별도의 고려가 필요 없다는 장점이 있다. 다만, 그만큼 추정방법의 정확도가 떨어질 가능성이 존재하나, 회수율이나 자금집행계획에 대한 데이터를 얻기 어려운 PEF 시장의 특성상 불가피한 측면이 있다.

중간성장 시나리오는 2008년부터 2012년까지의 5년(또는 4년) 동안의 평균 신규투자 규모가 2020년까지 지속된다고 가정하였다. 이 기간은 글로벌 금융위기가 발생했던 시기를 포함하고 있기 때문에 중간성장 시나리오는 고성장 시나리오보다는 더 낮은 성장 추세를 가정하고 있다.

마지막으로 저성장 시나리오는 2006년부터 2012년까지의 7년(또는 6년) 동안의 평균 신규투자 규모가 2020년까지 지속된다고 가정하고 있다. PEF 시장 초기부터 성장단계에 이르는 단계를 모두 포함하고 있기 때문에 가장 보수적인 성장추세를 가정하고 있다.

<표 IX-13>은 2005년 이후 2012년까지의 국내 PEF 시장의 성장 추세를 보여주고 있다. 이에 따르면 2012년말 현재 국내 PEF 투자규모는 약 32조원이다. 2012년말 약정액 기준으로는 약 40조원 규모로, 2005년 약정액의 약 8배가량 증가하였다. 그 결과 과거 2년 동안의 평균 GDP 대비 평균 신규투자금액의 비율을 의미하는 PE 침투율은 2006년 0.16%에서 2012년 0.61%까지 성장하였다.

<표 IX-13> 국내 PEF 시장의 성장추세와 PE 침투율

(단위: 조원)

연도	명목 GDP	PE 투자액	PE 약정액	신규 자금모집	신규 투자금액	PE 침투율
2005	865	0.3	4.7	4.7	0.3	-
2006	909	2.8	6.2	1.5	2.5	0.16%
2007	975	5.0	9.0	2.8	2.2	0.25%
2008	1,026	10.6	14.6	5.6	5.6	0.39%
2009	1,065	12.8	20.0	5.4	2.2	0.37%
2010	1,173	16.7	26.6	6.5	3.9	0.27%
2011	1,235	25.9	31.8	5.9	9.2	0.54%
2012	1,272	31.9	40.0	8.2	6.0	0.61%

주 : 신규투자금액은 해당년도에 회수금액을 제외한 순투자금액을 의미
 자료: 금융감독원

<표 IX-13>으로부터 PEF 시장규모를 추정하는 데 사용한 신규투자 규모를 계산할 수 있다. 고성장 시나리오에서는 연평균 6.4조원에서 7.6조원, 중간성장 시나리오에서는 약 5.4조원, 그리고 저성장 시나리오에서는 약 4.5조원 내외의 신규투자를 가정하고 있다.

한편, 2009년 이후 전체 PEF 투자규모에서 국민연금의 비중은 약 20% 내외를 유지하고 있다. 다만, 2010년 이후에는 이 비중이 소폭 감소하고 있어, 국민연금의 PEF 투자가 증가하는 이상으로 PEF 시장이 확장되고 있는 것으로 판단된다. 또한, 국민연금의 대체투자 규모가 늘어나면서 대체투자에서 PEF 투자가 차지하는 비중이 점차 감소하고 있는 추세를 보이고 있다. 국민연금의 중기재정전망(2013~2017년)에 따르면 2017년 국민연금의 대체투자 비중은 적립금의 약 14% 수준일 것으로 전망되기 때문에 이러한 감소추세는 지속될 것으로 판단된다.⁶³⁾

이와 같은 국민연금의 투자계획을 감안하면 2017년 국민연금의 대체투자 규모는 약 83조원이며, 이 중 약 13조원이 PEF에 대한 투자일 것으로 예상된다. <표 IX-14>는 이러한 결과를 보여주고 있다. 그리고, 국민연금의 투자계획을 고려한 PEF 투자비중과 전체 PEF 투자금액에서 국민연금이 차지하는 비중을 감안하면 2017년 전체 PEF 시장 규모는 약 64조원 내외일 것으로 추정된다.⁶⁴⁾

63) 대체투자에서 PEF가 차지하는 비중이 감소하는 추세이기는 하나, PEF의 투자규모가 늘어남에 따라 전체 적립금에서 PEF가 차지하는 비중은 지속적으로 증가하여 2017년에는 적립금 대비 PEF 투자비중은 약 2.17%일 것으로 전망된다.

64) 이 추정치는 전체 PEF 시장에서 국민연금이 차지하는 비중을 20%로 가정하였으며, 국민연금의 대체투자가 늘어남에 따라 PEF의 상대규모가 작아지는 추세를 감안하여 얻어진 값이다.

<표 IX-14> 국민연금의 PEF 투자현황 및 2017년 추정치

(단위: 조원)

	적립금 (A)	대체 투자 (B)	PEF 투자 (C)	대체투자 비중 (B/A)	PEF 비중 (C/A)	국민연금의 비중
2010	323.99	18.90	3.74	5.83%	1.15%	22.37%
2011	348.87	27.20	5.16	7.80%	1.48%	19.93%
2012	391.77	33.00	6.12	8.42%	1.56%	19.18%
2017*	591.47	82.87	12.84	14.01%	2.17%	-

주 : PEF는 사모투자와 구조조정투자를 합한 수치이며, 국민연금의 비중은 전체 PEF 투자규모에서 국민연금이 차지하는 비중을 의미
 자료: 보건복지부(2013), 국민연금(2013), 박성민 외(2012)

이러한 국민연금의 PEF 투자규모는 2013년 이후 2017년까지 연평균 1.34조원 규모의 신규투자를 전제로 하고 있다. 2013년 국민연금의 PEF 신규투자 규모가 약 9,000억원 규모임을 감안하면 64조원이라는 추정치는 국민연금의 PEF 투자규모가 2014년 이후 더욱 증가할 것임을 가정하고 있다. 만일 이보다는 보수적으로 수준으로 국민연금이 향후에도 2013년과 비슷한 9,000억원에서 1조원 수준의 PEF 투자를 한다고 가정하면 2017년 전체 PEF 시장 규모는 이보다는 작은 약 53조원에서 56조원 수준이다.

<표 IX-15> 국내 PEF 시장규모 추정

(단위: 조원)

시나리오	연평균 신규투자금액 및 PEF 규모					
	고성장		중간성장		저성장	
신규투자	7.60	6.37	5.38	5.33	4.85	4.51
2017	69.90	63.75	58.80	58.53	56.15	54.47
2020	92.70	82.86	74.94	74.50	70.70	68.01
	2020년 예상 PE 침투율(%)					
2020	0.37	0.31	0.26	0.26	0.24	0.22

주: GDP 추정치는 IMF와 예산정책처의 추정치의 평균을 사용한 값

<표 IX-15>는 2005년 이후 PEF 신규투자 추세를 고려한 2020년 시장 규모와 이에 근거한 예상 PE 침투율을 보여주고 있다. 이에 따르면 2020년 국내 PEF의 시장규모 추정치는 68조원(저성장 시나리오)에서 83~93조원(고성장 시나리오) 내외 수준이며, PE 침투율은 0.2%에서 0.3% 수준일 것으로 예상된다. 이 중에서도 고성장 시나리오의 2017년 추정치는 64조원으로 국민연금의 대체투자 계획을 고려한 PEF 규모 추정치와 거의 유사한 수준이다. 이는 과거 PEF 신규투자가 활발했던 시기만큼 향후 신규투자가 이루어진다는 가정 하에 얻어진 값이므로, 국민연금의 대체투자 확대방안과도 부합한다고 할 수 있다. 이보다는 못하지만 중간 성장을 가정하면 2020년 PEF 시장 규모는 약 75조원, 저 성장을 가정하면 약 68조원 수준이다. 중간성장 시나리오는 금융위기 이후 최근의 성장 추세와 가장 부합하는 시나리오이다. 마지막으로 저성장 시나리오는 국민연금의 PEF 투자가 연평균 약 1조원 수준에서 이루어진다고 가정한 보수적인 시나리오에 부합하는 결과를 보여주고 있다.

2) 헤지펀드 시장 전망

과거 국내 PEF의 성장 추세를 이용하여 시장규모를 추정된 PEF 시장과는 달리 국내 헤지펀드 시장은 아직 그 역사가 일천하여 PEF와 같은 추정방법을 사용하기가 어렵다. 대신 김재철·김종민(2011)의 방법론과 같이 일반 펀드시장의 성장경로와 유사하게 성장했던 헤지펀드 시장규모와 2000년대 이후 발전하기 시작한 유럽 및 아시아 헤지펀드 시장의 성장사례를 참고하여 2020년 헤지펀드 시장규모를 추정하였다. 즉 일반 공사모 펀드시장 대비 헤지펀드 시장규모가 점진적으로 상승한다는 가정 하에 유럽과 아시아의 성장사례를 벤치마크로 하여 2020년까지 헤지펀드 시장 규모를 추정한 것이다.

이러한 방법론은 일반 펀드시장의 성장경로와 헤지펀드 시장의 성장경로 두 가지에 대한 가정을 필요로 한다. 우선 일반 공사모 펀드시장의 성장경로에 대해서는 2004년 이후 국내 펀드시장의 연평균 성장률은 약 9.8%에 달할 정도로 높았으나, 2008년 글로벌 금융위기 이후 급속도로 위축된 국내 펀드시장을 반영하여 일반 공사모 펀드시장의 성장률을 5%와 10% 두 가지 경우로 구분하였다. 여기서 5% 성장률 시나리오는 글로벌 금융위기 이전의 활력을 아직 되찾지 못한 경우를 감안한 시나리오이다. 이에 반해, 10% 성장률 시나리오는 글로벌 금융위기 이전의 활력을 되찾아 고성장을 실현하는 경우를 감안한 시나리오이다.

헤지펀드 시장의 성장경로는 일반 공사모 펀드시장 대비 헤지펀드 시장 규모에 대해 침체, 저성장, 중간성장, 고성장 등 네 가지 시나리오로 구분하였다. 침체 시나리오에서는 공사모 펀드시장 대비 헤지펀드 시장규모가 2014년에 0.5%, 2021년에 1%에 달할 것으로 가정하였다. 저성장 시나리오에서는 이 비중이 2014년에 1%, 2021년에는 2%로 달할 것으로 가정하였다. 중간성장 시나리오에서는 공사모 펀드시장 대비 헤지펀드 시장규모가 2014년에 2%, 2021년에 5%에 달할 것으로 가정하였다.

마지막으로 고성장 시나리오에서는 이 비중이 2014년에 4%, 2021년에 8%에 달할 것으로 가정하였다.

여기서 중간성장 시나리오는 유럽과 아시아의 성장사례를, 고성장 시나리오는 미국을 포함한 전세계 헤지펀드의 성장사례를 참고한 것이다. 이에 반해 침체와 저성장 시나리오는 정부 주도로 출범한 국내 헤지펀드 시장의 특성을 감안한 시나리오이다. 즉 헤지펀드에 필수적인 제반 인프라가 부족한 상태에서 정부 주도로 출범하여 초기 자금모집과 운용 과정에서 시행착오를 겪어 상대적으로 성장속도가 느릴 수 있음을 감안한 시나리오이다. <표 IX-16>은 이러한 방법론에 따른 국내 헤지펀드 시장규모에 대한 추정치를 보여주고 있다.

<표 IX-16>에 따르면 펀드시장 성장률 5% 시나리오에서 2012년말 헤지펀드 시장규모는 0.6조원(침체)에서 1.2조원(저성장) 내외일 것으로 추정되었다. 실제로 2012년말 헤지펀드 시장규모가 1조원 수준임을 감안하면 현재 국내 헤지펀드 시장은 저성장 단계에 있는 것으로 파악된다. 이러한 저성장이 지속된다면 2015년 국내 헤지펀드 시장 규모는 약 4조원, 2020년에는 9조원 수준이 될 것으로 예상된다. 그런데, 국내 펀드산업에 예전의 활력을 되찾게 된다면 이 규모는 2015년 5조원, 2020년 13조원까지 증가할 수 있다. 현재 국내 헤지펀드 시장의 제반 여건을 고려하여 보수적으로 전망한다면 이러한 저성장 단계가 단기적으로는 가장 적합한 시나리오일 것으로 판단된다.

한편, 비록 일반 펀드시장이 5% 성장 시나리오에 있다 하더라도 향후에 국내 헤지펀드 운용사들의 트랙레코드가 구축되고, 기관투자자의 헤지펀드 투자가 본격화되어 성장경로가 중간성장 시나리오로 성장하게 된다면 2015년에는 10조원, 2020년에는 약 21조원 수준까지 성장할 수 있을 것으로 판단된다. 만일 일반 공사모 펀드시장도 본격적으로 고성장 궤도에 오른다면 이 규모는 2015년 10조원, 2020년 30조원까지 성장할 것으로 예상된다.

<표 IX-16> 국내 헤지펀드 시장 전망

(단위: 조원)

년도	펀드산업 규모	침체	저성장	중간성장	고성장
		순자산	순자산	순자산	순자산
2011	301.0	0.15	0.15	0.15	0.15
펀드산업 성장 시나리오: 연평균 5%					
2012	317.6	0.6	1.2	2.2	4.34
2013	333.4	1.2	2.3	4.5	8.95
2014	350.1	1.8	3.5	7.0	14.00
2015	367.6	2.1	4.2	8.9	16.81
2016	386.0	2.5	5.0	11.0	19.85
2017	405.3	2.9	5.8	13.3	23.16
2018	425.6	3.3	6.7	15.8	26.75
2019	446.9	3.8	7.7	18.5	30.64
2020	469.2	4.4	8.7	21.4	34.85
펀드산업 성장 시나리오: 연평균 10%					
2012	317.6	0.6	1.2	2.2	4.34
2013	349.3	1.2	2.4	4.7	9.37
2014	384.3	1.9	3.8	7.7	15.37
2015	422.7	2.4	4.8	10.3	19.32
2016	465.0	3.0	6.0	13.3	23.91
2017	511.4	3.7	7.3	16.8	29.23
2018	562.6	4.4	8.8	20.9	35.36
2019	618.9	5.3	10.6	25.6	42.44
2020	680.7	6.3	12.6	31.1	50.57

라. 추진전략과 정책과제

이상 살펴본 국내 PEF 및 헤지펀드 시장의 현황 및 주요 이슈는 결국 대체투자 활성화를 통한 국내 자산운용시장의 활력제고를 목표로 하고 있다. 이 절에서는 이러한 목표를 달성하기 위한 세부전략을 크게

PEF 및 헤지펀드 관련 규제체계의 합리화, 운용규제의 완화, 그리고 해외투자 역량강화와 해외진출 지원 방안 등으로 구분하고 이에 대한 세부적인 정책과제에 대해 논의하고자 한다.

<그림 IX-5> PEF 및 헤지펀드 시장 활성화 추진전략 개요

세부 전략	핵심 정책과제	기대효과
규제체계의 합리화	<ul style="list-style-type: none"> • 사모펀드 전반의 규제체계 정비 (규제체계 일원화) • 운용업자 중심의 규제체계 확립 (운용의 자율성 및 창의성 보장) 	<ul style="list-style-type: none"> • 규제체계 정합성 제고 • 포트폴리오 다변화
운용규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> • PEF 운용규제 완화 및 회수시장 활성화 • 헤지펀드 인가요건 완화 및 인프라 구축 • 프라이브로커 대상 고객 및 업무 확대 등 	<ul style="list-style-type: none"> • 대체투자 운용역량 강화 • 자본시장 인프라 발전
해외투자 역량강화 및 해외진출 지원	<ul style="list-style-type: none"> • 단계적인 해외진출 전략 • 자체적인 해외진출 (자산/고객 국제화) • 업계 의견수렴 및 정책반영 	<ul style="list-style-type: none"> • 국제 경쟁력 제고 • 자산운용의 국제화

1) PEF와 헤지펀드 관련 규제체계의 합리화

우리나라는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)과 기타 개별법을 통해 공·사모 집합투자기구(이하 펀드)를 규율하고 있다. 이 중 사모펀드는 자본시장법상 법적 형태와 설립 목적 등에 따라 사모 집합투자기구, 사모투자전문회사, 기업재무안정사모투자전문회사, 적격투자자대상 사모집합투자기구 등으로 구성되어 있다. 여기서 사모집합투자기구(일반 사모펀드)는 일부 예외를 제외하면 일반 공모펀드에 준하는 규율을 받고 있다. 하지만, 사모투자전문회사, 기업재무안정사모투자전문회사, 적격투자자대상 사모집합투자기구(헤지펀드) 등은 일반적으로 대체투자라고 분류되는 PEF와 헤지펀드에 해당하는 것으로 일반 사모펀드와는

운용업자 및 운용규제 측면에서 일반 사모펀드와는 상이한 규제체계를 적용받고 있다.

그런데, 이보다 더 중요한 PEF 관련 우리나라 규제체계의 특징은 자본시장법 테두리 내에 들어와 있는 헤지펀드와는 달리 PEF는 자본시장법과 산업정책상의 목적으로 인해 만들어진 개별법으로 나누어져 있다는 것이다.⁶⁵⁾ 예를 들어 <표 IX-17>에서 보는 바와 같이 사모투자전문회사, 기업재무안정 사모투자전문회사는 자본시장법에, 기업구조개선 사모투자전문회사는 산업발전법상에, 해외자원 개발을 전담으로 하는 PEF인 해외자원개발투자전문회사는 해외자원개발사업법상에 근거하고 있다.⁶⁶⁾ 이처럼 국내 PEF관련 법률 체계는 일반적인 PEF에 해당하는 펀드들이 다양한 법률에 근거하고 있기 때문에 사실상 동일한 기능을 하는 펀드에 대해 다른 운용업자 인가 및 감독, 운용규제 등에서 다른 규제를 적용하고 있다. 이는 규제차익의 문제를 일으킬 뿐만 아니라 투자대상과 전략에 따라 다른 법률을 적용하고 있어서 PEF 시장의 활성화를 저해하는 요인으로 작용할 수 있다.⁶⁷⁾

65) 2011년말 도입된 헤지펀드는 기존의 적격투자자대상 사모집합투자기구의 운용관련 제한을 완화하면서 도입되어 자본시장법의 규율을 받고 있다. 이에 대한 내용은 김재철·김종민(2011)을 참조.

66) 이외에도 중소기업창업지원법, 여신전문금융업법, 그리고 벤처기업육성에 관한 특별조치법 등에 근거한 벤처캐피탈 펀드가 있다. 다만, 금융감독원에서는 이들 벤처캐피탈 펀드를 PEF로 구분하고 있지 않는 관계로 본 보고서에서는 다루지 않는다.

67) 공모펀드 시장에 대한 분석이기는 하나, 실제로 법체계가 잘 구축되어 있는 국가일수록 자산운용시장의 규모가 크다는 연구결과도 존재한다 (Khorana et al.(2005)).

<표 IX-17> 국내 PEF관련 사모투자전문회사 분류

구분	사모투자 전문회사	기업재무안정 사모투자전문회사	기업구조개선 사모투자전문회사	해외자원개발 투자전문회사
근거 법률	자본시장법		산업발전법	해외자원개발 사업법
도입 시기	2004년 (舊간접투자자산 운용법)	2010년 (3년 한시로 도입, 2013년에 재연장)	2009년 (기업구조조정전 문회사(CRC) 대체)	2006년
투자 유형	경영권 참여	구조개선기업 (경영권참여와 무관)	구조조정대상기업	해외자원, 해외자원개발전담 회사
등록	금융위		금융위(지경부 협의)	
운용 제한	- 경영권 참여 - 50%이상을 의 결권 있는 주식에 10% 이상 투자 - 5%이내 증권투 자 가능	- 50% 이상을 경 영권 참여와 무관 한 메짜닌, 부실 채권 투자	- 50% 이상 구조 조정대상기업발행 주식에 투자	- 50%이상 석유 등 자원개발 투자
차입	10%이내 (SPC는 200%)	20%이내 (PEF와 다른 SPC를 합하여 200% 이내)	10%이내	30%이내
운용 업자	제한없음	제한없음	제한없음	집합투자업자 (30억원, 인가)

주 : 중소기업창업지원법, 여신전문금융업법, 그리고 벤처기업육성에 관한 특별조
치법 등에 근거한 벤처캐피탈 펀드는 제외

자료: 금융감독원(2011), 금융위원회(2013)

따라서, 펀드의 설립, 운용, 보고 및 감독 등의 사항은 자본시장법으
로 PEF 관련 법률을 일원화하되, 산업정책상 필요한 최소한의 요건은
개별법상에 두는 방안을 고려할 수 있다. 예를 들어 경영권 참여 목적의
투자만이 가능한 사모투자전문회사의 운용제한을 완화한다면 기업재무
안정사모투자전문회사나 기업구조개선사모투자전문회사는 사모투자전문

회사로 일원화가 가능하다.⁶⁸⁾ 또한, 해외자원개발투자전문회사 역시 설립목적이나 산업정책상 필요한 지원방안에 대해서는 개별법에 명시하되 기타 펀드운용관련 규정은 자본시장법으로 일원화할 수 있을 것이다.

한편, 자본시장법의 규율을 받는 헤지펀드와 PEF관련 규제체계에도 운용업자에 대한 규제수준에 차이가 존재한다. 예를 들어 설립등기를 마친 후 2주 이내에 금융위원회에 등록을 요구하는 사모투자전문회사나 기업재무안정사모투자전문회사와는 달리 헤지펀드의 경우에는 운용업자에 대한 자본금과 수탁고, 인력요건 등에 대해 인가요건을 두고 있다.⁶⁹⁾ 국제적으로 헤지펀드와 PEF 운용업자에 대한 등록 및 보고의무에 대해 규제가 강화되는 추세를 고려하면 국내 헤지펀드에 대한 규제수준은 높은 반면, PEF에 대한 규제는 느슨하다고도 볼 수 있다. 따라서, PEF 관련 펀드뿐만 아니라 헤지펀드와 PEF간의 운용업자에 대한 규제차이를 운용의 자율성과 창의성을 최대한 발휘하는 방향으로 재정비할 필요가 있다.

68) 기업재무안정 PEF는 자본시장을 활용한 기업구조조정의 활성화를 위해 2010년 3년 동안 한시적으로 도입되었으며, 최근에 다시 3년 연장되었다. 2010년 기업재무안정 PEF가 도입된 이후 2013년 2월말 현재 총 12개 기업재무안정 PEF가 있으며, 총출자약정액은 약 2.95조원으로 전체 PEF 출자약정액의 약 7.4% 수준이다. 기업재무안정 PEF는 경영권과 관계없이 해당 기업의 주식 이외에도 메짜닌, 부실채권, 부동산 등의 고정자산에 투자가 가능하다는 점에서 기존 사모투자전문회사(PEF)와 차별화된다. 하지만, 이 역시 일반적인 PEF의 투자전략에 해당하므로 별도로 유지해야 할 근거는 빈약하다. 기존의 기업구조조정전문회사를 대체하는 산업발전법상의 기업구조개선 사모투자전문회사 역시 마찬가지로 이유로 개별법으로 규제체계를 유지할 필요는 크지 않다.

69) 시장 출범 초기 금융시스템에 미치는 영향을 고려하여 자산운용회사를 대상으로 인가요건(자본금: 60억원, 수탁고: 자산운용회사는 10조원, 자문사는 5천억원, 증권회사는 자기자본 1조원 이상)을 정했고, 2012년말부터는 이보다 완화된 진입요건(<표 IX-17> 참고)을 적용하고 있으나 여전히 규제수준이 PEF에 비해 높은 수준이다.

2) 운용규제 완화를 통한 PEF 및 헤지펀드 시장 활성화

가) PEF관련 운용규제 완화

PEF는 헤지펀드와 더불어 사모펀드의 대표적인 투자수단으로 각광받고 있다. 소수의 투자자로부터 자금을 모집하는 사모펀드의 특성상 투자자보호의 문제가 크지 않아 일반적으로 이들 PEF와 헤지펀드에 대한 규제는 거의 전무했던 것이 사실이다. 다만, 2008년 글로벌 금융위기 이후 투자자보호와 금융시스템에 미치는 부정적인 영향에 대한 우려로 인해 미국이나 유럽은 각각 도드-프랭크법안(Dodd-Frank WallStreet Reform and Consumer Protection Act)과 AIFMD(Alternative Investment Fund Managers Directive)를 통해 헤지펀드를 포함한 사모펀드(private fund)에 대한 규제체계를 정립하고 있다. 하지만, 금융시스템의 안정을 도모하고 투자자보호를 강화할 목적으로 운용업자에 대한 등록 및 보고의무를 부과할 뿐 여전히 운용에 대한 규제는 거의 없는 상황이다.

이에 반해 국내 PEF는 운용에 대한 규제가 상당 부분 존재하여 GP와 LP간의 계약(limited partners agreement)에 의한 자율규제 이외에는 자산운용에 대한 규제가 없는 해외 PEF와 대비된다. 예를 들어 국내 사모투자전문회사(PEF)의 경우 경영권 참여 목적의 투자만 가능하며, 펀드 재산의 50% 이상을 투자대상 기업의 의결권 관련 주식에 10% 이상을 투자해야 한다. 자금차입 역시 펀드 재산의 10% 이내(SPC의 차입은 200% 이내)에서만 가능하고, 6개월 이내 주식처분이 금지되어 있으며, 대출이나 담보제공도 불가능하다. PEF의 투자대상 기업의 자본금 규모가 다양하고, PEF는 경영권 참여 목적이 아니더라도 성장자본 형식으로 투자가 가능해야 하므로 10% 지분조항의 탄력적인 적용이 필요하다. 또한, 투자대상도 경영권과 무관한 증권이나 자산의 투자비중이 5%로 한정되어 있는 것도 완화할 필요가 있다.

<표 IX-18> 미국과 EU의 사모펀드관련 규제강화 방향

헤지펀드 및 PEF에 대한 규제 내용	
미국	<ul style="list-style-type: none"> • 도드-프랭크 법안 • 사모펀드를 투자회사법에 의한 투자회사로 정의해 일정규모 이상을 운용하는 사모펀드 운용업자의 등록을 의무화 • 은행 및 은행지주회사의 자기계정 거래 금지(헤지펀드 및 PEF에 대한 투자 원칙적 금지) • 시스템 리스크 관련 데이터 취합, 보고, 조사 및 공시 의무 부과 → 부외 레버리지를 포함한 레버리지 사용 내역, 거래 상대방 신용위험 익스포저, 거래 및 투자 포지션, 가치평가 정책과 관행, 보유자산 유형, 투자관행, SEC에 검사권 부여 등 • 고객 자산 수탁 의무 및 전문투자자 및 적격투자자 기준 조정 • 사모펀드 자율규제기관 실행 가능성 및 공매도에 대한 연구부여
EU	<ul style="list-style-type: none"> • EU 집행위원회: AIFMD(2009.4) → 대체투자펀드 운용사(AIFM) 사전승인 의무화 → 리스크 관리절차, 감독기관에 대한 보고의무, 투자자 및 시장에 대한 공시 의무, 자산보관기관 및 평가기관 제한, 자기자본규제, 감독당국에 차입 현황(규모 및 출처) 보고, 필요시 차입규제 • EU 집행위원회 경제재무이사회(ECOFIN, 2010.5) → 운용사 사전승인 → 펀드의 거시건전성 확보: 거래시장과 투자수단에 대한 정보, 주요 위험 익스포저 및 집중도 공시 → 레버리지 유형 및 세부정보 투자자에 제공, 감독당국에 의한 레버리지 제한 가능성 • 유럽의회 경제통화위원회 입법안(ECON, 2010.5): AIFM Directive 수정안으로 사모펀드 유형에 따라 규제수준을 차별화

자료: 김재철·김종민(2011), 박용린 외(2012)

한편, 해외 사례에 비춰볼 때 국내 PEF 시장은 전형적인 회수방법인 M&A와 IPO의 비중이 지나치게 낮은 상황이므로 회수시장에서 이들 M&A와 IPO의 비중 확대가 필요하다. 특히 IPO 시장의 변동성을 고려하면 안정적인 M&A 시장의 구축이 매우 중요하다. 이를 위해서는 M&A 자문사의 역할을 제고하는 한편, 해외에서 활발하게 이루어지고 있는 PEF간 M&A를 보다 활성화할 필요가 있다.

또한 꾸준한 LP 출자금의 공급과 다변화를 위해 GP 운용능력 검증에 특화된 간접재투자(Fund of Funds) PEF를 허용할 필요가 있다. 국내 GP들의 트랙레코드가 충분하지 않은 관계로 국내 LP들이 출자를 꺼리는 상황이므로 간접재투자 PEF는 이러한 출자리스크를 완화시키고, 여러 GP들에게 분산투자하는 효과를 창출할 수 있을 것으로 판단된다.

나) 헤지펀드 관련 운용규제 완화

국내 헤지펀드 시장의 정착을 위해서는 헤지펀드 업계의 자체적인 수익률 제고 노력 이외에도 지속적인 제도 개선노력 또한 필수적이다. 제도 개선과제를 모색하기 위해서는 헤지펀드가 분산투자효과를 얻을 수 있는 수단으로서 부각되어 기관투자자들의 자금을 유치할 수 있었던 사실을 상기할 필요가 있다. 또한 헤지펀드가 시장 상황에 관계없이 절대수익률을 얻는 것을 목표로 하는 만큼 차별화된 투자전략과 평판이 자금을 유치하는데 필수적이라는 것도 유의할 필요가 있다. 이는 헤지펀드 시장에 다양한 투자전략을 구사하는 헤지펀드가 등장할 수 있는 여건을 마련하는 것이 가장 우선적으로 고려해야 할 제도 개선과제임을 시사한다.⁷⁰⁾

구체적으로는 국내 헤지펀드 시장의 진입요건 중 자본요건을 보다 전향적으로 낮추고 인가과정을 보다 간소화하여 대형 자산운용회사 및 자본사 위주로 되어 있는 인가요건을 완화할 필요가 있다. 더 나아가서는 PEF와 마찬가지로 인가를 등록으로 전환하여 운용업자 규제 중심의

70) 한편, 글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 헤지펀드에 대한 규제가 강화되고 있고, 투자자들 또한 헤지펀드에 높은 투명성을 요구하고 있다. 국내 헤지펀드 시장의 경우에는 이러한 국제적인 동향을 선제적으로 반영하여 제도를 도입되었기 때문에 시스템리스크나 투자자보호 측면에서 문제가 발생할 소지가 적은 편이다. 다만, 이러한 측면에서도 지속적으로 개선해야 할 점은 없는지 검토해 나가야 할 것이다.

규제체계로 만드는 것을 고려할 필요가 있다. 사실 아직 헤지펀드의 수요기반이 취약한 국내의 사정을 고려하면 평판이 매우 중요한 헤지펀드 시장에서 진입요건을 대폭 낮추더라도 헤지펀드가 난립할 가능성은 매우 낮을 것으로 판단된다. 아울러 헤지펀드의 다양한 투자전략을 뒷받침할 수 있도록 메짜닌, 파생상품 관련 시장 인프라를 구축할 필요가 있다.

한편, 헤지펀드를 대상으로 재산보관 및 관리, 신용공여, 증권대차, 각종 컨설팅 등의 업무를 제공하는 프라임브로커의 역량 강화 역시 헤지펀드 시장 활성화를 위해 필수적이다. 이를 위해 우선 국내 프라임브로커의 경쟁력을 높일 수 있도록 국내 헤지펀드뿐만 아니라 전문투자자와 해외 헤지펀드까지 대상고객을 확대하고 신용공여나 외국환 거래 관련 업무에 대한 규제 역시 이에 맞춰 완화할 필요가 있다.

3) 해외투자 역량강화 및 해외진출 지원

고령화, 저금리·저성장 시대에 접어들면서 기관투자자들의 대체투자 수요가 급증하고 있기 때문에 PEF와 헤지펀드 업계 또한 적극적으로 해외진출을 통해 신규 투자기회를 발굴하고 운용경험을 축적하여 경쟁력을 강화할 필요가 있다. 다만, 아직 본격적으로 질적인 성장단계에 이르지 못한 PEF나 출범 후 채 2년이 되지 않은 헤지펀드 업계가 자체 능력으로 적극적으로 해외진출을 추진하기에는 어려운 실정이다. 해외투자에서 필수적인 현지화를 통한 네트워크 구축 및 우량 투자기회 발굴이 단기간에 이루어지기 어렵기 때문이다. 따라서, 장기적으로 적극적으로 해외에 진출하는 것으로 목표로 하되, 단기적으로는 PEF나 헤지펀드 업계가 해외투자를 통해 역량을 강화할 수 있도록 지원방안을 모색할 필요가 있다.

PEF 시장에서는 국민연금과 기업간 해외투자 매칭펀드(corporate partnership)처럼 연기금을 활용하여 기업 및 국내 PEF의 해외진출을

지원하는 프로그램이 존재하고 있다. 앞서 언급했던 것처럼 이 프로그램은 기본적으로 국민연금이 개별 업종과 시장상황에 밝은 국내 기업과 GP를 활용하여 적절한 해외 투자기회를 발굴하여 해외투자 포트폴리오를 다변화하기 위한 것이다. 즉 이 프로그램은 GP 입장에서 기업으로부터 투자대상 기업 확보 측면에서 편의를 받으면서 해외투자 경험을 축적할 수 있는 기회인 것이다. 또한 국민연금 이외의 다른 연기금이나 정책금융공사도 해외투자를 지원하기 위한 목적으로 투자를 하고 있다.

따라서, 국내 PEF 업계는 지속적으로 이러한 프로그램을 적극 활용하여 해외투자 역량을 강화하는 노력을 기울여야 할 것이다. 이러한 프로그램을 통해 우선은 국내 기업이 추구하는 전략적인 M&A에 재무적인 투자자로 참여, 해외투자 경험과 현재 운용사와의 네트워크 구축에 주력할 필요가 있다. 그리고, 충분한 트랙레코드와 네트워크가 구축된 이후에는 국내 투자자금뿐만 아니라 해외 LP의 투자자금을 유치하여 재무적 투자뿐만 아니라 바이아웃 투자를 통해 적극적인 기업가치 제고 역량을 배양해야 할 것이다. 즉 초기에는 재무적인 투자자로서 해외투자 트랙레코드와 네트워크에 주력하고, 점차 바이아웃과 같은 기업가치 제고 투자로 이행하는 단계적인 접근방식이 바람직할 것으로 판단된다.⁷¹⁾

이러한 접근방식은 기본적으로 국내 헤지펀드 업계에도 동일하게 적용된다. 다만, 어느 정도 성장을 이룬 PEF 시장에 비해 출범 초기단계에 머물고 있는 국내 헤지펀드 시장에서는 충분한 트랙레코드가 부족하기 때문에 연기금의 해외투자 매칭펀드와 같은 프로그램이 시행되기를 기대할 수가 없다. 오히려 헤지펀드는 자체적으로 우수 인력의 유치, 해외 유수의 헤지펀드와의 결연 또는 자산운용회사의 해외진출을 통해 투자 기회를 발굴하고 운용능력 측정에 우선적으로 노력해야 할 것이다. 이러한 점에서 일부 헤지펀드 운용사들을 중심으로 해외투자 헤지펀드를

71) 이러한 내용은 이 보고서 자산운용의 국제화의 단계적인 접근방식과도 일치하며, 박용린 외(2012)의 기본 아이디어와 동일한 접근방식이다.

신규로 설정하거나 해외 기관투자자들의 자금을 유치하기 위해 해외진출을 추진하고 있는 것은 매우 고무적인 현상이다. 이러한 업계 자체 노력을 통해 충분한 운용역량이 축적된다면 연기금의 헤지펀드 관련 해외투자 자금뿐만 아니라 해외 투자자금 또한 유치할 수 있을 것이다.

이러한 PEF 및 헤지펀드의 단계적인 해외진출 방식을 지원하기 위해 정부에서는 해외투자 및 해외진출에 장벽이 되는 규제에 대해 업계의 의견을 적극적으로 수렴할 필요가 있다. 예를 들어 해외투자 PEF 30% 출자제한이나 외환포지션 한도 제한 등에 대한 규제를 재검토할 필요가 있다. 이외에도 외국 PEF나 헤지펀드의 국내투자에 비해 국내 PEF나 헤지펀드의 해외투자에 다른 역차별 요소는 없는지 면밀한 검토가 있어야 할 것이다.

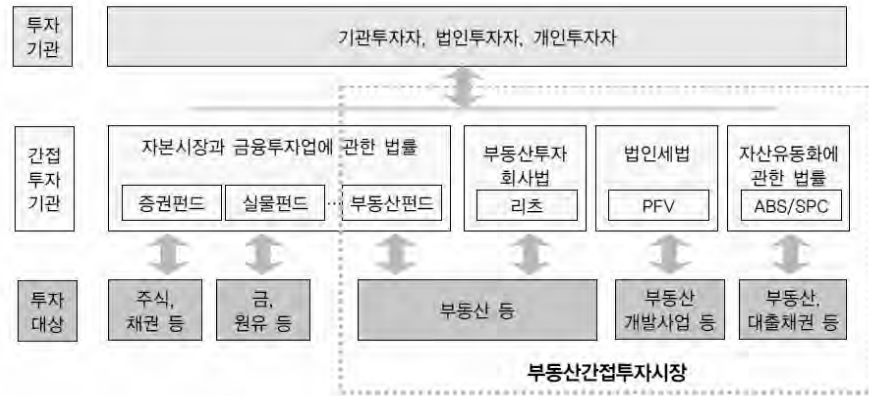
2. 대체투자펀드 시장

가. 부동산간접투자 시장

1) 부동산간접투자 시장 개요

부동산간접투자는 펀드, 유동화, 신탁 그리고 투자일임으로 구성되어 있으나 간접투자로서의 실질적 의미는 펀드와 유동화라 할 수 있다. 우리나라는 2001년 부동산투자회사법에 근거한 부동산투자회사(REITs) 제도의 도입으로 부동산간접투자시장의 틀을 갖추기 시작하였다. 2004년에는 간접투자자산운용업법(간투법)에 따라 흔히 부동산펀드라 불리는 부동산간접투자기구 도입되었으며, 2009년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)의 제정에 따라 부동산집합투자기구⁷²⁾로 정리되었다.

<그림 IX-6> 부동산 간접투자 시장 개념도



자료: KDI(2012) 재인용

부동산펀드는 원칙적으로 부동산에 대한 집합투자기구(CIV)의 통칭이나 관행상 자본시장법상에 정의된 집합투자기구를 부동산펀드로, 부동산투자회사법상에 정의된 집합투자기구를 부동산투자회사 또는 리츠(REITs)로 지칭하고 있다.

부동산펀드와 부동산투자회사(REITs)는 그 경제적 실질이 동일하나 근거법의 차이에 따라 법적형태, 지배구조, 운용방식 및 투자대상, 운영구조, 최저자본, 자금차입, 판매 등에서 많은 규제차이를 보이고 있다. 이에 따라 투자자 보호 수준의 차이, 자원배분의 비효율성 등이 지적되고 있다.

72) 개별적 간접투자 제도인 투자일임이나 신탁과의 구분을 위하여 집합투자(collective investment)라는 용어를 사용한다.

<표 IX-19> 부동산펀드와 부동산투자회사 비교

구분	부동산투자회사(REITs)			부동산펀드	
	자기관리	위탁관리	기업구조조정	회사형	신탁형
근거법	부동산투자회사법			자본시장법	
주무부서	국토교통부			기획재정부	
최저자본	70억원	50억원		10억원	해당없음
자산관리	직접관리	외부위탁(자산관리회사)		외부위탁(집합투자업자)	
투자대상	<ul style="list-style-type: none"> • 총자산의 70% 이상 부동산 • 총자산의 80% 이상 부동산 및 부동산관련 유가증권, 현금 • 대출불가 	<ul style="list-style-type: none"> • 총자산의 70% 이상 기업구조조정 부동산 	<ul style="list-style-type: none"> • 부동산(총자산의 50% 이상 70% 미만) 	<ul style="list-style-type: none"> • 부동산(운용비율 제한없음) 	
개발사업	총자산의 30% 이하 (개발전문리츠 70% 가능)			제한없음	
취등록세	50% 감면				
법인세	부과대상	배당가능이익 90% 이상 배당시 법인세 면제			해당없음

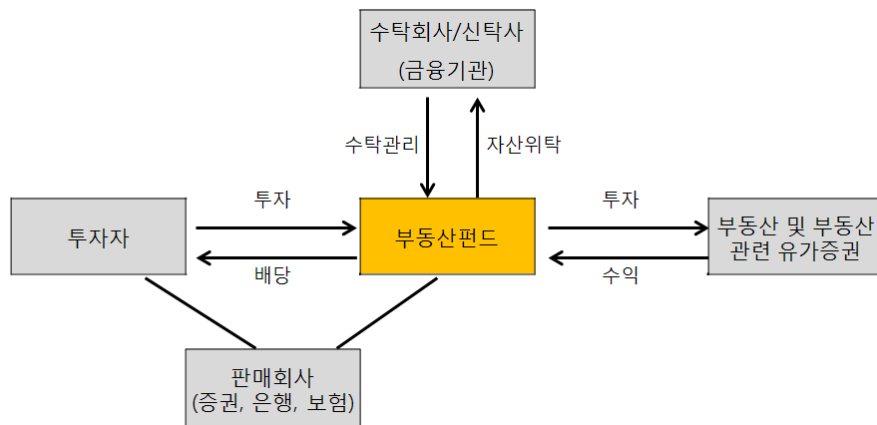
자료: KDI(2012) 업데이트

부동산투자회사(REITs)가 먼저 제도화되었음에도 불구하고 부동산펀드보다 수탁고가 작은 데는 제도적 요인 및 시장 상황이 복합적으로 작용하고 있다. 부동산투자회사 활성화의 가장 중요한 요인은 법인세 감면 혜택이나, 우리나라의 경우 2005년까지는 법인세 면제 혜택이 주어지지 않는 자기관리형리츠만 허용되었다. 지속적인 아파트 가격 상승에 따라 임대형보다 대출형 부동산 펀드로 자금이 집중된 측면이 있었으나, 최근 부동산 침체의 영향으로 임대형 부동산펀드가 증가세이다.

2) 부동산펀드의 구조 및 유형

2004년 도입된 간접투자자산운용법상 부동산펀드의 법적형태는 부동산투자신탁과 부동산투자회사로 분류된다. 2007년 8월 간접투자자산운용법이 폐지되고 이후 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 제정되면서 부동산펀드가 기존의 리츠보다 빠르게 확대되기 시작하였다. 자본시장법에서는 부동산펀드의 법적형태를 부동산투자유한회사, 부동산투자합자회사, 부동산투자익명조합, 부동산투자조합 등으로 다양하게 인정하고 있다.

<그림 IX-7> 부동산펀드의 구조

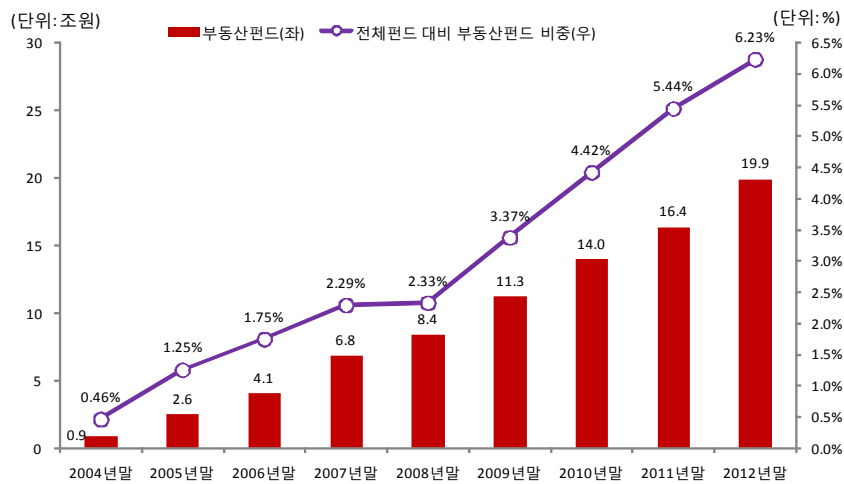


부동산간접투자 영역은 부동산, 금융, 투자, 구조조정 등을 포함하는 종합적인 경제 영역이라 할 수 있다. 부동산시장에 간접투자기구의 도입이 갖는 의미는 기존에 자본이득을 중시하는 투기적 성향이 강했던 부동산시장을 운영수익에 기초한 건전한 투자시장으로 전환함으로써, 국내 부동산업체의 전문화 및 대형화를 통해 국제적 경쟁력을 확보할 수 있다는 점이다.

3) 부동산펀드 현황

2012년말 부동산펀드의 설정 원본은 19조 9,051억원으로 전체 펀드 설정액의 6.2%를 차지하고 있다. 전체펀드 설정액 대비 부동산펀드 비중은 2004년 0.5% 수준에 불과하였으나 2008년을 제외하고 매년 지속적으로 성장하고 있다.

<그림 IX-8> 부동산펀드 설정액 추이



자료: 금융투자협회

현재 우리나라의 부동산펀드는 대부분 사모방식으로 운용되고 있다. 부동산펀드가 도입된 직후부터 2008년 금융위기 전까지 부동산펀드 설정액은 약 7조원 정도였으며, 2012년말 기준으로 19.9조원까지 증가하였다. 이들 대부분은 사모 부동산펀드이며, 이중 공모 부동산펀드는 1조원 정도에 불과하다. 공모 부동산펀드 설정액의 대부분도 리츠에 대한 재간접투자형태이므로 순수하게 운용사가 공모한 자금으로부터 부동산에 직접투자한 금액은 미미하다고 할 수 있다.

<표 IX-20> 공모와 사모 부동산펀드 설정액 현황

(단위: 억원, %)

기준년도	공모 부동산펀드		사모 부동산펀드		부동산펀드 설정액
	설정액	비중	설정액	비중	
2004년	6,211	72.1	2,400	27.9	8,611
2005년	14,510	56.7	11,098	43.3	25,608
2006년	13,392	32.7	27,586	67.3	40,978
2007년	16,581	24.3	51,597	75.7	68,178
2008년	10,474	12.5	73,506	87.5	83,980
2009년	8,290	7.4	104,260	92.6	112,550
2010년	9,131	6.5	131,094	93.5	140,225
2011년	8,425	5.1	155,276	94.9	163,701
2012년	10,481	5.3	188,570	94.7	199,051

자료: 금융투자협회

특히 부동산펀드가 도입된 2004년 이후 사모 부동산펀드의 증가세가 뚜렷하게 나타난다. 도입초기에는 공모 부동산펀드의 설정액이 사모 부동산펀드 보다 3배 가까이 더 높게 나타났으나, 2006년부터는 사모 부동산펀드의 설정액이 급증한 것으로 파악된다.

공모 부동산펀드는 2007년말 이후부터 금융위기 등의 영향으로 일반 투자자들의 부동산펀드 환매가 있었던 것으로 보이는 반면, 사모 부동산펀드는 2004년 도입 이후 지속적으로 설정액이 증가하고 있다. 금융위기가 있었던 2008년에도 설정액은 증가한 것으로 조사되었다.

2006년 이후 부동산펀드의 해외투자비중이 증가하고 있으나 여전히 국내투자비중이 매우 높은 수준이다. 2006년말 국내투자비중은 92.9%, 해외투자비중은 7.1%였으나, 2012년말 국내투자비중이 79.5%, 해외투자비중이 20.5%를 차지하고 있다.

<표 IX-21> 부동산펀드의 국내와 해외 투자 설정액 현황

(단위: 억원, %)

기준년도	국내		해외		부동산펀드 설정액
	설정액	비중	설정액	비중	
2004년	8,611	100.0	-	-	8,611
2005년	25,608	100.0	-	-	25,608
2006년	38,078	92.9	2,900	7.1	40,978
2007년	56,315	82.6	11,863	17.4	68,178
2008년	66,430	79.1	17,550	20.9	83,980
2009년	92,019	81.8	20,531	18.2	112,550
2010년	111,858	79.8	28,367	20.2	140,225
2011년	132,505	80.9	31,196	19.1	163,701
2012년	158,261	79.5	40,790	20.5	199,051

자료: 금융투자협회

부동산펀드의 사무수탁 관리회사 현황을 살펴보면, 전문사무수탁사의 비중이 90% 이상을 차지하고 있다. 2012년말 기준으로 부동산펀드는 전문사무수탁사가 18.0조원(90.46%), 은행계열이 1.9조원(9.54%)를 차지하는 것으로 조사된다. 특히, 공모 부동산펀드는 99.68%가 전문사무수탁회사로 매우 높은 비중을 차지하고 있으며, 은행은 0.32% 수준에 불과하다. 사모 부동산펀드 역시 전문사무수탁회사의 비중이 89.95%, 은행은 10.05%로 공모 부동산펀드에 비해 사무관리회사의 은행 비중이 높게 나타난다.

<표 IX-22> 부동산펀드의 사무수탁관리회사별 설정액 현황

(단위: 억원, %)

	전문사무수탁회사		은행		기타		부동산 펀드
	설정액	비중	설정액	비중	설정액	비중	
공모	10,477	99.68	34	0.32	-	-	10,481
사모	169,912	89.95	18,958	10.05	-	-	188,570
합계	180,389	90.46	18,992	9.54	-	-	199,051

주 : 기간은 2012년말 기준
 자료: 금융투자협회

부동산펀드의 펀드규모별 현황을 보면, 부동산 관련 자산에 투자하여 수익을 내는 목적으로 1,000억원~5,000억원 펀드 유형에 투자규모가 가장 높게 나타난다. 2012년말 기준으로 부동산펀드는 10억원 미만에 소규모펀드에 투자규모는 0.04%로 매우 미미하나, 1,000억원~5,000억원 미만 펀드에 투자규모는 54.25%로 설정액의 절반 이상을 차지하고 있다.

<표 IX-23> 부동산펀드의 펀드규모별 설정액 현황

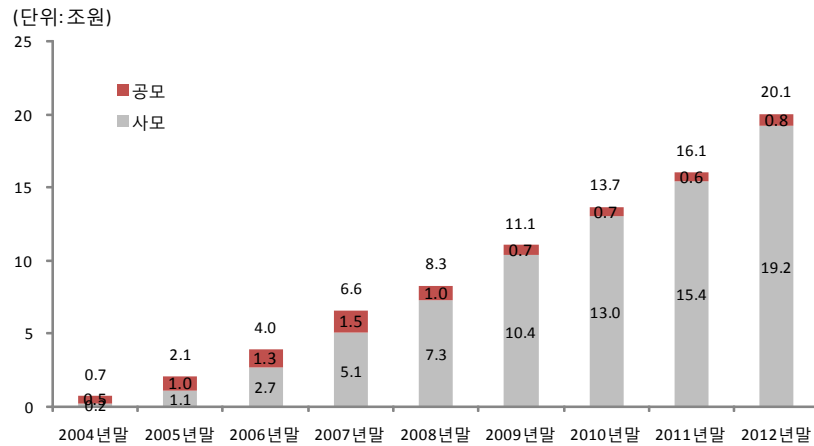
(단위: 억원, %)

	10억 미만	10억~ 100억	100억~ 500억	500억~ 1000억	1000억~ 5000억	5000억~ 1조	1조 이상	합계
공모	2	231	1,063	1,569	7,616	0	0	10,481
사모	77	5,354	41,641	41,131	100,367	0	0	188,570
전체	79	5,585	42,704	42,700	107,983	0	0	199,051
비중	0.04	2.81	21.45	21.45	54.25	0.00	0.00	100.00

주 : 기간은 2012년말 기준
 자료: 금융투자협회

2012년말 부동산펀드의 판매잔고는 20조 594억원으로 전체 펀드 판매잔고의 6.73% 수준이다. 공모 부동산펀드의 판매잔고는 2008년 이후 감소추세에 있는 반면, 사모 부동산펀드는 금융위기 상황(2008년)에서도 오히려 판매잔고가 3.1조원 증가하였다.

<그림 IX-9> 부동산펀드 판매잔고 추이



자료: 금융투자협회

부동산펀드의 고객유형별로는 2012년말 기준으로 펀드 판매잔고는 개인보다 법인의 비중이 95%이상을 차지하고 있다. 전체 펀드 중에서 개인투자자의 비중은 38.08%에 불과하며, 법인투자자의 비중이 61.92%를 기록하고 있다. 특히, 부동산펀드는 개인투자자의 비중이 전체펀드의 비중보다 매우 적은 4.31%를 차지하며, 대부분이 법인투자자의 형태로 판매되고 있다. 2012년말 기준 부동산펀드 판매잔고는 20.1조원이나 이 중에서 개인투자자에 판매된 비중은 4.31%에 불과하다. 반면, 법인투자자에 판매된 비중은 일반법인에 42.35%, 금융기관에 53.35%로 금융기관에 판매된 비중이 매우 높은 편이다.

<표 IX-24> 부동산펀드 판매잔고의 투자자별 비중

(단위: 억원, %)

	개인		법인				판매 잔고
	판매잔고	비중	일반		금융기관		
			판매잔고	비중	판매잔고	비중	
공모	5,910	71.02	430	5.53	1,952	23.46	8,322
사모	2,731	1.42	84,483	43.94	105,058	54.64	192,272
합계	8,641	4.31	84,943	42.35	107,010	53.35	200,594

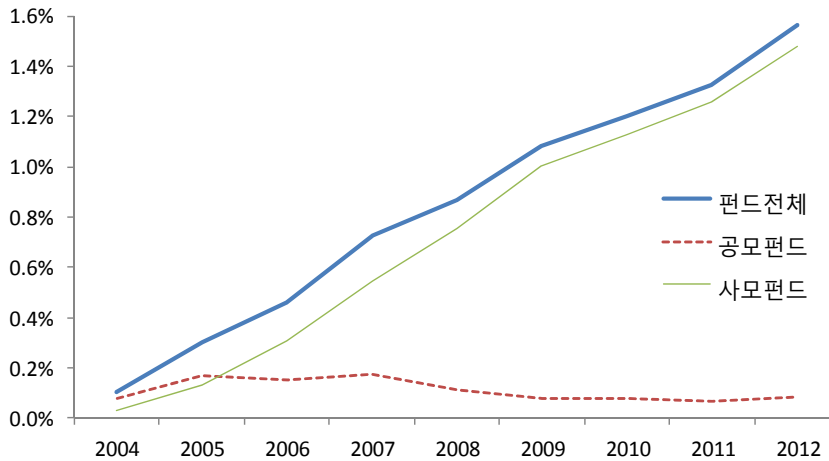
주 : 기간은 2012년말 기준

자료: 금융투자협회

4) 부동산펀드 중장기 전망

앞서 살펴본 현황 및 과거 추세 자료를 바탕으로 전체 부동산펀드를 사모펀드와 공모펀드로 나누어 중장기 전망치를 도출하고자 한다. 부동산펀드 규모 전망은 다른 자산의 중장기 전망과 유사하게 GDP에서 차지하는 비중을 고려하여 top-down 방식으로 추정한다.

<그림 IX-10> 명목GDP 대비 국내 부동산펀드 비중 추이



주: 순자산 기준

먼저 공모펀드의 경우 GDP에서 차지하는 비중이 2007년까지는 0.15% 수준까지 증가하였으나, 금융위기를 지나면서 지속적으로 축소되어 0.08% 수준으로 정체되어 있는 상황이다. 부동산 관련 연구기관 및 전문가 의견을 감안할 때 적어도 중장기 전망에서 공모펀드의 획기적인 비중 확대를 기대하기는 어려운 상황임을 감안하여, 부동산 공모펀드는 GDP 대비 0.08% 수준에서 정체되는 것으로 추정하였다.

그에 비하여 사모펀드는 기관투자자의 대체투자 비중 확대 등에 기인하여 지속적으로 투자 비중이 증가하고 있는 상황이다. 그에 따라 GDP 대비 투자 비중 역시 2004년도 0.03%수준에서 2012년도에는 1.48% 까지 빠르게 증가하여 전체 부동산투자의 대부분을 차지하고 있다. 사모펀드의 증가세는 대단히 안정적인 것으로 나타나므로, GDP 대비 비중의 증가 속도가 연간 15%에 이르는 것으로 추정되었다.

<표 IX-25> 부동산펀드 중장기 시장 규모 전망

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
공모펀드	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
사모펀드	18.9	22.7	27.5	33.3	40.2	48.7	58.9	71.2	86.0
부동산펀드	19.9	23.7	28.6	34.5	41.4	50.0	60.3	72.6	87.6

주 : 순자산 기준
 자료: 금융투자협회

이상의 결과를 종합하여 국내 부동산펀드의 중장기 시장 규모를 전망하면 <표 IX-25>와 같다. 순자산 기준으로 2012년말 20조원 규모인 부동산펀드 시장은 2020년에 약 87.6조원까지 성장할 것으로 전망되며, 향후 획기적인 공모펀드 활성화 대책이 나오지 않는 한 부동산펀드가 대부분이 사모 형태로 투자될 것으로 예상된다.

5) 시사점 및 정책제언

가) 임대소득 위주의 부동산 투자로 재편

고령화사회의 진입 및 이에 따른 경제의 지속적인 저성장 국면 등으로 인하여 부동산 시장에서 수익의 원천은 자본소득에서 임대소득으로 빠르게 이동하고 있다. 이러한 임대소득 추구 양상은 기존의 임대형 투자부동산(오피스 빌딩 등) 외에 주택시장에서도 동일하게 나타나고 있다. 부동산 개발사업이 주된 투자대상인 대출형 펀드의 경우 2008년 금융위기 이전까지는 8.2%의 비교적 높은 수익률을 기록하였으나, 2010년을 기점으로 손실폭이 확대되고 있는 상황이다. 그에 비하여 임대형 부동산펀드의 수익률은 2010년을 제외하고는 비교적 양호한 수익률을 기록하고 있다.

이에 따라 부동산시장의 전반적인 침체에도 불구하고 부동산펀드 규모는 사모투자 중심의 임대형 펀드 위주로 지속적으로 증가하고 있다. 과거 실물부동산에 직접 투자하는 것에 비해 부동산펀드는 비교적 작은 변동성으로 중간 정도의 수익을 추구할 수 있는 저금리 시대에 적합한 투자 상품으로 인식되는 추세이다. 그럼에도 불구하고 부동산펀드 시장에서 공모형 펀드가 활성화되지 못하고 있는 부분은 업계의 과제로 남는다.

나) 공모펀드 활성화 및 펀드 대형화의 필요성

부동산펀드의 도입 목적 중 하나는 오피스 빌딩과 같이 임대 수익을 추구하는 수익형 부동산에 대한 투자를 개인도 손쉽게 접근할 수 있도록 하기 위함이나, 현재 투자자금 모집 형태는 대부분의 경우 기관투자자를 대상으로 하는 사모펀드의 형식이다. 부동산펀드에서 사모형태가 선호되는 이유는 자금모집 절차, 운용제도, 공시제도 등 공모가 사모에 비해 복잡하고 많은 비용을 유발함에도 불구하고 공모펀드에 대한 추가적인 세제 혜택 같은 제도적 장치가 미비하기 때문이다.

부동산 간접투자 제도의 도입 취지를 살려 소액의 일반투자자에 대한 투자 기회를 확대하고, 개인의 투자 자금이 부동산 산업의 안정적인 자금 공급원으로 기능하기 위해서는 공모펀드에 대한 차별적인 혜택이 강구되어야 한다. 앞서 중장기 전망에서 예상한 바와 같이, 공모펀드 활성화에 대한 정부 차원의 획기적인 대책이 마련되지 않는 한, 향후 국내 부동산시장의 98% 이상이 계속해서 사모펀드로 구성될 것으로 전망되기 때문이다.

펀드 운용 측면에서는 부동산펀드가 계속해서 저금리 시대에 유용한 중위험 중수익 특성의 대체투자 상품으로 인식되기 위해서는 보다 철저한

위험관리 체계가 요구된다. 주식 또는 채권과 같은 전통적 투자에 있어서의 위험관리와 유사하게 부동산투자 역시 개별 물건에 대한 과도한 집중을 지양하고 효율적인 투자 포트폴리오를 구축함으로써 개별 위험을 상쇄하고 평균적인 시장 수익을 추구하는 펀드 운용이 가능하기 때문이다.

하지만 개별 물건에 대한 투자 규모가 큰 부동산투자의 특성상 일정 규모의 이상의 포트폴리오를 구축하기 위해서는 펀드 규모가 상당 수준으로 대형화되어야만 한다. 펀드의 수익률 측면에서도 거래발굴(deal sourcing)에 있어 양질의 정보 및 네트워크의 중요성이 강조되는 대체투자의 특성상 대형 펀드가 유리한 구조이다. 따라서 공모펀드를 포함하여 사모형 부동산펀드에 있어서 수익률 제고 및 효율적 위험관리를 위해서 펀드의 대형화는 필수적인 사안이라 하겠다.

다) 경제적 실질이 동일한 집합투자기구 간의 규제 차이

부동산펀드 부동산투자회사(REITs)는 도입 취지와 투자유형이 다르므로 인하여 경제적 실질이 동일한 경우에 있어서도 이원화된 법규제를 받고 있어 규제 차익을 해소하기 위한 제도 통합의 필요성이 지속적으로 제기되고 있다. 물론 이원화된 제도로 인해 상호 경쟁을 통한 상승효과를 기대할 수 있다는 측면도 있다. 제도 초기 부동산펀드가 리츠에 비해 법적형태, 최소자본금 규모, 자금운용범위 및 투자대상, 판매채널 등 여러 면에서 유리한 구조였으나, 이에 대한 반작용으로 리츠는 지속적인 법 개정을 통하여 보다 유연한 구조로 발전해 온 사례가 있기 때문이다.

그럼에도 불구하고 다수 의견은 법체계의 중복으로 인한 관리의 불편함, 투자자의 혼란 및 보호수준의 차이, 사회적 자원배분의 비효율성 등을 이유로 규제법령의 일원화 등 통합된 관리체계 구축의 필요성을 지지하고 있다. 통합의 방향에 있어서는 대체적으로 자본시장법의 규제

내용이 펀드의 운용 및 관리에 적합하다는 주장이 우세한 것으로 관측되나, 한편에선 자본시장법은 증권펀드를 기본으로 상정하고 있기 때문에 특수성이 보다 강조되는 개별법에 의한 부동산투자회사의 특성을 제대로 반영하지 못할 수 있다는 지적이 제기되기도 한다. 결론적으로, 규제체계의 이원화는 투자자에게 혼란을 초래하여 원활한 시장 접근 및 투자 의욕을 감쇄시키는 요인으로 작용하고 있으므로 시장 활성화 측면에서 어떤 식으로든 통합 관리될 필요가 있는 것으로 생각된다.

나. 특별자산펀드

1) 법제도 현황

자본시장법은 펀드의 투자대상을 금융투자상품은 물론이고, ‘재산적 가치 있는 모든 자산’으로 매우 포괄적으로 정의하고 있다. 때문에 금융투자상품인 증권이나 파생상품 외에 실물자산이나 채권리 등이 모두 펀드의 투자대상 자산이 된다. 법적으로 특별자산펀드는 증권이나 부동산이 아닌 자산에 50%이상 투자하는 펀드로 규정하고 있으므로, 특별자산펀드의 투자대상은 그야말로 제한이 없다.

자본시장법상의 특별자산펀드는 舊 간접투자자산운용업법(이하 간투법) 상의 특별자산과는 상당한 차이가 존재한다는 점도 유의할 필요가 있다. 증권형 펀드가 자본시장법에서 포괄적으로 정의됨에 따라 간투법에서 특별자산펀드로 규제되던 출자지분, 수익권, 어음 등이 특별자산펀드에서 배제되고, 간투법에서 실물자산에 투자하는 실물자산펀드가 자본시장법상 특별자산펀드로 분류되어 규제되고 있다.

특별자산펀드는 증권이 아닌 실물자산 등에 주로 투자를 하기 때문에 다른 펀드와 달리, 운용규제나 자산보관 및 평가 등에서 차이가 있다.

운용규제와 관련하여서는 분산투자요건을 적용하기가 사실상 어려우며, 반대로 특별자산에 대한 의무투자비율을 간투법에서는 특별히 정하지 않다가 자본시장법 제정으로 50%를 두고 있다. 또 다른 차이점은 투자 방식인데, 투자대상 물건을 발굴하고 투자는 과정이 일반 증권형 펀드와는 많이 다르다. 소위 '블라인드방식'이기 때문에 자금 모집 후 투자대상 발굴에 어려움을 겪을 뿐만 아니라 전문 운용매니저를 육성하거나, 투자대상을 평가하는데 있어 투명성이 문제가 될 수 있다. 자본시장법은 특히 자산평가에 있어 공정가치에 의한 평가를 규정하고 있는 바, 특별자산펀드가 발전하기 위해서는 공정가치평가에 관한 인프라를 갖추는 것이 중요하다.

특별자산펀드는 개방형 보다는 환매금지형 펀드가 일반적이다. 투자대상의 사업이 종료되기 전에는 투자금의 회수가 어려우므로 중도환매가 허용되지 않는 환매금지형이 펀드의 성격에 부합한다. 자본시장법에서는 환매금지형 펀드로 설정하도록 하는 의무조항은 두고 있지 않지만, 대체로 환매금지형 펀드로 설립을 하고 있다. 이렇다 보니, 특별자산펀드는 대부분 사모방식으로 자금을 모집하며, 사모특별자산펀드에 대해서는 상장해서 유동성을 보장해주는 방안을 권고하고 있다. 물론 일부 개별법상 펀드는 환매금지형 펀드에 대해 상장을 의무화하고 있다.

마지막으로 특별자산펀드는 대출채권 투자가 가능하다. 펀드는 정의상 대출이 금지되기 때문에 직접 대출은 불가능하지만, SOC 펀드 등 특별자산은 대출채권에 대한 투자를 통해 대출과 유사한 자금운용이 가능하다. 그렇다 보니 특별자산펀드에는 은행 등이 특정사업자에게 자금을 대여하고, 거기서 발생한 금전채권을 특별자산펀드에 편입하여 운용하는 경우가 상당 정도 비중을 차지하고 있다.

2) 시장 현황

특별자산펀드는 금융위기 이전에는 시장규모가 미미하였으나 금융위기를 거치고 자본시장법이 시행되면서 동 펀드시장은 빠른 속도로 성장하고 있다. 금융위기 와중에도 2008년에는 전년 대비 29.6% 성장하였으며, 이후 주식시장이 회복되는 장세에서도 높은 성장세를 유지하면서, 2008년 이후부터 2012년까지 특별자산펀드의 시장규모는 연평균 17.4%씩 성장하였다.

특별자산펀드는 대부분 사모방식으로 모집되고 있으며, 사모 비중은 시간이 갈수록 점점 높아지고 있다. 2008년 사모모집은 전체의 75% 였으나, 2012년에는 87%로 비중이 높아졌다. 투자대상의 물리적 특성이나 투자대상자산의 투자책임기간 등을 감안할 때 일반투자자를 상대로 장기투자를 권유하며 공모방식으로 모집하는데는 한계가 있기 때문이다.

<표 IX-26> 특별자산펀드 성장 추이

(단위: 억원, %)

	2008	2009	2010	2011	2012
특자펀드	120,768	131,850	156,901	180,589	217,219
(성장률)	29.6	9.2	19.0	15.1	20.3
공모(비중)	25.0	22.0	18.0	14.0	13.0
사모(비중)	75.0	78.0	82.0	86.0	87.0

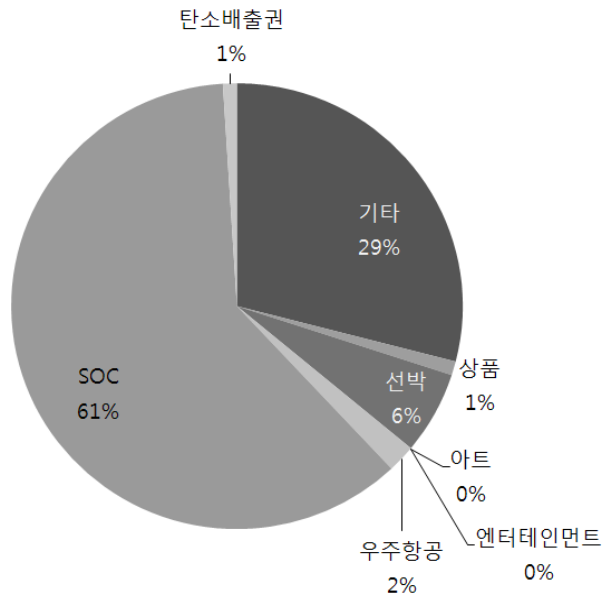
자료: 금융투자협회

한편 2013년 4월말 현재 특별자산펀드 순자산은 24.7조원으로 나타나고 있다. 특별자산을 조금이라도 운용하고 있는 자산운용회사는 40개사로 나타났으며, 운용규모가 1조원 이상인 대형자산운용회사들도 8개사로 나타났다. 그리고 자본시장법 제정 이후 특별자산펀드는 다양한 기초자산에 투자하는 펀드들이 출현하고 있다. 시장 규모가 큰 사회간접자본

(SOC)에 투자하는 펀드부터, 선박, 와인, 부품소재, 우주항공, 탄소배출권, 금전채권 등에 투자하는 특별자산펀드들이 증가하고 있다.

기초자산별로 비중이 가장 큰 특별자산펀드는 SOC 펀드로 금액은 15.1조원, 특별자산펀드 전체의 61%를 차지하고 있다. 그 다음으로 선박펀드가 1.5조원으로 6%를 차지하고 있다. 그리고 기타 상품자산, 아트, 우주항공, 엔터테인먼트, 탄소배출권 등을 기초자산으로 운용하고 있는 것으로 나타났다. 정확하게 분류되지 않은 미분류 기타 자산도 29%로 나타났다.

<그림 IX-11> 기초자산별 특별자산펀드 구성(2013.4)



특별자산펀드의 투자자구성은 주로 법인들이다. 2012년 6월말 기준으로 특별자산펀드 판매액 기준 투자자구성을 보면 법인이 전체 특별자산

펀드 투자자의 94.2%를 차지하고 있고, 개인투자자는 전체의 5.8%를 차지하고 있다. 법인 중에는 금융기관이 75.5%로 대부분을 차지하고, 일반 법인이 18.7%이다. 공사모 비중을 보면, 공모특별자산펀드의 경우 34.4%가 개인이며, 사모특별자산펀드의 경우 전체의 4.5%만이 개인투자자로 나타났다. 공사모시장 모두에서 개인의 비중은 높지 않게 나타났다.

<표 IX-27> 특별자산펀드 투자자 구성(2012.6)

(단위: %)

	공/사모	개인	법 인			합 계
			일반	금융회사	소 계	
특별자산	공 모	34.4	9.3	56.3	65.6	100.0
	사 모	4.5	19.2	76.4	95.5	100.0
	투자비중	5.8	18.7	75.5	94.2	100.0

주 : 판매액 기준
 자료: 금융투자협회

3) 중장기 시장 전망

가) 환경 전망

특별자산펀드는 대체투자를 구성하는 핵심 펀드유형으로 금융위기 이후 가장 주목받는 투자분야이다. 저금리, 안전자산 선호 환경에서 전통 자산인 주식과 채권으로는 장기부채 부담을 가진 기관투자자에게 적정 수익을 보장해주지 못할 뿐만 아니라, 정상적인 금융환경에서와 달리 금융위기 상황에서는 전통자산간에 자산상관관계가 급격하게 높아지는 등 분산투자를 위한 중요한 전제인 자산상관관계가 불안정해지며 전통자산 중심의 자산배분에 대한 근본적인 회의가 야기되었다.

이로 인해 전통적인 자산배분은 비전통자산까지 포함하여 새롭게 자산 배분전략을 구성하는 새로운 자산배분트렌드가 연기금 등 기관투자자들을

중심으로 주목을 받기 시작한 것이다. 더구나, 대체투자자산들은 인플레이션을 헤지할 수 있는 새로운 장기 수단으로 주목을 받기 시작한 것이다. 물론 대체투자는 분야가 매우 다양하고, 전략도 다양해서 하나로 정의하기 어려운 면이 있지만, 위험으로 보면 중위험-중수익을 특징으로 하고 있다.

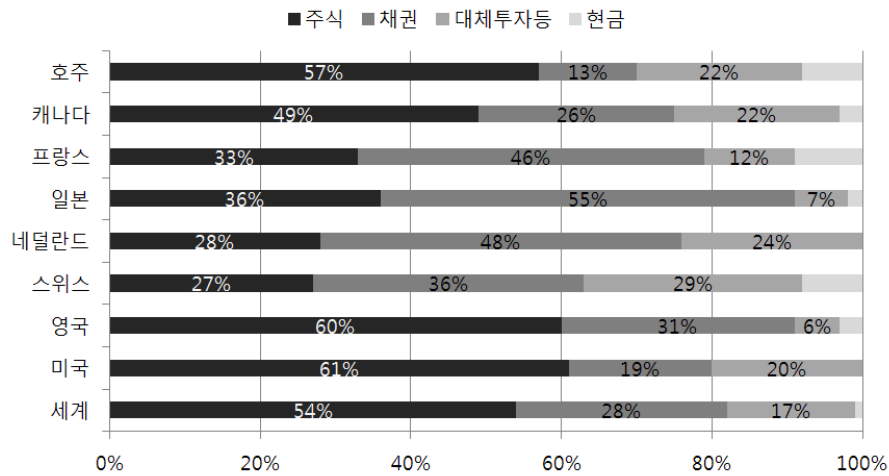
연기금 조사기관인 Towerswatson에 따르면, 글로벌 연기금들은 2000년 이후 주식 비중을 추세적으로 줄이고, 대체투자 비중을 지속적으로 증가시켜 왔다. 연기금 선진 7개국⁷³⁾의 연금 자산배분을 보면, 1995년 대비 2011년 자산배분에서, 주식은 50%에서 42%로 8%p 비중 하락한 반면, 대체투자는 5%에서 20%로 비중이 크게 확대되었다. 2007년 대비로는 금융위기 효과를 반영하는데, 주식은 55%에서 41%로 11%p감소한 반면, 대체투자는 15%에서 20%로 5%p 증가하였다.

전 세계 퇴직연금도 대체투자 비중이 높게 나타나고 있다. OECD에 따르면 전 세계 평균은 전체 자산배분의 17% 정도를 대체투자로 배분하고 있다. 퇴직연금이 발달한 호주는 대체투자자산 배분 비중이 22%로 매우 높고, 미국도 20%를 나타내고 있다.

우리나라도 지난 금융위기 이후 연기금들은 주식에서는 손실을 보기는 했지만, 이를 대체투자 확대를 통해 상당 부분 수익을 만회한 것으로 알려져 있다. 늘어나는 국내 연기금의 자산배분 다변화 차원에서나, 중위험수익에 대한 수요 측면에서 볼 때, 향후 실물자산 등 대체투자시장으로의 기관투자자 자산배분은 지속적으로 증대될 것으로 전망된다.

73) 호주, 일본, 캐나다, 네덜란드, 스위스, 영국, 미국

<그림 IX-12> 주요국 퇴직연금의 자산배분



자료: OECD

나) 규모 전망

이런 흐름 속에 특별자산펀드도 전통자산과 상관관계가 낮은 투자자산으로의 다변화 수요 증가, 중위험자산에 대한 수요 증가 등으로 기관투자자는 물론 개인투자자시장에서 성장을 지속할 것으로 전망된다. 다만, 통계분류상 개인투자자의 대체투자 증가는 주로 접근이 쉬운 증권형 대체투자의 확대에 나타날 것으로 보여, 통계상 잡히는 특별자산펀드시장은 앞으로도 기관중심, 사모펀드중심으로 성장을 지속할 것으로 보인다.

2012년 현재 특별자산펀드는 21.7조원으로 국내 경상GDP의 1.7%, 전체 펀드 310조원의 7%를 나타내고 있으나, 앞으로 2020년에는 특별자산펀드의 순자산규모가 약 100조원에 이를 것으로 전망된다. 이는 2020까지 연평균 성장률이 21%의 성장세를 지속한다는 시나리오로, 향후 공적연기금의 대체투자 흐름이나 퇴직연금의 점진적인 투자다변화 가능성을 감안할 때 가능한 시나리오로 판단된다. 그리고 주로 사모펀드 중심으로

특별자산펀드가 설정될 것으로 보이며, GDP 비중은 2020년에는 4.9%로 증가할 것으로 전망된다.

<표 IX-28> 특별자산펀드 장기전망(순자산 기준)

(단위: 조원, %)

	2012	2013	2014	2015	2020
투자펀드	21.7	26.4	31.9	38.5	100.0
공모	2.8	3.3	3.5	3.7	5.0
사모	18.9	23.1	28.3	34.7	95.0
GDP비중	1.7	2.0	2.2	2.5	4.9

4) 제도 발전 과제

특별자산펀드는 자본시장법 제정 이후 특별한 제도의 변화는 없었다. 그렇지만 대체투자시장이 금융위기 이후 급성장하면서, 그리고 연기금 등 기관투자자들이 대체투자를 수행하고 관리하는 과정에서 중요한 제도 개선 과제들이 구체화되고 있다. 또한 금융위기 이후 금융안정 차원의 논의도 대체투자시장이 절제되고 건전하게 성장하는데 중요한 정책적 시사점을 주고 있다.

첫째, 대체투자의 운용규제이다. 일반투자자 대상 공모펀드의 경우 운용규제가 투자자보호의 중요 수단일 수 있지만, 사모펀드의 운용의 자율성을 높여주는 것이 필요하다. 대체투자는 주로 사모펀드이기 때문에 대체투자펀드의 운용 자율성을 최대한 보장하여 사모펀드를 사모펀드답게 운용하도록 해야 한다는 것이 역설적이게도 금융위기 이후에도 변함 없는 사모펀드 규제 흐름이다. 특히, 투자운용에 대한 엄격한 규제로 새로운 자산배분이나 투자전략의 융합이 제약된다면 자산운용상품의 혁신은 그 만큼 더딜 것이다.

이런 점에서 특별자산펀드와 부동산펀드는 전문 운용업자의 인가단위부터 펀드 운용에서 특별자산과 부동산을 자유롭게 필요에 따라 편입할 수 있도록 운용규제를 완화해 줄 필요가 있다. 현재 자본시장법은 부동산펀드에 대해 투자대상을 임대형 부동산 투자, 부동산 개발사업에 대한 대출 등으로 국한하고 있으며, 특별자산펀드에 대해서는 부동산관련 투자(소유)를 금지하고 있다.

이로 인해 부동산전문운용사의 경우 부동산 개발 후 운영권을 확보한 후, 이를 통하여 수익을 창출할 수 있는 수익모델을 갖지 못하며, 특별자산펀드를 운용하는 자산운용회사의 경우에도 반대로 부동산으로부터의 운영권을 효율적으로 활용하기 위해서라도 부동산에 대한 일정한 투자가 불가피한데, 이를 향유하지 못하고 있다. 부동산과 특별자산은 일종의 결합생산물인데도 경영을 하지 못하도록 하고 있는 것이다.

이처럼 인가단위의 지나친 세분이 시장의 혁신이나 결합생산물의 생산 촉진을 제약하지 않도록 인가단위를 결합하거나 단종이 아닌 복수로 인가단위를 획득할 수 있도록 하거나, 아니면, 부동산펀드와 특별자산펀드를 구분하는 자본시장법을 개정하여, 두 펀드 단위를 통합하는 것이 바람직하다. 다행히, 2013년말 정부의 사모펀드제도개편 방안에는 이런 정책방향이 구체화되어 있다. 사모부동산펀드, 사모특별자산펀드, 사모헤지펀드 간의 칸막이를 완전히 제거한 것이다. 이로써 대체투자펀드는 전문투자용 사모펀드라는 하나의 규제 틀 안에서 통합 운용을 통한 혁신과 융합이 가능해졌다.

둘째, 앞서 언급한 바와 같이 특별자산펀드의 운용규제는 과감하게 자율화하거나 통합하는 대신, 그 운용업자에 대해서는 규제를 강화하고 공시 혹은 보고의무를 강화할 필요가 있다. 대체투자는 투자대상 자산의 특수성으로 인해 운용 및 관리 단계에서의 정보비대칭과 대리인문제가 주식형펀드 등 일반펀드에 비해 더 클 수 있다. 따라서 투자대상의 자산

특성을 감안하여 투자위험 등에 대한 차별화된 보고요건을 부과하여 위험요인을 상시적으로 감독할 수 있어야 한다.

셋째, 특별자산펀드와 관련하여 자본시장법에서 규율하지 않는 개별법상 펀드의 규제를 강화하고 자본시장법상 특별자산펀드와 동질적인 규제 플랫폼을 마련해야 한다. 두 이질적인 대체투자시장이 존재함에 따라 규제가 약한 개별법상 펀드로의쏠림이 나타나거나 금융사고가 발생하는 등 공정경쟁과 투자자보호 측면에서 개별법상 펀드시장의 성장이 다소의 부작용을 만들어내고 있기 때문이다. 이 같은 부작용이 심화될 경우 개별법상 펀드가 갖는 고유한 목적인 펀드를 통한 산업정책의 수행 기능에도 부담으로 작용할 수 있다.

유럽의 경우도 금융위기 이전에는 대체투자를 규율하는 규제체계가 여러 법령에 흩어져 있는 분산된 구조를 갖고 있었다. 그러나 금융위기로 금융안정의 중요성이 규제목적에 반영되면서 대체투자에 대한 통합적인 규율이 강조되고 있다. 유럽의 AIFMD는 유럽 각 국가에서 자율적으로 이루어지던 대체투자, 사모펀드에 대한 규제체계를 유럽단위에서 통합하는 대표적인 입법이다.

마지막으로 가치평가인프라를 정비하여야 한다. 시장가격이 존재하지 않는 대체투자의 경우 가치평가의 신뢰성은 시장의 신뢰와 직결된다. 따라서 가치평가의 전문성은 물론, 가치평가 프로세스의 객관성과 신뢰성이 강화될 필요가 있다. 대체투자 가치평가 시 투자자와 이해상충 가능성을 사전에 규율할 수 있도록 대체투자 가치평가 전문회사에 대한 감독, 대체투자 가치평가회사 선정과정의 이해상충 관리, 대체투자 가치평가회사의 내부통제제도 등에 대한 제도 개선이 필요할 것으로 보인다.

X. 일임시장

1. 운용주체 및 투자주체 현황
2. 연기금의 일임투자 규모
3. 보험업의 일임투자 규모
4. 전체 일임시장 규모 전망
5. 시사점 및 정책제언

X. 일임시장

1. 운용주체 및 투자주체 현황

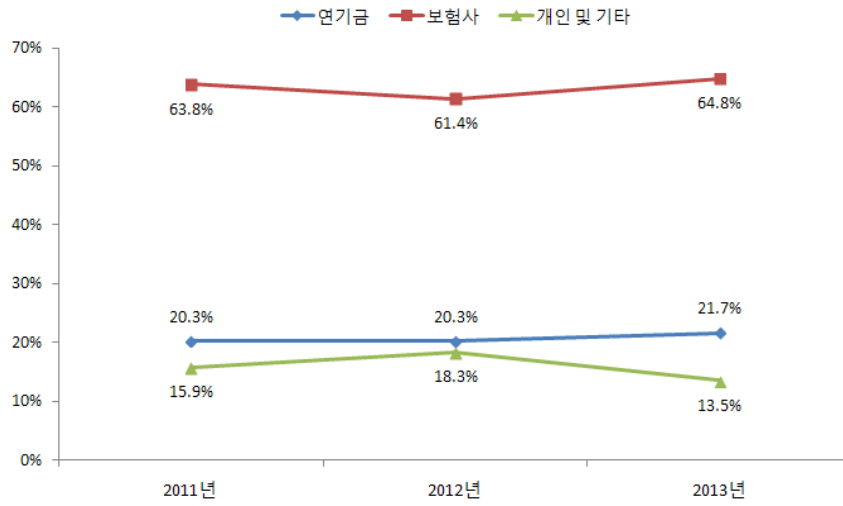
전체 일임시장은 운용주체 및 투자주체의 행렬(matrix)로 분류할 수 있다. 일임자산에 대한 운용주체는 크게 자산운용회사와 증권회사, 그리고 기타(자문회사)로 분류할 수 있으며, 일임시장에 대한 투자 주체는 크게 연기금, 보험업(생명보험 및 손해보험의 일반계정과 특별계정), 그리고 개인을 포함한 기타로 분류할 수 있다.

일임시장 현황 분석에 있어 가장 어려운 점은 일임투자의 특성상 공신력 있는 집계자료(aggregate data)가 거의 제공되지 않는다는 점이다. 특히 일임시장의 최대 투자 주체인 보험업의 경우 보유 증권의 운용 형태⁷⁴⁾에 대하여 협회 차원에서뿐만 아니라 개별 보험회사 단위에서도 공개된 정보를 제공하지 않고 있다. 이러한 현실적 어려움으로 인하여, 이 보고서에서는 금융감독원이 내부적으로 관리하고 있는 일임시장 현황 자료를 기초로 현황 분석 및 전망 작업을 진행하였다.

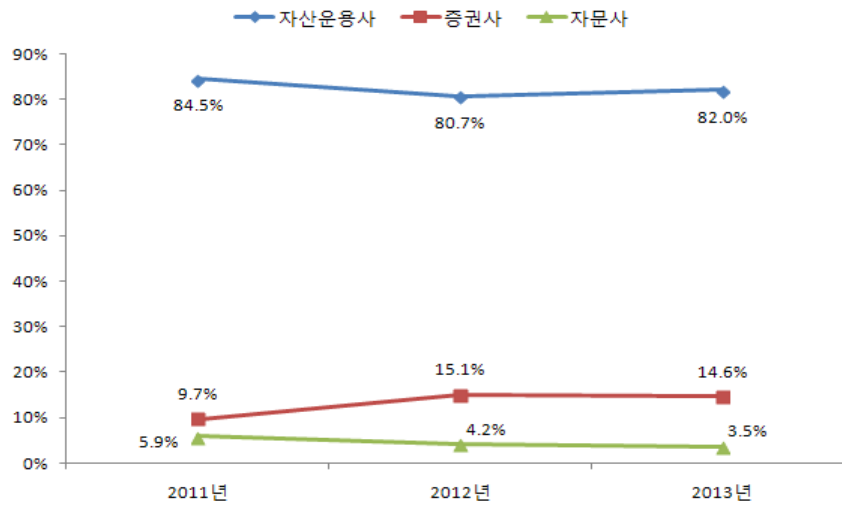
금융감독원의 집계에 따르면 2013년 3월말 현재 전체 일임시장 규모는 351조원 규모로 추산된다. 운용주체별로는 자산운용회사가 287조원으로 전체의 82.0%를 차지하고 있으며, 다음으로 증권회사가 51조원(14.6%) 규모이다. 자문사는 12조원(3.5%) 수준으로, 전체 일임시장의 운용주체로 참여하는 비중은 지속적으로 축소되고 있는 양상이다.

74) 내부 직접운용 또는 외부 위탁운용 여부를 알 수 없으며, 위탁운용의 경우에도 수익증권 형태의 위탁인지 아니면 일임위탁인지 알 수 없다.

<그림 X-1> 투자주체별 일임자산 비중 추이



<그림 X-2> 운용주체별 일임자산 비중 추이



투자주체별로는 보험회사 일반계정이 143조원 규모로 40.7%의 가장 높은 비중을 차지하고 있으며 보험회사 특별계정이 81조원으로 23.2% 비중을 기록하여 전체적으로 보험회사의 일임자산이 224조원 규모로 전체 일임시장의 63.8%를 점유하고 있다. 그에 비하여 연기금은 71조원 (20.3%) 규모로 보험업에 비하여 일임시장에서 차지하는 비중은 상대적으로 낮은 편이다.

<표 X-1> 일임자산의 운용주체별 및 투자주체별 현황

(단위: 억원)

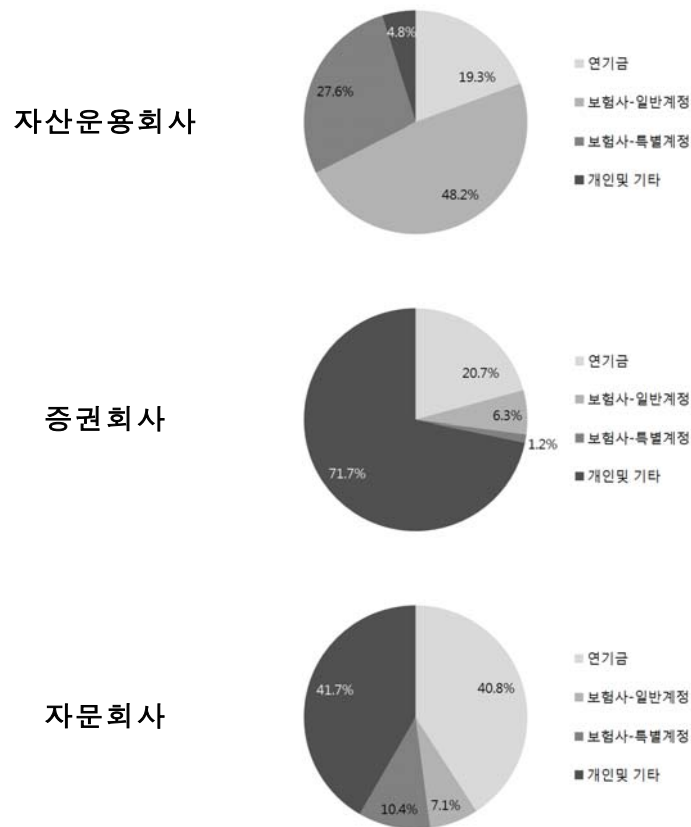
	연기금 ¹⁾	보험회사 ¹⁾		개인 및 기타 ¹⁾	합 계 ²⁾
		일반계정	특별계정		
자산운용회사	556,143 (19.3%)	1,385,315 (48.2%)	793,562 (27.6%)	139,376 (4.8%)	2,874,396 (82.0%)
증권회사	106,041 (20.7%)	32,345 (6.3%)	6,117 (1.2%)	366,680 (71.7%)	511,183 (14.6%)
자문사	49,447 (40.8%)	8,554 (7.1%)	12,636 (10.4%)	50,434 (41.7%)	121,071 (3.5%)
자산운용업 전체	711,631 (20.3%)	1,426,214 (40.7%)	812,315 (23.2%)	556,490 (15.9%)	3,506,650 (100.0%)

주 : 1) 투자주체별 비중은 각 운용주체에 합에서 각 투자자산이 차지하는 비중을 의미하며, 기타에는 금융투자업자, 은행, 중급사 등이 포함됨
2) 합계에 비중은 각 운용주체가 자산운용업 전체에서 차지하는 비중을 의미함
자료: 금융감독원 (2013)

운용주체별로 투자자 구성을 분석해 보면 보다 의미 있는 해석을 할 수 있다. 자산운용회사의 경우 보험회사(75.8%)와 연기금(19.3%)이 전체 일임자산의 95.2%를 차지하고 있으나, 증권회사의 경우 개인 및 기타가 전체의 71.7%를 차지하고 있다. 증권회사에서 운용하는 보험회사 일임자산은 8%에도 미치지 않는 것으로 파악된다. 자문사는 전반적으로 자산운용회사와 유사한 행태를 보이고 있으나, 상대적으로 연기금의 투자

비중이 크게 나타나며 보험업권의 자문사 투자 비중은 매우 낮은 것으로 파악된다.

<그림 X-3> 운용주체별 일임자산 투자자 구성



자료: 금융감독원(2013)

결과적으로 전체 일임시장 전망에 가장 큰 영향을 미치는 요인은 자산 운용회사에서 운용하는 연기금 및 보험, 특히 보험회사의 위탁자산이라

할 수 있다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이 보험업계의 일임 위탁에 관한 집계자료(aggregate data)가 워낙에 부족한 관계로, 국내 일임시장의 현황 파악 및 향후 전망 작업에 있어 큰 걸림돌로 작용하고 있다.

2. 연기금의 일임투자 규모

2013년 3월말 기준으로 국민연금기금의 국내 주식 위탁금액은 37조 원, 채권 위탁금액은 25.3조원으로 전체 일임위탁 자산 규모는 62.3조원에 달한다. 이는 전체 일임시장에서 연기금의 투자금액인 71.2조원의 88%에 해당하는 비중으로, 연기금에 의한 일임투자는 대부분 국민연금기금의 외부 위탁운용에 의존하고 있음을 알 수 있다. 여기에 사학연금과 공무원연금의 위탁금액까지 합산하면 총 위탁금액은 65.6조원으로 전체 연기금 일임규모의 92%를 차지하고 있다. 따라서 앞서 공적연기금의 중장기자산배분을 바탕으로 전망한 국내 연기금의 향후 운용규모를 기준으로 연기금의 일임투자 규모를 추산하도록 한다.

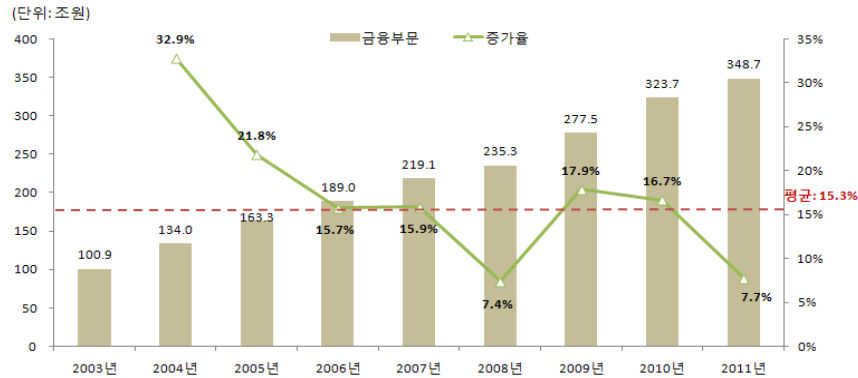
국민연금기금 적립금은 2012년말 현재 392조원 규모이며, 2003년 이후 연평균 15.3%의 성장세를 기록하고 있다.

<표 X-2> 국민연금기금 적립금 추이 및 증가율

(단위: 조원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균
적립금	163.3	189.0	219.1	235.3	277.5	323.7	348.7	391.6	221.3
증가율	21.8	15.7	15.9	7.4	17.9	16.7	7.7	12.3	15.3

<그림 X-4> 적립금 추이 및 증가율



자료: 국민연금공단

국민연금을 포함하여 대형 공적연기금의 경우 자산의 외부 위탁을 수익증권이 아닌 일임투자 형태로 집행하는 것으로 알려져 있다. 따라서 국민연금을 비롯한 연기금의 일임투자 규모에 대한 중장기 예측은 앞서 분석한 공적연기금의 국내 위탁투자 규모에 대한 전망을 중복해서 사용 하도록 한다.

<표 X-3> 연기금의 일임 투자 규모 전망

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
공적연기금	406.6	447.2	478.4	512.3	558.6	600.1	648.1	695.4	751.2
국내주식	76.8	85.1	93.0	101.8	113.5	121.9	131.7	141.4	152.8
주식위탁	37.4	41.8	46.0	50.6	56.6	61.1	66.2	71.3	77.4
국내채권	242.7	260.1	264.2	267.6	276.1	296.4	320.1	343.3	370.7
채권위탁	26.2	28.0	28.5	28.8	29.7	31.9	34.4	36.9	39.9
총위탁금액	63.6	69.8	74.4	79.4	86.3	92.9	100.6	108.2	117.2
일임 규모	69.1	75.9	80.9	86.3	93.8	101.0	109.3	117.6	127.4

자료: 국민연금공단, 사립학교교직원연금공단, 공무원연금공단

3. 보험업의 일임투자 규모

보험업은 크게 생명보험과 손해보험으로 구분되며, 운용 자산의 속성상 중장기 자산배분을 바탕으로 자산운용시장에 크게 영향을 미치는 업종은 생명보험업인 것으로 알려져 있다. 따라서 생명보험회사를 중심으로 향후 시장 규모를 전망하고 최종 결과에서 손해보험업의 상대적 규모를 감안하여 전체 일임투자 규모를 보정하도록 한다. 보험회사의 자산 운용은 크게 일반계정과 특별계정이 상이한 양상을 나타내므로 각각에 대한 일임투자 규모를 추정하여 이를 합산하는 방식을 취하도록 한다.

2013년 3월말 현재 생명보험회사의 전체 운용자산 규모는 541.8조원으로 여기에는 일반계정의 운용자산이 445.9조원, 특별계정이 95.9조원을 차지하고 있다. 일반계정의 경우 전체 운용자산에서 평균 25%가 일임투자 형태로 외부에 위탁 운용되고 있는데 비하여 특별계정은 운용자산의 80%가 일임 형태로 위탁 운용되는 것으로 알려져 있다. 일반계정 및 특별계정의 운용 자산 규모에 대한 전망은 앞서 보험업에서의 결과를 차용하도록 한다.

보험업 중장기 전망에서는 보험업이 2008년 금융위기를 포함하는 최근 5년간의 연평균 성장세 정도는 지속해서 유지할 수 있을 것이라는 중립적 가정⁷⁵⁾과 함께 보험산업이 경제성장률 정도로 급격히 하락할 수 있다는 비관적 가정⁷⁶⁾을 함께 제시하고 있으므로 본 일임투자 중장기 규모 전망에서도 시나리오별 전망을 동일하게 준용하도록 한다.

75) 중립적 가정에서는 보험업 일반계정의 경우 13.5%, 특별계정은 13.1%의 성장세가 적용된다.

76) 비관적 가정에서는 일반계정과 특별계정 모두 6.0% 성장세를 적용한다.

이러한 방법론 하에서 생명보험회사와 손해보험회사의 일임투자 규모에 대한 시뮬레이션 결과는 다음과 같다. 국내 보험산업이 최소한 경제성장률 정도로는 성장할 것이라고 가정한 비관적 전망 하에서 2020년에 생명보험회사의 일임액은 302조원으로 추정되며, 손해보험을 포함한 보험업 전체의 일임 규모는 351조원으로 전망된다. 이는 2020년 시점에서 국내총생산(GDP)의 17%에 해당하는 규모이다. 다만 이 보고서의 전망 시계가 장기가 아닌 7년 중기인 점을 감안할 때, 이러한 중기 기준 내에서 현재 보험업의 성장세가 갑자기 경제성장률 정도로 급감할 것이라는 전망은 다소 현실성이 떨어지는 것으로 판단된다.

<표 X-4> 보험업의 일임투자규모(비관적 전망)

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
생명보험회사	575.7	610.2	646.8	685.7	726.8	770.4	816.6	865.6
일반계정	472.7	501.0	531.1	562.9	596.7	632.5	670.5	710.7
위탁금액	118.2	125.3	132.8	140.7	149.2	158.1	167.6	177.7
특별계정	103.0	109.2	115.8	122.7	130.1	137.9	146.2	154.9
위탁금액	82.8	87.8	93.1	98.7	104.6	110.9	117.5	124.6
생보사 일임	201.0	213.1	225.8	239.4	253.8	269.0	285.1	302.2
전체 일임	233.4	247.4	262.2	278.0	294.7	312.3	331.1	350.9

주: 6% 경제성장률을 가정한 비관적 전망

따라서 보다 현실적인 중기 전망은 보험업이 최근 5년 간 연평균 성장률은 유지한다는 중립적 전망인 것으로 판단된다. 중립적 전망 하에서 생명보험회사의 일임 투자 규모는 516조원까지 확대되며, 손해보험을 포함한 보험업 전체의 일임투자 규모는 약 600조원까지 증가할 것으로 전망된다. 이는 2020년 시점에서 국내총생산(GDP)의 29%에 해당하는 규모이다.

<표 X-5> 보험업의 일임투자규모(중립적 전망)

(단위: 조원)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
생명보험회사	616.0	698.8	792.6	899.0	1019.8	1156.7	1312.0	1488.3
일반계정	506.1	574.4	652.0	740.0	839.9	953.3	1082.0	1228.0
위탁금액	126.5	143.6	163.0	185.0	210.0	238.3	270.5	307.0
특별계정	109.9	124.3	140.6	159.0	179.9	203.4	230.1	260.2
위탁금액	88.4	100.0	113.1	127.9	144.6	163.6	185.0	209.2
생보사 일임	214.9	243.6	276.1	312.9	354.6	401.9	455.5	516.2
전체 일임	249.5	282.8	320.5	363.3	411.7	466.7	528.9	599.4

주: 최근 5년 간 평균성장률을 가정하여 일반계정은 13.5%, 특별계정은 13.1% 성장률을 적용한 중립적 전망

4. 전체 일임시장 규모 전망

앞서 언급한 바와 같이 일임투자의 특성상 정확한 집계자료의 부족으로 인하여 일임시장 규모를 정교하게 전망하기는 대단히 어렵다. 따라서 이 보고서에서는 다소 거칠기는 하나 전체 일임시장의 대표적인 투자 주체별로 각각 중장기 전망을 수행한 다음 이를 적절히 보정하여 전체 일임시장 규모를 추정하는 상향식 접근(bottom-up approach)을 채택하도록 한다.

먼저 연기금의 일임시장 규모는 앞서 연기금 파트에서 전망한 공적 연기금(public pension fund)의 전망치를 활용하여 이를 전체 연기금 규모로 보정하도록 한다. 추정 결과 국민연금, 사학연금, 공무원연금으로 대표되는 우리나라 공적연기금의 일임자산 규모는 전체 연기금의 92%를 차지하는 것으로 나타났다. 따라서 공적연기금의 일임자산 규모에 이 비중을 보정하여 최종적으로 우리나라 전체 연기금이 일임위탁하고 있는 자산 규모를 추정하였다.

보험업의 경우 생명보험회사를 중심으로 비관적 전망과 중립적 전망 2개의 시나리오에 대하여 일반계정과 특별계정으로 나누어 각각의 일임 투자 규모를 전망한 다음 손해보험의 상대적 규모로 보정하여 전체 보험 일임 규모를 산출하였다. 개인 및 기타 부문 역시 전체 시장에서 차지하는 비중이 현재와 같이 19% 수준에서 유지될 것이라는 가정 하에 전체 전망치를 보정하였다. 이상의 가정을 바탕으로 추산한 자산운용시장의 일임투자 규모 전망은 다음과 같다.

<표 X-6> 자산운용 일임시장 규모(비관적 전망)

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
연기금(A)	69.1	75.9	80.9	86.3	93.8	101.0	109.3	117.6	127.4
공적연기금	63.6	69.8	74.4	79.4	86.3	92.9	100.6	108.2	117.2
국민연금	60.3	66.1	70.5	75.1	81.5	87.7	94.9	101.9	110.3
사학연금	2.3	2.7	2.9	3.2	3.7	4.2	4.7	5.2	5.8
공무원연금	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
보험업(B)	198.9	233.4	247.4	262.2	278.0	294.7	312.3	331.1	350.9
생명보험	171.3	201.0	213.1	225.8	239.4	253.8	269.0	285.1	302.2
일반계정	90.5	118.2	125.3	132.8	140.7	149.2	158.1	167.6	177.7
특별계정	80.8	82.8	87.8	93.1	98.7	104.6	110.9	117.5	124.6
기타(C)	63.3	73.0	77.5	82.3	87.8	93.4	99.6	105.9	112.9
총시장규모(A+B+C)	331.3	382.3	405.8	430.8	459.6	489.1	521.3	554.7	591.3
GDP비중	26.0%	28.4%	28.3%	28.3%	28.4%	28.5%	28.5%	28.6%	28.7%

주: 보험업 전망에 있어 6.0% 경제성장률을 가정함

<표 X-7> 자산운용 일임시장 규모(중립적 전망)

(단위: 조원)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
연기금(A)	69.1	75.9	80.9	86.3	93.8	101.0	109.3	117.6	127.4
공적연기금	63.6	69.8	74.4	79.4	86.3	92.9	100.6	108.2	117.2
국민연금	60.3	66.1	70.5	75.1	81.5	87.7	94.9	101.9	110.3
사학연금	2.3	2.7	2.9	3.2	3.7	4.2	4.7	5.2	5.8
공무원연금	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
보험업(B)	198.9	249.5	282.8	320.5	363.3	411.7	466.7	528.9	599.4
생명보험	171.3	214.9	243.6	276.1	312.9	354.6	401.9	455.5	516.2
일반계정	90.5	126.5	143.6	163.0	185.0	210.0	238.3	270.5	307.0
특별계정	80.8	88.4	100.0	113.1	127.9	144.6	163.6	185.0	209.2
기타(C)	63.3	76.8	85.9	96.0	107.9	121.1	136.0	152.6	171.6
총시장규모(A+B+C)	331.3	402.3	449.6	502.9	565.0	633.8	712.0	799.2	898.5
GDP비중	26.0%	29.9%	31.3%	33.0%	35.0%	36.9%	39.0%	41.2%	43.6%

주: 보험업 전망에 있어 최근 5년 간 평균성장률을 가정함(일반계정 13.5%, 특별계정 13.1%)

5. 시사점 및 정책제언

이상의 시장 전망은 최근 빠르게 증가하고 있는 일임시장 증가 추세를 감안할 때 가능한 보수적으로 추정된 결과로 해석할 수 있다. 상향식 방식으로 전망한 결과, 특히 일임시장의 투자 주체로서 가장 큰 비중을 차지하는 보험업의 향후 시장 전망을 최근 5년 간 연평균 성장률로 가정하여 중립적으로 전망하는 경우 2020년에 전체 일임시장 규모는 약 900조원 규모로 추산된다.

이는 2020년 시점에 예상되는 명목GDP 대비 44%에 가까운 수준으로 2012년말 현재 국내 자산운용산업의 일임시장 규모가 명목GDP 대비

26% 정도인 점을 감안할 때, 국내 거시경제에서 일임시장이 차지하는 비중은 지금보다 크게 증가함을 의미한다. 따라서 자산운용 시장의 활성화 및 정책 감독의 역량 역시 연기금 및 보험업으로 대표되는 일임시장 분야에 보다 집중될 필요가 있을 것으로 생각된다. 특히 주식시장에서 일임투자가 증가함에 따라 연기금의 주주권 강화에 관련된 논란 역시 비례적으로 점증할 것으로 예상된다. 한편 정교한 감독 체계 및 정책 대안은 그에 상응하는 시장 통계에 기반을 두므로, 앞서 언급한 바와 같이 특히 보험업을 중심으로 하는 자산운용 분야 전반에 대한 집계자료의 구축 및 관리의 중요성이 보다 강조될 필요가 있을 것이다.

XI. 금전신탁시장

1. 개요
2. 현황 및 특성
3. 시장전망
4. 제도개선 과제

XI. 금전신탁시장

1. 개요

우리나라 신탁시장은 1961년 신탁법과 신탁업법이 도입되며 형성되었지만, 초기 신탁업법은 금융회사가 고객의 자산을 보관·관리해주는 보관신탁 성격이 매우 강했기 때문에, 자산운용시장에서 편리하게 사용할 수 있는 자산운용기구(vehicle)는 아니었다. 자산운용기구로서 신탁계약이 경제적으로 의미를 갖게 된 것은 2004년 간접투자자산운용업법의 제정으로 불특정금전신탁을 간접투자기구로 규정하고, 이후 2009년 자본시장법이 시행되고 증권회사가 신탁을 활용한 자산운용서비스의 가능성을 확인하면서부터라고 할 수 있다.

그리고 증권회사 등 금융회사들이 신탁계약을 자산운용기구로 활용하는 신탁은 금전의 보관, 운용, 관리를 해주는 금전신탁이 주를 이루게 됨에 따라 2009년 이후 신탁시장은 재산신탁보다는 금전신탁이 빠른 속도로 성장하고 있다.

2012년말 현재 전체 신탁재산은 438.5조원으로 이중 금전신탁이 213조원, 재산신탁이 225조원을 기록하고 있다. 금전신탁 중에는 불특정금전신탁이 2004년부터 간접투자자로 분류되며 신규 수탁이 됨에 따라 수탁고는 지속 감소하는 상황인 반면, 특정금전신탁은 2009년 이후 3년만에 거의 두 배가 증가한 199.8조원을 기록하고 있다. 재산신탁은 11개의 전업신탁사가 있는 부동산신탁이 주를 이루고 있으며, 금전채권신탁도 최근 빠른 증가세를 보이고 있다.

<표 XI-1> 국내 신탁시장 현황

(단위: 조원)

		2003	2009	2010	2011	2012
금전 신탁	불특정	30.8	16.7	15.8	13.8	13.2
	특 정	27.4	101.8	123.1	156.0	199.8
	(퇴직연금)	0.0	8.5	18.7	32.1	44.5
	소 계	58.1	118.6	138.9	169.8	213.0
재산 신탁	금전채권	62.1	46.1	51.2	54.7	66.6
	부동산신탁	29.2	156.7	175.7	179.2	151.9
	유가증권	4.3	8.2	4.7	5.3	7.0
	소 계	95.6	210.9	231.6	239.2	225.5
기타	담보부사채 등	0.2	0.4	0.2	0.0	0.0
신탁 계		153.9	330.0	370.7	408.9	438.5

주 : 1) 특정금전신탁에 퇴직연금신탁 포함
 2) 재산신탁: 금전채권, 부동산, 기타 신탁
 자료: 금융위원회

2. 현황 및 특성⁷⁷⁾

가. 기관별 현황 및 특성

특정금전신탁은 2012년말 현재 46개 신탁회사에서 취급을 하고 있다. 이 중에는 은행이 20개사, 증권회사가 21개사, 보험회사가 5개사로 나타났다. 이들의 총수탁고는 퇴직연금신탁을 제외하면 155.3조원으로 나타났다⁷⁸⁾. 시장점유율을 보면 2012년말 현재 증권회사 수탁고가 95.2조원으로 전체수탁고의 61.3%를 차지하며 가장 높은 비중을 차지하고

77) 신탁시장에 대한 자료제약으로 본 절은 금융위원회(2013)를 참조하였다.

78) 퇴직연금은 별도로 시장전망을 하고 있으므로, 본 장에서는 퇴직연금신탁을 제외한 특정금전신탁시장을 살펴보고 전망하기로 하기로 한다.

있다. 다음으로 은행이 전체수탁고의 38.3%로 나타났고, 보험회사는 비중이 0.4%로 신탁비즈니스를 거의 하지 않는 것으로 나타났다.

성장추이를 보면 증권회사의 특정금전신탁 성장세가 2009년 이후 가장 높은 것을 확인할 수 있다. 2009년만해도 증권회사와 은행의 시장점유율은 차이가 거의 없었으나 2011년 이후 증권회사와의 시장점유율 격차가 빠르게 확대되었다.

<표 XI-2> 업권별 특정금전신탁 수탁고 추이

(단위: 조원, %)

	2009	2010	2011	2012
총수탁고	93.4	104.4	123.9	155.3
증권	48.6	54.2	64.4	95.2
은행	44.7	50.0	59.3	59.5
보험	0.1	0.2	0.2	0.6

자료: 금융위원회

나. 상품별 특정금전신탁 현황

특정금전신탁의 상품 구성을 보면 채권형 특정금전신탁 수탁고가 2012년 기준으로 77.6조원으로 전체 수탁고의 50%를 차지하며 가장 높은 비중을 보이고 있다. 그리고 채권형 신탁의 대부분은 CP를 편입하는 신탁으로 77.6조원 중에서 52조원을 차지하고 있다. 채권형 특정금전신탁의 위탁자 구성은 금융기관과 연기금이 60% 이상이고, 개인이 약 10% 수준이었다. 채권형 수탁자는 신탁을 투자자산운용기구로 적극 활용하고 있는 증권회사 비중이 90%이며 은행은 10% 수준이었다.

MMT도 저금리와 금융불안국면에서 MMF를 대신하는 단기자산운용 수단으로 크게 증가하고 있다. 총규모는 약 37조원에 이르며, 은행이 27

조원으로 10조원 수준의 증권회사에 비해 MMT 시장에서 더 큰 역할을 하고 있다. 신탁상품 중 가장 초단기상품으로 주로 RP나 고유계정대 등을 편입하며 당일 출금이 가능하다. 그 외 예금형 신탁도 20조원 수준으로 나타났으며, 자문형신탁 등 적극적인 운용이 필요한 신탁상품도 조금씩 시장에 출현하고 있다.

<표 XI-3> 상품별 특정금전신탁 현황

(단위: 조원, %)

	'09말	'10말	'11말	'12말
특정금전신탁 합계	93.4	104.4	123.9	155.3
채권형(CP 포함)	21.4	44.2	55.7	77.6
MMT	43.9	27.2	30.2	39.1
정기예금형	12.8	17.3	14.9	20.3
ELT	1.8	3.4	6.8	9.8
주식형, 자문형, 자사주	4.6	3.6	4.8	4.3
기타*	8.9	8.8	11.6	4.2

자료: 금융위원회

다. 신탁의 운용 특성

신탁계약의 특성을 고객맞춤성, 계약기간, 판매단계에서 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 신탁계약은 고객과 신탁업자간 일대일 계약이기 때문에 그 자체가 상품이라기 보다는 서비스에 해당하며, 일대일 계약을 통한 맞춤형 관리의 특성상 최저 가입금액 등 고객 자격을 제한하는 것이 일반적이다. 신탁계약마다 그리고 신탁회사마다 가입한도는 차이가 있으며, 서베이자료에 따르면 은행의 경우 5백~2천만원, 증권회사의 1백만원~1억원 수준으로 나타났다.

가입한도는 시장 경쟁이 심화되면서 점차 하향하는 것이 일반적으로 관찰되고 있다. 특히, 다수의 개인에게 모집한 신탁재산을 펀드처럼 집합투자하는 것이 원칙적으로 금지되어 있음에도 불구하고, 수익권 형태로 신탁재산을 분할하는 틈새시장이 형성됨에 따라 가입한도를 낮추어 다수의 소매투자자에게 판매하는 관행이 확산되고 있다.

<표 XI-4> 신탁상품별 가입한도

(단위: 백만원, 개)

구분	은행			증권회사		
	최저한도 설정		미설정 회사수	최저한도 설정		미설정 회사수
	회사수	최저한도		회사수	최저한도	
일반CP	7	5~30	10	12	1~100	9
ABCP	6	5~20	11	14	1~1,000	7
ELS	11	3~20	6	11	1~100	10

자료: 금융위원회

둘째, 신탁은 일대일 계약에 의거 고객의 투자수요에 따라 투자관리를 해줄 뿐만 아니라 상속, 절세 수단으로 활용될 수 있는 자산관리서비스이기 때문에 장기계약이 일반적이라고 생각할 수 있으나, 실제 우리나라 시장관행은 단기계약도 상당한 비중을 차지하고 있다. 특히, 채권형 금전신탁의 경우 계약 건수의 68.9%가 1년 미만의 단기계약으로 나타났다. 국내 발행 채권의 만기가 단기인 이유도 있겠지만, 기업 등 신탁을 통한 자금운용주체들이 신탁계약을 단기적인 자금관리 목적으로 활용하고 있는데 그 원인이 있다. 이렇듯 1년 미만 단기계약은 장기적 자산관리가 어렵고, 단기 고수익 추구 유인이 많아 건전한 상품운용이 곤란한 문제점이 있다.

셋째, 신탁은 투자권유절차가 다른 자산운용상품과 달리 비교적 간단하여 일반투자자의 경우 불완전판매 등의 가능성에 노출될 수 있다. 신탁은 계약 자체가 펀드와 달리 위탁자가 자산배분 등의 투자결정권을 갖기 때문에 위탁자의 동의 없이 신탁업자가 포트폴리오를 조정할 수 없다. 그럼에도 현실에서는 큰 틀의 자산배분만을 위탁자가 결정하면 신탁업자가 세부적인 포트폴리오의 구성이나 변경을 재량적으로 할 수 있는 비지정형 혹은 일임형 신탁이 가능하다. 이렇게 될 경우, 투자자보호를 위해 투자권유규제 등을 자본시장법에 따라 엄격하게 적용하여야 함에도 불구하고 특정금전신탁의 계약 속성을 근거로 여기에 대해 충분한 규정과 절차를 두지 않는 경우가 많다. 이로 인해 일반투자자들은 특정금전신탁의 투자와 관련하여 불완전판매 위험에 노출되어 있다.

3. 시장전망

신탁시장은 기본적으로 기관투자자 혹은 법인들이 주요 투자자로 활동하는 시장이고, 일반투자자는 가입한도나 상품 다양성 면에서 아직 접근이 쉽지 않은 시장이다. 고객의 20% 정도만이 일반투자자이다. 이렇게 볼 때 금전신탁시장의 향후 전망은 법인을 포함한 전문투자자들의 금전신탁시장 활용 정도, 그리고 일반투자자 대상 자산관리상품의 개발 가능성에 의해 결정될 것으로 보인다.

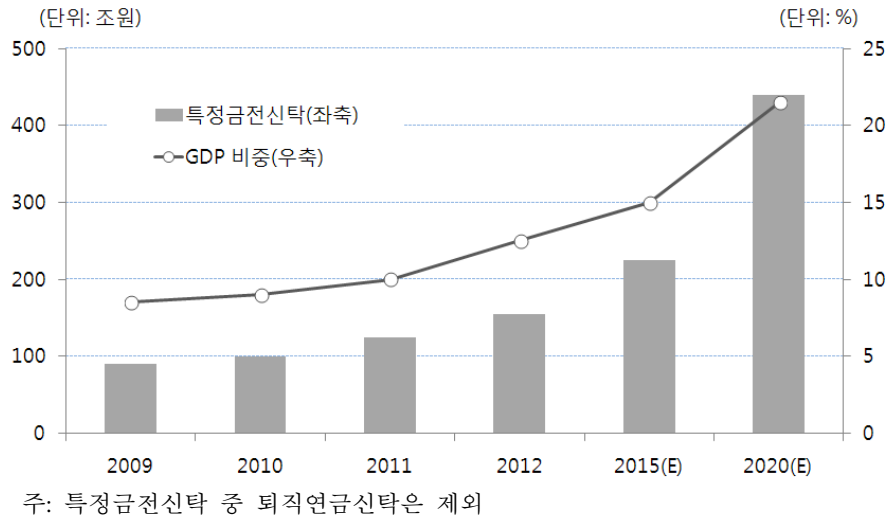
본 보고서는 금전신탁시장이 향후 2020년까지 10% 대의 성장은 지속할 것으로 기대한다. 비록 최근 동양증권 사태로 금전신탁시장에 대한 투자자의 신뢰가 약화되어 있고 관련 규제가 강화될 것으로 보이지만, 신탁에 대한 수요는 다음 두 가지 이유로 지속될 전망이다. 첫 번째는

법인 고객의 투자여력이다. 연기금 등 기관투자자들은 신탁을 잘 활용하지 않지만, 일반 법인들이나 금융회사들은 기업의 잉여현금흐름을 관리하는 수단으로 신탁이 매우 편리하고 수익성도 나쁘지 않다. 국내 법인들이 저금리와 실물투자 위축으로 잉여자금을 단기로 운용하는 흐름이 지속되는 한, 금전신탁에 대한 수요는 지속될 것으로 보인다.

두 번째는 신탁을 이용하여 개인고객을 대상으로 한 자산관리서비스가 점차 확대될 것으로 기대한다. 신탁은 펀드나 일임에 비해 운용대상이 넓은 포괄적인 자산관리 vehicle로서, 이론적으로는 보유자산의 세대간 이전(상속, 증여, 유언)은 물론, 투자위험과 사망위험, 장수위험을 모두 헤지할 수 있는 유일한 자산관리 vehicle이다. 고령화와 생애자산관리가 강조될수록 개인 차원의 신탁서비스에 대한 수요는 증가할 것으로 판단된다.

이렇게 볼 때 특정금전신탁시장(퇴직연금신탁 제외)은 2012년 155조 원 시장에서 2015년에는 230조원, 2020년에는 445조원 내외로 성장할 수 있을 것으로 판단된다. 저성장과 낮은 투자율, 기업의 높은 잉여현금흐름 등을 감안할 때 1년 미만의 단기신탁계약의 성장세가 채권, 머니마켓, 전자단기사채 등의 수요를 유발하며 지속될 것으로 보인다. 아울러, 종합자산관리 수요 증가에 따라 신탁서비스가 다양화되면서 개인투자자에 의한 신탁수요가 늘어날 것으로 전망된다. 그 결과, GDP 대비 특정금전신탁시장 비중은 2012년 12%에서 2020년에는 21%로 높아질 것으로 전망된다.

<그림 XI-1> 특정금전신탁시장 전망



4. 제도개선 과제

자본시장법 상 금전신탁은 일대일 개별계약 속성상 투자자보호와 관련된 제도가 펀드에 비해 다소 모호하게 제도화된 면이 있다. 선진국처럼 신탁제도가 자산관리수단으로 발전하기 위해서는 신탁계약 속성에 맞는 투자자보호제도의 정비가 필수적이다. 개인 자산관리수단으로 활용되는 특정금전신탁의 투자자보호는 신탁 권유단계와 신탁운용단계로 나누어 볼 수 있다.

첫째, 신탁 권유단계에서 투자자보호는 동양그룹 사태 등 신탁 관련 불완전판매 이슈를 계기로 기본적인 제도의 틀이 정비되었다. 신탁상품에 대한 무분별한 홍보를 금지하고 통장 교부방식의 판매 관행을 개선하기 위하여 상품설명서의 교부를 의무화하였다. 사실상 공모형태의

신탁계약에 대해서는 편입되는 기초자산이 파생상품 등 고위험자산일 경우 해당 기초자산에 대해 증권신고서제출을 의무화하여 투자자보호를 강화하였다. 투자자 가입 자격을 최소 5,000만원으로 제한한 것도 판매 규제와 관련하여 매우 강력한 조치로 평가되고 있다. 권유규제 강화와 가입자격 제한으로 시장규모는 일시적으로 위축될 수 있지만 장기적으로는 투자위험, 장수위험, 사망위험을 모두 관리 가능한 금전신탁계약에 대한 투자자들의 신뢰자본이 축적되며 건전한 발전에 긍정적으로 기여할 것으로 판단된다.

둘째, 신탁운용단계의 투자자보호도 동양그룹 사태를 계기로 크게 강화되었다. 무엇보다, 신탁 운용 시 투자대상에 대한 지정을 보다 구체화 하도록 하였다. 신탁 운용방법을 포괄적으로 지정하는 기존의 관행이 신탁계약의 속성이나 손실발생 시 투자자 분쟁을 유발함에 따라 운용방법의 지정 요건을 보다 강화한 것이다. 문제는 운용방법 지정의 범위를 어디까지로 정할 것인가이다. 운용대상의 종류(주식, 채권, 부동산 등)와 투자대상 및 포트폴리오의 위험도는 투자자가 스스로 지정해야 하는 것은 당연해 보인다. 논란은 개별 종목과 그 비중까지 투자자가 지정하도록 법으로 제약을 할 것인가이다. 신탁계약은 일대일 사적계약 성격, 운용지시권이 투자자에게 귀속되는 신탁의 계약 속성, 미국의 경우 투자자가 종목과 비중을 지정하지 않는 일임형 신탁시장이 자산관리서비스의 중요한 구성부분이라는 사실 등을 감안하여 운용방법에 대한 규제가 합리적으로 결정되어야 할 것이다.

한편 동양그룹 사태를 계기로 신탁의 자산거래성격에 대한 규제도 강화되었다. 즉, 단일 수익권을 편입하는 신탁계약의 수익권 양도는 사실상 자전거래의 성격이 있으므로 이를 금지한 것이다. 이제 신탁계약과 투자대상 자산의 만기를 일치시키는 거래 이외의 신탁계약을 체결하기는 힘들어졌다. 우리나라는 자전거래에 관한 한 투자자보호를 강조하는 과정에서 펀드이든 신탁이든 일임이든 비교적 엄격하게 규제를 하고

있다. 미국 등 선진국처럼 공정가격으로 거래에 대해 자선거래를 허용하는 방향으로 정책 방향이 바뀌지 않는 한, 이로 인한 시장의 기회 감소는 장기적으로도 불가피해 보인다.

셋째, 신탁서비스가 중소기업 등 일반법인과 투자자들에게 종합적인 자산관리서비스 플랫폼으로 기능할 수 있도록 신탁자산의 편입과 운용 등에서의 제한을 완화할 필요가 있다. 종합자산관리서비스가 가능하기 위한 기본 전제는 신탁재산의 편입이나 운용 부문에서 투자자의 선택을 제약하는 규제를 최소화하여 맞춤형 일대일 계약으로서 속성이 잘 구현되는 것이다.

이런 점에서 종합재산신탁의 경우 금전신탁의 비중을 40%로 제한하고 있는 등 신탁설정에 제한을 두고 있으나, 뮤추얼펀드의 혼합자산펀드처럼 종합재산신탁의 경우 신탁대상 자산에 제한을 최소화하여 다양한 고객자산의 투자위험을 효과적으로 관리하는 가운데 상속, 증여 등을 위한 종합자산관리수단으로 활용할 수 있도록 할 필요가 있다.

또한 신탁의 운용 대상에서 제외되어 있는 보험청구권의 경우 지금은 퇴직연금신탁에 한해 제한적으로 허용되고 있다. 투자자들의 신탁계좌를 통해 투자위험과 장수위험, 사망위험을 종합적으로 관리할 수 있도록 보험청구권도 신탁에서 편입이 가능하도록 명시할 필요가 있다.

마지막으로 은행과 보험, 증권회사들이 겸영신탁업자로 공정하게 경쟁할 수 있는 여건을 마련하는 것이다. 이런 점에서 겸영신탁업자로서 증권업자는 신탁운용 대상으로 은행 등 다른 금융업자와 달리 신탁재산을 운용하는데 추가적인 제약이 있는 것으로 확인되고 있다. 증권계 겸영신탁업자는 신탁재산으로 대출, 신탁계정대 등을 할 수 없도록 법으로 제한하고 있다. 신탁을 이용하는 고객의 투자자선택권을 제한하면서까지 금융업권간의 속성, 가령, 증권업자는 대출업무를 하지 못한다는 인식을 반영한 제한으로 판단된다. 그러나 은행계 겸영신탁업자에게

신탁을 통한 주식의 편입을 제한하지 않듯이, 증권계 겸영신탁업자에게도 대출, 대출채권, 사모사채 등을 편입하지 못하도록 하는 것은 이치에 맞지 않을 뿐만 아니라, 투자자의 선택권을 제한하고, 신탁업자간의 경쟁을 인위적으로 제한하는 것이다.

<제4부> 비전달성을 위한 산업 선진화 전략

XII. 산업구조

XIII. 판매채널

XIV. 자산운용 국제화

XII. 산업구조

1. 자산운용산업의 경영 현황
2. 자산운용산업 내외의 환경변화와 영향
3. 자산운용업의 바람직한 산업구조 및 성장경로 구축

XII. 산업구조⁷⁹⁾

자산운용시장의 성장은 수요자, 상품, 그리고 공급자의 균형 있는 성장이 동반될 때 가능하다. 자산운용회사들은 간접투자 상품, 즉 펀드와 투자일임 상품을 설계하고, 이를 운용하는 주체이다. 자산운용회사들로 구성되는 자산운용산업이 건전하게 성장하지 못하면 양질의 상품이 공급될 수 없고, 이는 시장성장을 저해하는 요인이 될 것이다. 본 절에서는 향후 자산운용업계가 직면할 경영환경을 전망해 보고, 이러한 경영환경이 업계의 영업이익에 어떤 영향을 미칠 수 있는지 추론해 본다. 이어 국내 자산운용산업의 바람직한 산업구조와 성장경로에 대해 논의한다.

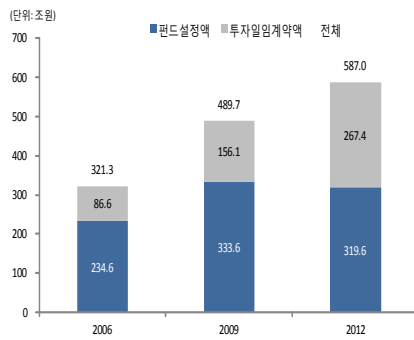
1. 자산운용산업의 경영 현황

최근 자산운용업계는 시장규모의 성장정체와 반복되는 자금유출입으로 큰 어려움을 겪고 있다. 펀드와 투자일임을 모두 합한 시장 전체의 규모는 꾸준히 성장해 2012년말 기준 590조원 내외에 이르렀으나 성장속도는 크게 떨어졌다. 2005년에서 2008년말까지 연평균 22%에 이르렀던 시장규모의 성장률은 2009년에서 2012년까지는 4.4%에 그쳤다. 특히, 투자일임을 제외하고 펀드만 고려할 경우 성장정체 문제는 더 심각하다. 펀드 설정액은 지난 2008년말 360.8조원을 정점으로 하락해 2012년말에는 319.6조원으로 줄어들었다. 이와 같은 시장의 성장정체는 펀드로의 자금 유입과 유출이 빈번하게 반복되는 현상을 동반하고 있다. 투자자들이 주식시장의 방향성에 확신을 가지지 못함에 따라 주기적으로 자금 유입과 유출이 반복되는 경향이 나타나고 있는 것이다.

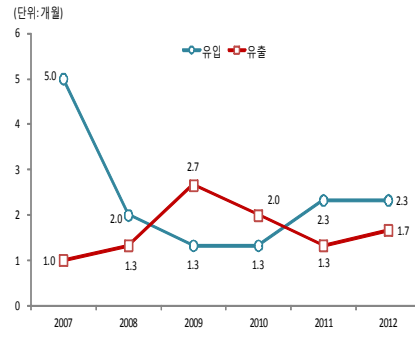
79) 본 장에서 논의하는 자산운용업의 산업구조는 김재철·장지혜(2013)의 연구에서 상당부분 발췌했음을 밝혀둔다.

<그림 XII-1> 자산운용시장 규모와 자금흐름

펀드설정액과 투자일임 계약액

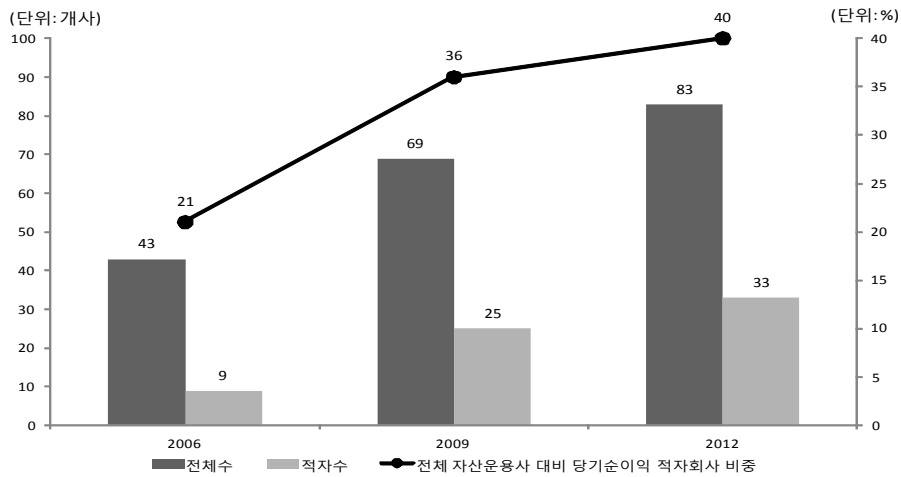


펀드 자금유출입 평균 지속 개월 수



자료: 금융투자협회 데이터로 계산

<그림 XII-2> 전체 자산운용회사 중 당기순이익 적자인 회사 수



자료: 금융감독원, 금융투자협회 데이터로 계산

이에 따라 자산운용업계의 장기적 비전설정 부재 문제가 부각됨과 동시에 수익구조 악화도 현실화되고 있다. 펀드 투자자금의 유입과 유출이 반복되는 것은 자산운용업계로 하여금 장기적인 비전과 운용철학을 설정해 공유하기보다 단기적인 트렌드 추종에 집착토록 할 수 있다.

이러한 문제는 이미 현실화되고 있는 자산운용업계의 수익구조 악화를 더 심화시킬 수 있다. 지난 2006년 이후 당기순이익이 적자인 회사의 수는 갈수록 늘어나고 있다. 2006년에는 전체 자산운용회사 중 당기순이익이 적자인 회사의 비중이 약 21%였으나 2012년에는 그 비중이 40%로 늘어났다. 물론 적자회사의 수가 크게 증가한 것은 2008년 이후 새로이 업계에 진입한 소규모 특화 자산운용회사들이 많아진 것도 한 원인이다. 그럼에도 불구하고 자산운용업계 전반적으로 경영상황이 좋지 못한 것은 틀림없는 사실이다.

자산운용업계의 경영악화 추세는 개별 회사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률을 통해 보다 명확하게 확인할 수 있다.⁸⁰⁾ 본 절에서는 2004~2012 회계연도 중 모든 개별 자산운용회사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률을 계산한 후, 우리나라 자산운용업계 전체의 평균적인 이익률 수준을 계산했다.⁸¹⁾

80) 본 절에서 자산운용회사들의 영업이익률(%)은 영업수익 대비 영업이익(=영업수익-영업비용) 비중으로, 매출액 영업이익률(bp)은 운용자산규모(AUM) 대비 영업이익으로 정의한다.

81) 영업이익률 분석에서는 연도별 운용자산이 없는 회사, 수수료 수익이 없는 회사, 영업보고서상 자료가 없는 회사, 운용자산 규모 기준 최하위 10% 회사 등은 분석에서 제외하였다. 이하 개별 자산운용회사 영업이익률 분석은 회계연도 기준으로 2006년부터 2012년까지이며(2012년은 2/4분기까지), 금융감독원 공시자료를 활용했다. 2012년 영업수익과 영업비용은 연율화했다. 자산운용회사의 운용자산규모, 즉 AUM은 펀드의 순자산가치와 투자일임의 평가액을 합한 것이다. 그러나 2010년 이전 투자일임 평가액 자료가 없어서 본 절에서는 AUM 대신 펀드 설정액과 투자일임 계약액의 합을 이용하기로 한다. 다만, 편의상 AUM으로 표기한다.

개별 자산운용회사들의 영업이익률을 단순평균할 경우 업계 전체의 이익률은 지난 2006년 이후 큰 폭으로 하락하고 있다(<표 XII-1>). 지난 2006년에 35.2%에 달했던 업계 전체의 영업이익률은 2011년에 6.1%까지 하락했고 2012년에도 9.4%에 불과했다. 운용자산 규모, 즉 AUM 대비 영업이익 정도를 나타내는 매출액 영업이익률은 2006년 13.8bp에서 2012년에는 0.9bp까지 하락했다. AUM 기준 상위 5개사의 이익률은 비교적 높은 수준을 유지하고 있지만, 지난 2006년 이후 떨어지는 추세는 마찬가지다. 이들 대형사들의 영업이익률과 매출액 영업이익률은 2006~2007년을 정점으로 하락해 2012년에는 각각 41.6%와 7.3bp에 머물러 있다.

<표 XII-1> 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

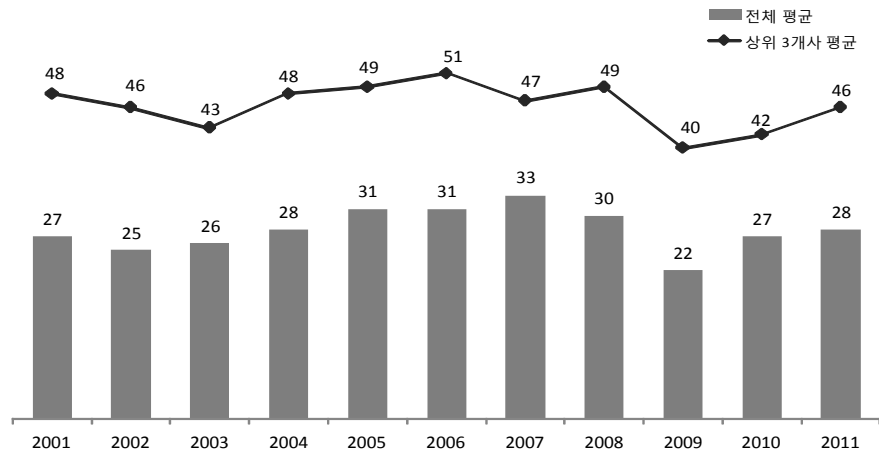
2) 개별 회사의 영업이익률을 계산해 단순평균

3) 일부 회사는 계산에서 제외

4) 2012년(회계연도) 영업이익은 본 절 작성 시 2/4분기까지 나와서 영업수익과 영업비용을 연율화해서 계산

자료: 금융감독원, 금융투자협회 데이터로 계산

<그림 XII-3> 북미지역 자산운용회사 영업이익률(%) 추이



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

자료: McKinsey&Company(2012) 재인용

우리나라 자산운용업계의 이익률 추이를 북미지역 자산운용회사들의 이익률 추이와 비교해 보면 몇 가지 특징을 알 수 있다. 우선 업계의 평균적인 영업이익률과 매출액 영업이익률 수준이 북미지역과 차이가 있다. 2012년 기준 우리나라 자산운용업계 전체의 영업이익률과 매출액 영업이익률은 각각 9.4%와 0.9bp 수준이다. McKinsey&Company(2012)의 추정에 따르면 2011년 북미지역 자산운용회사들 전체의 평균 영업이익률과 매출액 영업이익률은 각각 28%와 9.0bp 수준이었다. 이는 우리나라 자산운용회사들의 평균적인 이익률을 훨씬 넘어서는 수준이다.

또한 북미지역 자산운용회사들의 이익률은 글로벌 금융위기 직후였던 2008~2009년에 잠시 떨어진 후 회복추세를 보이고 있는데 반해 우리나라 자산운용회사들의 이익률은 계속해서 떨어지고 있다. 이는 우리나라 자산운용회사들의 수익구조 악화에 구조적 요인이 영향을 미쳤을

가능성이 있음을 시사한다. 우선 앞서 언급한 바와 같이 2000년대 후반부터 시장규모의 성장이 정체되고 있는 가운데 많은 수의 신생 자산운용회사들이 시장에 진입함에 따라 일부 대형사를 제외한 대다수 자산운용회사들이 AUM 확보에 어려움을 겪고 있다. 게다가 시장 수요구조의 변화, 첨예한 경쟁 등으로 인한 평균 운용보수율 하락도 영향을 미친 것으로 보인다.⁸²⁾ 문제는 이와 같은 요인들이 향후 자산운용업계가 직면할 환경변화를 고려해 볼 때 더욱 심화될 가능성이 크다는 점이다.

2. 자산운용산업 내외의 환경변화와 영향

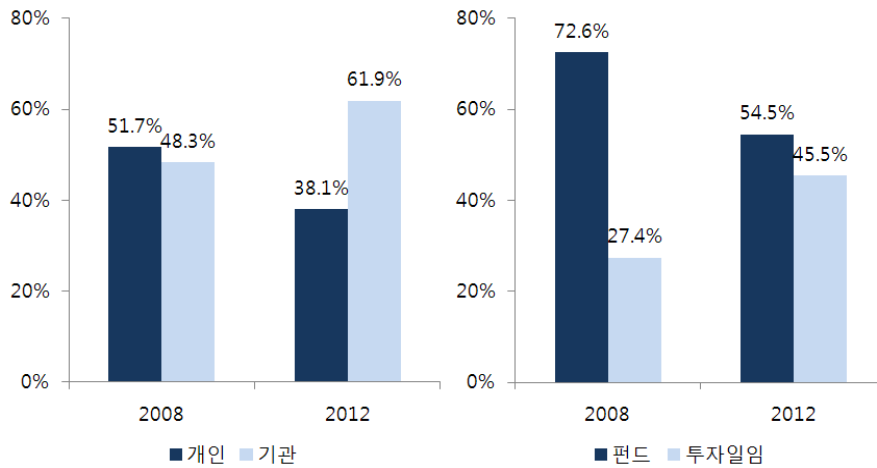
이미 국내 자산운용업계가 직면하고 있고 향후에도 그 정도가 더 심화될 것으로 예상되는 환경변화는 크게 세 가지로 나눌 수 있다.

첫째, 자산운용시장 고객의 중심축이 개인에서 기관으로 옮겨가고 있다는 점을 지적할 수 있다. 국내 자산운용시장에서 차지하는 기관고객의 비중은 이미 빠르게 상승하고 있다. 펀드와 투자일임을 합한 자산운용시장 전체에서 차지하는 투자일임의 비중이 크게 상승했으며, 펀드 판매잔액에서 기관이 차지하는 비중 역시 크게 상승했다. 이러한 양상은 향후 더욱 가속화될 가능성이 크다. 인구고령화에 대비하기 위한 노력의 일환으로 개인들이 퇴직자산을 본격적으로 축적하면 구축효과(crowding out effects)로 인해 개인들의 여타 저축이 위축될 수 있다. 이는 반대로 개인

82) 뒤에서 논의하겠지만 자산운용산업이 직면하고 있는 환경변화 중 하나는 수요의 중심이 개인투자자에서 기관투자자로 넘어가고 있다는 것이다. 기관투자자는 개인투자자에 비해 상대적으로 채권형 펀드의 비중이 높다. 이는 자산운용회사들의 AUM에서 상대적으로 운용보수율이 낮은 상품의 구성비가 높아지고 있음을 의미한다. 더욱이 기관투자자들은 동일한 상품에 대한 가격 협상력이 높다. 이는 동일한 유형의 펀드에 대해서 기관투자자들이 지불하는 운용보수율이 개인투자자에 비해 낮다는 의미이다.

들이 연금펀드를 거쳐 은행, 보험회사, 증권회사 등 금융기관을 통해 펀드를 간접적으로 매입하는 결과를 초래하게 된다. 공적연금의 성장 역시 마찬가지로 결과를 초래한다. 국민연금의 운용자산 증가는 향후 20년 이상은 계속될 것이며, 운용자산의 상당부분이 자산운용업체로 위탁될 것이다.

<그림 XII-4> 자산운용시장 고객의 기관화 추세



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

둘째, 앞에서 이미 언급한 바와 같이 여러 가지 요인의 복합적인 작용으로 자산운용시장의 상품구조에 혁신과 다변화가 계속해서 진행될 것이다. 상품구조의 변화에는 패시브펀드, 대체투자펀드, 솔루션 등이 핵심적인 역할을 할 것이라는 점 역시 이미 앞에서 언급한 바 있다.

셋째, 대내외 경쟁압력이 갈수록 심화될 가능성이 크다. 국내에서는 치열한 자산운용업 내부의 경쟁과 함께 광의의 자산관리업무 간 경쟁압력이 갈수록 커질 것이다. 이미 80개가 넘는 자산운용회사들이 시장에 진입해 있어서 과당경쟁이란 지적도 있지만 기본적으로 자산운용산업은

경쟁지향적인 산업이라고 봐야 한다. 비록 최근 정부의 신규 자산운용회사 인가가 특화 운용회사 위주로 이루어지고 있긴 하지만 경쟁제고라는 기본 정책방향에는 변함이 없다. 광의의 자산관리 업무 간 경쟁 역시 매우 치열할 것이다. 은행의 PB, 증권회사의 랩어카운트, 투자일임 전문회사의 투자일임, PEF, 벤처캐피탈 등은 고객군만 다소 차이가 날 뿐 기존 자산운용회사 상품의 잠재적인 경쟁상대라고 판단된다. 자산운용업계는 이와 같은 내적인 경쟁뿐만 아니라 대외적인 경쟁압력으로부터도 자유로울 수 없을 전망이다. 미국, 유럽, 호주 등 선진국들은 인구고령화 속도가 한국 등 아시아권 국가들보다 빠르다. 이 국가들은 베이비부머들의 퇴직자산 축적이 이미 정점에 도달했고 그 결과 조만간 자산축적이 정체국면에 진입할 가능성이 크다. 반면 한국 등 아시아권 국가들은 베이비부머들이 본격적인 퇴직을 하기 이전까지는 선진국 국가들이 그랬던 것처럼 자산축적이 크게 늘어날 것으로 전망된다. 따라서 선진국 자산운용회사들은 이미 포화상태에 진입한 자국시장으로부터 자산축적이 본격화되는 국가들로 외연을 넓히기 위해 사력을 다할 가능성이 크고, 우리나라 자산운용시장은 주요 타겟시장 중 하나가 될 것이다.

그러면 향후 예상되는 자산운용산업의 환경변화는 업계의 수익구조, 즉 이익률에 어떤 영향을 미칠지를 알아보자. 개별 자산운용회사의 영업 이익률은 기본적으로 운용자산 규모(AUM), 평균 운용보수율, 그리고 영업비용 등 세 가지 변수에 의해 결정된다.

우선 개별 자산운용회사들이 충분한 AUM을 확보할 수 있을지 의문이 생긴다. 국내 자산운용시장의 전체 시장규모는 지속적으로 성장할 가능성이 크다. 국내 자산시장의 핵심이었던 부동산시장이 크게 활성화될 것으로 기대하기 어렵기 때문에 금융자산의 상대적 중요성이 커질 것으로 전망되는 가운데 투자자들이 다양한 수익과 위험구조를 보유한 자산운용시장에 관심을 가지는 것은 당연할 것이다. 폭발적으로 늘어나고 있는 국민연금과 퇴직연금 자산도 자산운용시장으로 많이 유입될 것이다.

그럼에도 불구하고 앞에서 언급한 자산운용시장 내외의 경쟁압력으로 인해 개별 자산운용회사들이 차지할 몫은 크게 늘어나기 어려울 가능성이 있다.

둘째, 자산운용시장 전반에 회사별 평균 운용보수율을 더 떨어뜨릴 수 있는 요인들이 산재해 있다. 자산운용시장 상품혁신과 다변화의 핵심 중 하나는 패시브펀드의 성장인데, 이는 자산운용시장을 구성하는 상품 중 운용보수율이 낮은 상품의 비중이 커짐을 의미한다. 기관투자자가 차지하는 비중이 커지는 것 역시 자산운용회사들이 받는 평균 운용보수율을 낮추는 요인이 될 수 있다. 기관투자자들은 보수율이 상대적으로 낮은 채권형펀드를 많이 편입하는데다, 가격협상력이 강하기 때문이다. 자산운용업 내외의 첨예한 경쟁도 운용보수율 하락압력으로 작용할 것이다.

셋째, 예상되는 환경변화는 자산운용회사들의 영업비용에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 고객의 중심축이 기관투자자로 옮겨감에 따라 기관투자자 관리비용이 증대할 수 있다. 고객군, 상품군, 지역군 등 자산운용회사들의 목표시장이 갈수록 세분화되어 리서치, 상품설계, 마케팅, 판매에 관련되는 비용이 늘어날 가능성이 크다. 특히 각종 솔루션 상품들이 차지하는 비중이 커지면 소수 고객만을 대상으로 하는 상품설계가 늘어날 것이며, 이는 매스(mass)를 대상으로 하는 상품에 비해 '규모의 경제 효과' 측면에서 불리할 수밖에 없다.

결국, 현시점에서 예상되는 자산운용시장의 환경변화는 상당부분 자산운용회사들의 영업이익률에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 물론 국내 자산운용시장 전체의 운용자산 규모가 비약적으로 커지면 얘기는 달라질 것이지만, 그 경우에도 회사별 양극화 문제는 피하기 어려울 것이다.

3. 자산운용업의 바람직한 산업구조 및 성장경로 구축

자산운용산업은 '규모의 경제 효과'가 작동하는 전형적인 산업이기 때문에 일정수준의 운용자산 규모만 확보하면 흑자경영이 가능하다. 그 결과 국내 자산운용업계에 현재의 사업모델을 크게 바꾸지 않더라도 지속가능성이 있을 것이라는 막연한 기대감이 형성되어 있을 것으로 우려된다. 현재 우리나라 자산운용산업은 개별회사 측면에서는 전문화(specializing) 또는 특화(focusing)가, 산업전체 측면에서는 다양성이 부족한 것으로 평가 받는다. 변화하는 환경 하에서 이러한 산업구조가 계속된다면 대다수 자산운용회사들의 수익구조가 지속적으로 악화될 가능성이 크다. 비록 자산운용회사들의 생존에는 문제가 없다 하더라도 기업의 기본적 본질인 성장 가능성이 원천적으로 차단될 수도 있다. 본 절에서는 우리나라 자산운용산업이 추구해야 할 바람직한 산업구조와 성장경로에 대해 논의해 본다.

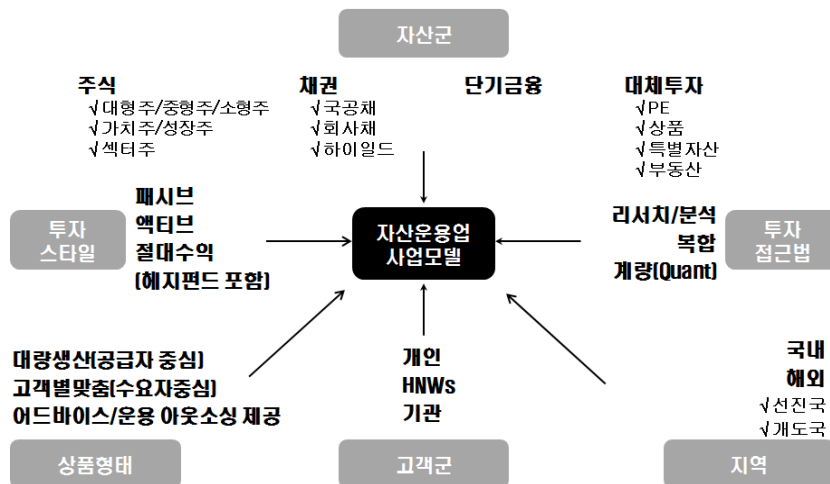
가. 국내 자산운용산업에 적용 가능한 사업모델

자산운용회사들의 사업모델은 자산운용업을 구성하고 있는 다양한 가치 창출구조의 적절한 조합을 통해 구축할 수 있다. <그림 XII-5>에는 자산운용업의 가치 창출구조가 정리되어 있다.⁸³⁾ 여기에는 자산군, 투자스타일, 투자접근법이라는 일반적인 3차원 가치 창출구조에 상품형태, 고객군, 지역이 추가되어 있다. 가치 창출구조에서 몇 가지 특이한 사항을 논의하면 다음과 같다. 첫째, 자산군에 있어서는 주식, 채권, 단기금융

83) 여기에서는 자산운용업 업무 중 일선업무(운용과 마케팅)만을 고려한 가치 창출구조를 의미한다. 보다 광범위한 자산관리업무의 가치 창출구조는 후선업무까지 포괄할 것이지만, 여기에서는 후선업무는 논의에서 제외한다.

등 전통적인 자산군에 더해 대체투자 자산군이 부각되고 있다. 이는 앞에서 자산운용시장의 상품혁신 방향 중 하나라고 이미 언급한 바 있다. 물론 각 자산군 내에서도 더 세밀한 분류가 가능하다. 투자스타일에 있어서도 전통적인 액티브 운용에서 벗어나 패시브와 절대수의 추구 스타일로 다변화할 수 있다. 상품형태 측면에서도 기존의 공급자 중심 대량 생산 상품에서 수요자 중심의 고객별 맞춤 상품(솔루션), 어드바이스/운용 아웃소싱 등으로 다변화가 가능하다. 결국 개별회사들은 자신들의 강점과 약점을 파악한 후, 가치 창출구조에서 어떤 유형을 선택하는 것이 최선인지 결정할 수 있다. 이를 위해서는 회사의 운용역사에 대한 냉철한 분석이 반드시 필요하다. 여기에는 회사가 운용했던 모든 펀드와 이를 운용했던 펀드매니저에 대한 성과분석, 그리고 회사 상품구조의 특성, 고객구조의 특성과 고객 만족도 등에 대한 종합적인 분석이 포괄되어야 한다.

<그림 XII-5> 자산운용업의 가치 창출구조



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

자산운용업 가치 창출구조를 바탕으로 상품특화 정도와 부가가치 수준에 따라 조합 가능한 사업모델이 <그림 XIII-6>에 제시되어 있다. 상하 축에는 규모의 경제를 추구하는 모델과 고부가가치 모델이, 좌우 축에는 특화와 다양화 모델이 명기되어 있다. 규모의 경제는 대량판매를 기반으로 저비용/저보수 전략이 가능한 모델을 의미한다. 고부가가치는 소량으로 판매되며 고비용/고보수 전략을 사용하는 모델을 의미한다. 다양화는 자산운용업의 가치 창출구조에 포함되는 모든 방향을 추구할 수 있는 모델을 의미한다. 특화는 가치 창출구조의 어느 특정방향으로 사업을 특화하는 것을 의미한다. 이 축들을 바탕으로 다음과 같은 네 가지 사업모델을 제시할 수 있다.

첫째, 규모의 경제와 다양화를 추구하는 대형 종합사(이하 SB: scale, broad)가 있다.⁸⁴⁾ 이 유형의 사업모델은 가치창출이 가능한 거의 모든 업무를 영위하며, 성장을 위해 새로운 시장을 적극적으로 개척한다. 이 유형은 대량판매를 통해 규모의 경제를 확보하고, 그 결과 저비용과 저보수 체계를 구축한다. 다만, 이 영역에서도 특정한 자산군 등 핵심을 이루는 영역은 존재한다.

둘째, 규모의 경제와 특화를 추구하는 대형 특회사(이하 SF: scale, focusing)가 있다. 이 유형의 사업모델은 브랜드 가치와 판매 네트워크를 기반으로 패시브, 액티브 주식 또는 채권 등에 특화해 규모의 경제를 누리는 운용사들에 해당한다.

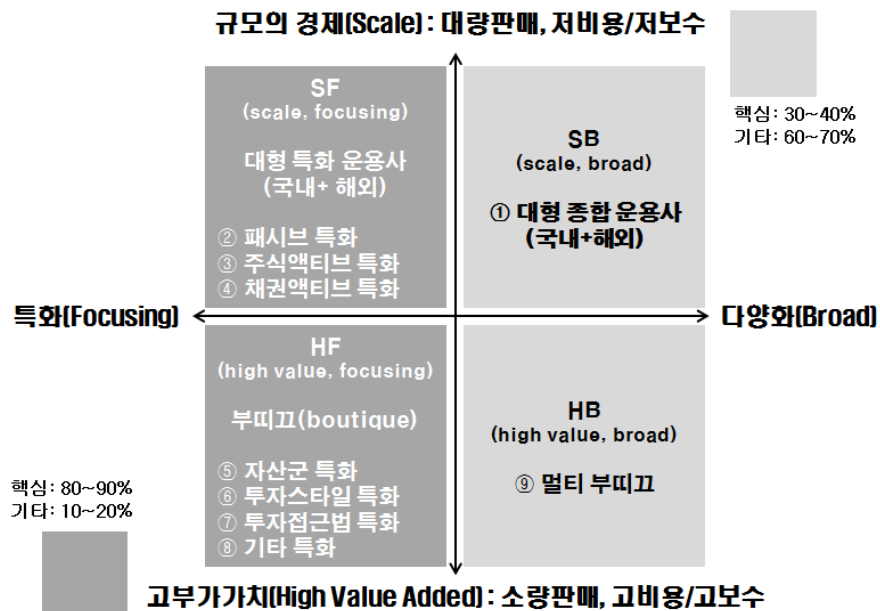
셋째, 고부가가치와 특화를 추구하는 부띠끄(boutique, 이하 HF: high value, focusing)가 있다. 이 유형의 사업모델은 자산군, 투자스타일, 투자접근법, 상품형태, 고객군, 지역 등의 모든 영역 중에서 회사에 최적화된 영역을 골라 특화하는 운용사들에 해당한다. 이는 대형 종합사, 자문사

84) 여기에서 대형 자산운용회사라 함은 어디까지나 국내 자산운용시장에 국한했을 때의 기준임을 밝혀둔다.

등에서 특정 영역에 대한 전문성을 기른 후 이를 무기로 고부가가치를 추구하는 유형의 사업모델이다. 다만 이 유형의 사업모델은 특정 영역에서 목표고객의 기호에 맞는 특화된 상품만을 운용하기 때문에 대량판매가 어렵고, 외부충격에 취약하다는 단점이 있다.

넷째, 고부가가치와 다양화를 동시에 추구하는 멀티 부띠끄(multi boutique, 이하 HB: high value, broad)가 있다. 이 유형의 사업모델은 영역이 다른 분야에 특화된 다수의 부띠끄가 하나의 회사 내에 독립된 사업부로 존재하는 운용사들에 해당한다. 이 사업모델은 전문화를 무기로 특화를 추구하면서도 다양한 영역을 취급해 단일 부띠끄의 단점을 보완하는데 의미가 있다.

<그림 XII-6> 국내 자산운용업에 적용 가능한 사업모델



나. 국내 자산운용업의 바람직한 성장과정 및 산업구조

본 절에서는 <그림 XIII-6>에 제시된 자산운용업 사업모델의 틀 내에서 국내 자산운용업의 바람직한 성장과정과 산업구조를 그려본다. 이를 위해 현재 국내 자산운용산업의 구조가 어떻게 구축되어 있는지 먼저 살펴볼 필요가 있다.

<표 XIII-2>에는 2012년말 기준 운용자산이 있는 81개 자산운용회사들을 보유 영업권 수에 따라 나누고, 이들이 평균적으로 11개 펀드 유형 중 최고 핵심유형의 펀드에 어느 정도 집중하고 있는지 정리되어 있다.⁸⁵⁾ 분석에 따르면 단종 영업권을 보유한 회사를 제외하고 2개 이상 영업권을 보유한 회사는 모두 59개사인데, 이 회사들이 운용하고 있는 펀드 유형은 평균 6개였다. 그리고 각 회사내에서 최고 핵심을 이루고 있는 유형의 펀드가 그 회사 전체 펀드에서 차지하고 있는 비중은 평균 51%였다. 최고 핵심유형의 펀드가 회사내 전체 펀드 순자산가치에서 차지하는 비중이 80% 이상인 회사는 59개사 중 9개사였다. 2개 이상의 영업권을 보유한 자산운용회사들 중 핵심유형의 펀드가 차지하는 비중이 30~80% 범위 이내에 있는 회사의 수는 42개사였다. 이를 통해 볼 때 소위 종합운용업을 영위하는 자산운용회사들도 어느 정도는 특화와 차별화를 위해 노력을 하고 있는 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 종합운용업 영업권을 보유한 대다수 회사들은 보유 영업권을 최대한 활용해 다수 유형의 펀드를 운용하고 있는 것으로 분석된다. 즉, 종합사 중에서 전형적인 특화를 추구하는 회사는 아주 극소수에 불과하다는 것이다. 그리고 몇 개 회사들을 제외하면 최고핵심 유형이 주식형, 채권형 또는 단기금융 등 대부분 전통적인 증권형 펀드에 집중되어 있다.

85) 자본시장법은 자산운용회사, 즉 집합투자업의 인가를 몇 가지 단위로 나누어 부여하고 있다. 따라서 자산운용회사들은 단종 영업권을 보유한 회사와 2가지 이상의 영업권을 보유한 회사로 나눌 수 있다.

한편, 최고 핵심유형의 펀드가 회사내에서 80% 이상의 압도적인 비중을 차지하고 있는 대다수 회사들은 정부로부터 단종 영업권만 인가받은 소위 특화 자산운용회사들이다. 이들은 자산운용시장에 진입할 때 정부로부터 한 가지 이상 유형의 펀드를 운용할 수 없도록 규제받은 회사들이다. 그리고 이들 중 다수는 향후 점진적으로 영업권을 넓혀갈 계획인 것으로 알려지고 있다. 따라서 특화 자산운용회사들 중 다수는 사실상 자발적인 의사 판단으로 특화를 선택했다기보다는 시장에 진입하기 위한 일차적인 수순으로 특화 운용사를 지향했다고 보는 것이 타당하다.

**<표 XII-2> 국내 자산운용회사들의 핵심펀드 집중 정도
(2012년말 기준)**

자산운용회사 그룹	회사 수	운용하 고 있는 펀드 유형 수 (그룹 평균)	각 회사내 최고 핵심 유형 펀드의 점유율	각 회사내 최고 핵심유형 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 : 펀드는 순자산가치 기준이며, 펀드유형은 금융투자협회 분류 11개 유형
자료: 금융투자협회 데이터를 이용해 계산

핵심유형의 펀드가 개별 회사내에서 차지하는 비중을 분석해 본 결과 국내 자산운용업계의 산업구조는 <그림 XII-7>과 같은 모습을 가지고 있는 것으로 추정된다. 종합운용업 영업권을 보유한 자산운용회사들은 핵심유형 펀드의 개별 회사내 비중이 평균 50% 내외인 바, 이들 중 대다수 회사들이 <그림 XII-7>의 SF 또는 HF 영역에 있지 않고 SB 영역을

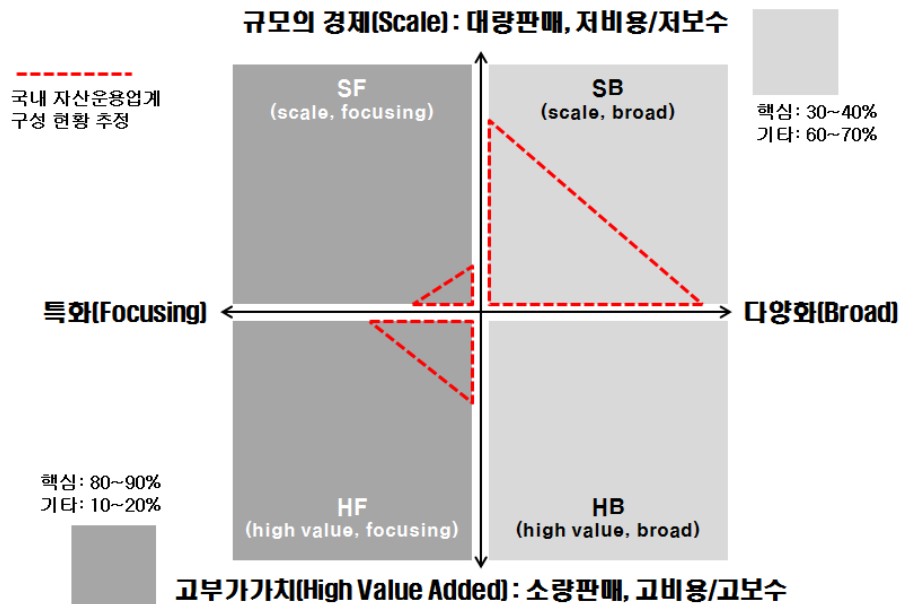
지향하고 있는 것으로 보인다. 그러나 종합운용업 영업권을 보유한 회사들 중 소수 대형사들을 제외하면 운용자산 규모가 크지 않기 때문에 SB 영역을 지향하는 대다수 회사들이 실제로 충분한 '규모의 경제 효과'를 실현하고 있는지에 대해서는 확신하기 어렵다.

종합운용업 영업권을 보유한 회사들 중 극소수는 운용자산 규모에 따라 SF 또는 HF 영역과 유사한 사업모델을 추구하는 것으로 판단된다. <표 XIII-2>에 정리되어 있는 바와 같이 2개 이상 영업권을 보유한 종합운용사 중 핵심유형 펀드의 회사내 비중이 80%를 넘는 회사는 9개사인데, 이 운용사들의 운용자산규모(AUM)는 대부분 5조원에 미치지 못한다. 이 운용사들은 국내기준으로는 중형사로 분류되는데, SF와 HF 영역 중 어디에 포함되는지는 판단하기 쉽지 않다.⁸⁶⁾ 그리고 이 운용사들은 대부분 외국인이 대주주인 외국계 회사이거나 시장에 진입한지 오래되지 않은 신생회사들이다. HF 영역에 포함되는 운용회사들은 앞서 언급한 바와 같이 정부의 특화 운용사 육성방향에 따라 2008년 이후 단종 영업권을 취득해 시장에 진입한 회사들이다. 이 회사들은 대부분 부동산 또는 특별자산에 특화해 있다. 따라서 현재 국내 운용업계에서 HF 영역에 포함될 수 있는 회사들은 2종 이상의 영업권을 보유한 종합사들 중 주식이나 채권에 특화하는 일부 중소규모 회사들과 단종 영업권을 보유한 회사들로 분류할 수 있을 것이다.

86) 우리나라 중형 운용사들 중 특정한 자산유형에 특화하는 운용사들이 발견되지만 이 운용사들이 전문성을 무기로 높은 운용보수율을 받는 전형적인 부띠끄라고 결론 내리기는 어렵다. 국내 자산운용시장에서는 여전히 운용자산 규모가 크지 않은 회사들이 시장침투를 위해 운용보수율을 낮게 책정하거나 최소한 경쟁사 수준을 유지하려는 경향을 보이기 때문이다. 그럼에도 불구하고 이러한 중형 운용사들이 낮은 운용보수율을 책정해도 무리가 없을 정도로 규모의 경제를 달성한 것으로 보기도 어렵다. 다만 정확한 결론을 내리기 위해서는 보다 엄밀한 분석이 필요한데, 이는 향후의 과제로 남긴다.

마지막으로 국내에 아직 멀티 부띠끄 유형의 자산운용회사, 즉 사업 모델 HB를 추구하는 회사는 없는 것으로 판단된다.⁸⁷⁾ 이와 같은 분석을 바탕으로 국내 자산운용산업의 구조를 그려보면 많은 회사들이 SB 영역을 추종하며, 그 다음으로 많은 회사들이 HF 영역에, 그리고 일부 극소수 회사들이 SF 영역과 유사한 사업모델을 추구하는 것으로 보인다.

<그림 XII-7> 국내 자산운용업 산업구조 현황(추정)



87) 다만 개별 자산운용회사들의 사업모델을 보다 명확하게 판단하기 위해서는 운용하고 있는 펀드의 유형을 보다 세분화해서 봐야 할 뿐만 아니라, 투자스타일과 전략 등도 분석해야 한다. 그러나 이러한 작업은 본 연구의 범위를 벗어나는 바, 여기에서는 펀드의 유형만으로 회사들의 사업모델을 판단하도록 한다.

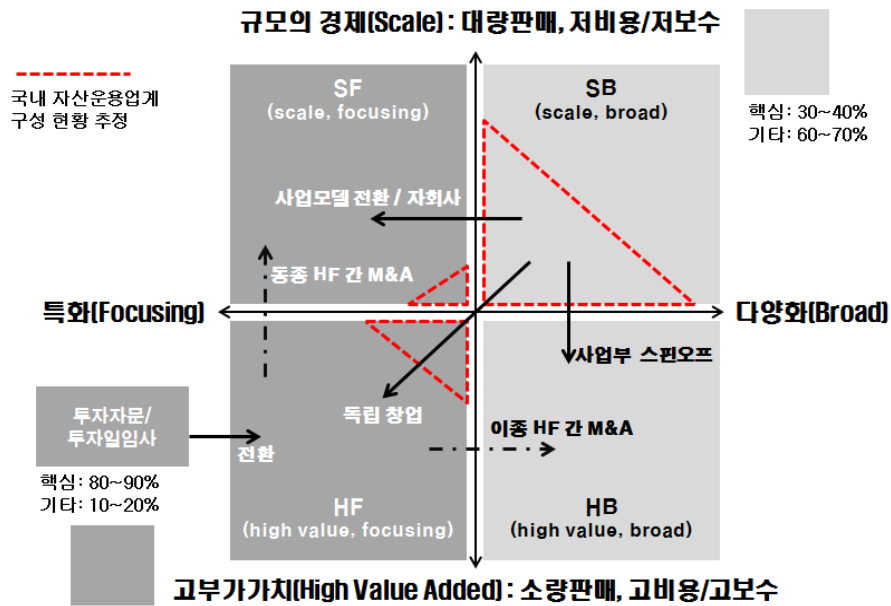
현재 국내 자산운용회사들이 운용하고 있는 펀드의 유형들을 분석해 본 결과 과거에 비해서는 각 회사들이 차별화를 위해 많은 노력을 기울이고 있는 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 여전히 다수의 회사들이 SB 영역, 즉 규모의 경제와 다양화를 동시에 추구하고 있다. 만약 이 회사들이 실제로 규모의 경제를 충분히 향유할 수 있을 만큼의 운용자산을 보유하고 있다면 이러한 사업모델 위주로 구성된 산업구조도 큰 문제는 없을 것이다. 그런데 문제는 SB 영역을 추구하는 많은 회사들이 실제로 운용자산 규모가 크지 않고 전반적으로 효율성이 극히 떨어진다는 점이다. 각기 다른 많은 유형의 펀드를 시장추세의 변화에 맞추어 공급하다 보니 회사들이 역량을 집중하기 어렵고, 회사의 운용철학을 구축하기도 쉽지 않다. 그 결과 많은 자산운용회사들이 회사를 대표하는 펀드를 만드는데 어려움을 겪고, 비용효율적이지도 못하다. 동일한 유형의 시장에서 비슷한 상품으로 첨예하게 경쟁하는 것 또한 회사들을 어려움에 빠뜨린다. 이는 결국 개별 회사들이 높은 이익률을 가져갈 수 없고 장기적인 성장여력도 약해질 수밖에 없음을 의미한다.

국내 자산운용산업 구조의 바람직한 변화 및 성장 과정이 <그림 XIII-8>에 제시되어 있는데, 크게 두 단계로 나누어 볼 수 있다.

첫째 단계는 산업 전체가 다양한 구조로 변화하는 과정이다. 이를 위해서는 현재 SB 영역을 지향하는 다수의 자산운용회사들이 사업모델을 변화시킬 필요가 있다. 우선, 운용자산 규모가 현재 국내시장 상황에 비추어 규모의 경제를 충분히 누릴 수 있는 수준이면서 핵심유형 펀드의 비중이 높은 회사들이 SF로 사업모델을 전환하는 것이다. 이 회사들의 경우 핵심유형 펀드 이외 보조유형들 중 경쟁력이 떨어지는 유형을 포기하고, 그 역량을 핵심유형 펀드로 돌리는 것으로 사업모델을 전환할 수 있다. 다음으로 SB 영역에 포함되는 회사들 중 2개 이상 유형의 펀드에서 경쟁력이 충분하다면 유형별로 사업부 스핀오프를 통해 멀티

부띠끄, 즉 HB 영역으로 변화할 수 있다. 물론 여기에는 각 사업부가 상품개발, 운용, 성과평가, 마케팅, 인력유지 및 보상 등 모든 면에서 완전히 독립적인 기능을 유지해야 의미가 있다. 그리고 SB 영역에 포함되는 회사에서 전문적인 능력을 키우고 인정받아 왔던 개인들이 독립해 소규모 부띠끄를 창업함으로써 HF 영역으로 넘어올 수 있다. SB 영역에서 경험을 쌓았던 개인들이 투자자문/일임 전문회사를 창업해 경험을 더 축적한 후 HF 영역으로 넘어올 수도 있다. 이러한 방법은 최근 국내 자산운용시장에서도 나타나고 있는 흐름이다. 현재 시장에 진입해 있는 부동산, 특별자산 전문운용사들이 이러한 흐름으로 성장해 왔다.

<그림 XII-8> 국내 자산운용산업의 바람직한 변화 및 성장 과정



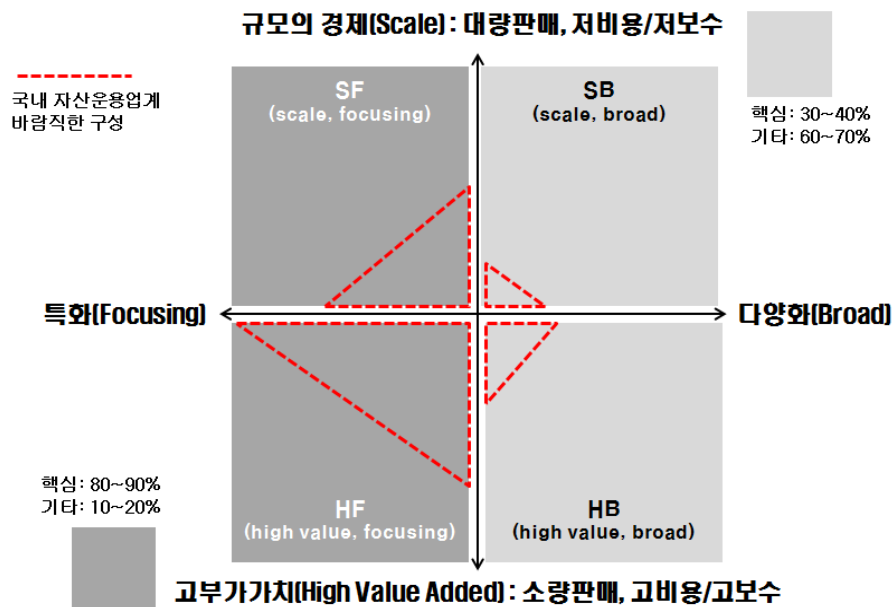
다만 HF 영역에 지금보다 더 많은 회사들이 유입된다면 특화의 방향성 역시 지금보다 더 다양해져야 한다. 현재 국내 자산운용업계의 특화는 대부분 기존 증권형펀드 중 주식형 또는 채권형에 특화하거나 부동산 또는 특별자산에 특화하는 것으로 제한되어 있다. 향후에는 특화하는 자산군의 범위가 넓어짐과 동시에, 투자스타일, 투자접근법, 상품형태, 고객군 및 지역 등으로 특화의 차원이 넓혀질 필요가 있다. 즉, ETF나 인덱스펀드 특화, 절대수익추구 펀드(헤지펀드 포함) 특화, 퀀트 투자방법론 특화, 고객 맞춤형 상품 (각종 솔루션 포함) 특화, 특정 고객군 특화 등 다양한 방향으로 특화할 수 있다.

둘째 단계는 산업구조의 다양화가 어느 정도 진전된 다음 개별 회사들의 규모가 커지는 등 동적으로 성장하는 과정이다. 이 과정에는 회사들이 새로운 시장이나 수요를 개척해 규모를 키우거나, 자체역량이 부족할 경우 자본력을 바탕으로 적극적인 M&A를 통해 성장할 수 있다. 우선 HF 영역에서 경쟁력을 키운 소규모 회사들이 M&A 과정을 통해 성장할 수 있다. 예를 들어 HF 영역에 있는 회사들 중 서로 다른 분야에서 특화한 회사들, 즉 이종 HF간 M&A를 통해 HB 영역(멀티부띠끄)으로 진화할 수 있다. 이와 달리 HF 영역에 있는 회사들 중 동일한 분야에서 특화한 회사들, 즉 동종 HF간 M&A를 통해 SF 영역으로 진화할 수도 있다. 한편 규모의 경제를 추구하는 SB와 SF 영역에 위치해 있는 회사들도 자체적으로 새로운 시장을 개척하거나, 여의치 않을 경우 적극적인 M&A를 통해 성장할 수 있다. 우선 이 영역의 회사들이 국내 자산운용시장으로 목표시장을 국한한다면 이 영역 내에 포함되는 회사 간 M&A가 필요하다. 우선 SF 영역 내에 있는 회사라면 동종 SF간 M&A를 통해 규모를 더 키울 수 있을 것이며, 이종 SF간 M&A를 통해 SB 영역으로 넘어갈 수도 있다. 물론 SB 영역 내에 있는 대형회사들 간의 M&A도 가능할 것이다. 만약 SB와 SF 영역 내에 있는 회사들이 국내 자산운용시장만으로는 회사의 성장에 한계가 있다고 판단한다면 적극적으로

해외에 진출해야 한다. 국내 시장에서 회사들이 규모를 키우고 브랜드 가치를 올리게 되면 현재보다는 해외시장 개척이 쉬워질 수 있을 것이다. 만약 회사 내부의 힘만으로는 해외시장 개척이 어렵다면 궁극적으로 해외의 소규모 부띠끄들을 인수하는 전략이 필요하다. 이는 물론 특정한 분야에 전문화된 부띠끄들을 전제로 한다.

이처럼 자산운용산업이 다양화와 동적인 성장을 거쳐 궁극적으로 지향할 수 있는 구조는 아래 <그림 XII-9>와 같은 모양이 될 수 있을 것이다. 최상위 소수의 국제경쟁력을 갖춘 대형 종합운용사(SB)와 역시 적은 숫자의 멀티부띠끄(HB), 거기에 숫적으로는 가장 많은 부띠끄(HF)와 대형 특화사(SF)로 구성되는 것이 가장 균형미가 있는 산업구조가 될 것으로 본다.

<그림 XII-9> 국내 자산운용업계의 바람직한 산업구조



다. 자산운용업 산업구조 변화를 위한 과제

국내 자산운용산업의 구조변화를 위해서는 결국 자산운용회사들의 노력이 가장 중요하다. 정부가 기본적인 환경을 제공할 수는 있지만 사업모델을 선정하고 추진하는 것은 회사들의 몫이기 때문이다. 자산운용산업 구조변화의 핵심은 특화, 효율화, 대형화, 그리고 해외의 새로운 시장 개척으로 요약할 수 있다. 이를 위해 자산운용회사들에게 요구되는 것은 다음과 같다.

첫째, 개별 자산운용회사의 최고 의사결정권자가 운용철학과 사업모델에 대한 확고한 의지를 가지고 있어야 한다. 이는 추상적인 개념이기는 하지만 무엇보다 중요한 요소이다. 자산운용산업 구조변화의 핵심들을 달성하기 위해서는 인내와 시간, 그리고 충분한 자본력이 절대적으로 필요한데, 이는 최고 의사결정권자의 의지에 좌우될 수밖에 없다.

둘째, 어떤 사업모델이던지 충분한 자본력을 축적하는 것이 매우 중요하다. 물론 자산운용회사들이 시장에 진입하는 요건으로서의 자본금은 최소수준만 충족하면 될 것이다. 그러나 일단 시장에 진입해 이익을 남기기 시작하면 이를 내부유보를 통해 축적해 둘 필요가 있다. 소규모 운용회사가 특화 사업모델로 방향을 잡거나, 대형 종합운용사가 해외시장을 개척할 때 등 정착기와 성장기에 충분한 자본력은 외부의 충격에 흔들리지 않는 버팀목이 될 수 있다. 궁극적으로 대형사의 경우 기업공개까지 고려해 볼 수 있다.

셋째, 자산운용업도 여타 기업들과 마찬가지로 항상 성장기회를 도모해야 함을 인지하고 있어야 한다. 성장은 기업의 본질이기에 자산운용회사들도 항상 투자기회를 모색해야 한다. 여기에는 국내에서 자산운용회사들 간의 동적인 합종연횡이 끊임없이 벌어져야 함은 물론, 규모가 큰 회사들은 해외 자산운용회사의 인수기회도 적극 모색해 봐야 한다.

넷째, 본격적인 투자기회가 도래하기 이전에는 자기자본의 효율적인 활용이 매우 중요하다. 예를 들어 특화와 해외시장 개척을 위해서는 자사 프로젝트 펀드에 자기자본을 시드머니 형식으로 투입해 트랙레코드를 만들어 가는 과정이 반드시 필요하다. 이러한 과정을 통해 만들어진 자산운용회사들의 운용경험은 국민연금 등 국내 연기금의 해외자산에 대한 위탁운용권 뿐만 아니라 해외고객을 확보하는데도 매우 중요한 역할을 할 것이다.

정부가 추진해야 할 정책과제는 자산운용회사들이 스스로 산업구조를 바꿔나가는데 필요한 부분들에 집중하면 될 것이다. 우선, 자산운용회사들이 특화, 대형화, 국제화 등을 추진하는데 있어서 필수적인 것이 자기자본의 효율적인 활용인데 이를 위해서는 현행 자산운용회사에 적용하는 영업용순자본비율(NCR)의 최저수준을 낮춰줄 필요가 있다. 물론 정책적으로 NCR을 낮춰주는 것과 자산운용회사들이 자기자본을 늘려가는 것은 별개의 문제이다. 그리고 자산운용회사들이 자기자본을 자사 펀드에 시드머니로 투자할 때 적용되는 편입자산 규제를 축소할 필요가 있다. 자본 안정성을 위해 자기자본으로 투자할 수 있는 자산의 종류를 엄격히 제한하고 있는데, 예외적인 투자에 한해 이를 완화해 주는 것도 검토해 볼 수 있을 것이다. 마지막으로 자산운용회사들의 특화를 유도하기 위해 단종 영업권의 범위를 현행 부동산과 특별자산에서 더 세분화하는 것도 검토해 볼 수 있다. 그러나 언제까지 정부 주도 하에 특화를 강제화할 것인가라는 의문이 제기될 수 있다는 측면에서 이러한 접근방법은 장기적으로 피하는 것이 바람직하다.

XIII. 판매 채널

1. 판매채널의 현황과 문제점
2. 개방형 판매채널의 도입
3. 펀드슈퍼마켓: 발전 로드맵

XIII. 판매채널

1. 판매채널의 현황과 문제점

외환위기를 전후하여 펀드의 제조와 판매를 분리하는 제판분리정책이 시행되면서 국내 펀드산업은 도약의 발판을 마련하면서도, 기존 금융회사의 판매채널을 활용하는데 정책 초점이 맞추어짐에 따라 은행 및 증권 중심의 판매채널이 형성되기 시작하였다. 아래 표에서 보듯이 공모펀드는 증권과 은행이 시장을 크게 양분하고 있고 사모펀드는 증권사가 대부분을 판매하고 있으며 자산운용회사의 계열 보험 및 은행이 계열 운용회사의 펀드를 판매하는 비중은 은행과 보험의 경우 거의 50%에 육박하고 있다.

<표 XIII-1> 국내 펀드 판매채널 현황

(단위: %)

		증권	은행	보험	기타
판매채널별 펀드 판매 비중	공모	49.9	43.6	3.9	2.6
	사모	78.8	6.8	4.5	9.9
	전체	62.2	28.0	4.2	5.7
판매채널별 계열 운용회사 펀드 판매 비중		23.5	45.1	49.9	-

주 : 2013년 5월말 기준
자료: 금융투자협회

이는 제판분리정책 도입 과정에서 투자자보호나 서비스 차별화를 위한 독립적인 판매채널 등에 대한 정책적 고려의 부족과 관련이 있다. 그러다 보니 투자자들은 선택권 제한과 높은 판매 수수료/보수를 지급하는 가운데, 판매계열사가 없는 중소형 자산운용회사들은 판매망 확보가 어려워지면서 자산운용시장 전반적으로 수익률 중심의 경쟁구도가 정착되지 못하고 있다. 아래 표에서 보듯이 우리나라는 주요 선진국에 비해 주식형펀드 운용보수는 낮고 판매보수를 포함한 총비용(TER)은 높은 것으로 나타난다. 이는 계열 은행 혹은 증권회사의 존재 여부에 따라 자산운용회사의 성장 기회가 달라짐에 따라 가격경쟁이 일어나지 못한 결과로 해석될 수 있다.

<표 XIII-2> 주요국의 펀드 운용보수 및 총비용

(단위: %)

	채권형		주식형	
	운용보수	TER	운용보수	TER
Australia	0.61	0.63	1.09	1.17
France	0.66	0.85	1.04	1.22
Germany	0.70	0.79	1.05	1.17
한국	0.20	0.44	0.64	1.48
United Kingdom	0.79	0.88	1.07	1.18
United States	0.42	0.78	0.62	1.11

주 : 2002년 조사 기준, 한국은 2013년 6월 기준
 자료: 금융투자협회, The CityUK(2011)

아래 표는 설정액 상위 자산운용회사들은 주로 계열 증권회사나 계열 은행을 통해 자신들이 제조한 펀드를 판매하고 있음을 보여준다. 설정액 순위와 계열판매 순위가 크게 다르지 않다. 그러면서도 설정액 상위 자산운용회사의 펀드 운용수익률이 높지 않다. 이것을 보면 우리나라 자산운용시장은 계열사를 통해 펀드를 밀어내기로 판매하는 푸쉬마켓(push market) 성격이 매우 강하다.

<표 XIII-3> 설정액 상위 자산운용회사의 계열판매의존도

설정액 순위	계열 판매순위	계열 판매비중(%)	수익률 순위
1	14	41.64	24
2	12	42.22	40
3	3	77.78	5
4	2	79.75	12
5	17	28.86	9
6	8	56.11	23
7	6	67.84	16
8	4	75.13	34
9	7	66.24	14
10	20	19.93	45

주 : 1) 설정액 및 계열판매 자료는 2013년 6월말 기준, 수익률은 2013년 7월말 기준
 2) 수익률: 일반주식형 2년 수익률로, 설정액의 상한 및 하한 기준 없이 제로
 인에서 제공하는 모든 자산운용회사의 자료를 이용함
 자료: 금융투자협회, 제로인

이 같은 판매채널의 경직성은 판매회사들로 하여금 경기팽창기에 과도한 펀드 프로모션을 조장함으로써 결과적으로 금융위기 이후의 불완전판매 분쟁의 주요 원인을 제공하고 있다. 국내 펀드시장은 금융위기 이후 수탁고 정체를 지속하면서 지금까지 투자자로부터 신뢰를 회복하지 못하고 있다. 2009년 1분기 이래 투자자 이탈이 지속되고 있으며, 2011년부터는 KOSPI 주가가 1,900 이상에서는 규모에 차이는 있으나 주식형 공모펀드자금의 순유출이 지속되고 있다. 본 보고서는 이 같은 펀드자금 이탈이 단순히 경제 펀더멘털의 불확실성 때문이라고 보는데는 동의하지 않는다. 주식형 공모펀드가 순유출되는 동안에 ELS, DLS, 해외채권 등 중위험투자상품으로의 자금유입은 폭발적으로 늘어나고 있기 때문이다. 조금 더 구조적인 관점에서 펀드시장의 신뢰회복 문제를 접근할 필요가 있다.

2. 개방형 판매채널의 도입

가. 필요성

지금의 펀드 판매채널은 제판분리정책이 공급자 중심으로 도입되었기 때문에 접근성, 공정성, 비용효율성 면에서 투자자 관점에서 개선할 여지가 있다. 개방형 판매채널은 개념적으로는 접근성과 공정성, 비용효율성이 일정 수준 이상인 판매채널로 정의할 수 있는데, 지금의 판매채널은 오프라인 중심, 인바운드 중심의 판매채널로서 투자자의 접근성이 높지 않고, 모든 펀드상품이 진열되어 있지 않고 계열사 펀드 중심으로 판매 및 권유 행위가 이루어짐에 따라 공정경쟁 면에서도 개선의 여지가

있다. 또한 비용면에서도 다른 나라와의 단순 대비는 물론, 제공되는 서비스에 비해서도 판매보수가 높은 수준이다.

따라서 접근성 면에서 온라인슈퍼마켓제도를 다른 나라의 사례를 참고하여 도입할 필요가 있다. 온라인슈퍼마켓은 접근성을 높여주는 장점뿐만 아니라, 판매보수를 획기적으로 낮출 수 있는 여지를 제공하기 때문에 투자자의 편익 면에서 가지는 장점이 매우 높은 판매플랫폼이다. 더구나, 공정성 측면에서 중소형 자산운용회사들의 펀드까지 모두 판매하는 whole of market을 지향하는 펀드슈퍼마켓을 도입함으로써 지금까지의 폐쇄적인 판매채널과는 완전히 다른 개방형 판매채널 환경이 마련되는 것이다.

이 같은 개방형 판매채널은 나라마다 발전 경로가 다르다. 미국처럼 은행이나 증권회사 중심의 판매채널 자체가 견고하지 않은 경우에는 시장에서 자생적으로 개방형 채널들이 성장동력을 확보할 수 있었다. 그렇지만 유럽의 은행 혹은 보험중심의 금융시스템을 가진 나라들의 경우 개방형 판매채널이 자연발생적으로 성장하는데 한계가 있었으며, 결국 인위적으로 경쟁정책 차원에서 독립판매업자제도를 도입하는 것에 의해 성장할 수밖에 없었다. 그 결과는 펀드시장에서 경쟁촉진, 보수하락, 수익률 중심의 경쟁과 그로 인한 자산운용산업의 경쟁력 강화였다.

이런 점에서 도입을 추진하고 있는 펀드슈퍼마켓은 우리나라도 금융위기 이후의 약화된 투자자 신뢰를 회복하고, 개방형 판매채널의 확산을 통해 펀드산업의 활력을 제고하는데 중대한 기여를 할 것으로 판단된다.

나. 해외 사례: 영국

이하에서는 영국의 소매투자상품시장의 판매채널을 소개하고, 펀드슈퍼마켓의 발전방향에 대한 시사점을 얻기로 한다.

1) 소매투자상품 범위

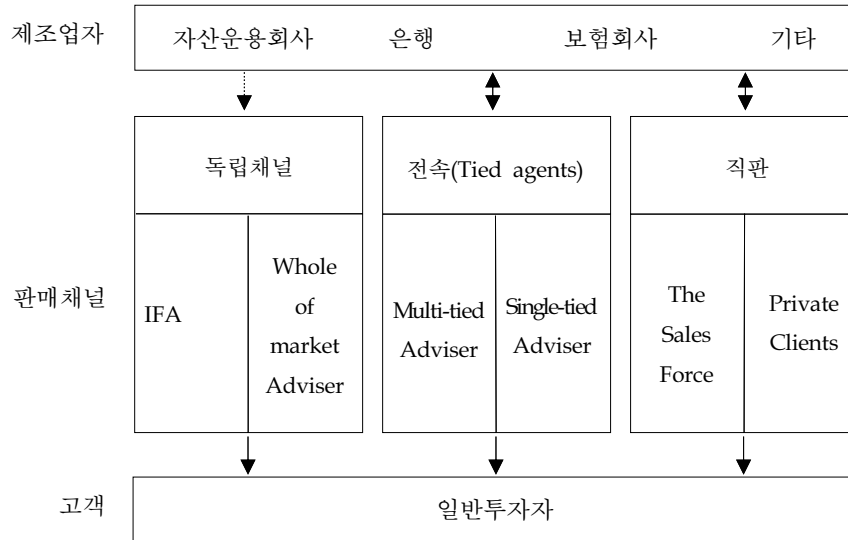
소매투자상품 판매자문업자는 일반투자자를 대상으로 투자상품을 판매 혹은 자문하는 것을 업으로 하는 자를 말한다. 여기서 소매투자상품(retail investment product)은 다음과 같은 투자성 보험상품과 일반 투자상품을 포함한다. 첫째, 생명보험상품(life policy)이다. 여기서 생명보험상품은 재보험상품이나 순수보장성보험을 제외한 장기저축성보험 및 연금상품을 의미한다. 둘째, 수익증권(unit)으로 투자신탁의 수익증권, ICVC(Investment Company with Variable Capital)의 지분을 포함한다. 셋째, 저소득층연금플랜(stakeholder pension scheme)으로 연금복지개혁법(the Welfare Reform and Pensions Act 1999)에 의거, 저소득층이 가능한 연금플랜을 포함한다. 넷째, 개인연금과 DC형 기업연금에 해당하는 플랜(group personal pension scheme)을 포함한다. 다섯째, ISA 같은 세제지원 개인저축투자상품을 포함한다. ISA는 영국의 생애주기형 저축투자상품으로 예금과 투자가 모두 가능하며, junior ISA와 성인 대상의 ISA가 있다. 여섯째, 상장기업의 유가증권(a security in an investment trust), 일곱째, 등록간접투자증권(any other designated investment which offers exposure to underlying financial assets, in a packaged form), 마지막으로 파생상품이 아니면서 인덱스 등과 연계되어 손익이 일정범위로 제한되는 구조화증권(a structured capital-at-risk product)을 포함한다.

결국, 판매자문업자는 투자정보협상품, 직간접투자상품, 파생상품이 아닌 구조화증권 등을 판매 혹은 자문하는 업자를 지칭한다. 그렇다면, 예금은 어떠한가? 동 규정에 따르면 소매투자상품 판매자문업자는 예금상품은 판매할 수 없는 것으로 보인다. 그런데, 영국의 PRA 규정에 따르면, 투자자문은 증권이나 계약형투자상품을 포함하거나(include), 이들로 구성된(consist of) 고객의 자산에 대해 자문을 하는 것으로 정의(article 37 of the Regulated Activities Order)하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 우리나라 투자자문업보다 포괄범위가 넓은 것으로, 가령 예금과 투자가 혼합되어 있는 포트폴리오에 대한 자문이 가능하다는 것이다. 이렇게 되면 소매투자상품 판매자문업자들은 고객 자산의 자산배분에 대한 자문을 하는 과정에서 예금상품에 대해서도 자문이 가능하다는 것을 의미하는 것으로, 사실상 모든 상품의 취급이 가능할 수 있다는 점에 주의할 필요가 있다.

2) 시장 구조

소매투자상품 시장 구조는 <그림 XIII-3>과 같다. LECC(2009)에 따르면, 소매투자상품 제조업자는 보험회사가 약 30%, 자산운용회사가 26%, 소매은행이 17%, 투자은행이 13%, 연금운용회사가 5% 정도의 비중을 차지한다. 이들은 크게 세 채널을 통해 판매한다. 첫 번째는 제조업자 직판 방법이다. 직판 비중은 전체 판매시장의 7% 정도이다. 두 번째는 독립채널이다. 독립자문업자(Independent Financial Advisor: IFA)가 이에 속한다. IFA는 제조업자와 관계가 없어야 하고 수수료를 수취하지 못한다. 독립채널 중에서 whole of market adviser는 IFA와 동일한 특성을 보유하지만, 고객에게 수수료 외에 보수옵션을 제공해야 한다는 IFA 요건이 면제되는 자문업자이다. 세 번째는 전속채널로서 하나의 제조업자의 상품을 판매자문하는 single-tied와 복수의 제조업자와 계약을 맺는 multi-tied adviser가 있다.

<그림 XIII-1> 소매투자상품 판매구조



3) 소매투자상품시장 현황

영국에서 실제 판매되는 소매투자상품에는 크게 채권, 인출상품, 상속재산, 전국민 저축투자계정(ISA), 장기생명보험, 기업연금, 개인연금, 구조화증권, 펀드 등이다. 이중 2011년에 많이 판매된 소매투자상품은 ISA로 전체 소매투자상품의 22%를 차지했으며, DC형 기업연금에 해당하는 그룹개인연금(12%), 애뉴이티(11%), 펀드(11%) 등이다. 그 밖에 개인연금, 저소득층 대상 stakeholder pension 등도 많이 판매되었다.

<표 XIII-4> 주요 소매투자상품 판매현황

투자상품		비중
Bonds	Other Bonds	3%
	Unit Linked Bond	4%
	With-profit Bond	1%
Decumulation Products	Annuities	11%
	Income Drawdown	2%
Endowments	Endowments	3%
ISA	ISA	22%
Long-term Care Insurance	Long-term Care Insurance	0%
Occupational Pensions	Occupational Pensions	6%
Personal Pensions	Group Personal Pension	12%
	Other Personal Pensions	3%
	Personal Pension	8%
	SIPP	7%
	Stakeholder Pension	6%
SCARPs	SCARPs	1%
Trusts and OEICs	Investment Trust	0%
	Unit Trust/OEIC	11%
Total		100%

주 : 2010년 판매건수 기준
 자료: FSA

소매투자상품의 판매는 제조업자가 직접 판매하는 경우와 제조업자와 분리된 제3의 판매채널이 판매하는 경우로 나눌 수 있으며, 소매투자상품을 판매하는 금융회사들은 제조를 겸한 경우와 그렇지 않은 경우 모두 가능하다. 금융회사별 판매실적을 보면, IFA를 포함한 개인투자회사(Personal Investment Firm: PIF)가 전체의 43%를 판매하며 소매투자상품 판매의 가장 큰 판매채널 역할을 하고 있다. 다음으로 은행과 building societies가 22%, 생명보험회사가 12%를 판매하여 이상의 빅 3 판매채널이 전체 판매의 2/3 이상을 점유하고 있다.

<표 XIII-5> 금융회사별 소매투자상품 판매 점유율

(단위: 백만건, %)

금융회사	2006	2008	2010	2010년 비중
은행 등	727.3	658.8	617.3	22.3
Investment Management	185.9	146.0	194.8	7.0
Life Insurer	438.2	356.9	347.3	12.5
Other Insurer	111.2	87.2	93.4	3.4
Personal Investment Firm	1,349.1	1,198.5	1,189.1	42.9
Professional firms	33.5	24.1	16.2	0.6
Securities & Futures	53.5	66.1	27.9	1.0
자문중개회사	58.2	97.3	109.2	3.9
CIS Administrator	44.3	63.7	50.7	1.8
Other	108.0	97.3	122.9	4.4
Total	3,109.1	2,795.8	2,768.8	100.0

주 : 판매건수 기준
자료: FSA

한편 소매투자상품은 크게 투자권유과정을 거쳐 판매되는 경우와 투자권유 없이 판매업자가 고객을 상대로 바로 판매(execution only)하는 경우로 크게 나눌 수 있다. 영국의 소매투자상품 판매의 66%가 투자권유자문서비스를 거쳐 판매되고, 투자권유 없는 직접 구매가 34%로 나타나 대부분의 소매투자판매가 투자자문을 받고 이루어지는 것으로 나타났다. 특히, 소매투자상품의 주된 판매채널인 PIF와 은행 판매의 경우 자문판매 비중이 매우 높게 나타나고 있다. 반면 생명보험회사, 증권회사 등은 자문판매보다는 자문이 없는 단순판매의 비중이 훨씬 높게 나타났다.

4) 핵심 판매채널: 개인투자회사(PIF)

가) PIF 현황

앞서 언급했듯이 영국에서 가장 큰 판매 및 자문채널은 전체 소매투자상품의 43%를 판매하고 있는 PIF(Personal Investment Firm)라는 개인투자회사이다. PIF는 유럽 건전성 규제 기준에 따른 경우 BIPRU 투자회사의 한 유형인데, 규모가 영세한 개인 중심의 small firm들이 대부분이다. 그리고 이 PIF 중에서도 가장 대표적인 판매채널이 잘 알려진 IFA(Independent Financial Advisor)이다. PIF에는 독립적인 판매 및 자문업무를 수행하는 IFA, 전속 혹은 복수전속 형태로 제한된 자문(restricted advice)을 수행하는 FA(Financial Adviser), 그리고 판매기능 없이 순수하게 자문업무만 수행하는 주선전문 중개기관(Arranging-only Intermediary(except stockbroker)) 등이 있다.

영국에서 자문을 제공하는 PIF는 2011년말 현재 5,482개로 나타났으며, 회사는 대부분 LC(Limited Company) 형태이다. 그리고 회사에 소속되어 소매투자상품 자문서비스를 제공하는 등록자문인(AR)은 8,590명

으로 나타났다. 그리고 IFA는 2011년 3월말 현재 5,237개 회사가 영업을 하고 있는 것으로 나타났다.

<표 XIII-6> 영국 금융자문회사 현황

(단위: 개사)

	자문 제공회사	LC	Sole Trader	Partner- ship	LLP	Public LC	기타	AR
2011	5,482	3,930	779	375	351	39	8	8,590
2010	5,448	3,857	788	402	338	46	17	8,707
2009	5,414	3,837	773	442	301	45	16	9,314
2008	5,575	3,920	816	492	280	52	15	9,392
2007	5,563	3,859	856	531	249	54	14	6,929
2006	5,182	3,521	847	558	182	57	17	6,469

주 : 1) AR: Appointed Representatives

2) LC: Limited Company

자료: FSA

PIF가 소매투자상품의 핵심적인 판매자문채널로 기능하고 있는 것은 이들의 업무단위가 투자자문(advising on investments)서비스는 물론, 소매투자상품에 대한 주선(arranging deals in investments), 그리고 일임운용(managing investments)서비스까지 동시에 제공할 수 있는 것과도 관련이 있다. 즉, 우리에게 잘 알려진 IFA는 투자자문과 판매, 운용업무까지 겸영이 제도적으로는 가능하다. 다만, 운용업무를 겸영하는 경우는 현실적으로 흔하지 않고, 자문과 판매를 겸영하는 경우는 앞서 <표 XIII-6>에서 PIF의 자문 없는 단순판매의 비중이 작지 않은데서 알 수 있듯이 일반적인 것으로 보인다.

나) 개인투자회사의 판매 특성

IFA를 비롯한 PIF가 소매투자상품을 판매하는 데는 다양한 투자상품 정보와 고객정보를 관리할 판매인프라가 필요하다. 그런데 IFA는 영세한 개인기업들로서 고정비가 많이 드는 판매인프라를 일일이 갖추는 것은 경제적이지 않다. 그래서 대부분의 개인투자회사들은 인터넷 판매플랫폼을 활용한다. 플랫폼 혹은 펀드슈퍼마켓은 소매금융투자상품을 판매하는 온라인몰로서 서비스의 범위에 따라 플랫폼 혹은 슈퍼마켓으로 분류되기도 하나, 두 비즈니스모델은 점차 수렴하고 있다. 플랫폼 혹은 펀드슈퍼마켓은 IFA가 고객의 포트폴리오를 조회하고 관리하는 목적으로 사용하는 서비스로, 상품의 매입과 매도, 투자자의 자산을 보호·관리를 하는 서비스를 제공한다. 플랫폼은 자문서비스 대상이 되는 자산유형(asset class)에 대한 광범위한 자문서비스가 제공되는 대신 펀드슈퍼마켓은 랩어카운트에 비해서는 취급하는 자산유형이 한정되어 있다. 사례로, 영국의 Master Adviser IFA Ltd는 고객을 세분하여 차별적 플랫폼을 사용한다. 투자 수준이 50,000파운드 이하인 경우, 펀드슈퍼마켓을 사용하며, 자산배분을 위해 펀드슈퍼마켓에 의해 제공된 stochastic modeller와 fund selection tools를 사용한다. 투자수준이 50,000파운드를 초과하는 경우 full wrap을 사용하며, 랩어카운트를 위해 제공된 자산배분과 fund selection tools는 이 고객들을 위해 사용된다.

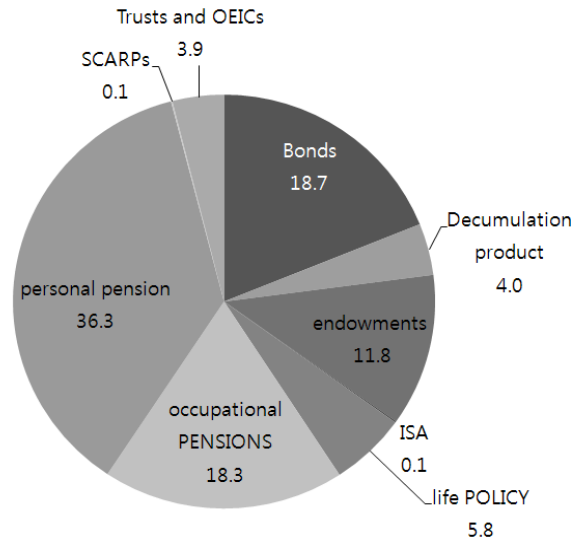
<표 XIII-7> 영국 주요 소매투자상품 판매플랫폼 현황

플랫폼제공자	펀드 수(개)	플랫폼 성격 구분
Abbey	700	Life company wrap
Cofunds	899	Fund supermarket
FundsNetwork	949	Fund supermarket
Nucleus	1,404	Pure wrap
Seven Investment Management	1,407	Pure wrap
Standard Life (FundZone)	701	Life company wrap
Transact	1,404	Pure wrap

자료: FSA

마지막으로 PIF가 판매하는 소매투자상품의 구성은 <그림 XIII4>와 같다. 가장 많이 판매하는 상품은 개인연금(personal pension)으로 PIF가 판매하는 소매투자상품 전체 판매량(건수 기준)의 36.6%를 차지하고 있다. 그 다음으로 채권과 우리나라 DC형 기업연금에 해당하는 group personal pension을 각각 18% 판매하고 있다. 대부분이 연금관련 상품이다. 펀드나 SCARPS 등 투자상품을 직접 판매하기보다 연금을 판매함으로써 시장에서 간접적으로 펀드 등 투자상품의 수요를 창출하고 있다는 것을 확인할 수 있다.

<그림 XIII-2> PIF의 판매상품 구성(2010)



주 : 2010년 4월~2011년 3월 기준
 자료: FSA

3. 펀드슈퍼마켓: 발전 로드맵

2013년 정부의 개방형 판매채널 도입 방안 발표에 따라 현재 펀드슈퍼마켓이 설립 추진 중에 있다. 2013년 7월 23일 기준 37개 운용사와 4개 펀드평가사, 증권 유관기관 등이 출자하여 2014년 상반기중 업무를 시작할 예정이다.

개방형 판매채널의 접근성, 공정성(독립성), 비용효율성 원칙에 따라 기존의 폐쇄형 판매채널과는 다른 판매환경을 제공하는 것을 목적으로 하고 있다. 접근성 면에서는 온라인 전용 슈퍼마켓으로 출범함으로써

비용효율성을 직접 제고할 것으로 보인다. 펀드슈퍼마켓 전용 펀드 클래스를 설정하여 판매비용을 획기적으로 낮춘다는 계획이다. 기존 폐쇄형 판매채널이 부수적으로 영위하던 온라인몰에서의 온라인펀드와도 비용면에서 차별화될 수 있게 오프라인 펀드 대비 1/3 수준으로 판매보수를 낮춘다는 것이다. 접근의 편의성을 향상시키기 위하여 인터넷 사용이 가능한 모든 잠재 투자자들이 쉽게 이용할 수 있는 환경을 제공하고, 강력한 펀드 비교·검색 기능, 투자자별 포트폴리오 및 위험관리 툴 제공, 개별 펀드에 대한 다양한 정보를 제공한다.

공정성(독립성)을 위해 모든 자산운용회사의 공모펀드를 모두 판매할 것으로 보인다. 이렇게 될 경우 펀드슈퍼마켓에 펀드 투자를 위한 증권계좌를 개설하면 투자자들은 펀드슈퍼마켓 온라인망을 통해 국내 자산운용회사들이 운용하는 거의 대부분의 펀드 상품을 비교해 구입할 수 있을 전망이다. 이는 여러 펀드에 투자하기 위해 복수의 증권계좌를 개설해야 하는 폐쇄형 판매채널과는 분명히 구별되는 접근성과 편의성이다.

물론 펀드슈퍼마켓은 기존 판매관행이나 기존 판매업자와 경쟁 과정에서 어려움도 예상된다. 무엇보다, 실명확인에 따른 불편을 꼽을 수 있다. 펀드슈퍼마켓을 이용하기 위해서는 계좌를 개설해야 하는데 금융실명제법 하에서는 펀드슈퍼마켓이 직접 계좌개설이 불가능하다. 또한 펀드슈퍼마켓은 온라인에서 스스로 펀드를 고르고 투자결정을 해야 하기 때문에 온라인 접근성과 금융에 관한 지식이 어느 정도 있어야 한다. 이런 점에서 펀드슈퍼마켓은 그 확장성에 한계가 분명히 있다. 마지막으로, 기존 펀드 판매회사와의 갈등으로 기존의 오프라인 판매채널을 통한 펀드 판매가 어려워지는 자산운용회사들이 나올 가능성 또한 문제점으로 지적된다. 독립계 중소형 자산운용회사의 경우 펀드슈퍼마켓에서 펀드를 판매하면 기존 판매회사를 통한 펀드 판매는 어려워질 가능성이 존재한다.

결국, 이 같은 과제들을 어떻게 해결하느냐에 따라 국내에서 개방형 판매채널의 확산 여부가 결정될 것이다. 다만, 개방형 판매채널은 투자자 편익, 건전한 시장경쟁, 자산운용산업의 경쟁력 제고 면에서 그간의 폐쇄적 판매채널에 비해 우월한 제도이므로, 펀드산업정책 관점에서 정부는 중장기적인 발전로드맵을 제시하고 정책의지를 보이는 것이 중요하다.

본 보고서는 투자자의 시장 접근성과 투자자보호를 충족시키는 펀드슈퍼마켓 설립을 위해 아래에서 펀드슈퍼마켓 설립을 위한 3단계의 발전전략을 제시한다.

1단계는 whole of market을 충족하는 BTC 펀드슈퍼마켓 설립하는 것이다. 현행 판매채널의 가장 큰 문제점은 계열사 펀드 중심으로 제한된 펀드만을 진열·권유하고 판매함에 따라 투자선택권이 제한되고 운용능력 있는 중소자산운용회사들의 시장진입이 어렵다는 점이다. 따라서 시중의 모든 펀드가 진열되고 판매될 수 있도록 모든 자산운용회사의 펀드슈퍼마켓 설립 참여를 유도하는 것이 핵심 과제일 것이다. 펀드슈퍼마켓의 출자자를 모든 자산운용회사로 확대하고, 지배주주 없는 지배구조를 구축하는 것은 이를 위한 불가피한 선택으로 판단된다. 아울러, 금융실명제도의 본래 취지를 훼손하지 않은 상태에서, 온라인슈퍼마켓의 실명확인 불편을 완화해주는 방안들을 모색해야 할 것이다. 가령, 금융실명제법 개정 없이도 가능한 '가상연계좌와의 이중 금융회사간 개설' 허용 등을 해결방안으로 고려해볼 수 있다.

2단계는 BTB 모델 확산을 통해 고객기반을 확대하는 것이다. 펀드슈퍼마켓 1단계는 투자자들이 자기주도 아래 인터넷을 통해 직접 펀드를 구매하는 단계로, 인터넷 쇼핑을 할 수 있고, 금융 및 펀드지식이 일정 수준 이상인 투자자들로 고객기반이 한정된 BTC 비즈니스 모델이다. 2단계 발전은 고객기반이 금융지식의 부족으로 자기주도투자(DIY)가

어려운 투자자들로 확대되는 단계로, 투자자문서서비스가 결합될 때 비로소 실현이 가능하다. 이를 위해서는 독립투자자문업제도 도입 등의 제도 개선이 필요할 것이다.

3단계는 종합자산관리 platform으로의 발전이다. 펀드만을 자문, 판매하는 펀드슈퍼마켓은 투자자의 다양성을 충족시키는 측면에서 성장의 한계를 가지는 바, 펀드슈퍼마켓은 펀드, 연금, 기타 투자상품 등을 종합적으로 판매하는 생애자산관리 플랫폼으로 발전할 필요가 있다. 이를 위해서는 금융상품 제판분리정책의 재검토, 금융상품자문업제도의 도입 등이 필요하다.

XIV. 자산운용 국제화

1. 자산운용 국제화의 현황 및 주요 이슈
2. 자산운용 국제화 추진전략
3. 자산운용 국제화를 위한 과제

XIV. 자산운용 국제화

2000년대 들어 빠르게 성장하던 국내 자산운용산업은 2008년 글로벌 금융위기 이후 대내외적으로 증폭된 금융시장의 변동성과 이로 인한 투자자의 자금이탈에 따라 고전을 면치 못하고 있는 실정이다. 국내 펀드 시장은 자산운용산업이 발전한 아시아 주요 국가들에 비해 아직은 규모가 상대적으로 작고, 자산운용의 경쟁력도 낮은 것으로 나타난다. 또한 2000년대 이후 일정 정도 국제화가 이루어지긴 하였으나, 여전히 내수 중심의 자산운용 산업 구조를 가지고 있다. 이러한 상황에서 APEC 차원에서 진행되고 있는 아시아 펀드패스포트(Asia Region Funds Passport: ARFP) 도입 논의는 내수 중심의 구조를 가지고 있는 국내 자산운용업계의 근본적인 체질 변화를 요구하고 있다.

이러한 국내 자산운용산업이 직면한 여러 문제에도 불구하고 고령화 사회로의 구조적인 변화로 인해 향후 급증할 것으로 예상되는 퇴직연금 또는 개인연금 시장, 풍부한 기관투자자의 자금, 저금리 기조 등 제반 사회경제적 여건변화는 향후 자산운용산업의 재성장 가능성을 보여주고 있다.

자산운용의 국제화는 이와 같은 사회경제적 구조 및 대외적인 환경변화에 효과적으로 대응할 수 있는 전략 중의 하나이다. 이 관점에서 보면 자산운용의 국제화는 수요기반과 운용자산의 국제화를 통해 고령화 및 저성장·저금리 시대에 새로운 성장동력을 창출하고 이에 기반하여 경제적인 부가가치를 창출하고자 하는 전략이다. 구체적으로 자산운용의 국제화는 적극적인 해외진출을 통해 해외자산 운용경험을 축적하여 자산운용업계의 운용 경쟁력을 제고시키고, 중장기적으로는 해외 투자자의 자금을 적극 유치하여 고객의 기반을 확대하는 전략을 의미한다. 즉 자산운용의 국제화의 핵심은 수요기반과 운용자산의 국제화로 요약할 수 있다.

이러한 자산운용의 국제화는 기존의 금융허브 또는 금융중심지 전략과는 적극적인 해외진출에서 성장동력을 찾는다는 점에서 차이가 있다. 금융허브 또는 금융중심지 전략은 기본적으로 해외 유수의 자산운용회사를 국내에 유치하여 그에 따른 경제적 가치창출 효과와 국내 자산운용업계의 효율성 증진을 목적으로 한다. 이러한 전략의 결과 실제로 자산운용회사의 1/4 가량이 외국계 자산운용회사이며, 해외투자 펀드도 2000년대 중반 이후 급증하는 등 표면적인 자산운용의 국제화는 어느 정도 진전이 되어 있는 상태이다. 하지만, 국내 자산운용회사가 운용하는 펀드의 고객은 대부분 국내 투자자이며, 해외투자 펀드 역시 국내 자산운용회사보다는 외국계 자산운용회사의 비중이 상대적으로 높은 수준이다. 또한 국내 자산운용회사의 해외진출 역시 전반적으로 상당히 초보적인 상태에 머물고 있어 적극적인 의미에서 자산운용의 국제화는 미흡한 실정이다.

따라서, 내수 중심의 시장구조를 탈피, 해외진출을 통해 국내 자산운용업계의 시장을 확대하고 국제경쟁력을 높일 필요가 있다. 그리고, 이러한 자산운용 국제화를 통해 국내외 퇴직자산 및 기관투자자의 다양한 투자수요에 부응하고, 적극적으로 잠재적인 펀드수요가 있는 목표시장을 발굴하여 펀드시장을 확대함으로써 경제적인 부가가치를 창출할 수 있다.

이 보고서에서는 단계적인 자산운용의 국제화, 해외 현지 운용사와의 합작회사 또는 인수합병을 통한 적극적인 해외진출, 잠재적인 아시아 목표시장 발굴, 그리고 대체투자 운용능력을 통한 자산운용 중심국 지향 등의 구체적인 추진전략을 제시한다. 이러한 구체적인 추진전략을 통해 자산운용회사는 국제적인 자산운용회사로, 더 나아가 우리나라는 아시아 유수의 자산운용 중심지로 자리매김할 수 있을 것이다. 또한 투자자들에게는 펀드상품의 다변화를 통한 분산투자 및 자산축적 기회를 제공하고, 전후방 산업연관효과로 인해 새로운 경제적인 부가가치를 창출할 수 있는 자산운용산업구조를 조성할 수 있을 것이다.

자산운용 국제화에 대한 논의는 다음과 같이 구성되어 있다. 우선 다음 절에서는 자산운용 국제화의 현황 및 주요 이슈에 대해 알아보고, 이후에는 자산운용 국제화의 추진전략 및 이를 실행할 수 있는 정책과제에 대해 논의하고자 한다.

1. 자산운용 국제화의 현황 및 주요 이슈

가. 상대적으로 작은 내수시장 및 낮은 국제경쟁력

우리나라의 펀드시장은 2000년대 들어 비약적인 성장을 하였으나 여전히 자산운용산업이 발전한 아시아 주요 국가들에 비하면 작은 시장이라고 할 수 있다. 아시아 태평양 지역 전체 펀드시장에서 우리나라가 차지하는 비중은 4.6%로 호주(29%), 싱가포르(20.7%), 홍콩(20.4%), 일본(15.0%)은 물론 중국(6.8%)보다도 낮은 6번째 수준이다. 이 중에서 호주는 우리나라와 GDP 규모가 가장 유사한 나라인데, GDP 대비 금융자산의 비중은 우리나라가 835%로 호주의 683%보다 더 높지만 GDP 대비 펀드자산의 비중은 퇴직연금의 발달로 펀드시장이 발전한 호주의 약 1/6수준이다. 투자일임을 포함할 경우 비중은 약 40%로 두 배가량 늘어나지만 여전히 호주의 1/3 수준으로 낮은 수준이다.

한편, 싱가포르, 홍콩, 호주 등 국제적인 자산운용의 중심지로 입지를 구축했거나, 구축하려는 나라들에 비해 펀드시장의 규모는 작지만 다른 아시아 국가들에 비해서는 펀드시장의 규모가 작다고는 할 수 없다. 다만, 아시아 펀드 패스포트와 같은 국제적인 논의가 진행되고 있는 상황에서 잠재적인 경쟁 국가들과 비교하면 우리나라 펀드시장의 규모가 성장잠재력에 비해서는 작다는 점을 지적하고자 하는 것이다.

WEF에서 발표된 금융발전도 역시 홍콩, 싱가포르, 호주, 일본 등 아시아 주요국에 비해 낮은 수준이다. 그리고, <표 XIV-1>, <표 XIV-2>와 <그림 XIV-1>에서 보는 바와 같이 우리나라는 아시아 지역 내에서도 일본, 홍콩, 싱가포르, 중국, 호주에 비해 국제금융센터로서의 경쟁력이 떨어질 뿐만 아니라 자산운용산업의 경쟁력도 떨어지는 것으로 나타난다.⁸⁸⁾

<표 XIV-1> 국가별 펀드시장 규모 및 금융발전도 비교

국가	금융자산/GDP (%)	펀드규모/GDP 비중(%)	WEF 금융발전 지수 2012
호주	683.0	124.0	5위
일본	1,077.0	18.3	7위
인도네시아	110.0	2.2	50위
대만	1,093.0	11.5	N/A
태국	370.0	19.1	34위
홍콩	3,047.0	417.0	1위
싱가포르	940.0	475.0	4위
말레이시아	447.0	50.9	18위
필리핀	285.0	1.4	49위
한국	835.0	20.8	15위

주 : 2011년 기준

자료: EIU, IMF, ITA, MAS, SFC, World Bank, WEF

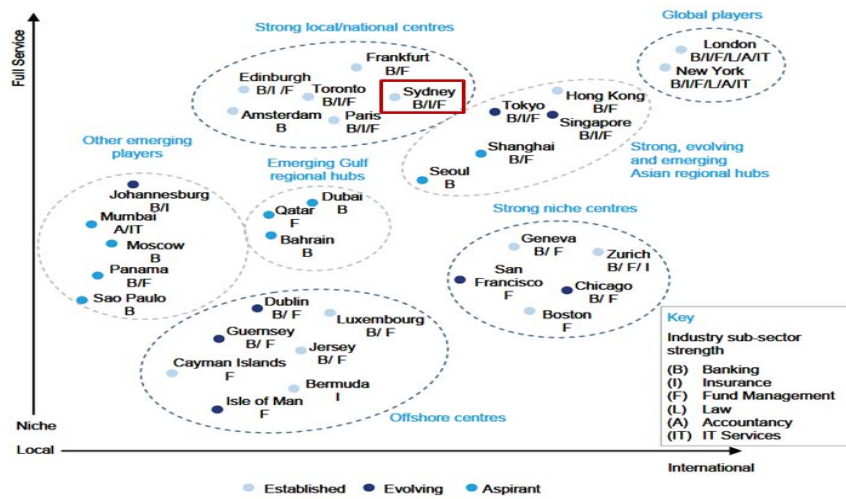
88) IFCD Index는 2010년부터 중국 신화통신과 미국 시카고 CME 그룹 다우 지수가 협력하여 세계 45개 지역 국제금융센터를 대상으로 금융시장, 산업지원, 서비스 수준, 종합환경평가, 성장발전 분야 등 5개 분야에 대한 점수와 순위를 매겨 발표하는 지수이다.

<표 XIV-2> IFCD Index 순위

2011년 순위	도시	점수
1	미국 뉴욕	87.69
2	영국 런던	85.96
3	일본 도쿄	85.81
4	중국 홍콩	82.18
5	싱가포르	74.53
6	중국 상하이	71.42
7	프랑스 파리	71.37
8	독일 프랑크푸르트	64.40
9	호주 시드니	57.08
10	네덜란드 암스테르담	54.70
14	중국 베이징	53.16
21	중국 선전	42.53
24	한국 서울	41.33

자료: S&P Dow Jones Indices(2012)

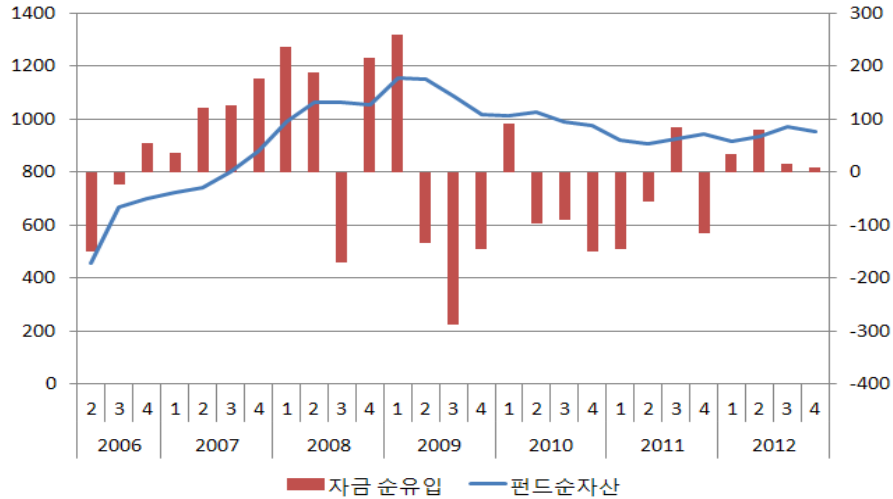
<그림 XIV-1> 국제 주요 금융센터간 비교



자료: Australian Financial Centre Forum(2009)

<그림 XIV-2> 국내 펀드순자산 및 자금 유출입 추이

(단위: 천억원)



주 : 2006년 5월부터 2012년까지 분기별 자료
 자료: 금융투자협회

무엇보다도 우리나라 자산운용산업은 2008년 글로벌 금융위기의 여파와 유럽 재정위기 등으로 증폭된 금융시장의 변동성으로 인해 투자자금이 지속적으로 유출되는 등 2000년대 중반의 활력을 좀처럼 되찾지 못하고 있다.

이러한 점에서 국내 자산운용산업은 상대적으로 작은 시장규모와 낮은 국제 경쟁력과 같은 구조적인 측면의 문제, 그리고 대외적인 요인에 의한 금융시장의 변동성 증가로 인한 투자자금의 유출과 이로 인한 성장동력의 상실 등 어떻게 보면 삼중고에 시달리고 있다고 할 수 있다. 반면, 금융위기 이전의 고성장 이력, 고령화 사회로의 구조적인 변화로 인한 퇴직연금 또는 개인연금 시장의 성장여력, 풍부한 기관투자자의 자금, 저금리 기조 등 사회경제적 여건변화는 향후 자산운용산업의 재성장 가능성을 보여주고 있다.

나. 높은 성장 잠재력 대비 소극적인 해외진출

2013년 6월말 현재 국내 84개 자산운용회사 중에서 해외에 진출한 운용사는 11개사이며, 진출 사례는 총 27건이다. 해외진출의 형태는 단순한 연락사무소(8건)보다 실제 수익창출을 목적으로 하는 현지법인(18건)을 설립하는 경우가 다수를 차지하고 있다.

<표 XIV-3> 자산운용회사 해외진출 현황

(단위: 건)

구분	자산운용회사				
	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
현지법인	14	15	16	17	18
지점	0	0	0	0	0
사무소	7	7	9	10	8
계	21	22	25	27	26

자료: 금융투자협회, 각사 홈페이지

연락사무소 또는 현지법인의 주요 업무는 시장조사 및 자문, 그리고 자산운용업무인데, 자산운용 업무의 경우 국내 해외투자펀드를 현지에서 위탁하는 경우가 대부분이며, 그 규모 또한 크지 않은 상황이다. 또한 해당 지역의 현지 투자자에게 국내에서 설정된 펀드를 판매하는 국내 펀드의 역외판매 업무는 매우 미약한 것으로 파악되고 있다.⁸⁹⁾ 이와 같은 국내 자산운용회사의 해외진출 현황은 우리나라 자산운용회사의 해외진출이 아직까지는 초보적인 단계의 머물러 있음을 보여주고 있다. 다만, 일부 자산운용회사들의 경우 적극적인 해외진출 전략을 구사하면서 국외 운용자산과 현지법인을 통한 펀드판매가 크게 늘어나고 있다.⁹⁰⁾

89) 2011년말 기준 우리나라에 등록된 역외펀드의 수는 280개이나 해외에 등록된 펀드의 수는 2개에 불과하다.

이에 반해 해외 자산운용회사의 국내 진출은 2000년대 중반 국내 펀드산업의 성장과 함께 꾸준히 증가하고 있다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 중에 해외 자산운용회사 5개사가 국내에 진출하면서 가장 활발하게 진입하였으며, 이후에는 비교적 안정적인 수준을 유지하고 있다. 그 결과 2013년 6월말 현재 국내에 진출한 외국계 자산운용회사의 수는 총 21개사로 전체 자산운용회사 84개사 중 25%에 해당하며, 운용규모는 전체 운용규모의 약 18%를 차지하고 있다. 이처럼 아직까지는 국내 자산운용회사의 해외진출보다는 해외 자산운용회사의 국내진출이 더욱 활발하게 이루어지고 있는 상황이다.

<표 XIV-4> 외국계 자산운용회사의 추이

(단위: 개사)

	외국계(A)	전체(B)	외국계비율(A/B)
2004	11	47	23.4%
2005	12	46	26.1%
2006	14	46	30.4%
2007	15	49	30.6%
2008	20	51	39.2%
2009	23	63	36.5%
2010	22	71	31.0%
2011	23	81	28.4%
2012.12	21	83	25.3%
2013.6	21	83	25.3%

주 : 외국인이 지분 50% 이상을 보유한 자산운용회사를 외국계 자산운용회사로 정의

자료: 금융투자협회

90) 미래에셋자산운용은 2003년 홍콩에 미래에셋자산운용홍콩을 설립한 이후 인도(2006), 영국(2007), 미국(2008), 브라질(2008), 대만(2011), 캐나다, 호주, 중국(2012) 등에 진출, 10개 현지법인과 2개 사무소를 두고 있다. 또한, 2008년에는 중국 본토에 투자할 수 있는 외국인투자자자격(QFII)를 획득하였다. 그 결과 2012년 5월 기준 미래에셋자산운용의 해외 설정 운용자산 규모는 6조원에 달한다. 이외에도 트러스트자산운용은 싱가포르(2007)에, 에셋플러스자산운용은 미국(2011)에 합작회사를 설립하였다.

한편, 전체 운용자산의 62% 정도를 차지하는 상위 10대 자산운용회사 중 외국계 자산운용회사는 2개사, 전체 운용자산의 81%를 차지하는 상위 20대 자산운용회사로 확대하더라도 외국계 운용사는 3개사에 불과하다. 이는 세계 유수의 자산운용회사들이 상위그룹을 형성하고 있는 싱가포르, 홍콩, 호주와는 달리 국내에 투자기반과 판매채널이 부족한 외국계 운용사들이 국내에서 고전하고 있음을 시사한다.⁹¹⁾ 이처럼 국내 자산운용회사들이 국내시장을 선점하고 있고, 그 결과 7개 국내 자산운용회사들이 세계 500대 자산운용회사에 포함될 만큼 대형 자산운용회사도 존재한다.⁹²⁾ 그리고 퇴직연금이나 개인연금 시장과 같이 잠재적인 투자수요 또한 풍부하다.

이와 같은 점들을 감안한다면 향후 국내 자산운용회사들의 성장 잠재력은 매우 높다고 할 수 있다. 하지만, 국내 자산운용회사들의 소극적인 해외진출은 그간 국내 자산운용회사들이 안정적인 투자기반과 판매채널이 구축되어 있는 국내 시장에 안주한 결과일 수도 있다.

다. 국내 투자수요 중심의 해외 투자자산 운용

2004년만 하더라도 국내 투자자에게 판매되는 해외투자펀드의 수는 25개, 순자산 규모는 7천억원에 불과하였다. 그러나, 이후 펀드수와 투자규모가 급증하기 시작하여 2013년 6월말 현재 1,384개 해외투자펀드가 있으며, 운용규모가 45조원에 달하고 있다. 이러한 국내 해외투자펀드

91) 실제로 2007년 한국 맥쿼리IMM자산운용을 인수하면서 국내 시장에 진출한 골드만삭스자산운용은 5년 연속 투자손실을 보면서 결국 2012년 한국 시장에서 철수하였다.

92) Towers Watson(2012)의 자료에 의하면 세계 500대 자산운용회사에 홍콩은 1개사, 호주는 23개사, 일본 21개사, 한국 7개사, 중국 11개사 등이 포함되어 있다.

시장 규모는 전체 펀드 순자산의 약 14%에 해당하며, 펀드수 기준으로는 약 13% 수준이다. 국내외 혼합투자 펀드까지 감안하면 전체 펀드수의 약 20%, 전체 펀드 순자산의 약 17%를 차지한다.

2009년 이후 지역별 투자 현황을 보면 아시아, 북미, 유럽 등 투자 지역 또한 다변화되고 있는 추세임을 확인할 수 있다. 이는 신용경색에 대한 우려 때문에 중국 증시가 부진해지면서 중국에 대한 투자가 감소한 반면, 북미와 유럽지역에 대한 투자가 늘어난 결과이다.

이처럼 2000년대 중반 이후 우리나라의 해외투자펀드 시장은 빠르게 확장되고 있으며, 투자대상 지역도 다변화되고 있다. 하지만 국내 자산운용회사의 해외 투자펀드의 고객은 국내 투자자로만 구성되어 있다는 한계가 있다. 이는 국내 자산운용회사가 운용하는 국내 및 해외 펀드에 대한 수요가 대부분 국내 투자자로 구성되어 있기 때문이다.

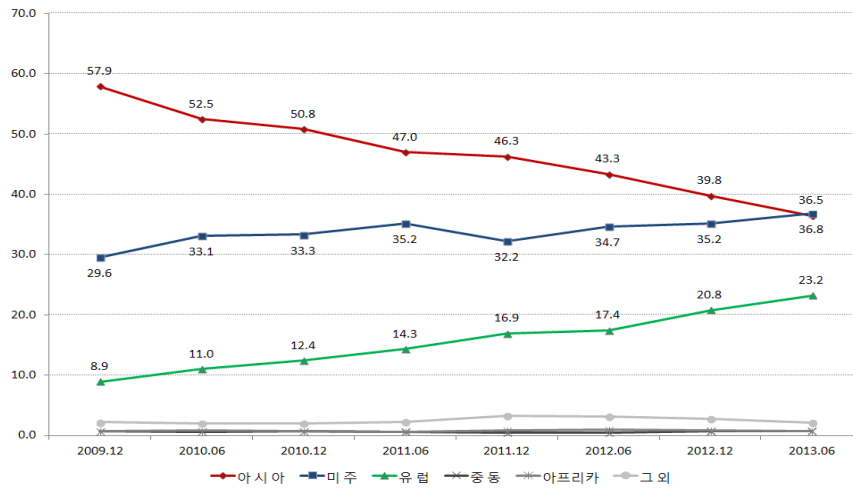
<표 XIV-5> 국내 해외투자관련 펀드 추이

(단위: %)

	해외투자펀드			국내외혼합투자 펀드		
	펀드수	설정액	순자산	펀드수	설정액	순자산
2004	0.39	0.34	0.36	2.74	2.69	2.62
2005	0.86	0.90	0.89	3.62	3.41	3.33
2006	1.78	1.63	1.70	4.56	6.76	7.33
2007	3.76	5.73	5.89	7.86	18.91	20.72
2008	5.36	10.87	7.58	9.14	10.54	7.38
2009	8.45	12.59	10.99	7.74	9.48	8.11
2010	9.74	12.34	10.98	7.52	7.89	7.00
2011	10.78	13.73	11.43	7.53	5.24	4.47
2012	11.54	14.90	13.42	7.46	3.35	3.28
2013.06	13.33	15.23	13.83	6.89	2.72	2.67

주 : 공모와 사모를 포함한 자료
 자료: 금융투자협회

<그림 XIV-3> 해외 투자펀드의 지역별 투자현황



자료: 금융투자협회

<표 XIV-6> 해외 투자자 투자금액 비중의 국제 비교(2011년)

(단위: %)

	한국	호주	홍콩	싱가포르
외국인 투자자의 투자금액 비중	0.02	3.8(11.0)	63.0	70.0

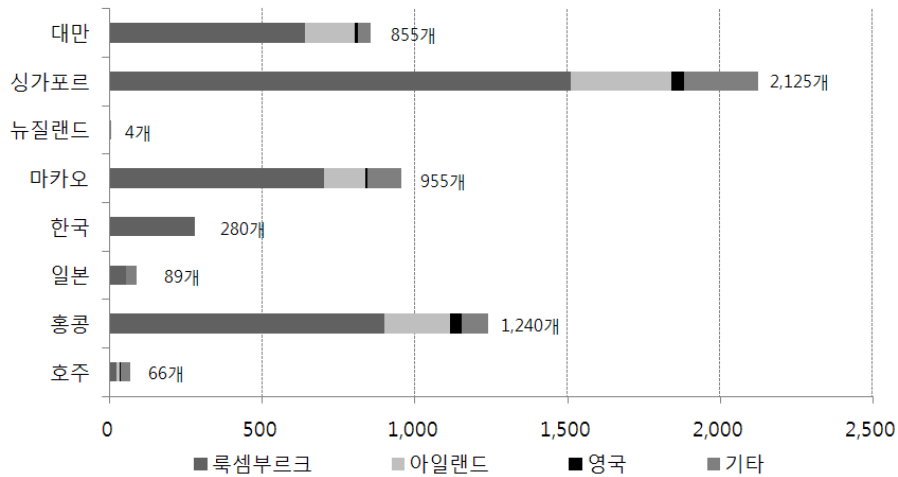
주 : 한국은 전체 펀드 순자산에서 외수펀드가 차지하는 비중, 호주의 괄호값은 AFCF(2009)의 추정치

자료: 금융투자협회, ABS, SFC, MAS

국내 자산운용회사가 운용하는 펀드에 대한 해외 투자자들의 수요 역시 매우 미미한 수준이다. 대표적으로 <표 XIV-6>에서 보는 바와 같이 외국인 투자자로부터 자금을 모집하여 국내 증권에 투자하는 외수펀드의 비중은 불과 0.02%에 불과하다.⁹³⁾ 이에 반해 작은 내수시장에도 불구하고 아시아 지역 내에서 자산운용의 중심지로 입지를 구축한 홍콩과 싱가포르는 외국인 투자자의 비중이 각각 63%, 70%대에 달할 정도로 자산운용의 고객이 국제화되어 있다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 내수 중심의 자국 자산운용산업의 국제화를 추구하고 있는 호주 역시 외국인 투자자의 비중이 3.8%로 한국보다는 월등히 높은 수준이다.

93) 외수펀드는 1981년에 자본자유화의 일환으로 국내 증시에 외국인 투자자(주로 외환거래법상 비거주자)의 자금을 유치할 목적으로 주식형 외수펀드가 도입되었으며, 1995년부터는 채권형 펀드도 허용되었다. IMF 외환위기 이후 외국인의 국내증권 투자 제한이 대부분 철폐되고, 2006년에는 증권거래세 면제혜택마저 철폐되면서 외수펀드 시장이 급격히 위축되어 2005년 4조원 규모의 수탁고가 2011년에는 630억원 규모로 급감하였다.

<그림 XIV-4> 역외펀드 판매의 국제 비교



주 : 2011년말 기준

자료: PwC(2012)

또한 해외에서 설정되어 국내에서 판매되고 있는 역외펀드(offshore funds)에 대한 국내 투자자들의 수요 역시 그리 높지 않은 수준이다. <그림 XIV-4>에서 보듯이 2011년말 기준 국내 투자자에게 판매되고 있는 역외펀드의 수는 280개로 싱가포르, 홍콩, 대만 등에 비해 낮은 수준이다.⁹⁴⁾ 다만, 외수펀드와 같이 국내 펀드에 대한 해외투자자의 수요에 비해서는 높은 수준이라고 할 수 있다.

94) <그림 XIV-4>는 한국, 뉴질랜드, 일본, 호주 등이 내수 중심의 자산운용시장을 가지고 있는 국가임을 시사한다.

<표 XIV-7> 토종/외국계 자산운용회사의 해외투자펀드 운용비중

	전체	공모	사모
토종 자산운용회사	61.93%	48.58%	86.95%
외국계 자산운용회사	38.07%	51.42%	13.05%

주 : 2013년 6월말 기준
 자료: 금융투자협회

한편, 2013년 6월말 기준 국내 토종 자산운용회사가 운용하는 해외투자 펀드의 규모는 약 28조원으로 전체 해외투자펀드 규모의 약 62%에 달하는 것으로 나타났다. 공사모 펀드를 기준으로 보면 공모펀드의 경우에는 국내와 외국계 자산운용회사가 절반씩 운용하나, 사모의 경우에는 국내 자산운용회사의 비중이 87%로 압도적이다. 국내 자산운용회사의 약 1/4 수준인 외국계 자산운용회사의 운용규모를 감안하면 외국계 자산운용회사의 상대적인 해외투자펀드 점유율이 더 크다고 할 수 있다.⁹⁵⁾ 달리 말하자면 국내 자산운용회사들은 운용규모에 비해 해외투자펀드의 비중이 상대적으로 작다는 것이다.

라. 대외환경의 변화 - 아시아 펀드패스포트(ARFP)⁹⁶⁾

현재 APEC 차원에서 진행되고 있는 아시아 펀드패스포트 논의를 고려하더라도 자산운용의 국제화는 더 이상 미룰 수 없는 과제이다.

펀드 패스포트는 펀드의 인가 및 등록, 판매 등에 대한 상호인증 (mutual recognition) 또는 이에 관한 공통규범을 마련하여 이를 채택하는 국가들 간에 펀드의 교차판매를 허용하는 제도이다. 1985년부터 시행되고

95) 2005년만 하더라도 국내 자산운용회사의 해외투자펀드 운용비중이 92%에 달했다는 것을 고려하면 이를 보다 명확히 알 수 있다.

96) 이에 대한 자세한 내용은 김종민(2013b, 2013c)을 참조.

있는 EU의 UCITS(Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) 지침(Directive)이 대표적인 펀드패스포트 제도이며, 이러한 지침에 따라 설정되고 판매되는 펀드를 UCITS펀드라고 지칭한다. 아시아 지역에서는 ASEAN 국가들 간의 펀드 패스포트인 ASEAN CIS(Collective Investment Scheme) 논의가 진행 중에 있으며, 2010년부터 호주의 주도하에 APEC 차원에서 논의되고 있는 ARFP가 있다.⁹⁷⁾

펀드 패스포트는 기본적으로 이에 참여하는 국가들 간에 단일 펀드 판매시장을 형성, 규모의 경제(economies of scale)를 통해 자산운용산업의 효율성을 높이고 더 나아가 자본시장의 발전을 도모하는 것을 목표로 하고 있다. 이러한 펀드 패스포트에 대한 논의는 인구 구조의 노령화에 따라 안정적인 노후자금 마련을 위한 수단으로서 자산운용산업의 중요성이 부각된 구조적인 변화가 기본 배경이다. 그리고 투자자의 선택폭을 확대하고, 투자자금의 회원국내 선순환을 통해 자본시장을 발전시키는 데에도 기여할 수 있다. 즉 ARFP는 펀드패스포트의 대명사로 자리잡은 유럽의 UCITS과 같은 펀드패스포트를 아시아 지역에도 도입하여 이와 같은 펀드패스포트의 장점을 활용하자는 의미에서 논의되고 있다.

현재 ARFP는 한국, 일본, 호주, 싱가포르, 말레이시아, 뉴질랜드, 인도네시아, 필리핀, 베트남, 태국, 대만, 홍콩 등 12개국이 참여하여 논의하고 있다. ARFP 논의는 12개 국가가 모두 참여하는 워크숍 형태의 정부 실무자간 회의(Policy and Technical Workshop)와 한국, 호주, 뉴질랜드, 싱가포르 등 소수의 국가들이 모여 ARFP 방안을 마련하는 실무회의(working group) 두 가지 형태로 진행되고 있다.⁹⁸⁾ 현재까지는 실무회의(working group)에서 ARFP의 기본 원칙을 담은 문서/framework document)와 세부방안을 준비하고 있으며, 이를 12개국 정부 실무자간 회의에 공개, 의견 수렴을 하는 식으로 논의가 이루어지고 있다.

97) UCITS에 대한 내용은 김종민(2012)을 참조.

98) 최근 태국 또한 실무그룹에 참여하였음.

개방형 공모펀드를 대상으로 하는 ARFP 세부 방안은 자산운용회사 및 펀드 매니저에 대한 인가 및 등록요건, 국가간 교차판매를 위한 감독 당국자간 정보교환 방식, 자금환매 요건, ARFP 펀드의 투자대상 자산 및 분산투자 요건, 준법감시(compliance) 요건, 투자자보호 방안 및 분쟁 해결 방안 등에 대한 것으로 구성되어 있다. 여기서 펀드 판매 대상국가에서 ARFP 펀드를 등록하는 방법은 장기적으로 상호인증(mutual recognition)을 추구하되 단기적으로 각국의 현행 등록절차를 간소화(streamlined process)하는 방향으로 시행될 것으로 보인다. 또한 투자대상 자산 및 분산투자 요건은 유럽의 UCITS 지침에 준하는 수준에서 결정될 것으로 예상된다.

현재 논의되고 있는 일정에 따르면 올해 말까지 ARFP 세부방안을 마련하고, 2014년 상반기에 업계의 의견을 수렴한 후 하반기까지 ARFP 참여국 간 다자간 양해각서(MMOU)를 준비하는 것으로 되어있다. 그리고, 2015년에는 ARFP 참여국별로 ARFP 시행을 위한 법적 제도적 개선을 마무리한 후 2016년부터 시작하는 것으로 예정되어 있다.

<표 XIV-8> 향후 ARFP 출범 일정

시기	내용
2013.09	APEC 재무장관 회의 - 의향서 및 기본원칙 승인
2013.09~2013.12	ARFP 세부방안 마련
2014.01~2014.06	ARFP에 대한 의견 수렴 (public consultation)
2014.06~2014.12	ARFP 보완 및 MMOU 준비
2015.01~2015.12	MMOU체결을 위한 참여국별 법/제도 정비
2016.01	ARFP 공식 출범

아직까지 명시적인 ARFP 참여국가가 정해지지 않는다고, 각국간 제도의 차이를 감안한다면 현재 마련된 ARFP 출범 일정은 이상적인 목표

일정이라고 할 수 있다. 특히 ARFP 참여국들 간의 이해관계가 첨예하게 대립되거나, 법 개정에 소요되는 기간이 길어지게 되면 ARFP는 단기간 내에 시행되기는 어려울 수도 있다. 반면, 이러한 사정을 감안하여 가장 낮은 통합단계로부터 시작하여 국가간 이해관계의 차이와 법 개정을 최소화하는데 성공할 경우에는 시행시기가 원래 일정에 비해 크게 늦어지지 않을 수도 있다.

ARFP 논의에는 참여국의 범위, ASEAN CIS와의 관계, ARFP 운영방안, ARFP 세부 내용 등에 관한 이슈가 존재한다. 우선 참여국의 범위는 그 동안의 논의 결과 일단 규제역량이 충분한 국가들 중에서 참여 의향이 있는 국가들을 중심으로 우선 시작하고, 문호를 개방하여 점차 많은 국가들의 참여를 적극 유도하는 방향으로 될 것으로 보인다.⁹⁹⁾ 펀드 패스포트의 장점을 충분히 살리기 위해서는 가능한 한 많은 국가들이 참여해야 하므로 ARFP가 ASEAN CIS를 아우르는 단일 제도로 발전할 수 있도록 제도가 마련되어야 할 것이다. ARFP 운영방안에 대해서는 현재의 논의방식을 유지하되, ARFP가 출범한 이후에는 ARFP 집행위원회(joint committee)가 구성될 것으로 예상된다. 마지막으로 ARFP 세부방안은 많은 국가들이 참여할 수 있도록 초기에는 가능한 한 법 개정을 최소화하는 방향으로 방안이 마련될 것으로 판단된다.

앞서 언급한 바와 같이 펀드패스포트는 자산운용의 효율성 증진, 펀드 투자자의 선택폭 확대를 통한 투자자의 후생증대, 역내 투자자금의 선순환 등 다양한 편익이 존재한다. 그럼에도 불구하고 이 제도가 개별 국가의 자산운용산업에 미치는 영향을 상이할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 실제로 UCITS 지침 도입 이후 국가별 자산운용산업 육성 전략과 자산운용산업 구조의 차이로 인해 역내 자산운용산업의 가치사슬

99) 현재까지 호주, 뉴질랜드, 싱가포르, 한국, 태국, 일본 등이 잠재적인 초기 ARFP 참여 후보국이며, 좀 더 심도 깊은 논의가 진행된다면 2~3개국이 추가로 더 참여할 가능성이 존재한다.

및 분업구조가 재편된 유럽의 사례가 존재한다. 예를 들어 룩셈부르크와 아일랜드는 국가의 주도하에 일찌감치 펀드설정국으로, 영국은 운용중심국으로, 그리고 프랑스와 독일은 독자적인 통합모델을 구축하였다. 따라서, 펀드패스포트에 참여하는 국가들 간의 이익 균형과 긴밀한 협력이 제도 성공의 필수 요소라고 할 수 있다. 이는 우리나라가 ARFP에 참여하게 될 경우에는 국익의 극대화를 위해 전략적인 대응방안을 마련하고, 자산운용의 국제화와 연계하여 우리나라 자산운용산업의 경쟁력을 높일 수 있는 제도개선 방안을 강구해야 한다는 점을 의미한다.

구체적으로 우리나라가 ARFP에 참여할 경우 가장 명시적인 변화는 국내 투자자와 자산운용회사의 입장에 따라 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 우선 국내 투자자들은 이제 ARFP 펀드로 인정받은 역외펀드에 기존의 국내 운용사들이 운용하는 일반 공모펀드와 동일한 기준으로 투자할 수 있다. 즉 국내 판매채널에서 판매하는 기존보다 다양한 개방형 공모 역외펀드에 훨씬 손쉽게 접근할 수 있게 되는 것이다. 이는 ARFP가 시행되면 국내 자산운용업계 수요기반의 약화 및 경쟁구도의 변화가 어느 정도 불가피함을 시사한다.

<표 XIV-9> ARFP논의의 주요 이슈 및 향후 방향

이슈	내용
참여국 범위	<ul style="list-style-type: none"> - 규제역량이 충분한 소수의 국가를 중심으로 우선 ARFP를 도입하자는 의견(클럽모델)과 가능한 한 많은 국가들이 초기부터 참여해야 한다는 의견(선단모델)이 존재 - 최대한 많은 국가들이 실무그룹에 참여하여 ARFP 방안을 마련할 수 있도록 하고, 출범 이후에도 회원/준회원 방식을 도입하여 가능한 한 많은 국가들이 참여할 수 있도록 유도
ASEAN CIS와의 관계	<ul style="list-style-type: none"> - 아시아 역내에 서로 다른 두 개의 펀드패스पोर्ट가 존재할 경우 펀드패스पोर्ट의 기대효과 급감 가능성 - 장기적으로 단일 펀드패스पोर्ट를 지향할 필요가 있으며, 간소화된 등록절차에 필요한 규제수준 및 투자자보호 방안 마련에 ASEAN CIS를 벤치마크로 적극 활용할 필요
ARFP 세부 내용	<ul style="list-style-type: none"> - 6차 워크샵까지만 해도 ARFP 방안 마련은 매우 지지부진한 상태였으나, 실무그룹이 형성된 이후 급속히 진전, 올해 말까지 초안을 마련할 예정 - 일부 세부적인 방안에 대한 이견이 존재하나, 대체로 UCITS 지침과 ASEAN CIS를 절충하는 선에서 결정될 것으로 예상 - 개별 국가 단위에서 법개정을 최소화하는 방향으로 ARFP 방안을 마련하되, 단계적으로 통합수준을 높여가는 것이 바람직
ARFP 운영 방안	<ul style="list-style-type: none"> - ARFP 출범 이전까지는 실무그룹에서 ARFP 안을 마련하고, 이를 워크샵에서 공유하는 형태로 진행될 예정 - ARFP 출범 이후에는 집행위원회 설치하여 운영하기로 하였으나, 구체적인 운영방법에 대해서는 추가적인 논의가 필요한 상황

자료: 김종민(2013b)

<표 XIV-10> ARFP 도입에 따른 장·단점

	단점	장점
자산 운용사	- 경쟁 격화에 따른 수요기반 약화 및 산업구조의 변화에 따른 시장충격 가능성	- 펀드 판매시장의 확대를 통한 수요기반의 다변화 및 해외진출 유인 제고 - 해외투자 펀드 개발 및 해외투자 역량 강화를 통한 국내 업계 국제경쟁력 제고
펀드 투자자	- 불완전판매, 환매, 환위험 등과 관련한 투자자보호 문제	- 펀드투자자의 선택권 확대를 통한 후생의 증가
정부	- 제도도입 초기단계 관리·감독 미숙에 따른 리스크 - 국가간 이익 불균형 문제	- 자산운용의 국제화에 기여 - 역내 펀드시장 발전을 통한 역내 자금순환 활성화

자료: 김종민(2013b)

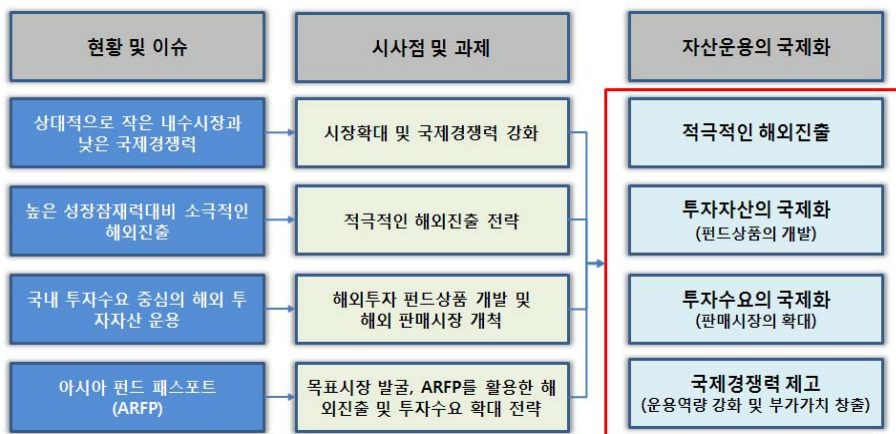
국내 자산운용회사 입장에서는 이제 자신들이 운용하는 ARFP 펀드를 기존보다 쉽게 해외 투자자들에게도 판매할 수 있게 된다. 즉 자산운용회사 입장에서는 잠재적인 펀드 판매시장이 이전보다 훨씬 커지게 되는 것이다. 해외진출로 설립한 해외법인에서 해당 국가에 등록, 운용하는 ARFP 펀드를 국내에 판매할 수도 있기 때문에 해외진출의 유인도 높아지게 된다. 국내 투자자들을 대상으로 판매하는 해외투자펀드 또한 표준화된 ARFP 브랜드를 활용할 경우 다른 경쟁국가에서 설정된 ARFP에 의한 시장잠식이 업계에서 우려하는 수준보다 그리 크지 않을 수도 있다. 이외에도 ARFP 펀드에 대한 미흡한 감독체제로 인한 규제차익의 위험, 그리고 인프라 구축비용 부담 등의 문제가 불거질 가능성이 존재한다.

이러한 점을 고려하면, ARFP는 아시아 주요 국가들에 비해 자산운용 산업의 국제경쟁력이 상대적으로 떨어지는 우리나라 자산운용회사들에게는 단기적으로는 위기로 작용할 수 있으나, 중장기적으로는 국제경쟁력을 강화할 수 있는 새로운 기회로 작용할 수도 있다.

마. 시사점

앞서 살펴본 바와 같이 자산운용 국제화와 관련된 우리나라 자산운용산업의 현황 및 문제점은 상대적으로 작은 내수시장과 낮은 국제경쟁력, 높은 성장잠재력대비 소극적인 해외진출, 국내 투자수요 중심의 해외 투자자산 운용, 그리고 ARFP와 같은 대외적인 환경변화 등으로 정리할 수 있다. 이러한 문제점들은 국내 자산운용업계가 적극적인 해외진출을 통해 투자자산과 투자수요를 국제화를 추진해야 한다는 점을 시사한다. 이를 정리한 것이 <그림 XIV-5>이다.

<그림 XIV-5> 자산운용의 국제화 관점에서 본 자산운용산업의 과제



아시아 주요 자산운용 선진국에 비해 국내 펀드시장 규모가 작기 때문에 기존처럼 내수시장에만 안주해서는 새로운 성장동력을 창출하기가 매우 어려운 시점이 되었다. 아시아 지역 내에서도 상대적으로 낮게 평가되고 있는 국내 자산운용산업의 국제경쟁력을 감안하더라도 자산운용의 국제화를 통해 운용역량을 키워야 한다는 것을 알 수 있다. 더구나 ARFP가 도입될 경우 현재와 같은 내수 중심의 시장구조를 유지하게 되면 국내 자산운용회사들은 유수의 해외 자산운용회사들이 운용하는 ARFP 펀드와 경쟁에서 해외투자 펀드 시장을 상당 부분 잠식당할 수도 있다. 즉 대외적인 환경요인 또한 이제는 자산운용의 국제화가 더 이상 미룰 수 없는 과제임을 말해준다.

자산운용산업의 경쟁력은 결국 운용역량과 직결되고, 튼튼한 수요기반은 운용역량 강화를 위한 필수 조건이다. 따라서, 자산운용의 수요기반을 내수 일변도에서 벗어나 해외로 확장할 필요가 있다. 즉, 자산운용의 국제화를 통해 경쟁력을 높이기 위해서는 다양한 투자상품을 운용하여 운용역량과 평판을 축적하고, 적극적으로 해외에 진출하여 글로벌 네트워크를 구축하여 중장기적으로 해외 투자자금을 유치할 수 있어야 하는 것이다.

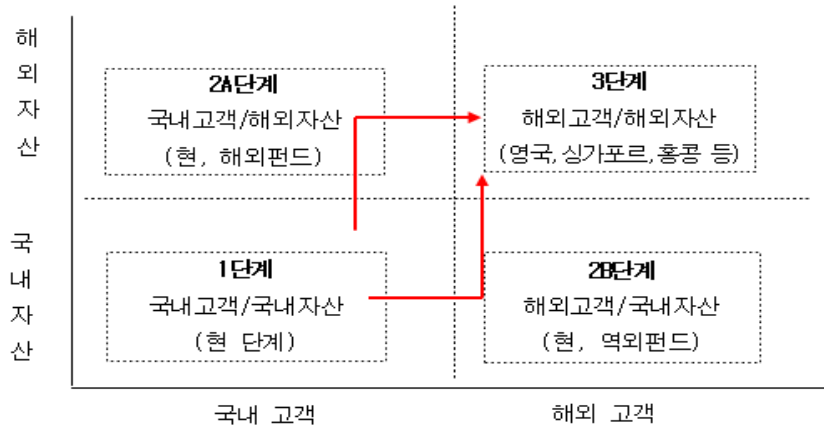
2. 자산운용 국제화 추진전략

가. 자산운용 국제화의 단계적인 추진

한편, 이러한 자산운용의 국제화 전략은 단순히 해외에 진출한다고 단기적으로 달성할 수 있는 목표가 아니기 때문에 중장기적인 관점에서 단계적으로 추진하는 것이 바람직하다고 판단된다. <그림 XIV-6>은 단계적인 자산운용의 국제화 경로를 보여주고 있다. <그림 XIV-6>에서 1단계는 국내투자 펀드를 국내 투자자에게 판매하는 단순한 내수 중심의 단계이며, 3단계는 투자자산과 투자수요 모두 국제화가 이루어진 단계이다. 2A단계와 2B단계는 1단계와 3단계의 중간단계로서 각각 해외투자 펀드를 국내투자자에게 판매하는 것과 국내투자 펀드를 해외투자자에게 판매하는 것을 의미한다.

우리나라 자산운용산업은 국내자산과 해외자산 모두 국내 투자자를 주요 고객으로 하고 있지만, 해외투자펀드 시장이 지속적으로 성장하고 있다는 점에서 현 단계는 1단계와 2A단계(국내고객/해외자산)의 중간수준에 있다고 할 수 있다. 반면, 해외투자자들에게 국내투자펀드와 해외투자펀드를 판매하는 2B단계와 3단계에는 아직 미치지 못하고 있는 수준이다. 따라서, 자산운용의 국제화는 3단계를 목표로 하되, 일차적으로는 해외진출을 통해 보다 다양한 해외투자 기회를 발굴하여 국내 투자자들에게 보다 다양한 해외투자 펀드상품을 제공할 필요가 있다. 이후 해외투자 펀드 운용에 따라 트랙레코드가 축적이 되고, 평판(reputation)이 구축이 되면 해외 자산운용 선진국과 같이 해외투자펀드를 해외투자자에게 판매하는 3단계에 도달할 수 있을 것이다. 다른 한편으로, 국내 자산에 투자하는 펀드 또는 국내자산을 일정 정도 편입하는 해외투자 펀드를 해외고객에게 판매하는 채널을 강화하는 경로를 생각해 볼 수 있다.

<그림 XI V -6> 자산운용의 국제화 경로



나. 해외진출의 방식: 내부성장 vs. 인수합병(M&A)

자산운용회사의 해외진출 방식은 크게 내부성과 인수합병으로 구분할 수 있다. 해외의 사례를 보면 1990년대 미국 자산운용회사들이 유럽이나 아시아지역에 진출할 때 사용한 전략은 내부성장 전략이었다. 이는 당시만 해도 전문적인 운용 노하우와 인력, 경험에서 미국보다 자산운용산업 경쟁력을 갖춘 국가나 자산운용회사들이 없었기 때문이다. 즉, 미국 자산운용회사는 이미 구축된 높은 평판을 바탕으로 현지법인 설립 등과 같은 내부성장 방식을 선택한 것이다. 이에 반해 유럽 자산운용회사들이 1990년대 미국으로 진출할 때 이미 평판이 구축된 자산운용회사들을 인수하는 방식으로 진출하였다.¹⁰⁰⁾ 그 결과 Fidelity Investments,

100) 예를 들어 미국의 Fidelity Investments는 영국에 현지법인 Fidelity International Ltd.를 설립하였다. T. Rowe Price는 영국에 처음 진출할 당시 영국의 펀드매니저와 합작회사를 설립하였으나, 이후 지분을 완전히 인수하여 T. Rowe Price International 설립하였다. 이에 반해 유럽의 Zurich Insurance Group은 1995년 Kemper와 Scudder fund family를,

Vanguard Group, Capital Group처럼 내부성장을 통해 해외진출을 도모하고 글로벌 자산운용회사로 도약한 사례가 있는가 하면, BlackRock, Franklin, BNY Mellon처럼 인수합병을 통해 글로벌 자산운용회사로 도약한 사례가 혼재하고 있다. 이처럼 자산운용회사의 해외진출은 자산운용회사의 평판과 진출하려고 하는 대상국가에 따라 내부성장과 인수합병 등의 방법이 혼재되어 있다.

우리나라의 경우를 보면 2000년대 중반부터 국내 자산운용회사들은 대체로 인수합병보다는 해외진출의 방법으로 내부성장 방식의 국제화를 선택하였다. 해외진출 사례 대부분이 현지법인이나 지점, 또는 사무소를 설립하고, 국내 인력과 현지 인력을 고용하여 국내 투자고객의 자산을 운용하는 것이다. 이는 그동안 국내 자산운용회사의 해외진출이 국내 고객의 해외 수요를 흡수하는 소극적이고 점진적인 방식으로 이루어졌음을 시사한다. 다만, 최근 들어 해외 자산운용회사와 합작회사나 인수합병 방식을 통해 진출, 해외투자 고객의 자산을 운용하는 사례도 존재하는 등 진출양상의 변화도 감지되고 있다.¹⁰¹⁾

CommerzBank는 1997년 Montgomery Asset Management를, Credit Suisse는 1999년 Warburg Pincus Asset Management를, Allianz는 2000년 PIMCO를 인수하면서 미국에 진출하였다(송홍선·공경신(2008)).

101) 미래에셋자산운용은 업계 최초로 인수합병의 방식으로 대만(2011)에 진출하였으며, 중국(2012)에는 중국 운용사와 합작회사(미래에셋화신자산운용)를 설립하였다. 이외에도 트러스트자산운용, 에셋플러스자산운용 등이 해외에 합작회사를 설립하였다.

<표 XIV-11> 세계 상위 10대 자산운용회사 순위

	1990년	2000년	2007년	2011년
1	Fidelity Investments	Fidelity Investments	Fidelity Investments	BlackRock
2	Merrill Lynch	Vanguard Group	Capital Group	Allianz Group
3	Shearson/IDS	Capital Group	Vanguard Group	State Street Global
4	Drefus Corp.	Putnam Funds	BlackRock	Vanguard Group
5	Vanguard Group	MSDW/VanKam pen	Franklin	Fidelity Investments
6	Franklin	Janus/Berger	BNY Mellon	J.P. Morgan Chase
7	Federated	Capital Group	J.P. Morgan Chase	BNY Mellon
8	Dean Witter	Merrill Lynch	Wellington	BNP Paribas
9	Kemper	Franklin	Pacific Investment	Capital Group
10	Capital Group	Salomon Smith Barney	Morgan Stanley	UBS

자료: 송홍선·공경신(2008), Towers Watson(2012)

이러한 추세변화를 고려하면 향후에는 이전보다는 합작회사 설립이나 인수합병을 통한 적극적인 형태의 해외진출이 더욱 증가할 것으로 예상된다. 또한 내부성장 전략에 따라 현지법인이나 지점을 설립한다 하더라도 기존의 국내 투자고객의 자산을 운용하는 형태보다는 적극적인 현지화 전략을 통해 해외 투자고객의 자산을 운용하는 형태로 변화를 모색할 필요가 있다. 이러한 점에서 해외진출을 하고자 하는 자산운용회사는 중장기적인 관점에서 충분한 시간을 가지고 해외 시장조사를 하고 자기자본을 축적하는 등 내부역량을 강화할 필요가 있다. 아울러 정부에서는 업계의 의견을 충분히 수렴하여 자산운용회사의 해외진출을 촉진할 수 있도록 제도에 대한 전반적인 재검토를 통해 전향적으로 개선할 필요가 있다.¹⁰²⁾

다. 잠재적인 목표시장 발굴

자산운용회사가 진출하려고 하는 목표국가는 해외진출의 목적과 밀접하게 관련되어 있다. 예를 들어 국제적인 운용중심지에 진출하여 투자거점을 확보하여 펀드상품을 운용할 수 있으며, BRICS와 같은 신흥 개발도상국처럼 성장가능성이 높은 국가에 진출하여 투자기회를 포착하려고 할 수도 있다. 또한 펀드에 대한 수요가 풍부한 국가에 진출하여 투자자금을 유치하려는 목적으로 진출할 수도 있다. 국내 자산운용회사들 역시 이러한 목적하에 다양한 해외지역에 진출하였는데, 현지법인을 세워 진출한 국가에는 중국, 인도, 브라질과 같은 BRICS 국가들과 미국, 영국, 홍콩, 싱가포르 등 자산운용이 발전한 국가들이다. 한편, ARFP에 참여하는 나라들은 모두 아시아 국가들이므로 향후 ARFP가 도입될 경우를 대비하더라도 투자수요를 확보한다는 차원에서 아시아 지역에서 목표국가를 고려할 필요가 있다.

102) 예를 들면 자산운용회사에 적용되는 영업용순자산비율(NCR)을 낮추거나 해외진출에 소요되는 자본에 대해서는 영업용순자본 차감 대상에서 제외하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 또한 본격적인 투자자금 모집 이전에 자산운용회사 자체적으로 운용하는 프로젝트 펀드에 대한 투자규제를 완화해 볼 수 있다.

<표 XIV-12> 국내 자산운용회사의 해외진출 형태 및 진출 국가

형태	운용사	수	진출국가
현지 법인	maidas에셋자산운용	1	싱가포르
	미래에셋자산운용	8	인도, 영국, 브라질, 미국, 대만, 홍콩, 캐나다
	삼성자산운용	2	홍콩, 싱가포르
	에셋플러스자산운용	5	중국, 홍콩, 미국
	코스모자산운용	1	홍콩
	트러스트자산운용	1	싱가포르
사무소	KTB자산운용	1	중국
	동양자산운용	1	베트남
	미래에셋자산운용	3	중국, 홍콩, 베트남
	한국투신운용	2	베트남, 중국
	하이자산운용	1	중국

자료: 금융투자협회, 각사 영업보고서

해외 펀드판매시장의 확보를 위해서는 해당 국가의 잠재적인 펀드수요가 가장 중요하기 때문에 인구규모와 1인당 GDP와 같은 지표를 우선적으로 고려할 수 있다. 이는 고령화가 진전되고 경제가 성장함에 따라 경제주체들의 자산축적 동기가 단순한 저축에서 투자로 변할 수 있기 때문이다. 예를 들어 우리나라의 경우에는 1인당 GDP가 1만달러를 기록했던 1995년 이후 국내 펀드시장이 성장하기 시작한 사례를 보더라도 이를 알 수 있다.¹⁰³⁾ 또한 금융자본의 축적 정도, 펀드시장의 규모, 금융시장의 성숙도, 규제환경 등과 같은 요인을 고려하여 목표국가를 선정할 수 있다.

103) 우리나라는 1인당 GDP가 1만달러를 기록했던 1995년(펀드 설정액 65조 원 수준) 이후에 급성장하기 시작하였다. 그 결과 1인당 GDP가 1.5만달러였던 2004년에는 187조 원, 2만달러였던 2010년 315조 원으로 1인당 GDP가 2배 늘어난 15년 동안 펀드시장 규모는 약 5배가량 증가하였다.

이러한 우리나라의 경험과 아시아 각국의 제반 여건을 고려하면 1인당 GDP가 1만달러를 넘어서고 가계저축 여력이 있는 호주, 싱가포르, 일본, 홍콩, 대만, 말레이시아 등의 국가가 가장 중요한 목표시장이 될 수 있다.¹⁰⁴⁾ 그리고, 1인당 GDP가 5천달러에서 1만달러 사이에 속하면서 향후 펀드수요가 증가할 여지가 있는 태국, 인도네시아가 잠재적인 목표시장이 될 수 있다.

<표 XIV-13> 아시아 국가간 비교(2011년 기준)

국가	인구 (백만)	1인당 GDP (US달러)	금융자산 /GDP(%)	펀드자산 /GDP(%)	WEF 금융 시장성숙도
호주	23	66,289	683.0	124.0	8위
싱가포르	5	50,000	940.0	475.0	2위
일본	127	46,108	1,077.0	18.3	36위
홍콩	7	34,970	3,047.0	417.0	1위
한국	49	22,424	835.0	20.8	71위
대만	23	19,980	1,093.0	11.5	19위
말레이시아	29	9,941	447.0	50.9	6위
태국	64	5,395	370.0	19.1	43위
인도네시아	244	3,511	110.0	2.2	70위
필리핀	98	2,386	285.0	1.4	58위
베트남	90	1,374	-	-	88위
라오스	7	1,320	-	-	-
캄보디아	15	853	-	-	64위

자료: IMF, EIU, ITA, MAS, SFC, World Bank

104) 중국은 경제규모와 인구, 향후 성장성을 감안하면 당연히 목표시장에 포함된다. 다만, 여기서는 ARFP논의에 참가하는 13개국을 대상으로 한 분석이다.

라. 자산운용산업의 모델: 운용중심 vs. 통합모델

유럽의 펀드패스포트 제도인 UCITS 지침은 수십 년간 유럽 단일의 자산운용 및 펀드판매시장 형성을 목표로 회원국간 지속적인 논의를 거쳐 꾸준히 개선되어 왔으며, 그 결과 유럽 자산운용산업의 성장을 견인하는 역할을 하였다. 실제로 UCITS III가 도입된 2001년 이후 유럽 펀드 시장은 빠르게 성장하여 2006년에는 전세계 펀드시장의 약 36%를 차지할 정도로 성장하였다(ICI(2012)).

이보다 더 주목할 만한 사실은 유럽의 UCITS 지침이 EU 역내 국가간 펀드산업의 경쟁 및 분업구조에도 큰 영향을 끼쳤다는 점이다. UCITS 펀드시장은 자산운용 및 관련 산업이 발전한 영국, 프랑스, 독일, 룩셈부르크, 아일랜드 등의 국가를 중심으로 발전하였다. 그런데, 앞서 언급한 바와 같이 이 국가들은 각각 자신들의 장점에 특화하여 룩셈부르크와 아일랜드는 펀드설정중심국, 영국은 운용중심국, 그리고 프랑스는 독자적으로 완결된 산업구조를 유지하는 모델을 구축하였다(김종민(2012)). 이 중에서 영국, 프랑스, 독일의 자산운용산업의 특징을 요약한 것이 <표 XIV-14>이다.

이러한 유럽의 사례를 감안하면 아시아 펀드 패스포트인 ARFP가 도입될 가능성에 대비하여 향후 우리나라 자산운용산업이 영국과 같은 운용중심국을 지향할 것인지, 프랑스처럼 독자적인 통합모델을 구축할 것인지에 대한 심도 있는 고민과 발전전략 수립이 필요하다.

예를 들어 우리나라의 경우 연기금의 규모, 펀드의 자산별 투자비중(2011년말 기준 주식 34.5%) 등을 감안하면 적어도 시장규모 및 펀드운용을 위한 여건 측면에서는 영국과 유사한 특징을 가지고 있는 것으로 판단된다. 하지만, 일임자산의 비중이나 기관투자자의 비중, 그리고 최근 관찰되는 투자자금의 유출 등을 감안하면 펀드에 대한 수요 측면에서는

영국보다 프랑스에 가까운 측면도 존재한다.¹⁰⁵⁾ 즉, 펀드운용을 위한 국내 시장 여건은 영국과 같은 운용중심국으로 갈 여지가 있으나, 펀드에 대한 수요 측면은 프랑스와 같은 통합모델로 갈 여지가 있는 것이다.

그런데, 여기서 영국이 운용중심국으로 입지를 다지게 된 데에는 헤지펀드를 비롯한 대체투자 운용비중이 높은 것도 기여했다는 것에 주목할 필요가 있다. 특히 영국의 런던은 유럽 헤지펀드 운용의 중심지로서 유럽에서 운용되는 헤지펀드의 약 85% 가량이 런던에서 운용되는 것으로 추정된다(theCityUK(2012)). 이는 영국뿐만 아니라 아시아 지역에서 자산운용의 중심지로 자리잡은 홍콩, 싱가포르와 자산운용산업이 발전한 호주 등에서도 관찰된다. 이러한 추세변화는 기존의 주식, 채권과 같은 전통적인 자산 이외에 부동산 및 실물투자, PEF, 헤지펀드를 포괄하는 대체투자의 증가를 필수적으로 수반한다.

이러한 대체투자의 주요 투자자가 기관투자자이고, 국내 연기금의 대체투자에 대한 수요가 증가하는 추세를 고려하면 향후 국내 펀드시장은 공모펀드보다는 사모펀드 시장이 더욱 커질 가능성이 높다. 또한 대체투자의 증가는 아울러 국내 자산운용회사의 운용능력을 제고하는 데 기여할 것이므로 자연스럽게 국제경쟁력도 높아질 것으로 기대된다. 따라서, 자산운용의 국제화가 국내 연기금의 대체투자 증가와 함께 이루어진다면 우리나라의 자산운용 모델은 영국과 같은 운용중심국이 될 여지가 많을 것으로 판단된다.

105) 2011년말 기준 국내 펀드에 투자하는 기관투자자의 비중은 56%로 영국(78%), 프랑스(66%), 독일(61%)보다 낮은 수준이며, 일임자산의 비중은 약 43%로 프랑스(46%)와 유사한 수준이다(EFAMA(2012)).

<표 XIV-14> 유럽사례: 영국, 프랑스, 독일의 자산운용산업 비교

	운용중심 모델	통합모델	
	영국	프랑스	독일
펀드산업 및 UCITS 펀드의 특징	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽에서 가장 큰 운용 중심지로 자국내 설정규모보다 운용규모가 더 큰 운용중심 모델 - 일반 펀드보다 일임 자산의 규모(70%)가 훨씬 높은 비중을 차지 - UCITS 펀드는 룩셈부르크와 아일랜드 등과 같은 해외에서 설정, 자국에서 운용하는 구조 	<ul style="list-style-type: none"> - 내수와 해외판매용 펀드시장을 분리, 자국 내에서 설정, 운용, 판매가 모두 이루어지는 완결된 구조(통합모델) - 자국내 설정비중은 영국보다 높고, 운용 비중은 영국과 유사한 수준 - 해외 판매용 UCITS 펀드는 인접국가인 룩셈부르크에서 주로 설정 	<ul style="list-style-type: none"> - 펀드산업의 발전 정도는 영국, 프랑스 보다는 낮은 수준 - 일임을 제외한 펀드의 상당부분(78%)이 국내에서 설정되는 기관투자자 전용 Non-UCITS 펀드 - UCITS 펀드는 대부분 룩셈부르크에서 설정되고, 판매는 국내에서 이루어지는 구조
운용전략	<ul style="list-style-type: none"> - 연금산업이 발달하여 기관투자자의 비중이 프랑스와 독일에 비해 월등히 높은 수준 - 주식과 같은 위험 자산에 대한 높은 선호 	<ul style="list-style-type: none"> - 독일과 기관투자자의 비중이 유사, 이중 보험회사가 가장 높은 비중을 차지 - 주식보다는 채권 및 단기금융상품(MMF)과 같은 안전자산 선호 	<ul style="list-style-type: none"> - 프랑스와 기관투자자의 비중이 유사, 이중 보험회사가 가장 높은 비중을 차지 - 주식보다는 채권과 같은 안전자산 선호
판매채널	<ul style="list-style-type: none"> - 독립자문업자(IFA)가 주요 판매채널 	<ul style="list-style-type: none"> - 기업저축플랜(퇴직연금)의 영향으로 기관/법인이 가장 높은 비중 - 이외에도 은행, 보험 등 다양한 판매채널 활용 	<ul style="list-style-type: none"> - 은행이 주요 판매채널

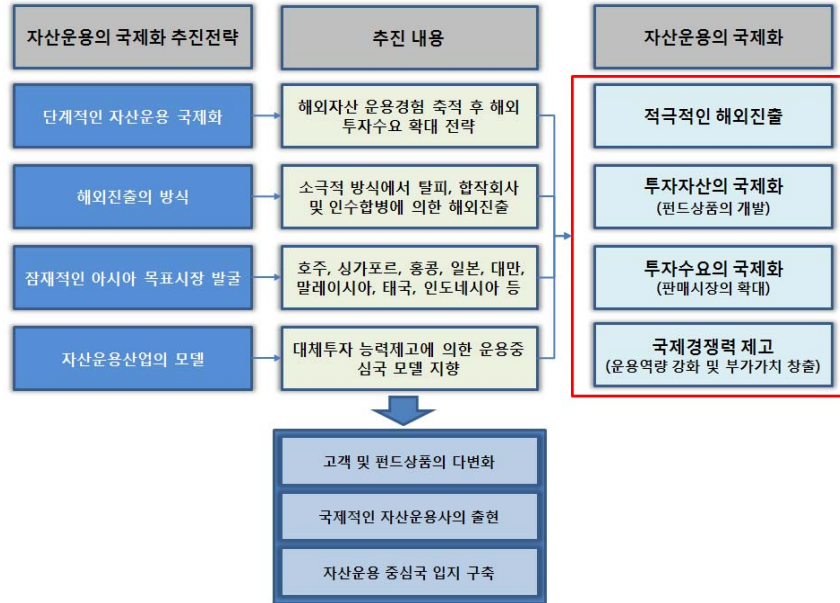
마. 추진전략 및 목표

단계적인 자산운용의 국제화 추진, 해외진출 방식의 변화, 잠재적인 아시아 목표시장 발굴, 자산운용산업의 모델 등의 크게 네 가지 방향에서 논의한 자산운용 국제화의 내용은 다음과 같이 정리할 수 있다.

우선 자산운용회사는 기존의 소극적인 해외진출 방식에서 탈피하여 현지 자산운용회사와의 합작회사나 인수합병을 통한 적극적인 해외진출을 도모하여 해외 판매시장을 확대하고 투자기회의 발굴에 노력을 기울일 필요가 있다. 이 과정에서 무리하게 해외 판매시장을 확대하기보다는 우선 투자자산의 국제화를 통해 운용능력을 배양하고 트랙레코드를 축적하는 노력을 기울인 후 고객의 국제화를 추진하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 동시에 기존의 공모펀드 시장뿐만 아니라 향후 수요증가가 예상되는 대체투자 운용능력을 제고하여 기관투자자의 수요를 흡수, 운용능력을 적극 배양하여 장기적으로 국제적인 자산운용회사로 발돋움할 기회로 삼아야 할 것이다. 이 때 해외진출 대상 국가는 중국을 비롯하여 호주, 싱가포르, 홍콩, 일본, 대만, 말레이시아, 태국, 인도네시아와 같은 향후 펀드수요의 잠재력이 높은 아시아 국가들이다.

이러한 관점에서 볼 때 자산운용의 국제화는 결국 투자자 입장에서 펀드상품의 다변화를 통한 분산투자 기회의 확대, 운용사 입장에서는 운용상품 및 고객의 국제화를 통한 국제적인 자산운용회사로의 성장, 그리고 자산운용산업의 측면에서는 아시아 유수의 자산운용 중심지로의 입지 구축을 지향한다. 앞서 살펴 본 자산운용 국제화의 추진 방향은 모두 이러한 장기목표를 구현하기 위한 구체적인 전략인 것이다.

<그림 XIV-7> 자산운용 국제화 추진전략 및 목표



3. 자산운용 국제화를 위한 과제

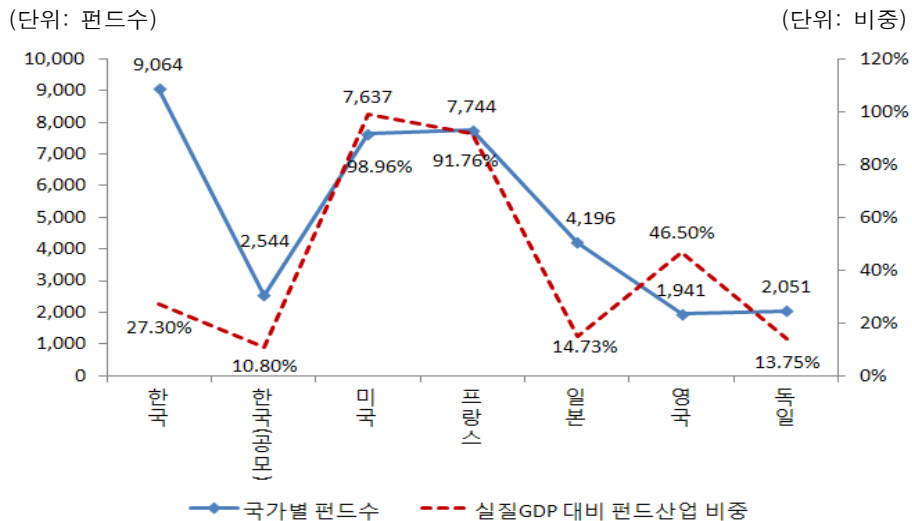
가. 규모의 경제를 활용한 자산운용의 효율성 증진

그동안 국내 펀드시장이 국민경제에서 차지하는 비중에 비해 펀드의 수가 지나치게 많고 규모도 작다는 문제점이 지속적으로 제기되어 왔다는 점에서 규모의 경제효과는 중요한 정책 목표 중의 하나이다. 예를 들어 2011년말 기준 국내 공모펀드의 수는 2,544개로 세계 7위 수준이나 평균 규모는 3,400만달러로 35위에 불과, 미국의 44분의 1, 유럽의 6분의 1, 그리고 아시아 평균의 5분의 1에 불과하다(김종민·송홍선(2012)). 이에

반해 해외 주요 국가들의 경우 국민경제에서 차지하는 펀드산업의 비중
에 걸맞은 수준의 펀드규모 및 펀드수를 유지하고 있다.

또한 규모의 경제를 통한 운용 효율성의 증진이 UCITS 지침뿐만 아
니라 ARFP의 주요 목표인 만큼 국내에서도 규모의 경제를 통해 자산운
용산업의 경쟁력과 효율성을 높일 수 있는 정책방안을 모색할 필요가
있다. 예를 들어 UCITS IV의 펀드간 M&A 및 모자형펀드구조를 참조하
여, 국내에서도 펀드간 합병 또는 모자형펀드로 전환시 수익자총회를 면
제하는 등 관련 절차를 보다 간소화하여 자발적인 대형화 유인책을 제
시할 필요가 있다. 이와 동시에 신인의무(fiduciary duty) 강화 차원에서
정당한 사유 없이 규모가 작다는 이유만으로 펀드판매 과정에서 신규펀
드 또는 대형펀드를 우대하고 소규모펀드를 차별 또는 방치하는 일이
없는지 중점적으로 관리감독할 필요가 있다(김종민·송홍선(2012)).

<그림 XIV-8> 펀드수와 실질 GDP대비 펀드산업의
비중 비교



자료: ICI(2012), WDI

나. 장기투자 수요 확대를 통한 공모펀드 시장의 활성화

2008년 금융위기 이후 지속적으로 투자자금이 유출됨에 따라 국내 자산운용회사들의 투자시계가 4개월 내외로 짧아졌을 뿐만 아니라 자금 흐름이 시장상황에 따라 크게 변동하게 되어 수요기반이 매우 취약한 상황이다. 그런데, 자산운용회사의 매매행태는 고객의 투자자금 흐름에 영향을 받을 수밖에 없으므로, 국내 펀드산업의 취약한 수요기반의 근본 원인은 장기투자 유인체계 부족과 이에 따른 펀드투자자들의 단기투자 행태에 있다(김종민(2012)).

따라서, 자산운용회사의 경쟁력 제고를 위해서는 2008년 금융위기 이후 지속적으로 유출되고 있는 국내 투자자금이 다시 펀드산업으로 유입될 수 있는 방안에도 대해서도 고민할 필요가 있다. 즉 일반 공모펀드 시장의 부진이 2008년 이후 지속되고 있어 새로운 성장동력 발굴이 절실한 바, 투자자의 신뢰회복과 안정적인 장기투자수요 확보라는 목표를 설정하고 정책과제를 발굴해야 하는 것이다.

투자자 신뢰회복을 위해서는 UCITS IV에서 도입한 KIID(Key Investor Information Document)처럼 일반 투자자가 이해하기 쉽고, 펀드간 비교가 용이하도록 투자설명서를 개선하거나 공시체계를 재점검할 필요가 있다. 그리고, 안정적인 장기투자수요를 확보하기 위해서는 장기투자를 지향하는 펀드에 대한 세제혜택, 향후 성장여력이 풍부한 개인연금/퇴직연금과 펀드상품과의 연계강화, 개인 자산관리 서비스 구축 등의 방안에 대해 적극 고려할 필요가 있다.

다. 사모펀드 활성화를 통한 운용능력의 제고

2008년 이후 수요기반이 취약해진 공모펀드 시장과는 달리 사모펀드 시장은 연기금과 같은 기관투자자의 풍부한 투자수요와 퇴직연금, 개인연금 등과 같은 성장 가능성이 풍부한 수요기반을 가지고 있다. 또한 최근 국제적으로 분산투자의 주요 수단으로 주목을 받고 있는 대체투자의 성장 가능성은 공모펀드보다는 사모펀드 시장이 보다 활성화될 것임을 시사한다. 아울러 유럽의 UCITS이나 AREFP를 고려하더라도 호주, 싱가포르, 홍콩 등 자산운용산업이 발전한 국가들과 경쟁하기 위해서는 우리나라 역시 사모펀드 시장을 더욱 활성화할 필요가 있다.

라. 해외진출 지원방안: 연기금 및 국부펀드 활용론

2000년대 중반의 해외진출 전략은 국내 고객의 해외투자 수요를 흡수하는 국제화 전략이었으나, 결과적으로는 좋은 성과를 얻지 못하였다. 그 결과, 많은 고객이 해외투자에 대해 부정적인 이미지를 갖고 있다. 이런 상황에서 국제화를 위한 새로운 국내 고객은 무엇보다 장기투자 고객을 확보하는 것이 중요하다. 2000년대 중반의 국내 고객의 해외투자 수요는 주로 일반 개인고객의 해외투자펀드자금이었다. 그런데, 국내 펀드의 투자기간이 2년 내외인 점을 감안하면 장기투자자금으로 볼 수 없다. 단기간에 실적을 내야 하는 상황에서 자산운용회사들은 합리적인 포트폴리오구성에 어려움이 있었을 것이다.

향후 새롭게 전개될 국제화 과정에서는 국내 고객 중에서 장기투자를 하는 기관투자자들의 해외 수요 자금을 국내 운용사들이 관리할 수 있도록 유도하는 전략과 정책적인 노력이 필수적이다. 이런 점에서 국내 연기금이나 국부펀드(KIC) 등의 역할에 주목할 필요가 있다.

국부펀드는 수탁자의무에 대한 제약이 없고, 수익률 관점 못지않게 국가전략 관점에서 자산을 배분할 수 있다는 점에서 금융회사의 글로벌 전략, 특히 자산운용의 국제화 전략과의 상호작용 여지가 매우 높다고 판단된다. 또한 우리나라 공적 연기금은 전 세계 공적연기금 기준 절대 금액 면에서는 2,800억달러로 세계 3위, 경제규모(GDP) 대비 비중 기준으로는 27.6%로 세계에서 가장 큰 공적연기금이다. 국민연금은 2008년 재정추계 기준으로 2043년에 2,465조원의 기금이 축적되는 등 향후 30년간 기금규모는 급격하게 증가할 것으로 전망이다. 이런 가운데 국민연금의 국내외 일임투자도 급격하게 증가할 것으로 전망되고 있다. 특히, 해외주식이나 해외대체투자의 경우 전문성 부족으로 거의 대부분의 해외 투자를 해외 자산운용회사에 위탁하여 운용하고 있다.

따라서 국내 연기금과 국부펀드의 해외투자정책과 자산운용의 국제화를 연계하여 자산운용회사의 해외진출과 역량강화를 지원하는 방안을 고려할 필요가 있다. 즉 연기금 및 국부펀드의 해외투자 위탁운용 중 일부분을 국내 자산운용회사에 위탁하여 국내 자산운용회사의 해외진출 유인을 높이고 운용역량 축적을 지원하는 것이다. 예를 들어 해외투자 정책에 부합하는 해외지역에 현지법인 등의 형태로 주체, 운용경험과 투자성고가 뛰어난 국내 자산운용회사에 위탁하는 것이다. 다만, 일시에 자금을 배분하기보다는 중장기적인 관점에서 성과에 연계하여 투자자금을 점차 늘리는 것이 바람직할 것이다. 대체투자 자금을 배분할 때에도 투자기회 발굴이나 매칭펀드 구성시 국내 자산운용회사의 참여를 늘릴 수 있는 방안 또한 모색할 필요가 있다. 물론, 위탁 자산운용회사 선정 기준을 명확히 하여 연기금 및 국부펀드의 투자정책과 신인의무 원칙을 훼손하지 않는 범위 내에서 이러한 정책들이 이루어져야 할 것이다.

해외 자산운용회사의 국내진출과 관련하여서도, 공적 연기금의 역할은 중요하다. 최근 골드만삭스자산운용 사례에서 보듯이 국내 공적 연기금의 해외투자 비중이 높아지면서, 글로벌 자산운용회사들이 우리나라에

현지법인을 둘 필요성이 약화되고 있다. 글로벌 자산운용회사의 선진 노하우 전수나 한국의 금융경쟁력 등을 위해서라도 글로벌 자산운용회사의 국내 비즈니스 활성화는 중요한 과제인 바, 공적 연기금의 해외투자 위탁운용사 선정 시 국내 자산운용산업에 대한 기여 등을 합리적으로 반영하는 방안 등을 검토할 필요가 있다.

<제5부> 비전달성을 위한 핵심 과제

XV. 종합결론

XV. 종합결론

1. 서비스 혁신
2. 규제 합리화
3. 세제

XV. 종합결론

1. 서비스 혁신

가. 장기투자 상품·서비스 개발

고령화로 장기투자에 대한 유인이 커지고 있는 바, 장기투자에 적합한 중위험·중수익 상품 혹은 서비스를 개발할 필요가 있다. 상품 면에서는 투자대상을 전통자산에서 부동산, 특별자산, 벤처, 메자닌, 바이아웃, 실물 등으로 다변화된 상품을 제공하고, 투자전략 면에서도 벤치마크 중심의 상대수익률 못지않게 일정 구간 내에서 절대수익을 추구하는 상품을 개발하는 것이다. 아울러 이러한 자산들이 소매채널을 통해 일반투자자들이 접근할 수 있도록 공모펀드나 ETF 등의 형태로 개발되어야 한다.

앞서 언급한 상품단위에서의 혁신이 투자위험을 중수익 수준으로 관리하는 것이라면, 서비스 혁신 면에서는 투자위험 외에 생애자산관리 과정에서 직면하는 다양한 위험들, 가령, 사망위험이나 장수위험을 동시에 관리할 수 있는 방향으로 진행되어야 한다. 생애자산관리수요는 단순히 투자위험을 관리하는 차원을 넘어, 사망위험과 장수위험을 관리하려는 목적이 내포되어 있으므로 이러한 위험들이 모두 내재(embedded)될 수 있는 서비스를 개발하는 것이다. 가령, 신탁서비스는 이러한 목적을 실현하는데 매우 적합한 서비스수단이 될 수 있다. 다만, 현행 금융투자상품에서 사망위험이나 장수위험을 반영하는데는 제도적 제약이 있으므로 이에 대한 제도개선이 필요하다.

나. 자산관리통합계좌 도입

앞서 언급한 장기투자를 위한 서비스혁신은 자산관리통합계좌의 형태로 구체화될 수 있다. 자산관리통합계좌는 금융소비자가 구매하는 소매금융투자상품들을 하나의 계좌를 통해 매매하고, 이종상품간 갈아타기에 따른 불편을 최소화하고, 세제혜택을 통합적으로 관리하여 포트폴리오의 구성을 최적화 하는 종합계좌이다. 여기에는 예금은 물론 펀드, 연금, 그리고 일부 보험상품을 담을 수 있다.

이러한 자산관리통합계좌는 영국, 캐나다, 일본 등에서는 도입이 되어 있는 것이며, 우리나라도 2013년 세법 개정을 통해 연금상품에 대해 연금저축계좌제도를 도입하여 적어도 세제측면에서는 개념적인 통합계좌가 도입되었다. 향후 과제는 신연금저축계좌 같은 개념을 비연금성 장기저축상품에도 도입하여 비연금성 저축을 통합 관리하는 자산관리통합계좌를 도입하는 것이다. 다만 비연금성 통합계좌의 경우 개인연금저축계좌와 달리, 영국식 ISA와 같이 물리적인 실체를 갖는 통합계좌를 만들어 어린이펀드처럼 어린이부터 노년에 이르기까지 모든 국민들이 생애자산관리를 위해 활용할 수 있도록 하는 것이 바람직하다. 소매자산관리는 결국 계좌서비스에서 출발하기 때문이다. 이 같은 자산관리통합계좌에서 펀드는 핵심적인 역할을 할 것으로 보인다. 펀드는 모든 국민들이 가장 쉽게 접근할 수 있는 투자수단이자 투자자보호가 가장 엄격하게 이루어지는 상품이다. 다른 나라에서도 펀드가 중심이 된 소매금융상품 중심으로 통합계좌가 운영되고 있다.

다. 펀드슈퍼마켓: 자산관리를 위한 개방형 플랫폼

앞서 언급한 대로 소매자산관리는 펀드를 중심으로 구성되고 운영될 가능성이 높기 때문에 현재 도입 중인 펀드슈퍼마켓은 소매자산관리를 위한 개방형 플랫폼의 파일럿버전의 의미가 있으며, 향후 판매채널시장의 구도와 발전에 상당한 영향을 미칠 것이다.

펀드슈퍼마켓은 모든 펀드를 판매하고 있다는 점에서 투자자의 선택의 폭은 물론 장기적으로는 고객 중심의 독립투자자문(IFA)제도와의 연계성이 높은 판매채널이자, 하나의 계좌로 모든 자산운용사의 펀드를 온라인으로 구매할 수 있다는 점에서 계열펀드 중심의 제한된 상품을 라인업한 다른 판매채널과는 분명히 구별된다. 다만, 펀드슈퍼마켓은 온라인 기반의 플랫폼이고, 자기주도의 투자결정을 할 수 있는 투자자를 위한 플랫폼이라는 점에서 확장성에는 한계가 있다.

따라서 펀드슈퍼마켓이 소매자산관리의 전형적인 플랫폼으로 발전하기 위해서는 이런 문제점을 개선할 수 있는 혁신과 제도개선이 필요하다. 무엇보다, 펀드슈퍼마켓이 지금처럼 BTC 모델을 넘어 금융지식이 부족하고 자기주도 결정에 어려움이 있는 중장년 투자자들의 자산관리 플랫폼이 되기 위해서는 이들의 투자결정을 도와주는 자문업자제도와 연계될 수 있도록 BTB 모델을 개발하여야 한다. 이를 위해 정책당국은 금융상품의 판매 및 자문업자 제도를 정비하여야 할 것이다. 또한 이러한 토대 위에 생애자산관리 채널로 발전하기 위해서는 보다 다양한 금융상품에 대한 자문 및 판매가 이루어지도록 금융상품 판매 전업주의를 재검토할 필요가 있다. 금융상품 제도의 업권별 전업주의는 금융소비자 보호를 위해 필요한 제도라면, 금융상품 판매에 있어 현행 전업주의는 금융소비자보호와는 큰 관련이 없으며, 오히려 금융소비자의 선택권과 자산관리서비스의 발전에 있어 제도적 장애로 작용할 수 있다.

라. 국제화

자산운용산업의 발전은 투자론의 관점에서 보면 평균-분산 평면에서 그려지는 효율적 변경(efficient frontier)의 확장을 의미한다. 투자상품 측면에서는 주식, 채권에서 부동산, 인프라, 바이아웃, 메자닌, 헤지펀드 등으로의 확장을 의미한다면, 지역적으로는 해외투자상품으로의 확장이 될 것이다. 자산운용회사의 해외진출은 이처럼 자산운용회사의 주주가치 관점 보다는 투자자의 분산투자 수요에 부응하는 투자서비스의 혁신 관점에서 이해할 필요가 있다. 이렇게 보면 자산운용회사의 국제화는 선택이 아닌 필수이다. 국내 가계 자산구성의 홈바이어스를 극복하고 더 다양한 효율적 변경 상의 포트폴리오를 구성하는데 반드시 필요한 서비스전략으로 적극적으로 추진되어야 한다. 다만, 우리나라는 자산운용은 물론 금융부문 전반에서 국제화의 후발국에 해당하므로, 규모, 전문성, 경험, 네트워크 등을 갖추는데 상당한 시간과 시행착오가 필요할 수 있다. 이런 점에서 적어도 아웃바운드 국제화전략은 국가전략 차원에서 선택과 집중이 필요해 보인다.

해외 사례에서도 금융 국제화의 후발국이던 호주는 전통부문인 은행이 아닌 자산운용산업의 전략적 육성을 통해 금융국제화에 성공한 나라에 해당한다. 1992년 강제퇴직연금(superannuation) 도입과 함께 자산운용산업을 전략산업으로 육성하여 맥쿼리금융그룹을 국제화하고 아시아 역내 자본시장 통합 논의를 주도하고 있다.

이처럼 자산운용산업은 자본력이 중요한 은행이나 보험보다 자산운용 능력 같은 소프트웨어 경쟁력이 중요한 금융업종 특성으로 인해 후발국이 catch-up 전략을 구사하기에 적합하다. 우리나라의 자산운용산업 환경도 자산운용 중심의 국제화전략의 가능성을 높이고 있다. 우선, 성장성면에서 보면 자산운용시장 자체가 전 세계적 고령화로 향후 금융산업의

발전 축이 축적된 연금자산을 운용하여 고령사회를 지원하는 자산운용 산업으로 이동할 가능성이 높다. 후발국의 진입 가능성(경쟁성) 면에서도 앞서 언급대로 자산운용산업의 경우 글로벌 리더의 조건이 자본력이 아닌 투자아이디어와 전략 등 소프트웨어 능력이고 글로벌 시장의 역동성도 가장 높다. 참고로, 지난 10년간 글로벌 순위변동을 보면 은행, 증권, 보험은 글로벌 강자들의 지배력이 확고해 후발주자의 진입이 어려웠던 반면, PEF는 top 10 중 5개사가 바뀌었고 헤지펀드는 2개만 남고 8개사가 교체되었다.

마지막으로, 국내 자산운용산업은 강력한 경쟁수단을 갖고 있다. 세계 3대 연기금의 해외투자정책과 자산운용산업의 국제화정책을 연계할 경우 호주가 superannuation을 연계하여 성공한 자산운용산업 국제화 전략보다 규모나 가능성 면에서 낙관적이다. 이런 점에서 자산운용산업의 국제화 전략은 산업단위의 국제화전략을 넘어 국가전략차원에서 검토될 필요가 있다.

2. 규제 합리화

가. 사모펀드규제 개편

사모펀드는 이름 그대로 소수의 투자자가 자금수요자와 맺는 사적 계약으로, 투자자보호나 공적규제가 공모펀드와 동일 차원에서 고려될 수 없으나, 지금까지 자본시장법은 공모펀드규제체계 내에서 일부 예외를 두는 방식으로 사모펀드를 규제하였다.

그러다보니 규제의 절대수준이 높아 시장의 혁신 유인과 충돌하는 부분이 생기고, 열거주의 방식으로 사모펀드를 규제하는 과정에서 사모펀드시장 내에서도 칸막이가 형성되어 글로벌 시장에서의 다양한 사모펀드시장간의 수렴경향에 대응하지 못하였다.

그러나 금융위기 이후 글로벌 사모펀드시장은 위축되는 가운데도 국내 사모펀드시장은 규모가 확대되는 가운데, 국민경제적으로도 그 중요성이 커지고 있다. 무엇보다, 위기 이후 저성장 기조의 확산으로 상시적인 기업구조조정 과정에서 바이아웃 수요가 늘고 있고, 성숙산업 혹은 기업이 사업구조조정을 하는 과정에서 성장자본(growth capital)으로서 사모펀드에 대한 수요도 늘고 있다. 저성장체제의 극복을 위한 신성장 혁신산업에 대한 신산업정책의 일환으로 사모펀드(venture fund)를 통한 산업지원정책이 주목받고 있다. 또한 해외자원개발, 해외기업 인수, 해외금융시장개척 등 국내 기업과 금융 글로벌화의 협업수단으로 바이아웃펀드나 특별자산펀드(infrastructure fund)의 역할이 주목되고 있다.

저성장, 국제화 흐름 속에서 성장성이 확인되고 있는 사모펀드시장이 건전하게 발전하기 위해서는 현행 사모펀드규제체계가 다음과 같은 방향으로 전면 개편될 필요가 있다. 첫째, 사모펀드규제를 열거주의에서 포괄주의로 전환할 필요가 있다. 일반사모펀드, 전문사모펀드, PEF, 재무안정 PEF, 개별법상 14개 사모펀드 등으로 복잡다기하게 존재하는 사모펀드체계간의 칸막이를 최소화하고, 동일기능 동일규제원칙이 적용될 수 있도록 포괄주의적 규제체계를 도입할 필요가 있다.

둘째, 글로벌 흐름에서도 확인되었듯이, 사모펀드시장에 대한 규제는 사모펀드의 사적계약 특성을 살리면서도 금융안정과 투자자보호가 가능한 방식으로 규제체계를 전환할 필요가 있다. 현행 운용규제 중심의 사모펀드 규제체계는 금융안정과 투자자보호의 정책목적 달성에는 효과적이나, 사적 계약 특성을 필요 이상으로 억압하여 혁신과 위험자본 공급

기능을 약화시킬 수 있다. 현행 운용규제를 운용업자규제로 전환하여 개별 사모펀드에게는 자율성을 부여하되, 운용업자에게 필요한 공적규제를 부과하는 방식으로 전환할 필요가 있다.

셋째, 사모펀드의 투명성을 높이는 제도인프라를 개선할 필요가 있다. 고객자산의 분별관리를 명확히 할 수 있도록 수탁제도를 정비하고, 보유자산에 대한 평가가 공정하게 이루어질 수 있도록 회계 및 평가시장의 경쟁 질서를 정비할 필요가 있다.

나. 기금형 퇴직연금제도

퇴직연금자산이 70조원 수준으로 급성장하면서 시장구조적인 문제에 대한 제도개선 요구가 높아지고 있다. 과도한 원리금 보장에 따른 연금자산 축적구조의 왜곡, 자산배분과 리밸런싱 과정에서 근로자의 소외문제와 거래불편 등이 핵심문제이다. 이런 문제들은 겉으로 보기에는 개별적인 이슈이고 개별적인 해법이 필요해 보이지만, 보다 근본적으로는 현행 퇴직연금 지배구조의 문제에서 연원한다. 주지하듯이 현행 퇴직연금 제도는 신탁업이나 보험업 인가를 받은 금융사업자가 중심이 되어 퇴직연금의 제도선택과 자산운용, 자산관리를 서비스하는 구조이다.

연금지배구조는 이러한 복잡한 구조적 문제를 완화하는 동시에, 왜 퇴직연금제도가 연금사업자인 금융회사의 이윤논리에 종속되어야 하느냐 하는 노동계의 불신을 완화하는데 도움이 되는 방향으로 개선되어야 한다. 이런 점에서 현행 사업자 중심의 계약형 퇴직연금지배구조는 분명 약점이 있다. 본 보고서는 선진국에서 계약형 퇴직연금제도 외에 기금형 퇴직연금제도를 동시에 허용하는 현실을 주목한다. 퇴직연금 선진국은 하나같이 기금형 퇴직연금제도가 도입되어 있고, 그것이 시장의 주류적인 제도로서 근로자 선택의 대상이 되고 있다.

기금형 퇴직연금제도는 지배구조의 특성상 구조적으로 근로자의 이해관계가 깊숙이 반영된다. 근로자의 위험성향이 정확히 자산배분에 반영되고, 근로자의 금융교육과 퇴직자산에 대한 투자자문이 큰 불편과 비용 없이 이루어지는 구조이다. 장기자산이 가지는 퇴직연금제도 성공의 핵심적인 요소가 기금형 퇴직연금제도에는 그 자체로 체화되어 있는 것이다.

퇴직연금시장에 경쟁을 촉진하여 연금가입자 중심으로 퇴직연금 운용 및 판매플랫폼을 개편하기 위하여 기금형 퇴직연금제도를 추가로 도입할 필요가 있다. 이를 통해 중소기업장의 퇴직연금 전환을 촉진하여 시장을 활성화하고, 자사 혹은 계열사 상품 중심의 퇴직연금 판매 및 운용 관행을 개선함으로써 퇴직연금과 자산운용시장의 선순환을 촉진할 필요가 있다.

다. 일임시장 선진화

기관투자자들은 운용자산을 외부에 위탁할 때 펀드 혹은 일임 방식 어느 것도 선택이 가능하지만, 우리나라 보험자산과 공적연기금들은 주로 일임방식으로 외부위탁을 많이 하고 있다. 그렇다 보니 향후 고령화와 연금자산 축적 등으로 자산운용시장의 기관화 현상이 심화될수록 펀드시장 못지않게 일임시장이 급성장할 전망이다. 따라서 국내 자산운용산업이 선진화되기 위해서는 펀드시장의 선진화 못지않게 일임시장의 선진화가 중요하며, 자산운용회사의 경쟁력과도 직결될 것으로 보인다.

일임계약은 자산운용에 대한 당사자간 사적 계약이기 때문에 규제나 제도부문의 역할이 크지는 않다. 다만, 일임시장이 경쟁구조 면에서 문제가 없는지, 그리고 일임시장의 형성에 제도적 왜곡이 없는지는 살필 필요가 있다. 이런 점에서 일임시장의 가격구조가 합리적인 경쟁의 기반

위에서 이루어지고 있는지 살펴볼 필요가 있다. 현행 일임시장은 수요독점적인 시장이다. 거대한 보험자본이나 공적연기금이 다수의 영세한 자산운용회사들이 만나는 시장이다. 수요독점적 시장구조로 인해 가격형성에 약탈적 요소가 없는지 점검해 보아야 한다. 더구나, 공적연기금은 국가의 공적 기관으로 공적인 감독규제를 받고 있고, 자산운용회사와의 일임계약에 대한 감시도 받고 있다. 공적연기금이 수탁자의무를 비용측면만 고려하는 근시안을 가지고 외부 위탁운용사를 선정하는 것은 아닌지 검토할 일이다.

참고로 우리나라의 일임시장의 운용보수는 미국 일임시장의 운용보수에 비해 매우 낮게 형성되고 있다. 낮은 가격은 겉으로 보기에는 공적연기금의 수탁자의무에 부합하는 것처럼 보이지만, 장기적으로는 결코 그렇지 않다. 약탈적으로 낮은 보수체계 아래서는 자산운용회사들이 운용능력을 확충할 장기적인 투자를 할 수 없다. 쉽게 말해 자산운용능력은 인력과 인프라에 대한 장기적인 R&D를 통해 가능한데, 낮은 보수체계는 이런 투자의 여력을 소진시켜 장기적으로 운용능력을 약화시키고, 공적연기금에는 낮은 수익률의 부메랑으로 나타날 수밖에 없다. 이는 연금가입자, 자산운용회사, 공적연기금 모두 바라는 바가 아닐 것이다.

일임시장은 향후 자산운용시장을 주도하는 핵심시장으로 부각될 것인 바, 일임시장의 가격체계를 자산운용서비스의 질에 맞도록 합리화할 필요가 있다. 특히, 공적연기금의 입찰제도를 개선하여 서비스의 질에 맞는 가격구조가 형성되도록 할 필요가 있다.

3. 세제

세제는 경제주체의 인센티브구조의 미세조정을 통해 시장의 활력과 공정경쟁, 혁신 등을 유도하는 핵심적인 정책수단이다. 그래서 특정 산업부문의 특정 시장, 상품, 혹은 서비스의 혁신과 발전을 위해 세제정책을 산업지원수단으로 활용하는 것이 일반적이다. 우리나라도 조세감면 혹은 비과세제도 등 실효세율에 영향을 미치는 정책수단을 광범위하게 활용하고 있다.

그런데 글로벌 금융위기와 고령사회 복지기반 확충 과정에서 국내 조세정책은 큰 틀의 변화 조짐이 보이고 있다. 재정의 장기적인 건전성 확보를 위해 조세 감면 및 비과세정책을 대폭 축소하고 세액공제방식으로 단순화하겠다는 것이다. 조세정책의 기조변화가 거시경제의 안정 목적으로 논의되고 있어 그 불가피성을 인정하면서, 그간 조세정책이 수행해온 기능별 산업정책의 순기능을 감안할 때, 거시경제 안정과 기능별 산업정책의 효익이 조화될 수 있는 해안이 필요한 때이다.

금융산업의 경우에도 비과세 및 조세감면정책이 상품 및 서비스, 나아가 특정 부문의 시장조성을 위해 광범위하게 도입되고 있다. 나아가 금융산업이 장기적으로 은행부문과 자본시장부문이 균형적으로 발전하며 선진화될 수 있도록 자본시장부문에 대한 전략적인 산업정책을 추진하여 왔다. 이런 점에서 조세정책의 기조 변화는 자본시장, 좁게는 자산운용산업의 육성 관점에서 보면 부정적인 영향이 클 것으로 전망된다. 더구나 자산운용산업은 가계의 노후자산 축적과 직결되어 있는 만큼, 조세정책 후퇴에 따른 자산운용산업의 기회손실은 결국 노후자산의 비효율적 축적으로 이어질 수 있다는 점이다. 이렇게 볼 때, 조세정책 기조변화의 불가피성을 인정하더라도, 자산운용산업의 선진화를 위해서는 선택과 집중을 통해 핵심 전략 부문에 대해서는 기존의 비과세와 조세감면정책 기조는

유지될 필요가 있다. 펀드 및 연금 세제는 전통자산인 은행 및 보험상품에 비해 세제혜택이 부족하여 경제주체의 합리적인 자산배분과 금융산업내 공정경쟁을 저해하고, 연금과 펀드산업의 발전을 위한 인센티브 기능이 미약한 면이 있다. 이런 관점에서 본 보고서는 다음 세 자산운용부문에 대해서는 세법 개정 이후에도 세제혜택을 유지하거나 확충하는 것이 전체 금융산업의 균형발전과 가계의 금융자산 축적을 위해 바람직하다고 본다.

첫째, 연금퍼즐을 풀고 장기투자를 유도하는 시장 혹은 상품에 대해 세제혜택을 주어야 한다. 연금 등의 형태로 펀드를 구입하는 경우 이미 세제혜택이 주어지고 있으나, 장기투자의 목적은 노후자금만이 아니다. 투자자들이 다른 목돈마련 자금을 충당하고 남은 자금을 은퇴자금화 하는 경향이 강하므로, 목돈마련을 위한 장기펀드투자에 대해 세제혜택을 부여할 필요가 있다. 이는 투자자의 합리적 선택을 지원하는 것일 뿐만 아니라, 장기투자문화의 확산을 통해 자본시장의 변동성을 시장메카니즘을 통해 완화하는 길이기도 하다.

둘째, 실물경제에 위험자본을 직접 공급하는 자산운용상품 혹은 서비스에 대해서는 실물경제의 활력 제고를 위해서라도 반드시 세제혜택이 강화될 필요가 있다. 가령, 부동산, SOC, 창의자본, 벤처펀드나 하이일드펀드 등에 대해서는 비과세 방식의 세제혜택을 유지하거나 새롭게 도입하여 자본시장의 혁신산업에 대한 위험자본 공급 역할을 강화할 필요가 있다. 이 같은 세제정책은 앞서 누차 언급하였듯이 실물경제의 저성장을 혁신을 통해 극복하는 경제정책 기조와도 궤를 같이 한다.

셋째, 해외펀드에 대한 정책적 장려이다. 국내 자본이 해외로 유출되는 것에 대한 한편에서의 저항도 있지만, 가계의 해외소비와 달리 금융자산의 해외투자는 국내 경제의 성장 잠재력 약화와는 크게 관련이 없다. 오히려 금융자산 해외투자로부터의 결실(높아진 구매력)은 국내

소비를 진작하는데 긍정적일 수 있다. 때문에 가계의 금융자산 축적을 저성장과 저금리 기조의 국내 경제 상황과 일정 정도 분리·절연하는 가계의 전략적 자산배분은 장려할 필요가 있으며, 이는 궁극적으로 분산투자자와 금리 플러스 알파를 통해 가계금융자산의 안정적 축적에 긍정적으로 기능할 수 있다. 가계 자산의 위험관리 면에서도 가계자산의 홈바이어스(home-bias)를 완화하는 주요 수단이 될 수 있다. 일본의 경험은 정확히 이와 관련하여 시사하는 바가 있다. 조세정책도 해외펀드를 일정 수준 장려하는 정책으로 기조를 전환하여 해외펀드에 대해 세제혜택을 부여할 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 국민연금, 2013, 『2012 국민연금 기금운용 보고서 개정판』.
- 금융감독원, '12년 사모투자전문회사(PEF) 동향, 보도자료, 2013 (2. 1).
- 금융감독원, 2011, 『사모투자전문회사 실무안내』.
- 금융감독원, 개인연금 활성화 방안, 보도자료, 2013 (8. 6).
- 금융감독원, 고령화 사회의 진전으로 인한 사적연금시장의 급성장, 보도
자료 2011 (3.24).
- 금융감독원, 보험회사의 보험료적립금(부채) 평균이자율 현황, 보도자료,
2013 (4.25).
- 금융감독원, 연금저축상품 수수료 인하계획 안내, 보도자료, 2013 (1.14).
- 금융감독원, PEF 제도도입 6년의 평가와 향후과제, 보도자료, 2011 (6. 7).
- 금융감독원, PEF 활성화 관련 가이드라인 마련, 보도자료, 2005 (7.18).
- 금융위원회, 2012, 헤지펀드 도입 1년 평가 및 향후 정책방향, 보도자료,
2012 (12. 6).
- 금융위원회, 2012, 헤지펀드 시장 동향 및 향후 정책방향, 보도자료,
2012 (7.27).
- 금융위원회, 2013, 사모투자전문회사(PEF) 옵션부 투자 모범규준 개정,
보도자료, 2013 (4.11).
- 기획재정부, 2012년 세법개정 후속 시행령 개정, 보도자료, 2013(1.17).

- 김완중·강전은·이승준, 2010, 국내 가계자산 구성 현황 및 향후 포트폴리오 변화 방향과 시사점, 하나 금융정보 제39호.
- 김재철·김종민, 2011, 『한국형 헤지펀드의 미래와 영향』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 11-06.
- 김재철·장지혜, 2013, 『자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향』, 자본시장연구원 조사보고서 13-01.
- 김종민, 2012, 2008년 이후 국내 자산운용회사 주식운용의 특징과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2012-28.
- 김종민, 2013a, 도입 이후 국내 헤지펀드 성과의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2013-07.
- 김종민, 2013b, 아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점, 자본시장연구원 이슈와 정책, 발간예정.
- 김종민, 2013c, 펀드패스포트에 대한 국제적인 논의와 시사점, 자본시장연구원 『자본시장 Weekly』 2013-32.
- 김종민, UCTIS IV의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 『유럽 금융시장 포커스』 2012년 가을호.
- 김종민·송홍선, 2012, 『국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 12-03.
- 박성민·신경혜·박무환·한정림, 2012, 『국민연금 중기재정전망(2013~2017)』, 국민연금연구원 연차보고서 2012-03.
- 박양수·문소상, 2005, 우리 경제의 성장잠재력 약화 원인과 향후 전망, 한국은행, 『Monthly Bulletin』 Sep.
- 박용린·천창민·안유미, 2012, 『해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 - 바이아웃(buyout)을 중심으로』, 자본시장연구원, 조사보고서 12-03.

- 보건복지부, 2013, 국민연금 향후 5년간 전략적 자산배분 마련, 보도자료, 2013 (5.29).
- 송홍선·공경신, 2008, 『선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 08-03.
- 신석하, 2006, 『경제위기 이후 고용상황과 기술변화』, 한국개발연구원, 연구보고서 2006-7.
- 임경목, 2004, “한국 가계의 주식시장 참가 결정요인 분석”, 『KDI 정책연구』, 2004년 1호, 36-69.
- 최요철·김은영, 2007, 산업별 인적자본의 추계와 성장요인 분석, 한국은행, 『Monthly Bulletin』 Feb.
- 통계청, 2000, 『가구 소비실태조사』 .
- 통계청, 2006, 『가계 자산조사』 .
- 통계청, 2010, 『가계 금융조사』 .

<국외문헌>

- Arrondel, L., Masson, A., 2003, Stockholding in France, in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan.
- Arrow, K.J., 1971, *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Chicago: Markham Publishing Co.

- Australian Financial Centre Forum, 2009, *Australia as a Financial Centre: Building on Our Strengths*.
- Boston Consulting Group, 2012, *Global Asset Management 2012: Capturing Growth in Adverse Times*.
- Constantinides, G.M., 1990, Habit Formation: A Resolution of the Equity Premium Puzzle, *Journal of Political Economy* 98, 519-543.
- Davis, E.P., 2002, Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long-term institutional investors' portfolios, *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 1, No. 2, pp. 157-191.
- Davis, J., Sandstrom, S., Shorrocks, A., Wolff, E., 2009, The Level and Distribution of Global Household Wealth, Working Paper Series No. 15508, NBER.
- EFAMA, 2012, *Asset Management in Europe Facts and Figures*.
- EIU, 2012, *Financial Service Report*.
- Epstein, L.G., Zin, S.E., 1990, First-Order Risk Aversion and the Equity Premium Puzzle, *Journal of Monetary Economics* 26, 387-407.
- Giannetti, M., Koskinen, Y., 2010, Investor Protection, Equity Returns, and Financial Globalization, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(1), 135-168.
- Gollier, C., 2001, What Does Classical Theory Have to Say About Household Portfolios?, in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.

- Guiso, L., Haliassos M., Jappelli, T., 2001, Introduction, in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Guiso, L., Haliassos M., Jappelli, T., 2002, *Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go?*, Manuscript.
- Haliassos M., 2003, Stockholding: Recent Lessons from Theory and Computations, in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan.
- Haliassos M., Bertaut, C.C., 1995, Why Do So Few Hold Stocks?, *The Economic Journal* 105, 1110-1129.
- Haliassos M., Michaelides, A., 2001, Calibration and Computation of Household Portfolio Models, in Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Haliassos M., Michaelides, A., 2003, Portfolio Choice and Liquidity Constraints, *International Economic Review* 44, 143-177.
- Heaton, J. Lucas D., 2000a, Portfolio Choice in the Presence of Background Risk, *The Economic Journal* 110, 1-26.
- Heaton, J. Lucas D., 2000b, Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk, *Journal of Finance* 55, 1163-1198.
- ICI, 2012, *2012 Investment Company Fact Book*.
- Iwaisako, T., 2003, Household Portfolios in Japan, NBER working paper series No. 9647.

- Khorana, A., Servaes H., Tufano P., 2005, Explaining the size of the mutual fund industry around the world, *Journal of Financial Economics*, 78, 145-185.
- Kimball, M., 1993, Standard Risk Aversion, *Econometrica* 61, 589-611.
- McKinsey&Company, 2012, *The Asset Management Industry: Outcomes Are the New Alpha*.
- McKinsey&Company, 2012, *The Mainstreaming of Alternative Investments Fueling the Next Wave of Growth in Asset Management*.
- Merton, R.C., 1973, An Intertemporal Capital Asset Pricing Model, *Econometrica* 41, 867-887.
- NABO, 2012, *2012-2060 Long-term Economic outlook and fiscal analysis*.
- NBER, 2011, *When Fast Growing Economies Slow Down*.
- Polkovnichenko, V., 2000, *Heterogenous Labor Income and Preferences: Implications for Stock Market Participation*, Mimeo, University of Minnesota.
- Preqin, 2011, *2011 Preqin Global Investor Report: Hedge Funds*.
- PwC, 2012, *Benchmark your Global Fund Distribution*.
- Quiggin, J., 1982, A Theory of Anticipated Utility, *Journal of Economic Behavior and Organization* 3, 323-343.
- S&P Dow Jones Indices, 2012, *Xinhua-Dow Jones International Financial Centers Development Index*.
- TheCityUK, 2012, *Hedge Funds*.
- Towers Watson, 2012, *The World's 500 Largest Asset Managers*.

Vissing-Jorgensen, A., 2002, Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Non-Financial Income and Participation Cost Structures, NBER working paper series No. 8884.

WEF, 2012, *The Global Competitiveness Report 2012-2013*.

<웹사이트>

국민연금	www.nps.or.kr
금융감독원	www.fss.or.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
보건복지부	www.mw.go.kr
제로인	www.zeroin.co.kr
통계청	www.kostat.go.kr
한국은행	www.bok.or.kr
ABS	www.abs.gov.au
EIU	www.eiu.com
IMF	www.imf.org
MAS	www.mas.gov.sg
SFC	www.sfc.hk
WEF	www.weforum.org
World Bank	http://data.worldbank.org