

자산운용산업의 국제화: 방향과 과제

김재철 | 강현주 | 김종민 | 남재우

KCMI

K o r e a C a p i t a l M a r k e t I n s t i t u t e

KCMI

K O R E A C A P I T A L M A R K E T I N S T I T U T E

김재철 (Jaechil Kim)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Monetary Economics
- Household Portfolios
- Fund markets and Industry

강현주 (Hyunju Kang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance and Macroeconomics
- Monetary Economics

김종민 (Jongmin Kim)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Financial Economics
- Applied Microeconomic Theory
- Industrial Organization
- Financial Econometrics
- Asset Management

남재우 (Chae Woo Nam)

연구위원 / 경영공학 박사

연구분야

- Pension
- Asset Management
- Fund Market
- Risk Management
- Financial Econometrics

자산운용산업의 국제화: 방향과 과제

2016. 2.

선임연구위원	김 재 칠
연구위원	강 현 주
연구위원	김 종 민
연구위원	남 재 우



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

글로벌 금융위기 이후 전세계 주요국가들은 저성장, 저금리 환경에 휩싸였다. 우리나라도 예외는 아니다. 여기에 더해 인구고령화라는 장기적인 변수는 이런 추세가 매우 길게 이어질 것임을 짐작케 한다. 이 큰 흐름 속에서 투자자들과 자산운용회사들이 힘들어하는 모습이 역력하다. 투자자들은 쌓여가는 퇴직자산을 국내의 안전자산에 묻어두려는 보호본능을 보이고 있다. 자산운용회사들의 금융중개기능은 효율성 저하에 직면한 모습이다. 자산운용회사들은 기업으로서의 성장동력도 찾지 못하고 있다. 자산시장 역시 부족한 깊이와 좁은 폭으로 인해 외부의 충격에 너무나 쉽게 흔들린다. 이처럼 투자자, 자산운용회사, 자산시장으로 구성되는 넓은 의미의 자산운용산업은 큰 벽을 마주하고 있는 느낌이다.

이러한 환경 하에서 돌파구가 될 수 있는 것이 바로 국제화이다. 투자자들은 전세계를 대상으로 다양한 자산에 투자함으로써 자산을 안정적으로 늘려나가야 한다. 자산운용회사들은 정보력이 부족한 투자자를 대신해 전세계 자산시장에서 투자처를 발굴하고, 운용역량을 키워나가야 한다. 자산운용회사들은 기업으로서의 성장동력 마련을 위해 해외고객의 수요도 적극 발굴해야 한다. 자산시장은 인바운드 국제화의 보다 효율적인 정착을 통해 안정적인 시장으로 변모되어야 한다.

이 연구보고서는 “자산운용산업 국제화”라는 방대한 주제를 총서형식으로 담아냈다. 이 연구총서는 그 동안 그 실체가 모호하기만 했던 자산운용산업의 국제화를 명확하게 정의하고 있다. 그리고 국내투자자들의 해외투자 활성화, 자산운용회사들의 해외수요 창출, 자산운용 특화 금융중심지 구축 등 세 가지 큰 주제를 현황, 제약요인, 과제와 전략으로 나누어 논의했다. 세부적으로는 해외투자 관련 과세문제, 기관투자자의 해외투자 위탁운용사 선정문제, 국경간 펀드판매 수단인 UCITS지침과

아시아펀드패스포트(ARFP) 활용 이슈, 자산운용회사의 해외시장 현지 진출 전략, 글로벌 자산운용회사들과 기관투자자들의 국내활동 활성화 등 논의가 필요한 거의 대부분의 이슈들을 검토했다. 이 연구총서는 정책과제와 함께 자산운용회사들의 전략도 깊이 있게 다루었는데, 그 동안 국제화의 주체가 되어야 할 민간부문의 역할이 미진했음을 생각해 볼 때는 매우 의미가 크다. 아무쪼록 이 연구총서가 우리나라 자산운용산업의 국제화를 앞당기는데 길잡이가 되기를 기대해 본다.

이 자리를 빌려 지난 1년간 이 연구총서를 작성하는데 각고의 노력을 기울여준 연구팀 전원에게 감사의 뜻을 전한다. 총서 작성 중 원내 세미나와 심사 과정에서 훌륭한 조언을 제시해 준 연구위원들과 연구조정위원들에게도 감사의 말씀을 전한다. 또한 총서의 최종 교정과 편집에 최선을 다해준 공경신 선임연구원과 김달님 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 이 총서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2016년 2월

자본시장연구원

원장 신인석

목 차

Executive Summary	xvii
Abstract	xxiii
I. 자산운용산업 국제화의 의미와 필요성	3
1. 연구 배경	3
2. 국제화의 의미와 방향성	6
3. 필요성	10
4. 현황 평가	22
5. 핵심 과제	31
II. 국내투자자 해외투자자와 자산운용회사의 역할	39
1. 개요	39
2. 개인 해외투자 확대를 위한 자산운용회사의 역할	40
3. 기관의 해외투자 확대와 자산운용회사의 동반성장	72
4. 소결	115
III. 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 창출	121
1. 개요	121
2. 국경간 펀드판매의 가능성 및 조건	126
3. UCITS의 활용방안	141
4. ARFP의 활용방안	179
5. 소결	213

IV. 현지진출을 통한 해외수요 창출	217
1. 개요	217
2. 현지진출 현황 평가 및 제약요인	219
3. 현지진출 활성화를 위한 과제	254
4. 현지진출 방식: 문헌연구	263
5. 글로벌 자산운용회사의 해외 현지진출 모델	286
6. 국내사들의 해외 현지진출 요건 및 모델	296
7. 소결	307
V. 자산운용 특화 금융중심지 구축	313
1. 개요	313
2. 자산운용 특화 금융중심지 구축 조건	315
3. 우리나라의 자산운용 특화 금융중심지 정책 평가	338
4. 방향과 과제	351
5. 소결	367
참고문헌	371
부록1: ARFP 논의 참여국 간 펀드산업 비교	397
부록2: 글로벌 자산운용회사 사례분석	413

표 목 차

<표 I-1> 전세계 주식시장의 국가별 비중: MSCI All Country World Index ···	14
<표 I-2> 유가증권시장 투자자 유형별 보유비중과 거래회전율 ······	19
<표 I-3> 국민연금기금의 해외투자 추이 ·····························	25
<표 I-4> 외국인투자자 유형별 국내증권 보유 현황 ···················	29
<표 II-1> 해외투자펀드 자산별 순자산가치 ···························	44
<표 II-2> 자산운용회사별 해외투자펀드 설정 현황 ···················	52
<표 II-3> 해외주식투자를 위한 금융상품별 과세제도 ···················	57
<표 II-4> 지역별 비중과 글로벌 시장지수와의 괴리 ···················	59
<표 II-5> 지역유형별 해외주식형펀드의 수익성과 ·····················	60
<표 II-6> 2007 년과 2015 년 세제지원방안 비교 ·······················	65
<표 II-7> 국민연금기금 해외투자 자산군별 운용 규모 ·················	75
<표 II-8> 국민연금기금 해외투자 수익률 ·····························	76
<표 II-9> 국민연금기금 자산군별 위탁운용 범위 ·····················	76
<표 II-10> 국민연금기금 해외 위탁운용사 선정기준 ···················	78
<표 II-11> 공무원연금기금 해외투자 자산별 운용 규모 ···············	84
<표 II-12> 공무원연금기금 해외주식 위탁운용사 선정기준 ···········	85
<표 II-13> 사학연금기금 해외투자 자산군별 운용 규모 ·················	87
<표 II-14> 사학연금기금 해외투자 수익률 ···························	88
<표 II-15> 교직원공제회 해외투자 자산군별 운용 규모 ···············	91
<표 II-16> 교직원공제회 해외투자 위탁운용사 선정기준 ···········	92
<표 II-17> 한국투자공사 총자산 수익률 추이 ·························	95
<표 II-18> 한국투자공사 위탁운용사 현황 ···························	97
<표 II-19> 국가별 주요 연기금 자산의 시장 집중도 ···················	107

<표 III-1> 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 유치 조건	138
<표 III-2> UCITS 지침의 전개과정 개관	144
<표 III-3> 유럽 UCITS 펀드시장의 국가별 시장점유율	149
<표 III-4> 유럽 국경간 펀드 유형별 자산의 비교	150
<표 III-5> 국경간 펀드의 판매지역별 등록건수(2014 년)	151
<표 III-6> 국경간 펀드의 아시아 판매 현황(2014 년)	153
<표 III-7> 역외펀드의 국내 등록 추이	154
<표 III-8> 국내 등록 외국집합투자기구의 설립지 현황	155
<표 III-9> 일반투자자용 역외펀드의 국내 판매규모	155
<표 III-10> UCITS 펀드의 시장점유율 추정을 위한 변수 가정	159
<표 III-11> 이론모형 추정 결과	160
<표 III-12> 국내 자산운용회사의 UCITS 펀드 운용규모	163
<표 III-13> 국내 자산운용회사 UCITS 펀드의 구조 개관	165
<표 III-14> 국내 자산운용회사 해외시장 진출 현황 설문조사 개요	168
<표 III-15> ARFP 방안의 기본 원칙	182
<표 III-16> ARFP 의 잠재적인 비용과 편익	186
<표 III-17> 국내주식형과 해외주식형 펀드의 보수 비교	191
<표 III-18> 주요 설명변수의 분위별 기초통계량	193
<표 III-19> 국내주식형펀드 TER 결정요인(2014 년 기준)	195
<표 III-20> 국내주식형펀드 TSC 결정요인(2014 년 기준)	196
<표 III-21> ARFP 영향분석을 위한 변수 가정	199
<표 III-22> 양자간 ARFP 시행 시 이론모형 추정결과	200
<표 III-23> 양자간 ARFP 의 해외수요 창출효과 추정	201
<표 III-24> ARFP 시나리오별 해외수요 창출효과 추정	203
<표 III-25> 투자효율성 개선 효과 예시	205
<표 III-26> ARFP 관련 국내 자산운용업체의 SWOT 분석	207
<표 IV-1> 국내 자산운용회사 해외 상업적 주재: 건 기준	219

<표 IV-2> 국내 자산운용회사 해외 상업적 주제: 회사 기준	220
<표 IV-3> 국내 자산운용회사 해외 상업적 주제: 주재국 기준	221
<표 IV-4> 국내 자산운용회사 해외법인 및 지점의 영업현황: 전체 운용자산	223
<표 IV-5> 국내 자산운용회사 해외법인 및 지점의 영업현황: 국내고객 자산과 해외고객 자산	224
<표 IV-6> 국내 자산운용회사 본사의 해외고객 자산 위탁운용 현황: 2014 년 기준	225
<표 IV-7> 국내 자산운용회사의 국내고객 및 해외고객 자산: 2014 년 기준	226
<표 IV-8> 글로벌 자산운용회사들의 해외영업 비중: 2014 년말 기준 ·	228
<표 IV-9> 국내외 자산운용회사의 경영 수익성 지표 비교	234
<표 IV-10> 국내 자산운용회사 상위 6 개사 대주주 현황	236
<표 IV-11> 국내외 자산운용회사 주요 재무제표: 2014 년 기준	238
<표 IV-12> 국내 자산운용회사들의 해외 인수 추진 시 소요자금 추정 ·	242
<표 IV-13> 국내외 자산운용회사 인력구조: 2014 년 기준	243
<표 IV-14> 국내등록 해외주식형펀드 지역별 순자산총액	246
<표 IV-15> 환경적 요인과 기업의 해외시장 진출 방식: 문헌 요약 ···	279
<표 IV-16> 글로벌 자산운용회사 사례분석 요약	295
<표 V-1> 금융중심지의 유형별 구분	313
<표 V-2> 금융중심지 입지요인에 대한 주요 연구결과 요약	316
<표 V-3> 펀드등록 입지요인에 대한 주요 연구결과 요약	317
<표 V-4> 룩셈부르크 펀드 유형별 규제체계	321
<표 V-5> 룩셈부르크 펀드관련 행정비용 및 세제	323
<표 V-6> 싱가포르 자산운용회사 규제구조	328
<표 V-7> 호주 자산운용산업의 자금별 자산 규모 및 비중(2014 년말) ···	331
<표 V-8> 주요국 연금자산 규모(2014 년말 기준)	332

<표 V-9> 10 대 호주 자산운용회사(2013 년 기준)	333
<표 V-10> 제 3 차 금융중심지 기본계획의 5 대 선도금융산업	340
<표 V-11> 아시아·태평양 지역 주요 금융중심지 경쟁력 순위	342
<표 V-12> 주요 외국계 자산운용회사의 아시아·태평양 지역 본부 소재국 현황	344
<표 V-13> 외국계 자산운용회사 펀드 투자지역 구분(2014 년말)	345
<표 V-14> 외국인투자자 유형별 국내증권 보유 현황	346
<표 V-15> 외국인투자자 유형별 국내 상장주식 보유 현황	347
<표 V-16> 주요국 가계자산 구성 비교(2013 년말 기준)	354
<표 V-17> 국내와 해외의 자산운용 규제수준 및 규제격차 비교	355
<표 V-18> 아시아·태평양 지역 주요국 조세경쟁력 순위 및 세율 비교 ..	356
<표 V-19> 아시아·태평양 지역 주요국 금융인력 관련 경쟁력 순위	357
<표 V-20> 세제혜택 금융상품 비교	362
<표 V-21> 국내 PEF 관련 사모투자전문회사의 분류와 운용규제	364
<부록 1 표-1> 아시아 국가 간 비교	398
<부록 1 표-2> 거시환경 비교분석 결과 개관	400
<부록 1 표-3> 펀드 순자산 규모	403
<부록 1 표-4> GDP 대비 펀드 순자산 규모	403
<부록 1 표-5> 펀드유형별 비중	404
<부록 1 표-6> ARFP 관련 국가의 공모펀드 규제환경 비교	407
<부록 1 표-7> 펀드 판매채널(2013 년)	408
<부록 2 표-1> AMG 주요 연혁	415
<부록 2 표-2> AMG 의 초기 계열사 지분	417
<부록 2 표-3> AMG 의 주요 경영지표	422
<부록 2 표-4> AMG 주요 재무비율(2014 년)	423
<부록 2 표-5> AMG 의 글로벌 사무소	424
<부록 2 표-6> AMG 의 인수합병	425

<부록 2 표-7> Aberdeen 주요 연혁	428
<부록 2 표-8> Aberdeen 의 자회사 개요	430
<부록 2 표-9> Aberdeen 의 주요 인수에 따른 AUM 증가	432
<부록 2 표-10> Aberdeen 의 주요 경영지표	436
<부록 2 표-11> Aberdeen 주요 재무비율(2014 년)	436
<부록 2 표-12> Aberdeen 의 등록 사무소	437
<부록 2 표-13> Aberdeen 의 인수합병	439
<부록 2 표-14> JCG 주요 연혁	443
<부록 2 표-15> JCG 의 인수합병	444
<부록 2 표-16> JCG 의 주요 경영지표	448
<부록 2 표-17> JCG 주요 재무비율(2014 년)	448
<부록 2 표-18> JCG 의 현지 사무소	450
<부록 2 표-19> JCG 의 해외부문 AUM 추이	450
<부록 2 표-20> NB Group 주요 연혁	454
<부록 2 표-21> NB Group 의 인수합병	455
<부록 2 표-22> NB Group 의 투자자산, 고객, 지역별 AUM 구성	456
<부록 2 표-23> NB Group 의 요약 재무상태표(2014 년)	457
<부록 2 표-24> NB Group 의 현지 사무소	458

그 립 목 차

<그림 I-1> 광의의 자산운용산업과 국제화	7
<그림 I-2> 주요국의 고령화 추이 및 전망: 고령부양비율	12
<그림 I-3> 주요 연기금 적립금액 전망치와 명목 GDP 대비 비중	13
<그림 I-4> 국내 자산운용회사들의 경영성과 변화	16
<그림 I-5> 자산운용시장 채널별 구성비와 보수율 변화	17
<그림 I-6> 개인투자자들의 해외투자: 주식투자 관련	23
<그림 I-7> 개인투자자의 해외투자: 펀드와 직접투자	24
<그림 I-8> 자산운용회사 해외고객 비중의 국제 비교: 2014 년말	27
<그림 II-1> 해외투자펀드(공모펀드) 순자산총액 추이	41
<그림 II-2> 해외투자펀드에서 주식형펀드의 비중	43
<그림 II-3> 주식형 공모펀드에서 해외주식형펀드의 비중	43
<그림 II-4> 국내 거주인의 해외증권투자 추이	45
<그림 II-5> 해외주식 직접투자와 간접투자 추이	46
<그림 II-6> 해외투자펀드 지역별 투자 규모 추이	47
<그림 II-7> 해외투자펀드 지역별 투자 비중 추이	48
<그림 II-8> 자산운용회사 규모별 해외투자펀드	50
<그림 II-9> 자산운용회사 규모별 순자산총액 비중 추이	51
<그림 II-10> 국가별 자국편의(home bias) 수준 비교	54
<그림 II-11> 해외투자펀드(공모펀드) 자산별 비중 추이	56
<그림 II-12> 10 분위 운용 규모별 수익률 분포	63
<그림 II-13> 국민연금기금 해외투자 규모 및 비중 추이	74
<그림 II-14> 국민연금기금 해외투자 직접운용과 위탁운용 추이	77
<그림 II-15> 국민연금기금 해외주식 위탁투자 유형	79

<그림 II-16> 국민연금기금 해외채권 위탁투자 유형	80
<그림 II-17> 공무원연금기금 해외투자 규모 및 비중 추이	83
<그림 II-18> 사학연금기금 해외투자 규모 및 비중 추이	86
<그림 II-19> 교직원공제회 해외투자 규모 및 비중 추이	90
<그림 II-20> 한국투자공사의 순자산가치 및 손익 추이	93
<그림 II-21> 한국투자공사 자산배분 추이	94
<그림 II-22> 한국투자공사의 대한 운용 주체 비중	96
<그림 III-1> 기업의 해외시장 진출 방식 분류	122
<그림 III-2> UCITS 펀드의 운용규모 추이	146
<그림 III-3> 유럽 가계의 금융자산 구성	147
<그림 III-4> 국경간 펀드 유형별 펀드자산의 비중	151
<그림 III-5> 2014 년 UCITS 펀드의 순판매 규모(설정국가 기준)	152
<그림 III-6> 공모 역외펀드의 국내 시장점유율 추이	156
<그림 III-7> 주식형 UCITS 펀드의 국내 시장점유율 전망	161
<그림 III-8> 국내자산운용회사의 UCITS 펀드 운용구조	165
<그림 III-9> 해외진출 방식에 대한 설문조사 결과	171
<그림 III-10> 설정국가 선택기준에 대한 설문조사 결과	171
<그림 III-11> 역외펀드 설정국가에 대한 설문조사 결과	172
<그림 III-12> 해외진출 목표국가에 대한 설문조사 결과	172
<그림 III-13> 펀드시장의 비중(2013 년)	187
<그림 III-14> ARFP 로 인한 규모의 경제 효과	189
<그림 III-15> 국내주식형펀드 TER 및 TSC 의 히스토그램	191
<그림 III-16> 양자간 ARFP 시행 시 이론모형 추정결과	200
<그림 IV-1> 자산운용회사 해외시장 현지진출 의사결정 단계와 주체 ·	231
<그림 IV-2> 국내 금융권역별 경영 수익성 비교: 2014 년 기준	233
<그림 IV-3> 문헌연구를 통해 본 자산운용회사 해외시장 현지진출 방식 ·	285
<그림 IV-4> 국내 자산운용회사의 해외시장 현지진출 요건	297

<그림 IV-5> 국내 사업 재편 후 공격적 그린필드 투자	302
<그림 IV-6> 유럽의 소규모 부띠끄 인수와 UCITS 펀드 수출	304
<그림 IV-7> 신흥시장의 기존 자산운용회사 인수	305
<그림 IV-8> 선진국의 중형 이상 자산운용회사 인수	306
<그림 V-1> 룩셈부르크 펀드규모	319
<그림 V-2> 유럽내 국별 펀드자산 비중(2014 년말 기준)	319
<그림 V-3> 룩셈부르크의 펀드관련 업무 구조도	322
<그림 V-4> 유럽 주요국의 노동생산성 비교	324
<그림 V-5> 싱가포르 펀드규모	325
<그림 V-6> 지역별 유입/투자 비중	325
<그림 V-7> 싱가포르 GDP 대비 금융부문 비중 추이	330
<그림 V-8> 호주 자산운용산업의 운용자산 규모 추이	330
<그림 V-9> 2003 년 동북아 금융허브 추진 로드맵	339
<그림 V-10> 국적별 순매수 동향	348
<그림 V-11> 아시아·태평양 지역 주요국 자산운용시장 규모	352
<그림 V-12> 주요국의 GDP 대비 펀드규모 비교 (2014 년 기준)	353
<부록 1 그림-1> ARFP 관련 국가의 주식시장 성과지표 비교	405
<부록 1 그림-2> ARFP 관련 국가의 주식시장 샤프지수 비교	406
<부록 2 그림-1> AMG 의 구성	417
<부록 2 그림-2> AMG 의 운용자산 추이	419
<부록 2 그림-3> AMG 고객군: 유형별	419
<부록 2 그림-4> AMG 고객군: 지역별	420
<부록 2 그림-5> AMG 의 투자자산군	420
<부록 2 그림-6> Aberdeen 의 구조	430
<부록 2 그림-7> Aberdeen 의 운용자산 추이	432
<부록 2 그림-8> Aberdeen 고객군: 유형별	433
<부록 2 그림-9> Aberdeen 고객군: 지역별	434

<부록 2 그림-10> Aberdeen 의 투자자산군	435
<부록 2 그림-11> Aberdeen 의 지역 대표사무소	438
<부록 2 그림-12> JCG 의 구성	444
<부록 2 그림-13> JCG 성장역사	445
<부록 2 그림-14> JCG 의 운용자산 추이	446
<부록 2 그림-15> JCG 의 고객군	447
<부록 2 그림-16> JCG 의 투자자산군	447

약 어 표

ABP	Algemeen Burgelijk Pensioenfonds
ACU	Asian Currency Unit
AFSL	Australian Financial Services License
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
ALFI	Association of the Luxembourg Fund Industry
AMG	Affiliated Managers Group
APRA	Australian Prudential Regulation Authority
ARFP	Asia Region Funds Passport
ASIC	Australian Securities and Investment Commission
AUM	Assets Under Management
BIPRU	Prudential Sourcebook for Banks, Building Societies and Investment Firms
BM	Bench Mark
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CIC	China Investment Corporation
CIO	Chief Information Officer
CIS	Collective Investment Schemes
CPF	Central Provident Fund
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EMP	Emerging Manager Program

ETF	Exchange Traded Funds
FSDI	Financial Sector Development Fund
FSI-FM	Financial Sector Initiative - Financial Management
FSMA	Financial Services and Markets Act
GDP	Gross Domestic Product
GFCI	Global Financial Center Index
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
GIPS	Global Investment Performance Standard
GPFG	Government Pension Fund Global
GTAA	Global Tactical Asset Allocation
HNWI	High Net Worth Individuals
ICI	Investment Company Institute
IFA	Independent Financial Advisor
IFCDI	International Financial Centers Development Index
IMD	International Institute for Management Development
IMF	International Monetary Fund
IR	Information Ratio
IRR	Internal Rate of Return
ISA	Individual Savings Account
JCG	Janus Capital Group
KIC	Korea Investment Corporation
LFMC	Licensed Financial Manager Company
M&A	Mergers and Acquisition
MAS	Monetary Authority of Singapore
MIT	Managed Investment Trust
MMF	Money Market Fund

MOC	Memorandum of Cooperation
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAV	Net Asset Value
NB Group	Neuberger Berman Group
NUS	National University of Singapore
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
PEF	Privat Equity Fund
PPP	Purchasing Power Parity
RFMC	Registered Financial Manager Company
ROA	Return On Assets
ROE	Return on Equity
RQFII	RMB Qualified Foreign Institutional Investor
SFA	Securities and Futures Act
SICAV	Société d'investissement à Capital Variable
SIF	Specialized Investment Fund
SMU	Singapore Management University
SOI	Statement of Intent
SOU	Statement of Understanding
TER	Total Expense Ratio
TSC	Total Shareholder Cost
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
WEF	World Economic Forum

《 Executive Summary 》

넓은 의미의 자산운용산업은 투자자와 자산시장, 그리고 그 중간에서 매개역할을 하는 자산운용회사를 모두 포괄한다. 따라서 자산운용산업의 국제화는 “투자자와 자산운용회사, 그리고 자산시장으로 구성되는 산업 내 자금흐름이 서로 다른 국가 간에 이루어지는 상태”로 정의할 수 있다.

자산운용산업 국제화의 경로는 무척 다양하다. 본 연구는 이 중 다음과 같은 세 가지 경로에 초점을 맞추고, 이를 우리나라 자산운용산업 국제화의 3대 방향성으로 설정했다. 첫째, 국내투자자들의 해외투자를 활성화하고 그 과정에서 우리나라 자산운용회사들의 역할을 제고한다. 둘째, 우리나라 자산운용회사들이 해외고객의 수요를 적극적으로 창출한다. 셋째, 우리나라를 자산운용 특화 금융중심지로 만들어 나간다. 본 연구의 궁극적인 목적은 이 세 가지 방향성을 달성하기 위해 필요한 과제와 전략들을 제시하는데 있다.

그러면 자산운용산업의 국제화는 왜 필요한 것인가? 급속한 인구고령화는 자본수익률 저하와 대규모 퇴직자산 축적이라는 상반된 결과물을 만들어내고 있다. 따라서 국내투자자들은 쌓이고 있는 퇴직자산을 보다 효율적으로 운용하기 위해 전문조력자의 힘을 빌려 해외투자에 나서야 한다. 자산운용회사들은 성장이라는 기업본연의 유인체계가 필요한데, 이러한 유인체계는 국내고객만을 통해서만 구축할 수 없다. 자산운용회사들은 해외고객의 수요창출을 통해 더 성장하고, 장기적인 지속가능성을 확보해야 한다. 자산운용산업 국제화는 우리나라 자산시장에도 큰 의미를 준다. 인바운드 국제화의 진전은 국제적인 명성을 지닌 글로벌 자산운용회사들 및 기관투자자들이 국내에서 적극적으로 활동하는 것을 의미한다. 이는 양질의

정보제공과 자산에 대한 장기수요 확충을 통해 우리나라 자산시장의 질적 개선에 기여할 수 있다.

국내투자자들의 해외투자는 다소 늘어나고 있지만 여전히 국내투자 편향성에 큰 변화는 없다. 개인투자자들의 해외투자는 자산운용회사를 통한 간접투자에서 직접투자로 변화되는 양상이다. 특히 지난 2000년대 중반에 폭발적으로 늘어났던 개인의 해외주식형펀드 투자는 글로벌 금융위기 이후 침체국면에서 벗어나지 못하고 있다. 개인투자자들이 자산운용회사의 운용서비스를 통해 해외에 투자하는 것을 꺼리는 것은 대략 다음과 같은 요인들에 의해 영향을 받았다. 정책적으로는 과세변화가 먼저 지적된다. 해외투자펀드에 대한 자본이득비과세가 2010년부터 종료됨에 따라 중산층 이상의 개인투자자들이 대거 해외투자펀드 시장에서 빠져 나왔다. 자산운용회사 측면에서도 그 이유를 찾아볼 수 있다. 2000년대 중반 해외투자펀드에 대한 인기가 정점에 달했을 때 자산운용회사들이 제공했던 상품은 지역별, 자산별 쏠림이 매우 심했다. 지금도 이러한 모습이 크게 변하지 않은 것으로 추정되는데, 그 결과 투자자들이 자산운용회사들을 신뢰하지 못하고 있을 가능성이 크다. 따라서 개인투자자들이 펀드를 통해 해외투자를 확대하도록 유도하기 위해서는 정부의 과세체계 정비와 자산운용회사들의 역량강화가 가장 중요하다. 정부는 이러한 문제를 인식하고 이미 해외주식형펀드에 대한 자본이득비과세를 부활시키기로 했다. 다만, 정부는 이러한 비과세 혜택을 항구적인 제도로 정착시켜 나갈 필요가 있다. 이와 함께 과세체계 측면에서 해외투자펀드와 국내투자펀드의 차이를 더 줄여야 한다. 자산운용회사들은 우수한 인력과 운용시스템의 구축 등에 과감히 투자함으로써 해외투자펀드 상품의 개발과 운용역량을 키우는데 최선을 다해야 한다. 특히, 투자지역과 투자자산의 다양화는 반드시 해결해야 하는 과제이다.

기관투자자들의 해외투자는 최근 부쩍 늘어나고 있다. 국민연금을 포함한 대부분의 연기금들이 급증하고 있는 적립금을 수익률이 낮아진 국내자산에만 투자할 수 없다는 인식을 하고 있기 때문이다. 다만, 기관투자자들의 해외투자에 있어서도 우리나라 자산운용회사들의 역할은 미미하다. 여기에서도 결국 우리나라 자산운용회사들의 해외투자 역량부족이 가장 큰 제약요인으로 지적된다. 공적연기금 등 대형 기관투자자들은 해외투자를 대행해줄 위탁운용사의 조건으로 운용성과뿐만 아니라, 운용철학, 운용시스템 등 여러 가지 측면을 강조한다. 즉, 기관투자자들은 위탁운용사에게 안정적인 운용성과를 오랫동안 만들어낼 수 있는 기초를 요구하고 있는 것이다. 따라서 공적연기금들의 위탁운용사 선정 시 업력이 일천한 우리나라 자산운용회사들이 글로벌 회사들에 비해 열세에 있을 수밖에 없다. 또한 기관투자자들은 위탁운용사들에게 전세계 여러 국가의 자산으로 포트폴리오를 구성하고 운용해 주길 요구하는데, 우리나라 자산운용회사들이 이를 충족시키기는 매우 어렵다.

따라서 기관투자자들의 해외투자에 우리나라 자산운용회사들이 제대로 된 역할을 수행하기 위해서는 회사들이 기관투자자들의 눈높이에 맞는 역량을 갖추는 것이 최선이다. 여기에서도 역시 핵심 키워드는 적극적인 투자를 통한 인력과 시스템의 구축이 될 것이다. 다만, 기관투자자들이 해외투자에 나설 때 국내 자산운용회사들의 동반성장을 도모할 수 있는 방안을 찾아보는 것 역시 중요하다. 해외투자 위탁운용사 선정에 그룹제도 및 예비운용사(루키)제도를 도입하는 것을 예로 들 수 있겠다. 한편, 공적연기금들의 해외투자를 가로막는 요인들도 해소해줄 필요가 있다. 예컨대, 기금운용 지배구조의 개편을 통해 투자의사결정의 효율화를 도모할 수 있고, 공적연기금의 운용성과 평가에 긴 주기를 적용해 기금들에게 운신의 폭을 넓혀줄 수도 있다.

최근 수년 동안 국내 자산운용회사들은 해외시장에 진출하기 위해 노력해 왔다. 그러나 아직은 해외고객의 수요를 제대로 만들어내지 못하고 있다. 글로벌 자산운용시장에서 확고하게 자리 잡은 UCITS 펀드는 펀드수출, 즉 국경간 펀드판매를 위한 훌륭한 수단이지만, 국내 자산운용회사들은 이를 거의 활용하지 못하고 있다. 해외시장 현지진출도 아직은 국내고객의 해외투자펀드 운용을 위한 매개체 역할에 머물러 있다. 몇몇 자산운용회사들이 우리나라에 인접한 국가에 현지법인이나 지점을 설립했지만, 그 규모가 작을 뿐만 아니라 현지고객 운용자산의 유치는 거의 없다. 즉, 우리나라 자산운용회사들의 해외진출은 아직 걸음마 단계에 불과하다.

해외수요 창출을 어렵게 하는 가장 큰 요인 중 하나는 이를 실행에 옮길 자산운용회사들의 필요성 인식 부족이 지적된다. 해외진출 여력이 있는 상위 자산운용회사들은 국내영업만으로도 높은 경영이익을 향유하고 있다. 그럼에도 불구하고 대다수 상위 자산운용회사들은 이익을 유보해 미래의 투자에 대비하기 보다는 대주주들에게 배당으로 지급하고 있다. 그 결과, 업력이 쌓여가고 있지만 대다수 회사들의 자기자본은 미미하며, 인력도 부족하다. 일천한 해외투자 경험과 부족한 회사 인지도는 해외수요 창출에도 당연히 제약요인이 된다. 특히 우리나라 자산운용회사들의 운용역량이 부족한 상황에서는 UCITS 펀드의 활용이 어려울 것임은 물론이고, 향후 아시아펀드 패스포트, 즉 ARFP가 도입되더라도 다른 나라 자산운용회사들과의 경쟁에서 이기기 어렵다.

결국 국경간 펀드판매와 해외시장 현지진출을 통해 해외수요를 창출하기 위해서는 자산운용회사들이 그 필요성을 인식하고 준비해 나가는 자세를 보여야 한다. 먼저 이익유보, 증자, 상장, 부채활용 등 가능한 모든 방법을 강구해 충분한 자본력을 확보해야 한다.

이렇게 축적한 자본력을 우수인력 대거충원 및 시스템 구축을 위해 과감하게 투자해야 한다. 해외시장 진출에 적합한 문화와 조직구조, 국제적 표준에 맞는 운용체계 구축도 당연히 요구된다.

자산운용회사들의 해외수요 창출에 제약이 되는 규제 및 제도 측면의 요인은 그리 많지 않다. 남아있는 규제 중 가장 시급하게 해소되어야 할 것은 회사형펀드를 일반법인과 동일하게 취급함에 따라 적용되는 규정들이다. 가령 우리나라 자산운용회사들이 미국이나 유럽에 진출해 펀드를 판매하기 위해서는 회사형펀드를 설정해야 하는데, 이렇게 설정되는 회사형펀드를 국내법령은 일반법인으로 취급한다. 그 결과 펀드를 설정한 자산운용회사는 관련 법령 및 규정에서 정한 규제를 따라야 한다. 이 문제는 자산운용회사의 해외진출에 가장 중요한 장애요인이기 때문에 조속히 해소되어야 한다.

해외시장 현지진출과 관련해서 자산운용회사들이 해결해야 하는 또 다른 중요한 문제는 진출방식의 결정이다. 지분투자를 동반한 해외시장 현지진출은 현지법인이나 지점을 새로 설립하는 그린필드 투자 방식과, 현지 회사를 인수하는 방식이 대표적이다. 각종 문헌들과 주요 글로벌 자산운용회사들의 해외 현지진출 사례를 분석한 결과 몇 가지 중요한 시사점을 찾았다. 첫째, 역사가 길고 브랜드 인지도가 높은 글로벌 운용사들조차도 해외시장 진출에 대해서는 매우 신중한 태도를 보였다. 그들은 자국에서 독창적인 사업모델을 구축해 명성을 축적한 이후, 해외판매망 구축을 목적으로 할 때 그린필드 투자를 활용했다. 그들은 인수 방식의 활용에도 신중하기는 마찬가지여서 목표시장에서 충분한 영업경험을 갖춘 선진국 자산운용회사를 주로 인수했다. 둘째, 글로벌 자산운용회사들은 해외진출에 있어서 인수 방식과 그린필드 투자 방식을 적절히 조합했다. 즉, 그들은 여러 국가에서 투자활동과 영업경험을 쌓은 선진국 운용사를 인수

한 후, 다른 목표국가에는 그린필드 투자 방식으로 진출하는 전략을 활용했다. 셋째, 소매고객 위주의 사업모델은 그린필드 투자 방식을 활용해 해외에 진출하기 쉽지 않다. 그린필드 투자는 판매채널과 네트워크 구축이 매우 중요한데, 해외의 소매고객 시장을 침투하기 위해서는 더 방대한 채널이 필요하며 비용도 많이 소모되기 때문이다.

이러한 결과는 국제적인 인지도가 낮고 소매고객 위주의 사업모델에 익숙한 우리나라 자산운용회사들이 지금까지 활용해 왔던 소규모 그린필드 투자 방식으로 해외에 진출할 경우 승산이 별로 없음을 시사한다. 따라서 그나마 해외진출 여력이 있는 국내 상위 자산운용회사들은 현지진출에 뜻이 있다면 지금과는 달리 적극적이고 공격적인 전략이 필요하다. 진출 가능 모델로는 1) 국내사업 재편과 초대형화 후 공격적인 그린필드 투자, 2) 유럽의 소규모 부띠끄 운용사 인수 후 UCITS을 통해 펀드 수출, 3) 신흥국 또는 선진국의 중형 이상 기존 자산운용회사 인수 등을 예로 들 수 있겠다.

자산운용 특화 금융중심지는 크게 룩셈부르크나 싱가포르와 같은 허브 모형과 호주와 같은 자산운용중심 모형으로 나뉜다. 우리나라의 입지여건이나 여러 경제환경에 비추어 볼 때 우리나라에는 자산운용중심 모형이 더 적절할 것으로 본다. 이러한 유형의 자산운용 특화 금융중심지 모형에는 글로벌 자산운용회사들의 유입과 적극적인 영업활동, 글로벌 기관투자자들의 장기투자 유치 등이 성공을 위한 핵심이다. 소위 인바운드 국제화로 통칭되는 글로벌 플레이어들의 국내유입은 어느 정도 진전되어 있지만 여전히 아쉬운 부분이 많다. 따라서 향후 우리나라 자산운용시장의 확대와 육성, 규제 합리화를 통한 사모펀드 시장 육성, 기업지배구조 개선, 외국인투자자의 국내 투자활동에 대한 긍정적 인식 확대 등에 힘을 쏟아야 한다. 이는 대부분이 정부의 몫인 바, 정부의 확고한 신념과 추진력이 필요하다.

— — — — — **« Abstract »** — — — — —

**The Internationalization of Asset Management Industry
in Korea: Direction and Strategy**

In a broad sense, asset management industry includes investors, asset markets and asset management company as an intermediary between them. Thus, the internationalization of asset management industry can be defined as the status of investor's capital flows to asset markets taking place at different countries via asset management company.

The internationalization of asset management industry has various channels. This study focuses on the following three channels to set the directions for the internationalization. First, the role of Korean asset managers should be improved by invigorating the overseas investment of domestic investors. Second, Korean asset management company should aggressively create the demand of foreign investors. Third, we need to promote the financial center specialized in asset management. The primary goal of this study is to provide the necessary tasks and strategies for achieving the above three directions.

Then, why is the internationalization of asset management industry important? Rapid population ageing leads to the conflicting results of a marked decline in the rate of return to investment and massive accumulation of retirement assets. Thus, domestic investors should

come forward to invest overseas for efficient management of retirement assets with the help of special advisors. Considering that domestic customer base is not sufficient for the growth of Korean asset managers, they should create foreign customer demand for the long-term stability. The internationalization is also important for Korean asset markets. The advancement of inbound internationalization means the internationally renowned asset managers and institutional investors becoming an active player in the Korean market. It may contribute to the improvement of Korean asset market by providing high quality information and creating the long-term asset demand.

The overseas investment by domestic investors has been growing, but there has been little change in the home bias. The investment pattern of individual investor is shifting from the indirect investment via asset managers to direct one. Especially overseas equity fund investment of individual investors, once exploded in the middle of 2000s, has stagnated since the global financial crisis by the following factors. In terms of policy, as the tax exemption on overseas investment fund ended in 2010, the rich investors substantially exited from the overseas investment. For the problems pertaining to the asset managers, their offered products were heavily inclined to specific regions and asset classes, which are rarely changed today. This may result in the loss of investor's confidence on the domestic asset management company. Thus, the reformation of tax treatment on fund investment and capacity building of asset managers are important factors to send the individual investors back to invest overseas. While the Korean government already acknowledged this

problem and decided to reintroduce the tax exemption on capital gain from overseas equity fund, this tax benefit should be settled down permanently. In addition, government should reduce the difference in tax treatment between overseas and domestic investment funds. At the same time, Korean asset managers should strive for developing new investment products and building management capacity by investing human capital and high quality management system. Importantly, the diversification of asset regions and classes is a must-do.

Recently, overseas investment by institutional investor has substantially increased. Most of pension funds including National Pension Service of Korea share the view that a fast-growing reserve should not be invested entirely on low-interest domestic assets. Still, the role of domestic asset managers in institutional investor's overseas investment is very limited, which mainly results from the incompetence for overseas investment of domestic asset managers. Institutional investors including public pension funds consider management philosophy and system as well as management performance as a basis for stable investment, choosing consignment managers for overseas investment. Thus, Korean managers are in disadvantage due to the relatively short business history and the lack of capacity to meet the investor's mandate for the multi country and multi asset class portfolio.

While the capacity building such as investment for human capital and management system is required for domestic asset managers to play a substantial role for overseas investment of

institutional investors, we need to find a way to the partnership plan for mutual growth of institutional investors and Korean asset management company. The introduction of rookie managers for consignment management is a good example. At the same time, the obstacles for public pension funds to overseas investment such as the governance and short-term oriented performance evaluation should be removed.

For recent years, domestic managers have strived for overseas expansion, even though solid foreign customer base has not been made yet. Korean managers barely utilized UCITS fund as a vehicle for cross-border fund exports. Overseas expansion has been confined to the intermediary role for fund management to serve the domestic customer. The biggest obstacle for creating foreign customer lies at the lack of understanding. Major asset management companies which enjoy a considerable profit from domestic operation do not identify the need for overseas expansion. Thus, the management profits tend to be paid to shareholders as a dividend rather than retained them for future growth, which in turn makes asset managers with relatively long business history focus on domestic market due to the lack of capital for overseas expansion. Thus, various options for raising capital such as retained earnings, issuing new stocks and debts should be considered. Of course, upgrading corporate culture and organization for overseas investment should go side by side.

While there are few impediments to creating overseas demand in terms of regulation, the treatment of corporate type investment

trust as a general corporate body is the one of biggest obstacles among the remainders. If a domestic manager set corporate type trust in U.S. or Europe, it should follow all the regulations related to financial holding companies act and foreign exchange trading act, because the fund is regarded as a foreign affiliates.

The asset managers also consider how they actually expand into overseas market; the green field investment of building new affiliates or branches and the brown field one of purchasing the existing firms to serve the target market. Literature study on the cases of global asset managers to extend their business abroad tells the following implications. First, the globally renowned managers were very cautious and conservative on overseas expansion even after being established in the domestic market. Second, they actually mixed the green field and brown field strategies properly. Third, the retail-oriented business model is not suitable for the green field strategies, because the penetration of foreign retail customers is very costly. These findings imply that the small scale green field strategy may not be a successful option for Korean asset managers with the lack of international awareness to pursue the retail-based model. Thus, domestic managers should consider the aggressive strategies, if they have an intention for overseas expansion. The possible business models may include 1) large scale green field investment with the reorganization of domestic operation, 2) fund exports via UCITS by purchasing boutique managers in Europe and 3) the acquisition of exiting medium scale managers in the target country.

Lastly, we turn to promoting the financial center specialized in asset management. There exist two kinds for this type of financial center; the hub type such as Luxemburg and Singapore to connect the investors and asset markets, and the asset management oriented one such as Australia for asset managers to enter the market serving a large customer base. Considering the economic fundamentals and market ecosystem, we believe that the asset management type may be more appropriate for Korea. The success of the financial center specialized in asset management mainly depends on attracting the global asset management companies and the long-term investment from global institutional investors to Korea. A number of global asset managers have entered the Korean market, but small market size and financial regulation in Korea induced the local affiliates of global asset manage company play a peripheral role in the Korean asset manage industry. To build the financial center in Korea, asset management market expansion, promotion of private equity fund market through deregulation, improvement in corporate governance, and open-minded perception about foreign investors to enter the domestic market are required. Considering that the raised issues are mostly related to the government policy, the government should have a strong drive and determination to handle the impediments to the financial center in northeastern Asia.

1. 자산운용산업 국제화의 의미와 필요성

1. 연구 배경
2. 국제화의 의미와 방향성
3. 필요성
4. 현황 평가
5. 핵심 과제

I. 자산운용산업 국제화의 의미와 필요성

1. 연구 배경

금융 국제화는 국가 간 자본흐름에 제약이 없고, 자본을 증개하는 금융중개기관들이 자유롭게 경쟁하는 상태로 정의할 수 있다. Kenen(2007)은 금융 국제화의 개념을 조금 더 넓혀 국제 금융시스템의 통합으로 정의하면서 이를 네 가지 유형으로 분류했다. 첫 번째 유형은 자유로운 정부 간 자금조달 체계를 통한 공공부문 통합이다. 두 번째 유형은 국경간의 자유로운 직접투자, 대출 및 증권발행 등을 통한 민간부문의 통합이다. 세 번째 유형은 또 다른 형태의 민간부문 통합인데, 개인투자자 및 기관투자자들이 다른 국가의 자산시장에서 주식 및 채권 등을 자유롭게 매매할 수 있도록 하는 것이다. 네 번째 유형은 자유로운 은행 간 단기자금거래를 통한 은행부문 통합이다.

금융 국제화의 이러한 정의를 통해 볼 때 자산운용산업의 국제화는 자산운용회사를 중심으로 하는 금융중개 기능이 국가 간에 자유롭게 이루어지는 상태로 볼 수 있겠다.¹⁾ 그리고 이러한 자산운용산업 국제화는 미국 및 유럽 등 자본시장 중심 국가들에서는 이미 오래전부터 보편적인 현상으로 자리 잡고 있다.

우리나라 정부가 추진해 왔던 금융 국제화도 시간이 흐르면서 그 모습이 조금씩 변했다. 외환위기를 거치는 기간이었던 지난 1990년대에는 직접투자와 포트폴리오 투자 등 모든 유형의 자본흐름 자유화에 집중했다면, 2000년대 초반에는 소위 금융허브 모형을 추종했으며, 최근에는

1) 자산운용산업 국제화의 정의에 대해서는 이하의 2절에서 보다 상세하게 설명한다.

4 자산운용산업의 국제화: 방향과 과제

금융기관의 해외진출 활성화에 전력을 기울이는 모습이다. 그리고 정부는 금융 국제화의 중심으로 자산운용산업을 주목하고 있다.

금융 국제화를 바라보는 정부의 이와 같은 시각은 몇 가지 환경적 변화들을 고려해 볼 때 시의적절하다. 먼저 이 시대를 관통하는 핵심 키워드 중 하나인 인구고령화는 금융의 기능을 자금공급과 자금수요의 단순중개로부터 벗어나 자금공급자 측면에서의 운용 효율성 추구로까지 확대시키고 있다. 이 과정에서 투자의 외연 확대가 요구되기 때문에 자산운용회사들이 그 주도적 역할을 담당해야 하는 것은 어찌 보면 매우 당연하다. 국제금융질서의 변화 중 하나인 지역별 블록화도 중요한 환경적 변화다. 이미 국제 자산운용시장의 상당부분을 장악하고 있는 유럽연합의 UCITS(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) 체계와 최근 도입이 논의되고 있는 아시아·태평양 지역의 ARFP(Asia Region Funds Passport)는 국제 자산운용시장 블록화의 대표적 사례다. 우리나라 자산운용회사들의 국제적 역량 강화가 더 늦어지고 국내 자산시장의 안정화가 확보되지 못하면 이러한 국제 자산운용시장의 흐름 변화에 뒤처질 수밖에 없다. 기술의 급격한 발전도 중요한 환경적 변화다. 기술의 발전은 증권 등 각종 자산의 국경 간 거래를 용이하게 할 뿐만 아니라 국경 간 정보전달 체계도 효율화시킨다. 자본시장은 다른 금융부문보다 자산의 실시간 거래와 신속한 정보전달이 더 중요한 분야이기 때문에 이러한 기술발전을 국경 간 거래에 요긴하게 활용할 수 있으며, 자산운용회사들이 핵심적인 역할을 수행할 수 있다.

우리나라 금융 국제화의 중심으로 자산운용산업을 주목한 정부의 방향성은 옳지만, 그 추진과정을 지켜보면 몇 가지 의문점이 생긴다. 우선, 자산운용산업 국제화의 정의와 목적이 무엇인지 모호하다. 그리고 수년간 여러 가지 정책과제들을 수행해 왔지만 자산운용산업 국제화의 현황이 어느 단계에 와 있는지에 대한 평가를 찾아보기도 어렵다. 또한 자산운용산업 국제화를 촉진시키기 위해서는 민간 부문 즉, 자산운용회사들의

역할도 매우 중요한데 최근까지도 이 주제에 대해서는 정부가 주도하고 민간부문은 수동적으로 따라가는데 그치는 느낌을 지울 수 없었다. 그 이유를 명확하게 알기는 어렵지만 대략 다음과 같은 추론이 가능하다. 먼저 자산운용산업 국제화의 중심에 서 있어야 할 자산운용회사들이 그 필요성을 인식하지 못하고 있을 가능성이 있다. 그 필요성을 인식하고 있다 하더라도 접근 방식에 대한 전략이 제대로 제시된 바 없기 때문에 특정 자산운용회사가 앞장서 나서기 어려웠을 수도 있다. 그리고 정부 내에서도 각 부처 간에 이해관계가 다르다 보니 지난 수년 간 제시된 정책과제들이 너무 광범위했고, 그 결과 민간부문이 자산운용산업 국제화라는 거대한 계획을 실현하기 어려운 과제로 생각했을 수도 있다.

이 연구에서는 자산운용산업 국제화를 위한 방향성을 제시하고, 이를 달성하기 위해 필요한 민간 및 정부의 과제와 전략을 논의한다. 이 연구에서 설정한 자산운용산업 국제화의 3대 방향성은 다음과 같다. 첫째, 국내 투자자들의 해외투자를 활성화하고 그 과정에서 우리나라 자산운용회사들의 역할을 제고해야 한다. 둘째, 우리나라 자산운용회사들이 해외수요를 적극적으로 창출해 내야 한다. 여기에는 국경 간 펀드판매를 통한 펀드 수출뿐만 아니라, 해외 현지진출을 통한 수요 개척도 포함된다.²⁾ 셋째, 우리나라를 동북아 또는 아시아·태평양 지역의 자산운용 특화 금융중심지로 만들어 나가야 한다.

이 연구는 총서의 형식을 취한다. 따라서 개별 장들은 그 자체로 하나의 완성된 양식을 갖추고 있다. 먼저 본 I 장은 전체 연구를 개관하고 요약하는데 할애된다. 즉, I 장에서는 우리나라 자산운용산업 국제화의 전체적인 그림을 조망한다. 여기에서는 자산운용산업 국제화가 어떤 의미인지를 논의하고, 현시점에서 국제화가 왜 필요한지에 대해 알아본다.

2) 후술할 III~IV 장에서도 정의하겠지만, 본 연구에서 지칭하는 해외 현지진출은 지분투자를 동반하는 진출을 의미한다. 즉, 이는 해외법인 및 지점 설립, 인수합병 등 해외직접투자를 통해 현지시장에 진출하는 것을 말한다.

이와 함께 이 연구의 II~V장에서 다루게 될 자산운용산업 국제화의 분야별 현황과 과제를 압축해 설명한다. II장에서는 국내 개인투자자와 기관투자자들의 해외투자 확대에 대해 논의하고, 자산운용회사들의 역할을 제고하기 위한 과제들을 제시한다. 자산운용회사들의 해외수요 창출은 본 연구의 핵심주제이다. 여기에 대해 보다 풍부한 내용을 담기 위해 이 주제는 III장과 IV장으로 나누어 서술한다. III장에서는 해외 현지시장에 진출하지 않고 국경 간 펀드판매, 즉 수출을 통해 해외수요를 창출할 수 있는 방안을 모색한다. III장에서 주로 다루게 될 내용은 UCITS을 활용한 펀드 수출 전략, 향후 도입이 예상되는 ARFP 대응 전략 등이다. IV장에서는 해외 현지진출을 통해 수요를 창출할 수 있는 방안을 논의한다. 여기에서는 자산운용회사들과 정부가 추구해야 하는 가장 기본적인 과제들과 함께 해외시장 진출 방식에 대한 전략도 논의한다. V장에서는 자산운용 특화 금융중심지 구축을 위한 방향성을 설정하고, 이를 달성하기 위한 과제들을 논의한다.

2. 국제화의 의미와 방향성

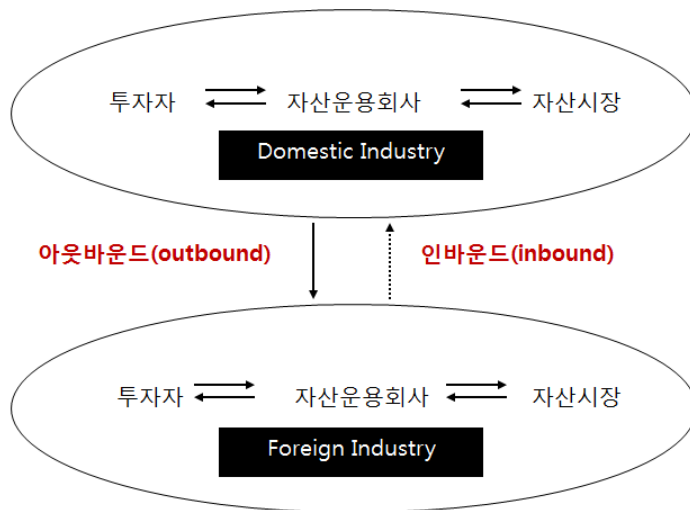
자산운용산업은 투자자들에게 자산운용 서비스를 제공해주고, 그 대가로 수수료 또는 보수를 취득하는 산업으로 정의된다. 여타 산업과 마찬가지로 자산운용산업도 일반적으로는 업계를 지칭하는 개념이다. 그러나 이 연구에서는 자산운용산업을 보다 넓은 개념으로 해석한다. 개인투자자 및 기관투자자들은 자신들보다 더 체계적이고 전문적인 자산운용회사들에게 투자자금을 위탁한다.³⁾ 자산운용회사들은 위탁받은 투자자금을

3) 이 연구에서 자산운용회사는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)에서 정의하고 있는 집합투자업자로 제한한다.

다양한 자산에 투자해 그 성과를 투자자에게 돌려주고 수수료 또는 보수를 받는다. 즉, 광의의 자산운용산업은 투자자와 자산시장, 그리고 그 사이에서 가교역할을 하는 자산운용회사로 구성되는 개념으로 볼 수 있다.

자산운용산업의 개념을 이처럼 넓게 볼 경우의 국제화는 “자산운용 회사를 중심으로 한 산업 내 자금흐름이 서로 다른 국가 간에 인바운드(inbound) 또는 아웃바운드(outbound)의 유형으로 이루어지는 상태”로 정의할 수 있겠다.⁴⁾ 자산운용산업 국제화의 정의를 가장 간단한 형태의 도식으로 표현한 것이 <그림 1-1>이다.

<그림 1-1> 광의의 자산운용산업과 국제화



4) 인바운드 국제화는 해외 투자자의 투자자금이 국내 자산시장에 투자되거나 해외 자산운용회사들의 자본과 인력이 국내로 유입되는 것을 의미한다. 아웃바운드 국제화는 인바운드 국제화와 반대의 개념이다.

그런데 이를 보다 상세히 살펴보면 매우 다양한 자금흐름이 가능하다. 가장 먼저 생각할 수 있는 자금흐름은 국내 투자자들이 투자자금을 자국 자산운용회사들에게 위탁하고, 이 자산운용회사들은 위탁받은 투자자금을 해외 자산시장에 투자하는 경로이다. 이는 아웃바운드 국제화의 가장 초기형태이며 베이비부머 세대가 퇴직하기 직전에 금융자산이 급격하게 축적되면서 본격화되는 경향을 보인다.

두 번째로 생각할 수 있는 자금흐름은 국내 자산운용회사들이 해외 투자자 또는 고객들의 투자자금을 위탁받아 국내 또는 해외 자산시장에 투자하는 경로이다. 이는 첫 번째로 설명한 경로보다 더 진전된 형태의 국제화인데, 자산운용회사의 해외시장 진출 또는 해외수요 창출이 여기에 해당한다. 이 경로에는 인바운드 국제화와 아웃바운드 국제화가 혼재한다. 국내 자산운용회사가 해외 투자자의 투자자금을 위탁받아 국내 자산시장에 투자하는 경우를 그 예로 들 수 있겠다. 국내 자산운용회사가 해외 투자자의 투자자금을 위탁받기 위해서는 어떤 방식을 통하던지 그 회사의 자본과 인력이 해외로 나가야 하는데, 이는 아웃바운드 국제화에 해당한다. 반면, 이 경로에는 최종적으로 해외 투자자의 자금이 국내 자산시장에 투자되기 때문에 인바운드 국제화도 포함된다.⁵⁾

세 번째로 생각할 수 있는 자금흐름은 국내 투자자들이 해외 자산운용회사들에게 투자자금을 위탁하고, 이 자산운용회사들이 위탁받은 자금을 국내외 자산시장에 투자하는 경로이다. 이 경로는 해외 자산운용회사들이 국내법에 의거해 인가받아 국내에서 영업하는 경우와 물리적으로 국내에 진입하지 않고 운용서비스를 국내 투자자들에게 수출하는 경우로 나눌 수 있다.

5) 이처럼 하나의 자산운용산업 국제화 경로에 인바운드와 아웃바운드 국제화 개념이 혼재할 수 있기 때문에 지금부터는 가능하면 이 용어들은 사용하지 않기로 한다.

네 번째로 생각할 수 있는 자금흐름은 해외 투자자들, 특히 국제적인 연기금이나 국부펀드 등 기관투자자들이 국내 자산시장에 투자하는 경로이다. 이 경로 또한 해외의 기관투자자들이 국내 자산운용회사들의 운용서비스를 통해 간접적으로 투자하는 경우와 직접투자하는 경우로 나눌 수 있다.⁶⁾

위와 같은 자산운용산업 국제화의 다양한 경로 중에서 국내 투자자들과 자산운용회사들의 외연을 넓힘과 동시에 국내 자산시장의 폭과 깊이를 더할 수 있는 “우리나라 자산운용산업 국제화의 3대 방향성”은 아래와 같다.

첫째, 국내 투자자들의 해외투자를 활성화하고, 이 과정에서 국내 자산운용회사들의 역할을 제고해야 한다. 이는 국내 개인 및 기관투자자들로 하여금 전문가의 도움을 통해 전세계 자산시장의 다양한 투자기회를 향유하도록 한다는 의미를 지닌다. 동시에 국내 자산운용회사들이 이 과정을 통해 해외투자 경험을 축적할 수도 있다.

둘째, 국내 자산운용회사들이 해외수요를 창출해야 한다. 이는 우리나라 자산운용회사들이 해외고객에게 펀드 또는 일임의 방식을 통해 운용서비스를 제공함을 의미한다. 이는 운용서비스 수출과 해외시장 현지 진출을 모두 포함하며, 자산운용업계의 지속적인 성장을 위한 발판을 마련한다는 측면에서 매우 중요하다.

셋째, 우리나라를 자산운용 특화 금융중심지로 만들어 나가야 한다. 여기에는 국제적인 자산운용회사들이 우리나라를 동북아 지역의 핵심시장으로 인식하도록 함과 동시에 해외의 장기 기관투자자들이 국내 자산

6) 물론 해외 기관투자자들이 국내 자산시장에 직접투자하는 경로는 국내 자산운용산업 국제화의 개념과 완전히 일치하지는 않는다. 그러나 이러한 경로도 국내 자산시장에 미치는 영향을 통해 국내 투자자들과 자산운용회사들에게 간접적으로 영향을 미치기 때문에 국내 자산운용산업 국제화의 경로 중 하나로 보기로 한다.

시장에 적극적으로 투자하도록 유도하는 것이 포괄된다. 현재도 다수의 글로벌 자산운용회사들이 국내법 하에 인가받아 영업하고 있지만 새로운 상품의 설계, 고용 창출 등 국내 자산운용시장의 혁신에 기여한 바는 적은 것으로 평가받는다. 자산운용 특화 금융중심지라는 개념에 부합하기 위해서는 글로벌 자산운용회사들의 국내 영업을 우리나라 자산운용시장의 발전에 기여하는 방향으로 이루어져야 할 것이다. 국제적인 장기기관투자자들의 국내 자산시장 투자 확대도 이와 유사한 관점으로 바라볼 수 있겠다.

자산운용산업 국제화의 최종적인 목적은 자산운용산업을 구성하는 3대 주체, 즉 투자자, 자산운용회사, 자산시장의 효용을 증대시키는 것이다. 개인 및 기관투자자들은 투자의 외연을 확대함으로써 자산의 효율적인 운용을 도모하고, 이를 통해 미래를 잘 준비할 수 있도록 하는 것이 국제화의 목적이 될 것이다. 자산운용회사 측면에서 볼 때 국제화는 끊임없는 성장동력을 마련해 지속 가능성을 추구하는 것이 중요한 목적이다. 자산시장 측면에서 볼 때 국제화의 목적은 자산시장의 질적 개선을 통해 안정적인 시장으로 변모해 가는 것이다.

3. 필요성

가. 투자자 측면

투자자 측면에서 자산운용산업 국제화의 의미는 전문가의 도움을 통한 해외투자 확대라고 정의한 바 있다. 그러면 투자자 입장에서 볼 때 해외투자 확대는 왜 필요한가?

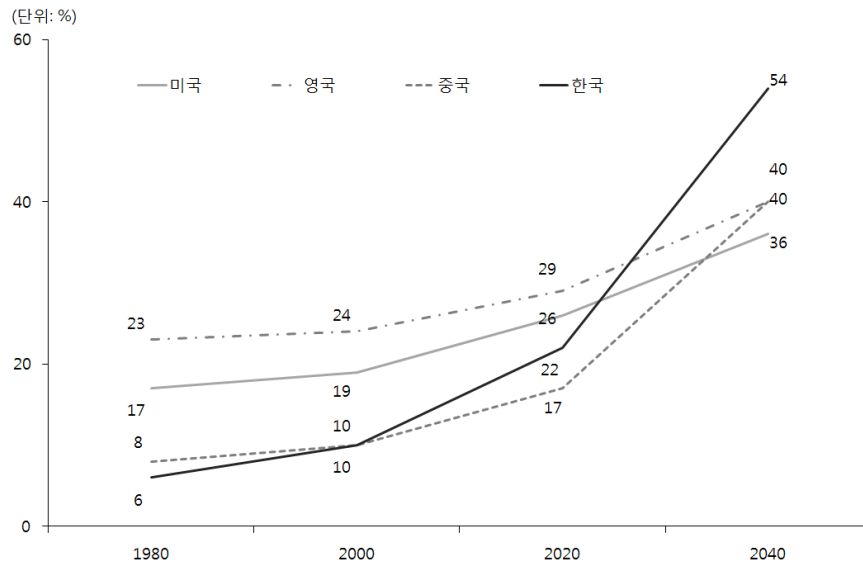
이는 우선 빠른 속도로 진행되고 있는 우리나라 인구구조의 고령화와 밀접한 관계가 있다. 우리나라의 고령화 진전 속도가 다른 나라보다 훨씬 빠르다는 것은 이미 잘 알려져 있다(<그림 I-2> 참조). 그런데 고령화는 저성장과 저금리를 야기하는 장기적인 요인이며, 그 결과 자본수익률과 자산수익률을 떨어뜨린다. 고령화가 자본수익률 및 자산가격에 영향을 미칠 수 있다는 논리는 Modigliani and Brumberg(1954)의 생애주기설에 그 근거를 두고 있다. 생애주기설을 가정할 경우 고령화가 진행되는 초기에는 저출산 세대가 노동인구의 주력으로 진입하고, 고출산 세대가 퇴직연령에 근접함으로써 전체 인구에서 저축률이 높은 인구의 비중이 커진다. 이 경우 국가 경제 전체적으로 저축률이 늘어나고 자본의 규모도 커지지만, 노동인구는 상대적으로 줄어든다. 자본과 노동의 2요소 생산함수를 가정할 때 총 산출량 대비 자본의 비중이 증가하면 자본의 한계생산성은 감소하고, 자본의 수익률도 떨어진다. 고령화가 자산가격과 수익률에 영향을 미칠 수 있는 또 다른 경로는 연령별 자산에 대한 수요구조의 변화이다. 연령별로 저축률 정도가 다른 것과 마찬가지로 연령별로 자산 구성에 대한 선호가 다르므로 연령 구조의 변화는 특정 자산에 대한 수요는 물론 가격과 수익률에도 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어서 나이가 들수록 위험자산에 대한 선호도가 떨어진다면 고령 인구가 많아질수록 주식 등 위험자산에 대한 수요가 줄어들고, 따라서 이러한 위험자산의 가격도 떨어질 것이다.⁸⁾ 전세계 대부분의 국가들이 고령화 문제에 직면해 있지만 그 정도와 속도는 국가마다 큰 차이를 보인다.

7) Modigliani and Brumberg(1954)가 제안한 생애주기설에 의하면 근로소득이 발생하기 시작하는 젊은 연령대에는 소득이 낮지만 나이가 들어가면서 점차 소득이 늘어나 퇴직 직전에 소득이 정점에 도달한다. 이에 따르면 경제 주체는 일생 동안 소비를 일정하게 유지함으로써 효용을 극대화시킬 수 있기 때문에 저축도 퇴직 직전에 정점에 이른다.

8) 실증연구들은 이론적 설명을 일정부분 지지하고 있다(Bergantino(1998), Geanakoplos et al.(2004), Brooks(1998), Davis and Li(2003), Goyal(2004)).

이 경우 고령화로 인해 자산수익률의 절대수준이 더 낮은 국가 또는 자산수익률의 하락속도가 큰 국가에서 그 반대의 국가로 자본이 이동하는 것은 자연스러운 일이다. 우리나라의 경우 고령화 정도가 급격하게 심해질 것으로 예상되고 있기 때문에 해외투자의 확대는 높은 수익률을 쫓아가는 자본의 특성을 고려해 볼 때 당연한 것이다.

〈그림 1-2〉 주요국의 고령화 추이 및 전망: 고령부양비율

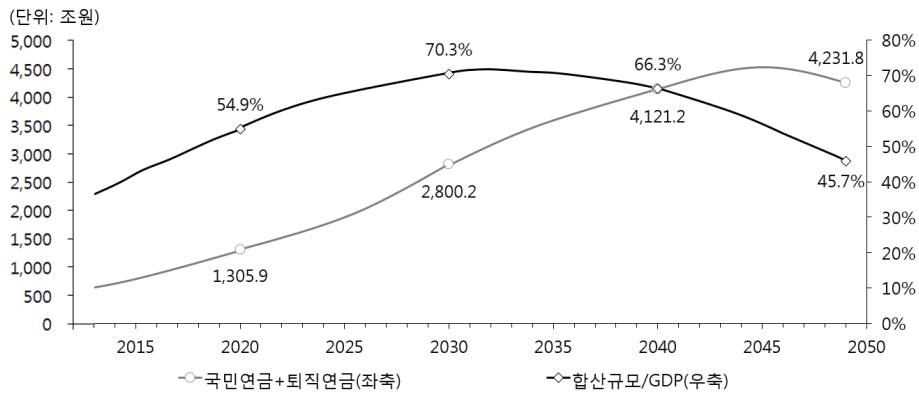


자료: UN(2015)

투자자 측면에서 볼 때 해외투자의 확대는 고령화로 인해 축적되는 퇴직자산의 투자처를 확보한다는 차원에서도 중요하다. 국민연금기금과 퇴직연금 등 주요 연기금의 자산규모는 앞으로 급격하게 늘어날 전망이다. 이 두 거대 연기금의 적립금액은 2030년을 전후해 명목 GDP의 70%를 넘어설 것으로 예상되고 있다. 다른 연기금의 적립금액까지 고려하면

그 규모는 더 커질 것이다. 경제성장과 금융시장 성장이 퇴직자산 적립 금액의 성장속도를 따라가지 못하면 자산시장이 퇴직자산의 수요를 뒷받침하기는 어렵다. 또한 연금 지급이 본격화되어 자산 매각이 시작되면 국내 자산시장에 큰 충격을 줄 가능성도 있다. 해외투자 확대는 이러한 위험성들을 줄여주는 기능을 한다.

**〈그림 1-3〉 주요 연기금 적립금액 전망치와
명목 GDP 대비 비중**



자료: 국민연금공단, 김재철·홍원구(2013)

투자자 입장에서 볼 때 해외투자 확대는 투자기회의 다양성 확보와 그로 인한 위험분산 효과 측면에서도 의미가 크다. 전세계 46개 국가의 국가별 주식시장 시가총액을 기준으로 만들어진 MSCI All Country World Index의 구성을 보면 한국 주식시장의 비중은 전세계 시장의 1.52%에 불과하다. 즉, 국내 투자자들이 우리나라 주식에만 투자하면 전세계 주식시장의 나머지 약 98.5%에 달하는 주식에 대한 투자기회를 상실한다. 투자지역을 신흥국가로 넓힌다 해도 전세계 주식시장의 10.62%에 그친다. 결국 미국, 일본, 영국 등 주요 선진국 주식시장을

포함해 전세계 각국 자산시장으로 투자를 넓히지 않으면 다양한 투자기회로부터 멀어질 것이다.

**〈표 1-1〉 전세계 주식시장의 국가별 비중:
MSCI All Country World Index**

선진국 (23개국)	신흥국 (23개국)
선진국 전체 비중: 89.38%	신흥국 전체 비중: 10.62%
미국: 51.50%	중국: 2.64%
일본: 7.93%	한국: 1.52%
영국: 7.03%	대만: 1.34%

주 : 2015년 6월 30일 기준 지수를 구성하는 국가별 시가총액 비중
자료: MSCI

해외투자를 통한 위험분산 효과 또한 이러한 다양한 투자기회로부터 나온다. 전세계 여러 나라의 경기순환은 완벽하게 동조화될 수 없으며, 그 결과 주식시장을 포함한 국가별 자산시장의 순환 역시 차이가 난다. 따라서 전세계 자산시장의 다양한 자산에 분산투자하면 위험조정 수익률을 제고할 수 있다.⁹⁾ 최근 들어 국가 간 주식시장 상관관계가 과거에 비해 상승했음에도 불구하고, 전세계 분산투자의 혜택은 여전히 존재하는 것으로 평가받는다. 예를 들어 Statman and Scheid(2004)는 국가 간 주식시장의 상관관계가 매우 높은 기간에도 국제 분산투자의 효과는 존재한다는 것을 보였다. Asness et al.(2011)은 22개 국가의 1950~2008년

9) 물론 이에 대해서는 반대 의견도 있다. 예를 들어 Siquefield(1996)는 미국 투자자의 입장에서 1970~1994년 중 국제 분산투자의 효과가 나타나고 있는 것은 해외주식이 주로 중소형 가치주식이기 때문이며 이를 통제했을 때 국제 분산투자 효과는 없다고 주장했다. 그는 또한 이 기간 중 신흥국 통화가 달러화 대비 강세를 보인 점도 미국 투자자들의 국제 분산투자 효과가 실제보다 강하게 측정된데 영향을 준 것으로 보았다.

데이터를 대상으로 분석한 결과 장기간 투자할수록 국제 분산투자 효과는 커진다고 보고하였다. 이외 다수의 연구자들은 신흥국 주식시장에 투자하면 분산투자 효과가 나타남을 보였다(Li et al.(2003), Driessen and Laeven(2007), Christoffersen et al.(2010)).

나. 자산운용회사 측면

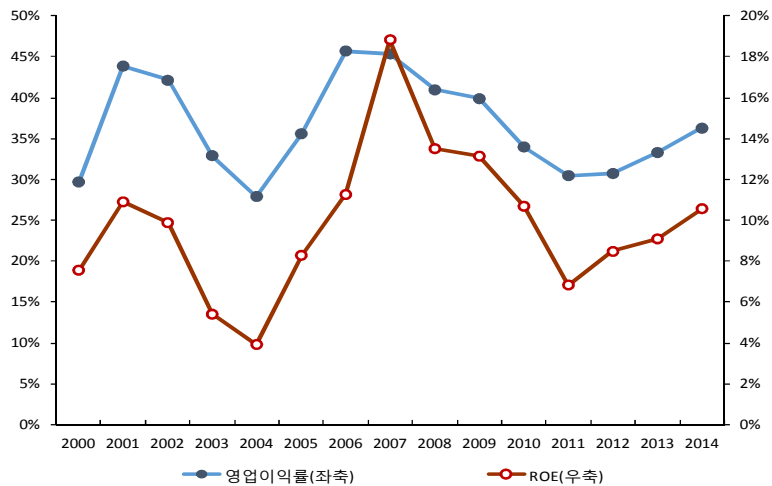
자산운용회사 측면에서 국제화의 의미는 해외시장 수요 창출로 정의할 수 있다. 우리나라 자산운용회사들이 해외시장을 개척해 새로운 수요를 만들어내야 하는 이유는 명확하다. 현실에 안주할 경우 미래의 생존을 장담하기 어렵기 때문이다.

우리나라 자산운용회사들의 경영성과는 글로벌 금융위기가 발생한 2008년부터 악화되고 있다. 자산운용업계 전체 합산 기준으로 지난 2006~2007년에 40% 중반까지 상승했던 영업이익률은 최근까지 30% 초반에 머물러 있다. 자기자본이익률(Return on Equity: ROE)은 같은 기간 19% 내외에서 10% 아래로 떨어졌다(<그림 I-4> 참조).

물론 은행이나 증권회사들에 비해 자산운용회사들의 경영성과는 여전히 준수한 편이다. 그러나 자산운용회사들이 직면한 환경을 보면 이러한 경영성과의 악화는 단기적인 현상이 아니다(<그림 I-5> 참조). 첫째, 자산운용회사들의 주력 상품 구조가 변하고 있다. 과거에는 개인투자자를 대상으로 하는 공모펀드가 주력 상품이었지만, 최근에는 고객군의 중심이 기관투자자로 옮겨가고 있는 양상이다. 그 결과 사모펀드와 투자일임의 비중이 급속도로 커졌다. 개인들이 펀드를 직접 구매하던 추세에서 퇴직연금이나 개인연금 등을 통해 간접 구매하는 추세로 바뀌어가고 있는데, 이러한 양상은 앞으로 계속해서 이어질 것으로 보인다. 그런데 자산운용회사들의 입장에서 볼 때 이러한 고객구조와 상품구조의 변화는

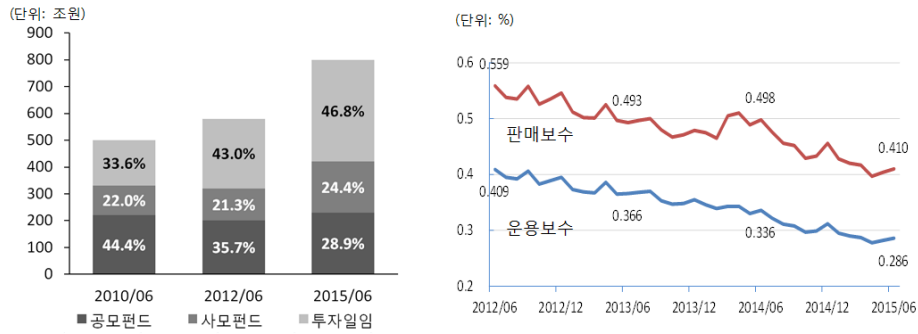
저수익성 상품의 증대를 의미한다. 따라서 최근 몇 년간 지속되고 있는 자산운용업계 전체의 평균 운용보수율 하락 추세는 앞으로도 이어질 가능성이 크다. 그나마 시장 규모가 늘어난다면 이러한 저수익성 상품 구조로의 변화가 미치는 영향이 줄어들 수 있다. 펀드, 투자일임 등 자산운용 서비스에 대한 수요가 꾸준히 늘어날 것으로 전망되지만, 자산운용업계 대내외적으로 경쟁이 치열해지고 있어서 이 또한 장담하기 어렵다. 동질적인 업무를 수행하는 자산운용회사들이 크게 늘어나고 있음과 동시에 유망한 수익원으로서 자산관리업을 주목하고 있는 은행, 증권회사 등과도 사실상 동일한 시장을 놓고 경쟁해야하기 때문이다.

〈그림 1-4〉 국내 자산운용회사들의 경영성과 변화



주 : 1) 자산운용회사(자본시장법 상 집합투자업) 전체 합산 기준임
 2)영업이익률=영업이익/영업수익, ROE=당기순이익/자본총계
 자료: 금융감독원

〈그림 1-5〉 자산운용시장 채널별 구성비와 보수율 변화



주 : 채널별 구성비는 순자산총액 기준 규모를 바탕으로 계산
 자료: 금융투자협회

이러한 환경변화를 고려해 볼 때 지속 가능성을 추구하는 자산운용 회사에게 해외시장 개척을 통한 새로운 수요의 창출은 몇 가지 중요한 의미를 던져준다. 첫째, 해외시장 개척은 경기순환 위험의 축소를 통해 안정적인 경영성과를 추구할 수 있다. 국내시장에만 집중하면 경영성과의 변동성을 피하기 어렵다. 둘째, 넓은 해외시장을 대상으로 끊임없는 성장동력 마련이 가능하다. 성장은 기업경영의 가장 강력한 유인체계이며, 동시에 규모의 증대를 통해 기업으로 하여금 비용 효율성을 확보하도록 해 준다. 셋째, 새로운 고객의 수요를 충족시켜 주는 과정에서 혁신동기가 만들어진다. 국내의 기존시장과 해외의 새로운 시장은 고객의 수요 패턴에 차이가 있을 가능성이 크다. 따라서 해외시장 고객의 수요를 충족시키고 경쟁에서 이기기 위해서는 끊임없는 혁신노력이 필요하다. 이러한 과정을 거치게 되면 상품 설계, 마케팅, 리서치, 고객 응대 등 자산운용회사 경영의 전과정에 걸쳐 발전과 혁신이 이루어진다.

다. 자산시장 측면

우리나라 자산시장은 몇 가지 측면에서 질적인 문제를 안고 있는 것으로 평가받는다. 가장 먼저 지적할 수 있는 문제점은 소위 쏠림 현상이다. 2000년대 초반의 부동산시장, 2000년대 후반의 신흥국펀드시장, 2010년대 초반의 ELS시장 등이 쏠림 현상이 나타난 대표적인 사례들이다. 특정 자산시장으로 투자자들이 과다하게 몰리면 자산가격에 왜곡이 발생하고 거품이 터진 후에는 자산시장 전체에 충격을 줌과 동시에 투자자 피해 문제도 생긴다. 특정한 투자자들의 영향력이 지나치게 크다는 점도 문제점으로 지적된다. 거대한 규모의 국민연금기금이 대표적인 사례이지만 소규모 외국인투자자들의 군집행위로 인한 잦은 자본이탈도 그 사례로 볼 수 있다.

투자자들의 단기투자 성향 또한 오랫동안 지적받아 온 문제점이다. 이는 특히 주식시장에서 부각되고 있는 문제점이다. 과거보다 그 정도가 덜하긴 하지만 우리나라 주식시장 거래주체들의 단기투자 경향은 여전하다(<표 I-2> 참조). 금융투자업의 대표주자인 증권회사들의 주식 거래회전율은 2013년 기준 500%를 상회한다. 2000년대 초반부터 주요 기관투자자 중 하나로 성장한 자산운용회사들의 단기투자 경향 역시 개인투자자 대비 크게 차이나지 않는다. 자산운용회사들이 운용하는 펀드의 주식 거래회전율은 과거에 비해 많이 떨어지긴 했지만 여전히 130% 수준에 이른다. 이는 약 70% 수준에 그치고 있는 외국인투자자들의 주식 거래회전율과 비교해 볼 때 매우 높다. 물론 활발한 거래활동은 풍부한 시장유동성을 보여주는 것이기에 긍정적인 측면도 간과할 수 없다. 그러나 대다수 시장참여자들이 단기투자 경향을 보일 때 시장은 불안정한 모습에서 벗어나기 어렵다.

〈표 1-2〉 유가증권시장 투자자 유형별 보유비중과 거래회전율

(단위: %)

보유 비중	개인	외국인	금융기관				
			펀드	연기금	보험	증권	은행
2013년	19.7	35.2	5.1	4.2	3.0	0.9	3.9
1999~2013 평균	21.9	34.1	5.7	2.3	2.2	0.6	5.4
거래 회전율	개인	외국인	금융기관				
			펀드	연기금	보험	증권	은행
2013년	196	69	130	107	93	562	18
1999~2013 평균	470	89	365	167	204	1,370	45

자료: 강소현 외(2015) p16 <표 II-1>, p20 <표 II-2> 재인용

이와 같은 자산시장 질적 측면의 문제점은 우리나라 자산시장에 증가하는 투자수요를 충족시켜 줄 수 있을 만큼 양질의 자산이 부족해 발생하기도 하지만 시장의 효율성이 떨어져 차익거래의 기회가 많기 때문이기도 하다. 앞에서 논의한 투자자 측면에서의 국제화, 즉 국내 개인 및 기관투자자들의 해외투자 확대도 이 문제를 해소하는데 도움이 될 수 있다. 이보다 더 중요한 것은 국내 자산시장에 양질의 정보를 제공할 수 있는 장기투자자들이 늘어나는 것이다. 자산운용산업의 인바운드 국제화, 즉 자산운용 특화 금융중심지 구축이 이 문제의 해소에 기여할 수 있다. 선진국의 우수 자산운용회사들이 국내 자산운용시장을 동북아 핵심시장으로 인식해 국내에서의 영업을 강화하도록 유도하는 것은 우리나라 자산시장에 중요한 의미가 있다. 이 경우 국내에 진출해 영업하는 글로벌 자산운용회사들이 해외 자산시장에 투자하는 재간접펀드의 판매에 집중하는데서 벗어나 국내 자산시장에 투자하는 펀드도 균형 있게 출시할 가능성이 크다. 이는 국내 자산운용시장의 상품 다양화에 기여할 뿐만 아니라 자산시장에 장기투자자의 참여가 늘어난다는 의미이기도

하다.¹⁰⁾ 한편 국제적인 연기금이나 국부펀드들이 국내 자산시장에 대한 투자활동을 늘리는 것도 자산운용 특화 금융중심지 구축을 위한 중요한 과제이다. 이 역시 우리나라 자산시장의 질적 개선에 큰 도움을 줄 수 있다. 국제적 연기금이나 국부펀드들의 자산운용은 각각의 특성에 맞게 구성되기 때문에 투자의 방향성이나 전략이 상이하며, 선호하는 자산군도 다르다. 따라서 다양한 국제적 기관투자자들이 국내 자산시장에 대한 투자활동을 늘리게 되면 국민연금기금과 같은 대형 연기금의 과도한 영향력이 다소 줄어들 수 있을 뿐만 아니라 다양한 자산에 대한 투자수요도 늘어날 것이다. 또한 이들은 국내에서 적극적인 투자활동을 하는 것으로 알려진 국제적인 사모펀드나 대형 투자은행들보다 훨씬 장기적인 계획 하에 투자하기 때문에 외부의 충격에 덜 민감하다. 무엇보다 이들이 국내 자산시장에 전달할 수 있는 양질의 정보들은 시장의 효율성 제고에 기여할 가능성이 크다.¹¹⁾

10) 일반적으로 미국 등 선진국 자산운용회사들이 운용하는 펀드의 주식 매매 회전율은 우리나라 펀드에 비해 낮은 것으로 알려진다. 예를 들어 Dvorak and Norbu(2013)는 미국에서 등록해 영업하고 있는 40개 주요 자산운용회사들의 주식 거래회전율을 평균 70% 내외(자산규모 가중평균은 64%)인 것으로 추정했다.

11) 해외 기관투자자들이 국내 자산시장의 질적 개선에 기여할 수 있는지에 대해서는 확신하기는 어렵다. 다만, 일부 연구에서 그 가능성을 조금이나마 보여주고 있다. 예를 들어 Kim and Yi(2015)는 국내 유가증권시장의 역사적 거래자료(1998~2007년)를 토대로 외국인 기관투자자들의 질적 기여 가능성을 제시했다. 그들에 따르면 외국인 기관투자자들의 거래 증대는 주식가격 동조화를 축소시키는 것으로 나타났다. 그들은 이와 함께 기업의 정보를 주식가격을 통해 시장에 전달하는 능력에 있어서도 외국인 기관투자자들이 국내 기관투자자들에 비해 우수하다는 사실을 실증적으로 보였다.

라. 정부 정책 측면

정부 입장에서 볼 때 자산운용산업 국제화의 필요성은 다음과 같은 세 가지 측면의 접근이 가능하다. 첫째, 투자자들의 자산운용 효율성을 유도해야 한다. 국민들의 노후대비는 상당 부분 정부의 몫이다. 공적·사적 연금체계의 효율화와 자발적인 퇴직자산 축적을 위한 세제혜택 등 각종 공적지원이 여기에 해당한다. 그러나 갈수록 재정여력이 약해지고 있기 때문에 정부가 직접적으로 지원하는 정책 방향은 쉽지 않다. 따라서 정부 입장에서는 국민들이 축적된 자산을 효율적으로 운용해 스스로 자산축적을 늘려나가도록 유도하는 방향으로 정책을 만들어 나가는 것이 불가피하다. 국민들의 해외투자 확대를 유도하고, 거기에 수반되는 위험은 자산운용회사 등 전문가의 조력을 받아 줄여나가도록 하는 것이 정책적으로 중요한 시점인 것이다.

둘째, 정부가 과거부터 가지고 있었던 금융부문 글로벌 기업 탄생에 대한 열망을 그나마 기대해 볼 수 있는 분야가 자산운용업이다. 자산운용업은 여타 금융권역 대비 상대적으로 적은 자본으로 대형화가 가능하고, 그 결과 해외시장 진출 실패에 따른 기회비용도 적다. 자산운용회사 성장의 가장 큰 버팀목인 간접투자 수요의 잠재력 또한 우수하다. 여기에 더해 국제적으로 자산운용업은 여타 금융권역 대비 진입규제 등이 약한 편이기 때문에 규제로 인해 해외시장 진출에 어려움을 겪을 가능성이 상대적으로 낮다. 정부 입장에서는 핵심역량을 집중해 국제적인 기업으로 키울 가능성이 있는 분야라는 것이다.

셋째, 안정적인 자산시장의 구축은 정부의 해묵은 과제이다. 오랫동안 자산시장 안정성이 중요한 것으로 인식되어 왔지만 여전히 해결되지 않고 있다. 자산운용산업 국제화는 그 해결의 실마리를 제공할 수 있다.

4. 현황 평가

이 절에서는 우리나라 자산운용산업 국제화의 현황에 대해 평가한다. 여기에서는 국내 투자자의 해외투자, 국내 자산운용회사들의 해외수요 창출, 자산운용 특화 금융중심지 구축 등 본 연구의 세 가지 주제별로 나누어 현황을 논의하고 평가한다.¹²⁾

가. 국내 투자자의 해외투자

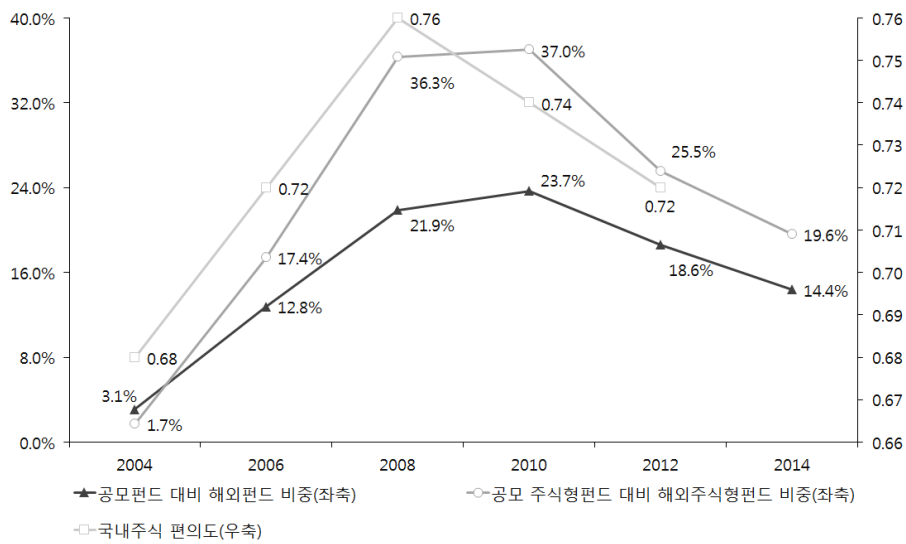
먼저 개인투자자들의 해외투자 현황과 자산운용회사들의 역할에 대해 간략히 정리한다.¹³⁾ 주식투자의 경우 우리나라 개인투자자들의 국내투자 편의도가 다른나라에 비해 특별하게 더 높은 것은 아니다. 하지만 시계열적 변화를 통해 볼 때 해외투자가 최근 들어 크게 활성화되고 있다고 보기도 어렵다. 국내 개인투자자들의 자국주식 편의도는 2008년부터 다소 줄어들고는 있지만 지난 2004년에 비해 여전히 높은 편이다. 즉, 약 8년 동안 주식투자 측면에서 투자자들의 국내투자 편향성은 별로 개선되지 않고 있다. 개인투자자들의 펀드 투자에서 차지하는 해외투자의 비중은 주식투자의 자국 편의도와 정반대의 흐름을 보이고 있다.

12) 이 절의 내용은 이하에서 논의될 II~V장의 현황 부분들을 간략하게 요약한 것이다. 따라서 이하의 장들에서 나오는 내용들이 일부 중복될 수 있다. 현황에 대한 상세한 설명은 이하의 장들을 참조하기 바란다.

13) 아래의 논의에서 사용되는 해외투자 관련 데이터에서 투자주체가 명확하게 분리되지 않은 경우가 많았다. 예를 들어 공모 해외주식형펀드 중 개인투자자에 의한 투자 규모가 얼마나 되는지, 개인의 해외주식 직접투자에서 순수 개인의 투자 규모는 얼마나 되는지 등은 정확하게 분류되지 않는다. 다만 이와 같은 데이터에서 핵심을 이루는 투자주체는 개인투자자이기 때문에 근사치로 이 데이터들을 활용하기로 한다.

금융위기 직후까지 크게 증가하던 해외투자펀드의 전체 공모펀드 대비 비중은 2010년부터 크게 줄어들었다.¹⁴⁾

〈그림 1-6〉 개인투자자들의 해외투자: 주식투자 관련

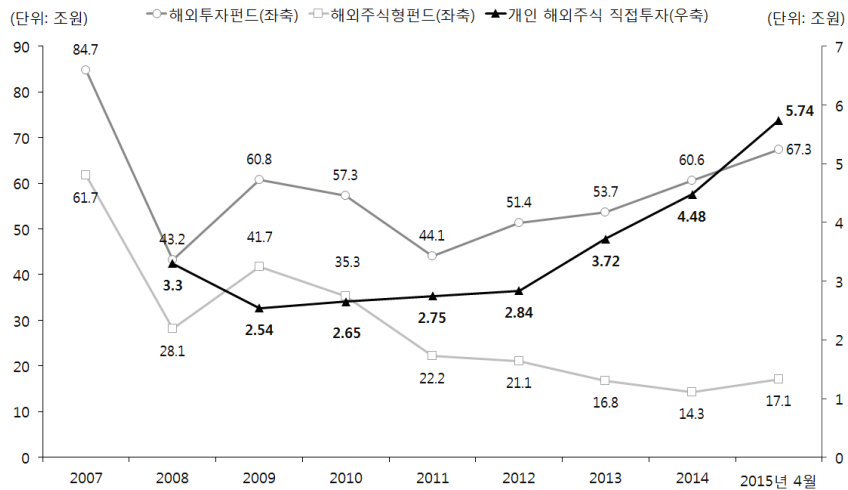


주 : 자국주식 편의도는 자국거주자 보유주식 대비 자국주식 비율에서 전세계 주식 시가총액 대비 자국주식 시가총액 비율을 뺀 값으로 그 값이 클수록 자국주식 편의도가 높음을 의미
 자료: 김한수 외(2015), 금융투자협회, 한국예탁결제원

개인투자자들의 해외주식 투자와 관련하여 최근에 나타나고 있는 또 다른 특징은 펀드를 통한 투자는 줄어들고 있는 반면 직접투자는 늘어나고 있다는 점이다. 해외주식에 대한 투자는 국내주식에 비해 정보의 정확성이 떨어지는 등 투자위험이 높기 때문에 개인투자자들은 자산운용회사를 통한 간접투자가 적절하다. 따라서 이러한 최근의 흐름은 바람직하다고 보기는 어렵다.

14) 물론 2000년대 초반에 비해서는 여전히 높은 수준이다.

〈그림 1-7〉 개인투자자의 해외투자: 펀드와 직접투자



자료: 금융투자협회, 한국예탁결제원

국민연금기금을 중심으로 하는 기관투자자들은 적립금액이 빠르게 쌓이면서 해외투자를 불가피한 방향으로 인식하고 있는 것으로 알려진다. 실제로 국민연금기금의 경우 해외투자가 크게 늘었다.¹⁵⁾ 국민연금기금의 해외주식 투자 규모는 2014년말 기준 56.6조원인데, 이는 지난 2009년말 대비 약 4.2배로 늘어난 금액이다. 국민연금기금의 해외채권 투자 규모는 같은 기간 2배 가까이 늘어났다. 국민연금기금은 이렇게 늘어나고 있는 해외투자의 상당 부분을 자산운용회사를 포함한 외부의 전문 금융기관에 위탁하고 있다. 특히, 해외주식 투자의 경우 위탁 금액의 비중이 80% 내외에 이른다. 그러나 국민연금기금의 해외투자를 위탁받아 운용하고 있는 금융기관은 거의 대부분 해외 금융기관들이다. 국내 자산운용회사들은 최근에 들어서야 일부 투자금액을 위탁받고 있는데, 그마저도 2개 회사에 그치고 있으며 금액은 총 5천만달러에 불과하다.

15) 기관투자자들은 투자의 다양성, 위험분산 등을 위해 자발적으로 해외투자에 나서고 있다. 즉, 기관투자자의 경우에는 해외투자 확대를 의도적으로 유도해야 할 이유는 크지 않다.

즉, 국민연금기금의 해외투자에 있어서 우리나라 자산운용회사들은 거의 역할을 못하고 있다. 여타 연기금들도 약간씩의 차이는 있지만 이와 크게 차이가 나지 않는 상황이다.

〈표 1-3〉 국민연금기금의 해외투자 추이

(단위: 억원, %)

연도	해외주식			해외채권		
	직접	위탁	합계	직접	위탁	합계
2009	1,981	131,935	133,916	59,669	45,495	105,164
2010	24,525	174,628	199,153	68,534	64,350	132,884
2011	21,480	175,686	197,166	63,274	82,351	145,625
2012	55,545	257,600	313,145	78,685	102,075	180,760
2013	88,697	355,029	443,726	80,931	103,633	184,564
2014	116,912	449,045	565,957	88,840	117,027	205,867

자료: 국민연금공단

나. 자산운용회사 해외수요 창출

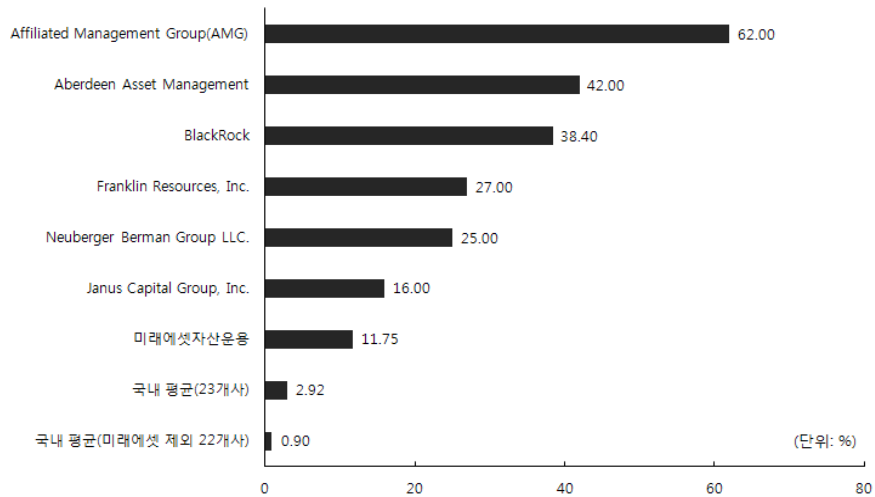
우리나라 자산운용회사들의 해외수요 창출, 즉 해외고객의 운용자산 유치는 아직 미미하다. 제조업의 경우와 마찬가지로 자산운용회사들 역시 수출을 통하거나 자본 및 인력을 투입해 현지에 물리적으로 진출하는 방식을 통해 해외수요를 창출할 수 있다. 먼저 국경간 펀드판매를 통한 국내 자산운용회사들의 운용서비스 수출은 이제 시작단계에 들어서고 있다. 미래에셋자산운용이 2008년 4월에 국내 자산운용회사들 중

최초로 UCITS 펀드를 설립해 운용하고 있는데, 최근에는 한국투자신탁 운용과 한국투자밸류운용도 UCITS 펀드를 설립해 운용하고 있다. 현재 3개사가 2개의 펀드와 총 16개의 하위펀드를 운용하고 있으며, 총 운용 자산 규모(Assets Under Management: AUM)는 1,533백만달러이다. 나머지 자산운용회사들의 국경간 펀드판매 사례는 없는 것으로 확인된다.

해외시장 현지진출은 자본이나 인력을 현지시장으로 투입해 수요를 만들어내는 것을 의미한다. 해외 현지법인, 지점 및 사무소 등의 설립이나 인수합병을 통한 법인 획득 등이 여기에 해당한다. 국내 자산운용회사들의 해외 현지진출은 꾸준히 이루어지고 있다. 2014년말을 기준으로 총 12개 자산운용회사들이 전세계 12개국에 진출해 있다. 현지법인, 지점, 사무소 설립은 건수 기준으로 31건이며, 인수는 1건이 확인된다. 그러나 아직은 국내 자산운용회사들의 해외 현지진출이 해외수요 확보로 이어지지 않고 있다. 국내 전 자산운용회사들을 대상으로 설문조사를 통해 해외영업에 대해 조사한 결과 미래에셋자산운용을 제외한 대다수 자산운용회사들이 해외고객을 확보하지 못하고 있었다.¹⁶⁾ 설문조사에 응답해준 회사를 기준으로 할 때 국내 자산운용회사들의 운용자산 전체에서 차지하는 해외고객 자산의 비중은 평균 2.9%에 불과했다. 미래에셋자산운용을 계산에서 제외하면 그 비중은 0.9%에 그쳤다. 이는 선진국의 글로벌 자산운용회사들과 비교해 볼 때 아주 미미한 수준이다. 즉, 국내 자산운용회사들이 최근 들어 현지법인 설립을 중심으로 해외 현지진출에 박차를 가하고 있지만 아직은 대다수 해외 현지법인들이 현지고객의 자산이 아니라 국내고객의 해외투자펀드를 주로 운용하고 있는 것으로 나타났다. 이는 해외수요 창출이라는 현지진출의 궁극적인 목적과 다소 거리가 있는 것이다.

16) 설문조사의 개요와 그 결과에 대해서는 이하의 III장과 IV장에서 상세하게 설명한다.

〈그림 1-8〉 자산운용회사 해외고객 비중의 국제 비교:
2014년말



주 : 각 회사 전체 AUM에서 차지하는 해외고객 자산의 비중
 자료: 국내는 23개 자산운용회사 설문조사 응답자료 기준이며, 해외는 각사
 연차보고서

다. 자산운용 특화 금융중심지 구축

자산운용 특화 금융중심지 구축 현황과 관련해서는 두 가지를 살펴본다. 첫째, 글로벌 자산운용회사들의 국내 활동과 관련한 부분이다. 현재 다수의 해외 자산운용회사들이 국내법에 따라 인가받아 영업하고 있지만 이 회사들이 우리나라 자산운용시장을 동북아 또는 아시아·태평양 지역의 거점시장으로 인식하고 있는 것은 아니다. 우리나라에서 인가받아 영업하고 있는 외국계 자산운용회사의 수는 지난 2004년 11개사에서 2014년말에는 24개사로 늘어났다.¹⁷⁾ 외국계 자산운용회사 수는 2014년말

17) 외국인이 최대주주인 자산운용회사를 외국계로 정의했다. 이 회사들 중에는 합작회사가 상당 수 존재한다.

기준 전체 자산운용회사 수의 27.3%를 차지한다. 국내에서 영업하고 있는 외국계 자산운용회사 중 비교적 규모가 큰 회사들은 국내사와의 합작회사들이며, 나머지 대부분의 회사들은 규모가 크지 않다. 2014년말 기준으로 외국계 자산운용회사들이 운용하는 자산의 AUM은 전체 자산운용회사들의 17% 수준이다. 또한 미국이나 유럽계 자산운용회사들의 아시아·태평양 지역 본부(headquarter)는 대부분 홍콩, 싱가포르, 호주, 일본, 뉴질랜드 등이며, 우리나라에 아시아·태평양 지역 본부를 두고 있는 외국계 자산운용회사는 한 곳도 없다. 외국계 자산운용회사들은 운용하고 있는 상품도 본사의 펀드를 편입하는 재간접펀드의 비중이 높은 편이다. 반면 이들이 우리나라에 등록한 펀드를 여타 국가에 판매한 실적은 전무한 것으로 알려진다. 즉, 현재까지 해외 자산운용회사들이 우리나라에 다수 진입해 영업하고 있지만 우리나라 투자자의 성향에 맞는 상품을 개발해 시장혁신에 기여한 바는 크지 않은 것으로 평가받는다. 게다가 홍콩이나 싱가포르에 지역 본부를 두고 있는 글로벌 자산운용회사들처럼 우리나라를 아시아·태평양 지역 시장침투를 위한 허브로 활용하는 것도 아니다. 결국, 아직까지는 국내에 유입된 해외 자산운용회사들이 국내 자산운용시장과 투자자들에게 기여한 바는 크지 않은 것으로 판단된다.

국제적 기관투자자들의 국내투자와 관련해서는 증권투자의 경우에만 공식적인 통계가 제공된다(<표 I-4> 참조). 금융감독원 집계에 따르면 외국인 기관투자자들이 보유한 유가증권시장 및 코스닥시장 상장주식, 상장채권 등의 시가총액은 2014년말 기준 약 520.4조원이다. 이는 지난 2010년말 대비 약 13.9% 늘어난 것이다. 기관투자자 중 증가율이 두드러지게 높은 유형이 은행과 연기금들이다. 다만, 장기투자의 경향이 매우 강한 연기금의 보유비중은 외국인 기관투자자 전체에서 10%에 미치지 못하고 있다. 한편 정확한 공식통계가 제공되고 있지는 않지만 일부 글로벌 국부펀드들도 국내 자산시장에 대한 투자를 본격화하고 있는 것으로

추정된다. 노르웨이 국부펀드(Government Pension Fund Global: GPF)는 2014년 기준 국내주식 및 채권에 각각 100억달러 및 50억달러 내외를 투자한 것으로 추정되며, 싱가포르(Government Investment Corporation: GIC) 및 중국(China Investment Corporation: CIC)의 국부펀드도 국내주식 및 채권, 부동산 등 각종 자산에 투자하고 있는 것으로 알려지고 있다.

이처럼 글로벌 연기금 및 국부펀드 등 장기투자 경향이 강하고 각 기관별로 투자전략이나 방향성이 상이한 다양한 기관투자자들이 국내 자산시장에 대한 투자를 늘려나가고 있다. 다만, 글로벌 국부펀드들이 운용하고 있는 자산의 규모에 비추어 볼 때 국내 자산시장에 대한 투자는 초기단계에 불과한 것으로 평가할 수 있겠다.

〈표 1-4〉 외국인투자자 유형별 국내증권 보유 현황

(단위: 십억원, %)

투자자 유형	2010년	2012년	2014년	증감률 (2010→2014)
개인(A)	2,710	1,592	1,444	-46.5
기관(B)	456,856	498,958	520,378	13.9
집합투자기구	223,359	221,802	224,556	0.5
은행	75,258	96,441	110,840	47.3
증권	9,810	7,780	7,862	-19.9
보험	10,328	10,962	10,776	4.3
연기금	39,675	43,978	50,491	27.3
기타	98,429	117,995	115,855	17.7
합계(A+B)	459,556	500,550	521,822	13.5

주 : 유가증권시장 및 코스닥시장 상장주식, 상장채권 보유 시가총액 합산 기준이며, 기타에는 직접투자분 포함

자료: 금융감독원

라. 현황 종합 평가

1990년대 이후부터 최근까지 자본유출입 자유화가 꾸준히 진전됨에 따라 현재는 외국인의 국내 포트폴리오 투자뿐만 아니라 내국인의 해외 포트폴리오 투자에 대한 규제도 거의 대부분 해소되었다. 직접투자와 관련된 부분도 마찬가지다.¹⁸⁾ 그 결과 자산운용산업의 국제화도 표면상으로는 상당부분 진전을 보이고 있다. 그러나 그 내면을 살펴보면 아직도 갈 길이 먼 것이 사실이다.

먼저, 내국인 투자자들의 해외투자는 개인투자자와 기관투자자가 다소 다른 양상을 보인다. 개인투자자들의 국내주식 편향성은 10년 전에 비해 크게 개선되지 않았다. 특히 펀드를 통한 해외투자는 오히려 크게 줄었다. 이와 반대로 해외주식 직접투자는 늘어나는 경향을 보인다. 즉, 개인투자자들은 해외투자에 나설 때 다른 어떤 투자자에 비해 자산운용회사 등의 조력을 통한 간접투자가 절실함에도 불구하고 그와 반대의 투자경향을 보이고 있다. 국민연금을 중심으로 하는 기관투자자들은 해외투자 금액을 빠른 속도로 늘리고 있지만, 대부분의 운용자금을 해외 자산운용회사들에게 위탁하고 있다. 즉, 국내 기관투자자들의 해외투자 확대에 있어서 국내 자산운용회사들의 역할은 미약하다.

자산운용회사들의 해외수요 창출은 국제화의 수준 측면에서 가장 저조한 분야인 것으로 판단된다. 국경간 펀드판매를 의미하는 펀드 수출은 이제 시작단계이며, 금액은 미미하다. 해외 법인 및 지점 설립 등 현지 진출이 늘어나고 있지만, 이것이 해외고객 수요창출로 연결되지는 않고 있다. 대부분의 국내 자산운용회사들은 해외에 설립한 법인 및 지점을 국내고객 해외투자펀드의 운용에 활용하고 있는 상황이다.

18) 물론 외환관리 목적 등을 위한 일부 규제는 남아있다. 이에 대해서는 이하의 II~V장에서 보다 상세히 살펴볼 것이다.

자산운용 특화 금융중심지 구축도 표면적으로는 그 성과가 일부 보인다. 다수의 해외 자산운용회사들이 국내법에 따라 인가받아 영업하고 있으며, 국제적인 기관투자자들의 국내 자산시장 투자도 늘어나고 있다. 그러나 해외 자산운용회사들이 국내 자산운용시장을 아시아·태평양 지역 핵심시장으로 인정하고 있지는 않으며, 일종의 판매시장으로 판단하는 경향이 발견된다. 국제적인 기관투자자 중 연기금 및 국부펀드 등 장기투자 성향이 강한 우량투자자의 투자 규모도 아직은 기대에 미치지 못한다.

5. 핵심 과제

전술한 바와 같이 본 연구의 핵심을 이루는 II~V장에서는 우리나라 자산운용산업 국제화와 관련된 3대 방향성에 대해 논의했다. 이 절에서는 3대 방향성별 과제들을 압축해 요약한다.

국내 개인투자자 및 기관투자자의 해외투자를 활성화하고, 그 과정에서 우리나라 자산운용회사들의 역할을 제고하기 위한 과제들은 다음과 같다. 먼저 정부는 해외투자펀드 비과세를 항구적인 제도로 정착시켜 나갈 필요가 있다. 여기에 더해 여전히 남아있는 해외투자펀드 과세측면의 불합리한 측면들을 장기과제로 조정해 나가야 한다. 또한 투자자보호와 크게 관계없는 여러 공사업무들을 축소해 자산운용회사들의 부담을 경감시켜 줄 필요가 있다. 더불어 공적연기금들의 기금운용 지배구조를 개편함으로써 기관투자자들이 적극적인 해외투자를 모색해 자산운용 효율화를 추구할 수 있도록 해야 한다.

공적연기금을 중심으로 한 기관투자자 스스로도 해외투자를 늘려가도록 노력함과 동시에 국내 자산운용회사들과 동반진출 할 수 있는

방안들을 찾아내야 한다. 예를 들어 해외자산에 대한 장기투자를 유도할 수 있도록 성과평가 및 보상체계 전반을 재편해야 한다. 해외투자 외부 위탁의 일부를 국내 자산운용회사들이 운용할 수 있도록 위탁운용사 선정에 그룹제를 도입한다든지, 예비운용사(루키) 제도를 적극적으로 활용할 수도 있다.

무엇보다 가장 중요한 것은 자산운용회사들의 뼈를 깎는 자구노력이다. 자산운용회사들이 개인투자자나 기관투자자들로부터 자산을 위탁받기 위해서는 해외투자에 대한 역량강화가 매우 중요하다. 따라서 해외투자 경험이 풍부한 우수인력의 충원 및 시스템 구축에 충분한 자본을 투자함과 동시에 해외투자의 운용성과를 축적하기 위해 전사적인 노력을 기울여야 한다. GIPS(Global Investment Performance Standard) 도입 등 글로벌 표준을 선택하려는 의지도 중요하다.

수출, 즉 펀드의 국경 간 판매를 통한 자산운용회사들의 해외수요 창출과 관련해서는 다음과 같은 과제들이 필요하다. 먼저 자산운용회사들은 최근 국경 간 펀드판매 시장을 장악하고 있는 UCITS 펀드를 적극 활용해야 한다. UCITS 펀드 시장에 대한 이해와 아울러 목표국가의 특성을 감안한 상품 전략도 필요하다. 장기적으로는 현재 도입이 논의되고 있는 ARFP를 유리하게 활용할 수 있는 방안도 마련해야 한다. 정부는 국내 자산운용회사들이 UCITS 펀드 등 국경 간 펀드판매에 적극 나설 수 있도록 지원해야 한다. 이를 위해 자본시장법, 금융지주회사법, 외국환거래규정 및 금융기관의 해외진출에 관한 규정 등 각종 법규와 규정에 아직 일부 남아있는 규제들을 해소해 줘야 한다. 그리고 ARFP 도입이 피할 수 없는 과제라면 참여국가 간 펀드과세 조율, 국경 간 펀드판매 관련 인프라 및 후선업무 표준화 논의 등 남아있는 논의들에 대해 정부가 더 적극적으로 나서 주도권을 장악하는 것이 유리할 수 있다. 이를 통해 향후 ARFP가 도입되었을 때 우리나라 자산운용회사들과 투자자들이 이를 잘 활용할 수 있도록 하는 것이 바람직하다.

현지진출을 통한 해외수요 창출과 관련해서는 다음과 같은 과제들이 필요하다. 먼저 자산운용회사들이 그 필요성을 명확하게 인식하고 강한 의지를 보이는 것이 매우 중요하다. 필요성에 대해 명확하게 인식한다면 충분한 자본력을 축적해 미래의 투자에 대비해야 한다. 자본축적 방안으로는 이익유보, 증자, 상장, PEF를 포함한 외부투자자의 지분참여, 차입 등 가능한 모든 방법을 고려해 봐야 한다. 여기에 더해 현지진출에 적합한 문화와 조직구조 구축, 국제적 표준에 맞는 운용체계의 구축 등이 중요하다. 진출대상 국가의 시장 및 규제에 대한 이해도 중요하다. 정부는 자산운용회사의 해외시장 현지진출에 대해 조력자의 역할을 든든히 해주어야 한다. 먼저 일부 남아 있는 규제들을 조속히 해소해야 한다. 여기에는 회사형펀드를 일반법인과 동일하게 취급하는데서 오는 문제점 해소가 대표적이다. 이와 관련하여 금융지주회사법, 자본시장법, 외국환거래규정 및 금융기관의 해외진출에 관한 규정 등에 잔존해 있는 관련 규제의 해소가 필요하다.¹⁹⁾ 더불어 자산운용회사들이 해외시장 현지진출을 실제로 실행에 옮길 때 부각되는 문제점들을 즉시 해결해 주는 체계를 만들 필요가 있으며, 해외시장 조사에 대해서도 정부가 간접적으로 지원해 주는 것이 바람직하다.

자산운용회사들의 해외시장 현지진출과 관련해서는 어떤 회사들이 진출할 수 있는지, 진출이 가능하다면 어떤 진출방식과 전략이 필요한지에 대해서 논의가 필요하다. 먼저 현지진출에는 대규모 비용이 소요될 뿐만 아니라 큰 위험도 따르기 때문에 대다수 중소형 자산운용회사들은 현실적으로 이를 수행하기 어렵다고 본다. 따라서 이런 회사들은 국내시장에 초점을 맞추고, 국내 투자자들의 해외투자에 전력을 기울여 경험을 축적하는 것이 바람직하다고 판단된다. 지분투자를 통한 현지진출 방식에는 현지법인이나 지점을 새로이 설립하는 그린필드 투자 방식과 현지의 자산운용회사를 매입하는 인수합병 방식이 있는데, 그동안 우리나라

19) 이는 앞서 언급한 국경 간 펀드판매에도 유사하게 적용되는 규제이다.

자산운용회사들은 소규모 그린필드 투자 방식을 선호해 왔다. 그러나 그린필드 투자 방식은 이미 해당 자산운용회사의 명성이 어느 정도 구축되어 있고, 진출을 희망하는 해외시장에 적절한 판매채널과 네트워크를 확보해야만 현지수요 확보에 성공할 수 있다. 미국 등 유명한 자산운용회사가 많은 선진국에서도 그린필드 투자 방식을 중심으로 해외시장에 진출하는 회사는 역사가 길고 잘 알려진 회사들이다. 따라서 현재처럼 우리나라 자산운용회사들이 소규모 그린필드 투자 방식을 계속할 경우에는 성공을 쉽게 장담할 수 없다. 만약 그린필드 투자 방식을 추구한다면 국내시장에서의 초대형화와 명확한 사업모델 구축에 주력해 뛰어난 평판을 대내외적으로 확보한 후 비교적 큰 규모의 그린필드 투자 방식으로 진출하는 것이 필요할 것으로 본다.

현지진출을 통해 해외고객의 운용자산을 짧은 시간 안에 크게 늘리기 위해서는 인수합병 활동이 불가피하다. 인수합병 중심의 진출 모델로는 유럽의 소규모 부띠끄 인수를 통한 UCITS 펀드의 판매, 신흥시장의 기존 자산운용회사 인수, 선진국의 중형 이상 자산운용회사 인수 등이 가능할 것이다. 다만, 이러한 인수합병 활동으로 운용 역량과 판매채널 확보, 네트워크 구축 등이 일부 이루어지면 시장 진출이 이루어진 국가에는 그린필드 투자 방식을 통해 진출을 모색할 수 있다.

마지막으로 자산운용 특화 금융중심지 구축과 관련해서는 다음과 같은 방향 설정과 과제가 필요하다. 자산운용 특화 금융중심지의 유형에는 룩셈부르크, 싱가포르 등과 같은 허브 모형과 호주와 같은 자산운용중심 모형이 있다. 인력구조, 재정여건, 펀드등록 중심지를 위한 각종 하부 여건, 내국 자산운용시장의 잠재력 등을 모두 종합해 볼 때 우리나라에는 호주와 같은 자산운용중심 모형이 더 적절할 것으로 본다. 이러한 유형의 자산운용 특화 금융중심지 모형에는 글로벌 자산운용회사들의 유입과 적극적인 영업활동, 글로벌 기관투자자들의 장기투자 유치 등이 성공을 위한 핵심이다. 이를 위해서는 우리나라 자산운용시장의 확대와

육성, 규제 합리화를 통한 사모펀드 시장 육성, 기업지배구조 개선, 외국인투자자의 국내 투자활동에 대한 긍정적 인식 등이 중요하다. 이는 대부분이 정부의 몫인 바, 정부의 확고한 신념과 추진력이 필요하다.

자산운용산업 국제화는 쉽지 않은 임무다. 그 개념이 모호할 뿐만 아니라, 국제화가 왜 필요한지에 대해서도 쉽게 답할 수 없었다. 자산운용산업 국제화가 더디게 진전된 이유의 대부분이 여기에 있었던 것으로 보인다. 이 연구에서 국제화 진전을 위해 필요한 많은 과제들을 제안했지만, 이보다 더 중요한 것은 자산운용산업 국제화의 필요성을 모든 관련 주체들이 분명하게 인식하는 것이다. 그리고 각 관련 주체들이 분명한 목표와 전략을 세우고, 상호 간에 협력하는 자세가 필요하다. 이 연구에서 제안한 많은 과제들이 특정 주체 혼자만의 힘으로는 해결할 수 없는 것들이기 때문이다.

마지막으로 자산운용회사와 정부가 견지해야 할 기본적 자세에 대해 논의하면서 본 장을 마무리한다. 먼저 자산운용회사들은 해외시장 진출의 전제조건으로 투자자 신뢰 확보와 명확한 사업모델 구축이 우선임을 인지해야 한다. 국내외를 막론하고 이 전제조건이 충족되지 않으면 자산운용 서비스라는 무형의 서비스를 성공적으로 판매할 수 없다. 또한 자산운용회사들은 물적·인적자원 등 각사가 보유하고 있는 현재의 능력과 함께 미래의 투자여력을 면밀하게 파악해야 한다. 이를 기반으로 해외시장 진출의 목적을 명확하게 식별해 내야 한다. 해외시장 진출을 결정하기 위해서는 치밀한 검토와 준비가 필요하지만 일단 해외시장 진출을 결정한 자산운용회사들은 과감성을 갖추고 공격적인 전략으로 접근하는 것이 바람직하다. 자산운용회사들 뿐만 아니라 여타 금융권역의 과거 사례를 보더라도 해외시장에 진출할 때 수세적인 전략 하에 보수적으로 접근한 경우 실패를 양산했었기 때문이다.

정부는 스스로 자산운용산업 국제화를 주도하기보다는 든든한 조력자 역할을 수행한다는 자세를 가져야 한다. 국내 투자자들의 해외투자, 국내 자산운용회사들의 해외 지분투자, 해외 자산운용회사들의 국내 지분투자, 해외 투자자들의 국내 자산시장 투자 등 자산운용산업 국제화와 관련된 모든 분야에서 규제 측면의 제약은 크지 않은 편이다. 게다가 세계 지원을 포함한 각종 제도적 지원을 통해 정부가 주도적으로 자산운용산업 국제화를 유도하는 것은 갈수록 어려워지고 있다. 따라서 정부는 국내외 투자자 및 자산운용회사들이 제기하는 문제점들을 신속하게 해결하는데 힘을 집중할 필요가 있다. 규제완화와 정책적 지원이 필요한 부분에 대해서는 범정부적인 협력 체계 하에 문제들을 해소해 줘야 한다. 특히 자산운용산업 국제화와 관련된 모든 분야에서 예상하지 못한 장애요인들이 언제든지 돌출할 수 있는데, 이러한 문제점에 대해서는 신속하게 해결할 수 있는 체계를 구축해야 한다.

II. 국내투자자 해외투자자 자산운용회사의 역할

1. 개요
2. 개인 해외투자 확대를 위한 자산운용회사의 역할
3. 기관의 해외투자 확대와 자산운용회사의 동반성장
4. 소결

II. 국내투자자 해외투자자 자산운용회사의 역할

1. 개요

자산운용산업 국제화의 한 축은 국내에 거주하는 개인 및 기관투자자의 해외투자를 실행하기 위한 투자 대리인으로서 자산운용회사의 역량 확대라 할 수 있다. 개인투자자의 경우 글로벌 금융위기 이후 특히 주식형펀드를 중심으로 간접투자기구를 통한 해외투자 규모가 지속적으로 감소하고 있다. 이후 7년이 경과하였음에도 불구하고 주식형 해외투자펀드는 좀처럼 회복되지 못하고 있는 양상이다. 펀드 상품에 대한 개인투자자의 신뢰 저하는 해외증권에 대한 개인의 직접투자 확대로 나타나고 있다.

반면 기관투자자의 경우에는 국민연금으로 대표되는 연기금 외에 각종 공제회 기금 및 보험회사 등을 중심으로 직접투자뿐만 아니라 일임계좌(separate account)를 통한 간접운용이 계속해서 확대되고 있는 추세이다. 이는 국내 경제의 저성장·저금리 기조에 대응하여 해외투자를 통한 투자다변화 및 수익률 제고에 대한 기관 내부의 필요성이 증대하고 있기 때문이다.

개인 및 기관투자자의 해외투자 확대 기조에 비하여 이에 대응하는 국내 자산운용업계의 노력 및 성과는 투자자의 기대에 미치지 못하고 있는 상황이다. 이는 일차적으로 투자자의 요구 조건에 부응하지 못하는 국내 자산운용업계 스스로의 운용역량 부족에 기인하나, 관련 규제 및 제도적 제약, 그리고 감사원을 비롯한 감독 기관의 불합리한 감독체계와 같은 다양한 형태의 외부적 제약요인이 작용하는 것으로 관측된다.

본 장에서는 국내투자자의 해외투자 확대 기조에 비추어 자산운용업계의 바람직한 대응전략을 모색한다는 차원에서, 먼저 국내 투자자를

개인과 기관으로 나누어 각각의 투자 현황 및 제약 사항을 분석한다. 이를 바탕으로 공모펀드로 대표되는 개인투자자의 해외투자 확대를 위한 정책적 시사점을 제시하고, 연기금 및 공제회 등과 같은 기관투자자의 해외투자 확대 과정에서 국내 자산운용회사가 동반 진출할 수 있는 상생 방안을 도출하고자 한다. 이하의 2절에서는 개인투자자의 해외투자 확대와 자산운용회사의 역할을 논의하고, 3절에서는 기관투자자의 해외투자 확대와 자산운용회사의 동반성장 방안을 논의한다. 4절에서는 II장의 전체내용을 정리한다.

2. 개인 해외투자 확대를 위한 자산운용회사의 역할

가. 현황 및 평가

1) 해외투자 공모펀드²⁰⁾ 침체 장기화

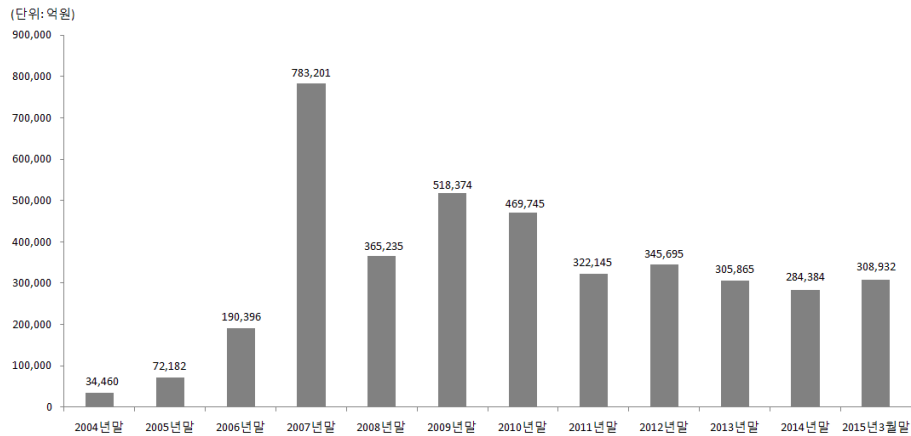
국내에 등록된 공모펀드를 통한 개인투자자의 해외투자 규모는 2008년 글로벌 금융위기 직전까지 급성장하였으나 금융위기와 유럽발 재정 위기, 그리고 해외투자펀드에 대한 한시적 비과세 혜택 종료와 같은 과세체계 개편을 거치면서 그 규모가 크게 위축되었다. 순자산총액 기준 78조원으로 정점을 찍었던 2007년에 비하면, 2015년 3월말 현재 전체

20) 해외투자펀드는 국내 자산운용회사가 설계해 국내에서 모금한 돈으로 직접 외국의 금융상품, 부동산, 실물 등의 자산에 주로 투자하는 펀드로서, 반드시 해외자산에 100% 투자하는 것은 아니다. 금융투자협회에서는 60% 이상 해외투자로 설정된 펀드를 해외펀드로, 30% 이상 해외투자로 설정된 펀드를 국내외 혼합형펀드로 분류하고 있다. 본 연구에서는 이 둘을 합하여 전체 해외투자펀드로 정의하고 관련 통계를 산출하였다.

해외투자펀드 규모는 30조원으로 고점 대비 39% 수준에 불과하다. 이는 글로벌 금융위기 직후인 2008년말 기준 37조원 보다도 작은 규모이다.

미국을 포함하여 대부분의 주요 선진국이 금융위기의 영향에서 빠르게 벗어나고 있음을 감안할 때, 국내투자자의 해외증권투자가 좀처럼 회복되지 못하고 있는 데는 구조적인 제약요인이 작용하고 있는 것으로 판단된다. 이에 대해서는 이어지는 제약요인 분석에서 자세히 소개한다.

〈그림 II-1〉 해외투자펀드(공모펀드) 순자산총액 추이



주 : 해외투자펀드는 해외지역에 60% 이상 투자로 설정된 펀드(해외펀드)와 30% 이상 투자로 설정된 펀드(국내외 혼합펀드)를 모두 포함함
 자료: 금융투자협회

해외투자펀드의 순자산 규모는 정체되어 있으나, 결성된 펀드수는 지속적으로 증가하여 2015년 3월말 현재 913개까지 증가하였다. 이는 해외투자펀드의 소형화 경향을 의미하는 것은 아니며, 금융위기 등을 지나며 부실화된 자투리펀드가 정리되지 않고 계속해서 신규상품이 출시되는 시장 관행을 의미한다. 이러한 자투리펀드 양산은 결과적으로 투자자 신뢰 저하로 연결될 수 있는 부분이다.

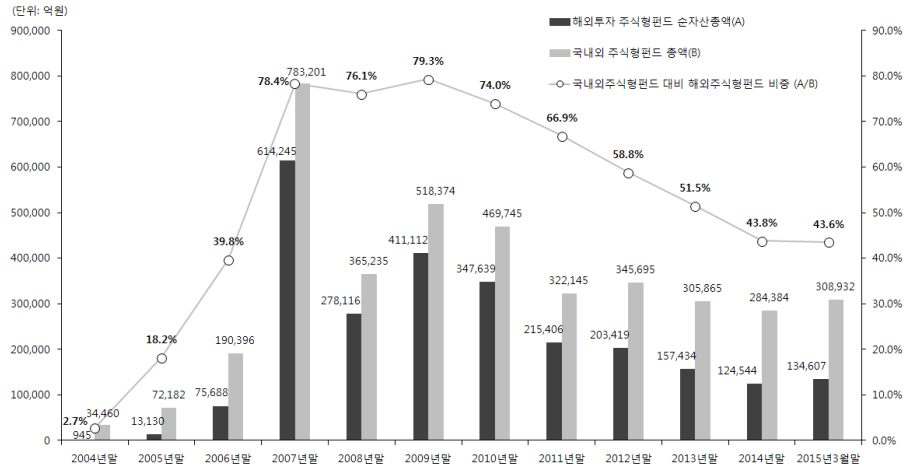
2) 해외투자 주식형펀드의 급격한 축소

2004년 해외투자펀드가 본격적으로 도입된 이후 2008년 글로벌 금융위기 직전까지 해외투자펀드의 확대는 주식형펀드가 견인하였다. 그에 따라 전체 해외투자펀드에서 주식형펀드가 차지하는 비중은 79%까지 증가하였다. 하지만 금융위기 이후 전체 해외투자펀드의 축소 과정 역시 주식형펀드가 주도하는 양상이다. 2015년 3월말 현재 전체 해외투자펀드에서 주식형펀드가 차지하는 비중은 전년도보다는 소폭 증가하였으나, 그럼에도 불구하고 50%를 하회하고 있는 수준이다. 금액 기준으로는 2007년말 61조원 규모에서 최근 13조원 수준으로 축소되어 78% 감소하였다. 동 기간 전체 해외투자펀드 규모는 78조원에서 30조원으로 축소되어 61%의 감소율을 기록하고 있는 것과 대비된다.

해외투자에서 주식형펀드의 감소세는 국내투자 공모펀드와의 비교에서 보다 뚜렷하게 나타난다. 2007년 금융위기 직전에는 국내와 해외를 포함한 전체 주식형 공모펀드에서 해외부문이 거의 절반을 차지하고 있었다. 하지만 금융위기 이후 이 비중은 지속적으로 축소되어, 최근에는 20% 수준까지 감소하였다. 즉, 국내 개인투자자의 경우 위험자산(주식)에 대한 투자에서 해외물의 비중을 크게 줄였다는 것으로, 이는 전문투자자라 할 수 있는 기관투자자의 행태와는 크게 차이나는 부분이다. 동 기간 동안 기관투자자는 전체 포트폴리오에서 해외자산을 중심으로 위험자산의 비중을 확대하고 있기 때문이다.

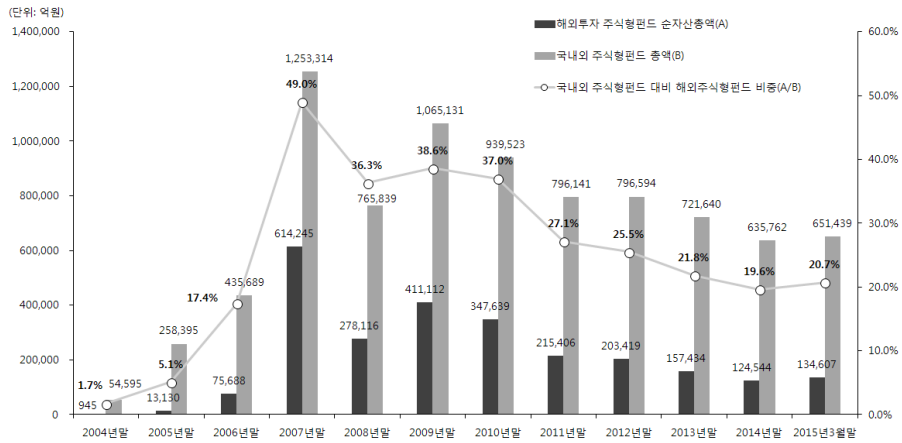
주식형 해외펀드의 감소분은 주로 혼합형 및 채권형 펀드로 채워지고 있으며, 특히 재간접펀드 및 파생상품펀드의 증가세가 가시적이다. 이는 금융위기로 인해 높아진 변동성을 축소하기를 원하는 개인투자자의 요구가 반영된 결과이며, 한편으론 높아진 변동성과 시장의 하락을 전망하고 이에 대한 투자 수요가 늘어난 결과로 해석된다.

〈그림 II-2〉 해외투자펀드에서 주식형펀드의 비중



주 : 순자산총액 기준
 자료: 금융투자협회

〈그림 II-3〉 주식형 공모펀드에서 해외주식형펀드의 비중



주 : 순자산총액 기준
 자료: 금융투자협회

재간접펀드의 확대는 금융위기 이후 유럽 재정위기를 포함하여 글로벌 자산운용시장에서 주식의 위험 프리미엄(risk premium)이 확인되지 못하고 있는 현실을 반영한다. 여기에 미국을 중심으로 양적완화의 정상화(tapering)가 거론됨에 따라 채권형펀드의 추가 매수 역시 부담스러운 상황에서 개인투자자의 위험성향이 중위험-중수익 선호로 이동하고 있음을 의미한다. 한편 파생상품펀드의 확대는 이와 반대로 확대된 변동성에 기반한 투기적 수요 역시 증가하고 있음을 의미한다. ETF 시장에서 시장의 하락에 배팅하는 리버스(reverse)펀드 또는 변동성 확대를 목적으로 하는 레버리지(leverage)펀드의 인기가 이를 반영하고 있다.

〈표 II-1〉 해외투자펀드 자산별 순자산가치

(단위: 억원)

연도	주식	혼합 주식	혼합 채권	채권	재간접	파생형	부동산	실물	특자	합계
2004	945	386	6,872	6,087	17,481	2,689	-	-	-	34,460
2005	13,130	450	5,722	5,574	29,044	18,262	-	-	-	72,182
2006	75,688	6,532	11,928	5,219	71,360	19,669	-	-	-	190,396
2007	614,245	60,443	8,650	8,482	69,567	13,106	4,317	-	4,391	783,201
2008	278,115	30,759	3,391	8,833	24,411	11,718	4,317	219	3,471	365,234
2009	411,111	45,367	3,724	5,909	32,898	10,368	5,357	201	3,437	518,372
2010	347,639	38,834	3,914	13,654	43,800	12,781	5,563	241	3,318	469,744
2011	215,406	23,007	3,724	18,822	32,998	20,341	5,214	-	2,632	322,144
2012	203,419	19,067	3,753	33,501	49,860	22,887	7,466	-	5,742	345,695
2013	157,434	21,335	5,637	28,556	50,284	26,422	7,913	-	8,283	305,864
2014	124,544	18,377	8,225	29,968	48,939	35,120	8,644	-	10,568	284,385
2015	134,766	18,126	10,946	29,367	53,577	42,652	8,389	-	11,110	308,933

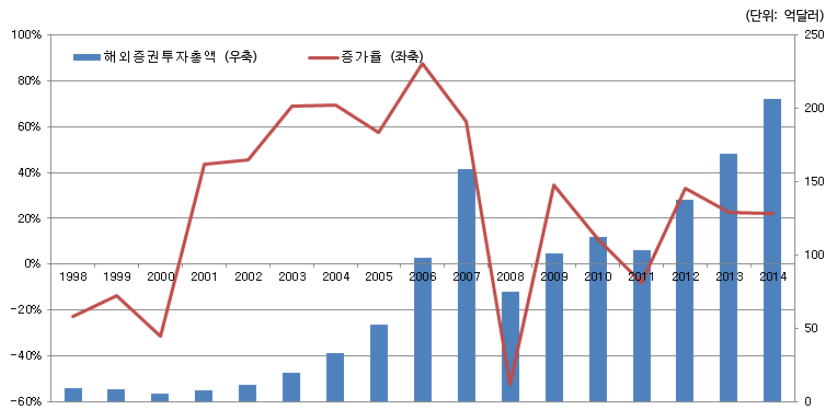
주 : 2015년은 3월말 기준

자료: 금융투자협회

3) 주식형펀드의 축소와 상반되는 직접투자 확대 추세

개인투자자의 해외증권투자, 특히 해외주식투자에서 나타나고 있는 가장 큰 변화는 펀드를 통한 간접투자 방식이 줄어드는 대신 직접투자 규모가 확대되고 있다는 점이다. <그림 II-4>는 국내의 모든 투자 주체가 모든 투자 수단을 통하여 해외증권에 투자하는 총 투자 규모를 나타낸다. 이를 앞서 살펴본 해외투자펀드를 통한 개인투자자의 해외증권투자 추이와 비교해 보면 전반적으로 유사한 침체와 회복을 반복하고 있다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기 및 2011년 유럽발 재정위기로 인한 전반적인 시장 하락으로부터 회복되는 과정에서는 뚜렷한 차이를 보이고 있다. 국내 거주인의 해외증권투자 전체는 비교적 안정적인 성장세로 회복되고 있는 반면 간접투자기구를 통한 해외투자는 좀처럼 정체 상태를 벗어나지 못하고 있는 양상이기 때문이다.

<그림 II-4> 국내 거주인의 해외증권투자 추이

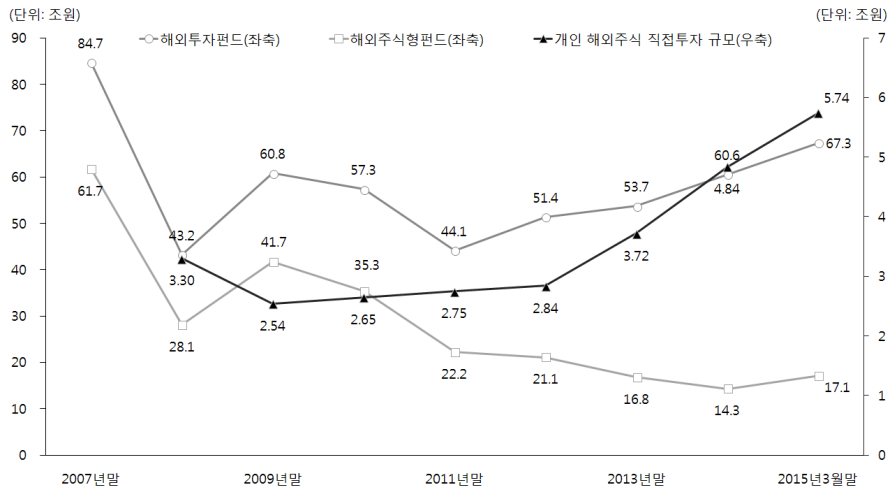


자료: 한국은행

해외증권투자 중에서 특히 주식 자산을 살펴보면, 글로벌 금융위기 이후 주식형펀드의 감소와 개인의 직접투자 증가가 동시에 나타나고

있음을 확인할 수 있다. 해외주식에 대한 국내 거주인의 직접투자는 최근 3년 동안 연평균 30% 이상의 빠른 성장세를 시현하고 있다. 규모는 아직 5조원 수준으로 전체 해외증권투자에서 차지하는 중요도가 크지 않다고 볼 수 있으나, 빠른 성장세를 감안한다면 향후 국내 거주인의 해외증권투자에 있어 직접투자가 주요 운용수단으로 정착될 가능성도 배제할 수 없다. 정보획득 측면에서 국내투자보다 더 열위에 있는 해외투자자에 있어, 개인의 투자수단이 펀드가 아닌 직접투자가 되는 것은 투자자 개인과 운용회사 모두에게 결코 바람직하지 않다.

〈그림 II-5〉 해외주식 직접투자와 간접투자 추이



자료: 한국은행

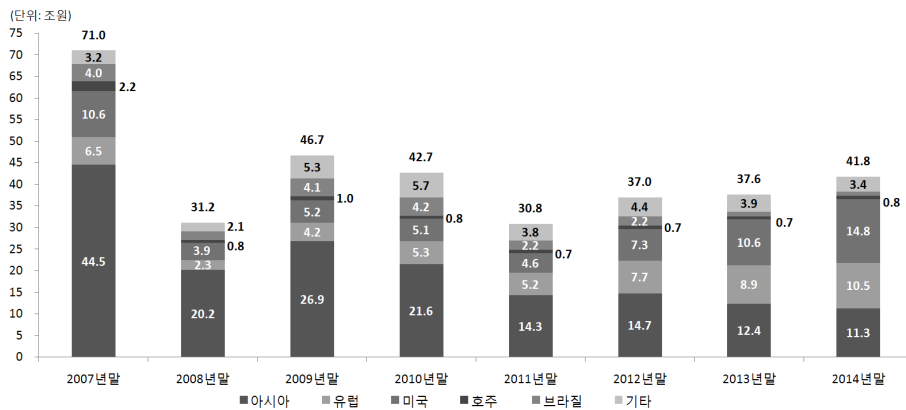
개인의 해외증권 직접투자 확대의 원인은 다양하다. 표면적으로는 개인이 증권회사 주문시스템을 통해 해외주식을 직접 거래하는데 있어 국내 증권회사의 해외주식 위탁매매업무 서비스가 크게 개선되었기 때문이다. 하지만 보다 근본적인 이유는 개인의 해외투자에 있어 간접투자기구에 수반되는 비용을 상쇄할 수 있는 높은 수익성과를 기대하기 힘들기

때문이다. 이 역시 해외투자펀드의 운용성과에 대한 투자자 신뢰의 문제로 귀결된다.

4) 주요 투자지역의 변화

금융위기 이전 주식형펀드를 중심으로 해외투자가 확대되는 과정에서, 그리고 금융위기 이후 글로벌 금융시장이 회복되는 과정에서 모두 국내 해외투자펀드의 지역별 쏠림 현상이 강하게 나타나고 있다. 금융위기 이전 2007년도 시점에 중국 및 일본을 포함한 아시아 지역에 대한 투자 규모는 44.5조원으로 전체 해외투자펀드의 64%를 차지하였다. 또한 전체 아시아 지역에 대한 투자 중 72%가 중국에 집중되었다. 미국 및 유럽에 대한 투자 비중은 각각 15%와 9% 수준으로 투자지역의 경제 규모를 감안하면 지역별 쏠림 현상은 보다 심각한 수준이라 하겠다.

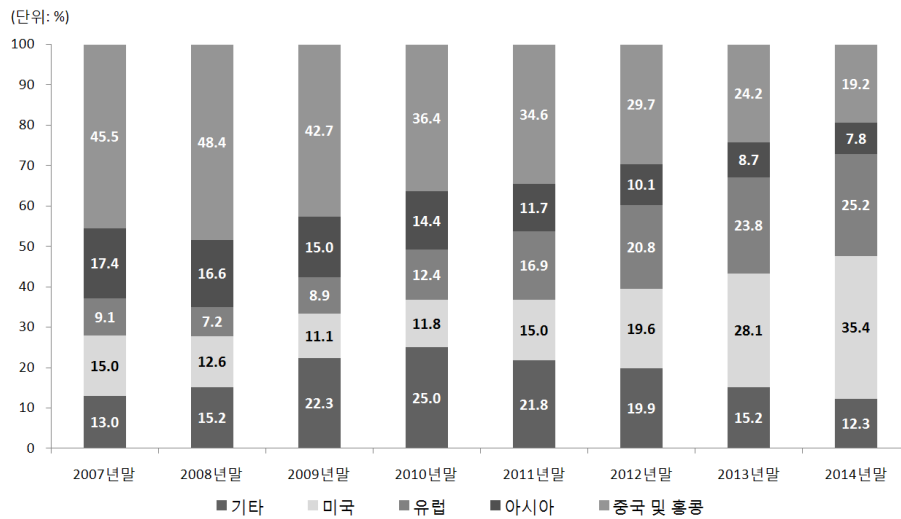
〈그림 II-6〉 해외투자펀드 지역별 투자 규모 추이



자료: 금융투자협회 Fact Book(2015)

2008년 글로벌 금융위기로 인하여 전체 해외투자펀드 규모는 절반 이하로 급감하였으나 전체 해외투자펀드에서 아시아 지역에 대한 투자 비중은 65% 수준을 유지하며 큰 변화를 보이지 않았던 것으로 파악된다. 하지만 이후 글로벌 금융시장이 선진국 중심으로 회복되는 과정에서 아시아 지역에 대한 투자는 지속적으로 감소한 반면 미국 및 유럽 등 선진국에 대한 투자가 계속해서 확대되는 양상을 보이고 있다. 그에 따라, 2014년말 현재 중국을 포함한 아시아 지역에 대한 투자 비중은 27% 수준으로 축소된 반면 미국에 대한 투자 규모는 35% 수준까지 확대되고 있다.

〈그림 II-7〉 해외투자펀드 지역별 투자 비중 추이



주 : 순자산총액 기준

자료: 금융투자협회

전체 해외투자펀드에서 아시아 지역에 대한 투자비중은 계속해서 감소하고 있으나, 역내에서 국가별 비중의 경우 중국에 대한 투자비중은

70% 수준에서 큰 변화가 없는 것으로 파악된다. 유럽 지역의 경우 2011년 이후 그리스를 포함한 일부 남유럽 국가의 재정위기 상황이 지속되고 있음에도 불구하고, 전체 해외투자펀드에서 차지하는 비중은 꾸준히 증가하고 있다. 국가별 분포를 살펴보면, 유로화를 사용하지 않는 영국으로의 해외투자자 2008년 3,750억원 수준에서 2014년말 현재 2.3조원 규모로 급증한 반면, 재정위기로부터 쉽게 벗어나지 못하고 있는 러시아나 동유럽국가로의 해외투자자는 축소되고 있는 양상이다.

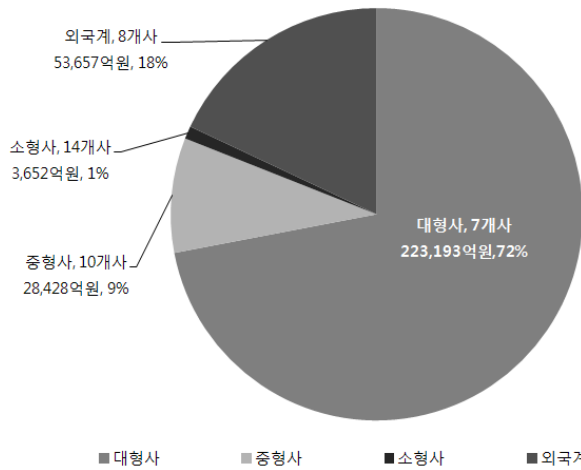
5) 대형사 및 외국사 위주의 시장 형성

공모펀드를 통한 해외투자의 확대는 대형 자산운용회사 및 외국계 자산운용회사에 의해 주도되고 있다. 2015년 3월말 현재 국내에 등록된 법인기관 중 총 37개 자산운용회사가 해외투자펀드를 운용 중에 있으며, 이들 중 순자산총액 1조원 이상으로 대형으로 분류되는 자산운용회사는 총 6개사이다. 전체 해외투자펀드 시장에서 이들 대형 자산운용회사가 차지하는 비중은 72% 수준이다. 여기에 외국계로 분류되는 자산운용회사²¹⁾ 중 대형으로 분류되는 자산운용회사까지 포함하게 되면, 전체 해외투자펀드에서 대형 자산운용회사가 차지하는 비중은 81%까지 높아지게 된다. 가장 규모가 큰 미래에셋자산운용 단일 기관의 시장점유율은 33%에 이른다. 외국계 자산운용회사의 시장점유율은 18% 수준으로 금융위기를 전후로 재편된 시장구도가 현재까지 이어지고 있는 양상이다.

자산운용회사의 글로벌 진출이 소수의 대형 자산운용회사에 집중되는 문제는 다양한 해외진출 유형에서 보편적으로 나타나는 현상이라 할 수 있다. 특히 해외법인 설립을 통한 물리적 진출의 경우 대형사 집중 현상은 보다 심각한 것으로 알려져 있으며, 해외투자펀드를 통한 자산운용업 국제화에 있어서도 역시 동일한 문제가 지적되고 있다.

21) 지분구성에서 국내 거주하는 개인 또는 법인의 비중이 50% 이하인 경우를 외국계 자산운용회사로 정의하고 있다.

〈그림 II-8〉 자산운용회사 규모별 해외투자펀드

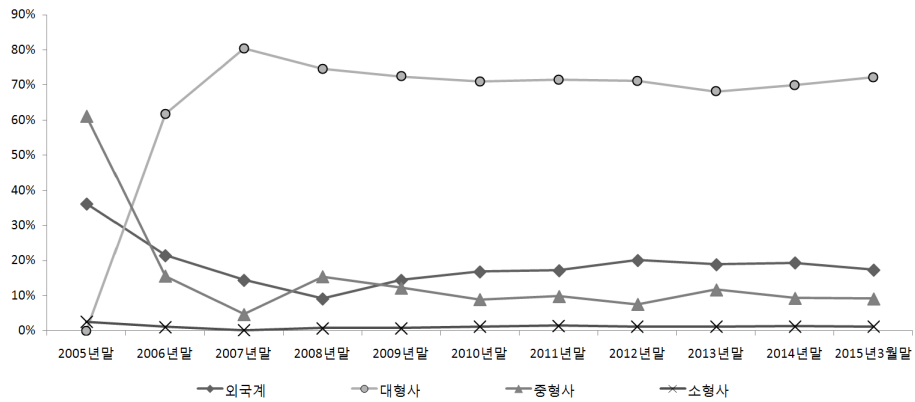


주 : 순자산총액 기준이며, 대형사는 순자산총액 1조원 이상, 중형사는 1천억원 이상, 소형사는 1천억원 미만을 의미
 자료: 금융투자협회(2015년 3월)

대형 자산운용회사로 해외투자펀드 설정이 집중되는 데는 여러 원인이 있겠지만, 가장 큰 이유는 해외투자펀드의 설정 및 판매에 요구되는 인력 및 시스템과 같은 초기 투자비용이 적지 않아 중소형 자산운용회사로서는 접근 자체가 쉽지 않은 시장이기 때문이다. 자산운용회사 규모에 비해 과도한 초기투자는 높은 사업위험을 야기할 수 있는 부분이다. 한편 국내 자산운용회사의 자기자본이익률(ROE)이 워낙에 높아 국내투자펀드 만으로도 충분히 사업을 영위할 수 있는 경영 환경에 기인하는 측면도 큰 것으로 보인다. 즉 일부 대형 자산운용회사를 제외하고는 공모펀드를 통한 해외투자 확대의 필요성 자체가 크지 않은 것으로 해석될 수 있겠다. 또한 해외투자펀드를 판매해 성공적으로 운용하기 위해서는 해외자산에 대한 투자역량이 일정수준이 갖추어져 있어야 하는데, 규모가 작은 회사들은 그럴만한 여력이 없다. 특히 투자지역이 넓어질수록

어려움은 더 커질 수밖에 없다. 투자자들도 국내투자펀드에 비해 훨씬 위험노출 정도가 큰 해외투자펀드에 투자하기 위해서는 이를 운용하는 자산운용회사의 명성과 규모를 고려하지 않을 수 없다.

〈그림 II-9〉 자산운용회사 규모별 순자산총액 비중 추이



자료: 금융투자협회

소수 대형 자산운용회사로의 집중이라는 해외투자펀드의 이러한 특징은 국부펀드 및 공적연기금을 통하여 자산운용회사의 해외진출을 지원하고자 하는 정부 차원의 정책적 노력에 있어 걸림돌로 작용할 수 있다. 외평채 발행을 통해 조성된 국부펀드 또는 가입자에 대한 확정된 부채(liability)가 존재하는 공적 연기금이 추가적인 비용 또는 손실을 감수하고서 직접적으로 민간 자산운용회사의 해외진출을 지원하는 경우, 그 혜택이 일부 민간 자산운용회사에 집중된다는 비판이 제기될 수 있기 때문이다.

〈표 II-2〉 자산운용회사별 해외투자펀드 설정 현황

(단위: 억원, 개)

		설정원본	순자산	비중	펀드수
외국계	피델리티	15,756	15,734	5.1%	39
	얼라이언스번스틴	11,618	11,583	3.7%	9
	제이피모간	12,437	8,602	2.8%	32
	프랭클린템플턴	6,897	7,185	2.3%	42
	블랙록	6,522	5,233	1.7%	18
	알리안츠글로벌	3,409	3,576	1.2%	24
	도이치	818	1,351	0.4%	14
대형사	맥쿼리투자신탁	330	393	0.1%	6
	미래에셋	73,806	101,292	32.8%	245
	신한비엔피파리바	29,156	32,691	10.6%	121
	삼성자	25,217	27,639	8.9%	114
	슈로더투자신탁	22,928	21,515	7.0%	29
	한국투자신탁	17,365	14,882	4.8%	67
중형사	케이비	11,739	12,730	4.1%	57
	이스트스프링	7,571	12,444	4.0%	35
	하나유비에스	6,371	6,451	2.1%	47
	한화	6,005	5,791	1.9%	70
	키움투자(구 우리)	3,164	3,031	1.0%	29
	교보약사	2,070	2,531	0.8%	20
	에셋플러스	1,650	2,192	0.7%	6
	KDB	1,273	2,050	0.7%	43
소형사	동양	1,237	2,016	0.7%	8
	동부	1,052	1,696	0.5%	15
	아이비케이	749	1,416	0.5%	15
	하이	749	1,254	0.4%	24
	대신	615	759	0.2%	9
	케이티비	571	637	0.2%	8
	칸서스	400	622	0.2%	17
	엔에이치씨에이	358	397	0.1%	8
	현대	324	384	0.1%	3
	유리	263	203	0.1%	9
	베어링	203	188	0.1%	6
	트러스톤	166	179	0.1%	2
	신영	121	126	0.0%	3
	알파에셋	102	61	0.0%	1
유진	6	50	0.0%	1	
마이에셋	5	42	0.0%	4	

자료: 금융투자협회

나. 해외투자 확대의 제약요인

초고령 사회로의 진입을 앞두고 안정적인 노후자산 축적을 위하여 개인의 투자 성향은 점차 장기화되고 있다. 한편 국내 경제 상황은 본격적인 저성장 국면으로 접어들고 있으며, 이로 인한 저금리 환경은 구조적으로 고착화되는 상황이다. 이러한 환경 하에서 바람직한 규모의 노후자산 축적을 위해 요구되는 적절한 수준의 자산운용 수익률을 확보하는 것이 점차 어려운 과제가 되고 있다. 특히 장기투자자산에 대한 위험관리 및 분산투자의 필요성이 강조되는 시점에서, 국내 자산운용시장 및 자산운용회사, 그리고 투자상품들은 개인투자자의 이러한 요구에 충분히 부응하지 못하고 있는 현실이다.

이러한 다면적 요인이 해외투자에 대한 개인의 투자 수요를 확대시키는 직접적인 원인이 되었으며, 이를 배경으로 2008년 금융위기 직전까지 국내 설정 해외투자펀드는 주식형펀드를 중심으로 빠른 성장세를 기록하였다. 하지만 글로벌 금융위기를 지나면서 국내 설정 해외투자펀드는 78조원을 정점으로 좀처럼 이전 수준을 회복하지 못하고 있다. 본 장에서는 해외투자에 대한 개인의 잠재적 투자수요는 여전한에도 불구하고, 주요 금융 선진국에 비해 금융위기로부터의 회복세가 더딘 원인을 찾아보고자 한다.

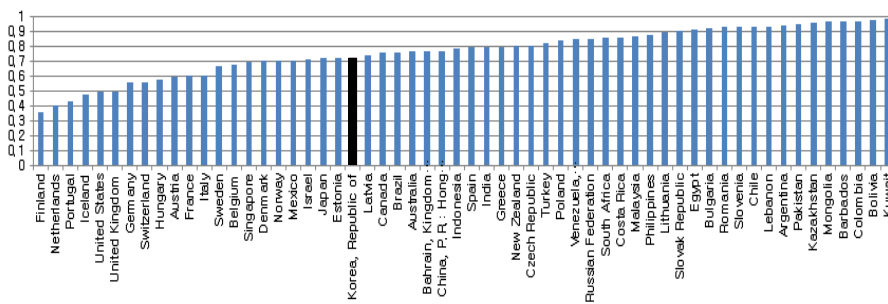
공모펀드를 통한 개인의 해외투자 규모가 성장하지 못하고 있는 배경에는 금융위기 및 유럽발 재정위기와 같은 글로벌 경제 상황이 일차적으로 원인임에는 분명하다. 하지만 국내 개인투자자의 경우, 지극히 짧은 투자시계(investment horizon)로 인하여 위기의 상시화라는 높은 글로벌 변동성은 결국 개인투자자의 주기적인 손실 경험으로 귀결된다. 따라서 간접투자기구를 통한 해외투자 자체에 대한 개인투자자의 신뢰저하로 연결되는 상황이 반복되고 있는 것이다. 이러한 외부적 요인

외에, 2010년 이후 종료된 해외투자펀드 비과세 특례 등과 같은 제도적 요인의 영향도 크게 작용하고 있는 것으로 파악된다. 보다 근본적으로는 투자자의 다양한 요구에 제대로 대응하지 못하는 국내 자산운용회사의 역량 부족이 지적될 수 있다.

1) 일반적 제약요인

해외투자에 있어 개인이든 기관이든 의도하는 수준만큼 투자 규모를 충분히 확대하지 못하는 현상 또는 경향을 자국편의(home bias)라고 한다. 학문적으로 자국편의의 크기는 자국 투자에 대한 이론상 최적 투자 비중에 비해 실제 투자 비중이 얼마나 괴리되어 있는가로 측정할 수 있다. 여기에는 국내시장에 투자하는 외국인 자금의 유입과 국내시장 규모 등이 동시에 고려된다. 다른 나라에 비해 높은 자국편의 정도는 해외투자 확대의 실질적인 걸림돌이 될 수 있음을 의미한다. 아래 그래프는 관련 연구²²⁾에서 제시하고 있는 우리나라의 자국편의 수준이다.

〈그림 II-10〉 국가별 자국편의(home bias) 수준 비교



자료: 김한수 외(2015)

22) 보다 자세한 내용은 김한수·남재우·최순영(2015)을 참조할 수 있다.

김한수 외(2015)에 의하면, 일반적인 예상과는 달리 우리나라 자국편의 수준은 글로벌 국가들과 비교했을 때 평균 이상의 높은 수준은 아닌 것으로 평가되고 있다. 전체 분석 대상 58개 국가 중에서 우리나라의 자국편의 수준은 22위 정도로 추정된다. 이는 일본과 유사한 수준이며, 우리에게 비해 금융 선진국이라 할 수 있는 캐나다 또는 호주보다도 높은 순위이다. 따라서 자국편의도가 높은 투자자 성향을 해외투자 확대의 직접적인 걸림돌로 해석하기는 어렵다.

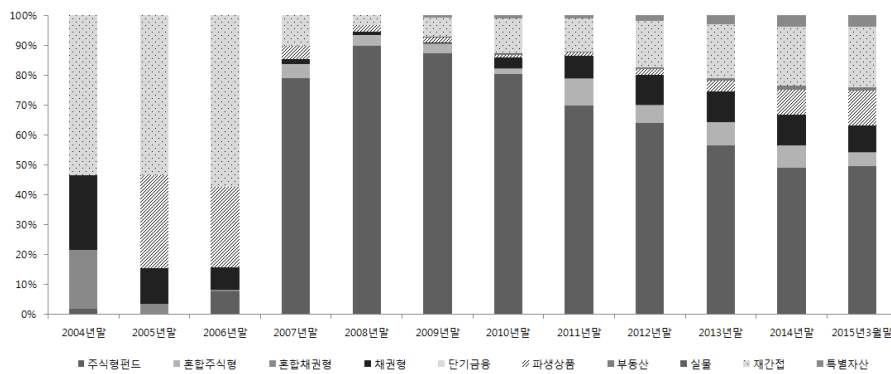
자국편의(home bias) 현상의 근본 원인은 국내투자자에 비해 절대적으로 부족한 투자정보이다. 이로 인하여 대부분의 나라에서 자국이 국제시장에서 차지하는 비중 이상으로 국내시장에 투자하는 경향이 나타나며, 이는 우리나라의 경우도 마찬가지이다. 해외투자의 국가별, 또는 지역별 배분을 수행함에 있어 전체 글로벌 시장에서 차지하는 중요성에 비해 훨씬 높은 비중으로 동일 지역권에 투자하게 되는 이유 역시 동일하다. 우리나라의 경우에도 일본 및 중국을 포함한 아시아 지역에 대한 쏠림이 작지 않은 이유이다. 장기투자 문화가 부족한 개인투자자에게 있어 이러한 쏠림 현상은 결과적으로 해외투자펀드에 대한 주기적인 손실 경험으로 연결된다. 특정 펀드에서 경험한 대규모의 원금 손실은 트라우마로 남아 향후 펀드투자에 대한 심리적 걸림돌로 작용하게 된다.

2) 과세계계의 변화

전체 해외투자펀드의 자산구성에서 주식형펀드의 비중이 실질적으로 감소하기 시작한 시점이 글로벌 금융위기 직후가 아닌 2009년 이후임에 주목할 필요가 있다. 전체 해외투자펀드에서 주식형펀드가 차지하는 비중은 2007년말 78.4%로 정점을 찍고 금융위기의 영향으로 소폭 감소하였다. 하지만 2009년에는 그 비중이 79.3%로 오히려 소폭 증가하였으며, 실질적으로 주식형펀드 비중이 감소하기 시작한 시점은 그 이후이다.

이때부터 주식형펀드 비중은 지속적으로 축소되어 2014년말 시점에는 43.8% 수준까지 감소하였다.

〈그림 II-11〉 해외투자펀드(공모펀드) 자산별 비중 추이



자료: 금융투자협회

주식형 해외펀드의 감소 원인에는 여러 가지가 있겠으나, 일반적으로 거론되는 글로벌 금융위기와 해외투자 축소 시점 간의 유의미한 시차를 감안할 때, 2009년에 종료된 해외주식투자 비과세 혜택의 영향 또한 작지 않은 것으로 파악된다. 당시 정부는 외환관리의 일환으로 2007년부터 2009년말까지 한시적으로 해외투자펀드에 대한 세제지원을 실시하였으며, 이 때 해외주식형펀드에 대해서는 매매 및 평가차익에 대한 비과세 혜택을 제공하였다.²³⁾ 이러한 비과세 혜택이 2009년말 시점으로 종료됨으로 인하여, 개인투자자들의 경우 해외주식형펀드에 대한 투자가 국내펀드에 비해 불리한 조건에 놓이게 되었다. 특히 환차익에 대한 과세는 그대로 유지됨으로 인하여 매매차익에서 손실이 발생한 경우에도 환차익으로 인한

23) 환차익에 대해서는 과세를 유지한 부분이 최근 발표된 해외투자 활성화 대책과 상이한 점이다.

세금이 부과되는 불합리한 상황이 발생하게 됨으로써, 해외주식투자 전반에 대한 개인투자자의 신뢰가 급격히 하락하는 계기가 되었다.

제도적 측면에서 개인투자자의 해외투자 확대를 저해하는 제약요인은 사실상 자본이득과 환차익에 대한 과세 형평성 문제를 제외하고는 많지 않은 상황이다. 과세 측면에서도 자본이득에 대해 과세하지 않는 국내 상황에 비해 상대적인 열위에 있다는 것이지, 거래세 대신 매매차익에 대해 과세하는 글로벌 기준에 비해서는 특별히 역내 설정 해외투자펀드의 과세체계가 열위한 상황은 아니었던 것으로 파악된다. 그럼에도 불구하고, 해외투자펀드에 대한 한시적 비과세 조치의 종료가 갖는 파급효과는 즉각적이고 지속적이었던 것으로 분석된다. 특히 금융소득종합소득과세에 대한 부담이 큰 고액순자산보유개인(High Net Worth Individuals: HNWI)의 경우 한시적 비과세 혜택 폐지의 영향이 보다 크게 작용하고 있는 것으로 판단된다.

〈표 II-3〉 해외주식투자를 위한 금융상품별 과세제도

투자상품	직접투자	해외주식형펀드	해외주식형 ETF
발생소득	배당, 매매차익	배당, 매매차익	분배금, 매매차익
과세대상	소득에 따라 구분	전체 소득	분배금, 매매차익
세목	배당소득세, 양도소득세	배당소득세	배당소득세
종합과세	배당소득에 한함	종합과세 대상	종합과세 대상

주 : 주식형펀드 및 주식형 ETF는 모두 역내 설정 펀드를 의미함
 자료: 이상엽(2013)

글로벌 금융위기 이후 가장 큰 폭으로 축소되고 있는 해외주식형펀드에 있어서, 해외주식에 투자하기 위한 여러 금융상품 간에 과세 형평성이 결여되어 있다는 지적이 계속해서 제기되고 있다. 이는 해외주식에

투자하기 위한 금융상품을 크게 직접투자와 주식형펀드를 통한 간접투자, 그리고 해외주식형 ETF 투자로 나누어 생각해 볼 때, 각각의 투자상품에 대한 과세 기준이 매우 상이하기 때문이다.²⁴⁾ 해외주식에 대한 직접투자에서는 배당소득에 대해서는 배당소득세가 부과되며 매매차익에 대해서는 양도소득세가 부과된다. 하지만 간접투자 상품인 주식형펀드 또는 주식형 ETF에 투자할 때는 배당소득과 매매차익을 합산하여 일률적으로 배당소득세가 부과되어 HNWI의 경우 금융소득종합과세 대상이 되게 된다.²⁵⁾

결과적으로 HNWI의 경우 해외투자펀드와 같은 간접투자 기구를 이용하기 보다는 해외주식에 직접투자 하는 것이 과세 측면에서 유리하다. 이러한 금융상품 간 과세체계의 형평성 문제는 상대적으로 정보 열위에 있는 개인투자자를 간접투자 상품으로부터 멀어지게 만드는 요인으로 작용하였다.

3) 국내 자산운용회사의 해외투자 역량 부족

개인 및 기관투자자의 해외투자 필요성은 점증하고 있는데 비하여, 그 기회를 국내 자산운용회사가 충분히 활용하지 못하는 데는 국내 자산운용회사의 해외투자 역량 자체가 부족한 것이 근본적인 원인이다. 앞서 언급한 바와 같이, 해외투자에 대한 자산운용회사 내부의 의지와 실행 노력이 소수의 대형 자산운용회사에만 집중되어 있으며, 그나마 해외투자를 실행하고 있는 대형 자산운용회사의 경우에도 운용유형의 편중(style drift) 또는 글로벌 펀드의 지역적 편중, 수익률 공시에서 나타나는 생존편의(survivorship bias)의 문제 등으로 인하여 해외투자펀드에

24) 보다 자세한 내용은 이상엽(2013)을 참조하기 바란다.

25) 반면 역외 설정 주식형 ETF의 경우에는 직접투자와 동일하게 매매차익에 대하여 양도소득세가 부과되므로 금융소득종합과세에서 제외된다.

대한 개인투자자의 투자신뢰가 크게 저하되어 있는 상황이다.

가) 해외투자펀드의 지역적 편중 현상

2008년 글로벌 금융위기 당시 전체 해외주식형펀드의 지역별 비중을 살펴보면, 65%가 중국을 포함한 아시아 지역에 집중되고 있었다. 동일 시점에 대표적 글로벌 시장지수인 MSCI All Country Index에서 일본을 포함한 아시아 지역 비중이 18.6% 수준임을 감안하면, 이는 시장 중립적(market neutral) 포트폴리오에서 46.4%p나 초과(over weight)하여 대단히 높은 액티브위험(active risk)을 부담하고 있는 상황으로 해석될 수 있다. 반면 글로벌 시장의 절반 정도를 차지하고 있는 미국에 대해서는 12.6% 비중으로 36.6%p 미달(under weight)하고 있다. 글로벌 벤치마크의 지역별 구성비와 큰 괴리를 보이는 이러한 지역배분(region allocation)은 그 자체로 커다란 위험요인이 된다.

〈표 II-4〉 지역별 비중과 글로벌 시장지수와의 괴리

	2008년			2014년		
	실제비중	시장지수	차이	실제비중	시장지수	차이
아시아	65.0%	18.6%	+46.4%p	27.0%	16.9%	+10.1%p
미국	12.6%	49.2%	-36.6%p	35.4%	56.8%	-21.4%p
유럽	7.2%	28.8%	-21.6%p	25.2%	23.4%	+1.8%p

주 : 시장지수는 MSCI All Country Index ex Korea
 자료: MSCI

글로벌 금융위기를 지나면서 전체 해외투자펀드에서 차지하는 아시아 지역 비중은 2014년말 기준으로 27% 수준까지 급감하였다. 이는 금융위기 이후 지속된 유럽발 재정위기 등 국제적 위기의 상시화로 인하여

신흥시장의 위험이 증가된 반면, 미국을 중심으로 하는 선진국 시장은 상대적으로 빠른 회복세를 보였기 때문이다. 그럼에도 불구하고 시장중립적 포트폴리오와 비교하면 여전히 10%p 이상 높은 비중이 유지되고 있다. 2008년 13% 수준이던 미국 투자 비중은 2014년에는 35%까지 확대되어 시장 비중과의 격차를 많이 줄였으며, 유럽에 대한 투자 비중은 25%로 시장 비중과 거의 유사한 수준을 기록하고 있다. 이러한 지역별 쏠림 과정에서 특정 지역에만 투자를 집중하는 개인투자자의 경우 원금 손실을 빈번히 감수해야만 했다. 특히 중국 및 아시아 지역에 편중되게 투자했던 개인은 커다란 손실을 감수해야 했다.

지역별 쏠림에 따른 개인투자자의 투자 행태 변화와 이로 인한 손실 정도를 가늠하기 위하여 (주제로인에서 제공하는 펀드 단위 자료를 이용하여 동일 기간 동안 지역 유형별 해외주식형펀드의 평균 수익성과를 비교해 보았다.

〈표 II-5〉 지역유형별 해외주식형펀드의 수익성과

(2008년)

지역유형	총액(개, 억원)			연평균(억원, %)		
	펀드수	설정액	순자산	설정액	순자산	수익률
북미	10	224.9	126.8	22.5	12.7	-45.6
아시아	359	333,484.7	172,557.3	928.9	3,270.9	-52.7
유럽	62	7,854.8	4,522.5	126.7	72.9	-40.2

(2014년)

지역유형	총액(개, 억원)			연평균(억원, %)			
	펀드수	설정액	순자산	설정액	순자산	수익률	위험
북미	115	3,917.8	4,468.7	34.1	38.9	14.2	11.5
아시아	985	96,077.2	90,791.4	97.5	92.2	13.7	34.4
유럽	96	6,633.5	6,543.9	69.1	68.2	6.0	14.6

자료: (주)제로인

<표 II-5>에서 확인할 수 있듯이, 2008년 글로벌 금융위기 당시 모든 주식형펀드에서 큰 손실이 발생하였으나, 그 중에서도 당시 국내 개인투자자가 집중하고 있던 아시아 지역의 수익률이 -52.7%로 가장 낮음을 알 수 있다. 금융위기의 진앙지가 미국이었음에도 불구하고, 그 여파는 아시아 신흥국에서 보다 크게 나타났기 때문이다. 해외투자펀드의 지역별 쏠림 현상은 상대적으로 정보 열위에 있으며, 투자개시 시점이 후행적인 개인투자자의 투자손실로 연결되는 경우가 빈번하다.

2014년말 시점에는 유럽에 대한 투자 비중이 시장 포트폴리오를 상회할 정도로 크게 증가하였는데, 이번에는 유럽 지역이 6% 수준의 낮은 수익성과를 시현하게 된다. 동 기간 미국(북미) 펀드의 평균 수익률이 14%를 넘어서고 있음을 감안한다면, 당시 유럽 지역에 대한 투자는 커다란 기회비용 손실을 의미하는 것이다. 개인투자자의 이러한 투자행태는 결과적으로 간접투자기구를 통한 해외투자 자체의 투자신뢰를 저하시키는 요인이 된다. 투자손실을 경험한 개인은 완전히 그 시장을 떠나거나, 비자발적 장기투자자로 남아 주가지수가 회복기에 접어들 때 특정 지수대에서 환매세를 형성하게 된다. 이는 투자자와 시장 모두에게 있어 결코 바람직한 투자관행이 아니다.

나) 안정적인 중위험-중수익 구조 상품에 대한 경쟁력 미비

글로벌 금융위기 이후 국내 개인투자자의 투자성향이 중위험-중수익 구조의 안정적 투자와 고위험-고수익 구조의 투기적 투자로 이원화되고 있음을 감안할 때, 국내 자산운용회사는 특히 안정적 투자성향의 중위험-중수익 구조 상품 설계에 있어 글로벌 자산운용회사에 비해 경쟁력을 확보하지 못하고 있는 것으로 평가된다.

지역 또는 국가에 대한 정보를 포함하여 투자자산군(asset class)에

대한 이해와 같은 해외투자 전반에 걸친 투자정보가 절대적으로 부족한 개인투자자에 있어서 동적으로 적절히 분산된 멀티에셋펀드 또는 재간접펀드 등은 충분히 매력적인 투자 수단으로 기능할 수 있다. 하지만 글로벌 자산운용회사에 비해 규모 면에서 영세하고, 해외투자 경험이 일천한 국내 자산운용회사에 있어 글로벌 최적 포트폴리오를 동적으로 조정하기 위한 운용 역량 및 시스템을 단기간 내에 구축하기는 현실적으로 어려운 일이다. 해외투자의 선두주자인 미래에셋자산운용에서도 인사이트펀드라는 이름으로 이러한 시도를 하였으나, 결과적으로 해외투자에 대한 투자자신뢰를 오히려 악화시켰을 뿐이다.

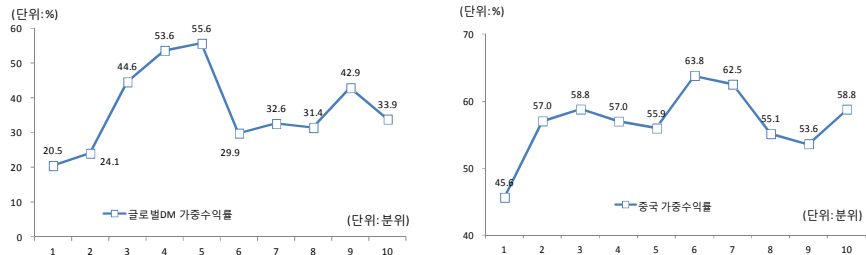
그럼에도 불구하고, 인구고령화에 따른 저성장 국면에서 개인투자자의 중위험-중수익 상품에 대한 선호는 향후에도 지속될 것으로 예상되며, 따라서 이러한 요구를 충족시킬 수 있는 펀드 상품을 제공하기 위한 업계 차원의 노력이 보다 강화될 필요가 있다.

다) 수익률 공시에서 나타나는 생존편의(survivorship bias)의 문제

금융위기를 지나면서 해외투자펀드 규모가 계속해서 축소되고 있는 상황에서, 앞서 언급한 바와 같이 해외투자펀드의 숫자는 단조적으로 증가하고 있다. 인기 펀드 또는 대표 펀드의 영향으로 대형 펀드로의쏠림 현상은 가속화 되고 있음을 감안할 때, 전체 투자 규모가 축소되고 있음에도 불구하고 펀드 숫자가 지속적으로 증가하는 현상은 성과 저조 펀드의 자투리화로 해석하는 것이 바람직할 것이다.

국내펀드에서도 마찬가지로, 해외투자펀드에 있어 초기 흥행에 실패한 펀드는 자투리펀드로 남아 관리의 사각지대에 놓이게 된다. 펀드 규모와 펀드의 운용성과 간에 반드시 선형적인 비례관계가 존재하는 것은 아니지만, 특정 규모 이하의 자투리펀드의 경우 수익률 관리가 되지 않는 경우가 빈번하다.

〈그림 II-12〉 10분위 운용 규모별 수익률 분포
 (글로벌 선진국 유형) (중국 지역 유형)



주 : 2009년말 순자산총액 기준
 자료: (주)제로인

<그림 II-12>는 글로벌 선진국 유형과 중국 지역 유형 해외주식형펀드를 운용규모에 따라 10개 그룹으로 분류하여 각 분위별 평균 수익률을 측정한 것이다. 1분위가 운용규모가 가장 작은 집단으로, 2009년말 기준으로 펀드 당 평균 순자산총액은 3,044만원에 불과하였다.²⁶⁾ 운용규모와 펀드성과 간에 선형적인 비례관계는 크지 않지만, 그럼에도 불구하고 초소형 펀드의 성과가 저조한 양상은 분명히 드러난다. 이는 글로벌 지수를 추종하는(global mandate) 펀드뿐만 아니라, 특정 지역 유형에서도 동일하게 나타난다. 예를 들면, 중국 지역 유형으로 설정된 펀드에 대한 분석에서도 역시 유사한 결과를 보이고 있다. 중국 지역 유형에서 1분위 그룹의 평균 순자산총액은 2,529만원에 불과하다.

성과 공시에 관한 국제 표준인 GIPS²⁷⁾ 제도가 제대로 정착되지 않은

26) (주)제로인 자료를 이용하였으며, 글로벌 선진국 유형 펀드 전체의 평균 순자산총액은 61억원 수준이다.

27) GIPS는 자산운용 성과 공시에 관련된 국제표준 중 하나이다. 개별 펀드 단위가 아닌 컴포지트(composite) 단위로 수익성과를 공시함으로써, 취사선택(cherry picking)에 의한 수익률 왜곡을 완화하여 성과간의 공정한 비교(apple to apple comparison)를 목적으로 한다.

국내 상황에서, 지금과 같이 펀드 단위의 운용성과만을 제시하는 관행 하에서는 굳이 운용 실패로 인해 양산된 자투리펀드를 운용회사 차원에서 이를 적극적으로 정리할 유인이 없는 것이다. 국내 자산운용회사의 이러한 관행은 특히 최근 들어 장기투자를 염두에 두고 있는 개인투자자에게 있어 직접적인 투자실패 저하로 연결된다.

다. 공모펀드를 통한 해외투자 확대의 정책 과제

1) 해외투자펀드의 과세체계 개편

정부는 해외투자펀드의 활성화를 위하여 해외주식형펀드에서 매매차익 및 환차익에 대한 비과세 혜택을 제공하는 방안을 마련하여 2016년부터 시행할 계획인 것으로 알려져 있다. 글로벌 금융위기 이전 정부는 외환관리 차원에서 해외투자펀드에 대한 세금 인센티브를 한시적으로 제공한 사례가 있다. 2007년부터 2009년말까지 3년 동안 한시적으로 해외주식형펀드에서 발생하는 매매 및 평가차익(자본이득)에 대하여 비과세 혜택을 제공한 부분이다. 당시 환차익에 대해서는 별도의 비과세 혜택이 제공되지 않았었다.

당시 매매 및 평가 차익에 대해서만 비과세함에 따라 원화로 환산되는 펀드 전체 수익률에는 손실이 발생하였음에도 불구하고 환차익에 대한 과세로 인하여 투자자가 세금을 부과해야 하는 상황이 발생하였다. 또한 펀드 존속기간 중 3년 동안에만 비과세가 적용되고 특례기간 종료 후인 2009년말 시점부터 다시 과세로 전환됨에 따라 가입시점에 비해 손실이 발생한 개인에 대해서도 세금이 부과되는 불합리한 상황이 발생하였다.

주식의 매매 및 평가 차익에 대해 과세하지 않는 국내투자펀드에

비해 불합리한 과세체제로 인하여 해외투자펀드에 대한 투자자 신뢰가 크게 하락하였으며, 이는 글로벌 금융위기 이후 개인의 안전자산 선호와 맞물려 주식형펀드의 투자를 크게 위축시키는 결과를 초래하였다. 특히 금융소득종합과세에 민감한 HNWI의 투자성향에 큰 영향을 미친 것으로 파악된다.

〈표 II-6〉 2007년과 2015년 세제지원방안 비교

		2007년	2015년(안)
소득 종류	매매 및 평가차익	비과세	비과세
	환차익	과세	비과세
비과세 소득 발생기간		2007년 6월~2009년 12월	도입 이후부터 가입한 펀드 중 운용기간 최대 10년까지
대상펀드		· 기존펀드 포함 · 가입기간 제한 없으나 비과세기간 제한	· 기존펀드 포함으로 변경 · 가입기간 제한은 도입 후 2년 안에 가입한 펀드에 한함
납입한도		제한없음	3천만원

자료: 기획재정부

이에 따라 정부는 2016년부터 한시적으로 해외투자펀드 중 주식형펀드에 대해 매매 및 평가차익과 환차익에 대해 비과세 혜택을 제공할 예정이다. 금번 세제지원 방안을 보면 비과세 소득 발생기간은 운용기간 최대 10년으로 2016년부터 2017년까지 가입한 경우²⁸⁾에 한해 납입한도 3,000만원 내에서 세제혜택을 지원할 방침인 것으로 알려져 있다. 기획재정부의 최초 발표²⁹⁾에는 신규 결성된 펀드에만 비과세 혜택을 제공하는

28) 정확한 해외투자펀드 가입 기간은 2016년 1월 1일 ~ 2017년 12월 31일로 입법예고 되어 있다.

29) 기획재정부는 2015년 6월 29일, '해외투자 활성화 방안'을 최초 발표하였으며, 이후 2015년 8월 7일, '조세특례제한법 일부개정법률안'을 입법예고 하였다(기획재정부 공고 제2015-134호).

것으로 하였으나, 입법예고 이후 기존 펀드에 대한 차별 대우 및 이에 따른 펀드런 발생 우려가 제기됨에 따라 비과세 대상을 추가 확대하는 방안으로 조세특례제한법 일부개정법률안을 발의하였다.³⁰⁾

정부는 해외투자 활성화를 위한 과세체계 개편으로 전체 해외투자 규모가 연간 150억달러 수준으로 증가할 것으로 기대하고 있으며, 이 중에서 해외주식형펀드에 대한 세제혜택 등으로 연기금과 개인의 해외투자 확대가 예상됨에 따라 해외증권투자가 100억달러 내외 증가할 것으로 기대하고 있다. 하지만 그럼에도 불구하고, 본 대책의 배경이 본질적으로 해외증권투자의 확대라기보다는 불황형 흑자로 인한 원화강세를 완화하기 위함이므로, 잠재적인 투자 주체로 기대되는 HNWI에게 있어서는 투자한도 3,000만원이 너무 낮은 측면이 있다. 따라서 실질적인 해외증권투자 활성화를 위해서는 한도금액을 상향 조정하는 방안도 검토될 필요가 있다.

그럼에도 불구하고, 해외주식투자에 대한 이러한 비과세 혜택이 직접투자가 아닌 펀드에만 제공됨에 따라 전문지식이나 시장정보가 부족한 개인투자자들이 간접투자기구를 보다 적극적으로 이용하는 계기가 될 수 있을 것으로 기대한다. 간접투자기구에 대한 개인의 투자 활성화는 결국 금융산업 전반의 질적인 발전으로 연결될 수 있을 것이다.

2) 외화 기준 가격 펀드의 공시 업무 개선

국내에서 설정되는 해외투자펀드는 자산의 운용이 외화를 기준으로 이루어지며, 그에 따른 기준가격 역시 외화로 표시된다. 이렇듯 집합투자증권의 매수, 환매 및 그 집합투자재산의 운용이 외화를 기준으로

30) 2015년 9월 11일, 의안번호 16821호를 참조하기 바라며, 2015년 10월말 현재 본 개정안은 기획재정부가 정부안으로 국회 입법예고를 거쳐 위원회 심사단계에 계류중이다.

이루어지며, 기준가격이 외화로 표시되는 펀드를 '외화표시기준가격펀드'라고 한다. 이러한 외화표시기준가격펀드를 공모 형태로 설정 및 운영하는 경우 일반 공모펀드에 적용되는 자본시장법상의 공시 의무가 동일하게 발생하게 된다. 현행 자본시장법 상에서는 집합투자재산 관련 재무정보를 포함하는 공시 보고서로 정기공시 보고서 9개와 수시공시 보고서 6개를 규정하고 있다.

현재 자본시장법 상에서는 이러한 공시보고서를 작성함에 있어 자산별 평가액 및 부채액, 순자산 정보와 같은 각종 재무정보 및 기준가격을 표시하는 통화기준이 별도로 제약되고 있지는 않다. 따라서 외화표시기준가격펀드에 대하여 외화를 기준으로 공시보고서를 작성하는 것 자체가 법적으로 금지되어 있는 것은 아니다. 하지만 그 하위 단의 각종 규정에서 원화 기준의 서식만을 제공하고 있어 실무적인 어려움이 가중되고 있는 상황이다. 현재 공시 보고서의 서식을 규정하고 있는 금융투자업규정 및 협회규정 등이 원화를 기준으로 정하고 있어, 향후 외화기준 서식의 추가 또는 기존 서식의 개정이 필요한 상황이다.

3) 해외투자펀드에 대한 일시적인 금전차입 허용 조건 완화

복수의 외화표시 자산에 투자하는 해외투자펀드의 경우 자산운용 및 결제 과정에서 불가피하게 자금의 불일치 상황이 발생하게 되며, 이 경우 펀드 총 현금잔액이 양(+)의 잔고임에도 불구하고, 특정 통화의 현금잔액은 일시적으로 음(-)의 잔고가 될 수 있다. 이러한 상황에 대하여 국제 관행은 해외자산의 운용 및 결제 과정에서 불가피하게 발생하는 일시적인 현금부족은 차입방식으로 관련 수탁은행이 대납 후 이자를 부과하는 방식을 취하고 있다.

하지만 우리의 경우 자본시장법 상에 집합투자기구의 금전차입 제한으로 인하여 이러한 국제관행을 따를 수 없는 제약이 있다. 이러한 제약

요인을 제거하기 위해서는 자본시장법 상의 금전차입 제한 규정에 대한 예외조항으로 '집합투자재산을 외화자산으로 운용하는 경우 운용 및 결제 과정에서 일시적으로 금전의 차입이 불가피한 경우'를 추가하는 방안을 강구할 필요가 있다.

이와 관련하여 정부는 우선 해외투자 공모펀드부터 전체 운용규모의 5% 한도 내에서 펀드의 금전차입을 허용하는 방안을 2015년 3월 입법 예고하였다. 본 자본시장법 일부개정안은 2015년 10월 25일부터 시행되고 있으며, 실제 시행세칙에서는 한도를 10%로 상향 조정하였다. 향후 자산배분펀드와 같은 종합자산관리서비스가 강화되는 상황을 감안할 때, 펀드 내의 단기자금 및 차입규모는 보다 확대될 가능성이 있으며, 따라서 이러한 상황 변화에 맞춰 보다 탄력적인 규제 완화가 요구되는 부분이다.

라. 개인 해외투자 확대를 위한 자산운용회사의 역량 강화

이상 논의한 개인투자자의 해외투자 확대를 위한 감독당국의 정책 과제에 앞서 자산운용회사 스스로의 해외투자 역량 강화를 위한 전사적 노력이 선행되어야 할 것이다. 최근 들어 국내 자산운용업계의 글로벌 진출이 화두로 대두되고 있으나, 개별 자산운용회사의 실상을 살펴보면 몇몇 대형 자산운용회사를 제외하고는 해외투자 확대 및 글로벌 시장 진출에 대한 실질적인 의지나 노력이 가시적이지 않은 상황이다.

이는 자산운용산업의 국제화가 소수 대형 자산운용회사의 관심 사항일 뿐, 대부분의 중소형 자산운용회사는 국내 사업에서 창출되는 높은 자기자본이익률에 안주하여 해외 진출의 실질적인 필요성이 크지 않기 때문인 것으로 보인다. 하지만 분명한 사실은, 해외투자 활성화를 위한 정부 차원의 정책적 배려나 동반진출을 위한 기관투자자의 우호적 배려

등은 모두 자산운용회사 스스로의 해외진출 의지와 노력을 전제로 한다는 점이다. 특히 최고이사결정자의 확고한 의지가 중요하다.

해외주식형펀드와 같은 간접투자기구를 통하여 개인이 해외투자를 확대하는데 있어 가장 중요한 요인은 펀드를 운용하는 자산운용회사의 해외 부문 투자역량에 대한 신뢰확보이다. 미국발 금융위기 및 유럽발 재정위기, 중국 경제의 경착륙에 대한 우려 등 글로벌 금융시장은 '위기의 상시화'라는 표현이 만들어질 정도로 변동성이 증폭되고 있으며, 이로 인한 반복적인 손실경험으로 인하여 다수의 개인투자자들은 해외투자 자체에 대한 트라우마가 있다. 이러한 심리적 저항을 극복하고 투자를 개시하기 위해서는 상당 기간 동안 자산운용회사의 안정적인 투자역량이 실현수익률로 입증되어야 할 것이다.

1) 운용 인력 및 시스템 강화

자산운용업은 기본적으로 인력과 시스템의 경쟁이다. 앞서 논의한 효율적 포트폴리오 구축, 합리적인 지역별 배분 등의 조건을 만족시키기 위해서는 업력이 축적된 우수인력의 확보와, 이들의 활동을 뒷받침해 줄 수 있는 운용시스템의 구축이 필수적이다.

하지만 이들은 모두 막대한 규모의 비용을 수반하게 된다. 따라서 해외투자 운용역량을 강화하기 위해서는 기본적으로 최고경영자의 확고한 의지와 적극적인 지지가 전제되어야만 한다. 인력과 시스템이 일정 수준에 진입한 것으로 평가되는 일부 자산운용회사의 사례를 참고하더라도, 최고경영자의 의지와 지지가 무엇보다 중요함을 확인할 수 있다.

특히 대체투자분야에서는 관련 해외시장에 대한 경험과 지식이 풍부한 전문운용인력을 확보하기가 더 어려운 것으로 알려져 있다. 이는 사적시장(private market)으로서 시장 자체의 규모나 인력 수요가 크지

않을 뿐만 아니라, 투자자와 운용회사 모두에게 있어 아직은 대체투자를 실행하기 시작한 이력이 길지 않기 때문이다. 하지만 최근 들어 일찍부터 대체투자에 관심을 가져 온 공적연기금이나 공제회 등과 같은 공적 운용기관으로부터 양질의 대체투자 인력이 민간 시장으로 활발히 공급되고 있는 상황이다.

2) 종합 자산관리 서비스의 강화

개인투자자 입장에서 해외투자를 강화해야 하는 목적은 저성장·저금리 상황에 대응하는 수익률 제고 외에 분산투자 효과를 확대하기 위함 또한 크다. 기관투자자에 비해 정보획득의 어려움이 큰 개인투자자에게 있어서, 다양한 국가나 투자자산에 대한 선택을 스스로의 책임으로 돌리는 것은 한계가 있다. 따라서 자산운용회사 차원에서 지역별로, 그리고 자산별로 잘 분산된 포트폴리오를 구축해주기 위한 노력이 무엇보다 중요하다.

이는 글로벌 자산운용회사에서 이른바 종합자산관리 또는 자산배분형펀드 등으로 제공되는 서비스로 해석할 수 있다. 국내 자산운용업계는 글로벌자산배분(Global Tactical Asset Allocation: GTAA)를 포함하여 이러한 종합자산관리 업무에 대한 역량이 현저히 부족한 상황으로, 향후 국내시장에 개방되는 경우 이 부분에 대한 시장잠식이 가장 클 것으로 판단된다.

이 부분에 대한 도전과 경쟁은 외국계 회사뿐만 아니라, 국내 증권업계와의 경쟁도 가열될 것으로 전망된다. 왜냐하면 국내 증권회사 역시 수익 다변화의 관점에서 랩(warp)으로 대표되는 종합자산관리서비스를 새로운 수익원으로 설정하고 있기 때문이다.³¹⁾

31) 예를 들어, 최근 국내 공적기금을 중심으로 외부 위탁운용의 형태를 일종의 재간접투자기구 방식으로 변경하려는 움직임이 활발하다. 이른바 주관

3) 글로벌 표준(global standard)의 도입

투자자 신뢰 제고의 또 다른 한 축은 펀드 운용성과에 대한 객관적이고 합리적인 공시라고 할 수 있다. 개인투자자의 경우 운용회사가 제시하는 과거 운용성과를 포함하여 각종 펀드평가 기구에서 제시하는 상위 운용 펀드 정보를 바탕으로 투자상품을 선택하게 된다. 하지만 해외투자펀드의 경우 이러한 정보의 신뢰도가 그리 높지 않은 편이다.

해외투자펀드를 포함하여 국내펀드의 고질적인 병폐 중 하나가 체리 피킹(cherry picking)으로 인한 펀드 간 성과 비교의 어려움이라 하겠다. 그로 인하여 성과가 저조한 펀드를 사장시키고 계속해서 새로운 펀드를 양산해 내는 불합리한 관행이 되풀이 되고 있는 것이다.

국내 자산운용회사의 글로벌 진출을 위해서는 투자성과공시에 관한 국제기준인 GIPS 제도를 확립할 필요가 있다. GIPS가 비록 미국 CFA협회라는 민간 이익단체의 상품이기는 하나, 그럼에도 불구하고 미주 지역을 포함하여 글로벌 마켓에서 하나의 표준으로 자리 잡고 있는 만큼, 효과적인 글로벌 진출을 위해서는 운용성과 공시에 있어 GIPS를 준용하고 그 이력을 축적해 가는 노력이 무엇보다 중요할 것으로 판단된다.

4) 홍보 및 투자자 교육 강화

펀드슈퍼마켓과 같은 자율경쟁구도의 판매 채널이 이미 도입되었으며, 조만간 독립투자자문업자 역시 제도화될 것으로 전망된다. 이러한

운용사 체계를 의미한다. 기금운용에 대한 종합자산관리 서비스라 할 수 있는 이러한 주관운용사 체계에서, 효율적인 주관운용사의 주체로 증권회사와 자산운용회사가 경쟁하는 구도가 전개되고 있다. 개인의 해외투자에 대한 종합자산관리 서비스 역시 증권업계와 자산운용업계 간에 각각의 강점과 약점이 있을 것으로 예상된다.

제도 변화는 현재와 같이 경직된 판매 채널에서 벗어나 개별 자산운용 회사별로 보다 창의적이고 적극적인 홍보 활동이 요구됨에 됨을 의미한다. 해외투자펀드의 경우 특히 개인투자자의 정보가 부족한 상황에서, 회사 차원에서 전략적으로 제공하는 홍보 및 교육 기회는 유효한 경쟁 수단이 될 수 있을 것으로 생각된다.

국내투자에 비해 특히 정보부족과 이로 인한 심리적 저항이 큰 해외 투자임을 감안할 때, 투자자교육의 형태로 진행되는 상품 홍보 활동이 보다 주효할 것으로 판단된다. 이를 위해서는 최고경영자의 의지 하에, 장기적이고 지속적인 교육 홍보 활동이 추진되어야만 실질적인 효과가 발생할 수 있다.

3. 기관의 해외투자 확대와 자산운용회사의 동반성장

초고령화 사회의 진입과 경제 성장에 따른 복지 수요의 증가는 국가 경제적으로 연금 자산의 급격한 증가를 의미한다. 우리나라도 국민연금으로 대표되는 공적연금의 증가, 각종 공제회 자산의 확대, 국부펀드의 강화 등으로 인하여 연금 자산의 확대가 가시적이며, 이로 인한 자산 운용산업의 구도가 재편되고 있는 양상이다.

본 절에서는 이러한 기관투자자의 운용자산 규모 확대와, 특히 해외투자를 확대하고자 하는 최근 동향을 조망하고, 이로부터 국내 자산운용회사들의 글로벌 진출에 있어 합리적인 동반성장 방안을 강구해 보고자 한다. 이를 위하여 국민연금을 포함한 공적연기금의 자산규모 및 해외투자 현황을 살펴보고, 특히 해외투자를 집행함에 있어 운용수단을 직접운용과 위탁운용으로 분류하여 분석하였다. 국내 자산운용회사의 동반성장을

위해서는 외부로 위탁운동되는 부분이 중요하며, 이에 대한 운용사 선정 기준 및 활용 현황으로부터 국내 자산운용회사가 기여할 수 있는 합리적 정책방안을 도출할 수 있기 때문이다.

공적연금으로서는 국민연금기금과 공무원연금기금, 그리고 사립학교교직원연금기금을 살펴보고, 최근 들어 그 중요성이 강조되고 있는 공제회 기금으로서는 한국교직원공제회의 해외투자를 살펴보았다. 마지막으로 우리나라의 대표적 국부펀드인 한국투자공사(KIC)의 사례를 검토하였다.

가. 기관투자자의 해외투자 및 위탁운동 현황

1) 국민연금기금

가) 해외투자 현황

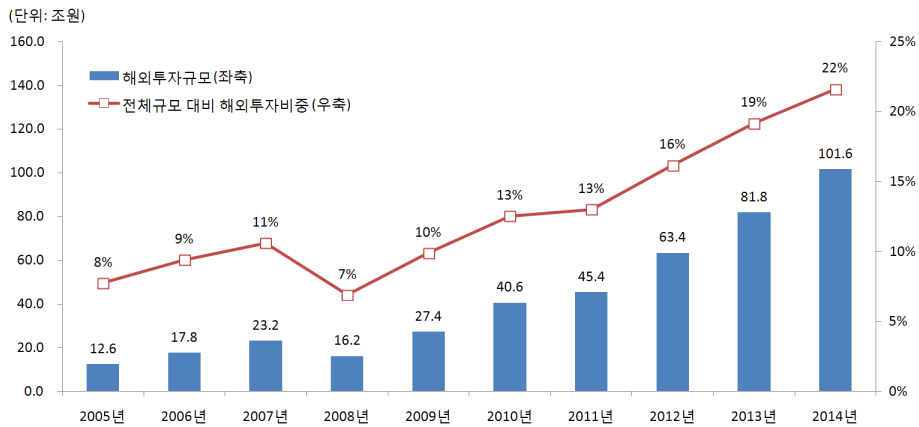
국민연금기금의 해외투자는 2008년 금융위기를 제외하고 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 한국은행과의 통화스왑을 통해 시작된 국민연금기금의 해외투자는 투자 초기에는 선진국(미국) 국채 위주의 투자에서 최근에는 주식 및 대체투자의 비중을 적극적으로 확대하고 있다. 2005년에 전체 적립금 대비 8% 수준이었던 국민연금기금의 해외투자비중은 2010년에는 10%를 넘어서고, 금액으로는 2014년말 기준으로 101.6조원을 상회하여 전체 적립금 대비 22%의 비중을 차지하고 있다.

지난 2014년말 보건복지부는 국민연금기금의 해외투자에 대한 종합 전략을 수립하였는데, 이에 따르면 2019년까지 기금의 해외투자를 전체 적립금 규모 대비 25%까지 높이는 것을 목표로 하고 있다.³²⁾ 이러한 적극적인 해외투자 확대는 국민연금기금이 국내시장에서 차지하는 비중이

32) 해외투자종합기획단의 연구 결과에 대한 자세한 내용은 보건복지부(2014)를 참조하기 바란다.

과도하고, 국내시장 집중에 따른 운용위험 및 자산 유동화 단계에서의 급격한 시장붕괴(melting down) 위험 등을 고려할 때 지금보다 적극적인 글로벌 분산투자가 필요하다는 판단에서이다.

(그림 II-13) 국민연금기금 해외투자 규모 및 비중 추이



자료: 국민연금공단 홈페이지

해외투자 세부자산군은 해외주식 및 해외채권 같은 전통적 투자와 해외부동산 및 PEF 등의 해외대체투자로 구성되어 있다. 해외주식 부문은 직접-위탁 등 관리방식에 따른 단순 전략에서 벗어나 선진국(DM) 및 신흥국(EM) 자산 간의 수익-위험 특성에 따른 전략적 접근을 모색하고 있다. 기본적으로 직접운용에 의한 패시브운용을 중심으로 해외투자를 확대해 나갈 계획이다. 해외채권은 국공채 등 안정성, 유동성 높은 채권에 투자하는 코어(core) 전략과 신흥국, 회사채 등 신용위험에 바탕으로 고수익을 추구하는 크레딧(credit) 전략을 병행하는 것을 원칙으로 한다. 해외대체투자는 자산별로는 부동산(59%)에, 지역적으로는 북미·유럽(63%)에 집중되어 있는 현행 투자 포트폴리오를 다변화하는 것이 당면

과제이다. 또한 대체투자자의 지속적인 목표 비중 미달 문제를 해소하기 위하여 새로운 보완 자산군 도입을 검토하고 있다. 대표적으로 중위험-중수익 특성을 갖는 헤지펀드의 신규 도입을 추진 중에 있다.

〈표 II-7〉 국민연금기금 해외투자 자산군별 운용 규모

(단위: 억원)

연도	해외채권(A)		해외주식(B)		해외대체(C)	해외투자(A+B+C)	적립금 총액
	직접	위탁	직접	위탁			
2005	116,416	3,195	-	6,814	-	126,425	1,633,509
2010	68,534	64,350	24,525	174,628	74,434	406,471	3,235,975
2014	88,840	117,027	116,912	449,045	244,635	1,016,459	4,700,000

주 : 해외대체투자자는 전액 위탁운용
 자료: 국민연금기금 성과평가 보고서

지난 10년 동안 국민연금기금 해외투자의 수익성 성과를 살펴보면, 글로벌 금융위기 등의 영향으로 인하여 상대적으로 위험자산의 비중이 높은 해외투자 수익률이 아직까지는 만족스럽지 않은 수준인 것으로 파악된다. 지난 10년 동안 해외투자 자산의 연평균 수익률은 4.92%로 채권 비중이 압도적인 기금 전체 포트폴리오의 총수익률 5.77%보다 낮은 수준이기 때문이다.

하지만 최근 5년 동안의 중기 성과를 살펴보면 국민연금기금의 위험자산 위주의 해외투자를 확대해야 할 당위성은 충분하다. 최근 5년 동안 해외투자 전체의 연평균 수익률은 8.93%로 5.83%인 기금 전체 수익률을 크게 앞서고 있기 때문이다. 위탁운용 비중을 크게 확대하고 있는 해외채권 역시 최근 5년 연평균 수익률은 위탁운용이 직접운용을 크게 앞서고 있다. 국민연금의 위탁운용 비중은 기금운용위원회 차원의 전략적 목표에 의해 설정된다.

〈표 II-8〉 국민연금기금 해외투자 수익률

	해외채권		해외주식		해외대체	해외투자	총수익률
	직접	위탁	직접	위탁			
2014년	9.49%	9.03%	10.23%	8.57%	15.29%	10.51%	5.25%
5년 평균	6.37%	6.77%	9.41%	8.60%	9.66%	8.93%	5.83%
10년 평균	5.08%	4.75%	7.87%	2.69%	5.89%	4.92%	5.77%

자료: 국민연금기금 성과평가 보고서

나) 직접운용 및 외부 위탁운용

국민연금은 기금운용에 있어 직접운용과 위탁운용을 병행하고 있으며, 해외투자의 경우 위탁운용 규모가 직접운용보다 압도적으로 크다. 국민연금기금의 위탁운용은 외부운용사의 전문성 활용이라는 관점에서 위험분산 및 수익률 제고를 목적으로 한다.

〈표 II-9〉 국민연금기금 자산군별 위탁운용 범위

자산군	국내주식	국내채권	해외주식	해외채권	대체투자
목표범위(%)	45~65	10~14	70~90	50~70	65~95

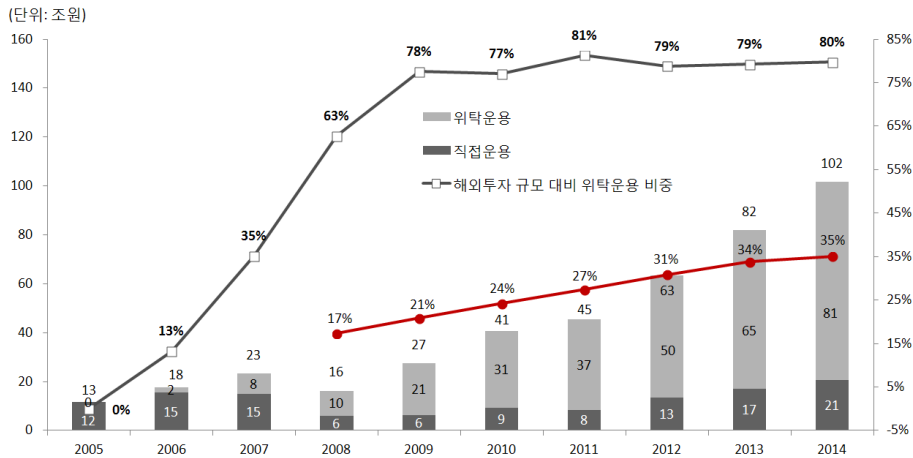
자료: 보건복지부(2014.12)

기금은 중장기적 관점에서 최고의사결정기구인 기금운용위원회에서 설정하는 위탁운용 목표 비중 범위 내에서 기금운용본부가 전술적으로 위탁운용 규모를 결정하는 체계를 갖추고 있다. 최근 설정된 해외채권과 해외주식, 해외대체투자의 자산규모 대비 목표 위탁 비중은 <표 II-9>와 같다.³³⁾

33) 2014년도에 작성된 2015~2019년 중장기 자산배분 계획을 기준으로 작성되었다.

기금운용위원회 차원의 이러한 전략적 노력을 바탕으로 해외투자 전체에서 위탁운용이 차지하는 비중은 2005년말 13%에서 2014년말에는 80%까지 빠르게 증가하였다. 기금 전체의 위탁운용 비중이 35% 수준임을 감안한다면, 해외투자에서 위탁운용의 중요성이 매우 높음을 알 수 있다. 해외투자 위탁운용의 이러한 추세는 향후 보다 강화될 것으로 전망된다. 왜냐하면 해외투자에서 특히 강조되고 있는 대체투자의 경우 자산의 성격 상 전액 위탁의 형태로 운용되고 있기 때문이다.

〈그림 II-14〉 국민연금기금 해외투자 직접운용과 위탁운용 추이



주 : 해외대체투자는 전액 위탁운용(2014 국민연금 연차보고서 p42 참조)
 자료: 국민연금기금 성과평가 보고서

다) 해외 위탁운용사 선정 및 관리

해외투자에 있어 국민연금기금은 전통적자산과 대체투자에 대해 상이한 위탁운용사 선정체계를 갖추고 있다. 해외주식과 채권의 경우 제안하는 위탁유형에 대해 최소 2년 이상의 운용업력과 제안상품에 대한

미달러 기준 1억달러 이상의 운용규모를 확보하여야 최소한의 지원자격이 부여된다. 즉 과거 운용성과(track record) 제시에 있어 위탁운용 계획상 지원하고자 하는 운용유형과 동일하거나 유사한 상품에 대한 운용업력으로 제한되는 것이다.³⁴⁾

〈표 II-10〉 국민연금기금 해외 위탁운용사 선정기준

구분		평가내용
1차심사 (제안서)	정량 평가	주식(15) • Performance : 초과수익률, 정보비율, 운용기간
		채권(25) • Performance : 초과수익률, Success Ratio, 운용기간
	정성 평가	주식(85) • Business(10), People(30), Process(30), Fee(10), 기타(5)
		채권(75) • Business(10), People(20), Process(35), 기타(10)
2차심사(구술)	정성평가(100) • Business(10), People(20), Process(60), Service(10)	
계		• 제안서심사(50%) + 구술심사(50%)

자료: 기획재정부 공적기금 성과평가

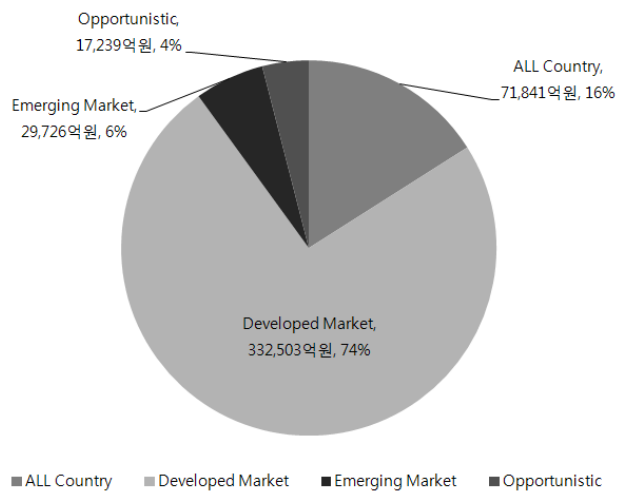
운용사 선정의 일반적인 절차는 제안서 요청서(REF) 발송 → 제안서 심사(정량평가) → 선정위원회를 통한 정성평가 → 투자 집행의 과정을 따르게 된다. 이 과정에서 컨설팅 기관을 통한 1차 후보(short list) 선정 또는 운용사에 대한 평판 조회 등의 과정이 추가될 수 있다. 이러한 외부 컨설팅 기관이 일종의 문지기(gate keeper) 역할을 수행하는 관행은 국민연금기금의 자체적 내부 역량이 축적됨에 따라 점차 축소되는 양상이다.

이러한 평가 기준을 바탕으로 국민연금기금은 2014년말 현재 해외주식 부문에서 44개의 위탁운용사를 선정하고 있다. 선진국 시장(developed market)에 대한 위탁규모가 전체의 74%를 차지하고 있다. 해외주식 부문에 대한 전략적 벤치마크³⁵⁾에 포함된 모든 국가에 투자하는 글로벌(all

34) 국민연금기금의 국내 및 해외 위탁운용사 선정에 관련된 자세한 내용은 공단 홈페이지(http://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_05_01_04.jsp)를 참조하기 바란다.

country) 유형이 16% 규모이며, 국내 자산운용회사가 포함되어 있는 신흥국 시장(emerging market) 유형은 3조원, 6% 규모이다. 이 중에서 국내 자산운용회사로는 해외주식 부문에서 삼성자산운용과 한국투자신탁운용이 중국 본토 A주에 투자하는 지역(regional) 유형에 선정되어 있다.

〈그림 II-15〉 국민연금기금 해외주식 위탁투자 유형



주 : 2014년말 기준
 자료: 국민연금공단 홈페이지

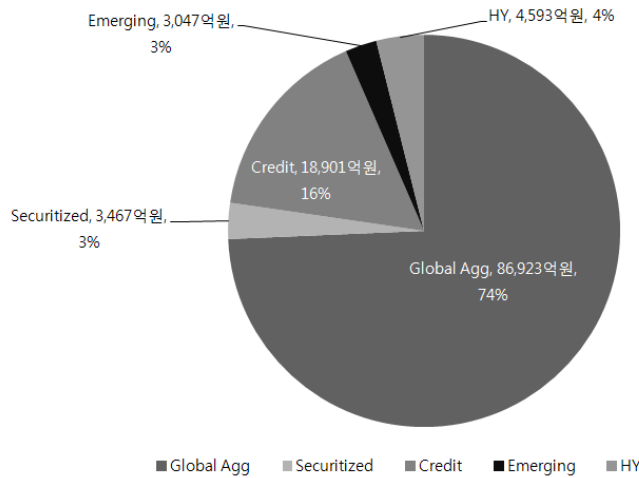
2014년말 기준 해외채권은 총 20개의 글로벌 자산운용회사에서 29개의 펀드로 운용되고 있으며, 운용자산 규모는 11.7조원이다. 해외채권의 경우 아직까지 국내 자산운용회사에서 운용하는 펀드는 없었으며, 글로벌 자산운용회사가 총 5개의 투자유형으로 운용중에 있다. 대표적인 운용유형은 해외채권 부문의 전략적 벤치마크³⁶⁾를 추종하는 글로벌 유형이

35) 해외주식에 대한 벤치마크는 현재 MSCI All Country Index ex Korea로 설정되어 있다.

36) 해외채권의 벤치마크는 현재 Barclays Capital Global Aggregate Index hedge to USD로 설정되어 있다.

8.7조원으로 74%를 차지하고 있으며, 그 외에 별도의 신용물(credit)에 투자하는 유형이 16% 비중이다. 국내 자산운용회사가 상대적인 강점을 확보할 수 있을 것으로 기대되는 신흥국(emerging) 유형은 3% 수준으로 미미한 편이다.

〈그림 II-16〉 국민연금기금 해외채권 위탁투자 유형



주 : 2014년말 기준
 자료: 국민연금공단 홈페이지

대체투자의 경우에는 주식 및 채권과 같은 전통적 투자와는 자산운용의 특성이 상이하기 때문에 위탁운용사의 선정 및 관리 기준 역시 이를 반영하여 별도로 설정되어 있다. 운용사 규모 측면에서는 5억달러 이상, 경력 측면에서는 제안하는 자산 종류를 운용한 경험이 5년 이상이어야 한다.³⁷⁾ 기관투자자의 수탁비율은 총 수탁자산 중 50%를 상회하도록 규정되어 있다. 기타 해외대체의 경우 제안분야에 대한 5년 이상의 운용경험과 5인 이상의 운용인력을 갖추어야 하며, 최초로 위탁펀드를 모집하는

37) 신흥국 시장인 경우에는 자금 규모 3억달러 이상, 운용경력 3년 이상이다.

위탁운용사의 경우 목표모집금액의 최소 2% 이상을 공동출자하여야 한다. 해외대체투자자의 경우에도 전통적투자자와 유사하게 위탁 기간 중에 상시적인 성과평가를 통한 관리 체계를 구축하고 있다. 다만 대체투자 자산의 특성 상 단기 수익률 위주의 성과 관리가 아닌 운용 인력 및 운용 프로세스와 같은 정성적 항목에 대한 평가를 기본으로 하는 차이점이 있다.

해외대체투자 위탁 운용기관의 운용성과를 평가하기 위한 평가 항목은 일반적으로 인력(people), 운용체계(process), 경영안정성(business) 및 수익성과(performance) 등으로 구성되어 있다. 전통적 투자와 동일하게 반기별로 운용성과를 평가한다. 단, 최초 위탁자금 집행 이후 1년이 경과하지 않은 경우, 위탁자금 모집 완료 이후 투자집행기간인 2년이 경과하지 않은 경우 및 기타 의미있는 운용성과의 산출이 어려운 경우에는 평가 유예가 가능하다.

2014년말 기준 해외대체투자 위탁운용 현황을 살펴보면 건수 기준으로 총 193건을 기록하고 있다. 약정액 기준으로는 41.8조원이며, 이 중 집행액은 21.7조원 규모이다. 해외대체투자 위탁운용사와의 계약조건은 해외사모와 해외부동산, 해외인프라 등으로 각각 구분되어 있으며, 운용보수는 세부자산별 통상적인 보수체계 범위 내에서 결정된다. 해외사모는 계약기간이 보통 10~12년이며 운용보수는 관리보수와 성과보수로 구성되어 있다. 해외부동산의 계약기간은 블라인드(blind) 펀드의 경우 통상 투자 10년 내외이며, 프로젝트(project) 투자의 5~10년 사이로 약정된다. 해외인프라는 계약기간이 10~12년이며 사모시장의 운용보수는 대부분 관리보수 외에 별도의 성과보수를 지급하고 있다.

해외대체투자 위탁운용기관 선정에 있어 특징적인 점은 공적연금으로서의 투명성 확보를 위하여 대체투자위원회라는 외부 자문기관을 적극 활용하고 있다는 점이다. 이러한 외부 전문가로 구성된 대체투자

위원회에서 직접적인 투자의사결정을 내리는 체계는 대체투자에서 취약한 투명성 확보라는 측면에서는 긍정적이나, 투자 의사결정으로부터 연유되는 운용 성과에 대해 아무런 책임과 보상이 주어지지 않는 외부 전문가에 의한 의사결정이라는 한계가 있다. 이러한 의사결정 체계로 인하여 국민연금의 대체투자 포트폴리오가 지나치게 안정적이고 보수적인 위험 수익 특성을 띄게 되는 것으로 평가된다.

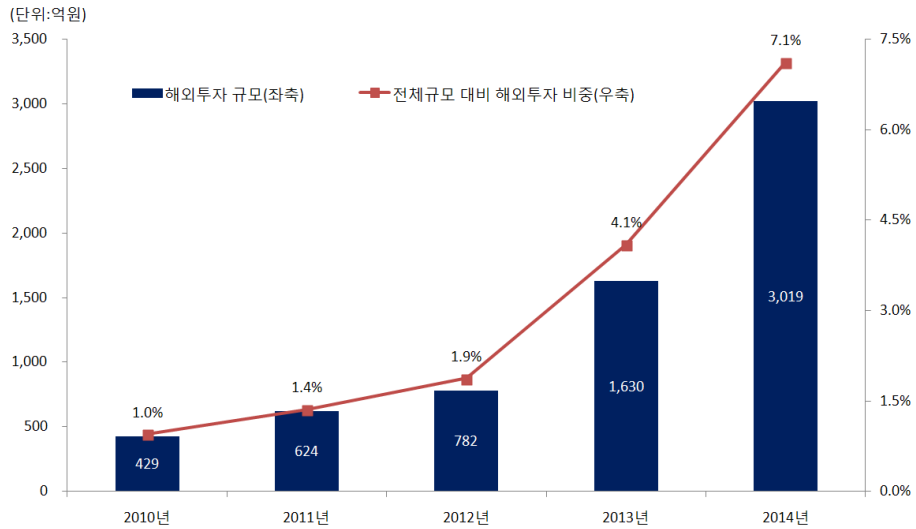
2) 기타 연기금의 해외투자

가) 공무원연금기금

2014년말 기준 공무원연금의 해외투자 규모는 3천억원 수준이며, 이는 전체 기금 규모 대비 7.1%에 달한다. 공무원연금기금은 투자다변화 및 수익률 제고 관점에서 적극적으로 해외투자 비중을 확대하여 2010년 1% 수준에서 최근 5년 동안 공적연기금 중에서 가장 빠른 증가세를 보이고 있다. 2013년 들어 처음으로 해외주식에 대한 위탁운용을 실시하여 일 년 동안 3배 이상 증가하였다.

공무원연금기금은 현재까지 해외투자에 있어 직접투자를 하고 있지 않으며, 모든 해외투자 자산은 위탁운용의 형태로 집행하고 있다. 해외채권은 2010년부터 187억원 규모로 시작하여 현재 688억원 규모로 전체 해외투자 자산의 23%를 차지하고 있다. 2013년부터 투자되기 시작한 해외주식은 역시 외부 운용사에 위탁운용 되고 있으며, 최초 832억원으로 시작하여 2014년말 현재 2,122억원 규모로 전체 해외투자의 70%에 이르고 있다. 해외대체투자의 운용규모는 209억원, 7% 수준으로 아직은 미약한 편이다.

〈그림 II-17〉 공무원연금기금 해외투자 규모 및 비중 추이



자료: 공무원연금공단 홈페이지

전체 공무원연금기금에서 해외투자 비중은 7.1% 수준으로 아직은 그 중요도가 크지 않으나, 기금의 중장기 계획에 의하면 향후 해외투자를 다변화하고 빠르게 규모를 증가시켜 갈 것으로 전망된다. 특히 해외주식의 경우 초기에는 상장지수펀드(ETF) 위주로 투자를 진행하였으나 투자 성과가 만족스럽지 않음에 따라 투자 전략을 변경하여 2015년말까지 4,000억원 규모로 위탁펀드에 간접투자할 것으로 알려져 있다. 공적연기금 중에서 가장 보수적인 투자로 인하여 운용성과가 저조한 문제점을 개선하기 위하여 공무원연금은 수익률 개선을 목표로 2015년까지 해외 주식투자 비중을 8.1%까지 증가시킬 계획이다.³⁸⁾

38) 본 내용은 공무원연금공단이 발표한 해외투자 다변화 계획(서울경제 (2015.5.12))을 참조하였다.

〈표 II-11〉 공무원연금기금 해외투자 자산별 운용 규모

(단위: 억원)

연도	해외채권(A)		해외주식(B)		해외대체 (C)	해외투자 (A+B+C)	총적립금
	직접	위탁	직접	위탁			
2010	-	187	-	-	242	429	45,133
2011	-	403	-	-	221	624	45,748
2012	-	661	-	-	121	782	41,659
2013	-	679	-	832	119	1,630	39,798
2014	-	688	-	2,122	209	3,019	42,397

자료: 공무원연금공단 홈페이지

공무원연금의 위탁운용사 선정기준은 해외주식의 경우 1차로 자본건전성과 운용신뢰도, 운용보수, 운용성과 등에 대해 정량적으로 평가하고, 이를 통과한 운용사에 대해 정성적 기준 하에 2차 평가 후 점수를 합산하여 총점 기준 상위 운용사를 선정하는 체계를 갖추고 있다. 해외채권의 경우에도 주식과 거의 유사한 선정 기준을 갖고 있다. 해외채권의 운용유형은 일반형과 자문형으로 구분하며, 일반형은 주식의 인덱스형과 동일한 배점 체계를 설계하고 있으며, 자문형 역시 주식의 자문형과 동일한 배점 체계로 구성되어 있다. 이러한 선정 기준을 통하여 공무원연금기금은 2014년말 현재 해외주식의 위탁운용 기관으로 2개 운용사, 그리고 해외채권에 3개 운용사를 선정하고 있다.³⁹⁾

해외주식의 위탁운용사로는 신한BNP파리바자산운용과 하나UBS자산운용이 선정되었으며, 해외채권 운용에는 동부자산운용과 현대인베스트먼트, 현대자산운용이 자금을 위탁받고 있다. 지금까지 공무원연금은 글로벌 자산운용회사에 위탁운용을 맡기지 않고 있기 때문에 지금까지 해외투자의 운용성과는 모두 국내 자산운용회사에 의한 결과이다. 2015년부터 해외투자 위탁운용사에 글로벌 자산운용회사도 포함시킬 계획이므로,

39) 공무원연금공단 홈페이지 공시 내용을 기준으로 하였다.

향후 국내 자산운용회사와 글로벌 자산운용회사 간에 운용성과가 직접적으로 비교될 전망이다.

〈표 II-12〉 공무원연금기금 해외주식 위탁운용사 선정기준

구분	평가항목		배점		
			인덱스형 (ETF포함)	Active형	자문형
1차 심사 (서류 심사)	자본 건전성	자본총계규모	10	10	10
		총자산 순이익률	10	10	10
	운용 신뢰도	유형별수탁고(잔고)	10	5	20
		운용(자문)기간	5	5	10
		금융감독기관 제재사항 (운용기관/운용역)	5	5	10
		해당유형운용인력 및 위험관리 인력수	10	10	10
	운용보수	운용보수	20	10	30
	운용성과	BM초과수익률	20	30	-
		위험조정성과(IR)	10	15	-
	2차 심사 (구술 심사)	Business	경영 안정성 및 독립성	10	10
Process		CIO 운용철학 및 운용프로세스의 우수성	20	20	10
		리스크관리 및 컴플라이언스 적정성	20	20	20
		글로벌 리서치 능력 및 우수성	20	10	20
People		펀드매니저의 전문성 및 운용성과 우수성	20	30	10
Service		고객지원 인프라	10	10	10
관리능력		하위운용사 선정 및 관리능력	-	-	20

자료: 공무원연금공단 홈페이지

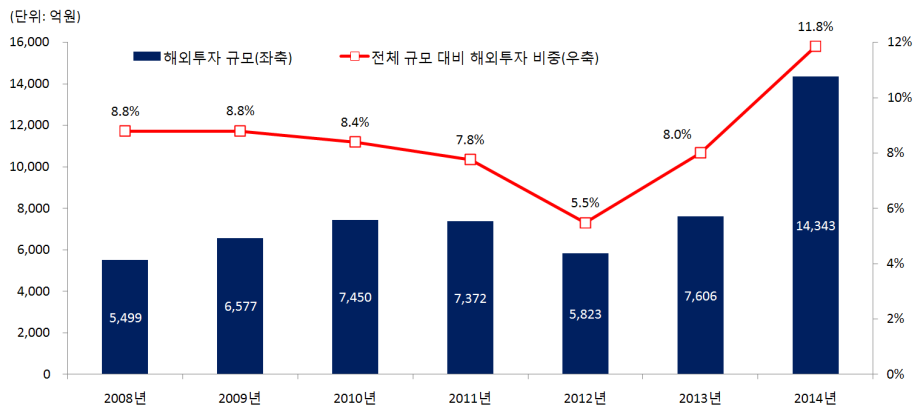
나) 사립학교교직원연금

2014년말 현재 사학연금의 해외투자 규모는 1.4조원 수준으로 전체

기금 적립금 대비 11.8%의 비중이다. 일찍부터 해외투자를 확대해 온 사학연금은 헤지펀드 투자를 포함하여 비교적 공격적인 투자 정책을 견지하였으나, 2008년 금융위기를 지나면서 해외투자 위험자산으로부터 큰 손실이 발생하였으며 이로 인하여 2012년까지 해외투자 비중이 계속해서 축소되는 양상을 보여 왔다.

2012년말 기준으로 사학연금기금의 해외투자 규모는 5,823억원까지 축소되었으며, 투자 비중은 5.5%까지 감소하였다. 하지만 2013년부터 다시 본격적으로 해외투자를 확대하기 시작하여 2014년말 현재 전체 적립금 대비 11.8%까지 성장하였다. 사학연금의 중장기 기금운용 계획에 의하면 향후 해외투자 비중은 보다 증가할 것으로 전망된다.

〈그림 II-18〉 사학연금기금 해외투자 규모 및 비중 추이



자료: 사립학교교직원연금공단 홈페이지

사학연금은 해외채권에 있어서는 직접운용과 위탁운용을 전술적으로 조정하는 정책을 취해 왔으나, 해외주식의 경우에는 처음부터 위탁운용 방식으로만 자금을 집행하고 있다. 금융위기 이후 해외채권은 특히 위탁운용을 중심으로 투자 규모가 빠르게 축소된 반면, 해외주식 부문은

2,000억원 이상의 투자 규모를 꾸준히 유지하고 있다. 2014년 들어 적극적인 해외투자 확대 정책의 결과로 해외채권의 위탁운용 규모가 3천억원 이상 증가하였으며, 해외주식 역시 위탁운용 규모가 전년도 대비 두 배 이상 큰 폭으로 증가하였다.

사학연금의 자금의 운용방식에 있어 외부 전문기관을 활용하는 위탁운용 비중을 적극적으로 조정하고 있어, 기금 전체의 위탁운용 비중이 크게 변동되는 양상을 보여 왔다. 2008년 금융위기 이전까지는 해외채권과 해외주식에 대한 위탁운용 비중이 74% 수준이었으나, 금융위기를 지나면서 45% 수준까지 감소하였다. 최근 들어서는 해외투자 활성화 정책과 함께 위탁운용 비중도 크게 늘어나 2014년말 기준 해외채권과 해외주식의 위탁 비중은 87% 수준으로 직접보다는 위탁운용을 통한 해외투자 확대가 이루어지고 있다.

〈표 II-13〉 사학연금기금 해외투자 자산군별 운용 규모

(단위: 억원)

연도	해외채권(A)		해외주식(B)		해외대체(C)	해외투자(A+B+C)	총 규모
	직접	위탁	직접	위탁			
2008	1,428	2,908	-	1,163	0	5,499	62,547
2009	3,133	891	-	1,702	851	6,577	74,773
2010	2,996	664	-	2,532	1,256	7,450	88,766
2011	3,431	428	-	2,066	1,447	7,372	94,978
2012	2,253	460	-	2,086	1,024	5,823	106,356
2013	2,557	668	-	2,485	1,876	7,606	113,553
2014	1,450	3,767	-	6,148	2,978	14,343	121,061

자료: 사립학교교직원연금공단 홈페이지

대체투자의 경우에도 해외부문을 중심으로 투자가 확대되고 있는 양상이다. 2009년에는 전체 대체투자에서 해외부분이 차지하는 비중이 9% 수준이었으나, 2014년말에는 16%로 증가하였으며 2015년말까지 전체 대체투자의 20%를 해외부문에서 집행할 계획으로 알려져 있다.⁴⁰⁾ 최근 들어 사학연금이 해외투자를 적극 확대하고 있는 배경에는 역시 수익률 제고의 필요성이 큰 것으로 보인다. <표 II-14>를 보면, 금융위기 이후 해외투자 규모를 대폭 축소한 이후 사학연금기금의 전체 운용수익률은 대단히 저조한 상황이다. 이러한 수익구조 개선을 위하여 전략적자산배분의 변화를 통한 해외투자 확대가 필요한 상황인 것으로 판단되며, 이는 다른 공적연기금의 행보와 동일한 양상이다.

<표 II-14> 사학연금기금 해외투자 수익률

연도	해외채권		해외주식		대체 투자	전체수익률
	직접	간접	직접	간접		
2008	-0.27%	-7.49%	-	-45.33%	2.93%	-4.67%
2009	6.17%	-4.87%	-	48.93%	8.29%	12.67%
2010	9.34%	3.16%	-	7.73%	7.22%	10.50%
2011	3.87%	0.22%	-	-11.76%	6.34%	1.47%
2012	2.29%	10.87%	-	9.12%	5.67%	6.42%
2013	1.55%	1.69%	-	19.61%	5.28%	3.94%
2014	5.98%	2.56%	-	6.69%	5.91%	2.65%

주 : 해외대체투자 수익률은 자료미흡으로 대체투자수익률을 사용
 자료: 사립학교교직원연금공단 홈페이지

40) 사학연금의 해외대체투자는 직접운용과 위탁운용으로 나뉘어 있으나, 대체투자의 위탁운용 비중은 자료가 불분명하여 전체 위탁 비중에서 대체투자는 제외하고 비중을 구하였다.

공무원연금기금과 상이하게 사학연금기금은 해외투자를 위한 위탁운용사로 글로벌 자산운용회사와 국내 자산운용회사를 분리하여 선정하고 있다. 2014년말 기준 해외주식 부문의 글로벌 자산운용회사로는 프랭클린템플턴투자신탁운용과 슈로더투자신탁운용의 2개 운용사가 선정되어 있으며,⁴¹⁾ 해외채권형에는 역시 프랭클린템플턴투자신탁운용이 전담 운용사로 선정되어 있다.⁴²⁾ 주식 및 채권에 대한 해외투자를 전담 운영하는 국내 자산운용회사에는 2014년말 기준으로는 해외주식형에 신한BNP파리바자산운용과 미래에셋자산운용의 2개 기관 그리고 해외채권형에 미래에셋자산운용 1개 기관이 선정되어 있다.⁴³⁾

다) 한국교직원공제회

공제회는 일반적으로 개별 기관의 필요에 의해 설립된 사적기금에 해당되나, 교직원공제회를 포함하여 일부 공제회는 법률에 의해 설치되어 공적인 성격을 갖고 있다. 이러한 공제회 중에서 한국교직원공제회는 그 규모가 가장 크며, 대체투자 및 해외투자를 포함하여 적극적인 자산배분 정책을 시행하고 있는 것으로 알려져 있다.

2014년말 현재 교직원공제회의 해외투자 규모는 4조 6,617억 원으로 전체 공제회 기금규모 18.5조 원 대비 25%의 비중을 보이고 있다. 이는 국민연금을 포함하여 국가가 관장하는 연기금 및 공제회 중에서 가장 높은 해외투자 비중이라고 할 수 있다. 2010년을 전후로 본격적인 해외

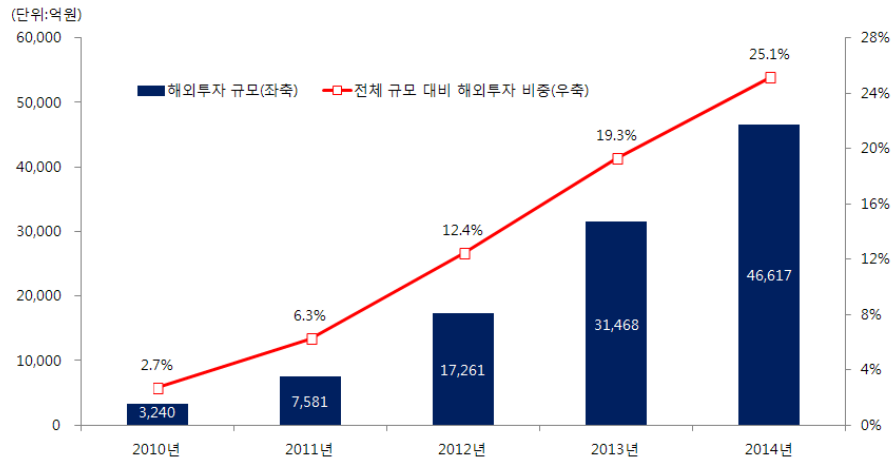
41) 이들 2개 자산운용회사 모두 글로벌 자산운용회사의 국내 진출 사례이나, 이 중에서 프랭클린템플턴투자신탁운용은 외국계 자산운용회사로 분류되며, 슈로더투자신탁은 지분 상 국내 자산운용회사로 분류된다.

42) 사립학교교직원연금의 위탁운용사 현황 및 선정, 관리 기준에 대한 자세한 내용은 공단 홈페이지에 자세히 공시되어 있다.

43) 2015년에는 해외주식형에는 삼성자산운용과 대신자산운용, 프랭클린템플턴투자신탁운용이 선정되었으며, 해외채권형에는 한화자산운용이 선정되어 있다.

투자를 개시한 교직원공제회는 5년 만에 5조원 가까운 금액을 해외에 투자 집행함으로써, 대단히 빠른 성장세를 보이고 있다.

〈그림 II-19〉 교직원공제회 해외투자 규모 및 비중 추이



자료: 교직원공제회 홈페이지

교직원공제회의 해외투자는 자산 구성 측면에서도 타 연기금에 비해 보다 적극적인 행태를 보이고 있다. 투자 초기 시점부터 해외대체투자를 적극적으로 실행하여 2010년말 2.4%의 비교적 높은 비중으로 출발하였으며, 2014년말에는 해외대체투자 비중이 15.4%까지 확대되고 있기 때문이다.⁴⁴⁾ 특히 전통적 투자자산에서는 주식보다는 채권의 해외투자 확대가 가시적이다. 2010년도 초기 해외투자는 주식 부문부터 시작하였으나 2014년말 현재 해외주식 비중은 2.5% 수준에 머물고 있으며, 해외채권 부문은 2012년부터 투자가 집행되어 2014년말 현재 7.2% 수준까지 확대되고 있다.

44) 이 중에서 PEF와 같은 기업부문은 2011년말 기준 0.4%에서 2014년말 기준 2.5%까지 증가하였으며, 부동산 등 실물부문은 2014년말 기준으로 12.9%를 기록하고 있다.

정리하면, 교직원공제회는 2010년대 들어 해외투자를 적극적으로 확대하고 있는데, 포트폴리오 측면에서 주식 보다는 채권 및 대체투자 위주로 해외투자를 집행하고 있는 것으로 관측된다. 이러한 투자전략은 자연스럽게 직접운용보다는 위탁운용 비중의 확대로 연결된다. 교직원공제회는 현재 해외투자에 있어서는 투자자산을 전액 위탁운용하고 있다. 교직원공제회의 증장기 운용계획에 의하면 2019년말까지 해외주식 비중은 3.1%, 해외채권 비중은 9.7%, 해외대체는 14.7%까지 증가시킬 것으로 알려져 있다. 이러한 증장기자산배분계획이 달성되면 교직원공제회는 전체 자산의 30%에 이르는 자금을 해외부문에서 운용하게 된다.

〈표 II-15〉 교직원공제회 해외투자 자산군별 운용 규모

(단위: 억원)

연도	해외채권(A)		해외주식(B)		해외대체(C)		해외투자 (A+B+C)	총 규모
	직접	위탁	직접	위탁	금융	실물		
2010	-	-	-	320	-	2,920	3,240	120,115
2011	-	-	-	4	504	7,073	7,581	121,243
2012	-	4,580	-	1,898	520	10,263	17,261	138,952
2013	-	10,448	-	3,376	1,104	16,540	31,468	163,237
2014	-	13,374	-	4,722	4,662	23,859	46,617	185,517

자료: 교직원공제회 홈페이지

전액 외부 위탁으로 운용되는 해외주식은 해외 수익증권 외에 해외 ETF 등에 투자하고 있으며, 해외채권 역시 해외 수익증권 외에 수익률 제고를 위한 다양한 형태의 구조화상품에 투자하고 있다. 해외대체투자 역시 모두 위탁운용으로 자금이 집행되고 있으며, 금융부문은 PEF, 헤지펀드 등에 투자하며, 실물부문은 인프라, 부동산, 선박 등에 다양한 분야에 분산되어 투자되고 있다. 해외투자에 대한 압력이 길지 않음에도 불구하고 교직원

공제회는 타 연기금에 비해 다양한 자산군에 대하여 적극적으로 해외투자를 확대하고 있다. 자산별로는 아직 투자업력이 5년에 미치지 않은 상황에서, 해외투자의 운용성과를 판단하기에는 이른 측면이 있으나, 지금까지의 단기성과를 감안해 보면 전통적 투자보다는 대체투자 부분의 수익 성과가 높은 것으로 파악된다. 따라서 공제회는 대체투자를 중심으로 해외부문을 적극 확대할 계획인 것으로 알려져 있다.

교직원공제회의 위탁운용사 선정 기준은 정성평가와 정량평가로 구성되어 있으며, 최종 합산된 점수를 통해 최상위 운용사를 선정하고 있다. 해외투자 외부 위탁사 선정시 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률” 제8조 4항에 의하여 운용규모 및 투자목적에 부합한 운용사로부터 투자제안서를 접수받아 정량평가 및 정성평가를 통하여 선정하고 있으며, 각 운용사별 비교평가를 통해 상위 운용사를 선정하는 절차를 밟는다.

〈표 II-16〉 교직원공제회 해외투자 위탁운용사 선정기준

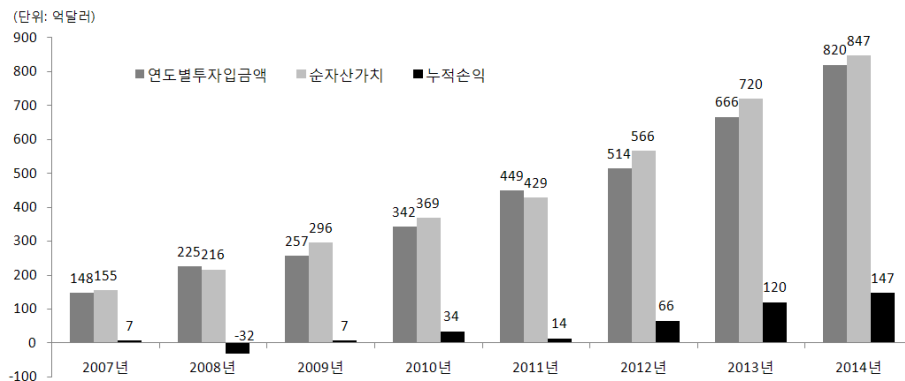
단계	고려사항	비고
실무진 검토 및 투자계획 보고	실무진 투자 계획 및 검토	
투자심의실무협의회	내부위원 20명	◎
제안서 요청	해외 자산운용회사 후보군 구성 후보군 대상으로 제안서 요청	
서류 접수 및 심사	자산운용회사 투자제안서(IM) 접수 실사보고서 검토 투자구조 및 리스크 검토 정량평가 후 운용사 3배수 선정	
면접 심사	정성평가 후 선정(내부위원 6명)	
투자심의위원회	5명(내부위원 2명, 외부전문가 3명) 외부전문가를 통한 객관성 공정성 강화	◎
임원회	본회 임원진 4명	◎
최종 승인	최종 실사 후 투자금 집행	

주 : ◎는 프로젝트 투자 형태의 대체투자에서 추가로 요구되는 단계임
 자료: 교직원공제회 홈페이지

라) 한국투자공사(KIC)

한국투자공사는 2005년 7월 설립 이후 한국은행과 기획재정부 등으로부터 자산을 위탁 받아 글로벌 채권과 주식 등에 직접 또는 위탁운용의 형태로 투자를 집행하고 있는, 외환보유액을 기반으로 하는 우리나라 유일의 국부펀드이다. 2014년말 기준 한국투자공사의 총 위탁금액은 700억달러이며, 순자산규모는 847억달러에 이르고 있다. 자산별 순자산가치는 주식, 채권 등 전통자산은 767억달러로 전체의 90.5% 비중을 차지하고 있으며, 헤지펀드나 사모주식, 부동산, 현금등가 등의 대체자산은 68억달러로 8.0%의 투자 비중을 보이고 있다. 전략적투자의 경우 12억달러의 순자산가치를 보유하며 전체자산의 1.5% 수준을 차지하고 있다. 투자 개시 이후 총 투자수익은 147억달러이며, 2014년도의 총 투자수익은 27억달러를 시현하였다.

〈그림 II-20〉 한국투자공사의 순자산가치 및 손익 추이

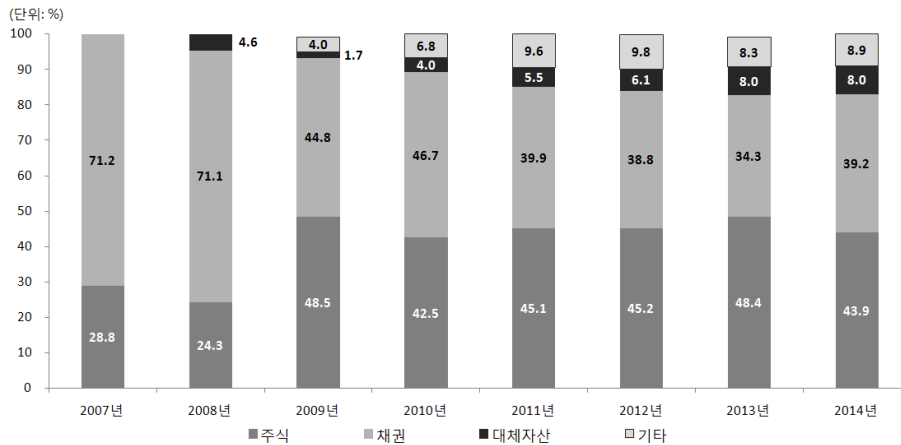


자료: 한국투자공사 연차보고서

한국투자공사는 외환보유고에 기반한 국부펀드로서 국내에는 투자하지 않으며, 글로벌 분산투자를 원칙으로 함에 따라 주식과 채권, 대체투자

등을 해외자산에 분산투자하고 있다. 주식부문에서는 글로벌 분산투자를 위해 69개 국가의 주식을 대상으로 직접운용 및 위탁운용의 방식으로 투자하고 있다. 패시브운용(passive management)에 가까운 직접운용에서는 계량모형(quant model)을 활용한 지수초과형(enhanced index) 전략을 사용하고 있으며, 초과수익 창출을 목표로 하는 위탁운용에서는 선진국과 이머징 국가를 동시에 투자하는 글로벌(all country) 전략 운용사를 선정하여 운영 중에 있다. 채권부문에서는 글로벌 채권 인덱스를 벤치마크로 58개 국가의 국채 및 회사채 등과 22개국 통화에 투자하고 있다. 내부 직접운용에서는 본사와 해외지사간의 협력이 강조되며, 외부 위탁운용에서는 운용역량이 검증된 글로벌 전략 운용사의 선정이 중요한 과제이다.

〈그림 II-21〉 한국투자공사 자산배분 추이



자료: 한국투자공사 연차보고서

한국투자공사의 투자대상은 전통자산과 대체자산으로 구분되는데, 전통자산에 투자하는 비중이 거의 대부분을 차지하고 있다. 2014년말 기준

전통자산에 투자된 비중은 전체의 90.5%(주식 44%, 채권 39%)에 이르고 있다. 글로벌 금융위기 이후 메릴린치 투자로 큰 손실을 경험하였던 전략적투자 부문은 1.5%의 비중을 차지하고 있다. 운영 초기의 자산배분 비중이 채권 52%, 주식 28% 수준이었던 것을 감안하면, 자산배분의 다각화가 빠르게 진행되고 있는 것으로 평가된다. 한국투자공사의 벤치마크 대비 초과수익률을 살펴보면 2014년 기준으로 131bp, 최초 투자 이후 24bp의 성과를 기록하고 있다. 2014년 총자산 수익률은 10.03%, 5년간 수익률은 7.43%, 최초투자이후(Since Inception: SI) 연환산 수익률은 4.23%를 기록하고 있다.

〈표 II-17〉 한국투자공사 총자산 수익률 추이

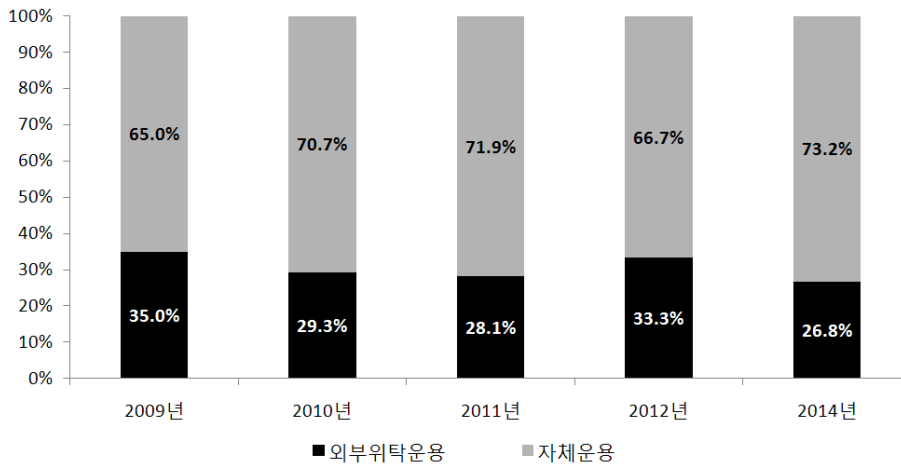
(단위: bp)

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	SI
전통자산 초과수익률	-25	-66	142	5	-90	66	108	131	24
총 수익률	2.32%	-16.28%	14.73%	6.99%	-2.40%	11.82%	11.39%	10.03%	4.23%

주 : 수익률은 통화바스켓 기준
 자료: 한국투자공사 연차보고서(2007~2014)

한국투자공사는 자산군별 운용 전문성을 강화하기 위해 내부 인력에 의한 직접운용과 외부 전문성을 활용한 위탁운용을 병행하고 있다. 외부 위탁 비중은 전략적 판단에 의해 조정되므로, 매년 그 비중이 변동하고 있으나 전반적으로 내부 직접운용의 역량을 강화하는 방향을 견지하고 있는 것으로 관측된다. 이에 따라 운영 초기인 2009년에는 전체 자산의 35%를 외부에 위탁하였으나, 이후 위탁 비중은 30% 미만으로 축소되었으며, 최근 2014년말 기준으로 26.8%의 위탁 비중을 시현하고 있다.

〈그림 II-22〉 한국투자공사의 대한 운용 주체 비중



자료: 한국투자공사 연차보고서(2009~2014)

내부 직접운용은 안정적인 초과수익 창출을 목적으로 글로벌 주식 운용기관으로서의 장점을 활용하여 북미, 유럽, 아시아에 지역별 포트폴리오와 글로벌 포트폴리오를 구축하고 있다. 주식에 있어 스마트 베타 전략 및 신흥시장과 선진시장에 적극적 수익창출형, 지수초과형 전략을 신규로 도입할 예정이다. 채권에 있어서는 회사채 및 유동화채권 등 운용전략을 다변화하고, 대출채권과 담보부증권 같은 위험대비 수익성이 높은 투자상품에 대한 투자 비중을 확대할 계획이다. 그에 비하여 외부 위탁운용은 전체 포트폴리오의 효율성 및 안정성 제고를 목적으로 역량이 검증된 글로벌 자산운용회사를 대상으로 “선택과 집중”을 통한 안정적인 수익률 제고를 지향한다. 이러한 전략적 목표 하에서 주식, 채권, 멀티에셋, 헤지펀드에 대한 운용사 업력 제한은 1년이며, 사모주식, 부동산&인프라는 3년의 운용업력 제한을 두고 있다. 2015년 기준 전통자산에 대한 위탁운용사는 다음과 같다.

〈표 II-18〉 한국투자공사 위탁운용사 현황

자산군		위탁운용사
전통적 투자	주식	FirstState, AQR, BlackRock, MFS, PanAgora, Wellington, Axiom, Samsung, UBS
	채권	Brandywine, PIMCO, Western
	멀티에셋(GTAA)	BlackRock, JPMorgan, Morgan Stanley, UBS
대체 투자	사모주식	Avista, CD&R, Francisco Partner, Canyon, CITIC, CenterBridge, GSO, RRJ, Park Square, Partners Group
	부동산&인프라	MIP, Angelo, Gordon, Starwood, Alpha Asia, Blackstone, Gaw Capital, Partners Group
	헤지펀드	Citadel, Two Sigma, York, Angelo Gordon, Bridgewater, DE Shaw

주 : 2014년 4분기말 기준
 자료: 한국투자공사

한국투자공사는 매년 외부 위탁운용사 중에서 가장 성과가 우수한 운용사를 선정하여 ‘Manager of the Year’ 시상식을 개최하고 있다. 평가 대상 기관으로 전통자산의 경우, 3년 이상의 운용기간과 2년 연속 초과수익을 달성한 외부 위탁운용사를 대상으로 하며, 대체자산은 운용기간이 5년(헤지펀드 3년) 이상인 외부 위탁운용사가 대상이 된다.⁴⁵⁾

대체자산에 있어서는 자산규모 확대를 대비하여 수익률 제고를 목적으로 지속적으로 투자 비중을 확대하려는 정책방향을 설정하고 있다. 대체투자는 장기 투자전략의 관점에서 대체투자 세부 자산군별 위험수익 특성을 재정립하고, 이에 적합한 투자전략과 이행계획을 장기적으로 수립해 나가고 있다. 특히 대체투자 인력의 현지화를 확대함으로써 양질의

45) 2014년 최우수 외부위탁운용사에는 주식부문에서 AQR Capital Management가 선정되었으며, 채권부문에서 Western Asset Management, 그리고 멀티에셋(GTAA) 부문에서는 J.P. Morgan Asset Management가 선정되었다. 대체투자 영역에서는 사모주식에는 Partners Group, 헤지펀드 부문에서는 Two Sigma Investments가 선정되었다.

딜소싱(deal sourcing)을 적기에 추진하는데 집중하고 있다. 다양한 자산운용회사와 기관투자자들의 네트워크를 활용하여 한국투자공사와 공동으로 투자하는 방안을 통하여 한국투자공사 내부의 직접투자 역량을 강화하고자 하는 정책방향을 수립하고 있다.

나. 해외투자 확대 및 동반성장의 제약요인과 과제

1) 기관투자자의 내부구조 및 투자관행

연기금 및 공제회 등과 같이 보유자산에 대응하여 부채가 확정되어 있는 기관투자자의 경우 해외투자 비중은 철저히 자산배분의 관점에서 결정되고 실행된다. 예를 들면 국민연금의 해외주식투자 비중은 5년 단위의 중장기자산배분 체계 하에, 최고 의사결정기구인 기금운용위원회에서 결정된다. 이러한 자산배분을 위한 의사결정과정 전반에 걸쳐 정부의 해외투자 활성화 과제나 민간 운용회사의 동반성장 요구 같은 외부적 요인이 개입할 여지는 전무하다. 즉 연기금 및 공제회 등에 있어 해외투자 확대는 정부가 정책적 차원에서 독려할 사안은 아니며, 기관 내부적으로 수익률 제고와 투자 다변화의 관점에서 수립될 재무적 사안이라 할 것이다.

따라서 개인투자자의 경우와는 상이하게 기관투자자에 있어서는 해외투자 활성화가 목적이 아니라, 내부적 요인에 의해 자발적으로 해외투자를 확대하고 있는 기관투자자를 대상으로 국내 자산운용회사와 동반 진출의 시너지를 극대화하는 방향이 될 것이다. 국민연금 또는 각종 공제회 등은 저성장·저금리 기조로 대변되는 국내 거시환경에 대응하여 기금에 요구되는 최소한의 목표수익률을 달성하기 위해서라도 해외투자 확대는 선택이 아닌 필수인 상황이기 때문이다. 특히 기금 규모가 500조원을

상회하고 있는 국민연금의 경우 국내시장에 미치는 과도한 영향력을 완화하고, 2045년 이후 자산규모가 급격히 감소하는 시점에서 우려되는 시장붕괴(melting down)를 방지하는 차원에서도 해외투자 확대가 필수적인 상황이 되고 있다.

그럼에도 불구하고 국민연금기금을 포함하여 대부분의 기관투자자들은 개별 기관이 목표로 하는 만큼의 해외투자 확대를 실무적으로 실행하지 못하고 있는 상황이다. 여기에는 기관의 해외투자를 어렵게 만드는 다양한 형태의 내부적 제약요인이 존재하기 때문이다. 인력 및 시스템 부족을 포함하여 투자의 보수화를 유도하는 과도한 감사체계까지 기관투자자의 해외투자 확대를 어렵게 만드는 저해요인을 파악해 본다.

가) 전문 인력 및 시스템 부족

다수의 연기금 및 공제회는 해외투자에 있어 내부 인력에 의한 직접 운용과 외부 전문가를 활용한 위탁운용을 병행한다. 하지만 일부 기관은 물리적 한계로 인하여 해외투자의 경우 전액 외부 위탁운용으로만 집행하기도 하며, 경우에 따라서는 조직 규모가 확대되더라도 전략적으로 위탁운용에 의한 수익률 제고를 강조하기도 한다. 직접운용과 위탁운용에 대한 전략적 의사결정은 대상 자산이 주식 및 채권의 전통적투자인지 아니면 대체투자인지에 따라 상이하게 설정되기도 한다.

이러한 경향은 글로벌 연기금에서도 동일하게 나타나는데, 예를 들면 캐나다 공적연기금인 CPPIB(Canada Pension Plan Investment Board)의 경우 조직 규모를 1,000명 이상으로 확대하면서까지 내부인력에 의한 직접운용을 기본정책으로 설정하고 있다. 따라서 위탁운용은 직접운용에 비해 불리한 비용구조를 상쇄할 수 있는 초과수익을 입증하여야 하며, 그마저도 내부의 관련 운용역량이 확보되기 이전까지 한시적으로만 허용된다. 그에 비하여 국내에서 주로 벤치마킹되는 캘리포니아공무원연금

(CalPERS)의 경우 전담 자문기관(Wilshire Associates)의 조언 하에 높은 초과수익을 담보할 수 있는 최상위(top tier) 위탁운용사 선정에 집중하는 경향이 있다.

여기서 강조할 부분은, 운용의 전 과정을 외부 운용회사에 위탁하더라도 최초에 유형을 선택하고, 이를 추진하고, 능력 있는 운용회사를 선정하고, 선택된 운용회사를 효과적으로 유지 및 관리하기 위해서는 직접 운용과 동등한 수준의 우수 인력 확보가 요구된다는 점이다. 이는 운용 프로세스가 정형화 되어 있는 전통적 투자에 비해 최근 관심이 집중되고 있는 대체투자 분야에서도 보다 극명하게 나타난다. 대부분의 기관들이 대체투자 전문인력이 확보되지 않음으로 인해 외부 위탁운용 방식을 선택하지만, 관련 시스템 및 전문 관리인력이 부재한 상태에서 무리스럽게 추진되는 대체투자는 그 결과가 만족스럽지 않은 경우가 대부분이기 때문이다.

나) 주요 투자지역 현지화의 어려움

해외투자의 가장 큰 걸림돌은 역시 정보획득의 어려움이며, 이는 기관투자자의 경우에도 마찬가지이다. 기관투자자의 경우 거래 증권회사의 리서치서비스 등을 통해 해외시장 및 투자자산에 대한 정보를 수집하기는 하나, 그럼에도 불구하고 현지화 되지 않고서는 근본적으로 접근이 불가능한 경우가 빈번하다. 특히 대체투자의 경우 사적시장의 특성상 지역적 네트워크에 기반하는 경우가 많으므로, 양질의 거래물건에 접근하기 위해서는 현지화가 필수적이라 하겠다.

이를 위하여 한국투자공사와 국민연금 등을 비롯한 다수의 대형 기관투자자들은 주요 투자지역에 현지법인(또는 사무소)을 개설하여 지역정보에 직접 접근하려고 하나, 규모와 업력 면에서 아직은 초기단계에 머무르고 있다. 규모 측면에서도, 수십명의 현지인력을 채용하여 실질적인 운용을

집행하고 있는 네덜란드 공무원연금(ABP)의 사례를 참조할 때, 5명 내외의 행정인력으로 구성된 국민연금기금의 해외사무소는 단순한 연락 및 정보전달 이상의 역할을 기대하기는 힘든 상황이다.

중소형 기관의 경우 해외투자자에 대한 정보 및 네트워킹은 거래 증권회사 및 자문기관의 리서치서비스에 의존할 수밖에 없는 구조이므로, 이러한 제약요인이 해외투자자에 대한 수요는 존재함에도 불구하고 실질적인 투자를 집행하지 못하는 직접적인 이유가 되고 있다. 중소 연기금 및 공제회를 대상으로 하는 합동 해외투자기구, 가칭 연기금 해외투자 풀(pool) 설립이 요구되는 배경이다.

다) 비합리적 투자 프로세스로 인한 지나친 보수화

기관투자자의 투자 의사결정 프로세스를 살펴보면, 대부분의 경우 외부 전문가로 구성된 위원회에게 투자에 대한 최종 판단을 전가하고 있다. 이는 공공기관의 특성인 변별력 없는 성과급 체계(incentive scheme)로 인하여 높은 성과를 추구하기 보다는 손실이 발생할 경우 이에 대한 면책 여부에 중점을 두기 때문이다. 예를 들면, 국민연금기금의 경우 해외대체투자는 세부 자산군별로 별도의 투자위원회가 구성되어 있으며, 새로운 투자 건에 대한 최종 판단은 외부 전문가로 구성된 투자위원회에서 결정하고 있다.

하지만 자산운용에서 가장 중요한 요소는 의사결정 단위별로 명확하게 정의된 책임과 권한의 부여이다. 위원회 구조에서는 최종 의사결정의 주체에게 자신들이 선택한 투자의 결과에 대해 아무런 책임이나 보상(credit)이 주어지지 않는다. 이런 상황에서, 각계의 명망 있는 전문가로 구성된 투자위원회에서는 투자 실패로 인한 개인적 평판 하락이 주요 의사결정 요인이 되며, 그에 따라 의사결정이 전반적으로 보수화되는 경향이 있다. 흔히 하는 말로 높은 수준의 상방기회(up side potential)를

추구하지 못하고 단순히 하방위험(down side risk)만을 방어하는 투자가 이루어지게 되는 것이다.

특히 해외투자의 경우 정보부족의 문제가 보다 심각한 상황에서, 투자위원회와 민간 구성원들이 공격적인 의사결정을 내릴 수 있을 것으로 기대하기는 힘들다. 이 부분이 국민연금의 대체투자 비중이 3년 연속 전략적자산배분에 의한 목표 비중을 하회하고 있는 직접적인 이유이다. 대체투자 운용역들은 운용성과(수익률)가 아니라 집행실적에 의해 평가를 받음에도 불구하고, 지난 3년 동안 목표로 주어진 투자 규모를 제대로 소화시키지 못하고 있는 배경에는 책임지지 않는 위원회 구조로 인한 투자의 보수화가 주요 원인이 되고 있다.

2) 정부 규제 및 제도적 측면

앞 절에서 언급한 바와 같이 연기금 및 공제회와 같이 부채가 확정되어 있는 기관투자자의 자산운용에 있어, 감독당국의 적극적인 투자 유인이나 반대로 운용상의 과도한 규제 등은 모두 적절치 않다. 개인투자자에 대한 규제는 기본적으로 정보비대칭성에 바탕을 둔 투자자보호의 관점임을 상기한다면, 전문가집단으로 구성되어 있는 기관투자자의 자산운용에 있어서는 근본적으로 정부 당국의 직접적인 운용규제나 제약요인이 크지 않은 것으로 알려져 있다.

가) 외국환 규제의 완화 조치

다만 해외투자에 있어서는, 소형 개방 경제(open-small economy)라는 우리 경제의 특성으로 인하여, 시장상황에 따라 특정 방향으로의 외국환 거래에 관한 규제나 정부 정책이 시행되는 측면이 있다. 국민연금 기금과 같이 시기 및 규모를 예측할 수 없는 해외투자도 인하여 외환이

대량으로 유출입되는 경우 외환시장을 안정적으로 관리해야 하는 정부 당국으로서는 어려움이 있을 수 있다.

예를 들면, 2008년 글로벌 금융위기 당시 급격한 자본가치 하락으로 인하여 완전헤지(full hedge) 되던 일부 해외자산의 경우 과다헤지(over hedge)가 되었으며, 이를 상쇄하기 위하여 선물환 시장에서 대량의 환선물을 매도함에 따라 가뜩이나 깊이와 폭이 낮은 국내 환선물 시장을 크게 교란시킨 사례가 있다. 이 때 국민연금기금은 결국 외환관리 당국의 의견을 받아들여, 상당 기간 해외채권에 대한 과다헤지 상태가 유지될 수밖에 없었다.

이러한 문제를 완화하기 위하여 국민연금기금은 외환계정의 설치를 추진하였다. 기존 국민연금법 하에서는 기금의 모든 자금은 원화로 표시되어 한국은행 계좌에 등록되어야 했으나, 최근 법 개정을 통하여 일정 규모의 해외 단기자금에 대해서는 이를 보관할 수 있는 현지의 별도 외환계정을 설치하도록 하고 있다. 따라서 과거와 같이 모든 현금자산은 즉각적으로 국내로 송금되어야 하는 부담이 완화됨으로 인하여 현, 선물 외환시장에 미치는 국민연금기금의 영향을 일부 경감시킬 수 있게 되었다.

나) 해외투자 관련 감사 이슈

대표적인 정부규제로 감사원에 의한 정책감사를 들 수 있다. 국민연금을 포함한 공적연기금은 모두 감사원 감사 및 국정감사의 대상이며, 공제회의 경우 설립 근거법상 국가재정의 투입가능성이 있는 일부 공제회는 감독기관의 감사를 포함하여 감사원의 감사를 받도록 규정되어 있다. 최근 들어서는 국회를 중심으로 주요 공제회에 대한 정부차원의 관리 감독을 강화해야 한다는 주장에 따라 관련법 제정이 논의되기도 하였다.

자산운용 공공기관에 대한 감사에서 집중하게 되는 분야는 대체투자 와 외부 위탁운용이다. 그런데 해외투자의 경우 다수의 기관투자자들이 위탁운용의 형태로 자금을 집행하며, 투자 대상 자산은 대부분 대체투자를 선호하고 있다. 따라서 기관투자자가 해외투자 규모를 적극적으로 확대할수록 각종 감사의 대상이 될 확률 역시 점점증하게 되는 구조인 것이다. 국민연금기금의 경우 최장 3개월에 걸친 감사원의 집중 감사가 실행되며, 해당 기간 동안 절반 이상의 감사 역량이 대체투자에 집중되고 있는 상황이다.

해외투자에 있어서는 부적절한 감사관행이 투자를 위축시키고, 투자의 방향을 왜곡시키는 부정적인 영향이 특히 심각하다. 부적절한 감사관행을 개선하기 위해 가장 중요한 부분은 감사업무의 중복이다. 국민연금기금 해외대체투자실의 경우 공단 감사에서부터 시작하여, 감독기관인 보건복지부 감사, 감사원 감사, 그리고 국정감사에 이르기까지 여러 단계의 감사가 부과되어 일 년에 절반 이상의 시간을 감사 준비 또는 대응 작업에 투여하고 있는 상황이다. 중복 감사의 또 다른 문제점은 감사 지적사항에 있어 일관성의 결여이다. 감사기관별로 동일한 사안에 대해 반대의 감사결과를 통보하는 경우가 빈번하며, 이런 상황이 반복되면서 기관으로서 해외투자 자체를 포기하게 되는 것이다.

감사 관련하여 개선이 요구되는 사안으로, 기관투자자의 자산운용에 있어 투자의사결정 자체의 적절성을 사후적 결과로 판단하여 지적하는 부분이다. 자산운용은 전문가에 의한 판단의 연속이며, 전문가는 주어진 규정 내에서 자신이 결정한 선택의 최종 성과로 평가 받는다. 따라서 감사의 대상은 관련 규정의 준수이지 투자의사결정 자체의 적절성이 아니다. 특히 정책감사라는 이름으로 규정 준수에 앞서 전문가적 판단의 적절성까지 감사 대상으로 포함하려는 움직임은 조속히 시정되어야 한다.

3) 국내 자산운용회사의 운용역량 부족

한국투자공사와 같은 국부펀드의 경우에는 설립 근거법에 국내 금융산업의 발전을 도모함이 명시되어 있다. 이는 기금의 해외투자에 있어 기관의 투자성과가 어느 정도 감소하더라도 전략적으로 국내 자산운용회사와의 동반진출을 모색해 볼 수 있는 명분과 책임이 있음을 의미한다. 하지만 국민연금기금과 같이 부채가 확정되어 있는 공적연금 또는 공제회 기금의 경우에는 국내 자산운용회사의 국제화를 지원하기 위해 기금에 실질적인 손해가 발생할 수 있다면 이러한 동반 성장 방안은 적절치 않다.

이는 결국 글로벌 운용회사에 비해 객관적으로 운용역량이 떨어지는 국내 운용회사를 동반진출의 명분으로 지원할 수는 없음을 의미한다. 따라서 기관투자자의 해외투자 확대와 자산운용회사의 글로벌화 진출을 연계하기 위한 전제조건은 자산운용회사 스스로 투자자가 요구하는 운용유형에 대한 투자역량의 확보라 할 것이다.

가) 글로벌 유형(global mandate)에 대한 투자업력 미비

국민연금 및 한국투자공사와 같은 기관투자자의 해외투자 확대와 그로 인한 위탁운용의 기회를 국내 자산운용업체가 공유하기 위해서는 무엇보다 투자자가 요구하는 운용유형에 대해 양호한 투자업력(track record)을 지속적으로 축적해 가는 노력이 중요하다.

예를 들면, 현재 국민연금기금의 해외주식 위탁운용에서 국내 운용회사로는 작년에 중국 본토에 투자하는 지역 유형(regional mandate)에 선정된 삼성자산운용과 한국투자신탁운용 뿐이다. 본 운용유형에 국내 자산운용회사가 선정될 수 있었던 배경에는 그룹제라는 국민연금기금의 적극적인 배려에 힘입은 측면이 크지만, 한편으론 중국 A주에 투자하는

지역 유형에 있어서는 국내 자산운용회사들이 글로벌 또는 현지 운용회사와 경쟁할 수 있는 수준의 투자업력을 축적하고 있으며, 충분한 투자역량이 확보되었다고 국민연금기금이 판단하였기 때문에 그룹제와 같은 선정 시스템이 도입될 수 있었던 측면도 있다.

그러나 이러한 지역 유형과는 달리 해외주식 포트폴리오의 대부분을 차지하고 있는 글로벌 유형(global mandate)에 대해서는 경쟁력 있는 투자업력을 확보하고 있는 국내 자산운용회사가 거의 전무한 상황이다. 앞선 현황 분석에서 살펴본 바와 같이, 대부분의 기관투자자는 해외투자의 수익성과를 담보하기 위하여 최소한 3년 이상의 동일 유형에 대한 투자업력 자료를 제시할 것을 요구하고 있다. 기관의 글로벌 유형 자금을 위탁 받고자 한다면, 최소한 3년 이상의 투자업력은 확보하여야 한다는 의미이다.

나) 객관적인 투자 성과 공시 체계 미비

기관투자자가 특정 유형의 위탁운용사를 선정할 때, 동일 유형에 대한 과거 운용성과를 제시하도록 요구하고 있다. 하지만 국내 운용회사에 경우에는 운용사가 제출하는 성과자료를 그대로 이용할 수 없는 한계가 있다. 흔히 체리피킹(cherry picking)이라는 업계 관행으로 인하여 자산운용회사의 투자성과 공시를 그대로 믿을 수 없기 때문이다.

해외의 경우 이러한 문제를 해결하기 위하여 자산운용회사 스스로 공시에 관한 표준규정을 발달시켜 왔으며, 그 대표적인 공시 체계로서 미국 CFA협회에서 제정하여 운영되고 있는 GIPS 등이 있다. 우리나라의 경우에도 국민연금 등의 노력으로 국내 자산운용업계에 이러한 국제적 공시기준을 도입하고자 하였으나, 실질적인 비용이 수반되는 제도이므로 운용회사 차원의 적극적인 호응이 부족한 상황이다.

하지만 자산운용회사의 글로벌 진출을 위해서는 이러한 국제적 성과 공시 표준을 적용하고 이에 대한 이력을 축적해 가는 과정은 필수적이라 하겠다. GIPS와 같은 공시표준은 기본적으로 문서(documentation)의 축적 작업이다. 이는 단기간에 구축될 수 없는 조건임을 의미한다.

다. 자산운용회사의 역할 제고를 위한 과제

국내 연기금 및 공제회의 해외투자 확대는 선택이 아닌 필수이며 시대적 조류이다. 금융 선진국의 사례를 살펴보더라도 연금자산의 확대는 자연스럽게 해외투자자로 연결되었으며, 이는 자국 자산운용회사의 발전 및 해외 진출 확대를 견인하였다. 하지만 이러한 선순환 효과의 크기는 국가별로 상이하게 나타난다. <표 II-19>에서 보듯이 특정 연기금의 규모가 전체 연금시장에서 차지하는 집중도가 높은 경우 연금자산의 확대가 자국 자산운용업계의 발전을 견인하는 효과가 크지 않음을 알 수 있다.

<표 II-19> 국가별 주요 연기금 자산의 시장 집중도

(단위: %)

누적순위	미국	영국	일본	캐나다	네덜란드	호주	스위스	대한민국
1위	1.91	2.06	39.97	14.94	28.76	5.31	4.62	84.15
2위	3.25	4.02	46.79	23.66	43.51	9.43	8.14	87.08
3위	4.10	5.80	50.21	27.72	48.59	12.12	11.06	89.82

주 : 투자 개시일은 2008년 2월 1일임
 자료: Towers Watson(2014b)

미국이나 영국, 호주 등과 같이 연기금 자산이 다수의 기관에 분산되어 있는 경우 연금시장의 확대는 자연스럽게 자산운용업체의 발전으로 확산되는 경향이 있으나, 일본이나 네덜란드와 같이 소수의 특정 연기금이 전체 연금시장을 지배하는 경우 이러한 파급효과는 높지 않음을 알 수 있다. 우리나라의 경우 국민연금기금으로 대표되는 초대형 연기금이 전체 연금시장의 84%를 차지하고 있어 연금자산의 확대가 자산운용업체의 발전을 견인하는데 한계가 있을 수 있다. 우리나라의 경우 자산운용 선진국의 사례와는 다르게 이러한 한계를 극복하기 위한 감독 당국 및 연기금 차원에서의 정책적 노력이 요구되는 이유이다.

1) 정부 정책 측면

소수의 특정 연기금이 전체 연금시장을 지배함으로 인해 발생할 수 있는 문제점을 완화하기 위하여 감독당국의 적극적인 정책적 노력이 요구된다. 단기적으로는 연기금과 같은 기관투자자가 시장에 미치는 부정적 영향을 최소화할 수 있는 방안이 마련되어야 할 것이며, 근본적으로는 상이한 특성을 갖는 다수의 연기금을 활성화하여 연금시장의 깊이와 폭을 확대해 가야 할 것이다.

가) 공적연기금의 기금운용 지배구조 개편

현재 정부 및 국회를 중심으로 논의되고 있는 공적연금의 기금운용 지배구조 개편은 장기적으로 기금의 위험자산 및 해외투자 비중을 확대하는데 있어 큰 의미를 갖는다. 예를 들면, 국민연금의 경우 오래 전부터 해외투자 확대 정책을 천명하고 있음에도 불구하고, 최고의사결정기구인 기금운용위원회의 비전문성, 그리고 실무집행조직인 기금운용본부의 비효율성 또는 역량 부족으로 인하여 목표하는 만큼의 적극적인 해외투자 확대가 이루어지지 못하고 있는 상황이다.

공공기관으로 지정되어 있는 공적연기금의 경우 기획재정부의 ‘공공기관 운영에 관한 법률’, 이른바 공운법의 적용을 받는데, 이에 따라 운용 인력 및 시스템 확보를 위한 기관차원의 노력이 자유롭지 못하다. 국민연금의 경우 해외투자 확대를 위해 미국 및 영국을 포함하여 3개 지역에 해외사무소를 설립하고 있으나, 인력 및 예산 제약으로 인하여 해외사무소의 실질적인 구성은 5명 수준의 관리인력만 파견되어 단순한 연락업무만 수행하고 있는 상황이다. 글로벌 연기금의 사례와 같이 해외사무소가 현지 네트워킹을 비롯하여 실질적인 투자업무를 수행하기 위해서는 직접운용이 가능한 법인설립이 전제되어야 하나, 이는 기관 자체의 의지뿐만 아니라 재정당국의 승인이 필요하기 때문이다.

나) 기관투자자 스튜어드십 코드 재정

선진 연기금이 해외에 진출하여 타국의 주식시장에 참여하는 방식을 살펴보면 우리 기관투자자의 경우와는 크게 상이하다. 예를 들면 네덜란드 공무원연금의 전담 운용기관인 APG의 경우 국내 주식시장에 진출하여 특정 기업의 주식을 편입하는 경우 피투자 기업과의 장기적 동반자적 관계를 구축함을 전제로 한다. 따라서 소수의 기업에 투자를 집중하고, 그렇게 투자된 기업과의 상시적인 주주관여(engagement) 활동을 통하여 적극적으로 주주가치를 제고시키려는 노력을 경주하게 된다. 이러한 활동이 연기금과 같은 초장기 투자자가 요구하는 안정적이고 지속적인 운용성과를 담보할 수 있다고 믿기 때문이다.

하지만 우리나라 기관투자자의 경우 이러한 주주권 강화를 통한 주주가치 보호라는 개념이 정립되어 있지 않으며, 합리적으로 행사하기 위한 기준도 마련되어 있지 않은 상황이다. 이러한 관점에서 최근 감독 당국을 중심으로 논의되고 있는 기관투자자 스튜어드십 코드 재정은 중요한 의미를 갖는다. 국민연금을 비롯한 주요 기관투자자의 주주권 행사를

위한 정부 차원의 가이드라인이 마련되면, 이는 자연스럽게 자산을 위탁 받아 운용하고 있는 자산운용회사로 파급되어 갈 것으로 예상된다.

다) 사적연금의 활성화 지원

최근 정부는 퇴직연금 및 개인연금으로 구성된 사적연금 시장을 활성화하기 위하여 다양한 정책과제를 제시하고 있다. 이는 고령화 사회에 대비하여 안정적인 노후소득을 확보하기 위한 정부 차원의 정책적 노력으로써, 결과적으로 공적연기금에 편중되어 있는 우리나라 연금시장을 두텁게 만드는 효과가 있을 것으로 기대된다.

퇴직금에서 퇴직연금으로 전환중인 퇴직연금 시장도 이미 100조원 이상의 규모로 성장하였으며, 세계적격 연금으로 대표되는 개인연금 시장 역시 200조원 이상으로 성장하였다. 하지만 이러한 양적인 성장에 비하여 운용구조의 질적인 측면에서는 대부분의 자금이 원리금보장상품으로 치중되어 자산운용회사로 유입되지 못하는 한계를 갖고 있다.

사적연금시장의 이러한 비합리적인 자산운용구조로 인하여 우리나라 사적연금의 운용수익률은 대단히 낮은 편이며, 이는 결과적으로 국민의 노후소득 보장이라는 연금의 궁극적인 조성목적을 약화시키게 될 것이다. 기금형 지배구조를 비롯하여 다양한 형태의 디폴트(default) 제도의 도입 등을 포함하여 사적연금 자산운용구조를 합리화할 수 있는 정책적 대안들이 조속히 도입되어야 할 것이다.

2) 기관투자자 측면

거대 기금으로 성장한 우리나라의 공적연기금 및 국부펀드는 국내 자산운용업계의 양적, 질적 성장을 적극적으로 견인할 필요성이 있다. 장기적 관점에서 개별 기관의 투자역량은 결국 이를 뒷받침하는 자국

자산운용회사들의 수준과 직결될 수밖에 없기 때문이다. 다만, 앞서 논의한 바와 같이 기관투자자가 국내 자산운용회사들의 발전을 적극적으로 견인하는데 있어 부채가 확정되어 있는 연기금 자산보다는 한국투자공사와 같은 국부펀드가 보다 자유스러운 측면이 있다.

이러한 관점에서 장기적 시나리오를 가정해 본다면, 국내 자산운용회사의 역량 강화 및 해외 진출의 초기단계에서는 국부펀드가 정책적 목적 하에 어느 정도 손실의 위험을 감수하고서라도 자산운용회사가 기본적인 투자업력(track record)을 축적할 수 있도록 지원할 필요가 있으며, 이렇게 축적된 운용역량을 바탕으로 공, 사적 연기금의 막대한 자금을 위탁 받을 수 있는 경쟁력을 확보하는 방안이 현실적인 대안이 될 것으로 판단된다.

가) 위탁운용사 선정에 그룹제 도입

국민연금기금은 최근 중국 A주에 투자하는 지역 유형(regional mandate)의 자산운용회사 선정에 처음으로 그룹제를 도입하였다. 이는 위탁운용사의 유형을 글로벌 자산운용회사와 현지 자산운용회사, 그리고 국내 자산운용회사의 세 그룹으로 분류하고 각각의 그룹에 대한 컨테스트를 통해 위탁운용사를 선정하는 방식이다. 이러한 그룹제를 통하여 국민연금의 해외주식 운용에 처음으로 국내 자산운용회사가 포함될 수 있었다.

비록 국민연금 해외주식투자의 주류인 글로벌 유형(global mandate)은 아니지만, 자산운용회사 입장에선 국민연금의 자금을 위탁받아 해외주식을 운용하고 있다는 실적(reference)으로 작용하여 향후 유사한 구조의 해외 연기금 자금도 유치할 수 있는 좋은 기회가 된다. 이렇게 그룹제를 통해 신규 선정된 국내 자산운용회사의 실제 운용성과도 글로벌 자산운용회사 그룹이나 현지 자산운용회사 그룹에 비해 저조하지 않은 것으로 보고되고 있다.

물론 이러한 그룹제 도입이 가능한 배경에는 특정 지역 유형에 대해서는 국내 운용회사가 비교적 양호한 경쟁력을 이미 확보하고 있었기 때문이다. 따라서 한국투자공사와 같은 국부펀드는 이러한 초기 투자실적을 축적할 수 있는 기회를 제공하는 것이 무엇보다 중요하다. 국부펀드로서 한국투자공사는 설립 근거법에 '금융산업의 발전에 기여함'을 명시하고 있다. 따라서 일정 부분 단기적인 수익률 저하를 감수하고서라도 국내 자산운용회사가 특정 지역에 대한 투자실적을 구축할 수 있는 기회를 제공하는 것이 무엇보다 중요하다. 이를 바탕으로 국민연금과 같은 공적연기금의 추가적인 자금집행이 이루어질 수 있기 때문이다.

나) 예비운용사(루키) 제도 도입

국민연금의 국내주식 투자를 위한 위탁운용사 선정에는 예비운용사 제도가 있다. 즉, 국민연금의 본 운용회사로 지원하기 어려운 중소형, 또는 신생 운용회사에게 소규모의 자금을 배분하여 일정 기간 동안 운용역량을 시험해 보는 제도이다. 시험 기간 동안 일정 수준 이상의 운용역량을 입증한 중소 운용회사 및 자문사는 평가를 거쳐 본 운용회사로 선정되게 된다. 이는 자산규모 및 투자실적 측면에서 국민연금의 위탁운용사로 지원조차 할 수 없는 소규모 운용회사 중에서 발전 가능성 높은 운용회사를 발굴하기 위한 국민연금의 정책적 노력으로 이해될 수 있다.

이러한 예비운용사 제도를 해외 부문에도 확대할 필요가 있다. 예비운용사 제도는 투자자측면에서 작은 부담으로 우수한 신규 운용회사를 발굴할 수 있는 기회가 되고, 순수한 재무적인 관점에서도 기관투자자의 장기성과를 제고할 수 있는 유용한 도구로 기능할 수 있다. 해외사례에서도 우수한 신규 운용회사를 발굴하려는 기관투자자의 노력이 장기적으로 기관의 수익률 제고에 긍정적으로 작용한다는 연구결과가 다수 보고되고 있기 때문이다.⁴⁶⁾

예를 들면, 미국 캘리포니아공무원연금(CalPERS)의 경우 2000년부터 기관투자자의 자금 위탁으로부터 소외되고 있는 지역 내 신생 소형 자산운용회사를 발굴 및 육성하는 신생 운용회사 프로그램(Emerging Manager Program: EMP)⁴⁷⁾을 가동중이다. 캘리포니아공무원연금의 EMP 도입 목적은 순수한 재무적 관점에서 장기적으로 안정적인 수익 증대임을 분명히 하고 있다. 특히 사모투자 시장에서 새로운 투자기회의 확대라는 측면에서 EMP 같은 노력이 유효한 것으로 알려져 있다. 최근 헤지펀드 투자와 같은 신규 자산군을 확대하려는 국민연금 등에 있어 이러한 EMP 사례가 시사하는 바가 크다고 하겠다.

다) 장기투자를 유도하는 성과평가 및 보상체계

국민연금과 같은 기관투자자가 위탁운용사를 평가하고 관리하는 과정은 그 자체로 국내 자산운용업계의 투자관행을 형성하게 된다. 국내 자산운용업계의 문제점으로 지적되고 있는 유형 편중(style drift)이나 단기적 투자관행 등의 문제는 근본적으로 이를 요구하는 기관투자자의 투자 행태에 연유하기 때문이다.

국내 자산운용회사가 글로벌 기업과 경쟁할 수 있는 운용역량을 확보하기 위해서는 확고한 투자신념(investment belief)과 이를 견지해 갈 수 있는 조직과 시스템의 구축이 중요하다. 기관투자자가 위탁운용사를 선정하고 관리하는 체계 역시 자산운용업계의 이러한 노력을 지지하고 유인할 수 있는 방향으로 설정되어야 한다. 예를 들면 최근에 국민연금의 위탁운용사 정기평가에 단기평가를 강화하는 조치가 논란이 되었다. 일 단위로 위탁운용사의 성과를 점검하고 연속해서 벤치마크를 하회하는

46) 보다 자세한 내용은 Pension consulting Alliance(2003)을 참조하기 바란다.

47) Emerging manager 또는 Developing manager라는 용어로 표현되며, 영세 규모의 신규 운용사 외에 여성 또는 외국인 같은 사회적 약자를 포함한다.

운용사에 대해서는 자금을 회수하겠다는 내용이다. 국민연금 입장에서는 기금의 위탁자산을 보다 신경써 관리해 달라는 요구였다고 하지만, 결과적으로 이러한 단기평가는 자산운용회사의 투자시계를 단기화하고 특정 유형에 대한 쏠림 현상을 가속화시키는 부정적인 결과를 초래할 뿐이다.

3) 자산운용회사 측면

가) 인력 및 시스템에 대한 투자 강화

자산운용업은 사람과 시스템에 대한 투자이다. 특히 해외투자의 경우에는 지역 및 자산에 대해 특화된 전문가의 역량과 이를 뒷받침해 줄 수 있는 고도의 운용지원시스템이 필수적이다. 기관투자자의 자금을 확보하기 위해서는 양호한 투자실적의 구축이 관건이며, 지속적인 투자실적은 결국 양질의 인력과 시스템으로부터 연유되기 때문이다. 하지만 양질의 인력과 시스템 구축에는 높은 비용이 수반될 수밖에 없다. 이는 결국 조직 내 최고의사결정자의 해외진출에 대한 의지와 연결된다. 조직 차원의 전사적 지원 없이는 성공적인 해외진출이 어려운 이유이다.

한편, 국내 자산운용시장이 아직은 충분히 성숙되지 못한 관계로, 특히 인력 측면에서는 높은 비용을 지불하더라도 원하는 만큼의 우수한 인력을 확보하기 어려운 측면이 있다. 인력시장의 수급 불균형은 단기간에 해소되기는 어려운 문제로, 시장의 성숙도에 맞춰 점진적으로 개선되어 갈 것으로 생각된다. 최근 들어 국민연금과 같은 투자분야에서 많은 지식과 오랜 경험을 축적해 온 전문인력들이 민간 자산운용 시장으로 진출하는 사례가 증가하고 있다. 이러한 인력들이 외국계 운용회사로 유출되지 않고 국내 자산운용회사의 역량 강화에 일조할 수 있도록 우수 인력 유치에 대한 기업 차원의 노력이 배가되어야 할 것이다. 이를 위해서는 공공기관의 전문 운용역에 대한 취업 제한이 일부 완화될 필요가 있다.

나) 해외진출에 대한 전사적 의지

앞서 언급한 바와 같이 자산운용회사의 해외진출에는 많은 비용과 노력, 그리고 시간이 요구된다. 이를 위해서는 조직 내 최고의사결정권자의 확고한 의지를 포함하여 해외진출에 대한 전사적인 노력이 경주되어야 한다. 전사적 차원의 투자는 경우에 따라서 자산운용회사의 재무적 위험을 초래할 수도 있으므로, 본격적인 해외진출에 앞서 면밀한 검토와 세밀한 운영 전략이 마련되어야 할 것이다.

하지만 대다수 국내 자산운용회사의 경우 국내 영업만으로도 높은 사업이익(ROE)을 향유하고 있어, 이러한 위험을 감수하면서까지 적극적으로 해외진출을 추진하고자 하는 동인이 부족한 것으로 보인다. 하지만 장기적 관점에서 계속해서 심화되고 있는 국내 영업의 높은 경쟁상황을 감안할 때, 자산운용회사의 지속적인 성장을 위해서는 해외진출은 피할 수 없는 과제이다. 피할 수 없다면 한 발 앞서는 것이 최선의 전략이 될 것이다.

4. 소결

고령화 사회로의 진입은 연금자산의 확대를 의미한다. 여기에는 공적 연금 및 퇴직연금과 같이 국가에 의해 강제되는 연금자산뿐만 아니라, 개인의 선택에 의해 자발적으로 확대되는 개인연금 등이 모두 포함된다. 늘어나는 수명에 상응하는 충분한 노후소득 보장을 위해서는 연금자산에 대한 자산운용관리의 효율성 제고가 필수적이다. 개인 및 기관투자자의 해외투자가 지금보다 현저히 확대되어야 하며, 이에 상응하는 국내 자산운용회사의 역량이 강화되어야 하는 직접적인 이유이다.

상대적으로 재무적 지식이 부족하고 관련 정보의 습득에 있어 불리할 수밖에 없는 개인투자자의 경우 공모펀드와 같은 간접투자기구를 통한 해외투자 확대가 바람직한 방향이다. 이러한 필요에 의해서 자연스럽게 확대되던 개인의 해외투자펀드는 2008년 글로벌 금융위기 및 유럽발 재정위기 등 일련의 시장침체를 지나면서 크게 위축되어 있는 상황이다. 이러한 문제를 타개하기 위해서는 투자자 차원의 인식 개선과 함께 정부 당국에 의한 정책적 배려, 그리고 무엇보다 개인의 다양한 투자요구에 부응할 수 있는 자산운용업체의 역량 제고가 필수적이라 하겠다.

공적연금 및 퇴직연금과 같은 기관투자자의 경우에 있어서도, 우리보다 앞서간 외국사례를 살펴보면 늘어나는 연금자산은 자연스럽게 자국 자산운용산업의 발전을 견인하고 있다. 401K로 대표되는 미국의 퇴직연금이 그러하였고, 호주의 *superannuation* 역시 자국의 자산운용회사를 글로벌 운용기관으로 발전시키는 결정적인 계기가 되었다. 하지만 국가 내의 연금자산 증가가 반드시 자국의 자산운용산업 발전으로 연결되는 것은 아니다. 이는 특정 연기금에 대한 전체 연금시장의 집중도와 관련되어 있다. 연금자산이 개별 기관에 집중되는 경우 보다는 다수의 기관으로 분산되어 있는 경우 자국의 자산운용산업으로 파급되는 효과가 보다 큰 것으로 관측되기 때문이다. 이러한 관점에서 국민연금과 같은 공적연기금에 전체 연금자산의 90% 가까운 자금이 집중되어 있는 우리나라의 경우 연금자산의 증가가 국내 자산운용업의 발전을 자연스럽게 견인할 것으로 기대하기 힘든 측면이 있다. 정부 차원의 적극적인 정책적 배려와 자산보유자(asset owner)의 동반성장에 대한 실질적인 의지가 요구되는 이유이다.

국내 자산운용회사가 적극적으로 해외로 진출하기 위해서는 많은 비용과 노력이 요구되며, 이로 인하여 상당한 수준의 사업 위험이 수반될 수밖에 없다. 따라서 자산부채관리위험(ALM risk)과 같은 내부적 동인에

의해 해외투자를 적극적으로 확대하고 있는 국내 기관투자자들은 상생 차원에서 국내 자산운용업계와의 효율적인 동반 진출 방안을 보다 적극적으로 모색할 필요가 있다. 특히 해외진출의 초기단계에서는 국내 금융 산업 발전을 설립 목표 중 하나로 설정하고 있는 한국투자공사(KIC)의 역할이 강조된다. 국부펀드의 적극적인 견인으로 최소한의 투자업력을 구축한 자산운용회사는 향후 공, 사적 연기금의 막대한 자금을 위탁 받을 수 있는 최소한의 자격 요건을 충족시킬 수 있기 때문이다.

정부 및 투자자 차원의 이러한 노력에 앞서 자산운용업계 스스로의 해외투자 역량 강화를 위한 노력이 경주되어야 함은 자명하다. 막대한 비용과 이로 인한 재무적 위험을 감수해야 하는 상황에서, 성공적인 해외진출을 위해서는 최고 의사결정권자의 의지를 바탕으로 한 전사적 지원이 필수적이다. 국내 사업의 높은 수익성(ROE)에 안주하려는 자세로는 가까운 미래에 전개될 높은 경쟁상황에서 절대 살아남을 수 없다. 국내 자산운용업계에 있어 글로벌화는 선택이 아닌 필수의 문제이다.

Ⅲ. 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 창출

1. 개요
2. 국경간 펀드판매의 가능성 및 조건
3. UCITS의 활용방안
4. ARFP의 활용방안
5. 소결

III. 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 창출

1. 개요

기업의 해외시장 진출은 성장과 확장이 그 궁극적인 목적이다. 해외 시장 진출에는 다양한 세부 유인이 존재한다. 새로운 고객을 확보함으로써 규모의 경제 효과를 극대화할 수 있고, 이를 통해 비용 효율성을 추구할 수 있다. 새로운 시장으로의 도전은 혁신동기를 부여해 주고 그 결과 상품 및 서비스의 다양화가 가능하다. 이 뿐만 아니라 국가 간 경기 순환의 차이가 존재하기 때문에 경영수익의 변동성 위험을 분산할 수도 있다.

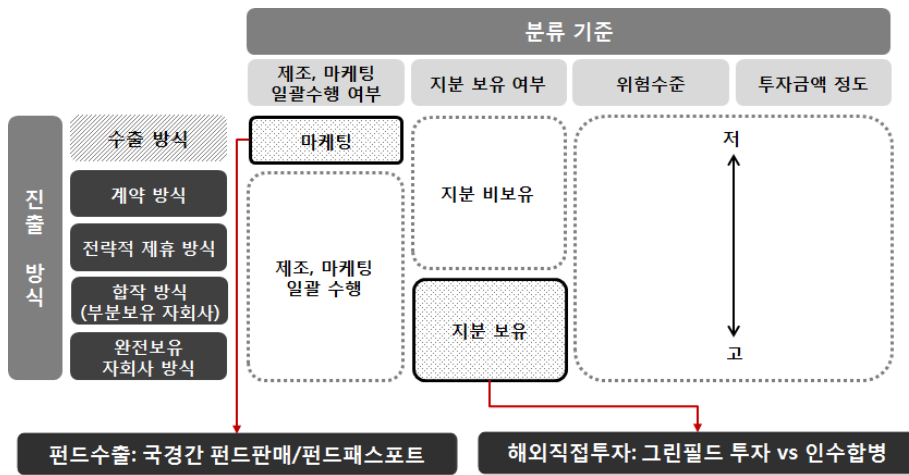
기업의 해외시장 진출 방식(foreign market entry mode)은 매우 다양하다. 수출(export) 방식, 프랜차이징, 라이선싱과 같은 계약(contract) 방식, 전략적 제휴(strategic alliances) 방식, 합작(joint ventures) 방식, 완전보유 자회사(wholly owned subsidiaries) 방식 등이 대표적인 예다. 연구자들은 이와 같은 해외시장 진출 방식들을 몇 가지 기준으로 분류한다. 기업이 진출대상 국가에서 생산과 마케팅 등 경영활동을 일괄적으로 수행하는지 여부에 따른 분류(Sharma and Erramilli(2004)), 지분보유를 통해 경영권을 확보하는지 여부에 따른 분류(Wilkinson and Nguyen(2003)) 등을 예로 들 수 있겠다. 일부는 해외시장 진출 방식을 위험수준(Caves(1994)), 또는 투자금액 정도(Cateora and Graham(2002)) 등을 기준으로 분류하기도 한다.

<그림 III-1>은 다양한 유형의 해외시장 진출 방식과 그 분류 기준을 보여 준다.⁴⁸⁾ 대체로 수출 방식의 투자 금액이나 위험수준이 가장 낮으며,

48) 실제로는 이 그림에서와 같이 명확하게 분류하기 어려운 경우가 많다.

완전보유 자회사 방식이 그 대척점에 있다. 즉, 완전보유 자회사 방식은 모회사가 강력한 통제권을 가지는 반면, 진출대상 국가에서의 경영활동 책무(commitment)가 가장 커서 위험과 비용 지출이 크다. 한편, 지분보유를 통한 해외진출 방식을 해외직접투자로 분류할 수 있는데, 이는 투자 방식에 따라 그린필드 투자(greenfield investment)와 인수합병(Mergers and Acquisition: M&A) 방식으로 나뉜다.⁴⁹⁾ 그린필드 투자는 진출대상 국가에 완전히 새로운 법인을 설립하는 경우를 의미하며, 인수합병은 말 그대로 진출대상 국가에 이미 존재하는 회사를 인수하거나 합병하는 방식을 의미한다. 이 두 방식은 소위 “buying versus building”이라는 논쟁 속에서 기업의 해외시장 진출 방식 중 가장 많이 비교되곤 한다.

〈그림 Ⅲ-1〉 기업의 해외시장 진출 방식 분류



49) 본 연구에서는 지분보유를 통한 해외시장 진출 방식, 즉 해외직접투자 방식을 “해외시장 현지진출”로 정의한다.

자산운용회사들의 해외시장 진출 방식도 일반 기업의 해외시장 진출 방식과 본질적으로 유사하다. 자산운용회사들의 경우에도 앞에서 언급한 해외시장 진출 방식의 대부분이 가능하다. 다만, 이 연구에서는 논의의 단순화를 위해 수출 방식과 지분보유 방식 등 두 가지 진출 방식에 대해서만 논의한다. 본 III장에서는 수출, 즉, 해외에서 지분보유 없이 국경간 펀드판매 또는 펀드패스포트를 활용해 수요를 창출할 수 있는 방안⁵⁰⁾에 대해 논의한다. 이어 IV장에서는 지분보유 방식, 즉 해외직접투자 방식을 통해 수요를 창출할 수 있는 방안에 대해 논의한다. IV장에서는 지분보유 방식의 대표적인 예인 그린필드 투자 방식과 인수합병 방식의 비교에 초점을 맞춘다.

자산운용회사들이 해외에 지분을 보유하지 않고 수출 방식으로 펀드를 판매하는 것은 매우 어렵다. 운용경험 및 운용역량을 겸비한 자산운용회사라 하더라도 해외수요에 적합한 펀드상품을 판매하기 위해서는 시장조사 및 판로개척에 많은 시간과 비용이 들 수밖에 없기 때문이다. 또한, 국가마다 상이한 역외펀드 등록 및 판매요건 등 자산운용 관련 규제와 펀드세제 등을 일일이 다 충족해야 한다. 이러한 점들을 감안하면 국경간 펀드판매를 통해 국내등록 공모펀드에 대한 해외의 투자수요를 유치하는 것 자체가 녹록치 않다. 실제로 아시아 지역만 보더라도 국경간 펀드판매의 대표 브랜드로 자리 잡은 UCITS 펀드 이외에는 아시아 개별국가 공모펀드의 해외 판매실적은 거의 전무한 수준이다.

이 지점에서 UCITS의 성공사례를 참고하여 아시아 지역에서 진행되고 있는 펀드패스포트를 활용한 지역별 펀드시장 통합 또는 블록화 추세를 주목할 필요가 있다. 펀드패스포트는 유럽의 UCITS지침처럼 자산운용회사 및 펀드의 등록·인가, 판매 등에 대한 상호인증 또는 공통규범을

50) 실제로는 국경간 펀드판매의 경우에도 약간의 지분투자가 필요한 경우가 생긴다. 다만, 그 금액이 크지 않기 때문에 여기에서는 지분보유가 없다고 가정한다.

마련하여 이를 채택하는 국가들 사이에 펀드 교차판매를 허용하는 제도이다. 아시아 지역에서는 아직 실적은 미미하지만, 호주-홍콩 펀드 상호인증제(2008년 7월)를 필두로 ASEAN CIS(2014년 8월)와 중국-홍콩 펀드 상호인증제(2015년 7월) 등이 시행되고 있다.⁵¹⁾ 2010년부터 우리나라를 포함하여 아시아 태평양 지역 12개국⁵²⁾이 약 5년 동안 세부방안을 마련한 ARFP도 빠르면 2년 이내에 시작될 예정이다.

자산운용회사 입장에서 보면, 펀드패스포트 제도의 가장 큰 장점은 펀드시장이 개별국가에서 회원국 전체로 확대되고, 해외 현지진출을 하지 않더라도 펀드 수출방식으로 해외 투자수요를 유치할 수 있다는 것이다. 그러므로 현재 아시아 지역에서 진행되고 있는 펀드패스포트 제도의 확산추세를 감안하면, UCITS 펀드 이외에도 아시아 지역에서 설정된 공모펀드의 국경간 펀드판매가 크게 늘어날 수 있다. 이는 국내 자산운용회사들도 UCITS이나 ARFP와 같은 펀드패스포트를 잘 활용한다면 아시아와 유럽에서 어느 정도 투자수요를 확보할 수 있음을 의미하기도 한다. 물론 이에 대한 반대급부로 자산운용회사들은 국내시장에서 해외 자산운용회사와의 경쟁을 감수해야 한다. 더군다나 최근 들어 크게 늘어나고 있는 국내의 해외투자 수요를 감안하면, 이러한 경쟁이 국내 자산운용회사들이 예상하는 것보다 더 빨리 본격화될 수도 있다. 이러한 사정을 감안하면 국내 자산운용업계가 정말로 펀드패스포트를 통해 해외수요를 창출할 수 있는지, 창출할 수 있다면 정부와 업계가 어떠한 노력을

51) 일반 공모펀드를 대상으로 하는 ASEAN CIS는 2014년 8월 25일부터 회원국간 펀드 교차판매가 시작되었는데, 현재 5개 펀드가 등록되어 있는 것으로 알려져 있다. 홍콩-호주간 펀드 상호인증제는 2008년부터 시행되고 있으나, 실적은 거의 없는 것으로 알려져 있다. 홍콩-중국 펀드 상호인증제는 주식형, 채권형, 혼합형, 인덱스펀드, ETF 등을 대상으로 2015년 7월부터 시행되고 있다. 홍콩-중국 펀드 상호인증제의 총 투자한도는 3천억위안(약 480억달러)이며, 약 100여개의 홍콩 펀드(약 3천억위안 규모)와 850개의 중국 펀드(약 2조위안 규모)가 적격 펀드에 해당하는 것으로 알려져 있다.

기울여야 하는지에 대해 검토할 필요가 있다.

이러한 점을 염두에 두고 본 장은 다음과 같이 구성되어 있다. 우선, 2절에서는 국경간 펀드판매에 영향을 미치는 요인을 검토하고, 국내외 자산운용회사 간 펀드수요 확보경쟁을 다룬 이론모형을 통해 펀드패스포트 또는 국경간 펀드판매를 활용한 해외수요 창출의 가능성과 조건에 대해 살펴보았다. 이론모형 분석결과, 비록 국내 자산운용회사들이 해외 유수의 자산운용회사들에 비해 투자역량 또는 투자효율성이 떨어진다고 하더라도 역외펀드 판매장벽이 낮은 펀드패스पोर्ट를 활용한다면 어느 정도 해외수요를 창출할 수 있음을 확인하였다.

3절에서는 대표적인 펀드패스पोर्ट 제도인 UCITS의 성공요인과 국내 자산운용업계의 UCITS 활용현황 및 그 특징에 대해 살펴보았다. 또한, 이론모형에 기초하여 국내 자산운용회사들이 UCITS을 통해 해외수요를 창출할 수 있는지에 대해 검토하였다. 이를 바탕으로 UCITS을 활용하기 위한 정부의 제도개선 및 자산운용업계의 과제에 대해 논의하였다. 분석결과, 현 상황에서는 국내펀드의 유럽 판매 가능성은 낮은 반면, UCITS 펀드의 국내판매는 30%에서 최대 100% 가량 증가할 것으로 추정되었다. 이는 UCITS 펀드에 대한 우리나라의 역외펀드 판매장벽이 그다지 높지 않고, UCITS 펀드의 전반적인 투자효율성이 국내펀드에 비해 더 높은 데에 기인한다. 다만, 비록 소수이긴 하나 UCITS 펀드를 운용하는 국내 자산운용회사들이 존재하고, 많은 자산운용회사들이 UCITS을 활용한 해외진출의 필요성을 인식하고 있다. 그러므로 국내 운용업계의 대응 전략에 따라 이러한 결과는 달라질 수 있을 것으로 판단된다.

4절에서는 빠르면 2년 이내에 출범할 것으로 예상되는 ARFP의 활용방안에 대해 다루고 있다. 구체적으로 이 절에서는 실증분석 및 이론모형에 근거한 ARFP 영향분석을 수행하고, ARFP 관련 제도개선 과제 및 업계의 활용방안에 대해 논의하였다. 특히, 본 절에서는 ARFP가 국내

자산운용산업에 미치는 영향을 파악하기 위해 국내외 펀드보수 자료에 근거하여 ARFP를 통해 유치할 수 있는 해외수요 규모를 추정하였다. 그 결과, 국내 자산운용업계는 ARFP 펀드의 국경간 펀드판매를 통해 단기적으로는 펀드시장 규모 대비 1~7% 가량 해외수요를 창출할 수 있는 것으로 추정되었다. 그러나 투자효율성이 상대적으로 낮아 장기적으로는 1~5% 가량 펀드규모가 감소할 가능성도 있음을 확인하였다. 이러한 ARFP 영향분석 결과는 무엇보다도 국내 자산운용업계의 투자효율성을 높이는 것이 가장 중요한 과제임을 시사한다. 마지막으로 5절에서는 본 장의 내용을 요약하였다.

2. 국경간 펀드판매의 가능성 및 조건

국경간 펀드판매는 해외펀드 판매채널을 통해 해외 투자자들에게 국내펀드를 판매하는 것을 의미한다. 따라서, 국경간 펀드판매를 추진하는 자산운용회사는 해외 투자자를 유치하기 위해 판매대상 국가의 자산운용회사와 경쟁해야 한다. 즉, 자산운용회사 입장에서 보면 국경간 펀드판매는 경쟁대상과 투자자가 모두 해외에 있다는 점에서 자국 시장에서의 펀드판매와 차이가 있다. 이 점에서 국내외 자산운용회사 간 펀드수요 확보 경쟁이라는 관점에서 국경간 펀드판매를 이해할 필요가 있다. 이에 본 절에서는 국경간 펀드판매의 결과로 벌어지는 국내외 자산운용회사 간 경쟁에 영향을 미치는 요인에 대해 검토하고, 이론모형을 통해 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 확보 가능성 및 조건에 대해 살펴보고자 한다.

가. 국경간 펀드판매에 영향을 미치는 요인

우선, 국경간 펀드판매 또는 국내외 자산운용회사 간 경쟁에 영향을 미치는 요인으로 펀드의 과거수익률 또는 기대수익률을 들 수 있다. 공모펀드 시장은 투자자와 펀드매니저 간 정보비대칭이 매우 높아 투자자들은 대체로 펀드의 과거 성과를 미래 기대수익률로 간주하고 펀드를 선택하는 경향이 있다(Capon et al.(1996), Alexander et al.(1998)). 이에 따라 개별 자산운용회사가 선택한 펀드의 기대수익률이 높으면 비록 펀드보수가 다른 펀드에 비해 높더라도 더 많은 투자자금을 유치할 수 있다.

펀드보수도 국경간 펀드판매에 중요한 영향을 미치는 요인이다. 투자자 입장에서 보면 펀드 투자비용인 펀드보수는 펀드의 성과와 더불어 투자자들이 펀드선택 시 참고하는 주요 지표이다. 실제로 펀드보수와 투자자금의 관계는 상대적으로 보수가 낮은 펀드에 더 많은 투자자금이 몰리는 역의 관계를 가지고 있는 것으로 알려져 있다(Lakonishok et al.(1992), Barber et al.(2000), Barber et al.(2005), Coates and Hubbard(2007)). 또한, Khorana et al.(2008)과 Lang and Köhler(2011)에 의하면 역외에 설정되어 여러 국가에 판매되는 펀드의 보수가 더 높은 경향이 있다.⁵²⁾

자산운용회사의 투자효율성을 반영하는 비용구조 역시 국내외 자산운용회사 간 경쟁에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 일례로 펀드시장이 매우 경쟁적인 시장임에도 불구하고 동일 유형의 펀드 간 보수의 차이가

52) Khorana et al.(2008)은 2002년 18개국에서 판매되는 46,580개 공모펀드의 보수 비교를 통해 다음과 같은 특징을 발견하였다. 첫째, 규모가 큰 펀드 또는 자산운용회사의 보수가 낮다. 둘째, 역외에 설정되어 여러 국가(특히, 세율이 높은 국가)에 판매되는 펀드의 보수가 더 높은 경향이 있다. 셋째, 기관투자자를 대상으로 하는 펀드의 보수가 더 낮다. 넷째, 투자자보호가 잘 된 국가일수록 펀드보수가 더 낮다.

존재한다(Golec(1996), Carlson et al.(2004), Elton et al.(2004)).⁵³⁾ 그런데 Golec(1996), Carlson et al.(2004), Elton et al.(2004), Gil-Bazo and Ruiz-Verdú(2008), Gil-Bazo and Ruiz-Verdú(2009), 김종민·송홍선(2012) 등의 기존 문헌에서는 이러한 펀드보수의 차이를 펀드의 비용구조 또는 투자효율성의 차이, 성과에 대한 투자자의 민감도 차이 등에 기인하는 것으로 보고 있다.⁵⁴⁾ 예를 들어, 투자효율성이 높은 펀드의 보수가 더 낮거나, 성과가 낮은 펀드라 하더라도 펀드성과에 둔감한 투자자들에게 더 높은 보수를 책정할 수 있다는 것이다. 따라서, 펀드의 기대수익률이 다소 낮더라도 자산운용회사의 단위 투자비용이 낮다면 보수 수준을 낮출 수 있어 더 많은 투자자금을 유치할 수 있다.

펀드수요 측면에서는 자산운용회사에 대한 투자자의 선호가 국내외 자산운용회사 간 경쟁에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 투자자들이 외국 자산운용회사보다 자국 자산운용회사를 더 선호한다면 자국 자산운용회사 펀드의 기대수익률이 낮거나 펀드보수가 높더라도 펀드선택을 바꾸지 않을 가능성이 높다. 이를 자산운용회사 입장에서 보면 충성도가 높은 투자자가 많을수록 시장지배력이 높아지게 되어 더 높은 펀드보수를 책정할 수 있는 것이다.

마지막으로 국경간 펀드판매 및 국내외 자산운용회사 간 경쟁에 영향을 미치는 요인으로 역외펀드 판매장벽을 들 수 있다. 역외펀드 판매장벽의 예는 다음과 같다. 우선, 우리나라처럼 역외펀드 설정국가에 제한이 있다면, 적법한 국가에서 설정되지 않은 펀드의 판매가 원칙적으로 봉쇄된다. 설령 적법한 국가에서 설정된 역외펀드라 하더라도 등록·인가 및 판매요건이 까다롭다면 역외펀드 판매가 사실상 불가능할 수 있다.

53) 이러한 경향은 동일한 지수를 추종하는 인덱스펀드에서도 관찰된다.

54) 한편, 펀드보수의 차이는 펀드유형과 같은 펀드의 특성뿐만 아니라 자산운용회사의 소유구조, 소속 국가 등과 같은 외적인 특성에 의해서도 기인한다(Cooper et al.(2012), Khorana et al.(2008), Berkowita and Qui(2003)).

역외펀드 등록·인가를 마쳤더라도 해당 국가 펀드 판매채널에서 상품성 미비 등과 같은 이유로 판매에 소극적이거나 자국펀드를 우선적으로 권유하는 경우에도 역외펀드 판매가 어려워진다.⁵⁵⁾ 판매채널을 통한 판매가 가능하더라도 판매국가 법령에 맞는 펀드가입 및 환매, 예탁관리, 기준가격 및 세금산정 등 펀드 후선업무와 관련된 인프라가 미흡하면 역외펀드 판매가 어려워진다. 이처럼 역외펀드 판매장벽은 역외펀드 설정국가 및 유형 제한, 등록·인가 및 판매규정 제한, 펀드 판매채널 접근성 제한, 기타 펀드 관련 제도 및 인프라 미비 등을 모두 포괄하는 개념이다.⁵⁶⁾ 다만, 역외펀드 판매장벽은 그 중요성에도 불구하고 다른 요인들과는 달리 실제로 계량화하기가 어렵다는 점을 유의할 필요가 있다.

나. 국경간 펀드판매에 대한 이론모형 분석

1) 이론모형 개관

본 절에서는 앞서 살펴본 국내외 자산운용회사 간 경쟁에 영향을 미치는 요인들을 감안하여 서로 다른 두 국가에 위치한 자산운용회사 간 펀드수요 확보경쟁을 다룬 이론모형을 제시하고자 한다. 특히, 이론모형에서는 기존 문헌에서는 고려하지 않은 역외펀드 판매장벽을 감안하였다. 즉, 이 절의 이론모형에서는 서로 다른 국적의 두 자산운용회사가 역외펀드 판매장벽이라는 제약 하에서 펀드수요 확보경쟁을 벌이는 상황을 가정하여, 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 확보 가능성 및 그 조건에 대해 살펴보고자 한다.

55) 대부분의 국가에서 자국에 소재한 은행, 보험, 증권 등의 판매채널을 통해 역외펀드를 판매하도록 규정하고 있다.

56) 이외에도 국가 간 사회·문화적인 차이도 넓게 보면 역외펀드 판매장벽의 요인으로 볼 수 있다.

서로 다른 국가 1, 2에 위치한 위험중립적(risk neutral) 자산운용회사 A , B 를 가정하자. 자산운용회사 A 는 국가 1에, 자산운용회사 B 는 국가 2에 위치하고 있다. 또한, 개별 국가에는 무수히 많은 위험중립적인 투자자들이 있으며, 개별 투자자의 투자금액은 1이라고 하자. 이 이론모형에서 자산운용회사 간 펀드판매 경쟁은 다음과 같은 자산운용회사와 투자자의 의사결정단계를 거쳐 이루어진다. 우선, 두 자산운용회사 A , B 는 기대총수익(expected gross return)이 각각 R_A , R_B 로 주어진 펀드 보수율 f_A , f_B 를 결정한다.⁵⁷⁾ 이후 개별 국가의 투자자들은 두 자산운용회사 펀드의 기대총수익 R_A , R_B 와 펀드 보수율 f_A , f_B 를 보고 기대수익률이 더 높은 펀드에 투자한다.⁵⁸⁾

이 이론모형에서 자산운용회사의 투자비용, 투자자의 선호, 역외펀드 판매장벽 등에 대한 가정은 다음과 같다. 우선, 자산운용회사의 투자비용 또는 투자효율성 측면에서 개별 자산운용회사는 투자금액 1단위당 $c_j, j = A, B$ 의 투자비용이 소요된다고 가정한다. 여기서 투자비용 $c_j, j = A, B$ 는 개별 자산운용회사가 펀드운용을 위해 부담하는 투자금액 1단위당 소요되는 물적·인적 비용, 조사연구 비용, 기타 펀드운영 비용 등을 의미한다. 이 가정에 따르면, 자산운용회사 j 의 투자금액 1단위당 수익이 R_j 이고, 펀드 보수율이 f_j 라면 자산운용회사 j 의 단위 투자금액

57) 기대총수익은 자산운용회사의 투자전략에 따른 포트폴리오 구성과 포트폴리오를 구성하는 개별 자산의 기대수익률 등에 의해 영향을 받는다. 이 중에서 자산운용회사의 투자전략 내지 포트폴리오 구성전략 또한 펀드보수와 함께 자산운용회사의 중요 의사결정사항에 해당한다. 다만, 본 이론모형은 해외 펀드수요 확보를 위한 국내외 자산운용회사 간 보수경쟁균형에 초점을 두고 있으므로 이들 변수들을 외생변수로 가정하였다.

58) 이 이론모형은 서로 다른 국가에 위치한 두 자산운용회사가 벌이는 펀드 보수경쟁에 대한 게임모형이며, 후방귀납법(backward induction)에 의해 균형을 도출할 수 있다.

당 이윤은 $R_j f_j - c_j$ 이다. 따라서, 동일한 기대수익률을 얻을 수 있는 펀드라 하더라도 투자비용이 낮은 자산운용회사는 더 높은 이윤을 얻을 수 있다. 이 점에서 c_j 는 개별 자산운용회사의 투자효율성을 대표하는 변수이다.

투자자 측면에서는 개별 국가 투자자마다 펀드 탐색비용(search cost)이 다른 것으로 가정한다. 구체적으로 국가 k 투자자 i 의 자산운용회사 j 펀드에 대한 탐색비용을 $d_{k,i,j}$, $k=1,2, i \in [0, \theta], j=A, B$ 라 하고, $d_{k,i,B} = \theta - d_{k,i,A}$ 의 관계를 충족하는 것으로 가정한다. 예를 들어, 국가 1 투자자 i 가 자국 A 자산운용회사 펀드에 투자할 때에는 $d_{1,i,A}$ 의 탐색비용을, 해외 B 자산운용회사 펀드에 투자할 때에는 $\theta - d_{1,i,A}$ 의 탐색비용을 지불하는 것이다. 이 가정에 따르면 자국 자산운용회사 펀드에 대한 탐색비용이 낮은 투자자일수록 자국 자산운용회사 펀드를 선택할 가능성이 높아진다. 여기서 θ 는 투자자들이 부담해야 하는 탐색비용의 최대치로서 투자자들의 이질성(heterogeneity) 또는 자국 자산운용회사에 대한 선호도(horizontal differentiation)를 나타내는 변수이다. 따라서, 이 가정은 개별 자산운용회사들이 펀드 상품에 대한 차별화 이외에도 투자자들의 자국 자산운용회사에 대한 높은 선호도 때문에 자국시장에서 시장지배력을 가질 수 있음을 의미한다.

역외펀드 판매장벽이 펀드수요에 미치는 영향을 측정하기 위해 본 이론모형에서는 개별국가 투자자들이 해외 j 자산운용회사 펀드에 투자할 경우에는 추가적으로 $t_j > 0, j=A, B$ 만큼의 고정비용이 소요된다고 가정한다. 예를 들어, 국가 1 투자자가 역외펀드인 해외 B 자산운용회사 펀드에 투자할 경우에는 탐색비용 이외에 추가적으로 t_B 만큼의 비용을 지불해야 하는 것이다. 이 고정비용은 역외펀드 투자를 가로막는 제도 및 인프라 미비 등을 단위비용으로 환산한 것이다.

2) 이론모형 균형

가) 투자자들의 펀드선택

개별 국가의 투자자들은 두 자산운용회사 펀드의 기대총수익 R_A , R_B 와 펀드 보수율 f_A , f_B 뿐만 아니라 자신의 탐색비용과 역외펀드 투자 고정비용 등을 감안하여 기대수익률이 더 높은 펀드에 투자하게 된다. 이를 국가 1과 국가 2 투자자로 구분하여 살펴보면 다음과 같다.

우선, 국가 1 투자자 i 의 입장에서 자국 A 자산운용회사 펀드의 기대수익률은 $R_A(1-f_A)-d_{1,i,A}$ 이며, 해외 B 자산운용회사 펀드의 기대수익률은 $R_B(1-f_B)-(\theta-d_{1,i,A}+t_B)$ 이다. 국가 1에서 국내펀드와 역외펀드가 무차별한 투자자의 탐색비용을 \tilde{d}_A 라고 표기하면 다음과 같은 (1)의 관계를 충족해야 한다. 따라서, 자국 자산운용회사에 대한 탐색비용이 0부터 \tilde{d}_A 인 투자자들은 자국 A 자산운용회사 펀드를, \tilde{d}_A 부터 θ 인 투자자들은 해외 B 자산운용회사 펀드를 선택한다. 즉, 국가 1의 투자자 중에서 \tilde{d}_A/θ 비율만큼의 투자자가 자산운용회사 A 의 펀드를, $1-\tilde{d}_A/\theta$ 비율만큼의 투자자가 자산운용회사 B 의 펀드를 선택한다.

$$\tilde{d}_A = \frac{R_A(1-f_A)-R_B(1-f_B)+\theta+t_B}{2} \quad (1)$$

마찬가지로 국가 2 투자자 i' 의 입장에서 자국 B 자산운용회사 펀드의 기대수익률은 $R_B(1-f_B)-d_{2,i',B}$ 이며, 해외 A 자산운용회사 펀드의 기대수익률은 $R_A(1-f_A)-(\theta-d_{2,i',B}+t_A)$ 이다. 그리고 국가 2에서 국내

펀드와 역외펀드가 무차별한 투자자의 기회비용을 \tilde{d}_B 라고 표기하면 다음과 같은 식 (2)의 관계를 충족해야 한다. 따라서, 자국 자산운용회사에 대한 기회비용이 0부터 \tilde{d}_B 인 투자자들은 자국 B 자산운용회사 펀드를, \tilde{d}_B 부터 θ 인 투자자들은 해외 A 자산운용회사 펀드를 선택한다. 즉, 국가 2 투자자 중에서는 $1 - \tilde{d}_A/\theta$ 비율만큼의 투자자가 자산운용회사 A의 펀드를, \tilde{d}_B/θ 비율만큼의 투자자가 자산운용회사 B의 펀드를 선택한다.

$$\tilde{d}_B = \frac{R_B(1-f_B) - R_A(1-f_A) + \theta + t_A}{2} \quad (2)$$

식 (1)과 (2)로부터 다음과 같이 기대총수익과 펀드보수가 주어졌을 때 두 자산운용회사 A와 B의 펀드규모 Q_A, Q_B 가 결정된다.

$$Q_A(f_A, f_B | R_A, R_B, \theta, \Delta t) = \frac{\tilde{d}_A}{\theta} + \left(1 - \frac{\tilde{d}_B}{\theta}\right) = 1 + \frac{2X - \Delta t}{2\theta} \quad (3)$$

$$Q_B(f_A, f_B | R_A, R_B, \theta, \Delta t) = \frac{\tilde{d}_B}{\theta} + \left(1 - \frac{\tilde{d}_A}{\theta}\right) = 1 - \frac{2X - \Delta t}{2\theta} \quad (4)$$

$$X \equiv \Delta R - (R_A f_A - R_B f_B), \quad \Delta R = R_A - R_B, \quad \Delta t \equiv t_A - t_B$$

나) 자산운용회사의 펀드보수 결정 및 균형식

식 (3)과 (4)와 같이 펀드규모 Q_A 와 Q_B 가 결정되면 두 자산운용회사들은 다음의 식에 따라 자사의 이윤이 극대화되는 펀드보수를 선택하게 된다. 두 자산운용회사 모두 판매장벽 및 자사에 대한 투자자들의 선호도가 주어졌을 때 다른 자산운용회사의 보수율과 자사의 투자비용 즉, 투자효율성을 감안하여 자사의 이윤을 극대화하는 펀드보수의 수준을 결정한다.

$$f_A = \operatorname{argmax} Q_A(f_A, f_B | R_A, R_B, \theta, \Delta t)(R_A f_A - c_A) \quad (5)$$

$$f_B = \operatorname{argmax} Q_B(f_A, f_B | R_A, R_B, \theta, \Delta t)(R_B f_B - c_B) \quad (6)$$

식 (5)와 (6)을 풀면 식 (7)부터 (10)과 같이 이론모형의 균형 펀드규모와 펀드보수율을 핵심 외생변수인 θ , Δt , ΔR , $\Delta c = c_A - c_B$ 등의 함수로 표현할 수 있다. 여기서 θ 는 투자수요에 대한 시장지배력을, Δt 는 판매장벽의 상대적인 차이를, ΔR 은 펀드 기대수익률의 차이를, Δc 는 투자효율성의 상대적인 차이를 나타낸다.

$$Q_A = 1 + \frac{\Delta R}{3\theta} - \frac{2\Delta c + \Delta t}{6\theta} \quad (7)$$

$$Q_B = 1 - \frac{\Delta R}{3\theta} + \frac{2\Delta c + \Delta t}{6\theta} \quad (8)$$

$$R_A f_A = \theta + \frac{\Delta R}{3} - \frac{\Delta t}{6} + \frac{2c_A + c_B}{3} \quad (9)$$

$$R_B f_B = \theta - \frac{\Delta R}{3} + \frac{\Delta t}{6} + \frac{c_A + 2c_B}{3} \quad (10)$$

3) 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 확보 조건

특정 국가에서 역외펀드의 국내판매가 제도적으로 불가능하다면 해당 국가 자산운용회사는 자국의 펀드수요를 모두 흡수할 수 있다. 하지만, 역외펀드의 국내판매가 허용되는 국가의 자산운용회사는 해외시장은 차치하더라도 적어도 자국시장에서 해외 자산운용회사와 경쟁을 해야 한다. 이를 감안하면, 국경간 펀드판매를 통해 확보할 수 있는 개별 자산운용회사의 해외수요 크기 $\Delta Q_j = Q_j - 1, j = A, B$ 는 식 (7)과 (8)로부터 다음과 같이 정리할 수 있다.

$$\Delta Q_A = \frac{\Delta R}{3\theta} + \left(\frac{-\Delta c}{3\theta} \right) + \left(\frac{-\Delta t}{6\theta} \right) \quad (11)$$

$$\Delta Q_B = \frac{\Delta R}{3\theta} + \left(\frac{\Delta c}{3\theta} \right) + \left(\frac{\Delta t}{6\theta} \right) \quad (12)$$

식 (11)과 (12)는 국내외 펀드 간 기대수익률 차이(ΔR), 투자효율성 차이(Δc), 역외펀드 판매장벽의 상대적인 차이(Δt)가 해외수요의 크기를 결정하는 주요 변수임을 보여주고 있다. 편의상 국내 자산운용회사를 A라고 하면, 식 (11)은 국내펀드의 기대수익률이 해외펀드 또는 역외펀드보다 높을수록($\Delta R > 0$), 국내 자산운용회사의 투자효율성이 높을수록($\Delta c < 0$), 해외의 역외펀드 판매장벽이 낮을수록($\Delta t < 0$) 국내 자산운용회사 펀드의 해외판매 규모가 증가할 것임을 보여준다.

그런데 펀드의 기대수익률과 투자효율성은 자산운용회사의 운용역량과 밀접한 변수이며, 역외펀드 판매장벽은 개별 나라의 펀드판매 관련 제도나 판매채널 등의 인프라와 밀접한 변수이다. 이 중에서 본 절에서는 역외펀드 판매장벽이 해외수요 확보에 미치는 영향을 주목하고자 한다. 식 (11)을 역외펀드 판매장벽의 상대적인 크기(Δt)를 기준으로 재정리하면, 국내 자산운용회사가 국경간 펀드판매로부터 해외수요를 유치할 수 있는 조건($\Delta Q_A > 0$)은 다음의 식 (13)과 같다. 그리고 식 (13)은 ΔR 과 Δc 의 상대적인 크기에 따라 $\Delta R > \Delta c$ 인 경우와 $\Delta R \leq \Delta c$ 인 경우로 구분하여 정리할 수 있다. 다음의 식 (14)와 (15)가 이에 해당한다. 이에 따르면 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 유치 조건은 국가 간 역외펀드 판매장벽의 상대적인 차이와 국내외 자산운용회사 간 투자효율성 내지 운용역량의 상대적인 차이에 의해 결정된다.

$$\Delta t < 2(\Delta R - \Delta c) \quad (13)$$

$$\Delta t < 2(\Delta R - \Delta c), \quad \Delta R > \Delta c \text{인 경우} \quad (14)$$

$$\Delta t < 2(\Delta R - \Delta c) \leq 0, \quad \Delta R \leq \Delta c \text{인 경우} \quad (15)$$

우선, $\Delta R > \Delta c$ 인 경우를 살펴보자. $\Delta R > \Delta c$ 는 국내외 자산운용회사 간 투자효율성의 차이에 비해 국내 자산운용회사 펀드의 기대수익률이 해외 자산운용회사 펀드보다 높은 경우를 의미한다. 즉, 국내 자산운용회사의 운용역량이 해외 자산운용회사에 비해 더 높은 경우이다.⁵⁹⁾

59) $\Delta R > \Delta c$ 를 풀어서 정리하면 $R_A - c_A > R_B - c_B$ 이다. 즉, 국내 자산운용회사의 투자금액 1단위당 비용차감 순수익이 해외 자산운용회사보다 더 높은 경우를 의미한다. 투자비용 c_A, c_B 가 개별 자산운용회사가 펀드운용을 위해 부담하는 투자금액 1단위당 물적·인적 비용 및 조사연구 비용

이 점에서 $\Delta R > \Delta c$ 의 경우는 대체로 우리나라보다 자산운용산업의 발전이 뒤진 국가에 국내펀드를 판매하는 경우에 해당한다고 볼 수 있다. 이 경우 국내 자산운용회사의 운용역량 또는 투자효율성이 해외 자산운용회사보다 더 높으므로 국내 자산운용회사는 해외 자산운용회사에 비해 더 낮은 펀드보수를 책정할 수 있다. 이에 따라 해외 투자자들은 비록 자국의 역외펀드 투자비용(t_A)이 높더라도 역외펀드에 투자할 유인을 갖게 된다. 따라서, 해외의 역외펀드 판매장벽이 국내보다 낮거나 ($\Delta t \leq 0$), 높더라도 식 (14)의 조건을 충족한다면 국내 자산운용회사는 국경간 펀드판매를 통해 해외 투자수요를 유치할 수 있다.

$\Delta R \leq \Delta c$ 는 국내외 자산운용회사 간 투자효율성 차이에 비해 국내 자산운용회사 펀드의 기대수익률이 해외 자산운용회사 펀드보다 낮은 경우를 의미한다. 즉, 국내 자산운용회사의 운용역량이 해외 자산운용회사에 비해 떨어지는 경우이다. 따라서, $\Delta R \leq \Delta c$ 는 우리나라보다 자산운용산업이 발전한 국가에 국내펀드를 판매하는 경우에 해당한다. 이 경우에는 국내 자산운용회사의 투자효율성이 해외 자산운용회사보다 낮으므로 국내펀드의 보수가 해외 자산운용회사의 펀드보다 높을 수밖에 없다. 그 결과 역외펀드 판매장벽이 높은 해외 국가에서는 국내 자산운용회사가 펀드를 판매하더라도 투자수요를 유치할 수 없다. 해외 투자자들이 굳이 높은 역외펀드 투자비용(t_A)을 부담하면서까지 보수가 높은 국내 자산운용회사의 펀드에 투자할 유인이 없기 때문이다. 하지만, 식 (15)와 같이 역외펀드 투자비용이 충분히 낮은 해외 국가에서는 사정이 달라진다. 역외펀드의 보수가 높더라도 낮은 역외펀드 투자비용이 이를 상쇄하여 일부 투자자들에게는 여전히 자국펀드보다 역외펀드에 투자하는 것이 유리하기 때문이다. 그러므로 국내 자산운용회사는 비록 투자효율성이

등을 의미하므로, $\Delta R > \Delta c$ 는 국내 자산운용회사의 투자역량이 해외 자산운용회사보다 나은 경우를 지칭한다.

낮더라도 역외펀드 투자가 용이한 국가에서는 어느 정도 해외수요를 확보할 가능성이 존재한다. 물론 이를 위해서는 국내펀드의 보수 f_A 가 지나치게 높아서는 안 된다.⁶⁰⁾

〈표 III-1〉 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 유치 조건

역외펀드 판매장벽	$\Delta R > \Delta c$	$\Delta R \leq \Delta c$
국내 \geq 해외 ($\Delta t \leq 0$)	가능	$\Delta t < 2(\Delta R - \Delta c) \leq 0$
국내 $<$ 해외 ($\Delta t > 0$)	$0 < \Delta t < 2(\Delta R - \Delta c)$	불가능

주: 해외수요 유치는 $\Delta Q_A > 0$ 인 경우를 의미

한편, 두 자산운용회사의 투자효율성 또는 운용역량이 동일 ($\Delta R = \Delta c$)하면, 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 유치 가능성은 두 국가 간 역외펀드 판매장벽의 상대적인 크기에 의해 결정된다. 이 경우에는 두 국가 중 역외펀드의 판매장벽이 더 높은 국가에 위치한 자산운용회사가 해외수요를 유치할 수 있다.⁶¹⁾

60) 예를 들어 $R_A = R_B = R$ 이라고 가정하면, 식 (2)로부터 국가 2에서 국내 펀드를 선택하는 투자자가 존재하기 위해서는 f_A 가 $f_B + (\theta - t_A)/R$ 보다 작아야만 한다.

61) 예를 들어 국가 1의 역외펀드 판매장벽이 더 높다($\Delta t < 0$)고 가정하자. 이 경우 역외펀드 투자 고정비용이 높은 국가 1 투자자들은 역외펀드인 B 자산운용회사 펀드보다 자국 A 자산운용회사 펀드에 투자하는 것이 더 유리하게 된다. 반면, 역외펀드 투자가 상대적으로 용이한 국가 2 투자자들 중 일부는 역외펀드인 A 자산운용회사 펀드를 선택할 유인이 있다.

다. 국경간 펀드판매에 대한 시사점

이상 이론모형을 통해 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 유치 가능성 및 그 조건에 대해 살펴보았다. 이론모형의 주요 결론은 다음과 같다. 첫째, 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 창출 규모는 국내외 펀드 간 기대수익률 차이, 투자효율성 차이, 역외펀드 판매장벽의 상대적인 차이 등에 영향을 받는다. 둘째, 해외 자산운용회사에 비해 국내 자산운용회사의 투자역량 또는 투자효율성이 높으면 국경간 펀드판매로부터 해외의 펀드수요를 확보할 수 있다. 셋째, 해외 자산운용회사에 비해 국내 자산운용회사의 투자역량이 상대적으로 낮더라도 우리나라보다 역외펀드 투자가 용이한 국가에서는 어느 정도 펀드수요를 확보할 수 있다. 이상 살펴본 이론모형으로부터 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다.

우선, 이 이론모형은 국내 자산운용회사들이 국경간 펀드판매를 통해 충분히 해외수요를 창출할 수 있음을 시사하고 있다. 특히, 국내 자산운용회사의 운용역량이 해외 유수의 자산운용회사에 비해 떨어지더라도 국경간 펀드판매를 통해 해외수요를 창출할 수 있다는 점을 주목할 필요가 있다.⁶²⁾ 즉, 우리나라보다 자산운용산업이 발전한 국가에 국내펀드를 판매할 수 있는 것이다. 더군다나 국경간 펀드판매는 많은 시간과 노력이 필요한 해외 현지진출과는 달리 단기간 내에 해외 판매채널 및 해외수요를 확보할 수 있고, 다양한 상품 운용을 통해 투자역량을 강화할

이에 따라 A 자산운용회사는 자국시장뿐만 아니라 해외시장에서도 시장 지배력을 갖게 되어 펀드의 기대수익률이 동일하더라도 B 자산운용회사보다 더 높은 보수를 책정할 수 있다. 이러한 결과는 역외에 설정되어 여러 나라에 판매되는 펀드의 보수가 더 높다는 Khorana et al.(2008)의 연구결과와 부합한다.

62) 이는 경제 및 자산운용산업의 발전단계가 상대적으로 뒤처진 국가들이 펀드패스포트 제도에 참여하는 이론적 근거가 될 수 있다.

수 있는 기회이기도 하다. 이러한 점에서 국내 자산운용회사들이 수요기반 확대 및 운용역량 강화를 위해 국경간 펀드판매를 적극 활용할 필요가 있다.

국경간 펀드판매를 통해 해외수요를 창출하기 위해서는 상품성뿐만 아니라 투자자들의 펀드 접근성이 좋아야 한다. 결국 펀드의 최종 수요자는 투자자들이기 때문이다. PwC(2015a)에 따르면 UCITS 펀드가 아시아 지역에서 판매되는 공모 역외펀드의 약 90%를 차지하고 있다. 이는 UCITS 펀드가 유럽뿐만 아니라 아시아 지역에서도 투자자의 펀드 접근성이 가장 뛰어난 역외펀드임을 시사한다.⁶³⁾ 따라서, UCITS 펀드가 많이 판매되고 있는 유럽과 아시아 국가를 대상으로 하는 경우에는 UCITS 펀드를 적극 활용할 필요가 있다. 다만, 아시아 지역에서 UCITS 펀드의 판매는 우리나라를 비롯하여 싱가포르, 홍콩, 대만, 일본, 호주 등에 국한되어 있다. 그러므로 이들 국가 이외의 아시아 국가를 판매대상 국가로 하는 경우에는 UCITS 펀드의 활용성이 다소 떨어질 수 있다. 이 경우에는 향후 출범이 예정되어 있는 ARFP를 활용하는 방안을 모색할 필요가 있다.

한편, 이론모형은 역외펀드 판매장벽과 함께 해당 국가 자산운용산업의 발전정도에 따라 해외수요 창출 가능성이 달라질 것임을 시사하고 있다. 이는 개별 국가의 특성에 따라 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 창출 전략을 달리 할 필요가 있음을 의미한다. 그러므로 해당 국가의 펀드산업 및 제도뿐만 아니라 개별 국가의 경제규모, 인구구조, 금융자산 등의 거시환경 등에 대한 심도 있는 분석을 통해 잠재적인 목표시장 발굴과 세부적인 펀드판매 전략을 수립할 필요가 있다.

63) 이론모형의 관점에서 보면 UCITS 펀드가 국경간 펀드판매의 대표적인 브랜드로 입지를 구축한 만큼 역외펀드 투자 고정비용이 일반 역외펀드에 비해 낮다.

3. UCITS의 활용방안

UCITS 또는 UCITS 펀드는 UCITS지침에 의해 EU 회원국에서 설정된 개방형 공모펀드를 의미한다.⁶⁴⁾ UCITS지침은 유럽위원회(European Commission)가 1985년에 제정한 개방형 공모펀드 및 자산운용회사를 규율하는 규제체계를 지칭한다. UCITS 펀드 시장은 2014년말 현재 약 8조유로 규모 시장으로 유럽 전체 투자펀드(investment fund)시장의 약 70%를 차지하고 있다. 그런데 UCITS지침이 제정된 지 30여 년이 지난 현재 UCITS 펀드는 유럽뿐만 아니라 아시아, 남미, 중동, 아프리카 등 약 70여개 국가에 판매되어, 국경간 펀드판매에 특화된 대표적인 펀드상품으로 자리매김하였다. 이에 본 절에서는 UCITS지침의 발전과정 및 국경간 판매현황, 국내 자산운용회사의 UCITS 펀드 활용 현황 등에 대해 알아보고, 국내 자산운용회사가 UCITS 펀드를 국경간 펀드판매에 활용할 수 있는 가능성과 방안에 대해 논의하고자 한다.

가. UCITS지침의 발전과정 및 평가

1) UCITS지침의 발전과정 개관

1985년에 제정된 UCITS지침을 흔히 UCITS I이라 하는데, 이후 UCITS지침은 여러 차례 개정되었다. 우선, 1985년 UCITS I이 제정되긴 하였으나, 펀드운용 및 판매에 대한 국가 간 규제체계가 상이하고 UCITS I의 투자대상 자산이 지나치게 협소하다는 문제점이 제기되었다.

64) 유럽의 펀드는 크게 UCITS지침의 규제를 받는 UCITS 펀드와 규제를 받지 않는 non-UCITS 펀드로 구분된다. 그리고 non-UCITS 펀드는 AIFM지침의 규제를 받는 대체투자펀드(Alternative Investment Fund: AIF)와 별도의 규제를 적용받는 벤처캐피탈 펀드 및 기타 펀드로 구분할 수 있다.

예를 들어, UCITS I에서는 주식이나 채권과 같은 유가증권 이외에 파생상품이나 대체자산은 물론 단기금융상품에도 투자가 제한되었다. 1990년 대초 이러한 문제를 해결하기 위해 UCITS II 초안이 작성되어 논의되었으나, 회원국 간 이해관계가 엇갈려 폐기되었다. 이후 투자가능 자산의 확대와 국경간 펀드판매 활성화를 위한 지속적인 논의를 거쳐 2001년에 UCITS III가 제정되었고, 2003년부터 시행되었다.

UCITS III에 반영된 주요 개정 내용은 다음과 같다. 우선, UCITS III는 투자대상을 기존의 주식, 채권과 같은 유가증권에서 단기금융상품, 펀드, 금융기관 예치, 헤지 목적의 파생상품, 시장지수 등으로 확대하였고, 분산투자요건도 이전보다 강화하였다. 또한, 자산운용회사의 업무범위를 펀드운용에서 투자일임 및 투자자문으로 확대하였고, 자산운용회사 패스포트에 대한 내용을 추가하여 국경간 펀드판매 확대를 위한 장치를 강화하였다.⁶⁵⁾ 이외에도 투자자보호를 목적으로 간소화된 요약투자설명서(simplified prospectus)를 도입하고, 위험관리 및 공시요건을 이전보다 강화하였다. UCITS III가 제정된 이후 UCITS 펀드 시장은 본격적으로 발전하기 시작하였다. 특히, UCITS 펀드의 상품성과 투자자보호 장치가 강화된 UCITS III 이후 UCITS 펀드가 유럽 이외의 지역에 본격적으로 판매되기 시작하였다.

하지만, UCITS III가 이전보다 진일보한 내용을 담고 있음에도 불구하고, 현실과의 괴리로 인해 여러 문제점들이 제기되기 시작하였다. 이에 유럽위원회는 업계와 전문가들의 의견을 수렴하여 향후 개선방향을 담은 백서(2006)를 발표하였다.⁶⁶⁾ 이 백서에 담긴 문제점과 개선방향을 기초로 UCITS III에 대한 개정논의가 이루어진 끝에 유럽위원회는 2009년 7월에 UCITS IV를 채택, 2011년 7월부터 시행하였다.

65) 다만, 자산운용회사 패스포트는 UCITS IV에서 명시적으로 도입되었다.

66) 이에 대한 자세한 내용은 김종민(2012)을 참고하기 바란다.

UCITS IV에 새롭게 반영된 내용은 다음과 같다. 첫째, 투자자보호를 강화하기 위해 기존 요약 투자설명서를 대체하고자 KIID(Key Investor Information Document)를 도입하였다. KIID는 투자자가 투자대상 펀드의 특징을 파악하고, 다른 펀드와 쉽게 비교할 수 있도록 간결하고 명료하게 작성된 A4 두 페이지 분량의 투자설명서를 지칭한다. 둘째, 국경간 펀드판매 시 판매국가 감독당국에 제출해야 하는 문서를 간소화하고, 문서제출 방식도 자산운용회사가 직접 제출하는 방식에서 설정국가 감독당국이 판매국가 감독당국에 전송하는 방식으로 변경하였다. 그리고 판매국 감독당국은 10 영업일 이내에 해당 펀드의 자국 내 판매여부에 대한 결정을 내려야 한다. 즉, UCITS IV는 국경간 펀드판매를 촉진하기 위해 절차를 대폭 간소화하고, 감독당국 간(regulator-to-regulator) 정보 교류 및 협력을 강화한 것이다. 셋째, 규모의 경제를 통한 운용효율성 증진을 위해 국경간 펀드 M&A 및 모자형 펀드구조(master-feeder structure)를 허용하였다. 넷째, UCITS IV는 자산운용회사의 지역주재의무(local presence)를 폐지하여, 자산운용회사 패스पोर्ट를 명시적으로 도입하였다. 이에 따라 자산운용회사는 다른 회원국에 별도의 법인이 없더라도 자사의 UCITS 펀드를 판매할 수 있는 길이 열리게 되었다.

이후 2012년 7월 유럽위원회(2012)는 UCITS IV의 개정을 제안하였다. 그 배경은 다음과 같다. 우선, UCITS I 이래 수탁사의 의무와 역할에 대한 UCITS지침 규정은 한 번도 개정되지 않아 수탁사에 대한 EU 회원국 간 규제차이가 존재하였다. 수탁사 인가 및 위탁·재위탁 요건, 손실책임 범위 등에 대한 사항이 유럽위원회(2012)가 지적한 EU 회원국 간 규제차이의 대표적인 예이다. 또한, 2008년 글로벌 금융위기 당시 Lehman Brothers의 파산과 Madoff의 금융사기가 발생하자 자산의 안전한 보관 및 운용감시 기능을 수행하는 수탁사의 중요성이 부각되었다. 더군다나 2011년 AIFM지침(Alternative Investment Fund Managers Directive)에서 수탁사의 의무와 역할에 대해 명시적이고 강한 규제를

도입하자 이를 UCITS지침에도 반영할 필요성이 제기되었다. 이와 함께 펀드매니저 보상에 대한 규정이 불명확하여 펀드매니저의 과도한 위험 추구 행위를 부추길 수 있으며, UCITS지침 위반 시 제재수단과 강도가 국가마다 상이하다는 문제점도 제기되었다. 이후 유럽위원회의 주도하에 수탁사의 의무와 책임, 펀드 매니저의 보상정책(remuneration), UCITS지침 위반 시 제재 등에 대한 사항이 약 2년 동안 논의되었고, 2014년 9월에 UCITS V가 제정되었다. UCITS V는 약 18개월의 이행기를 거쳐 2016년 3월부터 본격적으로 시행될 예정이다.

〈표 III-2〉 UCITS지침의 전개과정 개관

구분	제정시기	주요 특징
UCITS I	1985년	<ul style="list-style-type: none"> • EU 차원의 개방형 공모펀드 규제체계 • 펀드패스포트 도입 • 유가증권 투자 중심의 단순구조(plain-vanilla) 펀드상품
UCITS II	-	<ul style="list-style-type: none"> • 회원국 간 이해불일치로 폐기
UCITS III	2001년	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자산의 확대, 분산투자 요건 강화 • 자산운용회사 업무범위 확대(일임·투자자문 포함) • 요약투자설명서(simplified prospectus) 도입 • 위험관리 및 공시요건 강화 • 자산운용회사 패스포트 근거 조항 추가
UCITS IV	2009년	<ul style="list-style-type: none"> • 2011년 7월부터 시행 중 • KIID(Key Investor Information Document) 도입 • 판매국 등록절차 대폭 간소화 • 감독당국 간 정보교류 및 협력 강화 • 국경간 펀드 M&A 및 모자형펀드 구조 허용 • 자산운용회사 패스포트 도입
UCITS V	2014년	<ul style="list-style-type: none"> • 2016년 3월 시행 예정 • 수탁사(depositary) 의무와 책임 강화 • 펀드매니저 보상정책에 대한 규정 • UCITS지침 위반 시 제재

한편, 현재 유럽위원회는 UCITS VI를 준비하고 있다. UCITS VI에서는 투자대상 자산, 투자운용규제, 위험관리 등에 대한 사항이 개정될 수 있으며, 수탁사 패스포트가 도입될 수 있다. 이외에도 유럽위원회는 AIFM지침과의 규제조화 차원에서 개정이 필요한 사항이 있는지 검토하고 있다.

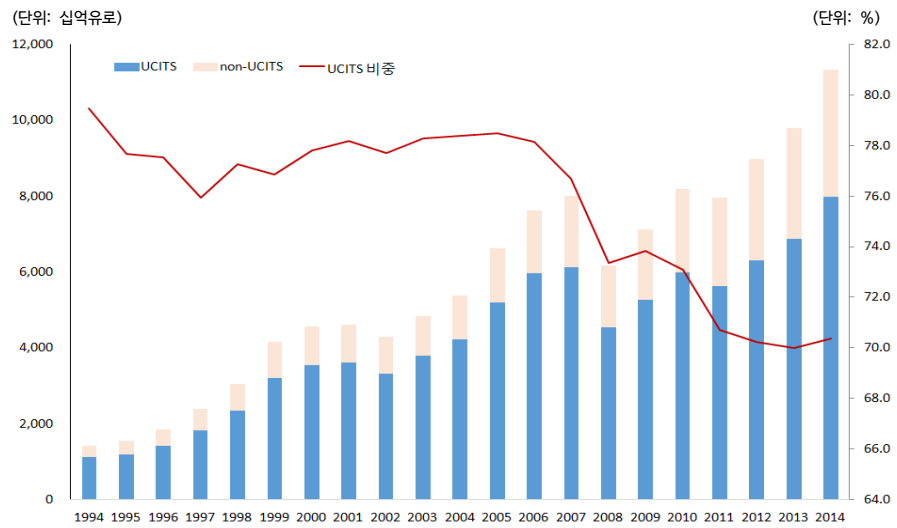
2) UCITS지침에 대한 평가

일임자산을 포함한 유럽의 펀드시장은 절대규모뿐만 아니라 상대규모 면에서 미국시장 다음으로 큰 시장이다. 우선, 절대규모를 보면 유럽의 펀드시장은 2013년말 기준 16.5조유로 규모로 전세계 시장 규모(50조유로)의 33%를 차지, 미국(46%)에 이어 두 번째로 큰 시장이다. 또한, 상대규모를 보더라도 2014년말 기준 GDP 대비 펀드시장의 비중은 약 124%로 미국을 제외하면 가장 높은 수준이다(EFAMA(2015)).⁶⁷⁾ UCITS 펀드로 한정하더라도 <그림 III-2>에서와 같이 유럽 펀드시장의 양적인 성장세를 확인할 수 있다. 1994년 유럽 전체 투자펀드 규모 1조 4천억유로 중 약 80%가 UCITS 펀드였으며, 2007년까지 70% 후반대의 비중을 꾸준히 유지하였다. 그리고 이 기간 동안 UCITS 펀드 시장은 양적으로 약 5배 이상 성장하였다. 다만, 2000년대 중반 이후 UCITS지침을 따르지 않는 대체투자펀드가 늘어나고, 금융위기로 인한 자산가치 감소로 인해 2014년말에는 전체 투자펀드 11조유로 중에서 약 70%를 UCITS 펀드가 차지하고 있다. 그럼에도 불구하고 2014년말 기준 UCITS 펀드의 규모는 약 8조유로이며, 1994년말에 비해 약 7배가량 증가하였다.

67) 이 중 UCITS 펀드를 포함한 투자펀드(investment fund)의 규모는 전체 시장 규모의 약 48%인 9조유로 수준이다. 한편, GDP 대비 펀드시장 규모는 미국이 189%로 가장 높고, 호주 118%, 일본 90% 수준이다.

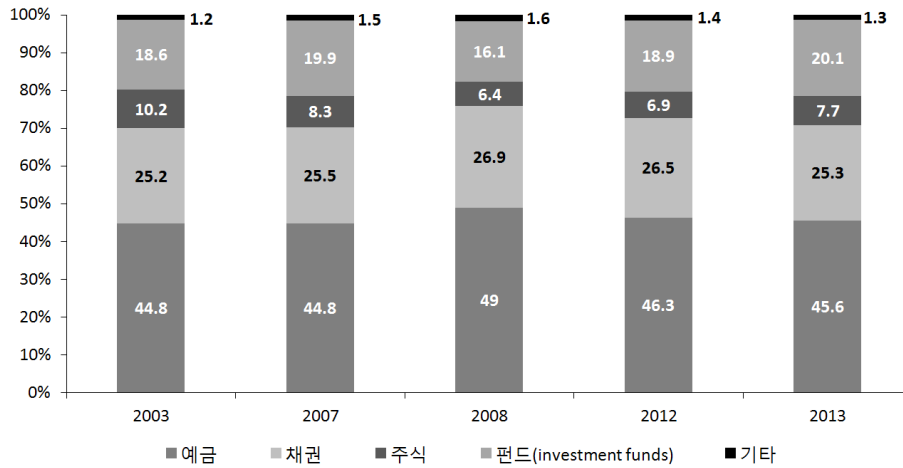
이처럼 유럽의 펀드산업이 성장한 배경에는 UCITS지침의 제정이라는 제도변화가 있음을 주목할 필요가 있다. 더군다나 앞서 살펴본 바와 같이 UCITS지침은 1985년 제정 이래 투자자보호 강화 및 효율적인 펀드운용 및 판매를 위해 지속적으로 개선되어 왔다. 그 결과 유럽 지역 투자자들의 분산투자 및 자산축적의 기회가 크게 확대된 것으로 평가된다(EFAMA(2015)). 예를 들어, EFAMA(2015)에 따르면 유럽 가계의 금융자산 중 펀드 직접투자의 비중은 2013년말 기준 8.5%이나, 보험 및 연금상품 등을 통한 간접투자까지 감안한 비중은 약 20% 수준이다.

〈그림 III-2〉 UCITS 펀드의 운용규모 추이



주 : 운용규모는 왼쪽축에, UCITS 비중은 오른쪽축에 표시
 자료: FEFSI(2003), EFAMA(2015)

〈그림 III-3〉 유럽 가계의 금융자산 구성



자료: EFAMA(2015)

UCITS지침의 주목적 중의 하나는 단일 펀드 판매시장을 형성하여 규모의 경제를 통해 유럽 펀드산업의 효율성을 높이는 것이다. 이에 따라 유럽위원회는 업계 및 전문가 그룹의 의견을 적극 수렴하여 국경간 펀드판매를 통해 펀드산업의 효율성이 높아질 수 있도록 UCITS지침을 지속적으로 개선하였다. 투자자산의 확대, 감독당국 간 정보교환 방식에 의한 국경간 펀드판매 인가, 국경간 펀드 M&A 및 모자형펀드 구조의 도입, 자산운용회사 패스포트 등이 그 대표적인 예이다. 이 점에서 UCITS지침은 유럽 펀드산업의 효율성을 높이는 데에도 어느 정도 기여한 것으로 평가된다.⁶⁸⁾

또한, 유럽의 개별 국가들이 자신들의 장점에 특화하면서 UCITS지침에 대응한 것도 주목할 만한 점이다. 예를 들어, UCITS지침 제정 이전만

68) 다만, 아직까지는 거시경제 환경, 세제, 펀드산업 관련 인프라 측면에서 국가 간 차이가 크고, 유럽 UCITS 펀드의 평균 규모가 미국에 비해서는 여전히 작아 규모의 경제를 실현하기에는 미흡한 것으로 보인다.

하더라도 펀드산업의 발달이 미흡하였던 룩셈부르크와 아일랜드는 일찌감치 UCITS지침을 자국 법에 수용하여 UCITS 펀드의 설정 및 국경간 판매의 중심지로서 입지를 구축하였다. 이들 국가가 펀드설정국으로 입지를 구축한 원인으로는 UCITS지침의 선제적인 반영과 각종 세제혜택의 제공, 자산운용 관련 백오피스 서비스 산업의 발전, 그리고 지리적 이점 및 문화적인 배경 등을 들 수 있다(송홍선 외(2012)). 그 결과 이들 국가는 2015년 3월말 현재 UCITS 펀드의 유럽 내 시장점유율이 각각 35.7%, 17.7%로서 1, 2위를 차지하고 있다. 또한, 유럽에서 펀드산업이 가장 발달한 영국은 자산운용의 중심지로 입지를 확고히 하였으며, 프랑스는 기존 내수 중심의 산업구조를 유지하고 있다.⁶⁹⁾ 이에 반해 독일의 경우에는 대체로 룩셈부르크에서 설정된 UCITS 펀드가 자국에서 판매되고, 기관투자자 전용 펀드(institutional funds) 및 부동산펀드와 같은 non-UCITS 펀드의 규모가 커서 UCITS 펀드의 비중이 낮게 나타난다(CRA(2006)). 이 점에서 UCITS지침은 유럽 역내 펀드산업의 구조변화에도 영향을 끼쳤다고 할 수 있다.

한편, UCITS 펀드가 국경간 펀드판매에 특화된 펀드상품의 대표 브랜드로 인식되면서 유럽 이외에도 아시아, 남미, 중동 및 아프리카 등 다양한 지역에서 판매되고 있다.⁷⁰⁾ 이에 대해서는 다음 절에서 보다 자세히 살펴보기로 한다.

69) 영국은 일임자산을 포함한 펀드자산 규모가 유럽에서 가장 큰 자산운용 중심지이다(EFAMA(2015)). 그리고 영국에서 판매되는 UCITS 펀드는 룩셈부르크와 아일랜드에서 설정되고 자산운용은 영국에서 이루어지는 경우가 많다(PwC(2011), PwC(2012a)). 반면, 프랑스의 경우는 해외판매를 목적으로 하는 펀드가 대부분 룩셈부르크에서 설정되고, 자국에서 설정된 UCITS 펀드는 자국에서 판매되는 경향이 있다(CRA(2006)).

70) 예를 들어, 아시아 지역에 등록되어 판매되고 있는 UCITS 펀드의 수는 약 7,000여개이며, 규모는 약 3,800억유로 수준으로 알려져 있다(Knadel and BNP Paribas(2012)).

〈표 III-3〉 유럽 UCITS 펀드시장의 국가별 시장점유율

국가	2003년(B)	2015년 3월(A)	증감(A-B)
프랑스	24.5%	9.4%	-15.1%
독일	10.2%	4.1%	-6.1%
아일랜드	5.9%	17.7%	11.8%
이태리	7.7%	2.6%	-5.1%
룩셈부르크	23.6%	35.7%	12.1%
스페인	5.5%	2.0%	-3.5%
스웨덴	1.9%	3.2%	1.3%
스위스	1.9%	4.9%	3.0%
영국	8.5%	13.9%	5.4%
합계	3.7조유로	8.3유로	-

자료: EFAMA(2015)

나. UCITS 펀드의 국경간 판매현황 및 국내판매 전망

1) 유럽 국경간 펀드 판매현황

EFAMA(2015)에 의하면 유럽의 국경간 펀드 시장 규모는 2013년말 기준 유럽 전체 투자펀드 운용규모 9.8조유로의 약 40%인 약 4조유로에 달한다. 이를 2003년과 비교하면, 여러 나라에 판매되는 유럽 국경간 펀드 시장이 10년 동안 절대 규모로는 약 3배, 전체 투자펀드 운용자산 대비 비중으로는 약 48% 가량 증가한 것이다. 따라서, 여러 나라에 판매되는 유럽 국경간 펀드(cross-border funds) 시장 규모가 2000년대 이후 크게 증가했음을 알 수 있다.

국경간 펀드는 다른 나라에 판매되는 '순수 국경간 펀드(true cross-border funds)'와 자산운용회사가 해외에서 설정한 펀드를 자국에서 판매하는 '해외설정/자국판매 펀드(round-trip funds)'로 구분할 수

있다.⁷¹⁾ 2013년말을 기준으로 보면, 순수 국경간 펀드의 비중은 28%(2.8조유로), 해외설정/자국판매 펀드의 비중은 12%(1.2조유로)이다. 그런데 UCITS III가 시행된 2003년 이후의 추세를 보면, 해외설정/자국판매 펀드의 비중은 12~14% 수준으로 큰 변화가 없는 반면, 순수 국경간 펀드의 비중은 14%에서 28%로 두 배가량 증가하였다. 이로부터 순수 국경간 펀드시장의 확대가 유럽 펀드시장의 성장을 견인한 요인 중 하나임을 알 수 있다.

〈표 III-4〉 유럽 국경간 펀드 유형별 자산의 비교

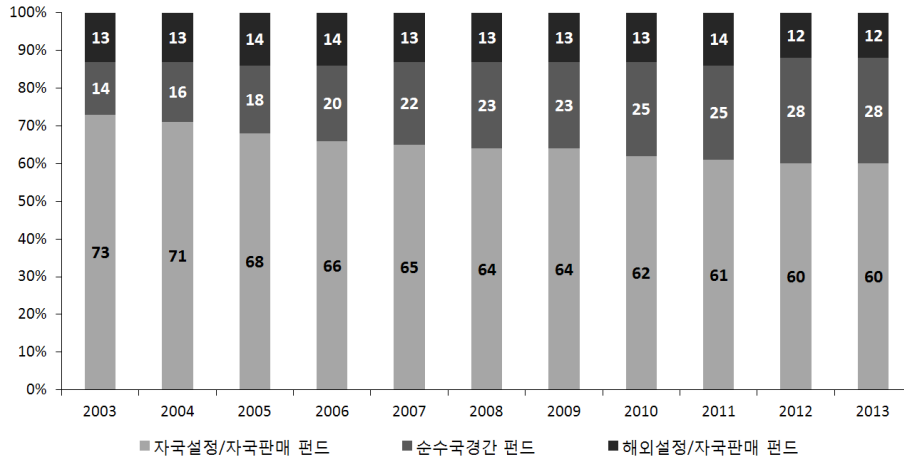
(단위: 십억유로, %)

	2003년		2013년	
	규모	비중	규모	비중
자국설정/자국판매 펀드	3,520	73%	5,842	60%
순수 국경간 펀드(A)	692	14%	2,778	28%
해외설정/자국판매 펀드(B)	623	13%	1,181	12%
A+B	1,315	27%	3,959	40%

주 : UCITS 펀드를 포함한 투자펀드(investment funds)를 기준으로 한 자료
 자료: EFAMA(2015)

71) 순수 국경간 펀드는 자산운용회사가 자국에서 설정하고 해외에 판매하는 '자국설정/해외판매 펀드'와 해외에서 설정하고 해외에 판매하는 '해외설정/해외판매 펀드'를 포함한다. 여기서 펀드가 판매되는 '해외'에는 유럽 이외의 지역(예를 들어, 아시아)도 포함된다. 반면, 해외설정/자국판매 펀드는 자산운용회사가 룩셈부르크나 아일랜드와 같은 펀드설정 중심지에서 펀드를 설정한 후 자국 투자자에게 판매하는 펀드이다. 따라서, 해외설정/자국판매 펀드는 펀드 설정지를 기준으로 보면 국경간 펀드이지만, 최종 판매지가 자산운용회사가 주재하고 있는 자국이라는 점에서 순수 국경간 펀드와는 차이가 있다.

〈그림 III-4〉 국경간 펀드 유형별 펀드자산의 비중



주 : 유럽 전체 투자펀드(investment fund) 자산 대비 해당 유형 펀드의 비중
 자료: EFAMA(2015)

〈표 III-5〉 국경간 펀드의 판매지역별 등록건수(2014년)

(단위: 개)

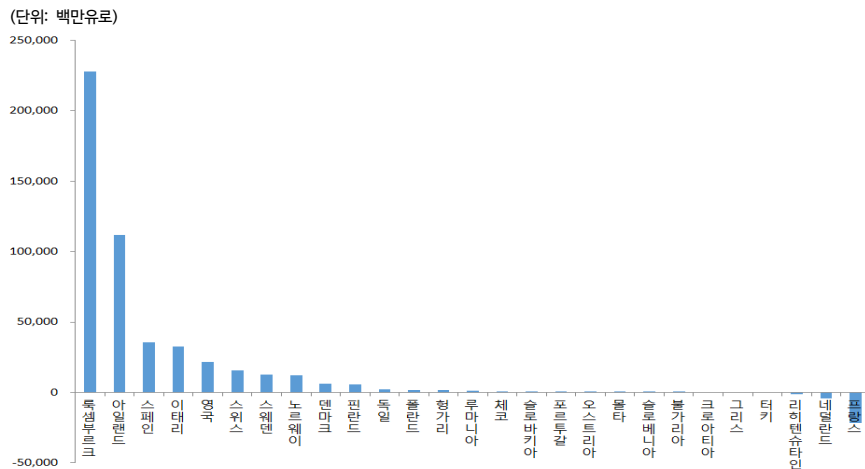
판매 지역	펀드 설정국							합계
	룩셈부르크	아일랜드	프랑스	저지	영국	벨기에	기타	
유럽	48,923	15,537	3,031	1,876	1,620	676	2,038	73,701
아시아	4,396	1,076	77	41	96	-	446	6,132
중동	838	63	-	13	1	-	50	965
아메리카	1,398	157	110	2	89	-	622	2,378
아프리카	232	71	-	20	5	-	1	329
합계	55,787	16,904	3,218	1,952	1,811	676	3,157	83,505
비중	67%	20%	4%	2%	2%	1%	4%	100%

주 : 3개 이상 국가에 판매되는 국경간 펀드를 대상으로 산정
 자료: PwC(2015b)

한편, 2014년말 기준 룩셈부르크와 아일랜드에서 설정된 UCITS 펀드의 규모는 UCITS 전체 시장 규모의 53.4%를 차지한다. 그리고 2014년

동안 유럽 지역에서 판매된 UCITS 펀드 순판매(net sales)규모 4,636억 유로의 약 73%가 룩셈부르크(49%)와 아일랜드(24%) 두 국가에서 설정된 펀드의 순판매에 해당한다(EFAMA(2015)). 이 규모는 2014년 전세계 공모펀드 순판매규모 8,340억유로의 약 41%에 달한다(PwC(2015a)). 또한, PwC(2015b)에 의하면, 2014년말 기준 3개국 이상에서 판매되는 국경간 펀드의 등록건수 83,505건 중에서 67%가 룩셈부르크에서, 20%가 아일랜드에서 설정된 것으로 나타난다. 이로부터 유럽의 국경간 펀드의 대부분이 룩셈부르크와 아일랜드에서 설정된 UCITS 펀드임을 추론할 수 있다.

〈그림 Ⅲ-5〉 2014년 UCITS 펀드의 순판매 규모(설정국가 기준)



자료: EFAMA(2015)

2) 아시아 지역에서의 국경간 펀드 판매현황

앞서 언급한 바와 같이 유럽에서 설정된 UCITS 펀드를 비롯한 국경간 펀드는 유럽 이외에도 아시아, 남미, 중동, 아프리카 등 약 70여개 국가에서 판매되고 있다. 국경간 펀드의 지역별 판매 비중을 보면, 유럽

(88%), 아시아(7%), 남미(3%)의 순으로 유럽에서 판매되는 국경간 펀드의 비중이 압도적으로 높다. 그런데 유럽을 제외하면, 국경간 펀드 9,804개 중에서 6,132개(63%) 펀드가 아시아 지역에 집중되어 있다. 즉, 아시아 지역이 유럽 다음으로 국경간 펀드가 많이 판매되고 있는 지역인 것이다. 구체적으로 국경간 펀드가 판매되는 아시아 국가로는 싱가포르(45%), 홍콩(19%), 마카오(14%), 대만(14%), 한국(6%), 일본(6%) 등이 있다.⁷²⁾ 물론 아시아 지역에서 판매되는 국경간 펀드의 90%가 룩셈부르크(72%)와 아일랜드(18%)에서 설정된 펀드이다.⁷³⁾

〈표 Ⅲ-6〉 국경간 펀드의 아시아 판매 현황(2014년)

(단위: 펀드수)

판매국	펀드 설정국							총계
	룩셈부르크	아일랜드	프랑스	저지	영국	벨기에	기타	
호주	8	11	-	1	1	-	22	43
홍콩	862	230	-	-	38	-	64	1,194
일본	54	4	-	21	-	-	14	93
한국	344	19	-	-	-	-	1	364
뉴질랜드	1	1	-	-	-	-	-	2
싱가포르	1,878	499	68	19	49	-	227	2,740
대만	641	147	9	-	2	-	31	830
마카오	604	165	-	-	6	-	87	862
브루나이	4	-	-	-	-	-	-	4
계	4,396	1,076	77	41	96	-	446	6,132

주 : 3개 국가 이상에 판매되는 국경간 펀드를 대상으로 산정
 자료: PwC(2015a)

72) 유럽과 아시아를 제외하면 국경간 펀드가 가장 많이 판매되는 지역별 국가는 다음과 같다. 중동 지역은 바레인(539개), 카타르(125개), 오만(117개) 등에, 남미 지역은 칠레(1,455개)와 페루(769) 등에, 아프리카 지역은 남아프리카공화국(209), 모리셔스(92개) 등에 집중되어 있다.

73) 한편, 대만의 경우 국경간 펀드(역외펀드)의 99%가 기관투자자에게 판매되어, 공모펀드로 판매되는 경우는 매우 드문 것으로 알려져 있다.

3) UCITS 펀드의 국내판매 현황 및 향후 전망

가) UCITS 펀드의 국내판매 현황

우리나라를 보면, 국내판매를 목적으로 등록된 역외펀드(외국집합투자기구) 수는 2015년 3월말 현재 431개이다. 이 중 일반투자자용 역외펀드는 45개, 전문투자자용 역외펀드는 386개로 일반투자자용 공모펀드의 비중은 약 10% 수준이다. 그런데 <표 III-7>에서 보듯이 일반투자자용 역외펀드는 정체되어 있는 반면, 전문투자자용 역외펀드는 자본시장법 시행(2009년 2월) 이후 급속히 증가하고 있다.

<표 III-7> 역외펀드의 국내 등록 추이

(단위: 펀드수)

구분	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.3
일반투자자용	9	21	32	35	39	43	45
전문투자자용	7	44	103	153	234	355	386
합계	16	65	135	188	273	398	431

주 : 각 연도말 누적 수치
자료: 금융감독원

설정국가를 기준으로 보면, 2015년 3월말 기준 국내에서 등록된 일반투자자용 역외펀드 45개의 설정국가는 룩셈부르크 30개, 아일랜드 8개, 독일 및 홍콩 등이 7개로 나타난다. 따라서, 국내에서 등록된 대부분의 일반투자자용 역외펀드가 룩셈부르크와 아일랜드에서 설정된 UCITS 펀드임을 알 수 있다.⁷⁴⁾ 이에 편의상 본 절에서는 국내에서 판매되는 공모주식형 역외펀드를 주식형 UCITS이라고도 표기하겠다. 한편, 전문투자자용 역외펀드의 경우에는 전체 386개 중 절반 수준인 192개가 케이만에서

74) 한편, 이들 중 일부는 국내 자산운용회사가 운영하는 UCITS 펀드인 것으로 알려져 있다.

설정되었고, 25개가 룩셈부르크에서 설정되어 UCITS 펀드의 비중이 매우 낮은 것으로 보인다.

〈표 Ⅲ-8〉 국내 등록 외국집합투자기구의 설립지 현황

(단위: 펀드수)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.3
일반투자자용	9	21	32	35	39	43	45
룩셈부르크	9	20	23	24	26	28	30
아일랜드	-	1	6	7	7	8	8
독일, 홍콩 등	-	-	3	4	6	7	7
전문투자자용	7	44	103	153	234	355	386
케이만	4	27	59	82	125	175	192
델라웨어	1	6	15	27	46	86	95
룩셈부르크	1	6	8	10	15	23	25
기타	1	5	21	34	48	71	74
합계	16	65	135	188	273	398	431

주 : 각 연도말 누적 수치
 자료: 금융감독원

〈표 Ⅲ-9〉 일반투자자용 역외펀드의 국내 판매규모

(단위: 십억원)

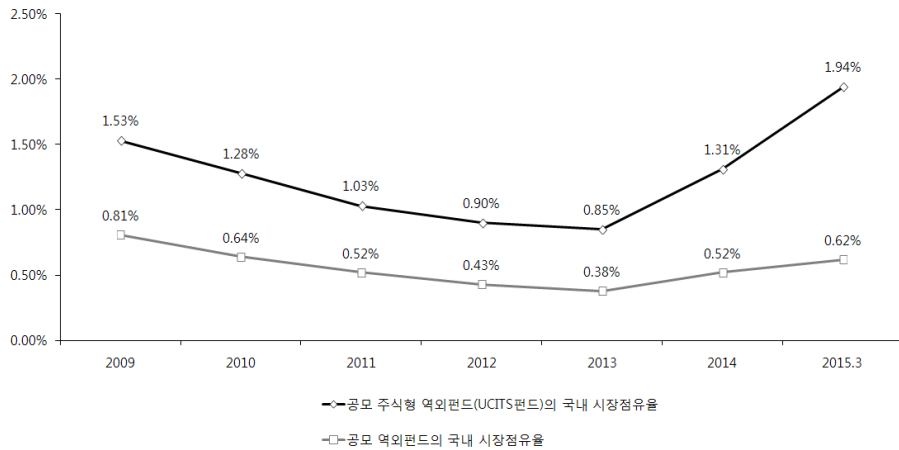
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015.3
주식형	1,652.1	1,219.5	828.1	720.0	616.6	844.4	1,264.9
채권형	28.8	19.2	31.1	52.7	40.7	67.6	65.6
혼합형	15.4	12.1	9.7	10.5	10.3	58.0	60.7
단기금융형	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
자산배분형	24.0	19.8	18.6	17.3	37.1	63.8	57.4
합계	1,720.3	1,270.6	887.5	800.5	704.7	1,033.8	1,448.7

자료: 금융투자협회

일반투자자용 역외펀드의 국내 판매금액은 2015년 3월말 기준 1조 4,487억원 수준이다. 이는 2014년말 대비 40.1%나 증가한 수치이나, 아직 2009년말 1조 7,203억원에 미치지 못한다. 이 중 주식형의 판매규모는 1.26조원으로 87%를 차지하고 있으며, 채권형 4.5%, 혼합형 4.2%, 자산배분형 4% 등으로 구성되어 있다.

국내주식형펀드 시장 규모 대비 공모 주식형 역외펀드 또는 주식형 UCITS 펀드의 비중은 글로벌 금융위기 직후인 2009년 1.53%에서 2013년 0.85%까지 감소하였다. 그러나 2014년 이후 그 비중이 크게 증가하여 올해 1분기 기준 주식형 UCITS 펀드의 국내 시장점유율은 1.94%이다. 한편, 주식형 이외의 유형을 포함한 공모 역외펀드를 모두 고려할 경우 공모 역외펀드의 국내 시장점유율은 2015년 3월말 기준 0.62%로 낮아지나, 그 추세 자체는 주식형 UCITS 펀드와 매우 유사하다.

〈그림 Ⅲ-6〉 공모 역외펀드의 국내 시장점유율 추이



주 : 공모 주식형 역외펀드 시장점유율은 국내주식형펀드 시장 규모(순자산)를, 공모 역외펀드의 시장점유율은 국내공모펀드 시장 규모(순자산)를 기준으로 산정
 자료: 금융감독원, 금융투자협회

나) UCITS 펀드의 향후 국내 시장점유율 전망

2009년말 약 106조원 수준이었던 국내주식형펀드 시장 규모는 2015년 3월말 64조원으로 약 40%가 감소하여 글로벌 금융위기 이후 국내주식형펀드 시장은 크게 위축되었다. 이를 감안하면, 국내에서 공모 주식형 역외펀드 즉, 주식형 UCITS 펀드의 시장점유율이 크게 늘어난 것은 국내 판매규모가 늘어남과 동시에 동기간 국내주식형펀드의 시장 규모가 크게 감소했기 때문이다. 이는 국내펀드에 대한 투자수요는 감소한 반면, 해외펀드에 대한 투자수요는 늘어난 결과임을 의미한다는 점에서 중요하다.⁷⁵⁾ 따라서, 국내 투자자들의 해외투자 수요 증가로 인해 향후 UCITS 펀드와 같은 역외펀드에 대한 수요는 더욱 늘어날 것으로 예상된다. 이에 본 절에서는 앞 절에서 사용한 이론모형에 기초하여 UCITS 펀드의 국내 시장점유율을 전망해보고자 한다.

국내외 자산운용회사 간 경쟁을 다룬 이론모형에 따르면, 국내외 자산운용회사의 펀드규모는 투자수요에 대한 시장지배력(θ), 역외펀드 판매장벽의 상대적인 차이(Δt), 기대수익률의 차이(ΔR), 투자효율성의 차이(Δc) 등에 영향을 받는다. 따라서, 이론모형을 이용하여 UCITS 펀드의 국내 시장점유율을 추정하기 위해서는 외생변수인 θ 와 Δt 의 값을 알아야 한다. 그런데 이 변수들은 직접적인 관찰이 불가능하므로 현실적으로 관찰 가능한 펀드보수와 기대수익률 자료를 이용하여 간접적으로 추정할 수밖에 없다. 예를 들어, 현재 관찰되는 주식형 UCITS 펀드의 국내 시장점유율, 펀드보수와 기대수익률이 균형상태의 값이라고 가정하고, 역으로 θ 와 Δt 의 크기를 가늠해보는 것이다. 본장의 2절에 있는 균형식을 이용하면, θ 와 Δt 의 값은 다음과 같이 계산할 수 있다.

75) 2009년 이후 성장세가 정체되어 있는 국내 자산운용회사의 공모 해외투자 펀드 시장과는 대비되는 결과이다.

$$\theta = \frac{R_A f_A - c_A + R_B f_B - c_B}{2}$$

$$\Delta t = \Delta c - 3(R_A f_A - R_B f_B) + 2\Delta R$$

구체적으로 UCITS 펀드의 국내 시장점유율 전망치를 추정하기 위해 사용한 변수값 및 가정은 다음과 같다. 우선, 펀드보수인 TER(Total Expense Ratio)은 2014년말 기준 국내 해외주식형펀드의 평균인 1.98%와 유럽 주식형 UCITS 펀드의 평균인 1.75%를 사용하였다(EFAMA(2011)). 단위 투자비용은 TER에서 운용보수를 차감한 값을 이용하였다.⁷⁶⁾ 이 때 사용한 국내 해외주식형펀드의 운용보수는 86bp, UCITS 펀드의 운용보수는 유럽 평균치인 74bp이다.⁷⁷⁾ 연간 기대수익률은 분석의 편의상 국내펀드 및 UCITS 펀드 모두 5%를 사용하였다.⁷⁸⁾ 한편, UCITS 펀드가 이미 국내에서 판매되고 있는 점을 감안하여 이론 모형에서 산출되는 펀드 규모를 국내주식형펀드와 UCITS 펀드의 시장 규모를 이용하여 조정하였다.⁷⁹⁾

76) 자산운용회사의 재무제표를 통해 단위 투자비용을 산정할 수도 있으나, 보통 자산운용회사는 공모펀드 이외에도 사모펀드, 투자일임 등을 운용하므로 재무제표를 이용하여 단위 투자비용을 산정하는 것이 사실상 불가능하다. 이에 공모펀드에 한정하여 단위 투자금액당 판매, 자산보관, 사무수탁, 회계 등 펀드운영에 소요되는 금액을 단위 투자금액으로 간주하였다.

77) EFAMA(2011)에 따르면 주식형 UCITS 펀드의 TER은 1.75%(175bp)이며, 이 중에서 약 42%인 74bp가 운용보수인 것으로 추정된다.

78) 국내펀드 및 UCITS 펀드가 동일한 수익률을 낸다 하더라도 국내의 자산운용회사의 투자효율성의 차이에 따라 펀드보수 및 펀드규모가 결정된다.

79) 이론모형에서 산출되는 펀드규모는 기본적으로 두 국가의 펀드시장이 동일하다는 가정 하에 산정된 것이므로 국내펀드의 유럽판매 규모를 과대평가하고 UCITS 펀드의 국내판매 규모를 과소평가할 가능성 존재한다. 이에 우리나라와 유럽의 주식형펀드 시장 규모의 상대적인 비중으로 펀드 규모 추정치를 조정하였다. 한편, 이러한 조정 방식은 암묵적으로 UCITS 펀드 이외의 다른 역외펀드는 국내판매가 없을 것이라는 가정을 전제하고 있음을 유의해야 한다.

〈표 III-10〉 UCITS 펀드의 시장점유율 추정을 위한 변수 가정

항목		가정
TER	해외주식형펀드	• 1.98% (해외주식형펀드 평균(2014))
	UCITS 펀드	• 1.75% (주식형 UCITS 펀드 평균(2011))
운용 보수	해외주식형펀드	• 86bp
	UCITS 펀드	• 74bp (TER의 42% - 유럽 평균치)
연간 기대수익률 가정		• 5%
UCITS 펀드 국내 비중		• 1.94% (주식형 UCITS 펀드)
시장 규모	국내주식형펀드	• 약 64조원(2014년말)
	주식형 UCITS 펀드	• 약 2조 9천억유로(2014년말)
		• 환율은 2014년말 원-유로환율(1,336.52원)을 적용
펀드규모 조정 방법		<ul style="list-style-type: none"> • 우리나라와 유럽 주식형펀드 시장 규모로 산정한 비율(한국 1.62%, UCITS 98.38%)로 조정 • 예: 국내 UCITS 펀드 판매 규모 추정 × UCITS시장 비율

주: 펀드관련 기초 통계자료는 금융투자협회와 EFAMA(2011)를 참고하였음

분석결과, 현행 주식형 UCITS 펀드의 국내 판매규모(1.94%)와 부합하는 역외펀드 투자 고정비용의 차이(- Δt)는 10.5bp로 추정되었다. 즉, 국내 투자자들이 주식형 UCITS 펀드투자를 위해 유럽 투자자들에 비해 추가로 부담하는 비용은 약 10.5bp인 것이다. 그리고 자국 투자자에 대한 시장지배력을 나타내는 변수인 θ 는 89.1bp로 추정되었다. 한편, 최근 주식형 UCITS 펀드의 가장 낮은 시장점유율을 고려하면, 국내 투자자들이 역외펀드 투자를 위해 추가로 부담하는 비용은 10~17bp 수준으로 추정된다.⁸⁰⁾

80) 주식형 UCITS 펀드의 시장점유율을 0.85%(2013년말)로 하면, 이에 해당하는 역외펀드 투자 고정비용 차이 추정치는 16.5bp이다.

〈표 Ⅲ-11〉 이론모형 추정 결과

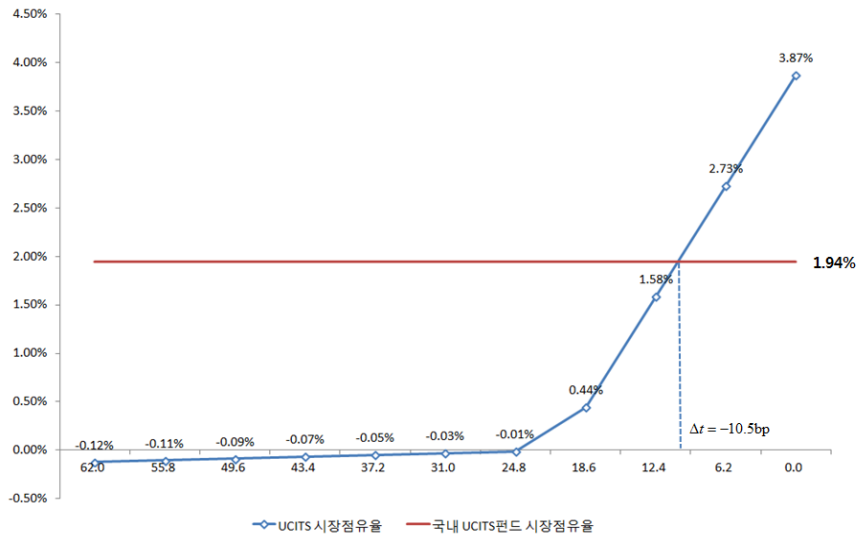
항목		추정결과
시장지배력(θ)		89.1bp
역외펀드 투자 고정비용 차이($-\Delta t$)		10.5bp
펀드규모	한국	0.9807
	유럽	1.0193

- 주: 1) 주식형 UCITS 펀드의 국내 시장점유율(1.94%)과 부합하는 추정결과임
 2) 역외펀드 투자 고정비용의 차이는 국내 투자자들이 역외펀드 투자 시 유럽 투자자들에 비해 추가로 부담해야 하는 고정비용을 의미
 3) 펀드규모는 우리나라와 유럽 주식형펀드 시장 규모로 산정한 비율(한국 1.62%, UCITS 98.38%)로 조정된 수치

이러한 이론모형 추정치는 국내펀드의 유럽 판매 가능성은 매우 낮은 반면, 국내 펀드판매채널을 통한 국내 투자자의 역외펀드 투자가 용이해질수록 UCITS 펀드의 국내 점유율이 증가할 것임을 시사한다.⁸¹⁾ 예를 들어, 역외펀드 판매장벽이 현행보다 10%, 30% 가량 낮아지면, 주식형 UCITS 펀드의 점유율은 현행 1.94%에서 각각 2.13%, 2.5%로 증가할 것으로 예상된다. 이는 현재 주식형 UCITS 펀드 판매규모가 현재 수준에 비해 약 30% 가량 증가할 수 있음을 의미한다. 만일 장기적으로 역외펀드 판매장벽이 유럽과 동일해진다면, 최대 3.87%, 규모로는 현재의 약 두 배 수준까지 주식형 UCITS 펀드의 국내 점유율이 높아질 것으로 추정된다. 따라서, 국내 펀드시장에서 주식형 UCITS 펀드의 시장점유율은 현행 1.94%에서 단기적으로는 2~3%, 장기적으로 최대 4% 수준까지 증가할 것으로 판단된다. 한편, 주식형 UCITS 펀드와 UCITS 펀드 전체의 추세 자체는 거의 유사하므로 UCITS 펀드 역시 단기적으로는 약 30% 정도, 장기적으로는 약 두 배 수준까지 판매규모가 늘어날 것으로 예상된다.

81) 국내펀드의 유럽 판매 가능성이 매우 낮게 나타난 것은 역외펀드 판매장벽의 차이에 비해 국내펀드의 투자비용이 더 높은 데에 기인한다.

(그림 Ⅲ-7) 주식형 UCITS 펀드의 국내 시장점유율 전망



- 주: 1) 가로축(단위: bp)은 국내 투자자들이 유럽 투자자들에 비해 추가로 부담하는 역외펀드 투자 고정비용(- Δt)으로 값이 낮아질수록 국내 투자자들의 역외펀드 투자가 용이해짐을 의미
 2) 세로축은 국내 투자자들의 역외펀드 투자 고정비용이 주어졌을 때 국내주식형펀드 시장에서의 UCITS 펀드 시장점유율(단위: %) 추정치임
 3) 음수는 국내펀드의 유럽시장 판매 규모(국내시장 대비 판매 비중)를 의미

다. 국내 자산운용회사의 UCITS 활용현황

1) 국내 자산운용회사의 UCITS 펀드 운용규모 및 방식

국내 자산운용회사가 운영하는 해외펀드는 해외 현지법인 또는 합작사에서 운영하는 해당 국가의 펀드(local fund), UCITS 펀드 및 non-UCITS 펀드, 그리고 해외 자산운용회사로부터 위탁받아 운영하는 펀드 또는 투자일임 등으로 구분할 수 있다. 본 장의 논의주제가 공모펀드의 국경간 펀드판매이므로 본 절에서는 국내 자산운용회사가 해외수요 확보 목적으로 운영하는 UCITS 펀드에 한정하여 논의하고자 한다.

국내 자산운용회사 중 미래에셋자산운용, 한국투자신탁운용, 한국투자밸류자산운용 등 3개 자산운용회사가 룩셈부르크에서 개방형 투자회사(open-ended investment company)인 SICAV(Société d'Investissement à Capital Variable)를 설립하여 UCITS 펀드를 운용하고 있다.⁸²⁾ 우선, 미래에셋자산운용은 국내 최초로 Mirae Asset Global Discovery Fund라는 UCITS 펀드를 2008년 4월에 설립하였다. Mirae Asset Global Discovery Fund의 연간보고서(2015)에 따르면, 이 펀드는 14개의 하위펀드로 구성되어 있으며, 전체 순자산규모는 2015년 3월말 기준 약 13.7억 달러이다.⁸³⁾ 개별 하위펀드는 투자전략 및 투자지역이 모두 상이하여 Mirae Asset Global Discovery Fund는 한국뿐만 아니라 중국, 인도, 동남아시아, 중동, 남미, 유럽 등 매우 다양한 국가의 자산에 투자하고 있다. 또한, 이 하위 펀드들은 투자자 유형, 지역 및 통화에 따라 다양한 종류(class)펀드로 등록되어 우리나라를 포함, 룩셈부르크, 영국, 독일, 스위스 등 EU회원국뿐만 아니라 싱가포르, 홍콩 등 아시아 국가에도 등록되어 판매되고 있다.⁸⁴⁾ 투자자 유형으로 보면, Mirae Asset Global Discovery Fund의 개인투자자 비중은 2014년말 기준으로 17%이다.

82) 국내 자산운용회사의 UCITS 펀드 운용현황을 파악하기 위해 자산운용회사를 대상으로 설문조사를 실시하였고, 개별 자산운용회사 및 글로벌 펀드평가사의 웹사이트를 검색하였다.

83) 설문조사 결과, 미래에셋자산운용은 그 동안 3개 UCITS 펀드를 청산하였고, 2015년 4월말 Mirae Asset Asia Pacific Health Care Opportunities Equity Fund라는 하위 UCITS 펀드를 룩셈부르크에서 신규로 설정하였다. 따라서, 현재 미래에셋자산운용이 운용하는 UCITS 펀드는 모두 15개이다.

84) 투자자 유형으로 구분하면, 모든 투자자에게 판매되는 클래스(A), 기관투자자 전용 클래스(I 또는 특정 기관투자자 전용 R), 지역(예: 한국 K, 일본 J), 특정 투자자(X) 등으로 구분된다. 예를 들어, Mirae Asset India Sector Leader Equity Fund는 12가지 클래스펀드로 구분된다(Mirae Asset Global Discovery Fund Prospectus(2015)).

〈표 III-12〉 국내 자산운용회사의 UCITS 펀드 운용규모

(단위: 백만달러)

펀드명	하위펀드	순자산
Mirae Asset Global Discovery Fund		1,366
Mirae Asset Korea Equity Fund	○	85
Mirae Asset China Sector Leader Equity Fund	○	77
Mirae Asset India Sector Leader Equity Fund	○	88
Mirae Asset Asia Sector Leader Equity Fund	○	521
Mirae Asset Asia Pacific Equity Fund	○	35
Mirae Asset GEM Sector Leader Equity Fund	○	20
Mirae Asset ASEAN Sector Leader Equity Fund*	○	4
Mirae Asset Great Consumer Equity Fund	○	569
Mirae Asset GEM Great Consumer Equity Fund	○	10
Mirae Asset Global Great Consumer Equity Fund	○	22
Mirae Asset Asia Growth Equity Fund*	○	5
Mirae Asset Asia Pacific Dividend Equity Fund	○	10
Mirae Asset China Growth Equity Fund*	○	9
Mirae Asset Global Emerging Opportunities Bond Fund*	○	12
KIM Investment Funds		167
KIM Korea Navigator Fund	○	72
KIVAM Korea Value Fund	○	95

주 : 1) KIM Investment Funds는 2014년말 기준, Mirae Asset Global Discovery Fund는 2015년 3월말 기준
 2) '*' 표시된 펀드는 홍콩에서 인가받지 않은 펀드
 자료: 개별 펀드 연간보고서(Audited Annual Report and Financial Statements)⁸⁵⁾

한국투자신탁운용과 한국투자밸류자산운용은 2013년 10월에 설정된 KIM Investment funds의 하위펀드(sub fund)인 KIM Korea Navigator Fund와 KIVAM Korea Value Fund를 각각 운용하고 있다. 두 펀드 모두 한국주식에 투자하고 있으며, KIM Investment funds의 순자산규모는 2014년말 기준 약 1.7억달러이다. 이들 개별 하위펀드 또한 투자자 및

85) http://www.kimfunds.com/en_ucits, <http://investments.miraeasset.eu>

통화 유형에 따라 5가지 클래스펀드로 구분되어 룩셈부르크, 영국, 독일, 오스트리아, 스위스 등의 EU회원국에 판매되고 있다(KIM Investment Funds Prospectus(2015)). 그리고 KIM Korea Investment Funds의 연간보고서(2015)에 의하면, 아직 개인투자자의 비중은 거의 없는 것으로 보인다.⁸⁶⁾

그런데 이들 펀드의 연간보고서 및 투자설명서에 따르면, KIM Investment Funds와 Mirae Asset Global Discovery Fund의 자산운용회사(Management Company, 'UCITS 펀드 운용사')는 모두 룩셈부르크 현지 자산운용회사이다. 국내 자산운용회사는 UCITS 펀드의 투자매니저(Investment Manager)로서 UCITS 펀드 이사회의 동의하에 UCITS 펀드 운용사의 위임을 받아 개별 하위펀드를 운용하고 있다. 즉, 국내 자산운용회사는 위탁 또는 재위탁을 거쳐 UCITS 펀드를 운용하고 있는 것이다. 예를 들어, KIM Investment Funds의 경우에는 한국투자신탁운용과 한국투자밸류자산운용이 룩셈부르크 현지 UCITS 펀드 운용사와 투자운용계약(Investment Management Agreement)을 맺고 국내 법인에서 하위 UCITS 펀드를 운용하고 있다. Mirae Asset Global Discovery Fund의 경우에는 미래에셋자산운용 홍콩법인이 책임 투자매니저(Principal Investment Manager)로서 UCITS 펀드 운용사와 투자운용계약을 맺고, 미래에셋 국내법인과 미국법인은 미래에셋자산운용 홍콩법인과 투자운용계약을 맺고 투자매니저로서 개별 하위펀드를 운용하고 있다.⁸⁷⁾ 한편, 수탁업무 및 일반사무관리, 회계감사, 법률자문 등을 담당하는 회사들도 모두 룩셈부르크 현지법인이다.

86) 연간보고서에 나와 있는 하위펀드의 클래스가 기관투자자(I)와 자산운용회사 고객 및 관계사(X) 등으로 한정되어 있다.

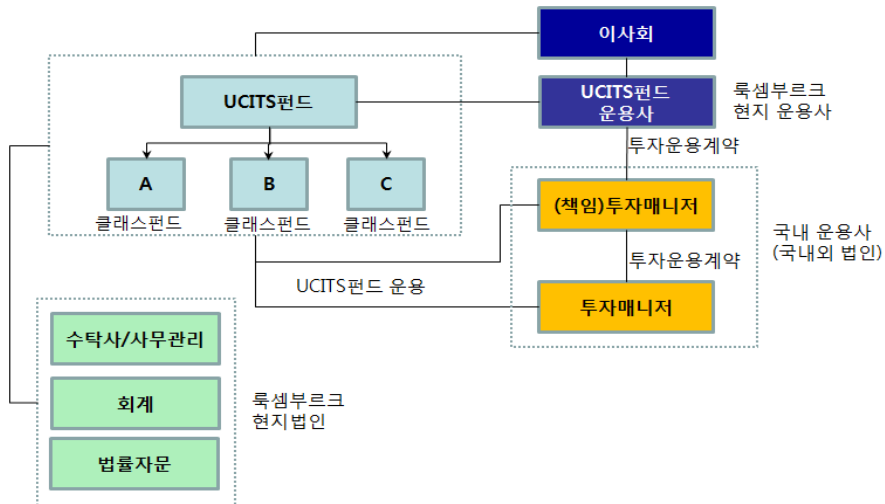
87) Mirae Asset Global Discovery Fund 투자설명서(2015)

〈표 III-13〉 국내 자산운용회사 UCITS 펀드의 구조 개관

구분	KIM Investment Funds	Mirae Asset Global Discovery Fund
UCITS 펀드 운용사	Lemanik Asset Management S.A.	RBC (Luxembourg) S.A.
수탁사 (Depository)	State Street Bank Luxembourg S.A.	Citibank International Limited, Luxembourg Branch
투자매니저 (Investment Manager)	<ul style="list-style-type: none"> 한국투자신탁운용(한국) 한국투자밸류자산운용(한국) 	<ul style="list-style-type: none"> Mirae Asset Global Investments (Hong Kong) Ltd 미래에셋자산운용(한국) Mirae Asset Global Investments (USA) LLC
회계감사 (Auditor)	PwC, Luxembourg	Ernst & Young S.A.
법률자문 (Legal adviser)	Elvinger, Hoss & Prussen	Arendt & Medernach

주 : 1) 일반사무, 지급결제, 명의개서 등의 업무기관은 두 펀드 모두 수탁사와 동일
 2) 미래에셋 홍콩법인은 책임매니저이자, 판매채널의 역할도 담당
 자료: 개별 펀드 연간보고서(Audited Annual Report and Financial Statements)

〈그림 III-8〉 국내자산운용회사의 UCITS 펀드 운용구조



위탁 또는 재위탁방식의 UCITS 펀드 운용은 현지법인 설립 없이도 UCITS 펀드를 운용할 수 있는 방법이다.⁸⁸⁾ UCITS지침에 따르면, UCITS 펀드는 감독당국의 인가를 받은 설정국 자산운용회사 또는 UCITS 펀드 자신을 자산운용회사로 지정해야 한다.⁸⁹⁾ 다만, 자기 자신을 자산운용회사로 지정하려면 UCITS 펀드가 투자회사로 설립되어야 하고, UCITS 펀드 운용사 인가요건을 충족해야 하며 더 많은 자본금(own funds)도 갖춰야 한다. 즉, 기본적으로는 UCITS 펀드를 운용하려면 EU 회원국에 속하는 설정국에서 자산운용회사로서 인가를 받아야 하는 것이다. 하지만, UCITS지침은 설정국의 법령이 허용하는 범위 내에서 포트폴리오 운용을 제 3자에게 위탁할 수 있도록 규정하고 있다(UCITS지침 13조). 그리고 룩셈부르크는 EU 회원국이 아니더라도 감독당국 간 상호협력을 위한 MOU를 체결한 국가의 자산운용회사에 한해 위탁운용 허용하고 있다(Ernst & Yong(2015)).⁹⁰⁾ 따라서, 국내 자산운용회사는 룩셈부르크 현지에 별도의 자산운용회사를 설립하지 않아도 UCITS 펀드 운용사와의 위탁계약을 통해 실질적으로 UCITS 펀드를 운용할 수 있는 것이다. 다만, 이 경우 국내 자산운용회사의 운용재량은 투자운용계약에 명시된 사항에 한정되며, 운용의 최종책임은 UCITS 펀드 운용사와 이사회가 진다.

88) 한국투자신탁운용, 한국투자밸류자산운용, 미래에셋자산운용 모두 룩셈부르크에 현지법인을 가지고 있지 않다.

89) 이를 self-managed UCITS investment company라 한다.

90) 룩셈부르크 감독당국 CSSF는 EU 회원국 이외에 29개국 감독당국과 MOU를 맺고 있는데, 아시아 지역 국가로는 홍콩, 중국, 싱가포르, 말레이시아, 대만, 태국, 베트남, 호주 등이 포함되어 있다. 또한, 룩셈부르크는 AIFM 지침에 대해 EU회원국 이외의 38개국 감독당국과 MOU를 체결하였으며, 아시아 지역 국가로는 우리나라를 비롯하여 일본, 싱가포르, 홍콩, 말레이시아, 태국, 베트남, 호주, 뉴질랜드, 인도 등이 포함된다.

2) UCITS 활용에 대한 설문조사 결과

가) 해외시장 진출 현황 파악을 위한 설문조사 개요

국내 자산운용회사들의 해외시장 진출과 관련해 공식적으로 집계된 통계는 금융감독원이 집계하고 있는 금융회사의 해외 상업적 주재에 대한 현황 파악이 유일하다. 그러나 이 통계는 특정 금융회사가 어떤 지역에 어떤 유형으로 진출해 있는지만 보여줄 뿐, 해외 법인 또는 지점의 영업 현황을 보여주지는 않는다. 자산운용회사의 경우에도 해외 법인 또는 지점의 영업현황은 공시대상이 아니기 때문에 공식통계를 확인할 방법은 없다. 본 III장의 펀드 수출, 즉 국경간 펀드판매와 후술할 IV장의 해외시장 진출을 분석하고 서술하기 위해서는 현황 파악이 필요하다. 이에 본 연구에서는 국내에서 인가받은 88개 자산운용회사들의 해외 영업 현황을 파악하기 위해 설문조사를 실시했다.

설문조사는 해외고객을 대상으로 한 영업현황과, 해외시장 진출 환경에 대한 의견을 묻는 질문 등 두 영역으로 구성되어 있다. 일부 회사의 경우 연구진이 담당자와 직접 인터뷰도 실시했다.⁹¹⁾ 해외시장 현지법인이나 지점의 영업현황에 대한 질문은 해외고객의 자산을 얼마나 운용하고 있는지를 물어보는 것이 핵심이다. 그리고 해외시장에 물리적으로 진출해 있지 않더라도 해외고객의 자산을 운용 중인지 물었다.⁹²⁾ 국경간 펀드판매는 이 부분에 해당한다.

91) 이 조사는 2015년 5월에서 7월 사이에 실시되었다. 연구진이 직접 연락해 응답을 요청한 회사가 11개사이며, 나머지 회사에 대해서는 금융투자협회가 총 세 차례에 걸쳐 응답을 요청했다. 설문조사에 응해주신 자산운용회사들과 응답요청을 대신해 주신 금융투자협회에 감사드린다.

92) IV장에서 후술하겠지만 해외 현지진출은 해외에 현지법인, 지점, 사무소 등을 설립하거나, 인수합병을 시도하는 것을 의미한다.

〈표 III-14〉 국내 자산운용회사 해외시장 진출 현황
설문조사 개요

(단위: 억원)

응답 회사 (23개사)	해외시장 진출 여부	영업현황 응답 여부	해외 진출환경 설문응답 여부	국내 AUM (펀드+투자일임)
삼성자산운용	○	○	○(일부)	1,268,160
미래에셋자산운용	○	○	○	622,243
신한BNP파리바자산운용	○	○	○	393,101
한국투자신탁운용	○	○	○(일부)	310,818
키움투자자산운용	×	○	○(일부)	216,851
NH-CA자산운용	×	○	○(일부)	168,236
트러스트자산운용	○	○	○(일부)	134,583
신영자산운용	×	○	○(일부)	124,634
마이다스에셋자산운용	○	○	○(일부)	106,599
KDB자산운용	×	○	○(일부)	79,067
한국투자밸류자산운용	×	○	○(일부)	74,025
LS자산운용	×	○	○(일부)	43,284
슈로더투자신탁운용	×	○	×	33,672
이지스자산운용	×	○	○(일부)	28,623
플러스자산운용	×	○	○(일부)	25,837
마이에셋자산운용	×	○	×	18,632
파인아시아자산운용	×	○	○(일부)	16,182
하우자산운용	×	○	○(일부)	7,854
블랙록자산운용	×	○	○(일부)	6,455
시몬느자산운용	×	○	○(일부)	1,922
노무라이화자산운용	×	○	○	900
지지자산운용	×	○	×	837
제이피에셋자산운용	×	○	○(일부)	61

주 : 해외시장에 진출해 있으면서 영업현황을 응답해 준 회사는 6개사이지만 그 영업에는 국내고객을 대상으로 한 것도 포함. 해외시장에 상업적 주체가 없지만 해외고객을 대상으로 영업하고 있다고 응답한 회사는 2개사. 나머지 회사들은 해외 현지진출 또는 국경간 펀드판매 등을 통한 영업현황이 전혀 없음에도 설문에 응해주었기에 영업현황에 응답해 준 것으로 처리하였음.
2014년말 기준

자료: 각사별 설문조사 응답자료, 금융투자협회

해외시장 진출 환경에 대한 의견을 묻는 부분에서는 응답 회사 입장에서 가장 적합한 해외시장 진출 방법 등 모두 9개 사항에 대해 질문을 던졌다. 총 88개 자산운용회사들 중 23개 회사가 응답을 보내주었다. 해외시장에 진출해 있는 12개사 중에서는 6개사가 응답을 보내주었다. 그리고 해외시장에 진출해 있지는 않지만 해외고객의 자산을 운용 중이라고 응답한 회사는 2개사였다. 그리고 나머지 회사들은 해외시장에 진출해 있지 않고, 운용 중인 해외고객의 자산도 없다고 답했다. 해외시장 진출 환경에 대한 의견을 묻는 문항들에서는 각 문항별로 답을 해준 회사의 수가 차이가 났다.⁹³⁾ 설문에 응해준 23개 회사들 중 해외시장 진출 환경에 대한 어떤 문항에도 답을 주지 않은 회사는 3개 회사이다. 이와 같은 국내 자산운용회사 해외시장 진출 현황에 대한 설문조사 개요가 위의 <표 Ⅲ-14>에 정리되어 있다.

나) UCITS 활용에 대한 설문조사 결과

설문조사 내용에는 역외펀드를 활용한 국경간 펀드판매에 대한 설문들도 포함되어 있다. 해외진출의 방식, 역외펀드 설정국가 선택기준 및 대상국가, 해외진출 목표국가에 대한 설문이 이에 해당한다.

우선, 해외진출 방식에 대해 설문조사를 한 결과, 설문에 답한 자산운용회사 20개사 중 11개사(55%)가 'UCITS 펀드(SICAVs) 등 역외펀드 이용'을 자사에 적합한 해외진출 방법으로 선택하였다. 이외에도 '사무소, 지점 및 법인 설립 등 직접투자를 통한 목표국가 진출'을 선택한 자산운용회사가 7개사(35%)이며, '합작회사 또는 인수합병'을 선택한 자산

93) 본 장에서는 국경간 펀드판매 부분을 위주로 설명한다. 국경간 펀드판매를 포함해 해외고객에 대한 수요 창출이 전체적으로 얼마나 되고 있는지에 대한 문항과 해외시장 진출 환경에 대한 의견을 묻는 문항들에 대해서는 IV장에서 설명할 것이다.

운용회사는 6개사(30%)이다.⁹⁴⁾ 이 결과로 미루어 보면, 많은 국내 자산운용회사들이 UCITS 펀드를 활용한 국경간 펀드판매를 해외진출의 주요 방식으로 인식하고 있는 것으로 판단된다. 따라서, 향후에는 기존 3개 자산운용회사 이외에도 국경간 펀드판매, 즉 펀드수출 방식의 해외진출을 시도하는 자산운용회사가 늘어날 것으로 예상된다.

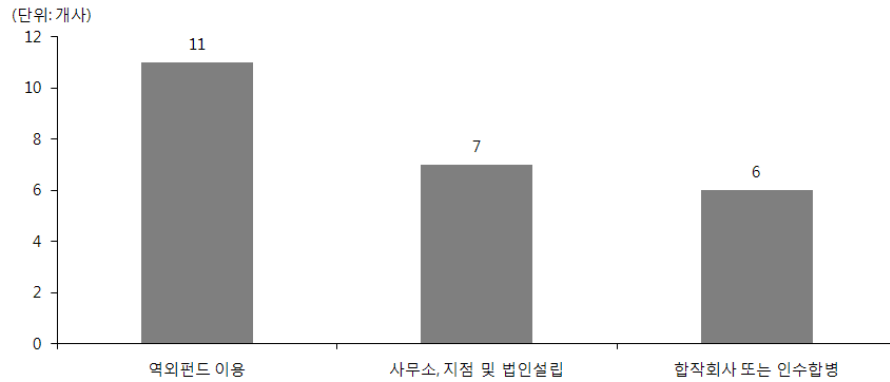
설정국가 선택기준에 대한 설문에서는 17개 자산운용회사가 답변하였다. 그 결과를 보면, 호의적인 세제(88%), 펀드등록 및 운영에 대한 규제환경(82%), 펀드등록 및 운용비용(41%), 등록국가 및 인접국가의 펀드수요(29%), 금융기관 및 펀드운용 관련 인프라 집중(24%)의 순으로 나타났다. 그렇다면 구체적으로 어느 국가에 펀드를 설정할 것인가를 묻는 설문에는 자산운용회사 12개사 중 83%에 해당하는 10개사가 룩셈부르크를 선택하였고, 2개사(17%)가 아일랜드를 선택하였다. 기타 지역으로는 대만(1개사), 태국(1개사), 미국(1개사), 유럽(1개사), 케이만(2개사) 등이 있다. 이를 종합하면, 국내 자산운용회사는 룩셈부르크와 같이 세제 및 펀드운영과 관련된 규제체계가 우호적이며, 펀드수요가 풍부하고 펀드운용인프라가 잘 갖춰진 국가에 역외펀드를 설정할 의향이 있다.

국경간 펀드판매를 통해 진출하고자 하는 목표국가에 대한 설문에는 18개사가 답변하였다. 그 결과를 보면, 중국이 61%로 가장 높았고, 그 다음으로 미국과 유럽이 각각 50%, 동남아시아 33%, 일본 17%의 순이다. 이로부터 국내 자산운용회사들이 대체로 펀드수요가 풍부한 국가들을 목표국가로 선정하고 있음을 알 수 있다. 그런데 이 중 유럽, 일본, 싱가포르, 홍콩, 대만 이외의 국가들은 국내 자산운용회사들이 펀드수출 방식으로 진출하기에는 어려운 국가임을 유의할 필요가 있다. 예를 들어, UCITS 펀드의 중국판매가 현재로서는 불가능하며, 미국과 대부분의 동남아시아 국가에서 판매되는 UCITS 펀드도 극히 드물기 때문이다.

94) 설문에 답한 자산운용회사 20개사 중 18개사는 세 가지 해외진출 방식 중 하나만을 선택하였고, 2개 자산운용회사는 세 가지 방식을 모두 선택하였다.

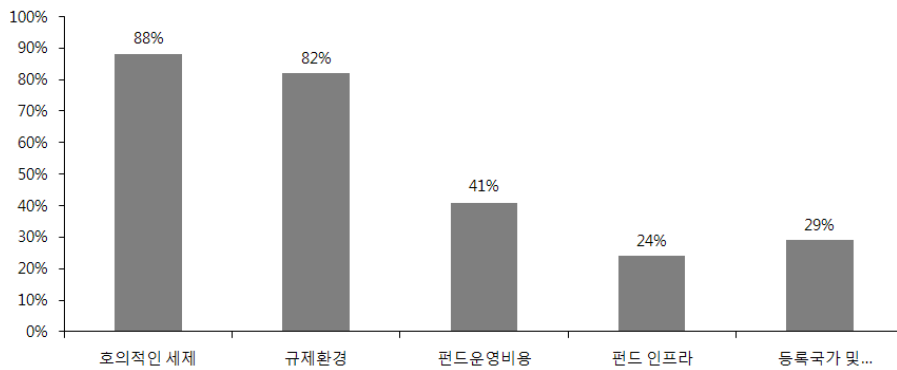
그러므로 이들 국가들의 경우에는 해당 국가에서 통용되는 역외펀드 또는 조만간 출범예정인 ARFP를 활용하는 방안을 고려할 수 있다. 물론 이 과정에서 해외 현지진출 방식도 병행할 수 있을 것이다.

〈그림 Ⅲ-9〉 해외진출 방식에 대한 설문조사 결과



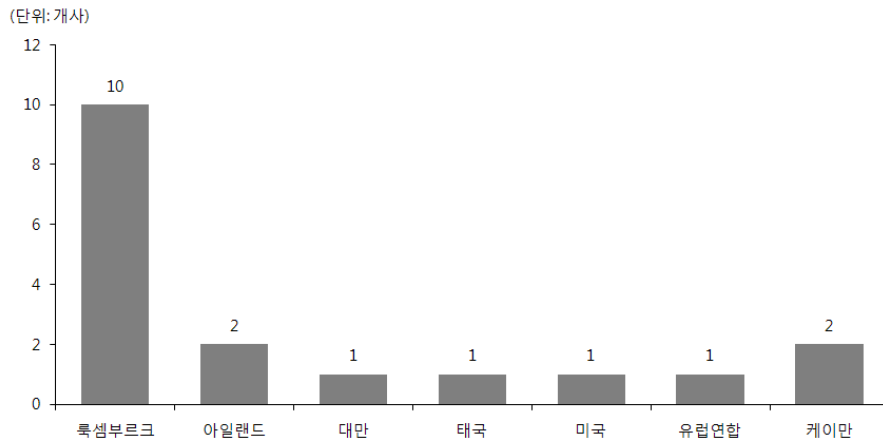
주 : 설문조사에 응한 자산운용회사는 총 20개사이며, 복수응답이 포함되어 있음
 자료: 자본시장연구원

〈그림 Ⅲ-10〉 설정국가 선택기준에 대한 설문조사 결과



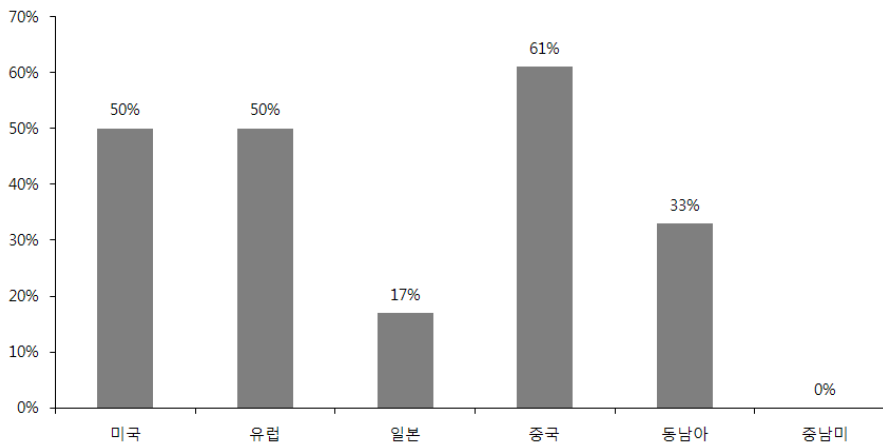
주 : 설문조사에 응한 자산운용회사는 총 17개사이며, 복수응답이 포함되어 있음
 자료: 자본시장연구원

〈그림 III-11〉 역외펀드 설정국가에 대한 설문조사 결과



주 : 설문조사에 응한 자산운용회사는 총 12개사이며, 복수응답이 포함되어 있음
 자료: 자본시장연구원

〈그림 III-12〉 해외진출 목표국가에 대한 설문조사 결과



주 : 설문조사에 응한 자산운용회사는 총 18개사이며, 복수응답이 포함되어 있음
 자료: 자본시장연구원

라. UCITS 활용 제고방안

본 절에서는 이상 살펴본 내용을 바탕으로 UCITS 펀드의 성공요인을 알아보고, 국내 자산운용회사들의 UCITS 활용도를 제고하기 위한 제도개선 과제와 자산운용업계의 과제에 대해 논의하고자 한다.

1) UCITS의 성공요인

UCITS 펀드가 해외 펀드판매의 효과적인 수단으로 명성을 구축하게 되면서 유럽 자산운용회사 이외에도 비유럽 자산운용회사가 UCITS을 해외판매 수단으로 활용하는 경우도 늘어나고 있다. 실제로 PwC(2015b)에 따르면 일본 노무라자산운용은 아일랜드에 국경간 펀드를 설정하고 자국을 포함하여 19개 국가에 판매하고 있다. 우리나라의 경우에도 앞서 살펴본 바와 같이 일부 자산운용회사들이 룩셈부르크에 위탁방식이긴 하나 UCITS 펀드를 설정하여 유럽 및 아시아 국가에서 판매하고 있다. 중국 자산운용회사들 역시 해외진출 전략의 일환으로 중국투자펀드를 유럽에 판매하기 위해 UCITS을 활용하는 방안을 고려하는 것으로 알려져 있다(Knadel and BNP Paribas(2012)).

이처럼 UCITS 펀드가 국제적으로 성공을 거두게 된 요인으로는 ① UCITS지침의 검증된 규제역량, ② UCITS 펀드의 상품성, ③ 펀드등록·판매절차의 간소화 및 펀드운영구조의 유연성, ④ 국경간 펀드설정에 특화된 금융 중심지의 존재 등을 들 수 있다.

우선, UCITS 펀드가 투자자보호 장치 및 감독당국 간 협력체계가 잘 갖춰진 UCITS지침의 규제를 받는다는 점을 첫 번째 성공요인으로 꼽을 수 있다. 공모펀드 규제체계의 가장 중요한 목적은 투자자보호이다. 이에 대부분의 국가에서는 투자자보호를 위해 명시적이고 강한 공모펀드

규제체계를 마련하고 있다. 또한, 개별 국가마다 역외펀드의 등록·판매 규제의 내용과 수준이 상이하어 감독당국 간 긴밀한 협력이 중요하다. 이를 감안하여 공모펀드의 경우 대부분의 국가에서 규제역량이 검증된 국가에서 설정된 펀드에 한하여 등록을 허용하고, 자국 법에 따라 판매 되도록 규정하고 있다. 예를 들어, 우리나라는 역외펀드 설정국가를 OECD국가와 홍콩, 싱가포르, 총리령으로 정한 국가로 제한하고 있고, 자산운용회사 적격요건, 투자운용규제, 판매요건 등을 규정하고 있다. 반면, UCITS지침은 제정 이후 꾸준히 개선작업을 거치면서 투자자보호 장치와 감독당국 간 정보교환 및 협력체계를 강화하였다. 더군다나 펀드산업이 발달한 유럽 주요 국가들을 중심으로 UCITS 펀드 시장이 성장하면서 UCITS지침의 규제역량도 검증되었다고 볼 수 있다.⁹⁵⁾

UCITS 펀드가 국경간 펀드판매에 특화된 표준화된 펀드라는 점도 UCITS의 성공요인으로 볼 수 있다. 특히, UCITS III와 UCITS IV를 거치면서 UCITS 펀드의 상품성이 대폭 높아졌다. UCITS III 이전만 하더라도 UCITS 펀드는 주식과 채권에만 투자하는 단순 펀드상품(plain-vanilla fund)이었으나, UCITS III에서 투자대상 자산이 단기금융상품, 펀드, 시장지수 등으로 대폭 확대되고 파생상품 투자도 가능해졌다. 이에 따라 MMF, 재간접펀드, ETF, Alternative UCITS 등 다양한 유형의 펀드상품이 나타나게 되어 투자자 입장에서 펀드선택의 폭이 크게 확대되었다.⁹⁶⁾

95) 싱가포르의 경우만 하더라도 룩셈부르크, 아일랜드, 영국, 독일, 프랑스 등에서 설정된 UCITS 펀드의 자국판매를 허용하고 있다. 이외에도 싱가포르는 펀드패스포트인 ASEAN CIS 회원국으로 태국, 말레이시아의 펀드를 받아들이고 있다.

96) 다만, UCITS 펀드가 개방형 공모펀드이면서도 여러 나라에 판매되는 펀드인 만큼 투자자 입장에서 보면 펀드 투자비용이 일반 국내펀드보다는 높을 수 있다.

자산운용회사 입장에서 UCITS 펀드의 상품성은 펀드등록 절차의 간소화 및 운영구조의 유연성 덕분에 크게 높아졌다. 구체적으로 보면, UCITS IV에서 판매국가 등록이 감독당국 간 통지(notification)방식으로 대폭 간소화되고 자산운용회사 패스포트, 모자형펀드 및 국경간 펀드 M&A도 가능해졌다. 즉, 자산운용회사 입장에서 보면, UCITS 펀드 판매 및 운영비용을 이전보다 절감할 수 있고, 다양한 방식으로 국경간 펀드를 운용할 수 있게 되어 투자운용의 효율성이 높아지게 된 것이다. 예를 들어, 영국 런던 주재 자산운용회사가 자산운용회사 패스포트와 모자형 펀드구조를 이용하면, 해외에 별도의 법인을 설립하지 않더라도 다른 국가에 등록된 자펀드(feeder fund)로 모집한 투자자금을 런던에서 모펀드(master fund)로 운용할 수 있다. 또한, 하나의 펀드 내에 투자전략이 다른 하위펀드(sub-fund)를 설정할 수 있고, 클래스가 다른 종류형 펀드를 설정할 수도 있다.

룩셈부르크와 아일랜드처럼 국경간 펀드 설정 중심지의 존재 역시 UCITS의 성공요인으로 꼽을 수 있다. 룩셈부르크와 아일랜드는 지리적·문화적인 이점을 기반으로 정부의 주도하에 일찌감치 펀드설정국으로 자리매김하려는 정책을 입안·시행하였다. 구체적으로 이들 나라들은 세계를 비롯한 펀드관련 제도를 정비하여 유수의 자산운용회사를 유치하고, 펀드설정, 자산보관, 사무수탁, 회계 및 법률 서비스, 컨설팅 등 일련의 자산운용 연관 산업을 적극 육성하였다. 그 결과 국경간 펀드의 약 87%가 이 두 나라에 설정되어 있는 것으로 나타나고 있다.

2) UCITS 활용 제약요인 및 제도개선 과제

본 연구에서는 국내 자산운용회사들이 국내 규제에 의해 해외에 공모펀드를 설정하는 과정에서 겪는 애로사항에 대해서도 설문조사를 하였다. 그 결과 국내 자산운용회사들은 금융지주회사법, 외국환거래규정,

금융기관 해외진출에 관한 규정 등을 개선이 필요한 규제로 거론하였다. 이를 살펴보면 다음과 같다.

우선, 금융지주회사법에 따르면 금융지주회사의 계열 자산운용회사는 자사가 해외에서 설립한 회사형 공모펀드를 자회사로 편입해야 한다.⁹⁷⁾ 우리나라에서는 계약형 공모펀드가 일반적이거나, 유럽의 UCITS 펀드나 미국의 뮤추얼펀드와 같이 유럽과 미국에서는 회사형 공모펀드가 일반적이다. 이에 따라 이들 국가에서 공모펀드를 설정하려면 회사형 구조를 선택할 수밖에 없다. 그런데 펀드투자라는 경제적 실질에도 불구하고 단지 회사형이라는 이유만으로 경영지배목적의 직접투자로 보아 해당 펀드를 자회사로 편입해야 하는 것은 과도한 규제라고 할 수 있다. 또한, 투자대상이 국내 자산운용회사가 해외투자수요 확보 목적으로 설정하는 공모펀드인 만큼 경영지배목적과는 거리가 멀다. 다행히도 정부 역시 이러한 문제점을 인식하고 있어 이 문제는 조만간 해결될 것으로 보인다. 최근 발표된 정부의 금융회사 해외사업 활성화 지원방안에 따르면, 정부는 금융지주회사법시행령 개정을 통해 회사형 공모펀드는 지주회사 자회사 편입대상에서 제외하기로 하였다.⁹⁸⁾

또한, 국내 자산운용회사들은 해외설정 회사형 공모펀드 관련 외국환거래규정 및 금융기관의 해외진출에 관한 규정을 펀드수출 방식의 해외진출을 가로막는 규제로 지적하고 있다. 예를 들면, 일반적으로 자산운용회사가 해외설정 회사형 공모펀드에 초기투자 목적으로 투자하게 되면 공모펀드의 특성상 펀드 총자산의 10%를 초과할 수밖에 없다. 이 경우 외국환거래규정 및 금융기관의 해외진출에 관한 규정에 따라 사전에 신고해야 하며, 신고 후에도 분기별로 펀드의 투자현황을 보고해야 한다.⁹⁹⁾ 그리고 자산운용회사가 해외 자회사에 출자하는 금액의 50%에

97) 금융지주회사법 제16조와 제18조

98) 금융위·금감원 보도자료(2015.07.16)

99) 외국환거래규정 9-15의 2, 금융기관의 해외진출에 관한 규정 7조 등이 이와 관련되어 있다.

해당하는 금액을 외국환포지션에 반영해야 한다.¹⁰⁰⁾

이상의 규제들은 국내 자산운용회사가 UCITS 펀드와 같은 역외펀드 기구를 활용하여 해외 투자수요를 유치하는 데 어느 정도 걸림돌로 작용하고 있는 것으로 보인다. 실제로 기존 3개 국내 자산운용회사들이 룩셈부르크에 현지법인을 설립하지 않고, 위탁운용 방식으로 UCITS 펀드를 운용하는 것도 이와 같은 규제와 무관하지 않은 것으로 판단된다. 따라서, 국내 규제에 대한 보다 면밀한 재검토를 거쳐 완화할 수 있는 규제는 과감하게 완화할 필요가 있다. 예를 들어, 해외설정 공모펀드 투자 관련 사전신고 또는 승인사항을 사후보고제로 전향적으로 전환하고 보고 내용을 간소화하여 해외진출에 소요되는 시간과 업무 부담을 덜어줄 필요가 있다.

이외에도 국내 자산운용회사들은 룩셈부르크와 우리나라 감독당국 간 상호인증 부재, 펀드세제 등도 개선되어야 할 문제점으로 지적하고 있다. 그런데 감독당국 간 상호 인증 부재 문제는 기존 국내 3개 자산운용회사들이 투자매니저로서 위탁운용을 하고 있는 현실을 감안하면, 그다지 큰 문제가 되지 않는 것으로 판단된다. 그리고 해외에 펀드를 설정할 경우 설정국가와 투자자산 및 투자자의 국적에 따라 펀드세제가 달라질 수 있으므로 펀드과세에 대해서는 보다 면밀한 검토가 필요할 것으로 판단된다.

100) 금융투자업규정 제3-51조 기존에는 출자금액을 전액 외국환포지션에 반영하도록 하였으나, 2014년 12월에 50%만을 반영하는 것으로 규제가 완화되었다(금융위원회 보도자료(2014.12.10)). 다만, 이 출자금액은 자산운용회사에 대한 건전성규제가 개선되면서 고유자산운용필요자본 적립대상에서는 제외되었다.

3) UCITS 활용 확대를 위한 자산운용업계의 과제

국내 자산운용회사들도 펀드수출 방식으로 해외 투자수요를 유치할 필요성을 충분히 인식하고 있고, 의지도 있는 만큼 염두에 두고 있는 목표국가에 따라 펀드설정 및 판매 전략을 달리 할 필요가 있다. 예를 들어, UCITS 펀드가 통용되지 않는 미국, 중국, 동남아시아 국가를 목표로 하는 경우에는 해외 현지법인 또는 합작회사를 설립하거나, 해당 국가에서 통용되는 역외펀드를 이용하여 진출할 수 있다. 반면, 유럽이나 일본, 홍콩, 싱가포르, 대만 등 UCITS이 통용되는 아시아 국가를 목표로 하는 경우에는 UCITS 펀드를 설정하는 방식을 이용할 수 있다.

해외설정 및 판매대상 펀드로는 국내 자산운용회사가 강점을 가지고 있는 기존 국내펀드 또는 해외투자펀드를 우선적으로 고려할 수 있다. 그러나 국내 자본시장법과 UCITS지침의 분산투자규정이 상이하기 때문에 국내펀드의 기존 투자전략을 그대로 사용하기에는 다소 무리가 있을 수 있다. 즉, UCITS지침을 숙지하여 이에 부합하는 투자전략을 수정 또는 개발할 필요가 있다. 또한, 해외 투자수요를 확보하려면 결국 투자자들의 수요에 맞는 펀드상품이어야 하므로 이에 대한 심도 있는 조사·연구를 통해 펀드상품의 유형과 투자자산을 다양화할 필요가 있다. 아울러 해외 판매채널과의 긴밀한 협력체계 구축도 해외 투자수요 확보에 필수적인 요소라고 할 수 있다.

룩셈부르크에서 설정된 UCITS 펀드를 운용하는 방식은 직접운용방식과 위탁운용방식으로 구분할 수 있다. 직접운용방식은 국내 자산운용회사가 룩셈부르크에 현지법인을 설립하여 감독당국의 UCITS 펀드 운용사 인가를 받아 UCITS 펀드를 설정·운용하는 방식이다. 이 방식은 트랙레코드가 어느 정도 축적되면 다른 유럽시장에 접근하기가 쉽고, 자산운용회사 패스포트 및 모자형펀드구조를 활용하여 다양한 방식으로 운용할 수도 있다는 장점이 있다. 더군다나 현지법인 설립 시 AIF(Alternative

Investment Fund) 운용사로 인가를 받으면 대체투자펀드까지 운용할 수도 있다.¹⁰¹⁾ 그런데 이와 같은 직접운용방식의 장점을 향유하기 위해서는 시간과 비용이 많이 소요되므로 국내 자산운용회사가 이를 감내할 수 있을 만큼의 의지와 과감한 장기투자가 필요하다.

반면, 위탁운용방식은 상대적으로 적은 비용으로 UCITS 펀드를 설정할 수 있다는 장점이 있다. 또한, 위탁운용 방식으로도 투자자 유형 및 투자자산에 따라 다양한 종류형펀드와 모자형펀드를 운용할 수 있다. 이외에도 해외의 수탁 및 일반사무, 법률 및 회계, 판매채널 등과의 접촉을 통해 운용 연관 업무 경험을 축적할 수도 있다. 하지만, 위탁운용방식의 경우 국내 자산운용회사의 권한이 투자운용계약에 한정되어 엄밀한 의미에서 펀드수출이라고 보기에 어렵다. 이러한 점에서 단기적으로는 직접운용방식보다는 위탁운용방식이 국내 자산운용회사들에게 더 적합하나, 중장기적으로는 직접운용방식으로 전환할 필요가 있다고 판단된다. 물론 위탁운용방식 역시 자산운용회사의 강한 해외진출 의지와 투자가 필수적임은 더 말할 나위가 없다.

4. ARFP의 활용방안

2010년부터 시작된 ARFP 논의에는 현재 우리나라를 포함하여 호주, 싱가포르, 뉴질랜드, 일본, 태국, 필리핀, 홍콩, 대만, 말레이시아, 인도네시아,

101) AIF는 UCITS지침의 규제(예를 들어, 투자운용규제)를 따르지 않는 공모펀드, 일반사모, 헤지펀드, PEF 등을 포괄하는 펀드이며, AIFM(Alternative Investment Fund Managers)지침을 적용을 받는다. AIF 운용사 인가요건은 UCITS 펀드 운용사 인가요건과 거의 유사하고, 추가적인 설립비용이 많이 들지는 않는다.

베트남 등 12개 국가가 참여하고 있다. 그동안 논의가 상당부분 진척되어 ARFP 참여 의사가 있는 국가들은 지난 9월 필리핀 APEC 재무장관 회의에서 ARFP SOU(Statement of Understanding)에 서명하였다. 또한, 늦어도 내년 상반기까지는 ARFP 양해서 서명국 및 참여의사가 있는 국가들을 중심으로 ARFP MOC(Memorandum of Cooperation)가 체결될 전망이다.

만일 우리나라가 ARFP에 참여하게 된다면 국내 자산운용회사들은 해외 현지진출을 하지 않아도 ARFP 회원국에 국내펀드를 이전보다 용이하게 판매할 수 있는 길이 생기게 된다. 물론 이는 ARFP에 참여하는 해외 국가의 자산운용회사들도 마찬가지이다. 따라서, 유럽의 사례에서 보듯이 ARFP가 개별국가에 미치는 영향은 개별 국가의 산업전략 및 자산운용회사의 대응전략에 따라 달라질 수 있다. 이에 본 절에서는 ARFP의 배경과 목적, ARFP의 잠재적인 영향 등에 대해 살펴보고, ARFP가 국내 자산운용산업에 미칠 영향과 국경간 펀드판매의 수단으로 ARFP를 활용할 수 있는 방안 및 과제에 대해 논의하고자 한다.

가. ARFP의 배경 및 잠재적인 영향

1) ARFP의 논의배경 및 목적

유럽의 UCITS지침이 제정된 배경에는 인구 구조의 노령화에 따라 안정적인 노후자금 마련을 위한 수단으로 펀드산업의 중요성이 부각된 사회경제적인 변화가 자리하고 있다. 또한, UCITS지침은 개방형 공모펀드에 대한 EU 차원의 단일 규제체계 형성이라는 목적 이외에도 투자자 선택의 폭 확대, 자산운용의 효율성 증진, 역내 투자자금의 선순환 등을 통해 자본시장의 발전에 기여하는 것을 지향한다. 실제로 이에 걸맞게 유럽 펀드산업은 UCITS지침 도입 이후 크게 발전했을 뿐만 아니라

투자자의 선택폭과 분산투자기회가 확대되었고, 자산운용의 효율성이 높아진 것으로 평가된다. 이와 같은 UCITS의 성공에 주목한 호주의 AFCF(Australian Financial Centre Forum)는 UCITS과 같은 펀드패스포트 제도를 아시아 지역에도 도입할 것을 주장하였다(AFCF(2009))¹⁰²⁾.

호주가 ARFP를 제안한 배경에는 자국의 산업발전전략에 대한 고민도 자리하고 있다. 호주의 AFCF는 자국의 은행, 보험, 펀드산업 등이 세계적인 경쟁력을 갖췄음에도 불구하고 대체로 내수중심의 산업구조를 가진 것으로 평가하였다. 이에 AFCF(2009)는 자국 자산운용산업에 대한 국제적인 평판을 확보하고 해외 투자자금을 유치하여 자국을 자산운용 중심지로 육성하려는 전략의 일환으로 ARFP를 주요 추진과제로 선정하였다. 호주는 이와 같은 자국 내 논의를 바탕으로 2010년 10월 일본 교토 APEC 재무장관회의에서 아시아 지역을 중심으로 유럽과 같은 단일 펀드시장을 만들자는 취지로 ARFP를 제안하였다.

호주의 제안 이후 ARFP 논의에는 우리나라를 포함하여 12개 국가가 참여하고 있다. ARFP 논의는 한국, 호주, 싱가포르, 뉴질랜드, 태국, 필리핀, 일본 등 7개국이 참여하여 ARFP 방안을 마련하는 실무그룹(Working Group)과 12개 국가가 모두 참여하는 워크숍(Policy and Technical Workshop, 이하 워크숍)으로 나누어 진행되고 있다. 구체적으로는 실무그룹(Working Group, 이하 실무그룹)에서 ARFP 방안 또는 공통규범을 마련하면 워크숍에서 논의한 후 이를 다시 실무그룹에서 수정·보완하는 방식이다.¹⁰³⁾

102) 이 보고서를 흔히 'Johnson Report'라고 한다.

103) 다만, ARFP SOU가 마련된 이후에는 워크숍 개최 없이 실무그룹에서 ARFP 공통규범 최종안을 마련하고 있다.

〈표 III-15〉 ARFP 방안의 기본 원칙

원칙	내용
투자자보호	<ul style="list-style-type: none"> • 개방형공모펀드를 대상으로 하는 만큼 가장 중요한 원칙 • 일반투자자들이 안심하고 투자할 수 있는 표준화된 펀드 • 자산운용회사 및 매니저 요건, 분산투자, 판매 및 공시요건 등
법적·제도적 안정성	<ul style="list-style-type: none"> • 워크숍 및 실무그룹에서 토론을 거쳐 합의된 내용만을 반영 • 펀드 및 자산운용회사 자격요건, 등록절차, 설정국 및 판매국의 권한 등
ARFP 경쟁력 확보	<ul style="list-style-type: none"> • UCITS 펀드에 대항할 수 있는 경쟁력 확보 • ARFP 회원국은 규제역량이 검증된 국가로 한정 • UCITS지침 및 ASEAN CIS를 참고하여 방안 마련

ARFP 방안은 투자자보호, 법적·제도적 안정성, ARFP 경쟁력 확보 등의 기본 원칙하에 마련되었다(김종민(2014)). 이 중에서 투자자보호가 ARFP 펀드가 일반 대중에게 판매되는 개방형 공모펀드를 대상으로 하는 만큼 가장 중요한 원칙이다. 즉, 일반투자자들이 안심하고 투자할 수 있도록 자산운용회사 및 매니저의 자격, 투자운용규제, 펀드판매 및 공시 등의 요건을 마련하였다. 또한, 실무회의 참여 국가들은 개별국가의 법적·제도적 안정성을 고려하여 충분한 내부토론을 거쳐 합의된 내용만을 ARFP 방안에 반영하였다. 간소화된 절차(streamlined process)에 따른 펀드등록과 설정국 및 판매국의 권한 설정 등이 그 대표적인 예이다. ARFP의 경쟁력 확보도 ARFP 방안 마련 과정에서 고려된 중요한 원칙이다. 이를 감안한 규정의 예로는 규제역량이 검증된 국가로만 회원국 자격을 한정된 회원국 요건과 UCITS지침 및 ASEAN CIS를 참고하여 마련한 투자운용규제를 들 수 있다.

ARFP의 목적은 2013년 APEC 재무장관회의와 2015년 APEC 재무장관회의에서 각각 서명된 의향서(Statement of Intent: SOI)와 양해서(Statement of Understanding: SOU)에서 찾아볼 수 있다. 이 두 문서에

명시된 ARFP의 목적은 다음과 같다. 첫째, 투자자들에게 다양한 투자 기회를 제공한다. 둘째, 투자자금의 유치를 통해 국내 자본시장의 발전을 도모한다. 셋째, 저축의 국내 선순환을 촉진하여 국내 투자를 확대한다. 넷째, 국내 금융시장과 자산운용산업의 역량·전문성·국제경쟁력을 강화한다. 다섯째, 투자자보호 및 공정성·효율성·투명성을 갖춘 금융서비스를 제공하고, 금융안정성을 제고하며, 선진적인 펀드운용 및 판매의 기준을 제공하는 법적·제도적 틀을 유지한다. 이로 미루어 볼 때, ARFP의 목적은 투자자 선택의 폭 확대, 국내 자산운용산업 및 자본시장의 발전, 법적·제도적 선진화 등으로 정리할 수 있다.

2) ARFP의 잠재적인 영향

본 절에서는 ARFP의 잠재적인 비용과 편익을 투자자, 자산운용회사, 정부 등 자산운용업과 관련된 경제주체별로 나누어 살펴보고, ARFP의 확장가능성에 대해 논의하고자 한다.

가) 투자자의 관점

ARFP 논의 참여국과 중국을 포함한 아시아·태평양 지역에서 자국 펀드가 UCITS 및 ASEAN CIS와 같은 펀드패스पोर्ट를 활용하지 않고 다른 국가에 판매되는 경우는 극히 드물다. ASEAN CIS의 국경간 판매 규모는 아직 미미한 수준이고, UCITS 펀드라 하더라도 싱가포르와 홍콩을 제외하면 일반 투자자에게 판매되는 규모가 크지 않다. 즉, 대부분의 아시아·태평양 지역 국가들은 역외 공모펀드의 판매장벽을 높게 설정하고 있다. 이는 물리적 진출이나 펀드패스पोर्ट가 아니면 해외 개인투자자에게 국내펀드를 판매하는 것이 매우 어렵다는 것을 시사한다.

ARFP 회원국에서 설정된 ARFP 펀드는 ARFP 공통규범 및 개별

회원국의 법령을 준수하는 한 이전보다는 손쉽게 등록되어 판매될 수 있다. 그러므로 국내 투자자는 기존 국내펀드 및 역외펀드 이외에도 ARFP 펀드라는 새로운 유형의 펀드에 투자할 수 있어 펀드 선택의 폭이 넓어진다. 더군다나 국내외 자산운용회사 간 투자수요 확보 경쟁으로 인해 펀드보수가 낮아질 수 있다. 이러한 점에서 ARFP가 시행될 경우 국내 투자자들의 후생은 이전보다 높아질 가능성이 있다. 또한, 증권사나 은행 등 펀드 판매채널의 입장에서는 이전보다 판매할 수 있는 펀드 상품이 늘어나므로 이전보다 수익이 증가할 수 있다.

반면, 투자자보호와 관련된 사항은 펀드 판매국의 규제에 따르게 되어 있으나, ARFP 공통규범과 국내 법령상 불일치 또는 규제공백으로 인해 예기치 못한 투자자 분쟁이 발생할 가능성이 존재한다. 이 과정에서 해외 자산운용회사나 펀드 매니저에 대한 규제·감독의 실효성이 쟁점이 될 수 있으며, 감독당국 간 협력이 원활하지 못하면 ARFP 자체의 실효성이 문제가 될 수 있다.

나) 자산운용회사의 관점

앞서 언급했듯이 해외 ARFP 펀드는 국내 투자자들이 일반 판매채널을 통해 쉽게 접근이 가능하다는 점에서 기존의 역외펀드와는 차별화된다. 그러므로 ARFP가 시행될 경우 국내시장에서 국내외 자산운용회사 간 투자수요 확보 경쟁이 본격화할 수 있다. 그런데 거시경제 환경 및 펀드산업의 발전정도가 다양한 ARFP 논의 참여국 구성과 내수 중심인 국내 자산운용회사의 수요기반을 감안하면 국내 자산운용회사가 설정·운용하는 ARFP 펀드의 해외판매가 그리 용이하지 않을 수도 있다. 따라서, 기본적으로 국내 자산운용회사 입장에서는 ARFP로 인해 이전보다 심한 경쟁압력을 받게 되고, 그 결과 국내 수요기반이 약화될 가능성이 존재한다.

그런데 ARFP가 시행되더라도 국내 자산운용회사의 높은 국내시장 지배력, ARFP의 낮은 브랜드 인지도, 펀드판매 관련 인프라 미비 등으로 인해 단기간 내에 해외 ARFP 펀드의 국내판매가 급증할 가능성이 낮다. 설사 그렇지 않다 하더라도 ARFP 펀드가 투자운용규제 측면에서 표준화된 개방형 공모펀드인 만큼 국내 자산운용회사들도 충분히 경쟁력을 갖출 수 있는 펀드상품임을 유의할 필요가 있다.

또한, 국내 자산운용회사는 ARFP로 인해 심화된 경쟁에 대응하기 위해 신규 상품개발 및 운용역량을 강화하는 노력을 기울일 수밖에 없다. 이에 따라 국내 자산운용회사의 운용자산과 투자수요도 다변화되어 중장기적으로 국내 자산운용업계의 경쟁력 제고는 물론 해외 현지진출의 유인도 강화되는 효과가 존재한다. 이와 같은 노력이 결실을 맺게 되면 규모의 경제(economies of scale) 효과를 통해 운용의 효율성이 높아질 수 있다.

다) 정부의 관점

정부의 입장에서 보면, ARFP가 펀드판매 단일시장 형성에 따른 자산운용의 효율성 증진을 목적으로 하는 만큼 ARFP는 국내 자산운용업계의 국제화 또는 국제경쟁력 강화에 기여할 여지가 존재한다. 또한, 펀드 투자자의 선택권이 확대됨으로써 사회경제적 후생이 증대되는 효과가 있으며, 투자자금의 역내 선순환에 따라 자본시장이 발전할 수 있다. 즉, ARFP는 국내 자산운용업계의 경쟁력 강화, 펀드 투자자의 선택권 확대, 자본시장의 발전 등 긍정적인 측면이 존재한다.

반면, ARFP는 자산운용회사 간 경쟁심화로 인해 투자자의 편익이 증가하는 측면이 있으나, 글로벌 금융위기 이후 위축되어 있는 공모펀드 시장을 더욱 위축시킬 가능성도 있다. ARFP 시행 시 규제·감독의 미흡 및 국가 간 규제차이로 인해 투자자보호 관련 분쟁이 발생할 수도

있다. 또한, 국내 규제체계 정비 및 펀드판매 관련 인프라 구축에 소요되는 비용이 발생할 수 있다.

〈표 III-16〉 ARFP의 잠재적인 비용과 편익

	비용	편익
투자자	잠재적인 투자자보호 문제 - 불완전판매, 환위험, 세제 등의 투자자보호 문제 발생 가능성	투자자 후생의 증가 - 선택폭의 확대 및 분산투자 효과 - 경쟁효과에 의한 투자비용의 감소
자산 운용회사	산업구조의 변화 가능성 - 경쟁심화에 따른 수요기반 약화 - 대외요인에 의한 산업구조 변화	투자역량 강화 및 경쟁력 제고 - 수요기반 확대 및 해외진출 유인제고 - 투자역량 강화 및 투자효율성 증대 - 규모의 경제(economies of scale)
정부	금융시스템 안정성 저해 가능성 - 관리감독 및 투자자보호 문제 - 국가 간 규제차익 및 산업구조 변화	금융·자본시장의 발전 - 자본시장 발전 및 부가가치 창출 - 자산운용업 경쟁력 제고 및 국제화 - 대외충격에 대한 대응능력 강화

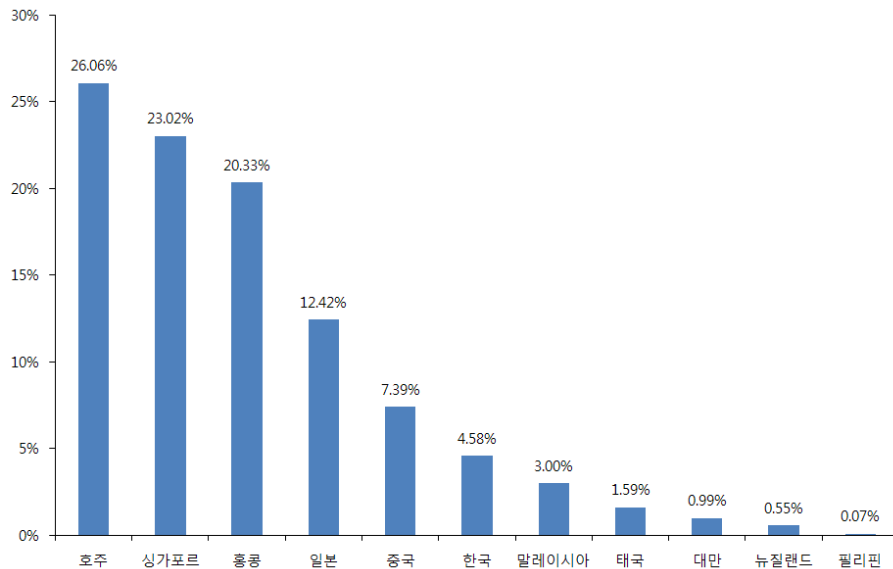
라) ARFP의 확장 가능성

현재 아시아 지역에서는 논의가 진행 중인 ARFP 이외에도 ASEAN CIS, 중국-홍콩 펀드 상호인증제 등 복수의 펀드패스पोर्ट가 시행되고 있다. 따라서, ARFP가 예정대로 출범한다면, 아시아 지역에서는 UCITS 펀드 이외에도 ARFP, ASEAN CIS, 중국-홍콩 펀드 상호인증제 등을 활용한 펀드 상호교차판매가 점차 늘어날 것으로 예상된다.

이 중 ARFP는 아시아에서 펀드시장 규모가 큰 호주, 싱가포르, 일본, 한국 등의 국가들이 주도하고 있다. 그 결과 ARFP 실무그룹 국가들의 펀드시장은 분석대상 13개국 전체 펀드시장의 약 68%를 차지한다. 실무그룹 비참여국가 중에서 펀드시장이 큰 국가는 홍콩과 말레이시아로, 이들 국가들까지 ARFP에 참여할 경우 ARFP의 시장 규모는 전체의

92%를 차지한다. 반면, ASEAN CIS는 역내 펀드시장의 28%를, 중국-홍콩 펀드 상호인증제는 28%를 차지, 이들 펀드패스포트는 규모면에서 아시아를 대표하는 펀드패스포트로 발전하기에는 다소 미흡하다. 따라서, ARFP가 적어도 규모면에서 향후 아시아를 대표하는 펀드패스포트 제도가 될 가능성이 있다. 더 나아가서는 ASEAN CIS나 중국-홍콩 펀드 상호인증제 등을 아우르는 단일 펀드패스포트 제도로 발전할 수도 있다.

〈그림 III-13〉 펀드시장의 비중(2013년)



자료: ICI, 개별국가 공식 통계

그런데 중국-홍콩 펀드 상호인증제가 향후 ARFP에 버금가는 펀드패스포트 제도로 발전할 가능성을 완전히 배제할 수는 없다. 이 제도에는 무엇보다도 펀드시장의 성장 잠재력이 매우 큰 중국이 참여하고 있고, 문화적인 유사성이 큰 싱가포르와 대만 등의 국가가 여기에 합류할 가능성도 있기 때문이다. 만일 싱가포르와 대만이 참여할 경우 중국-홍콩

펀드 상호인증제의 시장 규모는 역내 펀드시장의 52%를 차지, 중국-홍콩 펀드 상호인증제가 향후 ARFP와 경쟁하는 펀드패스पोर्ट로 발전할 수 있다. 또한, ARFP 논의가 지지부진하고, 시행되더라도 별다른 성과가 없다면 향후에는 중국과 홍콩을 중심으로 역내 펀드패스पोर्ट 논의가 재편될 수도 있다. 이를 감안하면, ARFP 초기 회원국 범위가 ARFP의 향후 확장 가능성을 결정짓는 핵심 변수가 될 수 있다.

그러므로 정부와 자산운용업계 모두 ARFP, ASEAN CIS, 중국-홍콩 펀드 상호인증제 등 역내에서 시행 중인 펀드패스पोर्ट 제도에 주목, 대응전략 및 활용방안을 적극 모색할 필요가 있다. 비록 아직 이들 제도의 성과가 미미하나, 향후에는 현재보다도 다양한 형태의 시장통합 논의가 진행되고, 우리나라 또한 이에 참여할 가능성이 높기 때문이다.

나. ARFP가 국내 자산운용산업에 미치는 영향

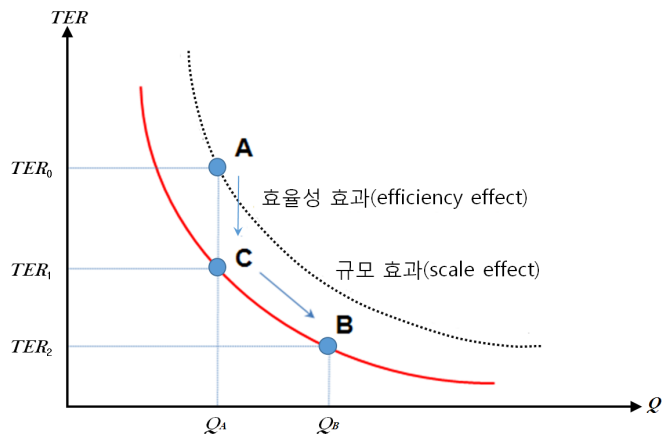
ARFP가 투자자 및 자산운용회사에 미치는 핵심효과는 '역외펀드 판매장벽의 완화'와 '규모의 경제 및 경쟁 효과'로 정리할 수 있다. 투자자는 다양한 역외 ARFP 펀드에 이전보다 용이하게 투자할 수 있고, 자산운용회사는 투자효율성을 높일 여지는 있으나 해외 자산운용회사와의 경쟁으로 수요기반이 약화될 수 있기 때문이다.

그런데 펀드패스पोर्ट에 대한 기존 연구는 이 중 규모의 경제 효과에 초점을 두고 있다. 규모의 경제 효과는 <그림 III-14>에서 보는 바와 같이 규모가 동일하더라도 투자효율성이 높아지면서 펀드 운영비용인 TER이 낮아지는 효과(효율성효과)와 펀드규모가 커지면서 TER이 낮아지는 효과(규모효과)로 구성된다. 예를 들어, CRA(2006)는 유럽의 평균 펀드규모가 미국의 평균 펀드규모까지 커진다면 연간 약 17bp가량 비용을 절감할 수 있을 것으로 추정하였다. APEC PSU(2014)는 홍콩 펀드의

TER 함수 추정을 통해 ARFP로 인해 5년간 펀드시장이 연간 20%씩 성장한다면 한국의 경우 약 17bp정도 TER이 감소할 것으로 추정하였다.

하지만, ARFP 영향분석을 규모의 경제 효과 추정에만 국한하는 것은 다음과 같은 이유로 한계가 있다. 우선, 국가별 펀드 데이터의 한계 또는 미비로 인해 규모의 경제 효과 추정 자체가 어렵다. 또한, 펀드 데이터가 있다 하더라도 ARFP 자체가 아직 시행되지 않았기 때문에 계량 분석 자체에 한계가 있고, 분석의 신뢰성을 확보하기가 쉽지 않다. 실제로 APEC PSU(2014)의 분석은 연평균 펀드시장 성장률을 20%로 지나치게 높게 설정하였고, 투자효율성 증진효과가 있다고 가정하여 ARFP의 효과를 도출하였다.

〈그림 III-14〉 ARFP로 인한 규모의 경제 효과



오히려 ARFP가 국내 자산운용산업에 미치는 효과를 보기 위해서는 국내의 자산운용회사 간 경쟁효과에 주목할 필요가 있다. 국내의 자산운용회사 간 수요확보 경쟁은 펀드규모뿐만 아니라 펀드보수에도 영향을 미치기 때문이다. 이런 관점에서 보면, '역외펀드 판매장벽의 완화'라는

ARFP의 핵심효과를 추정하는 것도 ARFP 영향분석에서 매우 중요한 부분이다. 사실 투자자 관점에서는 판매장벽 완화가 가장 중요한 효과이며, 이는 자산운용회사 간 경쟁에도 영향을 미친다. 예를 들어, ARFP가 시행되더라도 역외 ARFP 펀드투자가 어렵다면 국내 투자자들은 여전히 국내펀드를 선택할 것이기 때문에 해외 자산운용회사의 국내시장 잠식 가능성은 기우에 그칠 수도 있다.

이러한 점들을 감안하여 본 연구에서는 국내주식형펀드에 대한 실증분석 및 이론분석을 병행하여 ARFP 영향분석을 수행하고자 한다. 우선, 규모의 경제 관점에서 2014년말 기준 국내주식형펀드 보수자료에 대한 실증분석을 통해 규모효과의 존재여부를 검토하였다. 즉, 국내주식형펀드 시장에서 펀드규모 또는 자산운용회사규모가 커질수록 펀드보수가 낮아지는가를 검증하였고, 이를 바탕으로 투자효율성 개선 가능성에 대해서 검토하였다. 그리고 직접 수집한 각국의 펀드보수 데이터를 활용하여 ARFP를 통한 해외수요 창출 가능성을 평가하였다.

1) 주식형펀드 시장의 규모효과 존재여부

펀드의 규모효과에 대해서는 다양한 연구가 존재한다.¹⁰⁴⁾ 이 중에서도 2002년 18개국에서 판매되는 46,580개 공모펀드에 대한 비교분석을 수행한 Khorana et al.(2008)은 규모가 큰 펀드 또는 대형 자산운용회사의 보수가 더 낮은 실증결과를 제시하고 있다. 이는 펀드규모가 커질수록 펀드운용에 소요되는 단위 투자금액당 고정비용이 감소하여 투자효율성이 증가하기 때문이다. 이와는 달리 김종민·송홍선(2012)에 의하면 국내주식형펀드에서는 규모효과가 유의하지 않은 것으로 나타난다.

이에 본 연구에서는 Khorana et al.(2008)의 연구 중 국가 간 비교가

104) 이에 대해서는 김종민·송홍선(2012)을 참고하기 바란다.

아닌 개별 국가 주식형펀드의 보수 결정요인 분석 방법론을 참고하되, 국내주식형펀드 시장의 특징을 반영하여 횡단면 회귀분석을 수행하였다. 분석대상 펀드는 인덱스펀드, 연금관련 펀드, 재간접펀드, 설정기간 1년 미만 펀드, 설정액 10억원 미만 펀드 등을 제외한 1,339개의 일반주식형 및 해외주식형펀드이다. 펀드자료는 (주)제로인과 금융투자협회의 자료를 사용하였다.

〈표 III-17〉 국내주식형과 해외주식형 펀드의 보수 비교

(단위: %)

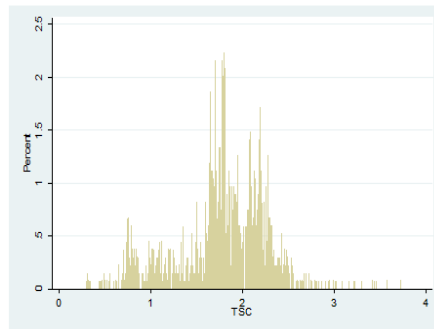
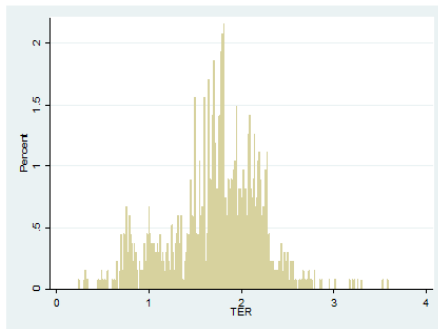
		TER	운용 보수	판매 보수	수탁 보수	사무 관리	기타	TSC
전체	평균	1.72	0.74	0.85	0.04	0.17	0.07	1.78
	중간값	1.78	0.74	1.00	0.04	0.02	0.01	1.81
국내 주식형	평균	1.57	0.67	0.85	0.34	0.15	0.00	1.62
	중간값	1.68	0.70	1.00	0.03	0.02	0.00	1.73
해외 주식형	평균	1.98	0.86	0.86	0.06	0.02	0.17	2.06
	중간값	2.08	0.90	1.00	0.06	0.02	0.10	2.17

주 : 2014년 기준
자료: 금융투자협회, (주)제로인

〈그림 III-15〉 국내주식형펀드 TER 및 TSC의 히스토그램

(1) TER의 히스토그램 (단위:%)

(2) TSC의 히스토그램 (단위:%)



자료: 금융투자협회, (주)제로인

<표 III-17>과 <그림 III-15>는 분석대상 주식형펀드 TER 및 TSC(Total Shareholder Cost)의 기초통계량을 보여주고 있다. 여기서 TSC는 Khorana et al.(2008)과 동일하게 투자기간 5년을 가정하고, 선·후취수수료를 안분한 후 이를 TER에 더하여 산출하였다. 국내주식형펀드의 TER은 평균 1.72%, 중간값은 1.78%(TSC는 1.81%) 수준이며, 이 중 운용보수는 74bp, 판매보수는 100bp이다. 또한, 국내주식형펀드의 TER 및 TSC는 최소 0.24%(TSC는 0.3%)에서 최대 3.58%(TSC는 3.73%)까지 매우 다양하게 분포되어 있다. 그런데 국내주식에 투자하는 국내주식형펀드의 TER 평균은 1.57%, 중간값은 1.68%이나, 해외주식에 투자하는 해외주식형펀드의 TER 평균은 1.98%, 중간값은 2.08%로 40bp 더 높게 나타난다. 이러한 보수의 차이는 주로 운용보수와 기타비용에서 차이 나고 있다. 예를 들어, 해외주식형펀드의 운용보수가 90bp(중간값 기준)로 국내주식형펀드보다 약 20bp가량 더 높게 나타나고 있다.

실증분석에서 사용한 설명변수는 펀드순자산, 운용사순자산, 운용기간(년), 온라인펀드여부, C클래스여부, 해외주식형 여부, 내부수익률(IRR), 매매중개수수료율 등이다. 펀드순자산(로그변환) 및 운용사순자산(로그변환)은 규모효과를 추정하기 위한 변수이다. 운용기간은 설정이후 2014년말까지의 기간을 연(year)단위로 환산한 후 로그 변환하였다. 온라인펀드는 온라인전용펀드와 다른 유형 펀드와의 보수차이를 파악하기 위한 변수이다. C클래스는 선·후취수수료를 받지 않는 대신 판매보수를 높여 받는 펀드이므로 이 차이가 펀드보수에 미치는 효과를 파악하기 위한 변수이다. 해외주식형 여부는 해외주식형펀드의 TER이 약 40bp 더 높게 나타나고 있는 기초통계량 결과를 감안하여 설명변수에 추가하였다. 내부수익률(IRR)은 설정이후 누적수익률을 연단위로 환산한 평균 수익률로서 해당 펀드의 성과를 나타내는 지표이다.¹⁰⁵⁾ 그리고 분석대상

105) 참고로 기존 문헌에 따르면, 일반적으로 성과가 높은 펀드의 보수율이 낮은 경향이 있다.

펀드를 펀드순자산을 기준으로 5분위로 구분하였으며, 전체와 3분위 이상으로 구분하여 실증분석을 수행하였다. 주요 설명변수의 분위별 기초통계량은 다음의 표와 같다.

<표 III-18> 주요 설명변수의 분위별 기초통계량

분위	펀드 순자산 (억원)	TER (%)	운용 보수 (%)	판매 보수 (%)	TSC (%)	IRR (%)	운용 기간 (년)	운용사 순자산 (억원)
1	12.66	1.93	0.75	1.00	1.97	-0.02	7.21	8,029
2	27.55	1.81	0.75	1.00	1.83	-0.01	7.10	8,007
3	62.72	1.77	0.73	0.99	1.79	-0.01	7.21	24,113
4	141.65	1.73	0.73	0.97	1.78	-0.01	7.44	13,199
5	663.20	1.70	0.73	0.93	1.79	-0.01	7.63	26,627
전체	62.72	1.78	0.74	1.00	1.81	-0.01	7.26	15,500

주: 각 분위별 평균치

실증분석 결과는 <표 III-19>와 <표 III-20>에 나타나 있는데, 규모효과 존재여부와 다른 설명변수가 TER 및 TSC에 미치는 효과로 구분하여 살펴볼 수 있다.

규모효과는 개별 펀드순자산 및 운용사순자산이 TER 및 TSC에 미치는 효과로 구분할 수 있는데, 실증분석 결과 펀드순자산과 운용사순자산이 보수에 미치는 영향이 상반되게 나타나고 있다. 전체 펀드를 대상으로 한 분석에서 펀드규모 10% 증가 시 TER 및 TSC는 0.3~0.5bp 하락하며, 펀드규모 상위 60%로 한정하면 펀드규모 10% 증가 시 TER은 최대 0.3bp, TSC는 1.9bp 정도 하락한다. 즉, 펀드규모가 커질수록 TER 및 TSC가 감소하는 경향은 관찰되지만, 감소폭 자체는 그리 크지 않다. 반면, 자산운용회사의 운용 규모가 10% 커지면 TER는 약 0.2bp, TSC는 약 1.6bp 정도 증가하는 경향이 관찰되고 있다. 이는 전체 펀드를 대상으로

한 분석과 펀드규모 상위 60%로 한정된 분석에서 동일하게 관찰된다. 즉, 서로 다른 두 펀드의 규모가 동일하면 자산운용회사의 규모가 큰 펀드의 TER 및 TSC가 더 높은 경향이 있다.

규모효과에 대한 실증분석 결과를 요약하면, 국내주식형펀드의 경우에는 규모효과가 없거나 있더라도 미미할 것으로 판단된다. 개별 펀드규모가 커지면 TER 및 TSC가 감소하는 경향은 관찰되나 그 효과 자체는 크지 않으며, 자산운용회사의 운용 규모가 커지면서 사실상 상쇄되고 있기 때문이다. 또한, 본 보고서에서는 포함하지 않았으나, 펀드의 범위를 더욱 좁혀서 상위 40%를 대상으로 분석하면 규모효과는 더 이상 유의하지 않는 것으로 나타난다.

한편, ARFP가 도입될 경우 이전보다 크게 확대된 펀드판매시장에서 자산운용회사들이 더 많은 투자수요를 확보하기 위해 경쟁하면 보수 또한 변하게 되나, 실증분석으로는 이러한 효과를 파악할 수 없다. 그러므로 규모효과의 부재현상은 현재 상황일 뿐 미래 ARFP 참여 시에도 규모효과가 없다는 것을 의미하지는 않음을 유의할 필요가 있다.

규모효과 이외의 설명변수 중에서는 C클래스펀드 여부와 해외주식형 펀드 여부가 TER 및 TSC에 미치는 효과에 주목할 필요가 있다.

우선, C클래스펀드의 TER이 그렇지 않은 펀드에 비해 약 11~15bp 더 높게 나타나지만, TSC에는 영향이 없다. 이는 선·후취판매수수료 대신 더 높은 판매보수를 받는 C클래스의 특성이 반영된 결과로 판단된다. 그런데 이와 같이 C클래스펀드 여부가 펀드보수에 미치는 영향은 펀드의 투자효율성 개선 측면에서 매우 중요한 결과임을 유의할 필요가 있다. 선·후취판매수수료를 받지 않는 개방형 판매채널이 확대될수록 판매보수가 낮아질 여지가 많아지기 때문이다.

〈표 III-19〉 국내주식형펀드 TER 결정요인(2014년 기준)

(a) Panel A: 국내주식형 및 해외주식형펀드 전체

설명변수	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
constant	1.3663***	1.3586***	1.6054***	1.6173***
ln(펀드순자산)	-0.0514***	-0.0514***	-0.1556***	-0.1595***
ln(펀드순자산 제공)	-	-	0.0109**	0.0114***
ln(운용사순자산)	0.0219***	0.0215***	0.0206***	0.0224***
ln(운용기간(년))	0.2887***	0.2826***	0.2800***	0.2797***
온라인펀드 여부	-0.0271	-0.0315	-0.0360	-0.0362
C클래스 여부	0.1507***	0.1543***	0.1537***	0.1561***
국내주식형 여부	-0.3850***	-0.3823***	-0.3816***	-0.3849***
ln(1+IRR)	-	-0.4996*	-0.3852	-0.4127
ln(매매증개수수료율)	-	-	-	0.0164
펀드수	1,339	1,339	1,339	1,338
R-squared	0.32	0.32	0.33	0.33

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미

(b) Panel B: 펀드규모 상위 60%에 속하는 국내주식형 및 해외주식형펀드

설명변수	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
constant	1.1318***	1.1302***	1.3497***	1.3510***
ln(펀드순자산)	-0.0278**	-0.0255**	-0.1030	-0.1046
ln(펀드순자산 제공)	-	-	0.0066	0.0069
ln(운용사순자산)	0.0233**	0.0228**	0.0226**	0.0238**
ln(운용기간(년))	0.3087***	0.2974***	0.2958***	0.2947***
온라인펀드 여부	0.0401	0.0362	0.0332	0.0346
C클래스 여부	0.1106***	0.1197***	0.1201***	0.1233***
국내주식형 여부	-0.2898***	-0.2926***	-0.2928***	-0.2944***
ln(1+IRR)	-	-0.8331**	-0.8343**	-0.8526**
ln(매매증개수수료율)	-	-	-	0.0084
펀드수	803	803	803	802
R-squared	0.24	0.24	0.25	0.25

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미

〈표 III-20〉 국내주식형펀드 TSC 결정요인(2014년 기준)

(a) Panel A: 국내주식형 및 해외주식형펀드 전체

설명변수	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
constant	1.5437***	1.5340***	1.7739***	1.7874***
ln(펀드순자산)	-0.0489***	-0.0459***	-0.1495***	-0.1536***
ln(펀드순자산 제공)	-	-	0.0106***	0.0111***
ln(운용사순자산)	0.0194**	0.0188***	0.0180**	0.0200**
ln(운용기간(년))	0.2898***	0.2823***	0.2797***	0.2798***
온라인펀드 여부	-0.0448	-0.0502	-0.0546	-0.0548
C클래스 여부	0.0004	0.0049	0.0043	0.0066
국내주식형 여부	-0.4026***	-0.3992***	-0.3986***	-0.4021***
ln(1+IRR)	-	-0.6205**	-0.5094*	-0.5424**
ln(매매중개수수료율)	-	-	-	0.0195
펀드수	1,339	1,339	1,339	1,338
R-squared	0.30	0.30	0.30	0.30

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미

(b) Panel B: 펀드규모 상위 60%에 속하는 국내주식형 및 해외주식형펀드

설명변수	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
constant	1.3150***	1.3130***	1.5581***	1.5600***
ln(펀드순자산)	-0.0259**	-0.0230*	-0.1095	-0.1108
ln(펀드순자산 제공)	-	-	0.0074	0.0076
ln(운용사순자산)	0.0201*	0.0195*	0.0193*	0.0206*
ln(운용기간(년))	0.3132***	0.2990***	0.2972***	0.2965***
온라인펀드 여부	0.0169	0.0119	0.0086	0.0105
C클래스 여부	-0.0431	-0.0317	-0.0311	-0.0282
국내주식형 여부	-0.3090***	-0.3125***	-0.3127***	-0.3143***
ln(1+IRR)	-	-1.0476**	-1.0490**	-1.0704**
ln(매매중개수수료율)	-	-	-	0.113
펀드수	803	803	803	802
R-squared	0.23	0.24	0.25	0.24

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미

해외주식형펀드는 국내주식형펀드에 비해 TER은 약 40bp, TSC는 약 31bp 가량 높게 나타나고 있다. 사실상 이 변수의 설명력이 규모효과를 비롯하여 다른 변수가 TER 및 TSC에 미치는 효과를 압도하고 있다. 해외주식형펀드의 높은 TER은 향후 국내 자산운용회사가 설정·운용할 ARFP 펀드의 보수 수준을 가늠할 수 있는 지표가 된다는 점에서 의미가 있다. 국내 자산운용회사의 ARFP 펀드가 해외 자산에 투자하거나, 다른 나라에 판매될 경우 현행 국내주식형펀드보다는 펀드보수가 높아질 수 있기 때문이다. 실제로 후술할 ARFP 영향분석에서는 현재 해외주식형펀드의 평균보수 수준을 향후 국내 자산운용회사가 설정·운용하는 ARFP 펀드의 평균보수율로 가정하였다.

기타 설명변수가 TER 및 TSC에 미치는 효과는 다음과 같다. 설정 이후 연평균 수익률을 나타내는 IRR의 효과를 보면, IRR이 높은 펀드일수록 TER 및 TSC가 낮은 경향이 있다. 예를 들어, 펀드규모 상위 60%로 한정하면 IRR이 10% 증가할 경우 TER은 약 8bp, TSC는 약 10bp 가량 하락한다. 즉, 기존 문헌과 마찬가지로 국내주식형펀드 시장의 경우에도 상대적으로 성과가 뛰어난 펀드일수록 보수가 낮아지는 것이다. 이외에도 운용기간은 유의하게 양의 값을 나타내어 최근에 설정된 펀드일수록 보수가 더 낮은 경향을 보이고 있다. 반면, 온라인펀드여부 및 매매중개수수료율은 유의한 효과가 없는 것으로 나타났다.

2) ARFP에 의한 해외수요 창출 가능성

본 절에서는 이론모형에 기초하여 국내 자산운용회사가 ARFP 펀드 판매를 통해 해외수요를 창출할 수 있는지에 대해 평가해보고자 한다.

기본적인 분석방법론은 앞서 UCITS 펀드의 향후 국내 시장점유율 추정방식과 동일하다. 다만, UCITS 펀드는 우리나라 현행 역외펀드

규제체계 하에서 판매되고 있는 반면, ARFP는 아직 시행되지 않은 상태이기 때문에 세부적인 방법론에서는 차이가 난다. 예를 들어, UCITS 펀드의 시장점유율 전망은 펀드보수 이외에도 UCITS 펀드의 현행 국내 시장점유율 자료를 활용하여 이에 부합하는 역외펀드 판매장벽의 상대적인 크기(Δt)를 추정할 수 있었다. 그러나 ARFP의 경우에는 ARFP 참여국가의 펀드보수만을 활용해야 하는 한계가 있다.

ARFP에 의한 해외수요 창출 가능성을 평가하기 위해 사용한 TER과 운용보수, 기대수익률 변수는 <표 III-21>과 같다. 우리나라의 TER과 운용보수는 ARFP 펀드의 해외판매 및 해외자산 투자 가능성을 감안하여 해외주식형펀드의 평균치를 사용하였다.¹⁰⁶⁾ 다른 나라의 TER은 직접 수집한 개별 국가 주식형펀드의 TER 중간값을 사용하였다.¹⁰⁷⁾ 그런데 일본을 제외한 다른 국가의 펀드자료에서는 운용보수가 얼마인지 확인할 수 없었다. 이에 유럽 주식형 UCITS 펀드의 경우 평균적으로 TER의 42%가 운용보수라는 EFAMA(2011)의 자료를 참고하여 운용보수를 추정하였다. 기대수익률은 5%로 가정하였다.

106) 이외에도 국내주식형펀드 전체를 대상으로 산출한 TER(1.78%)과 TSC를 이용한 ARFP 영향분석도 수행하였으나, ARFP 영향분석을 과대평가할 수 있기 때문에 본 보고서에는 포함하지 않았다.

107) Morningstar(2013)의 자료에 따르면, 주식형펀드의 펀드보수(TER)는 호주 1.13%, 태국 1.76%, 일본 1.84% 등이며, 한국, 싱가포르, 홍콩, 대만의 TER이 1.94%로 우리나라 주식형펀드의 보수가 가장 높은 수준으로 나타난다. 이에 대한 사실여부를 확인하기 위해 직접 개별 국가의 펀드보수 자료를 수집하였다. 우선, 우리나라의 펀드보수는 2014년말 기준 주식형펀드의 자료를 사용하였다. 그리고 다른 국가들은 해당 국가 상위 5개 자산운용회사의 주식형펀드 60여 개를 무작위로 수집(random sampling)하여 집계하였다. 그리고 국내주식형펀드 자료와의 정확한 비교를 위해 집계과정에서 인덱스펀드, ETF, 연금관련 펀드, 인프라 및 부동산 등에 투자하는 펀드를 제외하였다. 그 결과, Morningstar(2013) 자료와는 달리 호주 TER은 1.13%에서 1.76%로, 중국은 1.07%에서 1.75%로 큰 폭으로 상승하였다. 이에 본 연구에서는 Morningstar(2013) 자료 대신 직접 수집한 펀드보수 자료를 사용하였다.

〈표 III-21〉 ARFP 영향분석을 위한 변수 가정

국가	TER(%)	운용보수(%)	기대수익률
한국	1.98	0.86	5%
호주/뉴질랜드	1.76	0.74	5%
싱가포르	1.85	0.78	5%
태국	1.83	0.77	5%
홍콩	1.98	0.83	5%
일본	1.62	0.76	5%
대만	2.05	0.86	5%
말레이시아	1.66	0.70	5%
중국	1.75	0.74	5%

주 : 1) 한국의 TER 및 운용보수는 해외주식형펀드의 평균치를 사용하였고, 일본을 제외한 국가의 운용보수는 유럽의 사례를 감안하여 TER에 0.42를 곱한 추정치를 사용하였음
 2) 펀드보수 자료를 구할 수 없었던 뉴질랜드와 필리핀의 경우, 뉴질랜드는 호주와 동일하다고 가정하였고, 필리핀은 분석에서 제외하였음
 자료: 개별 국가 Morningstar 웹사이트, 금융투자협회, (주)제로인

구체적인 추정방식은 다음과 같다. 우선, 개별 국가와의 양자간 ARFP를 전제하고, <표 III-21>에 표기된 개별 국가 주식형펀드의 펀드보수와 기대수익률을 균형상태의 값으로 가정하였다. 여기서 국내 자산운용회사를 A 자산운용회사로, 해외 자산운용회사를 B 자산운용회사로 가정하였다. 그리고 투자비용은 TER에서 운용보수를 차감한 값을 사용하였다. 이로부터 투자수요에 대한 시장지배력 변수(θ)와 역외펀드 판매장벽의 차이(Δt)를 다음의 식을 이용하여 산출할 수 있다.

$$\theta = \frac{R_A f_A - c_A + R_B f_B - c_B}{2}$$

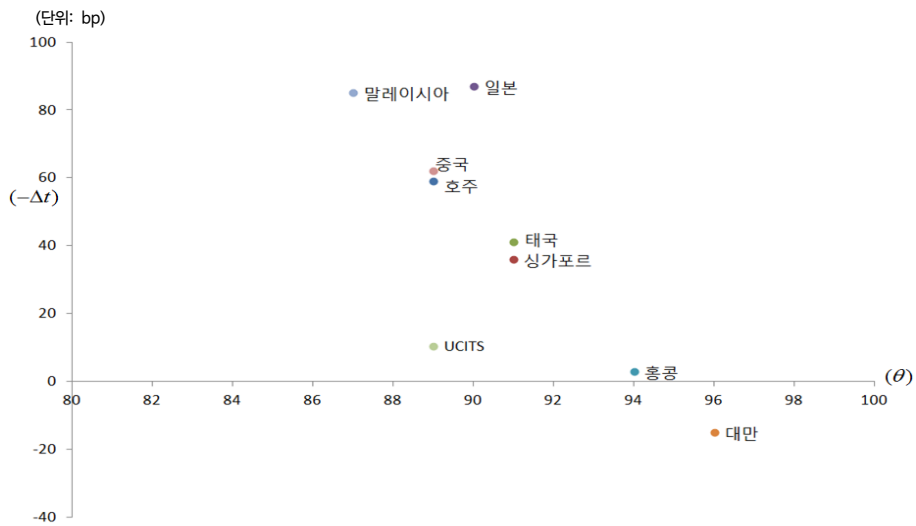
$$\Delta t = \Delta c - 3(R_A f_A - R_B f_B) + 2\Delta R$$

〈표 III-22〉 양자간 ARFP 시행 시 이론모형 추정결과

국가	시장지배력(θ)	역외펀드 투자 고정비용 차이($-\Delta t$)
호주·뉴질랜드	89.3bp	59.4bp
싱가포르	91.4bp	36.3bp
태국	91.0bp	41.4bp
일본	90.0bp	87.4bp
홍콩	94.5bp	2.8bp
대만	96.1bp	-15.2bp
말레이시아	87.0bp	85.1bp
중국	89.1bp	62.0bp
UCITS	89.1bp	10.5bp

주: 1) UCITS은 <표 III-11>의 결과를 재인용하였음
 2) 필리핀은 펀드자료가 미비하여 분석대상에 제외하였음

〈그림 III-16〉 양자간 ARFP 시행 시 이론모형 추정결과



주: 1) 가로축은 시장지배력(θ) 추정변수
 2) 세로축은 역외펀드 투자 고정비용 차이($-\Delta t$)로 값이 클수록 우리나라의 역외펀드 판매장벽이 높음을 의미
 3) 필리핀은 펀드자료가 미비하여 분석대상에 제외

<표 Ⅲ-23> 양자간 ARFP의 해외수요 창출효과 추정

국가	투자효율성 효과	판매장벽 효과	해외수요
호주·뉴질랜드	-0.55%	1.65%	1.10%
싱가포르	-0.29%	1.09%	0.81%
태국	-1.59%	5.57%	3.98%
일본	-2.59%	4.34%	1.74%
홍콩	0.19%	0.10%	0.28%
대만	0.43%	-0.47%	-0.04%
말레이시아	-3.64%	9.83%	6.20%
중국	-1.50%	4.44%	2.94%
UCITS	-3.93%	1.96%	-1.98%

주: 1) 양자간 ARFP를 가정하고, 개별 국가의 펀드시장 규모를 기준으로 조정
 2) UCITS은 개별국가와의 양자간 ARFP 효과를 비교하기 위한 참고자료
 3) 필리핀은 펀드자료가 미비하여 분석대상에 제외하였음

두 변수에 대한 추정결과는 <표 Ⅲ-22>와 같다. 시장지배력 변수(θ)의 추정치는 87bp에서 96bp 사이에 분포되어, 89bp로 추정된 UCITS 펀드 분석과 유사하거나 다소 높은 것으로 나타났다. 역외펀드 판매장벽 차이의 추정치는 -15bp에서 87bp까지 분포되어 ARFP의 대상국가에 따라 편차가 심한 것으로 나타난다. 구체적으로 보면, 우리나라의 역외펀드 판매장벽은 대만보다는 낮고 홍콩과는 유사하나, 다른 국가에 비해서는 36bp에서 87bp 가량 높은 것으로 추정되었다.

시장지배력 변수(θ)와 역외펀드 판매장벽의 차이(Δt)가 추정되면, 국내 자산운용회사가 해외 개별국가와의 양자간 ARFP에서 얻을 수 있는 해외수요(ΔQ_A)를 다음의 식을 이용하여 산정할 수 있다. 특히, 해외수요는 기대수익률 차이(ΔR), 투자효율성의 차이(Δc), 역외펀드 판매장벽의 차이(Δt) 등으로 요인별로 구분하여 산정할 수 있다. 다만, UCITS 펀드 시장점유율 분석에서와 마찬가지로 본 분석에서는 두 자산운용회사 간 기대수익률 차이가 없는 것($\Delta R=0$)으로 가정하고, 해외수요 확보 요인을 투자효율성 차이와 역외펀드 판매장벽의 차이 두 가지로만

구분하였다. 그리고 개별 국가와의 ARFP에서 확보할 수 있는 해외수요는 개별 국가 펀드시장의 규모를 감안하여 조정하였다.¹⁰⁸⁾

$$\Delta Q_A = \frac{\Delta R}{3\theta} + \left(\frac{-\Delta c}{3\theta} \right) + \left(\frac{-\Delta t}{6\theta} \right)$$

개별 국가와의 양자간 ARFP에서 유치할 수 있는 해외수요의 추정치는 <표 III-23>과 같다. 이에 따르면, 우리나라는 대만이나 홍콩과의 양자간 ARFP에서는 해외수요 창출 가능성이 낮으나, 다른 국가들과의 양자간 ARFP에서 어느 정도 해외수요를 창출할 수 있는 것으로 보인다. 특히, 중국, 태국, 말레이시아 등의 국가와의 ARFP에서 3% 이상의 수요를 창출할 수 있는 것으로 나타났다. 그런데 투자효율성만을 고려한다면, 대만을 제외한 모든 국가와의 ARFP에서 국내 자산운용회사가 해외수요를 유치할 수 없는 것으로 나타난다. 따라서, ARFP 시행 시 국내 자산운용회사의 해외수요 창출은 투자효율성보다는 우리나라의 높은 역외펀드 판매장벽 때문에 가능한 것으로 판단된다.

<표 III-24>는 ARFP 회원국 범위에 대한 시나리오를 가정하고, 개별 시나리오에서 국내 자산운용회사가 창출할 수 있는 해외수요의 추정치를 보여주고 있다. 이 표에서 가정한 시나리오는 크게 네 가지이다. 시나리오 1은 현재 실무그룹에 참여하고 있는 국가가 모두 참여하는 ARFP이다. 시나리오 2는 실무그룹 참여국 중 ARFP SOU에 서명하지 않은 싱가포르가 참여하지 않는 ARFP이다. 시나리오 3은 시나리오 1에 홍콩, 대만, 말레이시아가 참여하는 ARFP이다. 마지막 시나리오 4는 중국까지 모두 참여하는 ARFP이다. 따라서, 시나리오 1과 시나리오 2는

108) 이는 ARFP가 자산운용회사의 펀드보수 및 펀드 규모에 미치는 효과가 개별 국가 펀드시장의 상대규모에 비례할 것이라고 가정하는 것이다.

ARFP 출범 초기에 가능한 ARFP를 가정한 것이고, 시나리오 3과 시나리오 4는 ARFP 회원국 범위가 장기적으로 확대되는 것을 가정한 것이다.

개별 시나리오별 해외수요 창출효과는 크게 세 가지 방법으로 추정하였다. 방법 I은 <표 III-23>의 양자간 ARFP 해외수요 추정치를 단순 평균한 것이며, 방법 II는 이를 시나리오별 참여국가의 펀드시장 규모로 가중 평균한 것이다. 방법 III은 양자간 ARFP 효과 산정 시에는 해외수요 추정치를 조정하지 않고, 시나리오별 ARFP 효과 산정 시에만 시나리오별 참여국가의 펀드시장 규모로 가중 평균한 것이다. 이 표에서 단기는 역외펀드 판매장벽의 차이가 존재($\Delta t \neq 0$)하고 있는 경우를, 장기는 역외펀드 판매장벽의 차이가 없어지는 경우($\Delta t = 0$)를 의미한다.

<표 III-24> ARFP 시나리오별 해외수요 창출효과 추정

시나리오	방법 I		방법 II		방법 III	
	단기	장기	단기	장기	단기	장기
시나리오 1	1.91%	-1.26%	1.19%	-0.88%	6.28%	-4.11%
시나리오 2	2.27%	-1.58%	1.41%	-1.22%	7.08%	-5.46%
시나리오 3	2.01%	-1.15%	1.14%	-0.71%	5.21%	-2.92%
시나리오 4	2.13%	-1.19%	1.28%	-0.77%	5.40%	-3.00%

- 주: 1) 시나리오 1 - 한국, 호주/뉴질랜드, 싱가포르, 태국, 일본
 시나리오 2 - 한국, 호주/뉴질랜드, 태국, 일본
 시나리오 3 - 한국, 호주/뉴질랜드, 태국, 일본, 홍콩, 대만, 말레이시아
 시나리오 4 - 한국, 호주/뉴질랜드, 태국, 일본, 홍콩, 대만, 말레이시아, 중국
 2) 필리핀은 펀드자료가 미비하여 분석대상에 제외하였음
 3) 방법 I은 양자간 ARFP에서 창출 가능한 해외수요를 단순 평균하였고, 방법 II는 단순 평균 대신 개별 국가의 펀드시장 규모로 가중 평균하였음. 방법 III은 양자간 ARFP 효과 산정 시에는 해외수요를 조정하지 않고, 시나리오별 ARFP 효과 산정 시 개별 국가의 펀드시장 규모로 가중 평균하였음

이에 따르면, 국내 자산운용업계는 ARFP 참여로 인해 단기적으로는 현행 펀드시장 규모 대비 1~7% 가량 해외수요를 창출할 수 있는 것으로 추정된다. 그러나 ARFP가 안착되면서 장기적으로 국가 간 역외펀드 판매장벽이 동일해진다면, 오히려 국내 펀드수요 규모가 약 1~5% 정도 감소할 것으로 추정된다. 즉, 국내 자산운용업계의 투자효율성이 개선되지 않는다면 장기적으로 국내펀드 투자수요가 일부 해외 ARFP 펀드로 이탈할 가능성이 있는 것이다.

이러한 ARFP 영향분석 결과는 국내 자산운용업계의 투자효율성을 높이는 것이 가장 중요한 과제임을 시사한다. 실증분석 결과, 현재 국내 주식형펀드 시장에서 규모효과는 없거나, 있더라도 매우 미미한 수준이다. 그러므로 <그림 III-14>에서와 같이 ARFP를 통해 규모의 경제 효과를 누리기 위해서는 투자효율성이 개선되는 효과를 기대할 수밖에 없기 때문이다. 다만, 국가 간 역외펀드 판매장벽이 동일해지려면 제도뿐만 아니라 펀드판매 관련 인프라가 완비되어야 하므로 이러한 가능성이 현실화되는 '장기'는 생각보다 오랜 시일이 걸릴 수 있다. 한편, 펀드보수는 장기적으로 현재 수준보다 3~4% 정도 감소할 것으로 추정되었다.

투자효율성 개선이 ARFP 영향분석 결과에 미치는 효과를 보기 위해 국내 ARFP 펀드의 TER이 1.98%에서 1.87%로 11bp 감소한다고 가정하자. 이 가정은 선·후취판매수수료를 받지 않는 개방형 판매채널이 확대된다면 판매보수는 약 11~15bp 가량 하락할 수 있음을 보여주는 실증분석 결과에 근거하고 있다. 투자효율성 개선효과는 다음의 <표 III-25>에서 확인할 수 있다. ARFP로 인해 단기적으로 창출할 수 있는 해외수요의 규모는 1~7%로 이전과 큰 차이가 없으나, 투자효율성이 개선되면서 ARFP의 장기효과가 크게 개선된다는 것을 알 수 있다.

〈표 III-25〉 투자효율성 개선 효과 예시

(1) 양자간 ARFP의 해외수요 창출효과 추정(TER = 1.87%)

국가	투자효율성 효과	판매장벽 효과	해외수요
호주·뉴질랜드	0.06%	1.01%	1.07%
싱가포르	0.38%	0.39%	0.78%
태국	1.40%	2.45%	3.84%
일본	-1.50%	3.19%	1.70%
홍콩	0.90%	-0.68%	0.22%
대만	1.11%	-1.21%	-0.10%
말레이시아	-1.09%	7.06%	5.97%
중국	0.07%	2.72%	2.79%

주: 1) TER이 1.98%에서 1.87%로 11bp 하락했을 경우를 가정
 2) 양자간 ARFP를 가정하고, 개별 국가의 펀드시장 규모를 기준으로 조정

(2) ARFP 시나리오별 해외수요 창출효과 추정(TER = 1.87%)

시나리오	방법 I		방법 II		방법 III	
	단기	장기	단기	장기	단기	장기
시나리오 1	1.85%	0.09%	1.15%	-0.09%	6.00%	-0.03%
시나리오 2	2.20%	-0.01%	1.37%	-0.36%	6.74%	-1.36%
시나리오 3	1.92%	0.18%	1.09%	0.12%	4.98%	1.12%
시나리오 4	2.03%	0.17%	1.22%	0.11%	5.16%	1.05%

주: 1) 시나리오 1 - 한국, 호주/뉴질랜드, 싱가포르, 태국, 일본
 시나리오 2 - 한국, 호주/뉴질랜드, 태국, 일본
 시나리오 3 - 한국, 호주/뉴질랜드, 태국, 일본, 홍콩, 대만, 말레이시아
 시나리오 4 - 한국, 호주/뉴질랜드, 태국, 일본, 홍콩, 대만, 말레이시아, 중국
 2) 필리핀은 펀드자료가 미비하여 분석대상에 제외하였음
 3) 방법 I은 양자간 ARFP에서 창출 가능한 해외수요를 단순 평균하였고, 방법 II는 단순 평균 대신 개별 국가의 펀드시장 규모로 가중 평균하였음. 방법 III은 양자간 ARFP 효과 산정 시에는 해외수요를 조정하지 않고, 시나리오 별 ARFP 효과 산정 시 개별 국가의 펀드시장 규모로 가중 평균하였음

다. ARFP의 전략적인 활용방안

본 절에서는 이상 살펴본 내용을 바탕으로 ARFP 관련 기본 정책방향과, ARFP의 편익을 극대화하기 위한 정부와 자산운용업계의 과제에 대해 논의하고자 한다.

1) 기본 정책방향

가) ARFP에 대한 시각의 정립

ARFP의 기본 취지를 고려하면, ARFP는 기본적으로 투자자와 정부의 입장에서는 비용보다는 편익이 높은 제도라고 할 수 있다. 반면, 본 연구에서 살펴본 바와 같이 해외 자산운용회사와 경쟁해야 하는 자산운용회사 입장에서는 ARFP의 비용과 편익이 엇갈리고 있다. 따라서, ARFP에 대한 전략적인 대응방향을 도출하기 위해서는 국내 자산운용산업의 장단점을 되짚어볼 필요가 있다.

우리나라 자산운용산업은 아시아 주요 경쟁국가에 비해 상대적으로 규모가 작고, 국제경쟁력도 낮게 평가된다. 일부 자산운용회사를 제외하면 국내 자산운용회사의 수요기반은 대부분 내수 중심이다. 국내 자산운용회사의 해외진출도 2000년대 중반 이후 늘어나고 있으나, 아직까지는 해외수요 유치보다는 현지 시장조사 및 국내 해외투자펀드 운용에 중점을 두고 있다. 또한, 해외투자펀드가 늘어나고 있으나, 국내 자산운용회사의 해외자산 운용경험은 아직 해외 자산운용회사에 비해서는 부족한 것으로 평가되고 있다. 예를 들어, 국민연금 해외주식 위탁 자산운용회사 44개사 중 국내 자산운용회사는 2개사이며, 규모도 5천만달러에 불과하다.

〈표 III-26〉 ARFP 관련 국내 자산운용업계의 SWOT분석

강점(Strengths)	약점(Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> • 풍부한 투자수요 기반 • 늘어나고 있는 해외투자 수요 • 국내시장에서의 높은 지배력 	<ul style="list-style-type: none"> • 작은 펀드시장 및 낮은 국제경쟁력 • 내수 중심 및 소극적인 해외진출 • 해외투자 운용경험의 부족
기회(Opportunities)	위협(Threats)
<ul style="list-style-type: none"> • 수요 다변화 및 해외진출 유인제고 • 투자역량 강화 및 투자효율성 증대 	<ul style="list-style-type: none"> • 경쟁심화로 인한 투자수요기반 약화 • 대외충격으로 인한 산업구조의 변화

반면, 국내 자산운용산업은 풍부한 잠재투자수요를 가지고 있다. 국민연금, 퇴직연금 및 개인연금 등 연금수요가 풍부하고, 기관 및 개인투자자들의 해외투자 역시 꾸준히 늘어나고 있기 때문이다. 또한, 국내 자산운용회사들은 국내시장에서 높은 시장지배력을 가지고 있다. 2015년 6월말 기준 상위 10대 자산운용회사가 전체 운용자산의 약 65%를 차지하고 있는데, 이 중 외국계 자산운용회사는 2개사에 불과하다.¹⁰⁹⁾ 이를 전체 운용자산의 83%를 차지하는 상위 20대 자산운용회사로 확대하면, 외국계 자산운용회사는 5개사에 불과하다. 또한, 이들 5개 외국계 자산운용회사의 시장점유율은 약 11%에 불과하다. 국내 자산운용회사의 해외투자펀드 시장 점유율도 약 80%(공모 64%, 사모 96%)를 차지한다.

이와 같은 국내 자산운용업계의 장·단점을 고려하면, ARFP는 국내 자산운용업계에게 위기요인으로 작용할 수도 있지만, 질적인 도약을 이룰 수 있는 기회이기도 하다. 예를 들자면, ARFP 영향분석에서 살펴본 바와 같이 ARFP로 인해 경쟁이 심화될 경우 국내투자 수요기반이 약화될 수 있다. 하지만, 국내 자산운용회사는 ARFP를 계기로 투자수요를

109) 외국계 자산운용회사는 외국인인 50% 이상 지분을 보유한 자산운용회사를 의미하는데, 이를 충족하는 자산운용회사는 전체 87개사 중 24개사(28%)이다.

다변화하고, 해외자산 운용경험 등을 통해 투자역량 및 투자효율성을 높일 수도 있는 것이다. 이 점에서 ARFP의 위협 및 기회요인에 대해 어떠한 시각을 가지고 있는지에 따라 향후 ARFP에 대한 대응전략이 달라질 수 있다. 국내 자산운용산업의 약점과 위협요인에만 주목하면 ARFP에 소극적인 수밖에 없고, 반면 강점과 기회요인만을 강조하면 충분한 준비 없이 ARFP에 참여할 수 있기 때문이다.

또한, ARFP가 아니더라도 국내 자산운용업계의 약점으로 지적되는 문제점들은 업계와 정부 모두 머리를 맞대고 해결책을 고민해야 하는 과제를 유의해야 한다. 저성장 및 고령화 시대에 자산운용산업의 중요성이 커지고 있으므로 국내 자산운용산업의 경쟁력을 높이는 과제는 상시적으로 고민해야 하는 문제인 것이다. 예를 들어, <표 III-26>의 약점과 강점 항목만으로도 다음과 같은 문제의식을 도출할 수 있다. 풍부한 수요기반이 있음에도 불구하고, 국내시장 규모와 국제경쟁력이 떨어지는 문제의 원인과 그 해결방안은 무엇인가? 해외투자수요가 늘어나고 있음에도 불구하고 해외투자 운용경험이 부족한 원인과 그 해결방안은 무엇인가? 내수 중심의 산업구조를 벗어나 자산운용산업의 국제경쟁력을 높일 수 있는 방안은 무엇인가? 따라서, 업계와 정부 모두 ARFP를 계기로 국내 자산운용산업의 경쟁력 강화 및 제도개선에 힘쓸 필요가 있다.

나) 자산운용산업 발전전략 수립의 필요성

정부의 산업육성 전략 역시 중요하다. 실무적으로 보면 ARFP는 표준화된 역외펀드의 국내 등록 및 판매를 용이하게 하는 제도에 불과할 수 있으나, 유럽사례와 같이 국가의 산업육성전략에 따라 산업 전반에 큰 영향을 끼칠 수도 있기 때문이다. 실제로 호주, 뉴질랜드, 태국, 싱가포르 등의 실무그룹 국가들은 자국 자산운용산업의 경쟁력을 높이기 위해 ARFP 논의에 참여하였다. 호주가 ARFP를 제안한 배경에는 내수

중심인 자국 펀드산업을 국제화하여 자국을 자산운용의 중심지로 육성하고자 하는 전략이 자리하고 있다. 뉴질랜드와 태국 역시 ARFP를 자국 펀드산업을 발전시킬 수 있는 계기로 보고 ARFP 논의에 참여하고 있다. 싱가포르는 일찌감치 홍콩에 버금가는 역내 자산운용 중심지로 육성할 계획을 가지고 세제혜택 등을 활용하여 해외 자산운용회사를 적극적으로 유치하는 전략을 실행, 상당부분 성과를 거두었다. 따라서, ARFP의 편익을 극대화하기 위해서는 우리나라 역시 장기적인 관점에서 국내 자산운용산업의 발전모델 및 전략을 수립할 필요가 있다.

또한, 정부는 자산운용산업 발전전략에 부합하는 정책방향을 설정할 필요가 있다. 정책방향의 예로는 자산운용 국제화, 규모의 경제를 활용한 자산운용의 효율성 증진, 장기투자 수요확대를 위한 공모펀드 시장 활성화, 사모펀드 활성화를 통한 운용능력 제고 등이 있다. 그리고 정부는 ARFP의 편익을 극대화하기 위해 국내펀드의 국경간 판매 및 자산운용회사의 해외진출을 뒷받침할 수 있도록 제도를 개선하고, 투자효율성을 높일 수 있는 정책과제를 발굴할 필요가 있다. 이외에도 정부는 가능한 한 많은 국가들이 ARFP에 참여할 수 있도록 노력할 필요가 있다.

2) ARFP 관련 규제개선 및 정책과제

현재까지 공개된 ARFP 방안에 따르면, 일부 규정이 현행 국내 법령과는 상이하기 때문에 우리나라가 ARFP에 참여하기 위해서는 자본시장법 시행령 및 하위 규정을 개정해야 한다.¹¹⁰⁾ 예를 들어, ARFP의 투자 자산 및 투자운용규제가 국내 자본시장법과는 상이하여 국내 자산운용회사가 설정·운용하는 ARFP 펀드의 법적 근거가 아직 없는 상태이다.¹¹¹⁾ 또한, 현행 역외펀드 등록규정으로는 해외 ARFP 펀드의 국내

110) ARFP 방안은 개별 회원국이 ARFP MOC 체결 후 18개월 이내에 자국 제도 및 법령을 정비하도록 규정하고 있다.

등록 및 판매가 어렵다.¹¹²⁾ 그런데 이를 개정하기 위해서는 법적 정합성 및 규제목적, ARFP의 영향 등을 종합적으로 고려해야 하므로 일정, 개정방향 및 형식 등에 대해서는 보다 면밀한 검토가 필요하다. 이와 관련하여서는 다음과 같은 세 가지 방안을 고려할 수 있다.

첫 번째 방안은 자본시장법에 새로운 펀드유형 및 투자운용규제 등에 대한 사항을 시행령에서 정할 수 있는 근거를 마련한 후 정부에서 그 세부사항을 시행령에 규정하는 방안이다. 이 방안은 자본시장법 개정이 일단 이루어지고 나면, 향후 대내외적인 환경변화에 보다 능동적으로 대처할 수 있다는 점에서 가장 이상적이나, 절차가 복잡하고 시간이 오래 소요되는 단점이 있다. 두 번째 방안은 국내 ARFP펀드와 관련된 사항은 해당 시행령 및 하위 규정을, 해외 ARFP펀드와 관련된 사항은 해당 규정을 개정하는 방안이다. 이 방안은 절차가 간단할 뿐만 아니라 제도개선에 시간이 적게 소요된다는 점에서 가장 현실적인 방안이다. 세 번째 방안은 ARFP와 관련한 사항을 역외펀드에 대한 특례와 유사하게 자본시장법상 특례로 규정하는 방안이다. 그러나 이 방안은 첫 번째 방안에 비해 규제개선의 실효성이 부족하고, 두 번째 방안에 비해서는 절차가 번거롭고 시간도 오래 걸릴 수 있다.

앞서 정부의 기본 정책방향으로 자산운용 국제화, 규모의 경제를 활용한 자산운용의 효율성 증진, 장기투자 수요확대를 위한 공모펀드 시장 활성화, 사모펀드 활성화를 통한 운용능력 제고 등을 언급하였다. ARFP의 관점에서 보면, 이러한 정책방향의 핵심 메시지는 국내투자 수요기반을 강화하고, 자산운용회사의 투자효율성을 높여야 한다는 것이다. 이에 해당하는 정책과제로는 개방형 판매채널의 확대, 자산관리 및 투자자문

111) 2차 의견수렴을 위한 ARFP 방안(APEC(2015))에 따르면, ARFP 펀드의 분산투자규정, 파생상품 평가, 공매도 및 자금대여, 성과보수 등에 대한 규정이 현행 자본시장법과 차이가 존재한다.

112) 이에 대해서는 금융감독원(2012) 및 금융투자업규정을 참고하기 바란다.

서비스의 확충, 연금상품 또는 연금시장과 펀드상품 간의 연계 강화 등을 들 수 있다. 이 중에서도 개방형 판매채널의 확대는 국내 자산운용회사의 투자효율성 및 ARFP의 장기효과를 개선하는 데 중요한 역할을 할 수 있는 핵심과제임을 유념할 필요가 있다.

한편, 실무그룹 참여국가에서 실시한 ARFP 방안에 대한 두 차례의 견수렴단계에서 각국의 업계 및 전문가 그룹은 향후 펀드과세에 대한 논의가 필요하다는 의견을 제기하였다. 이에 따라 최근 실무회의에서 호주와 싱가포르 등 일부 국가들은 실무그룹 국가 간 과세체계 정보공유, 국내외 펀드 간 과세차별 여부, 해외 자산운용회사에 대한 과세(taxable presence)여부 등을 검토하는 실무그룹의 형성을 제안하기도 하였다. 이러한 상황을 고려하면, 향후에는 어떤 식으로든 펀드과세 논의가 시작될 가능성이 있으므로 우리 정부도 이에 대비할 필요가 있다. 물론 정부는 이런 논의와는 관계없이 국내 펀드과세체계의 정합성을 제고하는 노력을 기울여야 할 것이다. 또한, ARFP MOC 체결 이후에는 회원국 간 ARFP 펀드 등록·인가 양식의 표준화를 비롯하여 국경간 펀드판매 관련 후선업무 및 인프라 구축 문제가 논의될 가능성이 높으므로 이에 대한 준비도 해야 할 것으로 예상된다.

3) 자산운용업계의 과제

ARFP로 인해 잠재적으로 발생할 수 있는 부정적인 영향을 최소화하려면 무엇보다도 국내 자산운용업계의 자체적인 투자역량 강화노력이 절실하다. 우선, 개별 자산운용회사마다 자산관리 서비스와 연계된 차별화된 펀드상품을 개발하고, 개방형 판매채널인 플랫폼을 적극 활용하여 국내 수요기반을 강화하고 투자효율성을 개선할 필요가 있다. 그리고 해외자산 운용경험을 지속적으로 축적하여 다양한 해외투자 수요에 부응할 수 있도록 준비할 필요가 있다. 또한, 개별 자산운용회사는 개별국가

거시환경 및 펀드산업에 대한 심도 있는 분석을 통해 자사의 전략에 부합하는 목표시장을 발굴하고, 해당 국가의 특성에 맞는 펀드판매 전략을 모색해야 한다. 적극적인 해외진출을 모색하는 자산운용회사들은 여기서 한 발 더 나아가 펀드수출과 해외 현지진출을 병행할 수도 있다. 아울러 자산운용업계는 해외진출을 제약하는 제도개선 과제를 적극 발굴하여 정책당국에 전달할 필요가 있다.

한편, 국내 자산운용회사들은 ARFP가 시행될 경우 기본적으로 다음과 같은 세 가지 방식으로 ARFP를 활용할 수 있다. 첫 번째 방식은 개별 자산운용회사가 강점이 있다고 판단되는 기존 공모펀드를 ARFP 펀드로 설정·등록하여 국내 또는 해외 투자자에게 판매하는 것이다. 이 방식은 내수 중심의 국내 자산운용회사가 의지만 있다면 가장 손쉽게 ARFP를 활용하여 해외수요를 유치할 수 있는 방식이다. 다만, ARFP 시행 초기에는 국가 간 규제차이 및 판매관련 인프라 미비 등의 차이로 인해 생각보다 시간과 비용이 많이 소요될 수 있다.

두 번째 방식은 해외에 현지법인이 있는 자산운용회사는 현지에서 ARFP 자산운용회사로 인가를 받고, ARFP 펀드를 현지 투자자 또는 국내 투자자에게 판매하는 것이다. 물론 해외 현지법인이 있는 자산운용회사는 첫 번째 방식과 이를 병행하여 사용할 수도 있다. 이 방식은 ARFP 펀드 운용능력에 대한 평판을 구축하는 데 시일이 오래 걸릴 수는 있으나, 평판이 구축되고 나면 공모펀드뿐만 아니라 일임 및 사모펀드 관련 해외 기관투자자의 수요를 유치하는 데 도움이 될 수 있다.

세 번째 방식은 해외 목표국가에 현지법인, 합작사, M&A 등의 방식으로 해외 현지진출을 한 후 ARFP 펀드를 현지 투자자 및 국내 투자자에게 판매하는 것이다. 예를 들어, 싱가포르와 홍콩에 진출한 후 ARFP, ASEAN CIS, 중국-홍콩 펀드 상호인증제 등 다양한 펀드패스पोर्ट를 활용하여 동남아시아 및 중국 등 투자수요가 풍부한 주변 국가에서 투자수요를

유치할 수 있다.¹¹³⁾ 이 방식은 국경간 펀드판매와 해외 현지진출을 병행하는 전략으로 가장 적극적인 방식이라고 할 수 있다. 다만, 이 방식은 다른 방법들에 비해 사전계획 및 준비, 그리고 성과를 얻기까지 비용과 시간이 가장 많이 드는 방식이다.

5. 소결

이상 III장에서는 국내 자산운용업계가 UCITS 및 ARFP와 같은 펀드 패스पोर्ट를 활용하여 해외수요를 창출할 수 있는 방안에 대해 살펴보았다. 특히, 이 장에서는 이론분석과 실증분석을 병행하여 UCITS 및 ARFP를 통한 해외수요 창출 가능성을 평가하고, 정부 및 업계의 과제에 대해 논의하였다.

본 장의 이론 및 실증분석 결과, 비록 국내 자산운용회사들이 해외 유수의 자산운용회사에 비해 투자역량 또는 투자효율성이 떨어진다는 하더라도 국경간 펀드판매를 통해 해외수요를 창출할 수 있는 가능성을 확인하였다. 특히, 국내 자산운용업계는 ARFP를 통해 단기적으로 펀드 시장 규모 대비 1~7% 가량의 해외수요를 창출할 수 있는 것으로 추정되었다. 그런데 이러한 결과는 국내 자산운용업계의 투자효율성이 다른 나라보다 뛰어나서라기보다는 국내 역외펀드 판매장벽이 다른 나라보다 높은 데에서 기인한다. 이에 따라 국가 간 역외펀드 판매장벽의 차이가 없어지는 장기에는 오히려 3~4% 가량의 국내수요가 해외 ARFP 펀드로

113) 싱가포르를 ARFP뿐만 아니라 ASEAN CIS를 통해 동남아시아 시장에 진출하기가 용이한 국가이고, 홍콩은 중국-홍콩 펀드 상호인증을 통해 중국시장에 진출하기가 용이한 국가이다. 또한, 이 두 국가는 아시아에서 대표적인 자산운용 중심지이므로 국내 자산운용회사의 해외 투자운용의 거점으로 활용할 수 있다.

이탈할 것으로 추정되었다. 또한, 국내 자산운용업계의 현재 투자효율성 수준으로는 국내펀드의 유럽판매 가능성은 낮은 반면, UCITS 펀드의 국내판매는 현재 수준보다 30%에서 최대 100% 가량 증가할 것으로 추정되었다. 이러한 결과는 국경간 펀드판매를 통한 해외수요 창출 가능성에도 불구하고 자산운용업계의 투자효율성 개선노력이 뒤따르지 않는다면 장기적으로 국내 자산운용회사의 수요기반이 약화될 가능성을 시사한다.

따라서, 국내 자산운용업계가 UCITS이나 ARFP와 같은 펀드패스पोर्ट를 통해 해외 투자수요를 창출하기 위해서는 자산운용업계의 투자역량 강화노력과 더불어 정부의 정책적인 지원이 병행되어야 한다. 예를 들어, 정부는 국내펀드의 국경간 판매 및 해외진출을 뒷받침할 수 있는 제도개선과 개방형 판매채널 확대와 같은 투자효율성을 높일 수 있는 정책과제를 발굴할 필요가 있다. 자산운용업계 또한 해외수요에 적합한 펀드상품을 개발하고 자체적으로 투자역량을 강화하는 노력을 기울여야 한다. 그리고 개별 자산운용회사의 목표국가에 따라 국경간 펀드판매 및 해외진출 전략을 달리할 필요가 있다.

IV. 현지진출을 통한 해외수요 창출

1. 개요
2. 현지진출 현황 평가 및 제약요인
3. 현지진출 활성화를 위한 과제
4. 현지진출 방식: 문헌연구
5. 글로벌 자산운용회사의 해외 현지진출 모델
6. 국내사들의 해외 현지진출 요건 및 모델
7. 소결

IV. 현지진출을 통한 해외수요 창출

1. 개요

앞서 III장에서는 국경간 펀드판매를 통해 해외수요를 창출하는 방안에 대해 논의했다. 수출 방식을 통한 해외수요 창출에 비해 더 적극적으로 공격적인 해외시장 진출 방식은 새로운 법인의 설립 또는 인수합병을 통한 소위 현지진출 방식이다. 본 IV장에서는 현지진출을 통한 해외수요 창출 방안을 논의한다. 일반 기업의 경우와 마찬가지로 자산운용회사들도 수출 및 지분투자 방식 이외의 해외시장 진출 방식, 예컨대 전략적 제휴 방식 등을 활용할 수 있다. 다만 여기에서는 논의의 단순화를 위해 지분보유를 동반하는 해외직접투자 방식인 그린필드 투자와 인수합병 방식에 초점을 맞추어 논의를 전개한다.¹¹⁴⁾

우리나라의 자산운용회사들도 최근 몇 년간 우리나라에 인접한 국가들인 홍콩, 싱가포르, 중국 등에 주로 법인 및 지점 설립과 같은 그린필드 투자 방식을 통해 진출하고 있다.¹¹⁵⁾ 다만 아직은 해외고객의 창출

114) 그린필드 투자는 100% 지분을 보유하는 완전보유 자회사 방식과 합작을 통한 부분보유 자회사 방식을 모두 포괄한다. 인수 역시 기존 회사 지분의 100% 인수를 통한 완전보유와 부분 인수를 통한 부분보유가 가능하다. 이 절에서 논의하는 그린필드 투자와 인수합병 간의 비교는 투자 방식의 비교가 핵심이다. 따라서 지분보유 수준은 별개의 변수로 보고 논의한다.

115) 문헌들은 그린필드 투자 방식을 주로 해외 독립법인 자회사를 설립하는 것으로 정의한다. 해외 사무소는 영업이 불가능하고, 지점은 본사와 법적으로 완전히 분리되는 독립체(independent legal entity)가 아니다. 게다가 사무소와 지점은 지분투자 방식이 아니다. 그럼에도 불구하고, 이 두 방식 역시 비용소요를 동반하고, 인력이 필요한데다 본사에 완전한 지배권이 있기 때문에 본 연구에서는 이 역시 그린필드 투자 방식으로 보기로 한다.

등 큰 성과는 내지 못하고 있다. 우리나라 자산운용회사들이 해외에 설립한 법인이나 지점의 역할은 대부분 국내등록 해외투자펀드의 운용에 그 방점이 찍힌다. 해외투자펀드의 운용, 그리고 이를 뒷받침하는 리서치 등을 국내에 거주하는 인력만으로 감당하기 어렵기 때문이다. 해외시장에서의 인수합병 활동은 거의 없다.¹¹⁶⁾

IV장의 구성은 다음과 같다. 이하의 2절에서는 우리나라 자산운용회사들의 해외시장 현지진출 현황을 평가한다. 여기에서는 단순히 해외에 설립한 법인이나 지점의 숫자를 확인하는 것을 넘어 영업현황까지 알아본다. 또한 해외시장 현지진출을 제약하는 규제·제도적 요인과, 자산운용회사 내부의 문제점은 무엇인지 논의한다. 3절에서는 그린필드 투자 및 인수합병 등을 통해 자산운용회사들이 해외시장 현지진출을 활성화하기 위해 필요한 규제·제도 측면의 과제와 자산운용회사들의 과제를 알아본다. 다만 3절에서는 현지진출 방식의 선택 등 세부 경영전략 문제는 논의하지 않는다. 여기에서는 해외시장 현지진출이 반드시 필요하다는 전제 하에 진출 방식과 관계없이 요구되는 일반적인 과제에 대해 논의한다. 4절에서는 그린필드 투자와 인수합병 방식을 주로 문헌연구를 통해 비교한다. 여기에서는 그린필드 투자와 인수합병 방식의 공통점과 차이점이 무엇인지, 그리고 어떤 요인들이 두 방식 중 하나를 선택하는데 영향을 미치는지 알아본다. 5절에서는 글로벌 자산운용회사들의 해외시장 진출 모델을 분석한다. 여기에서도 역시 해외시장 현지진출, 즉 그린필드 투자와 인수합병 방식에 초점을 맞춘다. 특히 여기에서는 사례연구에 선정된 글로벌 자산운용회사들의 성장 역사와 함께 해외시장 진출 전략에 어떤 특성들이 있는지 탐구한다. 6절에서는 우리나라 자산운용회사들이 해외시장 현지진출을 통해 성공적으로 해외수요를 만들어 내기 위해 필요한 전략적 선택에 대해 논의한다. 7절에서는 IV장 전체의 내용을 요약하고 마무리한다.

116) 국내 자산운용회사들의 해외시장 현지진출 현황은 본 장에서 후술한다.

2. 현지진출 현황 평가 및 제약요인

가. 현황 및 평가

1) 상업적 주재 현황

2015년 8월말 기준으로 자본시장법에 따라 인가받은 자산운용회사는 모두 88개사다. 글로벌 금융위기 직후였던 지난 2008년부터 우리나라 자산운용회사들의 해외시장 현지진출, 즉 상업적 주재는 매년 늘어났다. 상업적 주재 건수를 기준으로 현지진출 현황을 정리한 <표 IV-1>에 의하면 현지법인, 지점, 사무소 등 세 가지 유형의 상업적 주재 건수는 2008년말 21건에서 2014년말 34건으로 증가했다. 해외영업이 불가능한 사무소를 제외하면 동기간 14건에서 25건으로 증가했다. 유형별로는 현지법인이 대부분이다. 지점은 2014년에 처음 등록되었다. 이는 국내 자산운용회사들이 해외시장 현지진출을 시도한 후 영업에 실패하더라도 본사에 미치는 영향을 차단하고자 하는 의도가 반영된 것이다.

<표 IV-1> 국내 자산운용회사 해외 상업적 주재: 건 기준

(단위: 건)

	2008년말	2010년말	2012년말	2014년말
현지법인	14	16	18	24
지점	0	0	0	1
사무소	7	9	8	9
합계	21	25	26	34
(사무소 제외)	(14)	(16)	(18)	(25)

주 : 진출 건수 기준. 동일한 회사의 개별 진출 사례 모두를 독립적인 진출 건수로 가정. 여기에는 3개 투자자문사도 포함

자료: 금융감독원

<표 IV-2>에는 2014년말을 기준으로 해외시장에 상업적으로 주재하고 있는 자산운용회사가 정리되어 있다.¹¹⁷⁾ 현지법인, 지점, 사무소 등을 통해 해외시장에 진출해 있는 회사는 모두 12개사다. 이 중 해외영업이 가능한 현지법인과 지점 형식으로 진출한 회사는 9개사다. 즉, 국내에서 인가받아 영업하고 있는 총 88개의 자산운용회사 중 해외영업을 목적으로 해외시장에 진출한 회사는 9개 회사에 불과했다.

<표 IV-2> 국내 자산운용회사 해외 상업적 주재: 회사 기준

(단위: 건수, 억원)

진출회사(12개사)	현지법인	지점	사무소	합계 (인수)	국내 AUM (국내 순위)
삼성자산운용	1	0	1	2 (0)	1,268,160 (1)
한화자산운용	1	0	0	1 (0)	653,628 (2)
미래에셋자산운용	12	0	2	14 (1)	622,243 (3)
신한BNP파리바자산운용	1	0	0	1 (0)	393,101 (4)
한국투자신탁운용	1	0	2	3 (0)	310,818 (6)
동양자산운용	0	0	1	1 (0)	175,518 (10)
트러스트자산운용	1	0	0	1 (0)	134,583 (15)
마이다스에셋자산운용	1	0	0	1 (0)	106,599 (20)
하이자산운용	0	0	1	1 (0)	101,073 (21)
에셋플러스자산운용	4	0	0	4 (0)	46,402 (32)
골든브릿지자산운용	0	0	1	1 (0)	10,926 (55)
에프지자산운용	0	1	0	1 (0)	4,231 (67)
합계	22	1	8	31 (1)	3,827,282

주 : 2014년말 기준. 한국투자신탁운용의 현지법인인 홍콩 현지법인은 2014년 11월에 청산. 각 운용사들의 국내 AUM은 펀드 순자산총액과 투자일임 평가액의 합계

자료: 금융감독원, 각사 홈페이지 및 감사보고서, 금융투자협회

117) 금융감독원이 집계한 자산운용회사의 해외시장 상업적 주재 건수에는 로버스트 투자자문, 피테스 투자자문, 퀴드 투자자문 등 3개 투자자문사가 포함되어 있다. <표 IV-2>에서는 투자자문사를 제외했다.

국내 자산운용회사들이 해외시장 현지에 진출해 있는 국가를 분류해 보면 <표 IV-3>과 같다. 전세계 12개국에 현지법인, 지점, 사무소 형식으로 진출해 있지만, 미래에셋자산운용, 에셋플러스자산운용, 에프지자산운용을 제외한 나머지 자산운용회사들은 모두 아시아 지역에만 진출해 있다. 중국의 경우 시장의 잠재력이 크에도 불구하고 사무소 형식으로 4건 진출해 있고, 현지법인은 현지 자산운용회사와의 합작형식으로 2건 진출해 있는 것이 전부다. 이는 중국내 규제로 인해 외국회사가 대주주가 될 수 없기 때문인 것으로 보인다. 현지법인으로 진출한 22건 중 21건이 새로이 법인을 설립한 그린필드 투자 방식이다. 인수 방식으로 진출한 사례는 미래에셋자산운용이 2011년에 캐나다의 ETF 운용회사인 베타프로 (BetaPro)를 인수한 것이 유일하다.

<표 IV-3> 국내 자산운용회사 해외 상업적 주재: 주재국 기준

(단위: 건수)

국가	현지법인	지점	사무소	합계
싱가포르	3	0	0	3
대만	1	0	0	1
미국	4	1	0	5
브라질	1	0	0	1
영국	1	0	0	1
인도	1	0	0	1
홍콩	5	0	0	5
캐나다	2 (인수 1건)	0	0	2
중국	2	0	4	6
콜롬비아	1	0	0	1
호주	1	0	0	1
베트남	0	0	4	4
합계	22	1	8	31

주 : 2014년말 기준. 한국투자신탁운용의 현지법인인 홍콩 현지법인은 2014년 11월에 청산

자료: 금융감독원, 각사 홈페이지 및 감사보고서

2) 해외고객 대상 영업현황

국내 자산운용회사들이 해외시장에 상업적 주재를 늘려가고 있지만 순수한 해외고객의 운용자산을 유치한 경우는 많지 않은 것으로 평가 받는다. 그러나 앞서 III장에서 언급한 바와 같이 우리나라 자산운용회사들이 해외고객으로부터 위탁받아 운용하고 있는 자산이 얼마나 되는지에 대한 공식적인 통계는 없다. 여기에서는 설문조사를 통해 파악한 국내 자산운용회사들의 해외고객 자산운용 현황을 알아본다. 먼저, 국내 자산운용회사들의 해외법인 또는 지점이 운용하고 있는 전체 운용자산의 현황이 <표 IV-4>에 정리되어 있다. 해외에 상업적으로 주재하고 있는 전체 자산운용회사 12개사 중 6개사가 본 조사에 응답해 주었는데, 이 중 2개사는 회사 내 규정준수(이하, 컴플라이언스) 문제로 인해 영업현황을 알려주지 않았다.¹¹⁸⁾ 미래에셋자산운용을 포함한 나머지 4개 회사는 비교적 상세하게 해외법인이 운용하고 있는 자산의 현황을 알려주었다.¹¹⁹⁾ <표 IV-4>에 의하면 지난 2006년에 4.3억달러에 불과했던 이 4개 회사 해외법인의 운용자산 규모는 2015년 6월말 기준 106억달러로 늘어났다. 그런데 늘어난 운용자산 규모의 대부분이 미래에셋자산운용에 의한 것이다. 나머지 3개 회사의 해외법인 운용자산 규모는 지난 2010년을 정점으로 계속해서 줄어들었다. 2015년 6월말을 기준으로 4개 회사 해외법인 전체 운용자산의 약 93%가 미래에셋자산운용의 운용자산이다.¹²⁰⁾

118) 이 2개 회사 담당자들과의 대면 인터뷰를 통해 해외법인이 운용하고 있는 자산의 거의 대부분이 국내고객의 해외투자자산임을 확인했다. 따라서 이 2개 회사의 경우 해외법인이 운용하고 있는 해외고객의 자산이 없다고 가정해도 무방할 것으로 본다. 해외법인이나 지점을 두고 있지만 본 조사에 응해주지 않은 나머지 6개사의 경우도 대부분 국내고객의 자산을 운용하고 있는 것으로 알려진다. 다만, 이에 대해서는 정확한 통계 확인이 불가능했다.

119) 회사명을 표기해도 무방하다고 양해해 준 미래에셋자산운용을 제외한 나머지 회사들은 회사의 실명을 표기하지 않는다.

**〈표 IV-4〉 국내 자산운용회사 해외법인 및 지점의 영업현황:
전체 운용자산**

(단위: 백만달러)

	2006	2008	2010	2012	2014	2015.6
4개사 전체	434.4	720.9	1,366.9	6,326.8	8,552.6	10,600.6
미래에셋	0.0	63.0	531.0	5,538.0	7,799.0	9,863.0
나머지	434.4	657.9	835.9	788.8	753.6	737.6

주 : 매 연도말 종가 기준 원/달러 환율로 단위를 통일
자료: 23개 자산운용회사 설문조사 응답자료

<표 IV-5>에는 이 4개 회사 해외법인 운용자산이 국내고객의 자산과 순수 해외고객의 자산으로 나뉘어 정리되어 있다. 4개 회사 전체 해외법인이 운용하고 있는 국내고객의 자산은 매년 조금씩 늘어나고 있다. 특징적인 사실은 미래에셋자산운용의 해외법인이 2014년 이전까지는 국내고객의 자산을 운용하지 않고 있었다는 점이다. 나머지 회사 해외법인의 국내고객 운용자산은 2010년까지 크게 늘어나다가 이후 줄어들고 있다. 또한 <표 IV-5> 하단에는 4개 회사 해외법인이 운용하고 있는 순수 해외고객의 운용자산이 정리되어 있다. 이 통계는 미래에셋자산운용의 해외법인들만이 해외고객의 자산을 운용하고 있다는 사실을 확인시켜 준다. 나머지 회사들의 해외법인이 운용하고 있는 해외고객의 자산은 1천만~3천만달러 내외로 거의 무의미한 수준이다.

120) 해외 현지법인이 운용하고 있는 자산총액 중 일부에는 앞서 III장에서 언급한 국경간 펀드판매액도 포함되어 있는 것으로 추정된다. 본 연구에서 편의 상 국경간 펀드판매와 해외시장 현지진출을 구분했지만, 실제로는 이 두 가지가 서로 융합되는 경우가 많다. 만약 국내 자산운용회사가 룩셈부르크에 SICAV펀드를 설정할 때 그곳에 법인을 설립하지 않고 그 펀드를 미국 법인이 운용하면, 이는 미국 법인의 운용자산으로 집계된다.

해외법인의 영업현황에 대해 응답해 주지 않은 2개 회사와, 응답해 준 4개 회사 중 미래에셋자산운용을 제외한 나머지 3개 회사의 경우 해외법인을 두고 있음에도 불구하고 사실상 국내고객의 운용자산을 국내 본사로부터 위탁받아 운용하고 있는데 불과하다. 즉, 해외법인이나 지점을 두고 있는 전체 12개 회사 중 본 조사에 응해 준 6개 회사들은 미래에셋자산운용을 제외하면 사실상 모두 해외수요 창출을 못하고 있는 셈이다.¹²¹⁾

**〈표 IV-5〉 국내 자산운용회사 해외법인 및 지점의 영업현황:
국내고객 자산과 해외고객 자산**

(단위: 백만달러)

국내고객	2006	2008	2010	2012	2014	2015.6
4개사 전체	434.4	651.3	827.1	780.7	978.8	952.2
미래에셋	0.0	0.0	0.0	0.0	259.0	226.1
나머지	434.4	651.3	827.1	780.7	719.8	726.2
해외고객	2006	2008	2010	2012	2014	2015.6
4개사 전체	0.0	69.6	539.8	5,546.1	7,573.8	9,648.4
미래에셋	0.0	63.0	531.0	5,538.0	7,540.0	9,636.9
나머지	0.0	6.6	8.8	8.1	33.8	11.4

주 : 매 연도말 종가 기준 원/달러 환율로 단위를 통일. 4개사 중 1개 회사는 해외법인이 운용하는 국내고객 자산이 없음
 자료: 23개 자산운용회사 설문조사 응답자료

해외법인이나 지점이 아닌 국내 본사가 위탁받아 운용하고 있는 해외고객의 자산도 일부 있다. 이는 대부분 국내 자산시장에 투자하는

121) 이러한 사실은 본 조사에 응해주지 않은 나머지 6개 회사도 크게 다르지 않을 것으로 보인다.

자금들이다. 이는 크게 국내에서 설정 및 등록되어 있는 펀드 중 외국인 투자 전용 펀드인 소위 외수펀드, 해외 기관투자자로부터 직접 위탁받은 일임자산, 글로벌 자산운용회사들이 국내 자산운용회사들에게 아웃소싱 개념으로 위탁운용을 맡긴 자산 등으로 분류할 수 있다. 본 설문조사에서는 이 항목에 대해서도 질문했다. 그 결과가 <표 IV-6>에 정리되어 있다.¹²²⁾ 이러한 자산을 위탁받은 자산운용회사들은 많지 않다. 전체 위탁자산 금액은 2014년말 기준 약 25억달러 수준이다.

**<표 IV-6> 국내 자산운용회사 본사의 해외고객 자산 위탁운용 현황:
2014년 기준**

구분	위탁받은 자산이 있다고 응답한 자산운용회사수(개사)	운용자산 규모 (백만달러)
외수펀드	2	200.0
해외기관투자자 국내투자 위탁 자산 ¹⁾	1	2,150.6
글로벌 운용사 위탁 자산 ²⁾	3	147.8
합계	-	2,498.4

주 : 1) 해외 연기금 및 국부펀드 포함
 2) 국내뿐만 아니라 해외 투자액도 있는데, 위탁받은 자금이 있다고 응답한 3개사 중 1개사는 위탁금액을 답변하지 않음
 자료: 23개 자산운용회사 설문조사 응답자료

<표 IV-5>의 하단에 정리된 자산운용회사 해외법인의 순수 해외고객 운용자산과 <표 IV-6>에 정리된 국내 본사의 해외고객 위탁자산을 합한 금액이 본 설문조사에 응해준 23개 자산운용회사 전체의 해외고객 자산 규모이다.¹²³⁾

122) 다만, 이 부분에 대해서는 설문조사에 응해 준 23개 자산운용회사들이 내부 컴플라이언스 문제로 인해 위탁받은 자산이 있는지 여부에 대해서도 답을 주지 않은 경우가 있을 것으로 추정된다.

**<표 IV-7> 국내 자산운용회사의 국내고객 및 해외고객 자산:
2014년 기준**

(단위: 백만달러, %)

	국내고객 AUM ¹⁾ (A)	해외고객 AUM ²⁾ (B)	전체 AUM 대비 해외고객 AUM 비중 (=B/(A+B))
설문조사 응답 23개사 전체	334,992.8	10,072.3	2.92
미래에셋 자산운용	56,603.6	7,540.0	11.75
미래에셋 자산운용 제외 22개사 전체	278,389.3	2,532.2	0.90

주 : 1) 글로벌 자산운용회사와의 비교 편의를 위해 2014년말 종가 기준 원/달러 환율을 이용해 달러화 표기로 변환. 국내고객 AUM은 펀드 순자산총액과 투자일임 자산 평가액의 합계액
2) <표 IV-5> 해외고객 운용자산 합계액과 <표 IV-6> 합계액을 합산
자료: 23개 자산운용회사 설문조사 응답자료, 금융투자협회

위의 <표 IV-7>에는 23개 자산운용회사 전체의 국내고객 자산과 해외고객 자산의 규모(AUM)가 정리되어 있다.¹²⁴⁾ 2014년말 기준으로 본 설문조사에 응해준 23개 자산운용회사들의 국내고객 자산규모는 약 3,350억달러(약 368조원) 수준이다. 이 회사들이 운용하는 해외고객의 자산규모는 약 101억달러이다. 이는 이 회사들의 전체 운용자산 규모 대비 약 2.9% 수준이다. 해외고객의 대부분을 차지하고 있는 미래에셋자산운용의

123) 물론 설문조사에 응해 준 23개 자산운용회사 중에서도 응답을 누락한 경우가 있을 것으로 보여, 이 수치는 근사치로 봐야 한다. 그리고 본 설문조사에 응하지 않은 나머지 65개 회사 중에서도 해외고객 자산을 운용 중인 회사가 있을 것이다. 다만, 대형 자산운용회사의 상당수가 이 설문조사에 응해주었기 때문에 확인되지 않은 해외고객 자산 규모는 크지 않을 것으로 추정된다.

124) 여기에서 국내고객 운용자산이라 함은 국내에 등록된 공사모펀드와 투자일임 자산을 의미한다.

경우에는 해외고객 자산의 규모가 전체 운용자산 규모의 약 11.8% 수준이다. 그런데, 미래에셋자산운용을 제외한 나머지 22개 회사들의 해외고객 운용자산 규모는 전체 운용자산 규모의 1%에도 미치지 못하고 있다. 즉, 우리나라 자산운용회사들 중 상당수가 최근 수년간 아시아 국가에 진출해 있지만, 사실상 이들이 유치한 해외고객의 자산은 거의 없다고 봐도 무방하다.

우리나라 자산운용회사들의 국내 편향적인 영업구조는 해외 자산운용회사들과 비교해 보면 더욱 명확하게 드러난다. 아래의 <표 IV-8>에는 대표적인 글로벌 자산운용회사들과 국내 자산운용회사들의 해외영업 비중이 정리되어 있다. 비교대상 글로벌 자산운용회사들은 BlackRock, Franklin Resources, Inc., Affiliated Managers Group, Aberdeen Asset Management PLC, Neuberger Berman Group LLC, Janus Capital Group, Inc., 등 6개 회사이며 기준연도는 2014년말이다.¹²⁵⁾

미국을 대표하는 초대형 자산운용회사들인 BlackRock과 Franklin Resources, Inc.는 전체 운용자산 규모에서 차지하는 해외고객 자산의 비중이 각각 38.4%와 27.0%이다. 이 두 회사의 운용자산 규모가 거대하다는 측면을 생각해 보면 매우 큰 금액의 자산이 해외고객으로부터 들어오고 있는 것이다. Affiliated Managers Group과 Aberdeen Asset Management PLC는 해외고객의 비중이 각각 62%, 42%에 달했다. Neuberger Berman Group LLC와 Janus Capital Group, Inc. 또한 다른 회사들보다는 적지만 해외고객의 비중이 각각 25%와 16%에 달했다.

125) 비교대상 글로벌 자산운용회사는 자료취득 가능성과 분석의 용이성을 위해 독립계 상장회사 중에서 선택했다. BlackRock과 Franklin Resources, Inc.는 글로벌 자산운용산업을 대표하는 초대형 회사라는 측면에서 선정했다. 나머지 4개 회사는 본 장의 해외 사례분석을 위해 선정한 회사들이다. 이 회사들을 해외 사례분석을 위해 선정한 이유는 후술할 것이다.

**〈표 IV-8〉 글로벌 자산운용회사들의 해외영업 비중:
2014년말 기준**

(단위: 백만달러, %)

글로벌 자산운용회사들의 해외영업 비중			
회사명	국적	AUM (Towers Watson 순위)	지역별 고객 비중
BlackRock	미국 (NYSE상장)	4,651,000 (1위)	미국: 61.6 유럽/중동: 30.4 아시아: 8.0
Franklin Resources, Inc.	미국 (NYSE상장)	898,000 (18위)	미국: 73.0 유럽/중동: 17.0 아시아: 10.0
Affiliated Managers Group (AMG)	미국 (NYSE상장)	620,200 (38위)	미국: 38% 글로벌: 52% 신중국: 10%
Aberdeen Asset Management	스코틀랜드 (LSE상장)	324,400 (58위)	영국: 58% 기타유럽: 19% 미국: 13% 아시아 등: 10%
Neuberger Berman Group LLC.	미국 (비상장)	250,000 (70위)	미국: 75% 해외: 25%
Janus Capital Group, Inc.	미국 (NYSE상장)	183,100 (97위)	미국: 84% 해외: 16%

국내 주요 자산운용회사들의 국내 총 AUM (펀드+투자일임)

삼성자산운용	115,361
한화자산운용	59,459
미래에셋자산운용	56,604
신한BNP파리바자산운용	35,759
KB자산운용	33,647
한국투자신탁운용	28,274

주 : 1) 국내외 자산운용회사의 AUM은 2014년말 기준
 2) 국내 자산운용회사의 AUM은 2014년말 종가 기준 원/달러 환율로 변환
 3) Towers Watson 순위는 2013년말 AUM 기준
 자료: 각사 2014년 연차보고서, Towers Watson(2014c), 금융투자협회

3) 국내 자산운용회사 해외영업에 대한 평가

우리나라 자산운용회사들은 지난 2000년대 중반부터 법인 및 지점 설립, 사무소 설치 등을 통해 해외시장 현지진출을 시도하고 있다. 해마다 그 수도 늘어나고 있음을 앞에서 통계로 확인했다. 그러나 글로벌 시장 전체를 대상으로 상업적 주제를 늘려나가고, 해외 현지고객의 운용자산을 유치하고 있는 회사는 사실상 미래에셋자산운용이 유일하다. 나머지 회사들의 해외법인이나 지점들은 2000년대 중반부터 2000년대말까지 폭발적으로 늘어난 국내 개인고객의 해외투자펀드 위탁운용에 주력하고 있는 것으로 추정된다. 즉, 대다수 자산운용회사들의 해외법인이나 지점의 영업활동이 해외고객 창출로 연결되지는 않고 있다.¹²⁶⁾ 진출대상 국가도 대부분 아시아 지역이며, 회사별로 1~2개 정도의 해외법인을 두고 있는데 그쳤다. 그마저도 2010년 이후 해외투자펀드에 대한 국내 개인고객의 투자가 크게 줄어들면서 정체국면에 들어섰다. 물론, 이는 본격적인 해외고객의 운용자산 유치를 위한 1차 단계로 볼 수도 있다. 그러나 소규모 해외법인 1~2개를 설립하고, 이들이 국내고객의 자산운용 경험을 축적해 나간다고 하더라도 효율적인 해외시장 진출 전략을 세우기 이전에는 해외고객의 운용자산을 확보할 수 있으리라 장담하기 어렵다.

이러한 측면에서 볼 때 우리나라 자산운용회사들의 상업적 해외주체가 진정으로 해외수요 창출을 목표로 하고 있는지에 대해서는 확신할 수 없다. 지난 2000년대 중반에 폭발적으로 늘어났던 국내고객의 해외투자펀드 매입 열풍이 자산운용회사들의 현지진출과 무관하다고 보기 어렵기 때문이다. 결국 현재까지 국내 자산운용회사들의 해외시장 진출은 걸음마 단계에 불과하며, 해외수요 창출은 거의 없다고 판단된다.

126) 이 부분에 대해서는 각 회사들이 통계를 제시하지 않는 이상 정확하게 확인할 수는 없다.

나. 제약요인

1) 현지진출 의사결정 단계와 제약요인의 주체

일반기업과 마찬가지로 자산운용회사들도 해외시장 현지진출을 위해서는 단계별 의사결정 과정이 필요하다. 가장 먼저 필요한 과정은 현지진출 목표 설정과 회사의 능력을 파악하는 것이다. 이 단계에서는 왜 해외시장 현지에 진출해야 하는지, 즉, 명확한 목표를 가지고 있는지를 평가함과 동시에 재무적, 인적자원의 보유 여부, 미래에 대한 투자의지 보유 여부, 차별화된 노하우의 보유 여부 등을 면밀하게 검토해야 한다. 이 과정에서 자산운용회사가 해외시장 현지진출이 적합하지 않다고 판단하면 모든 의사결정은 끝나며, 반대로 적합하다고 판단하면 목표시장과 진출방식을 결정하게 된다. 이 과정의 의사결정 주체는 해당 자산운용회사이다. 따라서 해외시장에 진출하지 못하고 있을 때 일차적인 제약요인은 자산운용회사로부터 나온다.

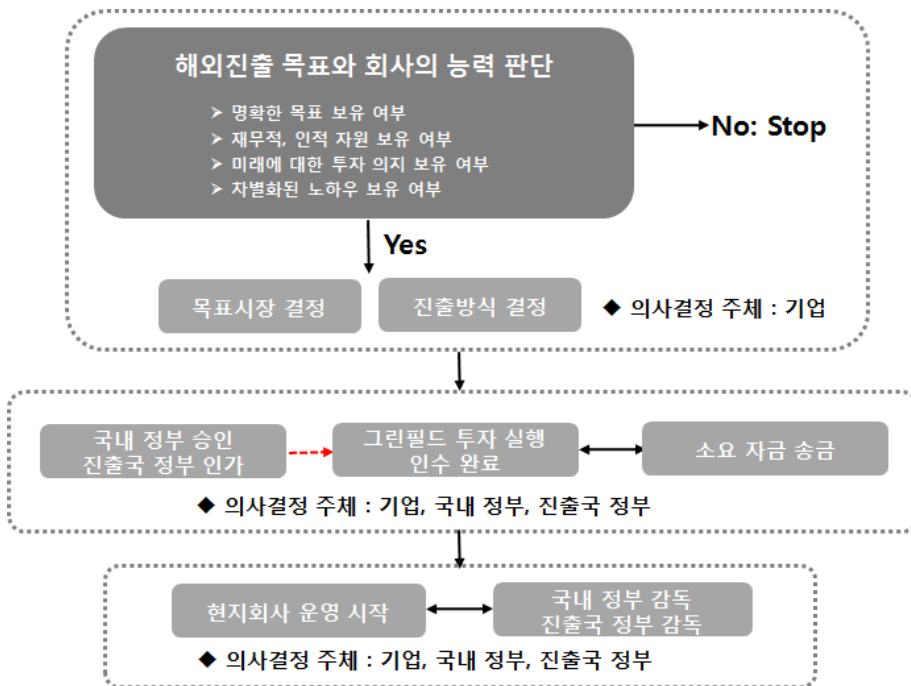
다음으로는 우리나라 정부의 승인과 진출 대상국 정부의 인가 과정이 필요하다. 양국 정부의 승인 및 인가 절차가 끝나면 그린필드 투자 실행 여부가 확정되거나 또는 인수계약이 완료되며, 소요자금의 송금 절차가 필요하다. 결국 이 단계에서 개입하는 의사결정 주체는 양국 정부 및 해당 자산운용회사가 된다. 특히, 이 단계에서는 양국의 해외직접투자 관련 규제, 금융업 관련 규제, 외환거래 관련 규제 등이 해외시장 진출의 제약요인이 된다. 그린필드 투자 또는 인수계약을 실행하는 과정은 전적으로 해당 자산운용회사에 달려 있기 때문에 이 과정에 대한 해당 자산운용회사의 노하우 부족은 또 다른 제약요인이 된다.

마지막 과정은 위와 같은 절차를 거쳐 새로이 설립된 해외 현지법인이나 지점, 또는 인수회사의 운영 단계이다. 이 단계에서의 의사결정 주체 역시 해당 자산운용회사와 양국 정부가 된다. 해외시장 진출이 성공적으로

진행될지 여부는 해당 자산운용회사의 경영능력에 달려 있다. 양국 정부의 각종 감독은 이 단계에서도 해외 현지법인 또는 지점, 인수회사의 성공적인 운영에 지대한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 이 단계에서 해외시장에 대한 성공적인 진출 여부를 제약하는 요인은 해당 자산운용회사 및 양국 정부 모두에서 나온다.

결국, 해외시장 진출과 관련된 일련의 과정을 고려해 볼 때 우리나라 자산운용회사들의 해외시장 진출이 일천한 것은 다양한 제약요인에 기인한다고 볼 수 있겠다. 이하에서는 우리나라 자산운용회사의 해외시장 진출을 제약하는 요인을 자산운용회사 측면, 정부의 규제 및 제도 측면, 진출대상 국가 측면 등으로 나누어 논의한다.

〈그림 IV-1〉 자산운용회사 해외시장 현지진출 의사결정 단계와 주체



2) 자산운용회사 측면의 제약요인

가) 해외시장 현지진출에 대한 필요성 인식 부족

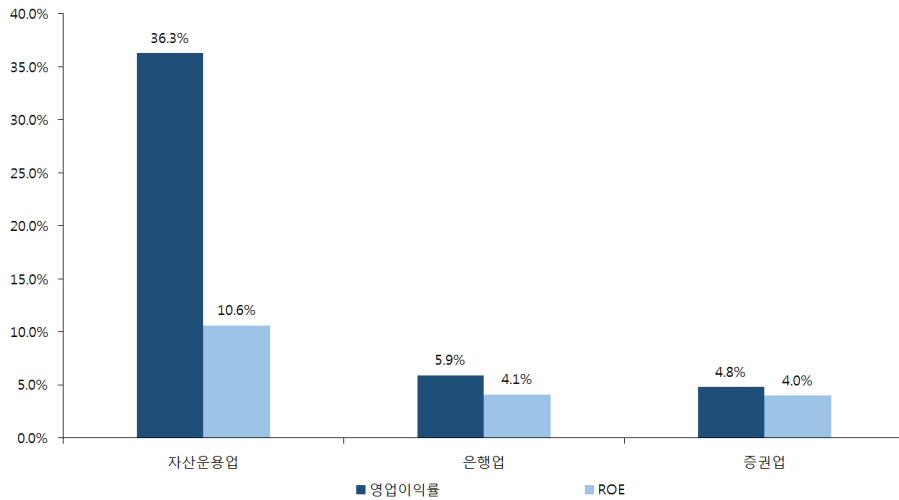
해외시장 현지진출과 관련된 의사 결정의 정점은 해당 기업의 경영진에 있다. 이는 자산운용회사의 경우에도 마찬가지이다. 즉, 자산운용회사들의 경영진이 해외시장 현지진출이 필요치 않다고 판단한다면 현지진출은 그들의 경영 목표에서 사라진다.

해외시장 현지진출에 대한 필요성 인식의 부족은 두 가지 핵심적인 요인에 영향을 받은 것으로 보인다. 첫째, 국내 자산운용회사들이 국내 시장 영업만으로도 충분한 수익을 내고 있어서 아직은 해외시장 진출이 굳이 필요치 않다고 판단하고 있을 가능성이 있다. <그림 IV-2>는 국내 금융권역 간 경영 수익성을 비교해 준다. 2014년 기준 자산운용업 전체의 영업이익률과 ROE는 각각 36.3%와 10.6%이다.¹²⁷⁾ 같은 기간 은행업의 영업이익률과 ROE는 각각 5.9%와 4.1%이며, 증권업의 경우 4.8%와 4.0%이다. 즉, 2014년을 기준으로 할 때 자산운용업은 국내 여타 금융권역 대비 높은 영업마진을 확보하고 있으며, 자기자본 투입 대비 당기 순이익도 매우 높은 편이다.¹²⁸⁾ 특히, 자산운용업계가 10%대에 이르는 ROE를 확보하고 있다는 사실은 최근의 낮은 금리를 고려해 볼 때 여전히 산업으로서의 매력성이 있음을 반영한다.

127) 이는 개별 회사들의 비율을 기준으로 한 평균치 개념이 아니며, 업계 전체의 이익과 자기자본을 모두 합산한 금액을 기준으로 구한 비율이다. 은행업이나 증권업에서는 경영 수익성을 확인하는 지표로 총자산이익률(이하 ROA)을 주로 고려한다. 그러나 국내 자산운용업계는 자기계정에 부채를 거의 보유하고 있지 않아서 ROA가 ROE와 크게 다르지 않다. 따라서 여기에서는 주로 ROE를 기준으로 경영 수익성을 비교한다.

128) 자산운용업계 전체의 영업이익률과 ROE는 2011년 이후 상승하는 추세이지만, 큰 변화는 없다. 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 전후에 비해서 이 비율들은 다소 낮은 수준인 것으로 보인다(김재철·장지혜(2013) 참조).

〈그림 IV-2〉 국내 금융권역별 경영 수익성 비교:
2014년 기준



주 : 영업이익률은 영업이익을 영업수익으로 나눈 비율이며, ROE는 당기순이익을 자본총계로 나눈 비율. 업계 전체 합산 기준. 은행은 고유계정 기준
자료: 금융감독원

물론 양극화로 인해 다수의 회사들이 적자에 직면하고 있다는 사실을 고려해 보면 위와 같은 분석에 대해 의문을 제기할 수도 있다(김재철·장지혜(2013)). 2014년 자산운용업계 전체의 당기순이익(4,096억원) 대비 업계 상위 10개 회사의 당기순이익(2,466억원) 비중은 무려 60.2%에 달한다. 그러나 이러한 업계의 양극화 현상은 왜 국내 자산운용회사들이 해외시장에 진출할 유인을 가지지 않을 수 있는지를 잘 설명해 준다. 우선 상위 몇 개 회사를 제외한 대다수 회사들은 국내시장 영업을 통해 충분한 수익을 확보하지 못함에도 불구하고 해외진출을 위한 인적·물적 자원의 여력이 거의 없다. 이 회사들은 해외시장 진출에 대한 의지와는 관계없이 사실상 해외시장에 진출하기 어렵다. 이와 반대로 상위 회사들은 국내시장만을 통해서도 높은 경영 수익을 향유하고 있다.

<표 IV-9>에는 6개 상위 자산운용회사들의 경영 수익성 지표와 7개 글로벌 자산운용회사들의 경영 수익성 지표가 정리되어 있다. 국내 자산운용회사들의 영업이익률은 30~60%대에 포진해 있다. ROE는 많은 자기자본을 축적해 놓은 미래에셋자산운용을 제외하면 5개 회사가 10%대를 넘으며, 일부는 20%대를 넘는다. 이는 글로벌 자산운용회사 대비 크게 차이가 나지 않는 수준이다.¹²⁹⁾ 높은 경영 수익성과 국내 자산운용시장의 잠재력으로 인해 자산운용회사 경영진들은 당분간 국내시장에 집중하는 것이 바람직하다고 판단했을 가능성이 크다.¹³⁰⁾

<표 IV-9> 국내외 자산운용회사의 경영 수익성 지표 비교

(단위: %)

국내 상위 자산운용회사			글로벌 자산운용회사		
	영업 이익률	ROE		영업 이익률	ROE
삼성	42.0	17.4	BlackRock	40.4	11.9
한화	33.7	11.5	Franklin	37.9	19.5
미래에셋	38.3	4.8	AMG	32.5	21.6
신한BNP파리바	41.2	18.5	Aberdeen	43.9	19.8
KB	62.5	24.5	Janus Capital G.	30.4	9.8
한국투자신탁	38.8	21.9	Legg Mason	15.7	5.9
			T. Rowe Price	45.0	22.8

주 : 편의상 회사 이름은 약어로 표기
 자료: 금융감독원, 각사 연차보고서를 기준으로 계산

- 129) 비록 우리나라 자산운용회사들의 ROE가 상대적으로 높은 이유가 적은 자기자본 때문이기는 하지만, 이 지표들이 적은 자본 투입으로 높은 수익을 얻고 있음을 보여주는 것은 변치 않는 사실이다.
- 130) 만약 상위 자산운용회사들이 국내 자산운용시장에서 심각한 경쟁압박을 받고 있다면 해외시장 현지진출의 필요성을 느끼기 시작할 것이다. 그러나 상위 자산운용회사들의 시장집중도를 나타내는 CR5(펀드와 투자일임 자산의 합인 AUM 기준 상위 5개사 점유율 합)와 CR10(상위 10개사 점유율 합)에도 이러한 증거는 나타나지 않았다. CR5와 CR10은 2011년말에 각각 43%와 62%였는데, 2015년말에는 51%와 67%로 오히려 상승했다.

국내시장에서 창출되는 비교적 높은 경영 수익성과 함께 국내 상위 자산운용회사들의 지배구조도 해외시장 진출 필요성에 대한 인식을 떨어뜨리는 요인이다. <표 IV-10>에는 국내 상위 6개 자산운용회사의 대주주 현황이 정리되어 있다. 이 회사들은 모두 비상장 주식회사이며, 미래에셋자산운용을 제외한 5개사의 대주주는 각각 보험회사, 금융지주, 또는 증권회사 등 대형 금융회사들이다. 이 회사들 중 4개사에서 대주주 지분율이 100%이거나 100%에 육박한다. 즉, 이 회사들의 대주주들은 대부분 금융그룹 형태의 최상위 금융회사이다. 지배구조의 또 다른 특징은 6개 자산운용회사 중 한국투자신탁운용을 제외한 5개 회사가 생명보험회사가 대주주이거나 계열회사라는 점이다.

이러한 지배구조의 특징은 해외시장 현지진출과 다음과 같은 연계성을 가질 수 있다. 우선, 우리나라 그룹경영의 특징을 고려해 볼 때 자산운용회사 CEO가 높은 위험성을 가진 해외시장 현지진출을 공격적으로 진행하기는 매우 어렵다. 과거부터 시너지 경영을 강조해 온 국내기업들의 그룹경영 관행은 국내 상위 자산운용회사들로 하여금 금융그룹 전체의 경영 틀을 벗어나기 어렵도록 만들었을 것이다. 특히 금융그룹의 최종 의사결정권자가 자산운용업을 독립적인 유망산업으로 보고 성장에 목표를 두지 않는 한 해외시장 현지진출이라는 위험을 선택할 가능성은 낮다. 또한 은행, 보험회사, 증권회사들은 최근 들어 경영 수익성이 악화되고 있기 때문에 충분한 규모의 경제를 통해 꾸준한 경영 수익을 거둬들이는 계열 자산운용회사들을 안정적으로 경영하려는 유인이 매우 강할 것으로 보인다. 게다가 여기에서 언급하고 있는 자산운용회사들 중 5개사가 생명보험회사가 대주주이거나 계열회사인데, 이들로부터 유입되는 일임계약자산은 그 규모가 크고 안정적이다. 결국 상위 자산운용회사들은 2008년 글로벌 금융위기 이후 자산운용시장의 환경이 녹록하지 않았음에도 불구하고 해외시장 현지진출을 통한 장기적인 성장에 큰 의지를 가지고 있지 않았을 가능성이 크다.

〈표 IV-10〉 국내 자산운용회사 상위 6개사 대주주 현황

회사명	상장여부	대주주 및 지분율
삼성자산운용	비상장	삼성생명: 96.3%
한화자산운용	비상장	한화생명: 100%
미래에셋자산운용	비상장	박현주: 60% 미래에셋컨설팅: 33%
신한BNP파리바자산운용	비상장	신한금융지주: 65% BNP Paribas Investment: 35%
KB자산운용	비상장	KB금융지주: 100%
한국투자신탁운용	비상장	한국투자증권: 100%

주 : 2014년말 기준

자료: 금융감독원, 각사 영업보고서, 사업보고서 또는 업무보고서

나) 부족한 물적, 인적 자원

성공적인 해외시장 현지진출을 위해서는 물적, 인적 자원이 풍부해야 한다. 해외시장 현지진출은 높은 위험성을 수반한다. 특히 자산운용 서비스는 본질적으로 무형성(intangibility)이 크기 때문에 해외시장의 투자자들이 받아들이기 쉽지 않다.¹³¹⁾ 해외시장에 이름이 알려져 있지 않은 국내 자산운용회사들은 그러한 위험에 노출될 가능성이 더 크다. 따라서 그린필드 투자를 통해 새로운 법인 또는 지점을 설립하거나, 목표시장에서 이미 영업을 하고 있는 기존 회사를 인수하더라도 성공적으로 정착하지 못할 가능성은 상존한다.¹³²⁾

131) 이에 대해서는 문헌연구에서 후술한다.

132) 미래에셋자산운용이 2003년 해외에 최초로 설립한 독립법인은 홍콩 법인인 Mirae Asset Global Investments(HK)이다. 미래에셋자산운용의 해외고객이 본격적으로 늘어난 시점이 2012년 전후인 것을 고려할 때 해외시장 현지진출이 성공적으로 정착하는데 약 10년의 시간이 걸린 셈이다.

이는 해외시장에 성공적으로 정착해 안정적이고 튼튼한 고객을 만들어 내기 위해서는 긴 시간과 자본이 필요함을 의미한다. 직간접 판매채널의 확충, 목표시장에 적합한 상품의 설계, 그 상품에 담은 자산시장에 대한 연구 등을 위해 충분한 자금과 풍부한 경험을 갖춘 인력이 필요하다. 즉, 충분한 규모의 투자가 중요하다는 뜻이다.

앞에서 언급한 바와 같이 국내 상위 자산운용회사들은 해외시장 진출에 대한 필요성을 크게 느끼지 못하고 있었을 가능성이 크다. 이들은 국내시장에서도 적극적인 인수합병 등을 통해 규모를 크게 키우는 전략을 피해 왔다. 따라서 대규모 투자의 필요성은 크지 않았을 것이다. 투자할 곳이 없는 상황에서 국내 자산운용회사들은 순이익의 대부분을 배당으로 지급해 왔으며, 그 결과 자기자본과 자산이 쌓이지 않고 있다. 투자할 곳이 마땅히 없으니 차입을 통한 부채도 거의 없다. 이와 같은 현황이 <표 IV-11>에 정리되어 있다. 2014년을 기준으로 할 때 한화자산운용과 미래에셋자산운용을 제외한 4개 회사의 경우 당기순이익의 45~100%를 배당으로 지급했다. KB자산운용과 한국투자신탁운용은 당기순이익보다 더 많은 액수를 배당으로 지급했다. 물론 배당지급률(또는 배당성향)은 회사에 따라서, 또는 연도에 따라서 차이가 있겠지만, 과거에도 이와 크게 다르지 않았다.¹³³⁾ 이는 배당을 많이 지급하지 않아 논란이 되고 있는 상장기업의 평균적인 배당성향을 크게 웃도는 수준이다.¹³⁴⁾ 이 회사들의 자본총계, 즉 자기자본은 1조원이 넘는 미래에셋자산운용을 제외하면 대체로 1천억원~2천억원 내외이며, AUM 대비 0.19~0.55% 수준이다.

133) 김재철·장지혜(2013)는 2011년 국내 주요 6개 자산운용회사들의 평균 배당지급률을 85.9%로 보고했다.

134) 강소현 외(2013)는 2012년 기준 유가증권시장 상장기업 중 배당을 지급하고 있는 기업의 비중은 약 69%이며, 배당지급 기업들의 배당지급률은 14.5%라고 보고했다.

〈표 IV-11〉 국내의 자산운용회사 주요 재무제표: 2014년 기준

(단위: 억원(국내사), 백만달러(해외사), %)

패널 A: 국내 자산운용회사	삼성자산운용	한화자산운용	미래에셋 자산운용	
총자산	5,214	1,375	13,361	
부채총계	2,860	111	2,350	
자본총계(자기자본)	2,353	1,264	11,011	
배당지급액/당기순이익	45.7	0.0	10.8	
자기자본/AUM	0.19	0.19	1.77	
패널 A: 국내 자산운용회사	신한BNP파리바 자산운용	KB자산운용	한국투자신탁 운용	
총자산	1,912	2,495	1,480	
부채총계	322	475	336	
자본총계(자기자본)	1,590	2,019	1,144	
배당지급액/당기순이익	69.5	100.9	104.2	
자기자본/AUM	0.40	0.55	0.37	
패널 B: 글로벌 자산운용회사	BlackRock	Franklin	AMG	
총자산	239,808	16,357	7,698	
부채총계	212,288	4,145	3,409	
자본총계(자기자본)	27,485	12,212	3,643	
배당지급액/당기순이익	41.0	12.2	0.0	
자기자본/AUM	0.59	1.36	0.59	
패널 B: 글로벌 자산운용회사	Aberdeen	Janus Capital G.	Legg Mason	T. Rowe Price
총자산	5,379	2,793	7,270	5,644
부채총계	3,303	1,199	2,452	249
자본총계(자기자본)	2,076	1,588	4,818	5,395
배당지급액/당기순이익	48.5	37.6	21.4	37.6
자기자본/AUM	0.64	0.87	0.72	0.72

주 : 국내 자산운용회사의 부채에는 예수부채가 포함. 이는 판매회사를 거치지 않고 운용사들이 직판하는 경우 투자자들의 자금을 한국증권금융에 1일간 예치하는 것으로 부채와 자산으로 계상됨. Aberdeen은 백만파운드 기준임.
글로벌 자산운용회사의 이름은 편의상 약어로 표기

자료: 금융감독원, 각사 연차보고서, 영업보고서, 사업보고서 또는 업무보고서

한편, 국내 자산운용회사들은 부채를 거의 쓰지 않고 있다. 2014년을 기준으로 삼성자산운용의 부채총액이 다소 큰 데, 이는 대부분 예수부채로 차입은 아니다. 미래에셋자산운용만이 약 2천억원 수준의 차입부채를 보유하고 있으며, 나머지 회사는 차입부채가 전무하다. 그 결과 국내 자산운용회사들의 총자산은 자기자본과 거의 비슷하다. 그리고 총자산을 구성하고 있는 항목 중 지분증권 등 경영상의 목적을 가진 투자금액은 미래에셋자산운용을 제외하면 거의 발견되지 않는다. 국내 자산운용회사들의 재무제표 상 특징을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 상장 또는 부채 조달 등을 통해 자금을 조달하지 않으며, 순이익의 대부분을 배당한다. 그 결과 자기자본과 자산이 축적되지 않는다. 둘째, 자산을 지분투자 등 공격적인 경영에 활용하지 않고, 대부분 현금화가 가능한 유동자산으로 보유하고 있다.

이러한 특징들은 글로벌 자산운용회사들과 비교해 볼 때 큰 차이가 있다. <표 IV-11>에 포함된 글로벌 자산운용회사들 중 어떤 회사도 배당 지급률이 50%를 넘지 않는다. 그리고 이 회사들은 천문학적인 AUM을 보유하고 있음에도 불구하고 AUM 대비 자기자본 비율이 우리나라 상위 자산운용회사들에 비해 높은 수준이다. 또한 이들은 상당한 규모의 자금을 차입으로 조달하고 있다.¹³⁵⁾ 이 회사들은 이렇게 조달한 자기자본과 부채를 공격적인 투자에 활용하고 있는 것으로 추정된다.¹³⁶⁾

그러면 국내 자산운용회사들이 추가적으로 자금을 조달하지 않는다는 것을 전제로 현재의 자기자본 규모가 해외시장 현지진출에 충분한지

135) BlackRock은 이례적으로 많은 규모의 부채를 가지고 있는데, 상세한 부채항목을 살펴본 결과, 일임계좌와 증권대차 담보물(separate account liabilities and collateral liabilities under securities lending agreements)을 부채와 자산 항목에 포함시킨 것이다. 반대로 Franklin Resources와 T. Rowe Price의 부채 규모는 매우 적다.

136) 글로벌 자산운용회사들의 자기계정 투자는 주로 인수, 해외법인 설립, 자산펀드에 대한 프로젝트 투자, 기타 유가증권 투자 등을 포함한다.

간단히 살펴본다. 그린필드 투자는 자산운용회사가 목표로 하는 AUM을 얻기 위해 몇 년간 얼마의 자금을 필요로 하는지 추정하기 매우 어렵다. 따라서 여기에서는 인수를 전제로 소요자금을 개략적으로 추정해 보고, 이를 국내 자산운용회사들의 자기자본 규모와 비교해 본다. 이 분석을 위해서는 글로벌 자산운용산업 M&A 시장에서 자산운용회사들의 가치가 어떻게 평가되는지에 대한 정보가 있어야 한다. 이는 여러 환경에 따라 달라지기 때문에 실제 M&A 거래를 시행하기 전에는 정확하게 알기 어렵다. 다만, 최근 거래의 추세를 통해 간접적으로 알아볼 수는 있다. 가장 간단한 방법으로는 M&A 거래의 성사가격이 인수대상 자산운용회사의 AUM 대비 얼마나 되는지를 참고할 수 있다. 만약 자산운용회사가 상장된 경우라면 그 회사의 기업가치(enterprise value)를 M&A 거래의 인수가격으로 대체할 수 있다. 따라서 이 경우에는 상장 자산운용회사의 기업가치가 그 회사 AUM 대비 얼마나 되는지를 참고할 수 있다. William Blair(2014)의 자료는 2013년을 기준으로 이러한 정보를 제공해 준다. 이 자료에 따르면 2013년에 자산운용회사들 간의 M&A 거래는 모두 103건이었다. 이 자료는 103건의 거래 중 17건의 거래에 대해서 AUM 대비 거래 성사가격의 비율을 제공해 주었다. 그 비율은 최대 4.53%, 최소 0.46%, 평균 2.09%였다. 이는 1조원의 AUM을 인수를 통해 획득하기 위해서는 평균적으로 209억원의 자금이 필요하다는 의미이다. 한편, 이 자료는 미국 내 대표 상장 자산운용회사들의 기업가치를 계산하고, 그 자산운용회사가 보유한 AUM 대비 기업가치의 비율도 제공해 준다. 그 비율은 최대 13.8%, 최소 0.3%, 평균 3.5%였다.¹³⁷⁾ 이는 미국 내에 상장된 자산운용회사가 보유한 1조원의 AUM을 인수를 통해 획득하기 위해서는 350억원의 자금이 필요함을 뜻한다.¹³⁸⁾

137) 국내 자산운용회사들의 해외영업 현황을 조사하는 과정에서 인터뷰에 응해준 자산운용회사들은 최근 중국 자산운용회사의 지분 인수가격(전체지분의 49% 이하로 제한)이 AUM의 10%를 넘어선다고 응답하기도 했다. 이에 대한 공식적인 자료는 구하기 어려웠다.

이러한 거래 추세를 반영해 국내 상위 자산운용회사들이 현재 보유 중인 총 AUM의 10%, 또는 20%에 해당하는 금액을 해외고객으로부터 유치하기 위해 인수시장에 합류할 경우 얼마의 자금이 필요한지를 계산했다.¹³⁹⁾ 인수 예상가격은 William Blair(2014)의 자료를 참조해 인수대상 자산운용회사 AUM 대비 2.1%, 3.5%, 10.0% 등 세 가지 시나리오를 고려했다. 추정결과는 <표 IV-12>에 정리되어 있다. 추정결과 현재 보유 중인 총 AUM의 20%를 목표로 할 경우에는 인수가격을 AUM의 몇%로 가정하더라도 현재 자산운용회사들이 보유 중인 자기자본 규모로는 인수가 불가능하다. 해외고객의 목표 AUM을 현재 보유 중인 AUM의 10%로 할 경우에는 인수가격에 따라 인수를 추진할 수는 있다. 다만, 이 경우에도 인수가격이 인수대상 자산운용회사 AUM의 3.5% 수준이 되면 국내 자산운용회사들의 자기자본 규모에 비추어 볼 때 무리가 따를 것으로 보인다.

이 간단한 계산을 통해 볼 때 국내 자산운용회사들이 현재의 자본규모로 의미 있는 수준의 해외고객 자산을 유치하기 위해 국제시장에서 어느 정도 인정받고 있는 자산운용회사들을 인수하는 것은 어려울 것으로 추정된다. 이는 왜 그동안 국내 자산운용회사들이 해외시장 진출을 위해 인수시장에 선뜻 나서지 못했는지 잘 보여준다. 그동안 국내 자산운용회사들은 소규모 자본력의 문제로 인해 극히 소규모 해외법인이나 지점을 설립해 왔다. 이는 실패를 통한 손실을 최소화하기 위한 선택이었다. 그러나 결과적으로 이러한 전략을 통해서도 열악한 명성과 경험, 판매채널 문제를 해소할 방법이 없었고, 그 결과 해외 현지고객의 운용자금을 유치하는 것은 거의 불가능했던 것으로 보인다. 물론 해외고객의 목표 AUM을 현재 보유 AUM의 약 5% 수준으로 낮추고, 인수가격이

138) 물론 이 비율들은 AUM의 규모, 국가, 시기 등에 따라 매우 가변적이다.

139) 미래에셋자산운용은 이미 회사 전체 AUM에서 차지하는 해외고객 자산의 비중이 10% 내외에 이르기 때문에 이 추정에서 제외하였다.

싼 자산운용회사를 고를 수도 있지만, 거기에는 그만큼 실패 위험이 상존한다는 점 또한 간과하기 어렵다.

**〈표 IV-12〉 국내 자산운용회사들의 해외 인수 추진 시
소요자금 추정**

(단위: 억원)

	삼성 자산운용	한화 자산운용	신한BNP 파리바 자산운용	KB 자산운용	한국 투자신탁 운용
2014년 AUM	1,268,160	653,628	393,101	369,876	310,818
2014년 자본총계	2,353	1,264	1,590	2,019	1,144
해외자산 목표: 10%	126,816	65,363	39,310	36,988	31,082
가격(AUM의 2.1%)	2,663	1,373	826	777	653
가격(AUM의 3.5%)	4,439	2,288	1,376	1,295	1,088
가격(AUM의 10%)	12,682	6,536	3,931	3,699	3,108
해외자산 목표: 20%	253,632	130,726	78,620	73,975	62,164
가격(AUM의 2.1%)	5,326	2,745	1,651	1,553	1,305
가격(AUM의 3.5%)	8,877	4,575	2,752	2,589	2,176
가격(AUM의 10%)	25,363	13,073	7,862	7,398	6,216

자료: 금융투자협회, 각사 영업보고서, William Blair(2014)

이와 같은 소규모 자본력 문제와 함께 열악한 인력문제도 해외시장 진출에 제약요인으로 작용한다. 자산운용회사가 해외시장에서 성공적으로 정착하기 위해서는 우수한 펀드매니저뿐만 아니라, 해외 자산시장 리서치, 마케팅 및 네트워크 구축 등을 원활하게 수행할 수 있는 우수한 인력이 필요하다. 현재 그러한 인력이 부족하다면 이를 구축하기 위해 과감하게 투자해야 한다.

〈표 IV-13〉 국내외 자산운용회사 인력구조: 2014년 기준

(단위: 명, 백만달러, 개)

	총 임직원수	운용전문 인력수	AUM	공사모 펀드수
삼성	264	141	115,361	581
한화	186	97	59,459	318
미래에셋	588	165	56,604	649
신한BNP파리바	195	96	35,759	539
KB	162	98	33,647	303
한국투자신탁	245	164	28,274	550
BlackRock	12,200	1,900	4,651,000	-
Franklin	9,226	648	898,000	-
T. Rowe Price	5,900	-	747,000	-
Legg Mason	3,100	-	665,000	-
AMG	2,900	-	620,200	-
Aberdeen	2,700	600	324,400	-
Neuberger Berman	2,113	505	250,000	-
Janus	1,222	128	183,100	-

주 : 편의상 자산운용회사 이름은 축약해 표기. 국내사의 AUM은 해외고객 자산을 제외하였으며, 비교의 편의를 위해 2014년말 종가 기준 환율을 이용해 달러화로 환산. 해외사의 임직원 및 운용전문 인력수는 근사치
 자료: 각사 연차보고서, 영업보고서, 금융투자협회

<표 IV-13>에는 국내외 자산운용회사들의 인력구조가 정리되어 있다. 국내 자산운용회사들의 AUM이 글로벌 자산운용회사들에 비해 매우 적기 때문에 전체 인력수가 적은 것은 당연하다. 국내외 자산운용회사 간 인력구조의 비교에서 주목해야 하는 것은 두 가지이다. 우선, 국내 자산운용회사 운용전문인력들이 담당하는 운용 펀드수가 매우 많다는 것이다.¹⁴⁰⁾ 운용전문인력

140) 아쉽게도 글로벌 자산운용회사들이 운용하는 공사모펀드의 수를 파악할 수는 없었다. 다만, 세계적인 자산운용회사들은 단일펀드의 역사가 매우 오래되었고, 규모가 큰 것으로 알려진다. 이들이 운용하는 펀드의 수는 국내 자산운용회사만큼 많지는 않을 것으로 추정된다.

1명이 담당하는 펀드수는 회사별로 3~5개에 달한다. 게다가 최근에는 투자일임 자산의 규모가 커지면서 운용전문인력이 운용해야 하는 펀드 또는 일임계좌의 수가 많을 수밖에 없다. 다음으로 국내 자산운용회사의 경우 운용전문인력 이외의 임직원이 차지하는 비중이 글로벌 자산운용회사들에 비해 낮은 편이다. 이는 매우 중요한 의미를 가진다. 앞서 언급한 바와 같이 해외시장에 안정적으로 정착하기 위해서는 국내시장보다 더 많은 지원인력들이 필요하다. 시장 규모가 크지 않은 국가라 하더라도 리서치, 마케팅, 네트워킹, IT 등을 위한 기본인력 구축은 필수적이다. 글로벌 자산운용회사들은 공통적으로 운용전문인력 이외의 기타 임직원 비중이 매우 높다. 이는 국내 자산운용회사들의 지원인력이 해외시장까지 담당할 수 있을 정도로 충분치는 않다는 추론을 가능케 한다.

다) 일천한 해외투자 경험

국내 자산운용회사들의 해외투자 경험은 국내등록 해외투자펀드에 비과세 혜택이 시작되었던 2006년부터라고 봐야 한다. 따라서 국내 자산운용회사들의 해외투자 역사는 아직 채 10년이 지나지 않았으며, 그나마도 국내고객의 자산운용 경험이 전부라 해도 과언이 아니다. 앞서 II장에서 살펴 본 바와 같이 해외투자펀드는 주식형펀드를 중심으로 2006~2008년 사이에 급격하게 늘어났다. 그러나 한시적인 비과세 혜택이 2009년말에 종료됨과 동시에 해외투자펀드, 특히 비과세 혜택의 핵심 수혜대상이었던 해외주식형펀드의 규모는 크게 줄어들었다. 결국 국내 자산운용회사들은 해외투자에 대한 경험이 채 쌓이기도 전에 운용자산 급감이라는 어려움에 직면한 것이다.

미국 등 선진국에서는 자산운용회사의 펀드 또는 일임운용 서비스를 통해 해외시장에 투자하는 개인 및 기관고객들이 하나의 국가 안에서 분산투자가 가능한 몇 개 나라를 제외하면 여러 나라의 주식으로 포트폴리오를

구성하기를 원한다.¹⁴¹⁾ 글로벌 자산운용회사들은 오래 전부터 이러한 수요 패턴에 맞추어 상품을 제공해 왔다. 우리나라의 국민연금기금만 하더라도 아시아의 특정한 국가 하나만 따로 떼어내 자산운용회사들에게 위탁운용을 맡기지 않는다. 즉, 국민연금기금은 해외 연기금들과 마찬가지로 아시아, 또는 글로벌 등 매우 많은 국가의 주식을 담은 포트폴리오를 요구하고, 그 요구에 부응할 수 있는 자산운용회사들에게만 위탁운용을 맡긴다. 결국 국내 자산운용회사들이 이와 같은 전세계 고객들의 수요에 부응하기 위해서는 많은 나라의 주식에 투자할 수 있는 역량을 갖추어야 한다.

물론, 최근 들어 국내 자산운용회사들이 투자하고 있는 해외지역은 매우 광범위해지고 있다.¹⁴²⁾ 펀드 평가회사인 (주)제로인의 DB에서도 이러한 사실은 확인된다. <표 IV-14>는 국내등록 해외주식형펀드의 지역별 순자산총액을 보여준다. 지역 구분은 (주)제로인 기준에 따른 것이다. <표 IV-14>에 따르면 특정한 하나의 국가에만 투자하는 지역별 펀드는 주로 아시아 국가들 및 러시아, 브라질 등이다. 그러나 이 경우에는 중국을 제외하면 지역 펀드들의 규모가 크지 않다. 나머지 지역 펀드들은 여러국가에 투자하는 유형들이다. 글로벌주식, 북미주식, 유럽주식, 아시아·태평양주식, 글로벌신흥국주식 등을 예로 들 수 있겠다. 그러나 다국가 주식으로 구성된 지역 펀드들은 대부분 규모가 크지 않다. 우리나라 자산운용회사들이 비록 광범위한 국가의 주식에 투자하고는 있지만

141) 예를 들어 Morningstar는 전세계 지역을 United States, Canada, Latin America, United Kingdom, Eurozone, Europe-ex. Euro, Africa, Middle East, Japan, Australasia, Asia-Developed, Asia-Emerging 등으로 나누어 펀드를 분류한다(Morningstar 웹페이지 참조). 참고로 여기에서는 여러 자산군 중 주식을 중심으로 논의를 전개한다.

142) 연구진이 국내 상위 6개 자산운용회사들의 해외주식형펀드를 구성하는 투자지역을 펀드별 투자설명서를 통해 살펴 본 결과 투자지역은 예상보다 훨씬 광범위했다.

대부분의 펀드들이 규모가 매우 작고, 그마저도 계속 줄어들고 있는 추세이다. 따라서 개별 펀드들의 포트폴리오를 분석하면 선진국 투자자들이 요구하는 국가분산이 충분히 이루어지고 있을지 의문이 든다.

〈표 IV-14〉 국내등록 해외주식형펀드 지역별 순자산총액

(단위: 억원)

지역 구분	2008	2010	2012	2014
글로벌주식	4,049.93	3,705.91	5,631.49	14,295.52
유럽주식	4,523.86	2,791.77	1,473.16	7,006.98
북미주식	157.62	1,467.37	2,376.58	4,541.14
아시아·태평양주식(일본 제외)	26,830.26	22,542.94	11,670.09	9,636.41
동남아주식	4,663.52	5,164.24	2,050.86	2,010.64
글로벌신흥국주식	75,339.20	88,590.56	41,117.57	17,168.57
아시아신흥국주식	18,527.07	20,794.18	11,513.73	6,288.75
유럽신흥국주식	5,304.75	5,969.40	2,707.35	1,192.02
남미신흥국주식	7,183.87	9,287.28	4,225.32	1,579.21
일본주식	5,498.08	2,767.81	1,774.57	2,155.80
중국주식	106,297.82	155,633.66	106,555.37	74,425.23
인도주식	10,199.61	10,719.84	4,390.32	2,739.16
말레이시아주식	38.86	22.95	8.34	4.67
베트남주식				0.37
브라질주식	1,602.13	4,147.68	2,299.49	952.00
러시아주식	1,631.59	7,396.60	4,316.03	1,588.78
호주주식	54.49	10.38	5.90	3.12
독일주식	7.16		0.64	187.86
기타국가주식	119.99	401.62	188.13	102.64
기타신흥국주식	16.62	21.27	10.35	2.97
타이완주식	90.20	78.05	29.85	7.32
프론티어마켓주식	384.36	503.51	163.06	296.86
합계	289,026.07	361,608.32	213,769.27	153,025.98

주 : 합계에는 섹터별 펀드들이 포함. 유형 분류는 (주)제로인 분류 기준
 자료: (주)제로인

결론적으로 해외고객들은 국내 자산운용회사들이 최근 약 8년간 국내고객의 자산으로 쌓아 온 해외투자 경험을 충분하고 꾸준한 트랙레코드로 인정하기 어려울 가능성이 크다. 그들은 글로벌 시장에 투자하는 펀드 또는 일임운용 서비스를 선택하기 위해 꾸준하고 안정적인 수익률, 꾸준히 늘어나는 운용자산 규모, 일관된 운용철학, 잘 갖추어진 시스템 등을 원하는데, 국내 자산운용회사들은 이러한 측면에서 글로벌 자산운용회사들과 경쟁하기 어려운 것이 사실이다.

3) 국내 정부 규제 및 제도 측면의 제약요인

자산운용회사들이 해외시장 현지진출을 시도하는데 있어서 어떤 규제 또는 제도 측면의 제약요인이 있는지를 파악하는 것은 쉽지 않다.¹⁴³⁾ 이를 파악하기 위해 정부, 자산운용회사 및 연구기관 등을 중심으로 TF를 구성하거나 각종 회의를 통해 세부적인 규제 항목들을 점검한 바 있다. 이러한 과정을 통해 그 동안 자산운용회사들의 해외시장 진출에 있어서 가장 큰 걸림돌로 지적되어 왔던 두 가지 핵심적인 문제는 이미 해소되었다. 하나는 그동안 자산운용회사들이 반드시 지켜야 했던 영업용순자본비율(NCR) 규제였다. 이 규제는 자산운용회사들이 해외 현지법인에 출자한다든지, 또는 해외 자산운용회사를 인수하는데 있어서 큰 장애요인이었다.¹⁴⁴⁾ 나머지 하나는 금융위원회가 제시한 일종의 가이드라인인

143) 자산운용업계에서조차도 해외시장 현지진출을 시도해 보지 않은 회사는 구체적인 내용을 모르는 경우가 많았다. 예를 들어 국내 자산운용회사들의 해외시장 영업현황을 파악하기 위해 진행한 설문조사에서 해외시장 진출 시 규제 및 제도적 어려움에 대해 물었는데, 많은 응답 회사들이 “모른다” 또는 “고민해본 바 없다”고 답변했다.

144) 과거 자산운용회사에 적용되던 NCR은 해외 현지법인 또는 피인수기업에 대한 출자금을 위험자산으로 분류하게 함으로써 그러한 투자행위 자체가 NCR을 급격히 떨어뜨리는 요인으로 작용해 왔다.

“자산운용회사의 자기운용 집합투자기구에 대한 투자시 유의사항”이다. 여기에 따르면 자산운용회사들은 그동안 자사펀드에 사실상 투자하기 어려웠다. 자산운용회사들이 해외시장에 제시할 트랙레코드를 만들 수 있는 가장 쉬운 방법은 자사펀드에 자기자본을 투자하는 것이다. 해외시장에서는 새로이 출시되는 펀드에 그 펀드를 운용하는 자산운용회사가 자기자본을 투자하는 것이 일반적이며, 매우 중요한 세일즈 포인트이기도 하다. 국내 자산운용회사들은 그동안 이와 같은 유용한 마케팅 포인트를 활용하기 어려웠다.

이와 같은 두 가지 핵심적인 문제가 사라지면서 자산운용회사들이 해외 현지시장에 진출하는데 있어서 제약이 되는 규제는 축소된 것이 사실이다. 하지만, 아직은 일부 규제 또는 제약요인이 남아 있다. 아래에서는 그 동안 진행되어왔던 각종 TF 및 회의, 본 연구에서 진행한 설문조사 등에서 공통적으로 지적되는 규제들을 중심으로 어떤 제약요인이 남아 있는지 정리해 본다.

가) 금융지주회사법 상 규제

해외시장 현지진출 여부와 관계없이 국내 자산운용회사들이 해외에 펀드를 설정하는 경우 대부분 회사형펀드로 설정한다.¹⁴⁵⁾ 국내 금융지주회사의 계열 자산운용회사가 해외에 설정한 회사형펀드에 초기 일정 기간 동안 최대 투자자가 되면 금융지주회사법에 의해 이 회사형펀드는 펀드를 설정한 자산운용회사의 자회사가 되고, 따라서 해당 금융지주회사의 손자회사로 편입된다. 이 경우 해당 금융지주회사는 이 펀드를 손자회사로 편입한다는 사실을 금융위원회에 신고하고, 승인을 받아야 한다.¹⁴⁶⁾ 그리고 해외에 설정한 회사형펀드가 금융지주회사 계열 자산운용

145) 미국이나 유럽에서는 개방형 뮤추얼펀드가 주종을 이루는데 이 펀드들의 법적 실체는 법인이다.

회사의 자회사로 편입되면, 해당 자산운용회사는 그 회사형펀드에 대해 50% 이상의 지분을 항시 보유해야 한다.¹⁴⁷⁾ 이 규제는 매우 강력한 영향을 미친다. 금융지주회사의 자회사인 자산운용회사가 회사형펀드를 자회사로 편입한 이후 펀드의 운용자산 규모가 증대하면 그에 따라 계속해서 펀드에 추가 출자해야 한다. 만약 펀드의 규모가 매우 커지면, 해당 자산운용회사는 계속해서 출자해야 하는 어려운 상황에 직면한다. 미국이나 유럽에서는 공모 회사형펀드를 설정하면 그 펀드를 운용하는 자산운용회사가 초기에 자기자본을 투입하는 것이 일반적인데, 우리나라에서는 이것이 쉽지 않다.

이 조항이 여전히 유효한 것은 회사형펀드를 일반법인과 동일하게 보는데서 기인한다. 그리고 이로 인해 현재 금융지주회사의 자회사인 신한BNP파리바자산운용과 KB자산운용이 해외시장에 진출한다고 가정하면 문제가 생긴다.¹⁴⁸⁾ 그리고 앞으로도 국내 자산운용회사들이 규모가 커져 자산운용지주 모형으로 변화를 모색하면 동일한 문제에 직면한다.

나) 외국환거래법과 금융기관의 해외진출에 관한 규정 상 규제

위의 사례와 유사한 규제가 외국환거래법과 동법시행령 및 외국환거래규정, 그리고 이에 의해 위임받은 금융위원회의 「금융기관의 해외진출에 관한 규정」에도 존재한다.

먼저 외국환거래법은 해외직접투자를 “외국법령에 따라 설립된(또는 설립 중인) 법인이 발행한 증권을 취득하거나 그 법인에 대한 금전의

146) 금융지주회사법 제16조와 제18조

147) 회사형펀드가 상장법인이라면 해당 자산운용회사는 그 펀드 전체 지분의 30%를 항시 보유해야 한다(금융지주회사법 제43조의 2, 제43조의 3).

148) 한국투자신탁운용은 이러한 문제의 해결을 위해 최근 대주주가 한국투자금융지주에서 한국투자증권으로 바뀌는 지배구조의 변경이 있었다.

대여 등을 통해 그 법인과 지속적인 경제관계를 맺기 위하여 하는 거래 또는 행위”로 정의하고 있다.¹⁴⁹⁾ 그리고 동법 시행령은 10% 이상의 지분취득을 해외직접투자의 기준으로 설정하고 있다.¹⁵⁰⁾ 그런데 이 법령에는 우리나라 자산운용회사가 해외에 설정한 회사형펀드에 대한 예외조항이 없다. 따라서 우리나라 자산운용회사가 해외법인 등 외국법에 의해 설립된 법인을 통하지 않고 본사가 직접 해외에 회사형펀드를 설정하고 초기에 자기자본 투자를 하면, 이 조항의 적용을 받아야 한다. 즉, 동 법령은 우리나라 자산운용회사가 해외에 설정한 펀드에 자기자본을 투자하는 것을 해외직접투자자로 인식하고, 해외직접투자에 상응하는 각종 보고 의무 등을 부과한다.

금융위원회에 위임된 「금융기관의 해외진출에 관한 규정」은 위와 동일한 내용을 금융기관에 대해 적용하고 있다.¹⁵¹⁾ 그리고 동규정은 더 나아가 국내 금융기관에 의해 해외에 설립된 현지법인 금융기관이 다른 외국법인의 주식 및 출자지분을 취득하는 경우도 해외직접투자자로 정의한다.¹⁵²⁾ 여기에도 해외에 설정된 회사형펀드를 외국법인의 예외조항으로 정의하지 않고 있다. 결국 이 규정에 따르면, 국내 자산운용회사가 해외시장에 진출해 현지법인을 설립한 후, 그 회사가 회사형펀드를 설정해 자기자본을 투자하면 해외직접투자에 해당한다. 이 경우 동규정에서 정해 놓은 해외직접투자 신고 및 심사 대상이 되며, 심사를 받기 위해서는 각종 복잡한 서류를 제출해야 한다.¹⁵³⁾ 그리고 회사형펀드의 설정 이후에도 연간사업실적보고서 등 각종 복잡한 현황보고서들을 계속해서 제출해야 한다.¹⁵⁴⁾¹⁵⁵⁾

149) 외국환거래법 제3조 1항 18호

150) 외국환거래법시행령 제8조 1항 1호

151) 금융기관의 해외진출에 관한 규정 제3조 2항

152) 금융기관의 해외진출에 관한 규정 제3조 3항

153) 금융기관의 해외진출에 관한 규정 제15조

154) 금융기관의 해외진출에 관한 규정 제6조

이상과 같이 외국환거래법과 동법시행령 및 외국환거래규정, 이에 의해 위임받은 「금융기관의 해외진출에 관한 규정」에 제시된 해외직접투자자에 대한 정의는 해외에 설정된 회사형펀드를 외국법인의 예외로 인정하지 않고 있다. 즉, 여기에서도 금융지주회사법과 마찬가지로 회사형펀드를 법인으로 정의함에 따라 그에 상응하는 불편을 자산운용회사들이 감수해야 한다. 게다가, 이 법령과 규정들은 금융지주회사법과 달리 모든 유형의 자산운용회사에 모두 적용된다. 이는 금융지주회사 자회사인 자산운용회사가 아니더라도 불편함을 겪어야 한다는 의미이다.

다) 외국환거래법과 금융투자업규정에 따른 규제

최근 몇 년간 자산운용회사들이 꾸준히 개선을 요구해 온 규제 중 대표적인 것이 외국환포지션 한도에 관한 규정이다. 금융투자업규정은 외국환거래법과 동법시행령으로부터 위임받은 외국환업무 관련 규정을 포함하고 있다. 동규정에 따르면 외국환업무 취급 금융업자는 외국통화에 대한 종합매입포지션 합계액이 자기자본의 50%를 넘을 수 없다.¹⁵⁶⁾ 즉, 이 규정에 따르면 국내 자산운용회사들은 해외법인의 설립, 기존 해외 자산운용회사의 인수, 해외에 설정한 자사펀드에 대한 자기자본 투자 등 일련의 모든 해외투자 활동에 자기자본의 50% 이상을 투자할 수 없었다. 따라서 자기자본 여력이 크지 않은 회사는 공격적인 해외시장 진출을 고려하기 어려웠다. 자산운용회사들의 경우 투자행위로 인해 환노출이 커질 수 있는 신탁자산과 달리 고유자산은 외환리스크에 대한 노출이 크지 않다. 게다가 자산운용회사들의 외국환 매입포지션의 경우 해외법인 또는 인수에 대한 출자금이 대부분이기 때문에, 자산가치가 변동함에도

155) 금융기관의 해외진출에 관한 규정 제7조는 역외금융회사에 대한 해외직접투자를 규정하고 있는데, 이는 역외금융기관 인수에 해당한다. 이 경우에도 당연히 각종 해외직접투자자와 관련된 규정을 적용 받는다.

156) 금융투자업규정 제3-48조

불구하고 외화유동성 리스크에 노출될 가능성은 낮다. 이와 같은 현실을 반영해 금융위원회는 최근 금융투자업규정을 일부 개선했다. 개선된 규정에 따르면 자산운용회사들이 해외법인 등에 출자한 자금의 50%는 외국환포지션 한도 관리 대상에서 제외되었다.¹⁵⁷⁾ 이러한 개선에도 불구하고, 굳이 출자금의 절반을 외국환포지션 관리 대상에 포함해야 할 합리적 논리는 여전히 충분하지 않다.

라) 자본시장법 상 규제

자본시장법 상 규제가 자산운용회사들의 해외시장 진출에 장애요인으로 작용하는 부분은 크지 않은 것으로 보인다. 다만 집합투자기구, 즉 펀드에 대한 판매관련 규제가 향후 장애요인으로 작용할 수는 있다. 자본시장법은 국내에 등록된 펀드를 판매할 수 있는 금융투자업자로 투자중개업자를 특정하고 있으며¹⁵⁸⁾, 투자중개업자로 그 업을 수행하기 위해서는 금융위원회의 인가를 받아야 한다.¹⁵⁹⁾ 따라서 당연히 무인가 영업행위는 금지된다.¹⁶⁰⁾ 결국, 자본시장법에 따라 인가받은 투자중개업자 이외에는 국내에 등록된 펀드를 판매할 수 없다. 그런데 동법에는 국내에 등록된 펀드를 해외에 판매할 경우에 대한 예외조항은 없다. 즉, 동법을 직설적으로 해석하면 국내에 등록된 펀드의 해외시장 판매도 국내법에 따라 인가받은 투자중개업자, 즉, 국내펀드 판매업자를 통해서만 가능하다. 현 시점에서 이 규정이 문제가 되지는 않는 것으로 보인다. 국내에 등록된 펀드를 해외시장에 판매하고 있는 사례가 사실상 없기 때문이다. 그런데 향후에는 동조항에 의해 문제가 발생할 소지가 있다.

157) 금융투자업규정 제3-51조

158) 자본시장법 제6조

159) 자본시장법 제8조

160) 자본시장법 제11조

만약, 우리나라가 펀드 등록국가로서의 매력도가 커져 해외 자산운용회사들이 우리나라에 펀드를 등록하고 아시아 역내 다른 국가에 펀드를 판매하고자 하는 경우가 발생한다면, 동조항에 의해 그런 행위가 어려워질 수도 있다. 앞서 III장에서 논의한 바와 같이 아시아펀드패스포트(ARFP)가 시행되어 아시아 역내 국경간 펀드판매가 활발해질 경우에도 동조항에 의해 문제가 생긴다. ARFP가 활성화되어 국내 자산운용회사들이 국내에 등록된 펀드를 ARFP 참여국에 직접 수출한다면, 국내에서 인가받은 펀드 판매회사를 통해 참여국에 펀드를 판매해야 한다. 판매 네트워크가 전혀 없는 상황에서 이러한 채널을 통해 ARFP 참여국에 펀드를 팔기는 사실상 어렵다.

4) 진출대상 국가 측면의 제약요인

국내 자산운용회사들이 목표시장으로 선정한 진출대상 국가 측면에서도 여러 제약요인이 발생할 수 있다. 우선, 인력이 충분하지 않은 중소기업 자산운용회사들의 경우 진출대상 후보국가에 대한 시장조사 노력조차 부족할 가능성이 크다. 이는 거시경제 환경에 대한 분석뿐만 아니라, 펀드 또는 자산운용 서비스에 대한 수요 패턴 등 해당국가 자산운용산업을 둘러싼 전반적인 환경조사가 필요한데, 이를 위한 여력이 없을 것이라는 의미다.

다음으로 진출대상 후보국가에 존재하는 진입장벽 등 각종 규제 존재를 장애요인으로 들 수 있다. 특히, 신흥국가의 경우 자국 산업의 보호를 위해 외국인 지분보유 한도 및 영업제한 등 각종 규제를 유지하고 있는 경우가 많다. 경우에 따라 양국간 상호진출 요구 등 외교적 이슈가 발생하기도 한다(금융위원회·금융감독원(2015)). 진입을 허용하고 있다 하더라도 중소기업 자산운용회사들이 그 국가의 정부와 직접 접촉해 진입과 관련한 모든 정보를 취득하고 준비하기에는 벽찰 가능성이

있다.¹⁶¹⁾ 이와 함께 자산운용회사가 해외시장에서 자산운용 서비스를 판매하기 위해서는 판매채널의 확보나 네트워크 구축이 중요한데, 역력이 부족한 국내 중소규모 자산운용회사들이 이를 감당하기는 어렵다.

3. 현지진출 활성화를 위한 과제

가. 자산운용회사 측면의 과제

1) 필요성에 대한 명확한 인식

전술한 바와 같이 국내에서 해외시장 현지진출이 가능할 것으로 평가받는 소수 대형 자산운용회사들은 국내시장만을 통해서도 투입 자본 대비 충분한 이익을 향유하고 있다.¹⁶²⁾ 초대형 글로벌 은행들이 해외시장에 진출해 규모를 끊임없이 늘려나가는 것은 금융서비스업에서도 이익극대화가 의사결정의 모든 것을 좌우하는 것은 아니기 때문이다. 초대형 글로벌 은행들이 투입자본 대비 이익률의 하락에도 불구하고 지속적인 성장을 추구하는 것은 좁은 시장에서의 높은 이익률이 영원히 지속될 수 없고, 기업이라면 끊임없는 혁신과 성장을 통해 지속가능성을 확보하고 고용창출에 기여해야 한다는 신념에 기인한다(Venzin(2009)).

161) 심지어는 미국이나 유럽도 글로벌 금융위기 이후 자산운용업에 대한 규제체계가 많이 바뀌고 있는데, 이 국가들에 대한 정보조차 체계적으로 정리된 자료를 구하기 쉽지 않다. 해외 자산운용업에 대한 규제체계는 신보성 외(2015)를 참고할 수 있으며, 아시아 주요국가 자산운용시장에 대한 환경조사에 대해서는 송홍선 외(2013)를 참조할 수 있다. 다만, 실제 진출 대상 후보국가를 선정하면 훨씬 더 상세한 정보조사를 해야 한다.

162) 여기에서 언급한 대형사는 국내 기준에 따른 것임을 밝혀둔다.

국내 자산운용회사들도 새로운 시장을 발굴해 혁신과 성장을 지속하려는 소위 “기업가 정신”을 가질 때 해외시장 현지진출에 대한 필요성을 인식할 수 있다. 만약 현재 만들어지고 있는 자기자본 대비 높은 이익률에 만족한다면, 해외수요 발굴이라는 목표에 절실하게 매달리기 어렵다. 이 경우에는 미래에 국내시장에서 만들어지는 이익률이 계속해서 떨어질 가능성을 감수해야만 한다. 결국, 해외시장 현지진출을 통해 이익률이 단기적으로 떨어지더라도 지속가능성과 안정성을 확보할 수 있으면 결코 나쁘지 않은 선택이며, 도전가치가 있다는 인식을 개별 자산운용회사들이 공유하는 것이 해외시장 현지진출의 첫 단계이자 가장 중요한 요소가 될 것이다.

2) 충분한 자본력 축적

자산운용회사들이 해외시장 현지진출에 대한 필요성을 절실하게 공유한다면 그 다음으로 필요한 과제는 충분한 자본력의 축적이다. 앞에서 논의한 바와 같이 국내 자산운용회사들은 상위 6개 회사들조차 현재의 자본력으로는 적극적인 해외시장 진출을 모색하기 어렵다. 자본력의 축적을 위해서는 소극적인 방법으로부터 적극적인 방법까지 다양한 유형을 고려해야 한다. 가능한 방법을 논의하면 다음과 같다.

첫째, 수년간 배당을 지양하고 이익을 꾸준히 유보해 나가야 한다. 2014년 기준으로 국내 상위 6개 자산운용회사들의 당기순이익은 적게는 100억원 내외에서 많게는 500억원 내외에 이른다. 이들이 매년 200억원 정도의 이익을 유보해 5년 정도 자본을 축적하면 자기자본 증액이 1천 억원에 달한다. 이는 현재의 자기자본 수준에 비추어 볼 때 적은 액수가 아니다. 즉, 증자 등 보다 적극적인 자본확충 방식 없이 이익의 유보만으로도 어느 정도의 투자가능금액을 만들 수 있다.¹⁶³⁾

둘째, 대주주가 과감하게 증자하는 방법을 고려할 수 있다. 이익의 유보를 통해 자본을 축적하기 위해서는 다소의 시간이 걸린다. 만약 우수한 목표시장과 목표고객이 발굴되어 시급하게 진출할 필요성이 커진다면 대주주 증자는 가장 신속하고 효과적인 방법이다.

셋째, 상장도 고려해 볼 수 있다. 국내에서 상위에 포함되는 자산운용회사들은 현재 보유 중인 자기자본과 ROE 등 높은 이익률을 고려할 때 충분히 상장이 가능할 것으로 본다. 잘 알려져 있는 것처럼 기업공개(IPO)를 통해 상장하면 여러 가지 이점이 있다. 상장의 가장 큰 장점은 자기자본을 크게 늘려 해외시장 진출 등 투자기회에 대응할 수 있다는 점이다.¹⁶⁴⁾ 또한 상장은 대중들에게 자산운용회사의 평판을 재구축할 수 있는 기회이기도 하다. 상장은 회사에 관한 많은 정보를 대중들에게 공개해야 한다. 이는 상장의 불편함이기도 하지만 한편으로는 대중들에게 신뢰를 높일 수 있는 길이기도 하다. 자산운용회사들이 상장을 하면 얻을 수 있는 또 하나의 장점은 해외 기관투자자들에게 회사를 보다 잘 어필할 수 있다는 점이다. 국내외를 막론하고 기관투자자들은 위탁운용사를 선정할 때 해당 자산운용회사에 대한 기업실사(due diligence)를

163) 이는 국내 상장기업들이 투자를 늘리지 않음에도 불구하고 주주들에게 배당을 많이 하지 않는다는 지적과는 별개의 이슈이다. 해외시장 진출은 당연히 투자를 동반해야 하고, 이를 위해서는 주주들에게 배당을 하지 않고 자본을 축적하는 것이 충분히 이해될 수 있다. 특히, 국내 자산운용회사들은 상장회사들이 아니기 때문에 배당하지 않고 자본을 축적하겠다는 의사 판단에 대해서 비판이 따를 여지는 없다고 본다.

164) 이 연구에서 주로 많이 인용되고 있는 글로벌 자산운용회사들은 대부분 상장회사들이다. Neuberger Berman Group LLC만 유일하게 비상장회사이다. Towers Watson(2014c)에 의하면 2013년말 AUM 기준 상위 20개 글로벌 자산운용회사(asset managers) 중 4개사(Vanguard Group, Fidelity Investments, Capital Group, Wellington Management)만이 비상장회사이다. 나머지 16개 회사들 중 다수는 상장 글로벌 금융회사의 사업부서이거나, 자회사들이다.

철저하게 한다. 자산운용회사가 상장되어 있다는 것 자체가 기업실사 과정에서 큰 도움이 될 수 있다. 상장회사는 우수한 인재를 확보하기도 용이하다. 다만 상장 이후 투자자들로부터 단기적인 경영성과 압박이 강해질 가능성도 있다. 이러한 투자자들의 요구를 설득해 장기적인 성장방향으로 밀어붙이는 것은 자산운용회사들의 몫이다.

넷째, 경우에 따라서는 차입을 활용할 수도 있다. 자본시장법령 상 자산운용회사들이 자기계정을 통해 차입하는 것에 대해서는 특별한 규제가 발견되지 않는다. 자산운용회사에 대한 건전성 규제는 기존의 NCR 규제가 폐지되면서 최소영업자본액 규제로 전환되었다. 부채 활용은 새로운 건전성 기준인 최소영업자본액과 직접적인 연관이 없다. 부채를 일부 활용하더라도 건전성 기준에 저촉될 가능성은 없다는 의미다. 최근의 초저금리를 고려할 때 성장의 축이 되는 자금조달에 차입을 제외할 이유는 크지 않아 보인다.

다섯째, PEF 등 외부 투자자의 지분참여를 유도해 자기자본을 늘리는 것을 고려해 볼 수 있다. 국내에서 그 동안 PEF는 주로 경영상황이 어려운 기업의 경영권을 인수해 그 기업의 가치를 회복시킨 뒤 되팔아 높은 투자수익을 확보하는 사업모델을 영위해 왔다. 그러나 국내 PEF의 운용자산 규모가 크게 늘어나고 있음에도 불구하고 이러한 사업모델이 지속될 수 있을지는 불확실하다. 국내 PEF들이 부실기업을 살릴 수 있는 경영능력이 있는지에 대한 의구심이 여전한데다 높은 수익이 가능한 일시적인 부실기업이 많지 않기 때문이다. 이에 따라 최근 국내 PEF들은 성장가능성이 높지만 자금여력이 크지 않은 회사에 대한 투자, 또는 국내 대기업들과의 제휴를 통한 해외시장에서의 인수대상 기업 발굴 등을 새로운 투자처로 모색하고 있는 것으로 알려진다. 자산운용회사들도 해외 자산운용회사 인수를 추진 할 때 PEF와 공동 출자를 하는 것이 가능할 것이다. 다만, 해외시장 현지진출을 시도하는 해당 자산운용회사가 피인수 외국 자산운용회사에 대한 경영권을 가질 경우, PEF의 역할에

대한 논란이 생길 수 있을 것이다. 이 경우 PEF가 순수한 재무적 투자자로 남을 가능성이 많기 때문이다.¹⁶⁵⁾ 그리고 국내 상위 6개 자산운용회사들은 대부분 대규모 금융지주회사나 보험회사의 자회사이기 때문에 이러한 방식의 해외시장 현지진출에 대해 그들 스스로가 긍정적으로 판단하지 않을 가능성이 크다. 따라서 이 방법은 국내 기준으로 중소기업 독립계 자산운용회사가 해외시장 현지진출을 타진할 때 활용 가능할 것으로 보인다.¹⁶⁶⁾

이상과 같이 자본력 확보를 위해 가능한 방법은 매우 다양하다. 최적수단은 각 수단별 경제적 비용과 기회비용을 고려해 개별 자산운용회사들이 결정할 문제다.¹⁶⁷⁾ 다만, 이러한 다양한 방식의 자본력 확충 방안들을 국내 자산운용회사들이 전향적 입장에서 검토해 볼 필요가 있다는 점은 분명하다.

3) 해외시장 진출에 적합한 문화와 조직구조 구축

해외시장에 성공적으로 정착해 안정적으로 수요를 창출하기 위해서는 상당한 시간이 필요하다. 실패사례도 많이 발생해 자금소요도 클 것이다. 따라서 해외시장 현지진출을 위해서는 장기적인 시각과 인내가 필요하다. 현지진출에 대한 강력한 의지를 지닌 대주주가 회사의 최고경영자

165) PEF를 경영참여형으로만 정의하는 국내 여건 상 자산운용회사와 PEF의 합자에 의한 해외시장 현지진출은 비현실적이라는 지적도 있다. 그 가능성에 대한 법적 검토는 본 연구의 범위를 벗어나는 것이므로 향후 논의 필요성이 있다는 점만 밝혀둔다.

166) 후술할 글로벌 자산운용회사 사례에 Affiliated Managers Group이 포함되어 있는데, 이 회사가 1993년 설립 시 PE의 자금을 활용해 사세를 확장한 경우에 해당한다. 본 장의 5절을 참고하기 바란다.

167) Affiliated Managers Group 사례를 보면 초기에 PE 자금을 유치한 이후에는 상장, 이익유보, 차입 등 다양한 방법을 혼합해 자본력을 확충한 것을 확인할 수 있다.

(CEO)에게 이를 수행하기 위한 강력한 책무(strong commitment)를 부여하고 회사의 문화와 조직구조를 이에 맞게 구축하도록 지원해야 한다. 이를 위해서는 장기간의 계획을 세워 흔들림 없이 추진할 수 있도록 CEO가 장수할 수 있는 여건을 만들어줘야 하며, 운용매니저 등 핵심인력들에 대한 평가에도 보다 긴 호흡이 필요하다. 즉, 1~2년의 경영성과에 집착하는 구조로는 해외시장에 성공적으로 안착하기 어렵다.

또한 인수합병 방식으로 해외시장에 진출하는 경우가 아니고 해외법인이나 지점 등 그린필드 투자 방식의 해외시장 진출이라면 우수한 인력에 대한 과감한 투자와 현지화가 매우 중요하다. 앞서 글로벌 자산운용회사들의 인력구조에서 보듯 전세계를 대상으로 하는 글로벌 자산운용 사업모델의 구축은 운용매니저들만으로 수행할 수는 없다. 리서치, 상품설계, 마케팅 및 네트워크 구축 등을 위해 숙련도가 높은 우수한 현지인력이 반드시 필요하다. 목표시장이 신흥국가라면 그 시장에서 이미 활동한 경험이 풍부한 선진국 인력들을 확보하는 것도 좋은 방법이다. 다만, 현지화와 본사의 통제 간 적절한 균형점을 찾는 노력이 요구된다.

4) 국제적 표준에 맞는 운용체계 구축 노력

유럽의 UCITS 체계 하에서 만들어진 펀드들이 EU 이외의 여타 지역 투자자들에 팔리기 시작한 것은 투자자들이 UCITS 펀드를 표준에 맞게 잘 구축된 규율체계 하에서 운용되는 펀드라는 인식을 가지기 시작했기 때문이다. 앞서 II장에서 본 바와 같이 국내 기관투자자들은 위탁운용사를 선정할 때 수익률 등 자산운용회사의 정량적인 능력보다는 운용철학이나 운용 프로세스, 인력의 안정성, 리포팅 등 정성적인 부분을 더 중요하게 평가한다. 이러한 기준은 대부분의 해외 기관투자자들도 마찬가지다. 이처럼 투자자들은 철학을 갖춘 안정적인 운용체계가 장기적으로 볼 때 우수한 운용성과로 연결된다고 믿는 경향이 강하다. 운용

철학과 안정적인 운용체계는 결국 상품의 지속성과 대표 펀드의 존재 여부, 사업모델의 창의성 등으로 드러난다. 따라서 국내 자산운용회사들은 현재 각사가 내세우는 운용철학이 투자자들에게 받아들여질 수 있는 것인지, 그리고 운용상품과 사업모델의 구조, 운용체계 등이 그 운용철학과 잘 맞는지 되돌아 봐야 한다. 만약 이러한 일관성이 확보되어 있지 않다면 이를 전면적으로 재검토해 수정해 나가는 노력이 요구된다.¹⁶⁸⁾

5) 해외진출 대상 국가의 시장 및 규제에 대한 이해

해외시장 진출을 염두에 두고 있는 자산운용회사라면 미국 및 유럽, 일본 등 선진국 시장, 신흥 시장 등으로 전세계 시장을 구분해 각 시장의 구조와 규제를 완벽하게 분석해야 한다. 각 국가별로 투자자들의 수요 패턴, 산업의 경쟁구조, 진입 및 영업규제, 건전성 규제 등 시장에 진입하는 초기뿐만 아니라, 영업을 시작한 이후에 발생할 수 있는 가능한 모든 문제를 검토해 봐야 한다. 이를 통해 가장 적합한 진출대상 국가 선정, 진출방식 및 적합한 상품구조 등을 결정해야 한다. 이러한 시장조사에 상당한 비용과 노력을 투입할 충분한 여력을 갖추어야 할 것이다.

나. 정부 규제 및 제도 측면의 과제

1) 규제 개선

앞에서 논의한 바와 같이 자산운용회사들의 해외시장 진출을 불가능하게 막고 있는 규제는 별로 없다. 과거 NCR 규제가 핵심적인 규제 중 하나였지만, 이는 이미 개선되었다. 남아 있는 몇 가지 규제들은 자산운용

168) 이는 굳이 해외시장 진출을 염두에 두지 않더라도 매우 중요하게 다루어야 하는 이슈이다.

회사들이 해외시장에 진출해 영업하는데 있어서 불편함을 야기하는 것들이다. 이러한 문제들은 자주 언급이 되었고, 이를 개선하더라도 큰 문제가 발생하는 것들이 아니므로 정부의 전향적인 자세가 필요하다.

자산운용회사의 해외시장 진출과 관련해 남아있는 규제 중 가장 핵심적인 문제는 회사형펀드를 일반법인과 동일하게 보는 시각이다. 이러한 시각은 앞서 정부 규제 측면의 제약요인에서 언급한 바와 같이 금융지주회사법과 외국환거래법에 반영되어 있다. 우선 금융지주회사의 자회사인 자산운용회사가 해외에 회사형펀드를 설정해 초기 시드머니를 투자할 경우 이 펀드를 해당 금융지주회사의 손자회사로 편입해야 하는 문제를 해소해야 한다. 이를 위해서는 금융지주회사법 시행령 제2조 제3항 단서조항을 개정해(예: 7호 신설) 자본시장법에 따른 회사형태의 공모집합투자기구(공모펀드)에 자산운용회사가 지분을 투자한 경우는 그 회사형펀드를 금융지주회사의 손자회사에서 제외토록 해야 한다. 마찬가지로 외환거래법과 동법시행령, 그리고 동법령에 의해 위임받은 「금융기관의 해외진출에 관한 규정」에도 회사형펀드를 법인으로 인식하고 있는 바, 이를 일반법인과 분리될 수 있도록 예외조항을 만들어야 한다.

다음으로 자산운용회사들이 해외법인 설립 또는 인수를 위해 출자한 자금을 외환포지션 관리대상에서 완전히 제외할 것을 제안한다. 금융투자업규정 제3-51조에는 이러한 출자금 중 50%를 외국환포지션 관리 한도에서 제외하는 것으로 명기되어 있는데, 나머지 50%를 굳이 외국환포지션 관리 한도로 남겨둘 필요는 없는 것으로 판단된다.

자본시장법 상 펀드판매와 관련된 규정도 다소 개선시킬 필요가 있다. 즉, 국내에 등록된 펀드를 판매하기 위해서는 반드시 국내법에 의해 인가받은 투자중개업자, 즉 펀드 판매업자를 통해야 하는데, 해외시장 판매에 대해서는 예외를 인정해 줘야 한다.

2) 정부의 간접적 지원

자산운용회사들이 해외시장에 진출하는 것은 전적으로 개별 회사의 문제다. 따라서 정부가 지원할 수 있는 방법은 제한적이다. 세제혜택과 같은 직접적인 지원은 여러 가지 측면에서 볼 때 어렵다.¹⁶⁹⁾ 따라서 정부가 해외시장에 진출하고자 하는 자산운용회사들을 도울 수 있는 방법은 대략 다음과 같은 간접적인 방법들이다.

첫째, 정부는 향후 자산운용회사들이 해외시장 현지에 진출하기 위해 다소 공격적인 자금조달 방안을 활용할 경우 이를 전향적인 자세로 대할 필요가 있다. 예를 들어 대형 자산운용회사들이 해외시장 진출 자금 마련을 위해 차입을 활용하거나, 또는 중소기업 자산운용회사들이 PEF의 출자를 기반으로 자금을 마련해 해외시장 현지진출을 모색할 경우 이를 용인해 줄 필요가 있다는 것이다. 이러한 경우가 발생할 때 정부 또는 감독기관이 행정지도 등 간접적인 방법을 통해 이를 규제하는 것은 바람직하지 않다.

둘째, 정부는 자산운용회사들이 해외시장 현지진출을 추진하는 과정에서 직면하게 되는 숨겨진 규제들을 즉시 검토하고 해소해 주는 체계를 만들어 운영할 필요가 있다. 자산운용회사와 같은 금융기관의 해외시장 진출과 관련된 규제는 여러 법령과 규정으로 연결되어 있어 매우 복잡하다. 따라서 실제로 현지진출을 추진해 본 회사들이 어떤 어려움을 겪어보기 이전에는 어떤 법령이나 규정이 문제를 야기하는지 알기 어려울 가능성이 많다. 즉, 현지진출을 추진해보지도 않은 회사들에게 미리 어떤 어려움이 있는지 물어보는 것은 그 효율성 측면에서 문제가 있다.

169) 최근 조세정책은 갈수록 나빠지고 있는 재정여건을 고려해 각종 세제혜택 등을 줄이는데 초점을 맞추는 추세다. 이러한 추세를 감안할 때 개별 회사들의 해외시장 개척에 세제혜택을 부여하는 것은 쉽지 않다. 또한 자산운용업계 전체를 놓고 볼 때 해외시장에 진출하는 회사에게만 세제혜택을 부여하는 것은 형평성 측면에서도 바람직하지 않다.

이런 이유로 인해 자산운용회사들을 포함한 금융기관들이 해외시장 현지진출을 추진하는 모든 단계에서 직면하는 문제점들을 한군데로 모으고, 이를 검토해 해소해 줄 수 있는 조직을 정부, 특히 금융위원회 내에 구성하는 것이 바람직하다고 생각한다. 일원화된 금융위원회 내 조직은 업계로부터 취합된 규제를 즉시 관련 부처, 또는 금융위원회 및 금융감독원 관련 조직으로 검토를 의뢰해 해소방안을 요청해야 한다.

셋째, 자산운용회사들의 해외시장 현지진출과 관련된 시장조사를 도울 수 있는 체계가 필요하다. 이를 위해서는 자산운용회사들이 진출대상 목표로 삼을 수 있는 다수의 국가에 대해 면밀한 시장조사와 함께 인허가 및 각종 규제에 대해 조사하고 이를 DB화할 필요가 있다. 이러한 체계는 정부가 직접 수행하기는 어려울 것이며, 금융투자업 관련 협회와 유관기관들의 공동 작업이 바람직할 것이다.¹⁷⁰⁾

4. 현지진출 방식: 문헌연구

기업이 해외수요를 창출하기 위해 해외시장 현지진출을 결정한 후에는 어떤 투자 방식을 선택할지 결정해야 한다. 기업이 해외직접투자를 통해 해외시장에 진출할 때 투자여부 및 그 방식을 결정해 실행하면 이를 되돌리기 어렵다. 따라서 투자 방식의 올바른 결정은 매우 중요하다 (Brouthers and Hennart(2007), Pedersen et al.(2002)). 이러한 측면으로 인해 국제경영, 산업조직, 국제무역 등 다양한 학술분야에서 기업의 해외시장 진출 방식을 결정하는 요인을 찾기 위해 노력해 왔다. 해외시장 진출 방식의 비교는 일반적으로 세 가지 관점으로 나누어진다. 즉, 수출과

170) 물론 전략적인 기획은 전적으로 개별 자산운용회사들의 몫이다.

해외직접투자의 비교, 해당 기업에 귀속되는 책무가 낮은 방식과 높은 방식의 비교, 그린필드 투자와 인수합병의 비교 등이 주요 연구대상이다. 이 절에서는 주로 그린필드 투자와 인수합병의 비교에 초점을 맞추어 논의를 전개한다. 그러나 그린필드 투자와 인수합병을 비교한 기존 문헌은 거의 대부분 다국적기업 관련 연구들이다. 이는 그린필드 투자와 인수합병이 높은 위험성을 지니고 있어서 규모가 큰 기업이 아니면 실행하기 쉽지 않기 때문인 것으로 보인다. 우리나라 자산운용회사들의 규모가 크지 않다는 점에서 다국적기업 자료를 토대로 분석한 그린필드 투자와 인수합병의 비교에 앞서서, 중소기업과 서비스업의 해외시장 진출 관련 문헌을 먼저 검토한다.¹⁷¹⁾

가. 문헌연구: 중소기업과 서비스업의 해외시장 진출

앞에서 잠시 논의한 바와 같이 기업의 해외시장 진출 방식은 매우 다양하다. 우선은 법인설립이나 인수 등과 같은 방식으로 해외시장 현지에 진출하는 대신 수출을 선택할 수 있으며, 해외직접투자, 즉 지분투자 방식으로 진출하더라도 소수지분 확보 등을 통해 소극적으로 진출할 수도 있다. 이 절에서는 우리나라 자산운용회사들이 일부 몇 개사를 제외하면 대부분 규모가 매우 작다는 점을 고려해 우리나라 자산운용업계의 특성을 간접적으로 설명할 수 있는 문헌들을 일부 소개한다.¹⁷²⁾ 참고하는

171) 다만 이 분야의 문헌들에서는 그린필드 투자와 인수합병 방식만을 비교한 연구를 거의 찾을 수 없었다.

172) 아쉽게도 자산운용산업의 해외시장 진출 방식을 잘 설명해 주는 문헌은 거의 발견할 수 없었다. 유일하게 관련된 문헌은 Ruckman(2004)의 연구인데, 이 연구는 캐나다와 미국 자산운용회사의 자료를 이용해 자문 방식의 운용서비스 수출과 해외직접투자를 통한 해외시장 개척 중 어떤 방식이 더 효율적인지 분석했다.

문헌들은 중소기업 및 서비스업의 해외시장 진출과 관련된 연구들이다.¹⁷³⁾ 이를 통해 그린필드 투자 방식 또는 인수합병 등의 공격적인 해외직접투자가 어려운 자산운용회사들은 어떤 방식의 접근이 바람직한지 간접적으로 추론해 본다.

중소기업의 해외시장 진출 방식 결정에 대해 연구한 문헌들은 다국적기업과 구분되는 중소기업의 특징을 크게 다음과 같은 세 가지로 분류한다. 첫째, 중소기업은 다국적기업에 비해 재무적, 인적 자원이 부족하다. 자원부족은 중소기업이 해외시장에 진출할 때 책무가 강한(strong commitment) 방식을 기피하게 하는 요인이다(Ripolles et al(2012), Brouthers and Nakos(2004)). 둘째, 중소기업은 다국적기업에 비해 진출 대상 국가에서 발생할 수 있는 외적요인들에 더 크게 영향을 받는다. 따라서 중소기업은 탄력적인 진출 방식을 선호한다(Cheng and Yu(2008)). 셋째, 중소기업은 일반적으로 비공개, 가족경영 회사인 경우가 많다. 따라서 중소기업은 지분을 공유하는 형태의 해외시장 진출 방식을 기피하는 경향이 강하다(Fernandez and Nieto(2006)). 이러한 특징으로 인해 중소기업의 해외진출 방식으로는 책무가 가장 약하고, 실패에 따른 손실이 적은 방식, 즉 수출이 여전히 가장 선호되는 방식이다(Welch et al.(2007)). 지분투자를 실행하더라도 소수지분만 확보하는 방식을 선호한다(Nakos and Brouthers(2002)). 또한 Johanson and Vahlne(1977) 이후 중소기업의 해외시장 진출은 단계적 진출 또는 소위 “Uppsala Model”을

173) 금융서비스업과 관련한 연구는 대부분 다국적은행의 해외시장 진출을 분석한다. 이 분야의 연구들은 매우 광범위하지만 본 장에서는 명시적으로 다루지 않는다. 자산운용업은 레버리지를 많이 활용하는 사모펀드 등 일부 분야를 제외하면 금융시스템에 미치는 영향이 크지 않아 많은 국가에서 은행에 비해 규제가 심하지 않다. 그리고 자산운용업은 일반적으로 대차대조표 상의 이자 마진으로 영업하는 구조가 아니며, 자산운용서비스 제공을 통한 수수료나 보수 취득이 사업의 핵심이다. 이러한 사업구조의 측면에서 볼 때 자산운용업은 금융서비스업이면서도, 은행과는 매우 다른 특성을 가지고 있다.

따르는 것이 바람직하다는 주장이 정설이다.¹⁷⁴⁾ 그러나 최근 들어서는 중소기업이라 하더라도 기술집약적인 기업이나, 노하우, 브랜드 가치 등이 우수한 기업은 단계적 방식을 따르지 않고도 얼마든지 해외시장을 침투할 수 있다는 연구결과도 발견된다(Armario et al.(2008)).

서비스업의 해외시장 진출 방식 결정도 제조업과는 다르다. Zeithaml et al.(1985)은 서비스업의 독특한 특성을 무형성(intangibility), 사멸성(perishability), 이질성(heterogeneity), 비분리성(inseparability) 등 네 가지로 분류한다.¹⁷⁵⁾ 이 중에서 서비스업과 제조업의 해외시장 진출 방식 결정에 차이를 나게 만드는 가장 중요한 특성은 무형성이며, 서비스업 간에도 무형성의 정도에 차이가 난다(Bebko(2000), Zeithaml and Bitner(2000)).

서비스의 무형성 때문에 소비자들은 서비스를 구매할 때 위험과 불확실성에 직면한다. 즉, 서비스의 경우 소비자들이 그 효용성을 확신할 수 없고 대체재 간에 최적을 선택하기 매우 어렵다는 뜻이다(Rushton and Carson(1989), Breivik et al.(1998), Kurtz and Clow(1998)). 그 결과 소비자들은 서비스에 대해 원천적으로 불신을 갖는다(Rushton and Carson(1989)). 따라서 해외시장 진출을 모색하는 서비스 기업들은 자신들이 제공하는 서비스에 대해 진출대상국 소비자들이 어떤 인식을 가지고 있는지 제조업에 비해 더 면밀히 파악해야 하며, 이를 기반으로 진출 방식을 결정해야 한다.

174) “Uppsala Model”은 기업이 자국시장에서 경험과 실력을 축적하고, 이를 바탕으로 가장 위험성이 낮은 단계의 방식으로 해외시장 진출을 도모하는 전략을 의미한다.

175) 무형성은 기업이 소비자에게 전달하는 서비스에 형태가 없음을 의미한다. 사멸성은 기업이 생산하는 서비스가 축적되지 못하고 즉시 사라지는 것을 뜻한다. 이질성은 모든 소비자들에게 동일한 서비스를 제공하지 않는 것을 의미한다. 비분리성은 서비스의 생산과 소비가 동시에 일어나며, 서비스 자체가 그 제공자로부터 분리될 수 없음을 뜻한다.

일반적으로 소비자들이 느끼는 불확실성과 불신은 서비스의 무형성이 클수록 강하다. Ekeledo and Sivakumar(2004), Lovelock and Wirtz(2004) 등은 보험을 포함한 금융서비스업을 정보제공 서비스업으로 분류하고, 광고, 교육, 심리치료 등과 함께 무형성이 강한 업종으로 보았다. 진출대상 국가의 소비자들이 기업이 제공하는 무형의 서비스에 대해 불확실성과 불신을 심하게 느낄수록 그 시장에 진입하고자 하는 기업은 소비자와 밀착해야 한다. 이러한 서비스업에서는 서비스 제공자와 소비자의 물리적 거리가 멀면 서비스 제공이 어렵다(Erramilli(1990)). 이 경우 해당 해외시장에 대한 진입 방식은 가능하면 책무가 강한(strong commitment) 방식이어야 한다. 즉, 이 경우에는 그린필드 투자 또는 인수합병 등을 통해 현지화를 빠르게 구축하고 현지 고객에 대한 이해도를 제고하는 등 사업을 완벽히 통제하는 것이 바람직하다(Ekeledo and Sivakumar(2004), Nonaka and Takeuchi(1995)).

또한 일부 연구자들은 서비스업의 경우 제조업과 달리 해외시장 진출 시 공장 건축이나 기계류 설치 등 물적자산에 대한 투자 규모가 크지 않기 때문에 가급적 소비자와 근접할 수 있는 적극적인 진입 방식이 유리하다고 주장한다(Erramilli and D'Souza(1995), Sanchez-Peinado et al.(2007)).

이상의 문헌연구를 종합해 보면 다음과 같다. 자원이 부족한 중소기업은 태생적으로 그린필드 투자 또는 인수합병과 같은 강한 책무가 요구되는 해외시장 진출 방식을 활용하기 어렵다. 그러나 그 업종이 서비스업이라면 기본적으로 무형성이 강하기 때문에 그린필드 투자 및 인수합병 등 책무가 강한 방식이 유리할 수 있다. 이 경우 물적자산에 대한 투자 규모가 크지 않기 때문에 중소기업도 충분히 도전할 수 있다. 이러한 해석은 규모가 크지 않은 우리나라 자산운용회사들의 해외시장 진출 방식 결정에도 적용될 수 있다.

나. 문헌연구: 그린필드 투자와 인수 방식의 비교

지금부터는 지분투자를 통해 적극적으로 해외시장에 진출한다는 전제 하에 그린필드 투자와 인수 방식을 비교하기로 한다.

1) 공통점과 장단점

그린필드 투자와 인수합병은 지분투자를 동반하며, 많은 경우 100% 지분확보를 통해 완전보유 자회사 방식을 선택한다. 따라서 이 두 방식은 해외진출 방식 중 가장 큰 비용지출과 해당기업의 강력한 책무를 요구하며, 투자실패 위험도 크다.

그린필드 투자는 진출대상 국가에 완전히 새로운 회사를 설립하는 것으로 독립법인뿐만 아니라, 지점도 포괄한다(UNCTAD(2009)). 이 방식은 처음부터 회사의 목적, 경영방향 등이 잘 스며들 수 있도록 설계되므로 새로운 회사에 대한 본사의 통제가 용이하다. 경영진을 포함한 인력 전체를 회사의 경영방향에 맞게 구축할 수 있으며, 본사의 경영문화를 접목하는 것도 상대적으로 쉽다. 특히 독립법인 방식은 지점 방식에 비해 현지화에 유리하다. 그린필드 투자 방식은 진출대상 국가가 개도국이고 해당산업이 개발 초기단계일 경우 진입규제가 낮을 가능성이 크기 때문에 각종 지원을 받을 수도 있다.

그린필드 투자는 여러 가지 한계점 역시 가진다. 우선 이는 새로운 회사의 설립을 전제하는 경우가 많아서 진출대상 국가의 규제정책에 따라 인허가에 어려움이 따를 수 있고, 그 과정에서 많은 시간과 비용이 소요될 수 있다. 특히 진출대상 국가 내에서 해당산업의 경쟁도가 이미 높은 상태라면 인허가를 받기가 어려울 뿐만 아니라, 인허가를 받아 시장에 진입하더라도 기존 경쟁업체들의 강력한 도전에 직면할 수 있다.

그린필드 투자 자체가 진출대상 국가나 산업 입장에서는 새로운 공급을 초래하기 때문이다. 인력과 인프라 구축도 쉽지 않은 문제다. 또한 본사의 통제력 확보와 현지화 문제 사이에 충돌이 발생할 가능성이 크다. 진출대상 국가에서 영업한 경험이 없는 경우에는 중간재의 확보, 판매채널의 확보 등이 쉽지 않기 때문에 사업이 정상적인 궤도에 올라서기 위해서는 긴 시간과 노력이 필요하다. 이 경우 낮은 인지도로 인해 오랜 시간 동안 적자에 시달릴 가능성도 있다.

인수합병은 진출대상 국가에 이미 기반을 갖추고 생산 및 판매활동을 하고 있는 기업의 지분을 인수하거나 합병해 경영권을 확보하는 것을 의미한다.¹⁷⁶⁾ 해외시장 진출을 노리는 기업은 인수합병을 통해 R&D 및 생산체계, 판매채널을 포함한 마케팅 체계, 인력 및 기타 인프라, 브랜드 가치 등 인수대상 기업의 모든 기업 활동체계와 자산을 그대로 활용할 수 있다. 그 결과 조속한 시장침투가 가능하며 현지화의 어려움도 적다. 인수는 새로운 공급을 초래하는 것은 아니기 때문에 진출대상 국가의 해당산업이 완전경쟁에 가깝다 하더라도 진입규제가 그린필드 투자에 비해서는 상대적으로 낮을 가능성이 있다.

인수합병 역시 여러 가지 단점을 지니고 있다. 우선 경영권 프리미엄 등을 정확하게 산정하기 어렵기 때문에 인수비용이 과다하게 소요될 수 있다. 인수를 확정하기 이전에 자산부채의 구성을 엄밀하게 실사하지만,

176) 인수와 합병은 개념 상 차이가 크다. 인수의 경우 해외시장에 진출하고자 하는 기업이 그 국가에 이미 존재하는 기업의 지분을 인수해 경영권을 확보하지만, 피인수 기업은 별개의 독립된 법인으로 인수 이후에도 존재한다. 반면 합병은 피인수 기업을 법적으로 청산해 인수 기업으로 흡수시키는 것을 의미한다. 즉, 이 경우에는 피인수 기업의 모든 자산과 부채를 인수 기업의 회계장부로 옮기게 된다. 실제로 국경간 합병은 법적인 문제로 인해 쉽지 않다. 국경간 합병은 특정한 국가에 현지법인을 설립해 운영하고 있는 다국적기업이 그 나라의 다른 기업을 합병하는 경우로 한정되는 것이 일반적이다. 이처럼 인수와 합병은 개념 상 차이가 크지만 본절에서는 편의 상 이를 통칭해 인수합병으로 지칭하기로 한다.

인수 이후 숨겨진 문제점이 나타날 가능성이 존재한다. 이런 문제점들로 인해 인수협상은 긴 시간을 필요로 한다. 또한 인수 이후 본사의 기업문화를 피인수 기업에 이식하는 것이 쉽지 않다. 한편, 진출대상 국가가 개도국이고 해당산업이 개발초기일 경우에는 자국 산업의 해외종속을 우려해 그 국가의 정부가 인수를 규제할 가능성도 크다. 이 경우에는 인수 자체가 불가능할 수도 있다.

2) 해외진출 방식을 결정하는 환경적 요인 분류

기업이 해외시장 진출 방식을 결정하는데 영향을 미치는 요인은 다양하다. 우선 해당 기업의 내부환경을 예로 들 수 있다. 기업의 조직특성 및 브랜드 경쟁력, 제품 및 서비스의 경쟁력, 기술 및 노하우, 인력 및 재무구조, 해외시장에서의 경험, 기업의 성장목표 등이 여기에 해당한다. 해당 기업이 속한 산업의 대내외적인 환경도 중요한 결정 요인이다. 그 산업의 경쟁구조, 성장성 정도 등을 예로 들 수 있다. 해당 기업이 속한 국가와 해외진출 대상 국가 각각의 경제적 환경 및 규제 특성 역시 해외시장 진출 방식을 결정하는데 지대한 영향을 미친다. 결국 기업의 해외시장 진출 방식은 기업이 진출대상 국가에서 무엇을 원하고, 무엇을 할 수 있는지, 그리고 그곳에서 기업이 원하는 것을 얻을 수 있는지에 따라 결정된다(Gomes-Casseres(1990), Pan(2002)).

이러한 다양한 결정 요인들로 인해 기업이 해외시장 진출 방식을 선택하는 것은 매우 어렵다. 동일한 국가의 동일한 산업에 진출할 경우에도 기업의 특성에 따라 진출 방식이 달라진다. 동일한 기업이라 하더라도 진출대상 국가별 특성에 따라 전혀 다른 진출 방식을 선택한다. 심지어 동일한 기업이 동일한 국가에 진출하더라도 그 진출 시기에 따라 진출 방식이 달라진다.

기업이 해외시장 진출을 위해 그린필드 투자와 인수합병 방식 중 하나를 결정하는 환경적 요인에 대해 분석한 문헌들은 대부분 다국적기업(Multi-National Enterprises: MNE)의 경우를 가정하고 있다. 문헌들은 기업의 해외시장 진출 방식에 영향을 미치는 환경적 요인들을 매우 다양하게 제시하고 있는데, 이를 분류해 보면 크게 다섯 가지로 나눌 수 있다. 이는 해외시장 진출을 모색하는 기업, 즉 모기업 측면의 요인, 해외 자회사(또는 계열사) 측면의 요인, 진출대상 국가 해당산업 측면의 요인, 본국과 진출대상 국가의 경제적·법적 측면의 요인, 그리고 본국과 진출대상 국가 간의 이질성 측면의 요인 등이다. 이하에서는 이상의 다섯 가지 환경적 요인들을 기존 문헌들의 연구 결과를 중심으로 논의한다.¹⁷⁷⁾

3) 모기업 측면의 요인

기업의 해외시장 진출 목표 중 가장 중요한 것은 상품 및 서비스 판매의 확대를 통해 규모의 경제 효과를 극대화하는 것이다. 이를 위해서는 해외 자회사의 기술력과 노하우 확보가 중요하다. 다수의 문헌들은 그린필드 투자와 인수 방식 중 어떤 방식이 해외 자회사의 기술력과 노하우 확보에 더 유리한지를 거래비용·내부화(transaction costs and internalization)이론을 이용해 설명한다. 즉, 이 문헌들은 진출대상 국가의 해당시장에서 경쟁력이 있는 기술력과 노하우를 확보해 내부화하는데 있어서 어떤 방식이 거래비용 소모가 적은지에 초점을 맞춘다. 핵심 기술력과 노하우가 무형의 성격을 가진다면 이를 시장에서 매입해 해외

177) 앞에서 언급한 바와 같이 기업의 해외시장 진출 방식을 결정하는 요인에 대한 문헌은 매우 방대하다. 따라서 여기에서는 그린필드 투자와 인수 방식을 비교한 문헌에 한정해 논의하며, 문헌들의 연구방법론이나 결과를 모두 적시하지 않고 핵심적인 결과나 직관 위주로 논의한다. 이와 관련한 상세한 서베이 문헌으로는 Slangen and Hennart(2007)를 참조할 수 있다.

자회사에 이식시키는 것은 매우 어렵다(Hennart(1982)). 이 경우 모기업의 원천 기술력과 노하우가 진출대상 국가에서 충분히 경쟁력이 있다면 이 기업은 그린필드 투자 방식으로 해외 자회사를 구축하는 것이 더 유리하다. 그린필드 투자 방식은 그 정의 상 완전히 새로운 법인이나 지점을 설립하는 것이므로 모기업의 경영전략이나 문화를 잘 추종할 수 있는 인력을 처음부터 신중하게 뽑을 수 있고, 이들에게 모기업 특유의 높은 기술력과 노하우를 심어주는 것이 상대적으로 쉽다(Hennart and Park(1993)). 이 경우에는 모기업의 기술력과 노하우가 진출대상 국가에서도 충분히 경쟁력이 있기 때문에 기술력과 노하우를 그곳에서 구입해 이를 해외 자회사에 이식하는 작업이 필요 없다. 반면 모기업의 기술력과 노하우가 부족하다면 그린필드 투자를 통해 설립한 해외 자회사에 경쟁력이 있는 기술력과 노하우를 이식하는 것은 매우 어렵고 긴 시간이 필요하다(Wernerfelt(1984)). 그 결과 높은 비용이 소모된다. 따라서 이 경우에는 진출대상 국가에 이미 영업기반을 갖추고 있는 기존 회사를 인수하는 것이 유리하다(Hennart et al.(1996), Larimo(2003)). 심지어 Muller(2007)는 모회사의 기술력과 노하우가 진출대상 국가 경쟁기업 대비 월등히 우수할 경우에만 그린필드 투자가 가능하다고 보았다.

모기업이 이전에 불특정 해외시장에서 자회사를 성공적으로 운영해 본 경험이 있는지, 그리고 진출대상 국가에서 사업을 수행한 경험이 있는지도 진출 방식을 결정하는데 영향을 미친다. 이는 대부분 경험과 관련된 것이기 때문에 무형의 노하우이다. 따라서 이 역시 진출대상 국가의 시장에서 구입해 자회사에 이식시키기 쉽지 않다. 따라서 많은 경험을 가지고 있는 모기업은 그린필드 투자 방식을 선호할 것이며, 그렇지 않은 회사는 인수 방식을 선호할 것이다(Caves(1996), Hennart and Park(1993), Larimo(2003)). 일부 연구자들은 학습커브의 초기 구간에 있는 기업에 있어서 해외시장 진출 시 그린필드 투자는 극히 위험하다고 주장하기도 한다(Pennings et al.(1994), Demirbag et al.(2008)).

모기업의 해외시장 운영경험이 풍부할수록 그린필드 투자 방식의 해외시장 진출이 유리하다는 주장은 조직학습 이론을 응용한 문헌에서도 발견된다(Barkema and Vermeulen(1998)). 다양한 환경 하에서 여러 문제점과 이벤트에 직면하는 기업은 사업을 영위하는 과정에서 학습 과정을 거치게 된다. 그리고 그 학습 과정을 통해 기업의 기술과 노하우 기반이 튼튼해진다(Huber(1991), March(1991)). 따라서 Barkema and Vermeulen (1998)에 의하면 많은 국가에서 다양한 경험을 통해 학습한 기업은 또 다른 해외시장에 진출할 때 그린필드 투자를 선호한다. 반면, 진출대상 국가에서 사업을 수행한 경험이 있는 모기업은 그린필드 투자 방식을 선호할 것이라는 거래비용·내부화 이론과는 달리 정보경제 이론을 차용한 문헌들은 반대의 결과를 제시하기도 한다. 해외시장에서의 인수에는 다양한 정보 비대칭이 존재한다. 이는 인수 이전과 이후 모두에 해당한다. 즉, 모기업이 진출대상 국가의 특정한 회사를 인수하려고 할 때 그 기업의 정확한 가치와 조직문화 등을 완벽하게 알 수 없다(Ravenscraft and Scherer(1987)). 진출대상 국가에서의 사업경험이 없는 기업은 인수 대상이 될 수 있는 회사들의 정확한 정보를 알 수 없는 등 정보 비대칭 문제에 더 많이 노출된다. 따라서 이러한 기업들은 해외시장 진출 시 그린필드 투자 방식을 선호하는 반면, 진출대상 국가에서의 사업경험이 많은 기업은 인수 방식을 선호하게 된다(Hennart and Park(1993), Hennart et al.(1996)).

모기업의 사업영역 다양화 정도도 해외시장 진출 방식을 결정하는 요소로 작용한다. 이에 대해서는 거래비용·내부화 이론을 차용한 문헌과 조직학습 이론을 차용한 문헌의 주장이 다르다. 거래비용·내부화 이론을 차용한 문헌들에 따르면 사업영역이 다양해 분산도가 높은 기업들은 모든 제품 및 서비스의 최종 생산물을 일관되게 통제하는 관리 능력이 있기 때문에 해외시장에서 인수한 자회사를 대체로 용이하게 통제한다. 따라서 이러한 기업들의 경우 인수 방식을 통한 해외시장 진출이

용이다. 반면, 사업영역이 제한적인 기업은 이러한 관리능력이 부족하기 때문에 그린필드 투자 방식을 통한 해외시장 진출이 더 적합하다 (Caves and Mehra(1986), Zejan(1990), Hennart and Park(1993), Larimo(2003)). 반대로 조직학습 이론을 응용한 문헌들은 사업영역이 다양한 기업일수록 각종 다양한 영역의 기술과 노하우를 배워왔기 때문에 해외시장 진출 방식으로 그린필드 투자 방식을 더 선호한다고 설명한다 (Cho and Padmanabhan(1995), Barkema and Vermeulen(1998)).

해외확장을 추진하는데 있어서 모기업이 어떤 성향이나 철학, 또는 전략을 추구하는지도 해외시장 진출 방식을 결정하는 요인이 된다. 모기업의 규정이나 전략을 해외 자회사에도 그대로 적용해 소위 “글로벌 통합 전략”을 통한 시너지 효과 창출에 우선순위를 두는 기업에게는 그린필드 투자를 통한 해외시장 진출이 유리하다. 반면, 진출 국가별로 각기 다른 전략을 추구함으로써 자회사별 규정과 전략을 어느 정도 인정하는 기업에게는 인수를 통한 해외시장 진출이 더 적합하다(Harzing(2002)).

4) 진출대상 국가 자회사 측면의 요인

진출대상 국가의 자회사가 영위하는 사업영역이 모기업과 유사하거나 차이가 날 때 선택할 수 있는 적절한 진출 방식은 어떤 이론적 배경을 차용하는가에 따라 다르다.

거래비용·내부화 이론을 차용하는 문헌들에 따르면 해외 자회사의 사업영역이 모기업의 사업영역과 차이가 날 경우 기술 및 노하우를 시장에서 구입해 내부화시키는데 많은 시간과 비용이 소모되기 때문에 인수를 통한 진출이 더 유리하다. 특히 그 사업영역의 추구에 필요한 기술이나 노하우가 무형의 것일수록 인수 방식의 장점이 커진다. 반면 해외 자회사의 사업영역이 모기업의 사업영역과 유사할 경우에는 거래비용과

내부화 측면에서 그린필드 투자 방식이 유리하다(Caves(1996), Hennart and Park((1993)). 그러나 Hennart and Park(1993)은 이에 대해 정보경제 이론을 차용할 경우 정반대의 결과가 나온다고 봤다. 만약 해외시장 진출을 추구하는 모기업의 해외 사업영역이 본국에서의 사업영역과 차이가 많이 난다면 인수를 추진하는 단계에서 매우 큰 정보 비대칭에 직면한다. 그들은 이 경우 피인수 대상 기업에 대한 정확한 정보 확보가 어렵기 때문에 그린필드 투자 방식이 유리하다고 보았다.

진출대상 국가의 자회사 규모도 해외진출 방식을 결정하는 요인으로 작용한다. 소위 자원기초 시각(resource based view)에 따르면 기업이 주어진 시간 안에 새로운 관리자를 교육시켜 충분한 인력을 만들어 내는 것은 한계가 있으며, 그로 인해 기업의 성장에도 한계가 있다(Barney(1991), Wernerfelt(1984)). 따라서 진출대상 국가의 자회사 영업규모가 커야 한다면 이미 모든 인력과 자원이 갖추어진 기존 회사를 인수하는 것이 유리하다(Caves and Mehra(1986), Hennart and Park(1993)).

5) 진출대상 국가 해당산업 측면의 요인

다수의 문헌들은 진출대상 국가 해당산업의 환경이 그 시장에 대한 진입방식을 결정하는 중요한 요인이라고 본다. 산업 환경요인들은 주로 산업의 경쟁상태, 성숙도 등이다. 해당산업의 집중도가 진출방식의 결정에 미치는 영향에 대해서는 동일한 산업조직 이론을 활용한 문헌들 사이에서도 상반된 의견이 나온다. 해당산업의 집중도가 높다는 것은 특정 몇 개 회사들이 시장을 지배하고 있다는 의미다. 해외시장 진출을 추진하는 모기업이 이러한 시장에 그린필드 투자 방식으로 진입해 성공하려면 충분한 규모, 높은 기술과 노하우 확보가 필요하다. 그런데, 그린필드 투자는 이 시장에 대규모의 공급이 추가됨을 의미하는데, 이 경우 시장을 장악하고 기존 기업들의 강력한 공격에 직면할 수 있다.¹⁷⁸⁾ 이러한

시장에서는 새로이 진입하는 외국의 회사가 계획한 바와 같은 수익을 거두기 어렵다. 따라서 이러한 시장에는 인수 방식으로 진입하는 것이 유리하다(Caves and Mehra(1986)).

그러나 집중도가 높은 산업구조 하에서는 외국기업의 시장장악이 자국 산업의 해외의존도를 지나치게 높일 수 있고, 그 결과 정부가 개입할 수 있다. 즉, 이런 환경 하에서 정부는 인수를 통해 외국기업이 자국시장에 들어오면 시장장악이 쉽게 이루어진다고 판단해 아예 인수 자체를 허가하지 않을 수 있다는 것이다. 따라서 이런 경우에는 진출대상 국가에 진입을 희망하는 외국기업은 그린필드 투자를 선택할 수밖에 없다(Hennart and Park(1993), Muller(2007)).

성장률로 나타나는 해당산업의 성숙도 또한 외국기업이 그 시장 진입방식을 결정하는데 영향을 미친다. 산업의 성장률이 아주 낮다면 새로운 기업이 그린필드 투자 방식으로 진입할 경우 기존 기업들의 점유율 하락이 발생하고, 그 결과 공격적인 경쟁전략이 불가피하다. 따라서 이러한 시장에 진입을 원하는 외국기업은 그린필드 투자 방식보다는 인수 방식을 선호한다. 반면 성장률이 높은 산업이라면 그린필드 투자 방식의 선택 가능성도 높아진다(Zejan(1990)). 그러나 그린필드 투자 방식은 매출이 발생하고 수익이 만들어지는데 시간이 많이 소요되기 때문에 성장률이 매우 높은 산업에는 적당하지 않은 진입방식이다. 그린필드 투자를 통해 사업을 준비하는 동안 해당산업이 급격하게 성장하고, 그 결과 그 국가의 기존 경쟁업체들과의 경쟁력 격차가 매우 커지기 때문이다. 따라서 성장률이 매우 높은 산업, 또는 매우 느린 산업에 진입하려는 외국기업은 인수 방식을 선택하는 것이 유리하다(Caves and Mehra(1986), Hennart and Park(1993)).

178) 여기에서 강력한 공격이라 함은 기존 기업들이 규모의 경제를 무기로 공격적인 가격경쟁, 높은 임금 등을 불사함으로써 새로이 시장에 진입하는 기업의 시장침투를 경계하는 것을 의미한다.

마지막으로 매우 당연한 결과이기는 하지만, 해당 산업 내에 인수하기에 적절한 경쟁력 높은 기업이 없을 경우 이 시장에 진입을 희망하는 외국기업은 그린필드 투자 방식을 선택한다(Caves and Mehra(1986), Larimo(2003), Zejan(1990), Caves(1996)).

6) 본국과 진출대상 국가 간의 이질성 측면의 요인

해외시장 진출을 추진하는 모기업이 소속된 본국과 진출대상 국가 간의 이질성 역시 해외시장 진출 방식을 결정하는 중요한 요인이다. 문헌들이 가장 자주 언급하는 것은 문화적 이질성이다. 문화적 격차 또는 이질성이 클수록 모기업의 경영전략이나 기업문화를 해외 자회사에 이식시키는데 많은 비용이 소모된다(Hennart(2000)). 모기업의 성향에 맞춰 처음부터 인력을 구축하는 그린필드 투자 방식 하의 자회사와 달리 인수를 통해 구축한 해외 자회사의 경우 본국과의 문화적 이질성이 클수록 모기업의 기업문화를 이식시키기 어렵다. 따라서 진출대상 국가와 본국 간의 문화적 격차 또는 이질성이 클수록 그린필드 투자 방식이 유리하다(Hennart and Park(1993), Cho and Padmanabhan(1995), Larimo(2003), Hennart et al.(1996), Kogut and Singh(1988)). 위의 연구들과 유사한 시각에서 최근 일부 실증연구들은 본국과 진출대상 국가 간의 지리적 거리 및 언어의 차이가 적고, 역사적 관계가 깊을수록 인수합병이 늘어난다는 결과를 보이기도 했다(Giovanni(2005), Erel et al.(2012), Head and Ries(2008), Uysal et al.(2008), Ahern et al.(2012)).¹⁷⁹⁾

179) 다만 이러한 실증연구들은 이 경우에 기업들이 그린필드 투자 방식보다 인수 방식을 선호한다는 결과를 보인 것은 아니다. 이 연구들은 인수합병을 통해 해외직접투자 유입이 늘어난 국가의 경우 위와 같은 특성을 가지고 있다는 점을 보인 것이다.

7) 본국과 진출대상 국가의 경제적·법적 측면의 요인

경제적·법적 측면이 기업의 해외진출 방식 결정에 미치는 영향을 분석한 문헌들은 주로 그린필드 투자 또는 인수합병 등 해외직접투자가 늘어나고 있는 원인에 주목한다. 이 분야의 연구들은 기업이 어떤 환경적 요인에 직면해 있을 때 그린필드 투자와 인수 방식 중 무엇을 선택하는지에 초점을 맞추는 것은 아니다. 이 연구들은 본국과 진출대상 국가의 경제적·법적 측면 요인들이 본국 기업들의 해외직접투자, 즉 그린필드 투자 또는 인수합병의 증가에 직접적인 상관관계가 있는지를 분석한다. Giovanni(2005), Erel et al.(2012)은 해외시장 진출을 추진하는 기업이 소속된 국가 측면의 요인에 주목했다. 그들은 본국의 자본시장 규모가 크고, 주가와 통화가치가 높으면 기업들의 해외 인수활동이 증가한다는 결과를 보고했다. 이들의 연구는 인수를 통해 해외시장 진출을 추구하기 위해서는 자국의 자본시장 및 외환시장 여건이 튼튼해야 함과 동시에 해당기업의 자본조달이 원활해야 함을 시사한다.

일부 연구에서는 국경간 그린필드 투자 증가에 영향을 미치는 변수 중 진출대상 국가의 지적재산권 보호(property rights protection)가 중요한 변수임을 보이기도 했다(Javorcik(2004), Branstetter et al.(2011)). Nagano(2013)는 기업의 해외시장 진출에 있어서 그린필드 투자와 인수를 결정짓는 요인에 차이가 있음을 보였다. 그는 진출대상 국가의 경제 규모가 크고, 1인당 국민소득 및 세율이 낮으면 그린필드 투자와 인수가 모두 늘어난다고 주장했다. 즉, 그는 충분한 수요 잠재력이 있으면서 우호적인 세제를 동반한 국가에는 진출방식이 크게 중요한 것은 아니라고 보았다. 다만 그는 기업들이 주주권리 보호가 우수한 국가에는 인수 방식을, 지적재산권 보호가 우수한 국가에는 그린필드 투자 방식을 선호한다고 주장했다.

〈표 IV-15〉 환경적 요인과 기업의 해외시장 진출 방식: 문헌 요약

환경적 요인 분류	선호 방식	주요 문헌 (이론 및 실증 문헌)	문헌의 이론적 배경
1. 모기업 측면			
1-1. 모기업의 기술력과 노하우가 우수할 때 (주로 무형(tacit)의 기술력과 노하우)	그린필드	Andersson and Svensson(1994), Hennart and Park(1993), Hennart et al.(1996), Wernerfelt(1994), Larimo(2003), Caves(1996), Muller(2007)	거래비용 · 내부화 이론
1-2. 모기업의 해외운영 경험이 우수할 때 (주로 무형(tacit)의 운영(operation) 경험)	그린필드	Hennart and Park(1993), Hennart et al.(1996), Wernerfelt(1994), Larimo(2003), Pennings et al.(1994), Demirbag et al.(2008), Caves(1996),	거래비용 · 내부화 이론
	그린필드	Barkema and Vermeulen(1998)	조직학습 이론
1-3. 모기업이 진출대상 국가에서 사업 경험 있을 때	그린필드	Hennart and Park(1993), Hennart et al.(1996), Wernerfelt(1994), Larimo(2003), Caves(1996), Nagano(2013)	거래비용 · 내부화 이론
	인수	Ravenscraft and Scherer(1987), Hennart and Park(1993), Hennart et al.(1996)	정보경제 이론

〈표 IV-15〉 환경적 요인과 기업의 해외시장 진출 방식: 문헌 요약(계속)

환경적 요인 분류	선호 방식	주요 문헌 (이론 및 실증 문헌)	문헌의 이론적 배경
1-4. 모기업의 사업영역이 다양할 때	인수	Caves and Mehra(1986), Zejan(1990), Hennart and Park(1993)	거래비용·내부화 이론
	그린필드	Cho and Padmanabhan(1995), Barkema and Vermeulen(1998)	조직학습 이론
1-5. 모기업의 전략이 글로벌 통합 전략일 때 다국가 전략일 때	그린필드 인수	Harzing(2002)	기관 이론
2. 진출대상 국가 자회사 측면			
2-1. 해외 자회사 사업영역이 모회사와 유사할 때	그린필드	Caves(1996), Hennart and Park(1993)	거래비용·내부화 이론
	인수	Hennart and Park(1993)	정보경제 이론
2-2. 해외 자회사 규모가 클 때	인수	Caves and Mehra(1986), Hennart and Park(1993)	자원 기초 시각
3. 진출대상 국가 해당산업 측면			
3-1. 산업의 집중도(concentrated industry)가 높을 때	인수	Caves and Mehra(1986)	산업조직 시각
	그린필드	Hennart and Park(1993), Muller(2007)	산업조직 시각

〈표 IV-15〉 환경적 요인과 기업의 해외시장 진출 방식: 문헌 요약(계속)

환경적 요인 분류	선호 방식	주요 문헌 (이론 및 실증 문헌)	문헌의 이론적 배경
3-2. 산업의 성장이 느릴 때 빠를 때	인수 그린필드	Zejan(1990)	산업조직 시각
3-3. 산업의 성장이 매우 빠르거나 매우 느릴 때	인수	Caves and Mehra(1986), Hennart and Park(1993)	산업조직 시각
3-4. 산업 내 인수대상 기업이 부족할 때	그린필드	Caves and Mehra(1986), Larimo(2003), Zejan(1990), Caves(1996)	산업조직 시각
4. 본국과 진출대상 국가 간의 이질성 측면			
4-1. 본국과 진출대상 국가 간 문화적 차이가 적을 때	인수	Hennart(2000), Hennart and Park(1993), Cho and Padmanabhan(1995), Larimo(2003), Hennart et al.(1996), Kogut and Singh(1988)	거래비용 · 내부화 이론
4-2. 본국과 진출대상 국가 간 지리적 거리 및 언어 차이가 적고, 역사적 관계가 깊을 때	인수	Giovanni(2005), Erel et al.(2012), Head and Ries(2008), Uysal et al.(2008), Ahern et al.(2015)	순수 실증

〈표 IV-15〉 환경적 요인과 기업의 해외시장 진출 방식: 문헌 요약(계속)

환경적 요인 분류	선호 방식	주요 문헌 (이론 및 실증 문헌)	문헌의 이론적 배경
5. 본국과 진출대상 국가의 경제적·법적 측면			
5-1. 본국의 자본시장 규모가 크고, 주가가 높으며, 통화 가치가 높을 때	인수	Giovanni(2005), Erel et al.(2012)	순수 실증
5-2. 진출대상 국가의 경제규모가 크고, 1인당 소득이 낮으며, 세율이 낮을 때	그린필드 및 인수	Nagano(2013)	순수 실증
5-3. 진출대상 국가의 주주 권리 보호가 우수할 때	인수	Nagano(2013)	순수 실증
5-4. 진출대상 국가의 지적재산권 보호가 우수할 때	그린필드	Nagano(2013), Javorcik(2004), Branstetter et al.(2011)	순수 실증

다. 문헌연구의 시사점

여기에서는 앞에서 살펴 본 문헌연구의 주요 핵심적인 결론이 우리나라 자산운용회사들의 해외시장 진출 방식 결정에 어떤 시사점을 줄 수 있는지 간단하게 논의한다.

우리나라 자산운용회사들 중에서는 앞에서 주로 예를 든 상위 6개 정도의 회사들이 대형사로 인정받는다. 이 회사들을 제외한 나머지 회사들을 보통 중소규모 자산운용회사로 분류한다.¹⁸⁰⁾ 중소기업의 해외시장 진출과 관련된 문헌들은 일부 예외적인 경우, 즉 기술력 또는 노하우의 차별성이 뛰어난 일부 회사의 경우 이외에는 강한 책무가 따르는 단독 지분투자 방식은 위험하다고 주장한다. 이와 함께 회사의 재무적, 인적 자원 측면에서 봐도 현재 상태에서 국내 대다수 중소규모 자산운용회사들이 해외시장 현지에 지분투자를 통해 진출하기는 매우 어렵다고 판단된다. 따라서 이런 회사들은 당분간 국내시장에 전념하고, 경우에 따라 국내투자자들의 해외투자에 운용서비스를 제공함으로써 해외투자 경험을 조금씩 늘려나가는 것이 현실적일 것이다. 다만, 이러한 회사들도 해외시장에 진출해 해외고객을 확보해야 할 필요성이 커진다면 앞서 III장

180) 여기에 대해서는 정확한 기준이 있는 것은 아니다. Towers Watson(2014c)은 AUM 순위 기준 251위 이하를 하나의 그룹으로 묶고 있는데, 251위 이하 회사들은 국제적 기준에 따를 경우 중소형사로 분류해도 무방할 것으로 판단된다. 2013년말 기준 251위를 기록하고 있는 중국의 China Southern Fund Management의 AUM이 약 371억달러인데, 2014년말 기준 국내 자산운용회사들 중 이를 초과하는 회사는 삼성자산운용, 한화자산운용, 미래에셋자산운용 등 3개 회사에 불과하다. 즉, 국제적 기준에 의할 경우 국내 자산운용회사들 중 중소규모를 넘어서는 회사는 3개 회사 정도라 볼 수 있다. 참고로 신한BNP파리바자산운용, KB자산운용, 한국투자신탁운용 등 국내 6대 자산운용회사들 중 나머지 3개사의 2014년 달러 기준 AUM을 Towers Watson(2014c) 랭킹에 대입하면 각각 256위, 266위, 288위 수준이다.

에서 논의한 펀드의 국경간 판매, 즉 운용서비스의 수출에 자원을 투입할 수 있겠다. 이를 통해 조금씩 여력이 만들어진다면 조금 더 진전된 방식인 전략적 제휴 또는 합작 방식을 고려해 볼 수도 있다.

국내 기준 상위 6개에 포함되는 자산운용회사들은 해외시장 현지진출을 시도해 볼 수 있을 것으로 판단된다. 다만, 이 회사들의 경우에는 보다 책무가 강한 지분투자 방식을 통해 적극적인 해외시장 진출을 모색하는 것이 유리할 수 있다. 앞서 언급한 문헌들에 따를 경우 자산운용회사가 제공하는 서비스는 본질적으로 무형성이 매우 강하다. 이 경우 진출대상 국가의 목표 고객들은 우리나라 자산운용회사들이 제공하는 운용서비스에 대해 기본적으로 의구심을 가질 수밖에 없다. 따라서 책무가 강하게 따르는 진출 방식을 통해 현지고객과의 거리감을 좁혀나가려는 노력이 매우 중요하다.¹⁸¹⁾

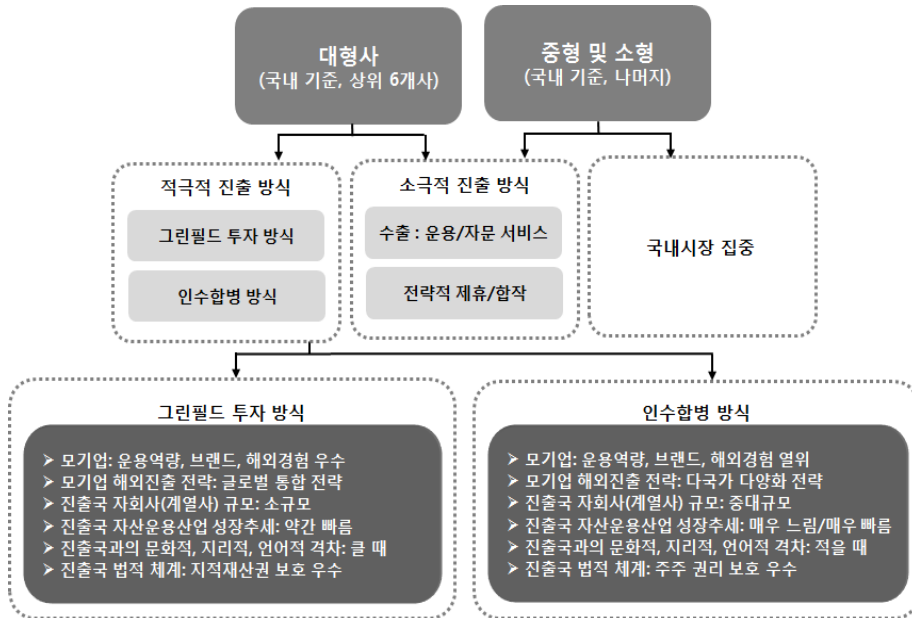
이 회사들이 해외시장 현지진출을 시도할 경우 그린필드 투자와 인수 방식 중 어떤 방식이 더 유리할 지를 판단하기는 매우 어렵다. 해외시장 현지진출을 시도하는 회사가 어떤 특성을 가지고 있는지, 진출대상 국가가 어디인지, 진출을 시도하는 시기가 언제인지에 따라 최적 선택은 달라질 수밖에 없다. 다만, 국내 본사, 즉 모기업의 특성만 놓고 본다면 이 유형의 자산운용회사들도 현재 상태에서는 그린필드 투자 방식을 통해 해외시장에 진출하는 것은 쉽지 않을 것으로 본다. 문헌들에 따르면, 그린필드 투자 방식을 통해 성공적으로 해외고객을 창출하기 위해서는 모기업, 즉 국내 본사의 경쟁력이 국제적으로 월등하고, 해외시장 운영 경험도 다양하고, 판매채널 등 각종 네트워크도 잘 구축되어 있어야 한다. 현재 이를 어느 정도 갖추어가고 있는 국내 자산운용회사는 미래에 셋자산운용이 유일한 것으로 보인다.¹⁸²⁾ 다만, 문헌들이 제시하고 있는

181) 국내 자산운용회사들에 적합한 해외시장 진출 전략 및 모델에 대해서는 이하의 6절에서 논의한다.

182) 국내 자산운용회사들 중 가장 적극적으로 해외시장을 개척해 나가고 있는 미래에셋자산운용도 이제 걸음마 단계에 들어선 것으로 평가된다.

바와 같이 그린필드 투자와 인수 방식 간의 최적선택은 여러 가지 요인에 의해 결정되기 때문에 결국 최종적으로는 해외시장 현지진출을 모색하는 해당 자산운용회사들의 환경 분석이 가장 중요하다. 특히, 이하의 해외사례에서도 살펴보겠지만 글로벌 자산운용회사들의 해외시장 진출 방식은 어느 한 가지 유형으로 고정되기 보다는 다양한 유형이 혼재해 있는 경우가 많다. 우리나라 자산운용회사들의 경우에도 해외시장 현지진출 초기가 지나면 이러한 혼재된 진출방식을 활용해야 할 것으로 판단된다.

**〈그림 IV-3〉 문헌연구를 통해 본 자산운용회사
해외시장 현지진출 방식**



5. 글로벌 자산운용회사의 해외 현지진출 모델

이 절에서는 글로벌 자산운용회사들의 해외시장 진출 모델에 대해 알아본다. 본 사례분석에서는 4개 회사를 다음과 같은 기준에 의해 선정했다. 먼저 자료 취득이 가능해야 하므로 은행이나 보험회사 등 대규모 금융회사의 사업부서로 존재하는 회사가 아닌 독립계열 회사 중 상장회사 중심으로 분석대상을 선정했다. 글로벌 자산운용시장에서 규모나 명성 측면에서 상당한 경쟁력을 가지고 있으면서도, 그동안 사업구조 등이 국내에 비교적 덜 알려져 있는 회사를 선정했다. 그리고 자본구조 또는 지배구조, 사업모델 등에 특이한 점이 발견되면서도 해외시장 진출 모델이 다소 상이한 회사들을 선정했다. 이와 같은 기준에 의해 본 사례분석에서는 Affiliated Managers Group(이하 AMG), Aberdeen Asset Management PLC(이하 Aberdeen), Janus Capital Group, Inc.(이하 JCG), Neuberger Berman Group LLC(이하 NB Group) 등을 분석대상으로 선정했다.¹⁸³⁾¹⁸⁴⁾

가. Affiliated Managers Group(AMG)

AMG는 설립 초기부터 PE(private equity)로부터의 출자, 차입 등을 통해 중소규모 자산운용회사들의 지분을 인수해 계열회사로 편입하는 방식으로 성장했다. 설립 후 불과 4년 만에 뉴욕증권거래소에 상장하는 등 공격적인 성장을 이어갔다. 이 회사는 인수를 통해 성장한 전형적인

183) NB Group은 비상장회사이지만 종업원소유회사라는 특이한 지배구조, 낮은 이직률 등 특이한 구조를 가지고 있어서 분석대상으로 선정했다.

184) 본 절에서는 사례분석을 통해 파악한 핵심적인 내용만을 간략하게 서술한다. 보다 상세한 내용들은 부록으로 넘긴다.

회사로 평가받는다. AMG는 인수를 통해 성장한 회사이기는 하지만, 소수 지분보유도 마다하지 않았다. 그리고 AMG는 피인수 기업의 경영권 보장을 전제로 수익분배형 인수계약에 초점을 맞췄다. AMG가 운용하고 있는 자산의 구성을 몇 가지 기준으로 분류해 보면, 해외고객의 비중이 매우 높고, 주식과 대체투자에 집중하고 있으며, 기관투자자와 고액자산가의 비중이 높다는 사실이 발견된다. 해외고객의 비중은 전체 AUM의 약 62%에 달한다. 그리고 최근에는 미국 시장을 중심으로 자산관리 사업으로까지 사업모델을 확장하고 있다.

AMG는 해외시장에 매우 신중하게 접근했는데, 설립 초기부터 목표 시장에 바로 사무소를 설립하는 방식은 피했다.¹⁸⁵⁾ AMG는 설립 3년 후인 1996년에 글로벌 영업망을 보유한 대체투자 전문 First Quadrant에 대한 지분투자로 본격적인 해외시장 개척에 나섰다. 계열회사로 편입된 이 회사도 목표시장에 존재하는 회사가 아니라 자국인 미국 회사였다. 미국의 경우 최근까지도 전세계 자산운용산업의 절대강국이기 때문에 경쟁력을 갖춘 좋은 회사가 매우 많다. 즉, AMG는 자국 내에서 이미 글로벌 경쟁력을 확보한 회사의 지분을 인수함으로써 글로벌 경쟁력 확보에 나선 것이다. AMG는 회사 설립 후 10년 정도까지 주로 선진국 주식에 강점이 있는 자국내 중소규모 자산운용회사들을 인수해 해외고객을 늘려 나갔다. AMG가 해외 목표시장에서 영업하던 자산운용회사를 처음으로 인수한 것은 회사설립 11년이 지난 2004년이였다. AMG는 당시 신흥국 주식에 강점을 보유하고 있던 영국의 Genesis Asset Managers를 인수함으로써 본격적으로 신흥국 시장 개척에 나섰다. AMG가 그들의 목표 해외시장에서 영업하던 지역 자산운용회사들을

185) 본 절의 글로벌 자산운용회사 사례분석에서 “사무소(office)”라 함은 해외 시장에 설립한 독립법인, 지점, 대표 사무소 등을 포괄하는 개념임을 밝혀둔다. 본 사례분석에 포함된 회사들이 운영하고 있는 사무소의 법적 실체를 모두 정확하게 확인하기는 어려웠다.

인수한 유일한 국가는 캐나다이다. AMG는 2005년에 캐나다 기관투자자와 고액자산가 고객에 강점을 가지고 있던 4개 회사에 지분을 투자해 계열회사로 편입했다. AMG가 첫 인수활동을 시작했던 1994년 이후 약 20년간 해외의 자산운용회사를 다수 인수했지만, 피인수 회사들의 소속 국가는 영국과 캐나다가 전부이다. 즉, AMG는 미국과 영국 등 글로벌 자산운용산업 중심지의 회사들 중 글로벌 경쟁력을 이미 확보한 회사들을 인수하는 방식으로 해외고객을 늘려나갔다.

AMG는 이와 같은 인수 방식으로 해외시장 확보에 나선 이후, 그룹의 브랜드 가치와 규모의 경제가 확보되면서 해외 사무소 개설 등 그린필드 투자 방식에도 나서기 시작했다. AMG는 2007년부터 2013년까지 다양한 지역에 사무소를 설립해 영업망을 확대해 나갔는데, 이때 설립한 사무소들은 대부분 판매채널 또는 네트워크 기능을 한 것으로 평가된다. 결론적으로 AMG는 미국 및 영국 등 선진국의 중소규모 자산운용회사들을 인수해 그룹 전체의 운용역량과 판매 네트워크를 확보해 국제적 명성을 얻는데 주력한 이후, 그린필드 투자 방식을 활용해 판매를 늘려간 사례로 볼 수 있다. 물론 이 과정에서 중국과 같이 규제가 강하고 위험성이 높은 시장에는 합작 방식을 활용하기도 했다.

나. Aberdeen Asset Management PLC.(Aberdeen)

Aberdeen은 1983년에 그 당시 유행하던 경영자매수 방식을 통해 스코틀랜드 에버딘에 적을 두고 있던 투자신탁을 그 매니저들이 인수하면서 설립된 회사이다. Aberdeen은 설립 후 비교적 빠른 시간에 상장해 성장의 축을 마련한 뒤, 차입을 적절히 활용해 적극적인 인수로 사세를 확장했다. Aberdeen 고객군의 핵심은 기관투자자, 특히 보험회사들이며, 전체 운용자산의 42% 내외가 해외고객의 자산이다. 주력 자산군은 전통적인

주식과 채권이며, 최근에는 자산관리 서비스에 역점을 둔 솔루션 서비스를 키우고 있다.

Aberdeen은 설립 후 2000년까지는 인수보다는 내부 성장을 지향했다. 그러나 해외시장 진출에 대해서는 비교적 설립 초기에 아시아 지역(홍콩, 싱가포르)에 독립법인 형태의 사무소를 개설하면서 적극성을 보이기 시작했다. Aberdeen은 본격적인 성장을 위해 2000년부터 적극적인 인수 활동을 시작했는데, 이때부터 자국인 영국 시장뿐만 아니라 글로벌 시장 공략을 염두에 두고 인수전략을 설계했다. 해외시장의 피인수 회사들 중 독일 Deutsche Asset Management의 영국과 미국 기관영업 부문, 스위스 Credit Suisse의 자산운용 부문 인수가 대표적인데, 이러한 인수를 통해 글로벌 시장에서 유용한 사업부문과 판매채널을 확보할 수 있었다. 뿐만 아니라, 호주, 미국, 스웨덴 시장을 공략하기 위해 지속적인 해외 자산운용회사 인수에 나섰다.

Aberdeen의 해외시장 확장은 글로벌 판매망과 운용 노하우를 지닌 선진국 자산운용회사의 인수 중심이라는 점에서 앞서 살펴 본 AMG와 유사한 측면이 있다. 그러나 미국, 영국, 캐나다 이외 국가 소속의 자산운용회사를 인수하지 않은 AMG와 달리 Aberdeen은 보다 다양한 국가 소속의 자산운용회사들을 인수했다. 또한 중소기업 부띠끄들에 대한 소수 지분출자 방식을 활용해 수익을 분할했던 AMG와 달리 Aberdeen은 비교적 규모가 큰 금융회사의 자산운용 부문 전체 지분을 인수하는 방식을 주로 활용했다.¹⁸⁶⁾ 또한 AMG가 피인수 회사의 지분을 50% 미만으로 인수하며 그 회사들의 지배구조를 그대로 인정하는 방식을 활용한 것과 달리 Aberdeen은 인수한 회사를 합병해 상품 라인업과 운용역량을 확보한 후 해외 판매망을 늘려나가는 전략을 펼쳤다. 이와 함께 Aberdeen은 해외 독립법인 설립 등 그린필드 투자방식도 병행해 해외시장

186) 부띠끄 유형의 자산운용회사는 특화 영역이 매우 뚜렷한 중소기업 회사를 의미한다.

공략에 박차를 가하고 있는데, 이와 같은 투자방식은 주로 판매채널과 네트워크 구축 기능을 한 것으로 평가된다.

다. Janus Capital Group, Inc.(JCG)

JCG는 매우 특이하면서도 긴 역사를 지닌 자산운용회사이다. 철도회사가 모태인 Kansas City Southern Industries, Inc.(이하 KCSI)가 리서치와 정교한 금융모델을 기반으로 개별 회사 분석에 강점을 가졌던 Janus Capital Corporation(이하 Janus)을 인수한 것이 오늘날 JCG의 근간을 이루고 있다. JCG의 사업모델은 이 회사의 태생적 특징을 잘 반영하고 있는데, 주로 데이터와 금융공학을 결합한 뮤추얼펀드 운용이 핵심 사업영역이다. 주식운용도 IT를 기반으로 하는 기술주에 강점을 가지고 있었다. 그러나 JCG는 이러한 사업모델로 인해 2000년대 초반 IT버블 붕괴의 영향을 강하게 받는 등 부침을 겪었다.

오늘날 JCG는 뚜렷한 특징을 가진 4개의 자회사를 둔 지주회사 형태를 취하고 있다. 자회사는 리서치 기반투자에 강점을 지닌 Janus Capital Management, 정량분석 등 금융공학에 강점을 지닌 INTECH, 중형규모기업(mid-cap) 주식운용에 강점을 지닌 Perkins, ETF 플랫폼인 VelocityShares 등으로 구성되어 있다. 이 자회사들은 주로 인수를 통해 그룹에 편입되었으며, 모두 자국인 미국의 회사들이다. JCG의 주력고객은 개인투자자인 소매고객들이며, 주력 자산군은 주식과 금융공학(mathematical) 기반 상품, 채권이다.

JCG가 보유한 해외고객 자산의 비중은 전체 AUM의 약 16% 수준으로 AMG 및 Aberdeen에 비해서는 낮은 편이며, 그나마도 2010년대에 들어선 이후에 조금씩 늘어나고 있다. 즉, 회사 전체 AUM에서 차지하는 해외고객의 비중이 10%를 넘어선 것은 회사 설립 후 상당기간이

지난 2010년대 이후이다. JCG는 해외 자산운용회사를 인수한 경우가 없었으며 대부분 사무소 설립 등 그린필드 투자를 통해 해외시장에 진출했다. JCG의 해외고객 비중이 낮은 것은 이 회사의 전략일 수도 있다. 이는 JCG가 자신들의 독특한 사업모델로 인해 거대시장인 미국시장만 공략해도 충분할 것이라고 판단했을 수도 있다는 의미이다. 그러나 뮤추얼펀드 운용을 통해 소매고객을 많이 확보하고 있던 JCG가 2000년대에 직면한 각종 위기에 큰 영향을 받아 AUM 급락을 경험했던 것을 고려하면 위와 같은 해석은 설득력이 떨어진다. JCG가 유럽과 아시아, 중동 등 세계 각지에 사무소들을 설립한 것은 위기 타파를 위해 해외시장 개척에 대한 의지가 있었음을 반영한다. 다만, JCG가 그들의 독특한 사업모델로 인해 위기가 시작되기 이전에는 해외시장 진출의 필요성을 크게 자각하지 못했을 가능성은 있다.

결국, JCG가 다른 회사들에 비해 상대적으로 늦은 시기에 해외시장에 진출해 해외고객 창출이 적었던 것은 이 회사의 사업모델 및 해외시장 진출 전략과 관계가 있다. JCG는 상대적으로 소매고객의 비중이 높았기 때문에 해외시장에 진출할 때 판매채널의 확보가 매우 중요하다. 그럼에도 불구하고 JCG는 해외시장 진출 전략의 기본을 그린필드 투자를 통한 사무소 설립에 두었다. 따라서 JCG는 해외시장 진출 초기에 판매채널 확보 등 네트워킹에 어려움을 겪었고, 그 결과 해외수요 창출이 그리 빠르지 못했다. 이는 JCG 정도의 명성을 가지고 있는 자산운용회사조차도 그린필드 투자를 통해 새로이 소매고객을 위한 판매채널과 네트워크를 확보하는 것은 쉽지 않다는 것을 반영한다. 다만, 2010년 이후 해외고객의 비중이 다소나마 늘어나고 있는 것은 상품 라인업 보강과 JCG의 독특한 사업모델을 통해 해외에서도 서서히 경쟁력을 인정받고 있음을 보여준다 하겠다.

라. Neuberger Berman Group LLC(NB Group)

NB Group은 1939년 설립할 때부터 부유층과 기관투자자들이 주요 고객군이었다. NB Group은 2003~2008년 중 Lehman Brothers에 합병된 시기를 제외하면 비상장 독립회사로 영업해 왔다. 1990년대 후반부터 다수의 인수 활동이 있었지만, 대규모 인수 건은 거의 없었다. 그리고 인수 후 NB Group 내로 통합시키는 전략을 통해 하나의 회사 체계를 유지하고 있다. NB Group은 상장하지 않았을 뿐만 아니라 대형 금융기관 등 모기업이 없는 완전 종업원소유회사 체계를 오랫동안 유지해 왔기 때문에 자본규모가 크지 않은 회사다. 종업원들이 회사의 주주들이기 때문에 배당도 많았을 것으로 추정된다. 따라서 NB Group은 성장을 위한 자금원으로 차입을 많이 활용한 것으로 보인다. NB Group의 주력 자산군은 주식과 채권이며, 최근 대체투자가 늘어나고 있다.

NB Group은 해외 자산운용회사를 인수한 경우는 없는 것으로 파악된다. 이 회사의 해외시장 진출은 모두 그린필드 투자를 통한 사무소 개설 방식이다. 이는 이 회사가 비상장회사인데다 종업원소유회사여서 자본력 확충에 제한이 있었기 때문일 것이다. 이러한 이유로 NB Group은 설립 후 거의 65년이 흐른 뒤인 2000년대 중반 이후에서야 해외시장 진출을 본격화했다. 다만, 이 회사가 해외시장 진출에 그린필드 투자 방식을 활용할 수 있었던 것은 기관투자자와 고액자산가(High Net Worth: HNW) 고객군에 특화된 사업구조 때문이기도 하다. 즉, NB Group은 오랫동안 이 영역에서 명성을 구축해 왔기 때문에 그린필드 투자 방식을 통해서도 해외시장에서 경쟁력을 가질 수 있었고, 따라서 적은 비용으로 네트워크를 구축할 수 있었을 것이다. 그 결과물은 해외시장 사무소 개설이 본격화된 것이 불과 몇 년 전인 2008~2013년인데도 불구하고 해외고객의 비중이 빠르게 늘어나고 있는데서 찾아볼 수 있다.

마. 글로벌 자산운용회사 사례분석의 시사점

사례분석에 포함된 4개 자산운용회사의 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 회사의 주력 사업모델은 회사의 탄생배경을 잘 반영하고 있다. 시대의 변화에 따라 주력 사업모델에 약간씩의 변화는 있지만, 자신들만의 장점을 완전히 포기하지는 않았다. 둘째, 성장 방식은 인수를 주력으로 하는 경우와 내부성장을 주력으로 하는 경우로 나뉘지만, 역사가 긴 회사는 주로 내부성장에, 역사가 짧은 회사는 인수에 초점을 맞추고 있다.¹⁸⁷⁾ 셋째, 인수에 핵심역량을 집중하는 회사는 자금조달에도 매우 적극적인 방식을 이용한다. AMG가 대표적인 경우인데, PE로부터의 출자, 차입, 배당유보 등을 통해 마련한 자금으로 인수에 적극 나서고 있다. 나머지 회사들도 자기자본 뿐만 아니라 차입을 적극 활용하고 있다. 특히 NB Group의 경우 자기자본이 상대적으로 적은 문제를 차입으로 풀어내고 있다. 넷째, 인수 전략도 회사에 따라 다소 차이가 있다. AMG의 경우 소수지분 인수를 통해 피인수 회사를 계열사로 편입해 수익만 공유하며, 피인수 회사들의 지배구조를 그대로 인정하고 있다. 그러나 다른 회사들은 대체로 인수 후 본사로 합병하거나 자회사 형태로 편입하고 있다.

사례분석에 포함된 글로벌 자산운용회사들의 해외시장 현지진출과 관련된 주요 특징은 다음과 같다. 약간씩의 차이는 있지만 대부분의 자산운용회사들이 해외시장 현지진출에 대해서는 매우 신중한 양상을 보였다. 인수를 통해 해외시장 현지에 진출하는 경우에도 목표시장의 지역회사(local company)를 인수하는 경우는 거의 발견되지 않았다. 예를 들어

187) 역사가 긴 Fidelity Investments나 Capital Group Companies 등은 비상장회사 구조를 유지하면서 내부성장 전략을 추구하며, 비교적 최근에 설립되어 전세계 최고의 자산운용회사로 성장한 BlackRock은 기업공개와 차입을 통한 적극적인 인수활동으로 성장했다.

AMG의 경우만 하더라도 인수 활동에 매우 적극적이었지만 그 대상이 미국, 영국, 캐나다 등으로만 국한된다. AMG는 미국 자산운용회사들 중 이미 해외시장에 상당한 고객층을 가지고 있거나 판매 네트워크를 구축한 회사들을 중심으로 인수에 나섰는데, 이를 기반으로 해외시장 고객을 빠르게 확보할 수 있었다. AMG 뿐만 아니라 Aberdeen도 신흥시장 진출 시에는 해당시장에 강점이 있는 선진국 자산운용회사들을 주로 인수했다. 그린필드 투자 방식 위주로 해외시장에 진출한 경우에는 더욱 신중하게 접근한 것으로 판단된다. 회사들이 자신들만의 사업모델을 구축하고 이를 통해 충분한 운용능력과 경쟁력을 갖춘 후에 해외시장에 판매망 구축을 목적으로 진출하는 방식이 주를 이룬다.

다음으로 해외시장 진출에 있어서는 인수 위주의 성장전략을 펴는 회사들도 인수와 그린필드를 잘 혼합하고 있다는 점이 두드러진다. 이는 앞에서 설명한 것과 유사한 특징이다. 즉, 해외시장 진출에 인수를 잘 활용한 자산운용회사들도 목표시장, 예를 들어 신흥시장에 있는 지역 자산운용회사를 인수하는 방식보다는 그 시장에 강점이 있는 선진국 자산운용회사들을 인수한 후, 그린필드 방식으로 다양한 목표시장에 진출하는 방식을 선택하고 있다.

마지막으로, 소매고객 위주의 사업모델을 갖추고 있는 회사는 그린필드 투자 위주로 해외시장에 진출할 경우 고객확보에 더 긴 시간이 걸릴 수도 있다. 이는 동일한 그린필드 투자 방식으로 해외시장에 진출한 NB Group과 JCG가 해외고객 창출 속도에 다소 차이를 보이고 있는 것을 통해 어느 정도 추측할 수 있겠다. 원래부터 기관투자자와 고액자산가 시장에 강점이 있었던 NB Group은 해외시장에서도 조금 더 쉽게 판매 네트워크를 구축해 간 반면, JCG는 소매고객에 초점을 맞춘 상품군으로 인해 해외시장에서 판매채널과 네트워크를 갖추는데 더 오랜 시간이 걸렸을 가능성이 있다.

〈표 IV-16〉 글로벌 자산운용회사 사례분석 요약

(단위: 백만달러)

	AMG	Aberdeen	JCG	NB Group
설립연도	1993년	1983년	1962년 및 1969년	1939년
본사 소속국가	미국	스코틀랜드	미국	미국
AUM (Towers Watson 랭킹)	620,200 (38위)	324,400 (58위)	183,100 (97위)	250,000 (70위)
상장여부	상장 (NYSE)	상장 (LSE)	상장 (NYSE)	비상장 (종업원소유)
자금조달 특이사항	PE의 출자 및 차입 활용	차입 활용	차입 활용	차입 활용 (자본 소규모)
주요 고객군	기관투자자 및 고액자산가	기관투자자 (보험회사)	소매고객	기관투자자 및 고액자산가
주요 자산군	주식 및 대체투자	주식, 채권 및 솔루션	주식, Math, 채권	주식 및 채권
성장 전략	인수	인수와 내부성장	내부성장 (일부 인수)	내부성장 (일부 인수)
인수 전략	멀티 부띠끄, 소수 지분 인수 후 피인수 기업 경영권 인정	대형 금융사 자산운용부문 인수 후 회사에 통합	인수 후 그룹 산하 자회사 편입	인수 후 통합 (단일회사 체계)
해외고객 비중	62%	42%	16%	25%
해외진출 전략	인수 후 그린필드	인수 후 그린필드	그린필드	그린필드
해외 피인수 회사 국가	영국, 캐나다	미국, 독일, 스위스, 호주	-	-

주 : 2014년말 기준이며, Towers Watson 랭킹은 2013년말 기준. 설립연도는 모태기업의 설립연도. 스코틀랜드는 영국과 동일한 국가로 간주
 자료: 각사 연차보고서, Towers Watson(2014c)

6. 국내사들의 해외 현지진출 요건 및 모델

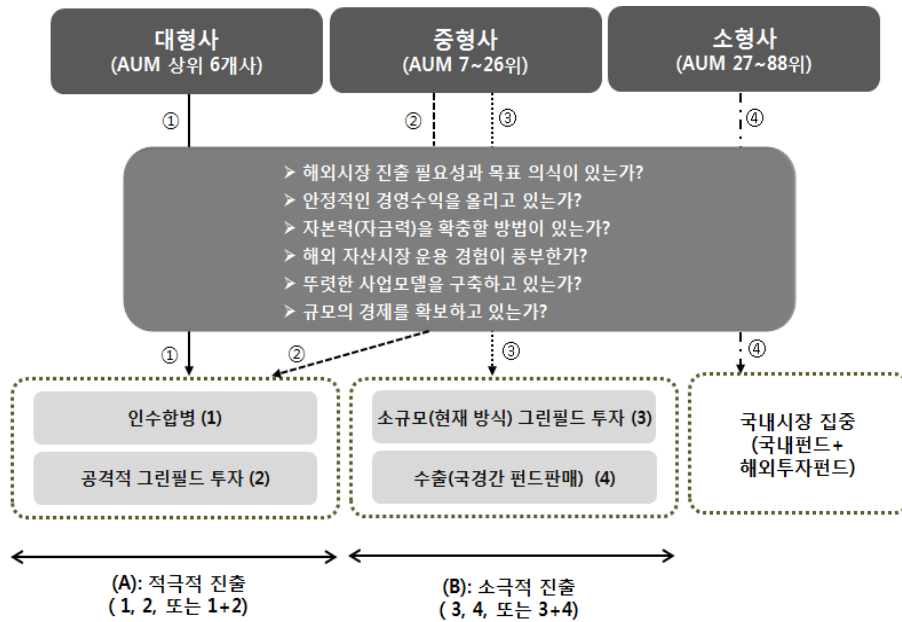
가. 요건 및 목표

전술한 바와 같이 국내에는 2015년 8월말 기준 88개의 자산운용회사가 인가받아 영업하고 있다. 모든 자산운용회사들이 지분투자를 통해 해외시장 현지에 진출하는 것은 사실상 불가능하다. 어떤 자산운용회사의 해외 현지진출이 가능한지를 판단하는 것은 쉽지 않다. 이는 개별 회사들이 직면한 상황에 따라 의사결정의 과정과 결과가 다르기 때문이다.

개략적으로 볼 때 다음과 같은 몇 가지 요건을 충족할 경우 해외시장 현지진출을 시도해 볼 수 있을 것으로 본다. 첫째, 해외시장 현지진출에 대한 필요성과 목표 의식을 뚜렷하게 가지고 있는지 여부이다. 그렇지 않으면 강력한 동기부여가 사실상 불가능하다. 둘째, 안정적인 경영수익을 올리고 있는지 여부이다. 해외시장에 안정적으로 정착하기 위해서는 상당한 시간이 필요하다. 이 기간 동안 소요되는 자금을 충당할 수 있을 정도로 경영수익이 꾸준히 발생해야 한다. 셋째, 자본력 또는 자금력을 확충할 방법이 있는지 여부이다. 적극적인 해외시장 현지진출을 위해서는 대규모 자본력이 필요한데, 현재 국내 자산운용회사들의 자본력은 미약하다. 증자 또는 이 보다 더 적극적인 자금조달 방안을 가지고 있어야 빠른 해외시장 침투가 가능하다. 넷째, 해외 자산시장 운용 경험이 풍부한지 여부이다. 일정 수준 이상의 해외고객을 만들어내기 위해서는 국내자산에 투자하는 상품만으로는 한계가 있다. 따라서 글로벌 자산시장에 대한 다양한 경험은 매우 중요하다. 다섯째, 뚜렷한 사업모델을 가지고 있는지 여부이다. 이는 투자자산군이나 투자전략에 특징이 있는지, 고객군에 특징이 있는지 등을 의미한다. 해외시장 고객에게 어필하기 위해서는 사업모델의 차별성이 중요하다. 여섯째, 규모의 경제를

확보하고 있는지 여부이다. 해외시장을 개척하기 위해서는 판매망과 네트워크 구축, 마케팅, 리서치 등에 운용자산 규모 대비 많은 인력이 필요하다. 따라서 아직 규모의 경제를 확보해두지 못한 자산운용회사들은 해외시장 진출 초기에 경영수익성이 악화될 수 있다.

〈그림 IV-4〉 국내 자산운용회사의 해외시장 현지진출 요건



국내 88개 자산운용회사들을 대, 중, 소 등 3개의 그룹으로 나눌 때, 대형사들과 중형사들 중 일부가 위와 같은 요건을 만족시킬 수 있을 것으로 추정된다.¹⁸⁸⁾ 따라서 이 회사들은 인수합병과 공격적 그린필드

188) 자산운용회사들을 대형사, 중형사, 소형사로 구분하는 공식적인 기준은 없다. 여기에서는 본 장에서 여러 차례 인용된 AUM 상위 6개사를 대형사로

투자 등 보다 적극적인 해외시장 현지진출을 모색할 수 있을 것이다(<그림 IV-4>의 (A)). 여기에서 공격적인 그린필드 투자라 함은 해외 현지법인 또는 지점이 마케팅, 네크워킹, 판매채널 확보, 리서치, 운용 등을 일괄적으로 수행해 해외 현지고객을 적극적으로 확보함을 의미한다. 운용대상 자산도 글로벌 시장을 포괄해야 한다. 그리고 적극적인 해외시장 현지진출 방식은 1국에 설립된 현지법인이 역외펀드를 활용해 현지법인이 설립되지 않은 2국에 펀드를 판매하는, 소위 펀드 수출도 포괄한다. 중형사들 중 위와 같은 요건을 완전히 만족하지 못하는 자산운용회사들은 현재와 같은 소극적 진출방식을 통해 단계적으로 해외시장에 접근할 수 있을 것이다(<그림 IV-4>의 (B)). 여기에서 소규모 그린필드 투자라 함은 해외 현지법인이나 지점 설립의 주요 목적이 국내고객의 해외투자 자산운용에 있고, 현지고객에 대한 수요 창출은 초기 단계에 머물러 있는 것을 의미한다. 즉, 이는 현재 국내 자산운용회사들이 추구하고 있는 해외시장 진출 방식이다. 다만, 지금까지는 거의 활용하지 않았던 펀드 수출을 소규모 그린필드 투자와 연계시킬 수 있다. 마지막으로 소형사들은 해외시장 현지진출이 현실적으로 어렵다고 판단되는 만큼, 국내시장에 집중하는 것이 바람직할 것이다.

<그림 IV-4>의 (A), 즉, 적극적 해외시장 진출 모델의 경우 현재까지 국내 자산운용회사들이 생각해 왔던 목표보다 한 단계 높은 목표설정이 필요하다. 설정 가능한 목표를 예로 들면 다음과 같다. 첫째, 5~7년

정의하기로 한다. 이 회사들은 Towers Watson(2014c)이 분류한 글로벌 자산운용회사 AUM 순위의 300위 내에 포함되는 회사들이다. 중형사는 이 기준에서 500위 내에 포함되는 회사들로 정의한다. 이렇게 정의하면 중형사는 현재 국내등록 AUM 기준 순위 7~26위까지이다. 참고로, 2013년 기준 Towers Watson 순위 내에 포함된 우리나라 자산운용회사들이 다수 확인되지만, 인용된 AUM 규모가 국내 공식통계와 다소 많은 차이가 난다. 따라서 우리나라 자산운용회사들의 글로벌 순위는 국내 공식통계를 기반으로 Towers Watson(2014c) 순위와 비교하는 방식으로 측정했다.

이내에 해외고객 자산의 비중을 회사 전체 AUM의 10% 이상까지 끌어올리는 것을 생각해 볼 수 있다. 둘째, 적극적인 해외시장 현지진출을 위해서는 국내에서의 사업 재편이 반드시 동반되어야 하는 만큼 10년 이내에 국내고객 자산과 해외고객 자산을 모두 합한 총 AUM을 글로벌 자산운용회사 중 100~150위까지 끌어올리는 것을 생각해 볼 수 있다. 이 경우에도 당연히 총 AUM의 상당 부분을 해외고객의 자산이 차지해야 할 것이다.

나. 가능한 진출 모델

1) 고려해야 할 사항

여기에서는 적극적 진출, 즉 <그림 IV-4>의 (A)에 해당하는 해외시장 진출 모델을 제시한다. 본 장의 4절과 5절에서 살펴 본 문헌연구와 글로벌 자산운용회사 사례는 해외시장 진출 모델에 대해 매우 유익한 정보를 제공해 주었다.

먼저 그린필드 투자 방식의 해외시장 현지진출은 신중한 접근이 필요하며, 뛰어난 경쟁력을 확보한 이후에 유효한 것을 확인했다. 이 방식은 자산운용회사의 역사가 길어서 급격한 성장에 중심을 두지 않는 회사에 보다 적합하다는 것도 보였다. 특히 해외시장 판매채널이나 네트워크가 매우 중요한 만큼 소매고객 중심의 사업구조를 가지고 있는 회사보다는 기관투자자나 고액자산가에 경쟁력을 가지고 있는 회사에 더 적합하다. 또한 상품개발이나 운용은 본사나 거점지역의 현지법인이 담당하되, 여타지역에 그린필드 방식으로 설립한 해외법인 또는 지점은 대부분 해당 자산시장에 대한 기초 리서치, 각종 네트워크와 판매채널 구축, 마케팅, 투자자와의 장기적 관계 형성 등에 집중하는 경향이 강하다.

따라서 그린필드 투자는 건당 투자 규모가 반드시 클 필요는 없다. 다만, 국제적인 영업망 구축을 위해서는 전체적 투자 규모가 상당히 커질 것이 자명하다.

인수는 역사가 짧거나 보다 신속하게 성장을 원하는 자산운용회사에 적합하며, 이는 해외시장 진출에도 그대로 적용된다. 미국이나 영국 등에는 오래전서부터 해외에 네트워크를 구축한 자산운용회사들이 많이 존재한다. 이 회사들은 미국 또는 영국 시장뿐만 아니라, 신흥국 시장 등 다양한 국가에 영업기반을 구축한 경우가 많다. 따라서 인수 방식을 통해 해외시장 현지진출을 모색할 경우에는 미국과 유럽 등 선진국 자산운용회사들을 인수하는 것이 더욱 효율적일 가능성이 크다.¹⁸⁹⁾ 또한 가급적 짧은 시간에 회사 전체 AUM을 늘리고, 해외고객의 비중을 올리기 위해서는 인수가 더 효율적이다.

해외시장 현지진출의 초기 단계가 지나면 대부분 인수, 그린필드 투자, 수출 등 가능한 진출 방식을 효율적으로 조합한다. 예를 들어 글로벌 투자나 네트워크에 강점이 있는 미국이나 유럽 자산운용회사를 인수해 글로벌 거점 운용사로 기능하게 하고, 나머지 지역에는 그린필드 투자 방식으로 진출할 수 있다. 그린필드 투자와 UCITS 펀드의 역외 판매를 조합할 수도 있다.

189) 물론 문헌연구에 따르면 인수 방식을 통한 해외시장 현지진출은 문화적 차이가 크지 않은 인접국가에 더 유리하다. 그러나 현실적으로 우리나라와 문화적 차이가 크지 않은 중국의 경우 100% 단독 인수는 불가능하며, 그나마도 인수가격이 너무 올라간 것으로 지적된다. 여타 동남아 신흥국가들의 경우 경쟁력이 있는 자산운용회사를 찾는 것이 쉽지 않을 것으로 추정된다. 이와 동시에 중국이나 동남아 신흥시장 국가의 자산운용회사를 인수하면 해당 국가 이외의 국가에서는 경쟁력이 없다는 한계가 분명하게 존재한다.

2) 진출 모델

가) 국내 사업 재편과 초대형화 후 공격적 그린필드 투자

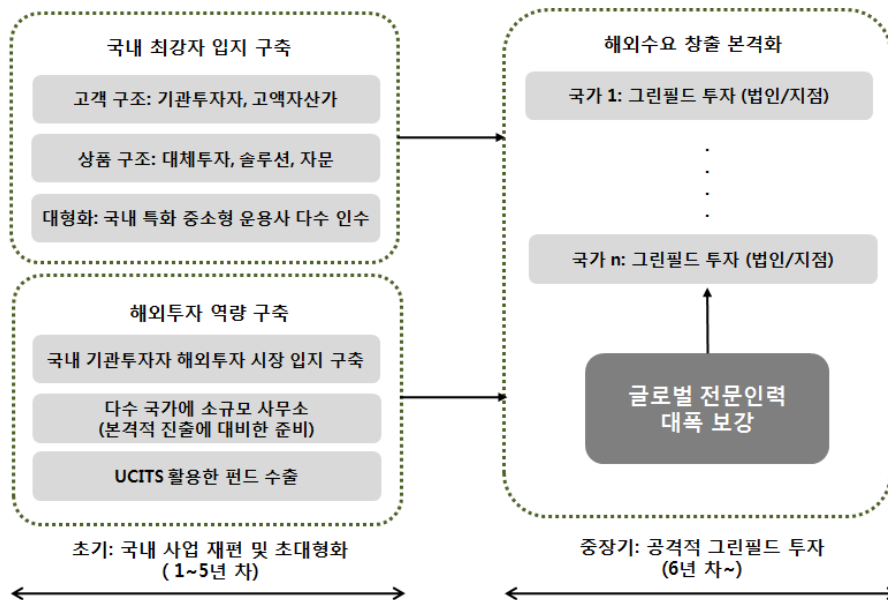
이 모델은 그린필드 투자를 통해 해외시장에 진출하는 것을 염두에 두는 경우에 해당한다. 앞에서 논의한 바와 같이 그린필드 투자를 통한 해외시장 현지진출은 국제적으로 일정수준 이상의 경쟁력을 확보하고 있거나 기관투자자 또는 고액자산가 위주의 사업구조를 가지고 있는 경우에 적합하다. 이는 기존의 단계적인 해외시장 진출 전략과 유사하게 보일 수도 있다. 그러나 이 모델은 사업구조의 재편과 초대형화를 통해 국내시장에서 위상을 더 강화한 후 해외시장에 진출한다는 측면에서 국내 대형사들이 기존에 추구하던 전략과는 차이가 있다.

이 모델의 핵심은 기존 사업구조를 기관투자자와 고액자산가 중심으로 전환하고, 이 과정에서 기존 회사의 체계 내에서 부족한 부분을 이 영역에서 강점이 있는 국내 중소형사들의 인수를 통해 보강하는 것이다. 상품 또는 서비스 측면에서는 대체투자의 대폭 강화, 솔루션과 자문기능 강화, 해외투자 역량 강화 등이 요구된다. 구조 변화 1~5년 차에는 기존 사업 구조의 변화와 초대형화, 그리고 국내 기관투자자 및 고액자산가의 해외투자 역할 수행 등을 통해 국내에서 확실한 입지를 다짐과 동시에 국제적 자산운용회사들과 겨룰 수 있는 힘을 기른다. 그리고 이 기간 동안 해외시장 개척과 관련해서는 UCITS 펀드를 활용해 펀드를 수출함과 동시에 여러 국가에 소규모 사무소를 설치해 본격적인 해외고객 창출을 준비한다. 구조변화 5년이 지난 이후부터 투자 규모를 대폭 늘려 사무소 위주의 해외 영업망을 독립법인이나 지점 유형으로 전환하고 미국이나 유럽의 전문 인력을 대폭 보강하여 본격적인 해외영업에 나선다.

이 모델에서 가장 중요한 부분은 구조 변화 5년 이내에 사업구조를 전환하고 초대형화에 성공해 지역 절대강자로서의 입지를 구축할 수 있느냐 하는 것이다. 즉, 이 기간 중에 국내 자산운용회사 중 기관투자자와 고액자산가 자산의 해외투자에 가장 역량이 우수한 회사라는 인식을 국제적으로 인정받을 수 있는지가 성공의 열쇠가 될 것이다. 그리고 본격적인 해외시장 공략이 시작될 시점에는 우수한 인력의 보강과 해외 영업망의 효율적인 현지화가 성공의 핵심이 될 것이다.

다만 이 모델은 다음과 같은 측면에서 한계를 지닌다. 이를 접목하는 자산운용회사가 국내에서 초대형화에 성공하고 역량을 강화하더라도 글로벌 자산운용회사들과 경쟁하기에는 여전히 부족할 가능성이 크다. 따라서 5년 이상의 시간이 흐른다 하더라도 그린필드 투자 방식 위주의 해외시장 공략이 얼마나 효율적일지는 불투명하다.

〈그림 IV-5〉 국내 사업 재편 후 공격적 그린필드 투자



나) 유럽의 소규모 부띠끄 인수와 UCITS을 통한 펀드수출

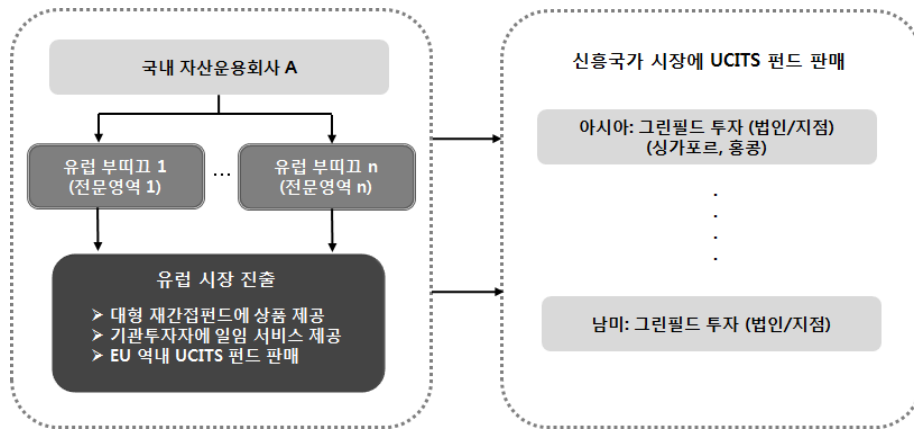
이는 국내 자산운용회사들이 유럽, 특히 EU 지역 시장을 직접 침투함과 동시에 중장기적으로 아시아와 남미 등 신흥시장을 침투하는데 적합한 모델이다. 최근 들어 부띠끄 유형의 유럽 자산운용회사들이 서비스 제공 영역을 유럽내 다른 나라까지 확대하는 추세를 보이고 있는데, 이러한 추세는 앞으로 더 강해질 것으로 예상된다(Giannotti(2014)). 즉, 유럽에서는 부띠끄 유형의 소형·특화 자산운용회사도 국경 간 펀드판매 시장에 본격적으로 참여할 가능성이 커지고 있는 것이다.

이 모델의 핵심은 EU 지역에서 특정 영역에 특화된 것으로 잘 알려진 부띠끄를 전문영역별로 찾아내 좋은 가격으로 인수하는 것이다. 그리고 단기적으로는 인수한 회사를 국내 자산운용회사의 자회사, 또는 계열회사로 편입하되 기존 회사명과 조직을 그대로 유지해 브랜드 가치를 인정해 주는 것이 바람직하다. 이는 일종의 멀티 부띠끄 체계로 볼 수 있다. 몇 개의 전문영역에서 좋은 부띠끄를 찾아내 인수하면 장점이 많다. 단기적으로는 이들이 기존에 영위하던 유럽내 대형 자산운용회사의 재간접펀드에 대한 상품 제공, 기관투자자 대상 일임서비스 제공 등을 통해 경영수익을 창출함과 동시에 네트워크 구축이 가능하다. 그리고 UCITS 펀드등록을 통해 유럽 내 국경간 펀드판매를 추구할 수도 있다. 중장기적으로는 싱가포르와 홍콩에 그린필드 투자를 통해 국내 자산운용회사의 현지법인 또는 지점을 설립하고, 인수한 부띠끄들이 운용하는 UCITS 펀드를 인접한 아시아 지역에 판매할 수도 있다. 남미지역에도 동일한 전략을 활용할 수 있다. 이는 아시아와 남미 지역에서 UCITS 펀드의 인기가 점차 커지고 있기 때문에 충분히 고려해 볼만한 모델이다.

다만, 국경간 서비스 제공 노하우를 보유한 부띠끄들이 아직은 많지 않기 때문에 적절한 매물을 좋은 가격에 인수하기 어려울 가능성이 있다. 또한 부띠끄 유형의 자산운용회사들을 인수하면 그들의 브랜드 가치와

운용 문화를 살려주는 것이 좋은데, 이 경우 이들을 인수하는 국내 자산운용회사와의 조화 또는 통합이 쉽게 이루어지지 않을 가능성이 있다. 물론 이 문제에 대해서는 AMG의 지배구조를 도입해 대응할 수 있지만, 우리나라 기업이 사실상 피인수 기업에 대해 경영권을 행사하지 않고 경영수익만 공유하는 AMG 모델을 도입할 수 있을지는 의문이다.

〈그림 IV-6〉 유럽의 소규모 부띠끄 인수와 UCITS 펀드 수출



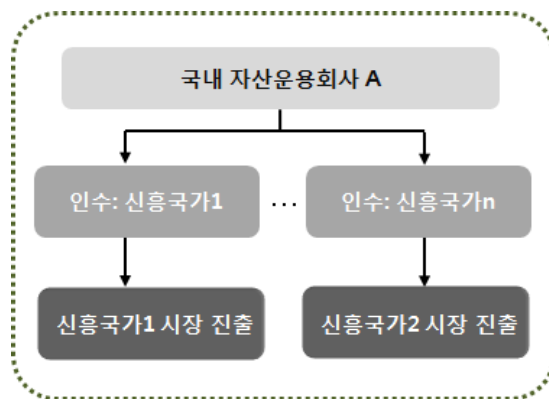
다) 신흥시장의 기존 자산운용회사 인수

과거 수십년간 미국과 유럽은 전세계 자산운용시장의 중심이었으며, 현재도 규모 측면에서는 타 지역을 압도한다. 그러나 고령 인구가 급격하게 늘어나 자산축적 단계에서 자산소비 단계로 들어섬에 따라 미국과 유럽 등 선진국 자산운용시장의 성장세는 눈에 띄게 떨어질 전망이다. 반면, 이 국가들보다는 고령화 속도가 더딘 신흥국가들에서는 자산운용 시장이 태동하고, 향후 급격하게 성장할 가능성이 높다. 따라서 자산운용 회사들이 아시아와 중동, 남미 등의 신흥국가를 목표시장으로 설정하는 것은 당연하다. 이 모델은 성장 가능성이 높은 신흥국가 중 목표시장이

결정되면 그곳에서 이미 영업하고 있는 자산운용회사를 바로 인수하는 것이 핵심이다. 이를 통해 피인수 회사들이 구축한 판매채널과 네트워크, 운용인력, 현지화된 조직체계 등을 그대로 활용할 수 있다.

이 모델은 몇 가지 측면에서 뚜렷한 한계점이 있다. 우선, 신흥국가의 경우 자산운용시장 및 산업이 태동하는 단계에 있기 때문에 외국 자산운용회사가 자국회사를 인수하거나 현지법인을 설립하는 것에 대해 규제를 가할 가능성이 높다.¹⁹⁰⁾ 이 경우에는 규제가 허락하는 한도 내에서 현지회사와의 합작, 또는 전략적 제휴를 선택할 수밖에 없다. 설령 규제가 없다고 하더라도 신흥국가 시장에 경쟁력을 갖춘 매력적인 인수대상 자산운용회사를 찾는 것이 어려울 가능성도 있다. 그리고 시장의 잠재력이 뛰어나고 성장률이 높은 국가일수록 현지회사의 인수가격이 매우 높을 것이다. 신흥국가의 경우 상대적으로 규율체계가 취약할 가능성이 크기 때문에 인수대상 회사에 파악하기 어려운 부실 또는 여타 문제가 존재할 수도 있다.

〈그림 IV-7〉 신흥시장의 기존 자산운용회사 인수

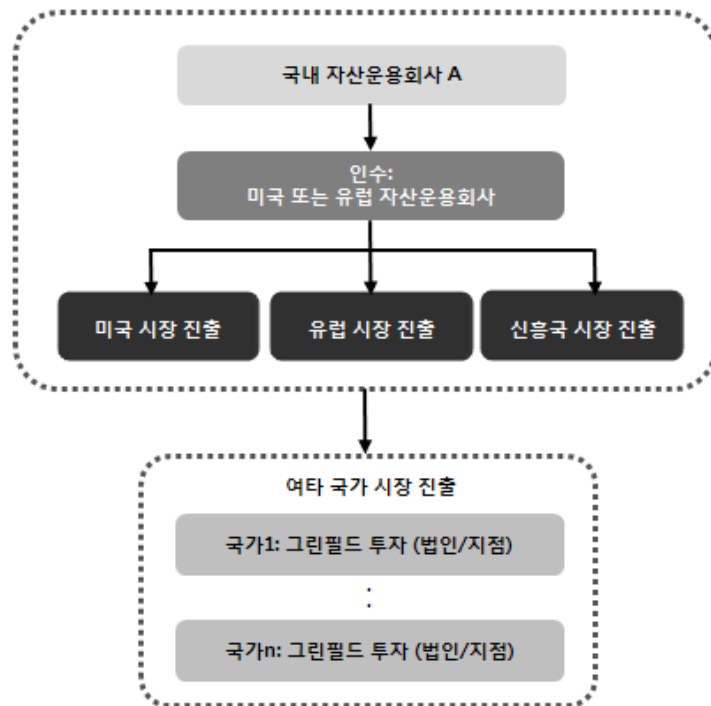


190) 중국이 대표적이어서 외국 자산운용회사가 중국내 자산운용회사의 지분을 49% 이상 확보할 수 없다.

라) 선진국의 중형 이상 자산운용회사 인수

이 모델은 미국 또는 유럽의 기존 자산운용회사 중 글로벌 자산시장에서의 투자경험이 풍부하고, 해외에 판매채널 및 네트워크를 잘 구축한 회사를 인수하는 것이다. 이 모델을 선택하는 회사는 일거에 AUM을 대폭 늘림과 동시에, 미국 또는 유럽, 그리고 신흥국가 시장으로부터 고객을 확보할 수 있다. 아직 영업망을 갖추지 못한 국가에는 차후에 그린필드 투자를 통해 현지법인이나 지점을 설립한다.

〈그림 IV-8〉 선진국의 중형 이상 자산운용회사 인수



이 모델은 빠른 시간 안에 목표 AUM 달성과 해외시장 개척이 가능하다는 장점을 가지지만, 매우 많은 비용이 소모된다. 미국 또는 유럽 시장뿐만 아니라 여타 국가 시장에도 영업망을 어느 정도 갖춘 회사라면 AUM이 국내 상위 6개 자산운용회사와 비교해 크게 떨어지지 않는 수준일 가능성이 크기 때문이다. 따라서 다른 어떤 모델보다 파격적인 자금력 확충 방안이 필요하다. 이 모델을 활용하는 자산운용회사는 수년간 배당유보와 증자 등을 통해 자체적으로 자본력을 확대함과 동시에, 부채 활용 또는 상장까지 고려해 봐야 한다. 경우에 따라서는 다른 투자자와 합작으로 인수에 나설 수도 있다. 합작 파트너도 다각적인 검토가 가능하다. 국내 자산운용회사들 간의 합작뿐만 아니라, 해외 자산운용회사들과의 합작도 고려해 볼 수 있다. 최근 해외시장 개척에 많은 관심을 보이고 있는 중국 자산운용회사와의 합작은 여러 가지 장점을 가질 수 있다. 선진국 자산운용회사를 합작투자 방식으로 인수함은 물론이고, 중국과 한국 자산운용시장에서의 전략적 제휴도 동시에 추구할 수 있기 때문이다.

7. 소결

본 장에서는 우리나라 자산운용회사들의 해외시장 현지진출을 통한 해외수요 창출에 대해 논의했다. 여기에서는 이와 관련하여 현황분석, 자산운용회사들과 정부의 기본적 과제, 적절한 진출 방식 및 전략 모색 등 포괄적인 내용들을 다루었다.

우리나라 자산운용회사들의 해외시장 현지진출은 최근 들어 부쩍 늘어나고 있다. 그러나 해외에 진출한 자산운용회사들의 영업현황을 조사한

결과 대다수 자산운용회사들이 해외고객의 자산을 거의 유치하지 못하고 있었다. 이 회사들이 해외에 설립한 법인이나 지점은 대부분 국내고객들의 해외투자펀드를 위탁받아 운용하는 것이 영업의 주력이었다. 결과적으로 우리나라 자산운용회사들의 해외진출은 현지고객의 수요 창출이라는 최종적인 목적으로까지는 이어지지 못하고 있다.

현지진출을 통한 해외수요 창출과 관련해서는 다음과 같은 과제들이 필요하다. 우선 자산운용회사들이 그 필요성에 대해 명확하게 인식하고 강한 의지를 보이는 것이 매우 중요하다. 필요성에 대해 명확하게 인식한다면 충분한 자본력을 축적해 미래의 투자에 대비해야 한다. 자본 축적 방안으로는 이익유보, 증자, 상장, PEF를 포함한 외부투자자의 지분 참여, 차입 등 가능한 모든 방법을 고려해 봐야 한다. 여기에 더해 해외 시장 진출에 적합한 문화와 조직구조 구축, 국제적 표준에 맞는 운용체계의 구축 등이 긴요하며, 진출대상 국가의 시장 및 규제에 대한 이해도 중요하다. 자산운용회사의 해외시장 현지진출에 대해 정부는 조력자의 역할을 든든히 해 주어야 한다. 먼저 정부는 일부 남아 있는 규제들을 조속히 해소해야 한다. 여기에는 회사형펀드를 일반법인과 동일하게 취급하는 데서 오는 문제점 해소가 대표적이다. 이와 관련하여 금융지주회사법, 자본시장법, 외국환거래규정 및 금융기관의 해외진출에 관한 규정 등에 잔존해 있는 관련 규제의 해소가 필요하다. 더불어 자산운용회사들이 해외진출을 실제로 실행에 옮길 때 부각되는 문제점들을 즉시 해결해 주는 체계를 만들 필요가 있으며, 해외시장 조사에 대해서도 지원해주는 것이 바람직하다.

자산운용회사들의 해외시장 현지진출과 관련해서는 어떤 회사들이 진출할 수 있는지, 진출이 가능하다면 어떤 진출방식과 전략이 필요한지에 대해서도 논의가 필요하다. 먼저 현지진출에는 대규모 비용이 소요될 뿐만 아니라 수반되는 위험도 크기 때문에 대다수 중소형 자산운용회사들은 현실적으로 이를 수행하기 어렵다고 본다. 따라서 이런 회사들은

국내시장에 초점을 맞추고, 국내 투자자들의 해외투자에 전력을 기울여 경험을 축적하는 것이 바람직하다고 판단된다. 지분투자를 통한 해외시장 현지진출 방식에는 현지법인이나 지점을 새로이 설립하는 그린필드 투자 방식과 현지의 자산운용회사를 매입하는 인수합병 방식이 있는데, 그동안 우리나라 자산운용회사들은 소규모 그린필드 투자 방식을 선호해 왔다. 그러나 그린필드 투자 방식은 이미 해당 자산운용회사의 명성이 어느 정도 구축되어 있고, 진출을 희망하는 해외시장에 적절한 판매 채널과 네트워크를 확보해야만 현지수요 확보에 성공할 수 있다. 미국 등 선진국의 유명한 자산운용회사들도 그린필드 투자 방식을 중심으로 해외시장에 진출하는 회사는 역사가 길고 잘 알려진 회사들이다. 따라서 현재처럼 우리나라 자산운용회사들이 소규모 그린필드 투자 방식을 계속할 경우에는 성공을 쉽게 장담할 수 없다. 만약 그린필드 투자 방식을 추구한다면 국내시장에서의 초대형화와 명확한 사업모델 구축에 주력해 뛰어난 평판을 대내외적으로 확보한 후 비교적 큰 규모의 그린필드 투자 방식으로 진출하는 것이 필요할 것으로 본다.

해외 현지진출을 통해 짧은 시간 안에 해외고객의 운용자산을 크게 늘리기 위해서는 인수합병 활동이 불가피하다. 인수합병 중심의 진출 모델로는 유럽의 소규모 부띠끄 인수와 UCITS을 통한 펀드 수출, 신흥시장의 기존 자산운용회사 인수, 선진국의 중형 이상 자산운용회사 인수 등이 가능할 것이다. 다만, 이러한 인수합병 활동으로 운용역량과 판매 채널 확보, 네트워크 구축 등이 일부 이루어지면 시장진출이 미루어진 국가에는 그린필드 투자 방식을 통해 진출을 모색할 수 있다.

V. 자산운용 특화 금융중심지 구축

1. 개요
2. 자산운용 특화 금융중심지 구축 조건
3. 우리나라의 자산운용 특화 금융중심지 정책 평가
4. 방향과 과제
5. 소결

V. 자산운용 특화 금융중심지 구축

1. 개요

본 장에서는 앞서 논의한 해외진출(outbound)을 통한 자산운용의 국제화 전략과 병행하여 다수의 자산운용회사가 국내에(inbound) 집적되는 '자산운용 특화 금융중심지' 구축 방안에 대해 검토해보고자 한다. '자산운용 특화 금융중심지'라는 개념을 명확히 하기 위해 우선 금융중심지¹⁹¹⁾의 개념을 유형별로 구분해 보면 <표 V-1>에서와 같이 '글로벌 금융중심지'와 '지역 또는 특화 금융중심지'로 나뉠 수 있다.

<표 V-1> 금융중심지의 유형별 구분

유형	세부내용
글로벌 금융중심지	전세계를 대상으로 모든 금융서비스 제공
지역 또는 특화 금융중심지	역내 지역과의 연계성이 높고 특정 서비스에 특화
자산운용 특화 금융중심지	자산운용업에 특화
허브 모형	펀드등록이 집적되어 펀드판매를 통해 유치한 자금을 인근 국가 또는 글로벌 시장에서 운용
자산운용중심 모형	자국내 시장수요를 바탕으로 다수의 해외 자산운용회사를 유치하여 주로 국내시장에서 운용

191) 「금융중심지의 조성 및 발전에 관한 법률」 제2조는 금융중심지를 “다수의 금융기관들이 자금의 조달, 거래, 운용 및 그 밖의 금융거래를 할 수 있는 국내 금융거래 및 국제 금융거래의 중심지”로 정의하고 있다.

우선, 글로벌 금융중심지는 뉴욕, 런던과 같이 전세계의 기업 및 금융기관을 대상으로 거의 모든 종류의 금융서비스 기능을 제공하는 종합적 금융중심지를 말한다. 반면 지역 또는 특화 금융중심지는 룩셈부르크, 싱가포르, 홍콩, 취리히와 같이 국내 및 주변 금융시장과의 연관성이 강하고 제공되는 서비스가 자산운용, 개인 자산관리(private banking), 선물시장 등 일정 부분에 특화된 금융중심지를 말한다. 본 장에서 다루고자 하는 '자산운용 특화 금융중심지'는 이러한 특화 금융중심지중 자산운용에 특화된 경우를 말한다.

한편, 자산운용 특화 금융중심지들을 세부적으로 살펴보면 '허브 모형'과 '운용중심 모형'으로 구분해 볼 수 있다. 허브 모형은 룩셈부르크 및 싱가포르와 같이 자국내 경제규모와 자산운용 수요는 크지 않으나 금융규제나 과세, 시장 하부구조 등의 우수성을 바탕으로 다수의 해외 자산운용회사를 자국으로 유치해 펀드의 설정과 등록을 유도한다. 자국에 등록된 펀드를 다수의 국가에 판매하여 자금을 유치하고 이렇게 모인 자금에 대한 투자는 다시 인근 국가 또는 글로벌 시장에서 이뤄짐에 따라 말 그대로의 허브(hub) 역할을 수행하게 된다.

반면, 허브 모형과 달리 자국내 경제규모 및 자산운용 수요가 충분히 커서 해외 자산운용회사들이 적극적으로 국내에 진출해 영업을 하는 한편 자산운용회사들의 투자활동이 대부분 국내 금융시장에서 이뤄지는 '운용중심 모형'이 있다. 자산운용회사간 경쟁으로 운용역량이 제고되고 축적된 펀드자금을 기반으로 국내 금융시장이 발전하게 됨에 따라 연기금 및 국부펀드 등 국제적 기관투자자들이 자국 금융시장에 투자하는 선순환 구조가 나타날 수 있다.

본 장에서는 자산운용 특화 금융중심지들의 입지 요건 및 주요국 사례를 살펴보고 우리나라의 금융중심지 정책 및 경쟁력을 평가한 다음 국내 여건에 적합한 발전 방향 및 과제를 제시하고자 한다. 우선, 국제적

금융중심지의 입지 결정요인에 대한 주요 문헌연구를 통해 핵심적인 요인을 도출하고 이를 바탕으로 주요 금융중심지에 대한 분석 기준을 제시한다. 이어서 대표적인 자산운용 특화 금융중심지인 룩셈부르크, 싱가포르 및 호주의 사례를 검토한다. 한편, 2003년 12월 '동북아 금융허브 추진전략'을 발표한 이후 지금까지의 국내 금융중심지 정책을 평가하고 우리나라의 역내 경쟁력 분석을 바탕으로 적절한 중심지 발전전략의 선택 및 정책과제를 제시하고자 한다.

2. 자산운용 특화 금융중심지 구축 조건

가. 금융중심지 입지 요건

금융중심지 입지요인에 대한 초기 연구들은 주로 유럽의 금융중심지들의 발전과정을 경제사적 관점에서 분석하여 핵심적인 입지요인들을 제시¹⁹²⁾하거나 금융전문가 대상 설문조사¹⁹³⁾를 통해 검증하였다. 한편, 최근 문헌들은 기존 문헌들에서 중요하다고 생각되었던 요인들에 대해 통계적 방법을 통한 검증을 시도하고 있다.

Bindeman(1999)은 유럽의 금융중심지 입지 결정요인에 대해 네 개의 그룹(학계, 금융기관, 거래소, 중앙은행 및 정부 관계자)으로 나누어 설문조사를 실시하였다. 그룹간 응답내용은 상당한 시각차이를 드러냈는데, 공통적으로 상위권에 속하는 요인은 인적 자원, 금융상품의 다양성, 국제적 은행의 소재, 거래량이었다. 한편, 금융중심지 입지요인에 대한 양오석·민상기(2009)의 미국, 영국, 호주 등 주요 9개국 대상 실증 분석에 따르면 인적 자원은 통계적으로 유의하지 않은 반면 시장 규모와

192) Kindleberegger(1974)

193) Abraham et al.(1993), Bindeman(1999)

같은 수요 조건 등이 국제금융 중심지 입지에 중요한 것으로 나타났다. 한편, 유럽의 금융중심지를 대상으로 한 Lang(2014)의 분석결과 시장 규모, 연관산업 집중, 금융규제 및 감독 등이 중요한 것으로 나타났으나 기존 연구나 각종 설문조사에서 중요하다고 인식되어온 과세 및 인적 자본 등의 중요성은 크지 않은 것으로 나타났다. 특히, Foad(2012) 및 Moosa et al.(2013)에서도 과세는 금융중심지나 역외금융센터(offshore financial center)¹⁹⁴⁾의 입지요인으로 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 나타났다.

〈표 V-2〉 금융중심지 입지요인에 대한 주요 연구결과 요약

연구논문	연구대상 및 범위	주요 연구결과
Bindeman(1999)	유럽 금융중심지	인적 자원, 금융상품의 다양성, 센터내 국제적 은행의 소재, 거래량이 중요
양오석·민상기(2009)	미국, 영국, 호주 등 주요 9개국	시장 규모 등 수요 조건이 중요
Lang(2014)	유럽 금융중심지	시장 규모, 연관산업 집중, 금융규제 및 감독 등은 중요하나 과세 및 인적 자본 등의 중요성은 크지 않음
Foad(2012)	역외금융센터	세계혜택 보다는 규제회피가 역외금융 센터에 투자하는 요인

한편, 일반적인 금융중심지에 대한 연구에 비해 상대적으로 펀드등록 등 자산운용 특화 금융중심지 입지요인에 관한 연구는 많지 않은 가운데 Lang and Schäfer(2013), Lang(2014), Matheson(2014)은 규제, 과세 등 비용요인, 인적 자본, 국내시장 규모 등이 펀드 등록지 결정의 중요

194) 비거주자로부터 자금을 조달하여 비거주자를 대상으로 대출 또는 투자하는 역외금융 활동이 역내금융 규모에 비해 비대한 지역을 지칭한다. 바하마, 영국령 버진아일랜드 등 카리브해나 남태평양에 소재한 소규모 도서 지역이나 유럽의 소국들이 해당된다. 주로 낮은 세율과 단순한 행정 규제를 바탕으로 법인설립, 증권발행, 집합투자기구 및 선박등록을 위한 기장센터로 활용된다.

요인이라고 밝히고 있다. 우선, Lang and Schäfer(2013)의 UCITS 펀드등록 입지요인에 대한 설문조사 결과에 따르면 펀드등록 관련 규제와 우수 노동력 확보가 가장 중요한 요인인 것으로 나타났다. 또한 Lang(2014)의 분석 결과 설문조사 응답자들은 펀드관련 법적 안정성, 펀드등록 절차와 같은 규제요인, 우수인력 확보의 용이성, 자산운용회사 설립요건 및 과세 등 비용관련 요인이 중요하다고 밝혔다. Matheson(2014)은 펀드등록 입지요인을 법규적 요인, 재무적·사업적 요인 및 시장·판매 요인으로 구분하여 조사한 결과 법규적 요인으로는 펀드 패스포트에 대한 접근성, 규제당국의 전문성과 규제당국자에 대한 접근 용이성 등이 주요 결정요인으로 꼽혔다. 재무적·사업적 요인으로는 사업비용, 전문적 서비스 인력의 확보, 펀드 과세처리 방식 등이, 시장·판매 요인으로는 시장접근 속도, 국내시장 규모, 펀드 센터로서의 명성이 중요한 것으로 나타났다. 또한, Citi(2013)의 설문조사 결과 펀드등록 입지에 대한 결정요인으로 금융규제 체계와 함께 연관 서비스업의 품질 및 가용성이 중요한 것으로 나타났다.

〈표 V-3〉 펀드등록 입지요인에 대한 주요 연구결과 요약

연구논문	주요 연구결과
Lang(2014)	펀드관련 법적 안정성, 펀드등록 절차와 같은 규제, 우수인력, 펀드 운용회사 설립요건 및 과세 등 비용 요인이 중요
Lang and Schäfer(2013)	펀드등록 관련 규제 및 우수 노동력확보 가능성이 중요
Matheson(2014)	① 법규적 요인: 펀드 패스포트에 대한 접근성, 규제당국의 전문성과 규제당국자에 대한 접근 용이성 ② 재무적·사업적 요인: 사업비용, 전문적 서비스 인력의 확보, 펀드 과세처리 방식 ③ 시장·판매 요인: 시장접근 속도, 국내시장 규모, 펀드 센터로서의 명성
Citi(2013)	금융규제, 펀드등록에 소요되는 시간 및 절차적 간편성, 펀드관련 전문 서비스의 품질 및 가용성이 중요

이상의 논의를 종합해보면 금융중심지에 대한 입지 결정요인 중 시장 규모 및 금융규제를 제외하면 일의적 중요성을 갖는 요인은 없는 반면¹⁹⁵⁾ 자산운용 특화 금융중심지의 경우 시장 규모 및 금융규제와 함께 과세와 인적 요인 또한 중요한 것으로 나타났다. 따라서 본 장에서는 시장 규모, 금융규제, 과세 및 전문인력 확보 등의 요인을 중심으로 주요 자산운용 중심지 사례를 분석하기로 한다.

나. 주요 국가사례

1) 룩셈부르크

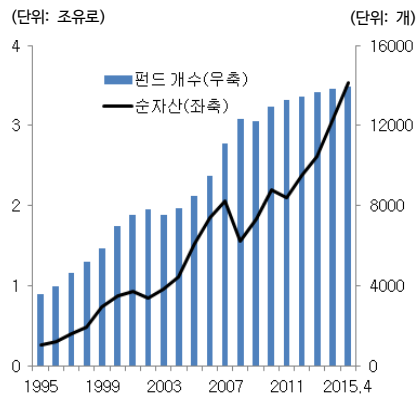
2014년말 기준 룩셈부르크의 운용자산 규모는 3.1조유로이며 전체 유럽펀드 시장의 27%를 차지한다. UCITS 기준으로는 운용자산이 2.6조유로 수준으로 전체 유럽의 33%를 차지하며, 유럽내 국경간(cross-border) 펀드의 67%를 차지하는 유럽 최대의 펀드 설정국가이다. 유럽내 금융통합 및 지역적 분업화가 진전됨에 따라 대규모 펀드 소비지역인 독일 및 프랑스와 펀드운용 중심지인 런던간 가교 역할을 하면서 후선업무에 특화하여 경쟁우위를 구축하고 있다.

그러나, 룩셈부르크는 유럽내 소국으로 실물경제 규모의 유럽내 비중은 매우 미미한 수준이다. 2014년말 기준 룩셈부르크의 인구는 56만명으로 유로지역(euro zone) 인구의 0.1%, 명목 GDP는 549억달러로 유로지역 전체의 0.6%에 불과하다. 따라서, 자생적인 수요를 바탕으로 금융시장을 발전시키는 것은 불가능하다. 그러나, 유로지역 최대 경제권인 독일

195) 금융중심지 입지요인중 과세 및 인적 요인의 통계적 유의성이 낮게 나타난 것은 주요 연구들이 유럽을 대상으로 한 만큼 이중과세 방지협정(double tax treaty), 역내 자유로운 인적 교류 등으로 국가 간 세율 및 인적 자본간 편차가 크지 않은데 일부 기인하는 것으로 보인다.

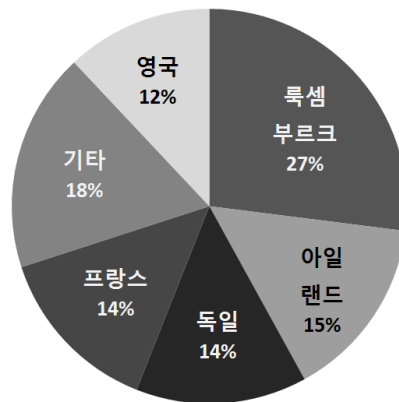
및 프랑스와 인접해있어 룩셈부르크를 둘러싼 배후지역의 시장 규모는 매우 큰 편이다. 2014년말 기준으로 룩셈부르크에 설정된 국경간 펀드 중 독일과 프랑스에 인가를 받은 펀드는 각각 4,704개 및 3,470개이며 PwC(2015b)의 조사에 따르면 룩셈부르크를 중심으로 반경 500km이내에 유럽연합 전체 금융자산의 40%가, 700km이내에 70%가 집중되어 있다.

〈그림 V-1〉 룩셈부르크 펀드규모



자료: ALFI

〈그림 V-2〉 유럽내 국별 펀드자산 비중 (2014년말 기준)



자료: EFAMA

또한, 룩셈부르크는 은행 및 보험 등 금융연관 산업의 집적도가 매우 높으며 거래소, 예탁기관 등 시장 하부기관들이 발달해있다. 2014년말 기준 148개 은행이 소재해 있으며 보스턴컨설팅그룹(Boston Consulting Group)의 조사에 따르면 은행과 자산운용업간 긴밀한 연관을 통해 룩셈부르크의 개인 자산관리 부문 국제경쟁력이 세계 7위, 유로지역 1위인 것으로 나타났다. 또한, 같은 해 기준 324개 보험회사가 소재해 있으며 보험부문 총 자산규모가 5.8조유로에 달해 자산운용업에 대한 수요기반이

잘 갖추어져 있다. 한편, 2014년 4월말 기준 EU시장내 국제채(international bond) 상장종목의 41%가 룩셈부르크 거래소에 상장되어 있으며 국제적인 청산·예탁기관들도 룩셈부르크에 위치해 있어 후선업무 관련 서비스가 잘 갖추어져 있다.

룩셈부르크가 국제금융센터로 발돋움하는 과정에서 핵심적인 역할을 한 것은 정부가 대외 규제환경 변화에 신속하게 대응하여 금융혁신을 주도했다는 점이다. 룩셈부르크의 금융감독당국(Commission de Surveillance du Secteur Financier: CSSF)은 1988년 EU 회원국중 최초로 UCITS 지침을 수용하여 선점효과를 누린 데 이어 2013년 AIFM(Alternative Investment Fund Manager)지침¹⁹⁶⁾ 등을 조기에 도입하여 유럽내 펀드산업 규제변화에 능동적으로 대응하고 선도적 시장으로서의 명성을 유지하기 위해 노력하였다. CSSF는 펀드관련 법규를 제정 및 시행하는 권한을 갖고 있는 동시에 펀드에 대한 인가권을 갖고 있어 감독규정에 부합하는 펀드에 한해 선택적으로 설립을 허가한다. <표 V-4>에서 설명하고 있는 바와 같이 룩셈부르크에서 발행되는 펀드의 법적 유형은 UCITS 펀드인 Part I 펀드, 유럽의 AIFM지침에 따라 발행되는 Part II 펀드 및 전문투자자 대상의 SIF(Specialized Investment Fund), 고위험자산에 투자하되 규제 및 관리감독을 최소화하는 SICAR(Société d'Investissement en Capital à Risque)로 구분된다. 운용자산 기준으로는 Part I 펀드가 전체의 85%를 차지하고 있으나 펀드 개수 기준으로는 Part I 펀드가 48%, SIF가 41%로 2007년 SIF 도입 이후 비중이 빠르게 늘고 있다.

196) UCITS 지침이 기본적으로 공모펀드에 대한 규제인 반면 AIFM지침은 헤지펀드, PEF, 부동산펀드 등의 사모펀드 또는 대체투자펀드에 대한 규제 체계이다. 2011년 유럽연합 차원에서 도입된 이후 2013년까지 개별 회원국별 입법화 과정이 마무리됨에 따라 공모펀드에 이어 사모펀드까지 유럽 단위의 통일된 규제체계가 마련되었다(신보성 외(2015)).

〈표 V-4〉 룩셈부르크 펀드 유형별 규제체계

펀드유형	Part I	Part II	SIF	SICAR
유럽 규제체계	UCITS	AIFMD		
보유 가능자산	양도성증권	무제한 ¹⁾	무제한	고위험자산
설립 유형	계약형/회사형(단, UCITS은 개방형만)			회사형
펀드 자본규정	인가후 6개월내 125만유로 (단, 회사형은 초기 자본금 30만유로)			12개월내 100만유로
운용회사 자본	초기자본: 12.5만유로/추가자본: 2.5억유로 초과시 NAV의 0.02%			-
투자자	모든 유형		전문투자자	
투자설명서	필요	불필요		
NAV 계산주기	매일		운용규정에 따름	불필요

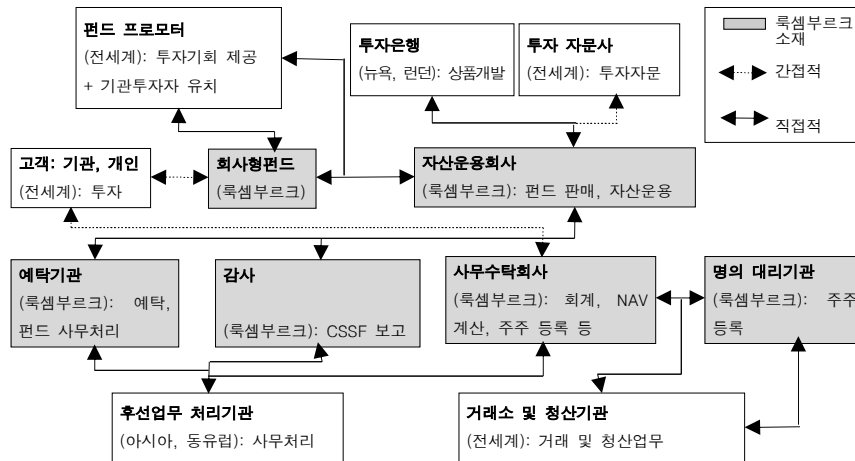
주 : 1) 단, 투자전략은 CSSF 사전 승인대상
자료: ALFI(2013)

한편, <그림 V-3>은 룩셈부르크에 설정된 SICAV(회사형) 펀드와 관련된 다양한 관계회사들의 연관관계를 보여주고 있다. 외국에 소재한 펀드 프로모터(fund promoter)¹⁹⁷⁾가 CSSF에 펀드관련 승인을 받고 고객으로부터 자금을 유치한 후 룩셈부르크법에 따라 현지에 설립된 자산운용회사¹⁹⁸⁾는 펀드를 직접 운용한다. 예탁기관 및 행정사무처리 기관은 펀드의 일상적 사무처리를 담당하며 명의 대리기관(transfer agent)은 펀드 주주의 명부를 관리한다.

197) 펀드 프로모터는 전통적으로 투자자보호를 위해 개별 운용회사의 재무적 안정성을 보장하고 기관투자자를 유치하는 역할을 수행하였으나 2012년 관련 법개정으로 운용회사의 재무적 안정성은 자기자본 축적 등으로 운용회사가 자체적으로 해결토록 하면서 투자자 유치로 역할이 축소되었다.

198) 2014년 3월 기준 총 334개사가 룩셈부르크 자산운용협회(ALFI)에 등록되어 있다.

〈그림 V-3〉 룩셈부르크의 펀드관련 업무 구조도



주 : 음영처리된 기관중 명의 대리기관을 제외한 나머지는 룩셈부르크법상 현지에 소재해야 한다.
 자료: Dörry(2012)를 일부 수정

또한, 룩셈부르크는 국제적으로 경쟁력 있는 조세기반을 구축하고 있다. PwC and World Bank Group(2014)이 각국의 세율 및 조세행정 편의 등을 감안하여 발표한 조세경쟁력 조사결과 룩셈부르크는 2014년 기준 전세계 20위에 해당하며 Matheson(2014)의 펀드매니저 대상 조사결과에서도 아일랜드에 이어 유럽내 2위인 것으로 나타났다. 특히, 아일랜드 등 유럽내 여타 경쟁국과 비교할 때 안정적인 재정흑자 기조를 유지하고 있고 재정위기발생 가능성이 높지 않아 조세관련 불확실성¹⁹⁹⁾도 매우 낮은 편이다. 2014년말 기준 펀드관련 세금은 순자산가치의 0.05%인 등록세(subscription tax) 외에 면세이며 운용회사에 대해서는 29.22%의

199) 아일랜드의 경우 2010년 부실 금융기관을 지원하는 과정에서 재정이 악화되자 EU 및 IMF로부터 구제금융을 받은 후 중장기 재정 건전화를 위해 소득세 구조개편, 소비세 인상, 부동산세 및 토지가격세 도입, 자본이득세 개편 등을 통해 추가 세수확대를 도모하였다.

법인세를 부과하고 있다. 투자자는 룩셈부르크 거주자의 경우 자국내 소득세율이 적용되며 비거주자는 거주국의 국내 세법이 적용된다.

〈표 V-5〉 룩셈부르크 펀드관련 행정비용 및 세제

과세대상	항목	내용
펀드	등록비	CSSF 등록비 3,500~10,000유로
	등록세	순자산가치의 0.05%(단, MMF 및 AIF는 0.01%)
운용회사	등록비	CSSF 등록비 10,000유로
		법인소득세 29.22%, 부유세 0.05%
투자자	거주자	법인소득세 29.22%, 개인소득세 최대 44.1%
	비거주자	룩셈부르크에 대해서는 면세(거주국 국내법 적용)

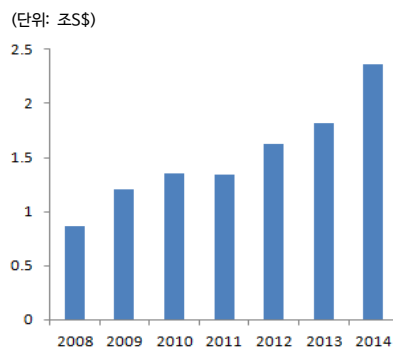
자료: PwC(2015a)

한편, 룩셈부르크는 서유럽 중심지에 위치한 지리적 여건을 바탕으로 인접국으로부터 우수한 금융인력을 확보하고 있다. 독일, 프랑스, 벨기에와 인접해 있어 약 17만명이 주변국에서 룩셈부르크로 출퇴근하고 있어 금융산업에 대한 전문지식과 다국어가 가능한 인력을 확보하는 데 용이하다. 2014년 IMD 세계 경쟁력 센터에 따르면 룩셈부르크는 해외 우수인력 유치 부문에서 세계 7위를 차지하였다. 또한, PwC(2014)가 시산한 유럽 주요국의 노동생산성을 살펴보면 룩셈부르크가 전체 1위로 유럽연합 27개국 평균보다 60%이상 높은 수준을 나타내고 있다.

2) 싱가포르

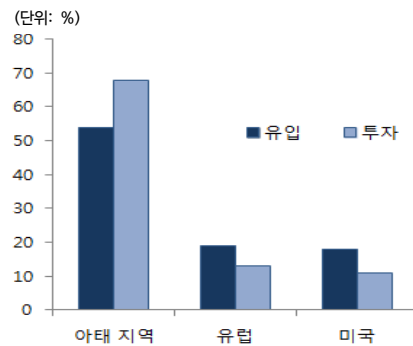
싱가포르는 아시아에 투자되는 글로벌 투자자금의 출입문(gateway) 역할을 수행하는 아시아 펀드산업의 중심지이다. 2014년말 기준 싱가포르의 운용자산 규모는 2.4조싱가포르달러(S\$)로 룩셈부르크의 절반 수준이다. 지난 5년간 연평균 성장률은 14%이며 특히 2014년의 경우 운용자산 규모가 전년 대비 30% 이상 늘어나 가파른 성장세를 보여주고 있다. <그림 V-6>의 지역별 자금유입액을 보면 전체 운용자산의 54%가 아시아·태평양 지역에서 유입된 반면 지역별 투자금액을 보면 전체의 68%가 아시아·태평양 지역에 투자되어 싱가포르가 아시아·태평양 지역에 투자하려는 자금의 허브 역할을 하는 것을 알 수 있다.

<그림 V-5> 싱가포르 펀드규모



자료: MAS

<그림 V-6> 지역별 유입/투자 비중



주 : 2014년 기준
자료: MAS

싱가포르는 룩셈부르크와 마찬가지로 시장 규모 자체는 매우 협소하나 역내 허브로 발돋움하면서 다수의 해외자금 및 금융기관을 유치하였다. 2014년 기준 GDP는 중국과 일본을 제외한 아시아 지역의 3.5%,

주식시장 시가총액은 5.0%에 불과하다. 반면, 2014년 기준 싱가포르 운용자산의 81%가 해외에서 유입된 자금이며 2015년 9월말 기준으로 124개 은행과 181개 보험회사가 영업중으로 자산운용업에 대한 역내외 수요기반이 잘 갖추어져 있다.

또한, 지리적으로 국제금융시장의 두 축인 런던과 뉴욕의 중간에 위치하고 있어 두 시장을 연결하는 자본 및 외환시장을 구축하였으며 전 세계 주요 상품시장 및 선박금융 거래 허브중 하나로 성장하였다. 특히, BIS의 2013년 외환시장 거래량 조사에 따르면 싱가포르는 일본과 홍콩을 근소하게 앞선 아시아 최대의 외환시장인 것으로 나타났다.

널리 알려진 바와 같이 싱가포르가 국제금융센터로 발전하는 과정에서 중요한 역할을 했던 것은 룩셈부르크 사례에서와 마찬가지로 국제금융환경 변화에 정부가 선제적으로 대응했다는 점이다. 다만, UCITS 지침 도입 이전부터 은행업이 이미 발전해있었던 룩셈부르크와 출발조건이 달랐던 싱가포르 정부는 국제금융부문에 대한 자유로운 규제환경과 파격적인 세제혜택을 제공하여 해외 금융기관을 적극적으로 유치했다. 즉, 1960년대 후반 싱가포르 정부는 런던의 역외금융시장인 유로달러(Euro-dollar) 시장을 벤치마킹한 아시아 달러시장(Asian dollar market)을 출범시키기 위해 역외금융에 대한 차별적 조세 및 규제혜택²⁰¹⁾을 제공하였다. 이에 따라 1968년 Bank of America가 싱가포르에 아시아 지역본부를 설립하고 비거주자의 외화예금을 수취하여 아시아 역내 기업들에게 미 달러화 여신을 제공하는 역외금융 업무를 개시하면서 싱가포르가 아시아 지역의 해외투자자금 창구 역할을 하는 국제금융시장으로 부상하게 되었다.

201) 싱가포르는 역외금융계정인 ACU(Asian Currency Unit) 계정을 역내계정과 분리하여 ACU 영업이익에 대한 법인세율은 10%를 적용(일반 법인세율은 40%)하는 한편, ACU 이자소득에 대한 소득세 면제, 비거주자의 ACU 예금에 대한 재산세 면제 등의 조세혜택을 제공했다. 또한, 규제측면에서 ACU에 대해 최소 지급준비금 및 최소유동성자산 비율 준수 의무를 면제하였다.

싱가포르 정부는 1980년대 이후 자산운용산업을 주요 육성산업으로 선정하고 싱가포르 통화청(Monetary Authority of Singapore: MAS)을 통해 금융규제 및 감독의 안정성과 신뢰성을 제공한 데 이어 세계상의 유인제도 및 보조금 제도를 도입하였다. 싱가포르의 자산운용업에 관한 소관법령은 증권선물법(Securities and Futures Act: SFA) 및 싱가포르 통화청의 세부 시행규정 및 지침들이다. 싱가포르에서 자산운용업을 영위하기 위해서는 SFA에 의거 싱가포르 통화청에 자산운용회사로 등록(Registered Financial Manager Company: RFMC)하거나 허가(Licensed Financial Manager Company: LFMC)를 받아야 한다(<표 V-6> 참조). RFMC는 모집 투자자 및 자산규모에 대한 제약이 존재하나 등록기준이 LFMC에 비해 간편하며 특히 고액자산가 대상의 자산관리 업무에 적합하다(Long and Tan(2011)).

또한, 싱가포르는 자산운용업에 대한 과세특례를 통해 해외 자산운용 회사들의 매력적인 투자처가 되고 있다. 싱가포르 투자청으로부터 사전에 승인을 받은 펀드들은 세법상 열거된 투자행위²⁰²⁾로부터 발생한 자본이득에 대해 면세혜택을 받을 수 있다. 이러한 펀드 면세혜택 제도는 싱가포르 자산운용회사가 싱가포르에 설립한 회사형 펀드를 대상으로 한 Resident Fund Scheme, 싱가포르 자산운용회사의 역외펀드가 대상인 Offshore Fund Scheme, 5,000만싱가포르달러 이상의 대형 펀드에 대한 Enhanced Tier Fund Scheme으로 구분된다. 또한 자산운용회사는 자산운용업에 대한 인센티브 조치인 FSI-FM(Financial Sector Initiative - Financial Management)에 의거 자산운용 보수에 대해 일반 법인세율(17%)이 아닌 10%의 할인된 세율을 적용받는다.

202) 대부분의 주식, 채권, 파생상품 등의 투자행위가 포함되며 예외적으로 싱가포르의 부동산 거래업을 영위하는 비상장기업의 증권에서 발생하는 수익은 제외된다.

〈표 V-6〉 싱가포르 자산운용회사 규제구조

	RFMC	LFMC-A/I	LFMC-Retail
투자자 구분	적격투자자	적격투자자	모든 투자자
투자자 제한	최대 30명	-	-
운용자산 제한	250만싱가포르달러 미만	-	-
최소자본금	25만싱가포르달러	25만싱가포르달러	50만싱가포르달러
위험기반 자본요건	-	운영 리스크의 최소 120%	운영 리스크의 최소 120%
임원진	5년 이상 전문경력자 2명 이상(최소 1명 이상 싱가포르 상주)		
보고 주기	매년	분기별&매년	분기별&매년

주 : 적격투자자는 순자산이 200만싱가포르달러를 초과하거나 지난 12개월간 소득이 30만싱가포르달러가 넘는 개인투자자나 순자산이 1,000만싱가포르달러를 넘은 법인

자료: Iyers Practice(2014)

이러한 규제 및 세제상의 혜택과 함께 싱가포르 통화청 및 투자청(Government of Singapore Investment Corporation: GIC), 싱가포르 퇴직연금(Central Provident Fund: CPF)은 보유자금의 외부 위탁을 통해 자산운용시장의 종자돈을 공급하여 수요기반을 확충하는 데 기여하였다. 한편, 우수한 금융인력의 양성 및 유치를 위해 싱가포르 국립대학(National University of Singapore: NUS), 난양공과대학(Nanyang Technological University: NTU), 싱가포르 경영대학(Singapore Management University: SMU)을 육성²⁰³⁾하는 한편 INSEAD, Rutgers, Temple 등 유수의 외국 경영대학의 분교를 유치하고 있다. 또한, 싱가포르 거래소 상장차익을 바탕으로 조성된 금융산업발전기금(Financial Sector Development Fund: FSDF)을 통해 금융산업 관련 교육에 대한 장학사업, 싱가포르 금융연수원(Institute of Banking and Finance)을

203) Financial Times지의 2015년 전세계 MBA 랭킹에 따르면 싱가포르 국립대학과 난양공과대학은 각각 31위와 40위를 기록했다.

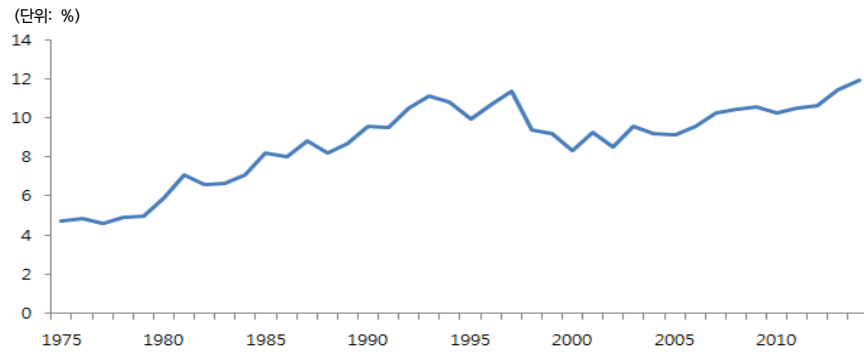
통한 금융산업전문가 양성 및 각종 자격증사업 등을 추진중이다.

종합해 보면 싱가포르의 금융규제 및 금융산업 발전을 동시에 담당하고 있는 싱가포르 통화청의 리더십을 바탕으로 금융산업을 싱가포르의 핵심산업으로 육성하는 데 성공하였다. 1975년 전체 GDP의 4.8%에 불과했던 금융부문은 2014년 12%까지 확대되었다. 이러한 과정에서 싱가포르 통화청은 차별적인 보수 및 교육을 통해 우수한 인적자원을 확보하여 높은 수준의 금융감독 전문성을 확보하였으며, 민간 금융기관과의 활발한 커뮤니케이션을 통해 민간부문의 금융당국에 대한 접근성을 꾸준히 개선하였다.²⁰⁴⁾ 특히, 글로벌 금융위기 이후 자산운용업을 포함한 금융산업 전반에 대한 규제 및 조세회피에 대한 국제적 공조가 강화되는 가운데 MAS는 국제적 추세에 대응하여 규제수준을 높이는 가운데 민간 금융기관과의 적극적인 대화를 통해 규제강화와 산업발전간 균형을 도모하였다.²⁰⁵⁾ 이러한 MAS의 성공적인 금융감독과 다양한 세제 유인 제공을 통해 싱가포르는 국제적 금융기관들의 지역 본부를 유치함으로써 아시아의 대표적인 금융센터로 발전하였으며 실제로 우리나라의 자산운용업 육성전략 수립에 많은 정책적 아이디어를 제공하였다.

204) 스위스의 IMD가 평가한 2014년 기준 정부부문 효율성에서 싱가포르는 4위를 차지했으며 세계경제포럼의 2014년 경쟁력 평가에서 정부규제 부문 2위, 정책결정의 투명성 1위를 차지했다.

205) 싱가포르의 자산운용업 등록은 당초 LFMC로 단일화되어 있었으며 현행 RFMC에 대해서는 등록이 면제되었다. 그러나, 사모펀드 시장에 대한 국제적 규제추세에 발맞추어 RFMC 별도 도입 및 최대 운용자산 규모에 대한 제한은 규제초안에 대해 MAS와 업계간 지속적인 면담을 통해 마련되었다(Long and Tan(2010)).

〈그림 V-7〉 싱가포르 GDP 대비 금융부문 비중 추이

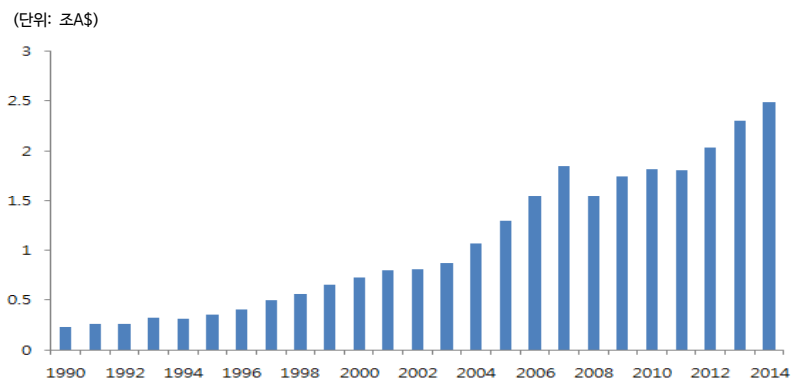


자료: Datastream

3) 호주

호주의 자산운용시장의 운용자산 규모는 2014년말 기준 2.5조호주달러(A\$)로 지난 20년간 연평균 11.3%씩 빠르게 성장하였다. 특히, <표 V-7> 에서 나타난 바와 같이 1992년에 도입된 호주의 퇴직연금규모는 1.6조호주달러(전체의 75%)로 호주 자산운용업 성장을 주도하고 있다.

〈그림 V-8〉 호주 자산운용산업의 운용자산 규모 추이



자료: Australian Bureau of Statistics

〈표 V-7〉 호주 자산운용산업의 자금별 자산 규모 및 비중(2014년말)

(단위: 억호주달러, %)

자금 구분	자산규모	비중
퇴직연금 펀드	18,320	74.4
특정단위신탁 ¹⁾	3,027	12.3
생명보험	2,888	11.7
단기금융신탁 ²⁾ , 공제조합 ³⁾ 등	389	1.6
합계	24,624	100.0

주 : 1) 은행 자회사나 보험회사 등이 주로 운용하는 리테일 상품

2) 단기금융상품으로 제한되는 단위투자신탁

3) 상호소유 형태로 운영되며 회원들의 수익창출이 목적

자료: Australian Bureau of Statistics

호주는 룩셈부르크 및 싱가포르와 달리 자체 시장 규모가 큰 나라이다. 2014년말 기준 인구는 2,800만명 수준이며 명목 GDP는 1.6조호주달러²⁰⁶⁾, 시가총액은 1.5조호주달러에 달한다. 호주 펀드시장의 순자산규모는 GDP나 시가총액 규모의 150%가 넘는 수준인 만큼 자산운용업이 실물경제 및 자본시장 규모에 비해 매우 발달해 있음을 알 수 있다.

호주의 자산운용업은 인구고령화에 대응하기 위해 정부가 의무납입 민간연금 제도를 도입하면서 발전하기 시작했다. 1992년 당시 키팅(Keating) 정부는 퇴직연금보장법(Superannuation Guarantee Charge Act) 제정을 통해 소득의 3%를 의무 적립하도록 하였으며 이후 적립률은 꾸준히 상향 조정되어 2015년 현재 9.5%가 되었다. 또한, 향후 적립률을 꾸준히 상향 조정하여 2025년이후에는 12%로 고정시킬 계획이다. 그동안의 지속적인 적립률 상승은 호주의 연금규모 확대에 크게 기여하였으며 향후 적립률 인상이 계획대로 진행되고 호주경제가 안정적으로 성장한다면 2033년까지 퇴직연금 규모는 7.6조호주달러(GDP 대비 180%)까지 확대될 전망이다(Deloitte(2013)).

206) 미 달러화로 환산하면 1.44조달러이며 같은 시기 우리나라 GDP(1.41조달러)와 거의 같은 수준이다.

한편, 퇴직연금 납입 및 퇴직연금 펀드수익에 대한 과세 혜택은 개인의 투자유인을 높여 퇴직연금 기반을 확충하는 데 도움이 되고 있다. 즉, 호주의 세율수준²⁰⁷⁾이 매우 높은 가운데 개인 소득중 퇴직연금 납입분에 대해서는 연간 3만호주달러 한도내에서 소득수준에 관계없이 15% 단일세율을 적용하며 퇴직연금 펀드수익에 대해서도 자산보유기간에 따라 10% 혹은 15%를 적용하고 있어 자발적인 추가납부가 보편화되어 있다. 또한, 2005년 도입된 연금선택제를 통해 근로자가 직접 투자대상 및 운용방식을 선택할 수 있도록 하여 운용회사간 경쟁 및 운용비용 절감을 통해 경쟁력을 제고할 수 있도록 하였다.

〈표 V-8〉 주요국 연금자산 규모(2014년말 기준)

(단위: 십억달러, %)

	총자산	GDP 대비	연평균 성장률 (2005~2014년중)
미국	22,117	127.0	6.6
영국	3,309	116.2	6.5
일본	2,862	60.0	-0.3
호주	1,675	113.0	11.7
캐나다	1,526	85.1	7.3
네덜란드	1,457	165.5	7.0
스위스	823	121.2	4.5
독일	520	13.6	6.3
한국	511	35.3	-

자료: Towers Watson(2015)

207) 호주의 법인세율은 30%, 개인소득세 및 자본이득세의 최대세율은 47%이다.

이에 따라 호주의 연금자산은 2014년 기준 Towers Watson(2015)의 조사대상국중 세계 4위에 해당하며 2005~2014년동안 연평균 11.7% 성장하여 조사대상 선진국들중 성장세가 가장 높은 것으로 나타났다. 이와 같은 퇴직연금의 성장은 전체 자산운용시장의 규모 확대를 통해 국내 자산운용회사의 대형화 및 외국 자산운용회사의 유치에 기여하였다. 대형 외국사들이 호주 시장에 진출한 후 성공적으로 정착함에 따라 2013년말 기준 호주 자산운용회사 상위 10개 기관중 State Street, Vanguard, Blackrock, Schroder, UBS 5개사가 외국계이다. 또한, Towers Watson(2014b)에 따르면 호주 금융기관중 9개사가 글로벌 300대 자산운용회사에 포함되어 있어 외국계 운용기관이 주도하고 있는 룩셈부르크 및 싱가포르와 구별된다.²⁰⁸⁾

〈표 V-9〉 10대 호주 자산운용회사(2013년 기준)

(단위: 억호주달러)

순위	자산운용회사	운용자산
1	Commonwealth/Colonial Group	1,129
2	State Street Global Advisors	710
3	AMP Group	636
4	Vanguard Investments Australia	571
5	Macquarie Bank Group	505
6	BTFinancial Group	489
7	Industry Funds Management Pty	441
8	BlackRock Investment Mgt (Aus)	408
9	Schroder Investment Management Australia	375
10	UBS Global Asset Management (Aus)	310

주 : 음영은 외국계

자료: New South Wales Government(2014)

208) Towers Watson(2014b)에 따르면 300대 운용기관 중 룩셈부르크는 한 곳(KBL), 싱가포르는 전무하다.

퇴직연금 시장으로부터 창출된 기회를 바탕으로 호주가 금융중심지로 발전하기 위해 호주 재무부는 전문가 집단으로 구성된 호주금융센터포럼(Australia Financial Centre Forum)을 설치하였다. 동 센터는 호주의 금융허브 경쟁력 제고를 위한 독자적 연구 및 업계 요구사항 등을 바탕으로 2009년 이른바 Johnson Report²⁰⁹)를 발간하여 정부에 전달하였다. 동 보고서는 자산운용업을 호주가 비교우위를 확보한 최고의 금융산업으로 간주하고 해외진출을 통한 펀드산업의 적극적인 국제화의 필요성을 강조하였다. 이를 위해 싱가포르, 홍콩 등에 비해 경쟁력이 떨어지는 자산운용 관련 과세체계 개선을 건의하는 한편 호주 펀드의 수출을 위해 아시아 지역내 펀드의 운용 및 판매에 관한 펀드 패스포트(Asia Region Fund Passport: ARFP) 도입²¹⁰)을 주장하였다. 호주 정부는 Johnson Reports의 건의내용에 대해 대부분 수용할 것임을 밝히고 법률 또는 정부 규정에 대한 개정작업에 돌입하였다. 이러한 노력의 일례로 호주 정부는 4년간의 검토를 통해 외국인이 호주 금융기관을 경유해 역외에 투자하는 경우 호주세법 적용을 면제하는 방안(Investment Manager Regime: IMR)을 최근(2015년 6월) 입법화하였다.

한편, 펀드산업과 관련된 규제 담당기관은 증권투자위원회(Australian Securities and Investment Commission: ASIC)와 금융건전성 감독청(Australian Prudential Regulation Authority: APRA)이다. 증권투자위원회는 자산운용업에 대한 주 규제기관으로 펀드의 등록, 자산운용업자 승인 및 금융감독을 담당하고 있다. 자산운용회사는 회사법(Corporation

209) 정식 보고서 명칭은 'Australia as a Financial Centre: Building on our Strengths'이며 Johnson Report라는 명칭은 동 센터의 회장인 Mark Johnson(전 Macquarie 부회장)에서 따왔다.

210) 2013년말 기준 호주 신탁형 펀드자산에 투자된 해외 자금중 아시아·태평양 지역에서 유입된 자금이 55%를 차지하며 특히 일본(33%)과 한국(3%)의 수요가 큰 것으로 나타났다(Financial Services Council and Perpetual (2014)).

Act)에 따라 ASIC로부터 금융서비스 영업인가(Australian Financial Services License: AFSL)중 집합투자기구 운용관련 인가²¹¹⁾를 취득해야 하며 일반 투자자를 대상으로 한 공모펀드의 경우에도 ASIC에 등록되어야 한다. 한편, APRA는 은행, 보험과 함께 퇴직연금 펀드에 대한 건전성 감독을 담당하고 있다.

호주의 펀드관련 세율은 여타 국제금융센터에 비해서는 상당히 높은 편이다. 회사형의 경우 일반 기업과 마찬가지로 배당에 대해 30%의 법인세율이 적용되며 신탁형(Managed Investment Trust: MIT)의 경우 거주자인 개인은 배당수익에 대해 30%, 이자수익에 대해 10%의 원천징수세를 내야하며 비거주자는 호주와의 조세정보 교환협정 여부에 따라 15%(협정국) 혹은 30%(비협정국)의 원천징수세를 납부해야한다.

다. 시사점

자산운용업 중심지로서의 룩셈부르크, 싱가포르 및 호주에 대한 분석은 각국이 주어진 여건에 따라 상이한 성장전략을 통해 발전해왔음을 보여준다. 또한, 이러한 차이에도 불구하고 정부의 발전전략과 제도적 지원 및 외국 금융기관들의 효과적인 시장진입이 공통적으로 매우 중요한 역할을 했음을 알 수 있다.

1) 자산운용업 중심지들의 상이한 성장모델

시장 규모가 협소한 소국인 룩셈부르크는 부족한 자국수요를 독일, 프랑스 등 인접 국가들의 수요로 충당하면서 펀드등록 중심지로 성장하였다. 이를 위해 유럽 공모펀드에 대한 펀드 패스पोर्ट를 조기에 입법화하는

²¹¹⁾ 자산운용회사 인가를 위한 자본금은 펀드 운용자산의 0.5%로 최소 5만달러, 최대 500만달러가 필요하다(송홍선 외(2013)).

등 국제금융시장의 규제여건 변화에 따라 자국 금융규제를 끊임없이 혁신하는 한편 외국 자본유치를 위해 경쟁력 있는 과세체계를 구축하였다. 또한, 유럽의 금융통합 진전과 지역적 분업화 촉진이라는 대외적 기회를 잘 활용하여 펀드등록, 회계, 보고 등 후선업무에 특화된 중심지가 되었다. 싱가포르 역시 룩셈부르크와 마찬가지로 자국내 시장 규모가 크지 않은 가운데 적극적인 외국 자본 및 금융기관 유치를 통해 역내 펀드등록 및 운용 중심지로 성장하였다. 역외금융 자유화를 통해 아시아 지역에 투자되는 자금이 싱가포르 자산운용회사에 의해 자유롭게 운용될 수 있는 여건을 갖추었으며 룩셈부르크와 마찬가지로 자산운용업에 대한 과세혜택을 통해 이를 지원하였다.

반면, 호주의 사례는 불리한 조세부담에도 불구하고 자국 시장 규모의 확대를 통해 펀드운용 중심지로 성장하는 것이 가능함을 보여준다. 도시국가가 아닌 경우 사회복지, 치안, 국방 등 다양한 재정지출 수요 때문에 조세부담이 클 수밖에 없다는 점을 감안하면 룩셈부르크나 싱가포르와 같이 세율을 과격적으로 낮추기 어렵다. 이러한 가운데 호주는 퇴직연금을 통해 확대된 시장 규모를 바탕으로 국내 자산운용회사의 대형화 및 외국 자산운용회사의 국내유치를 달성했으며 최근에는 이러한 성장세를 바탕으로 아시아 펀드 패스पोर्ट를 통해 아시아·태평양 지역의 자금운용 수요를 흡수하여 국제적 운용 중심지로 부상하려는 전략을 추진 중이다. 이러한 점을 감안할 때 우리나라도 규제완화 및 과세혜택으로 대표되는 자산운용 중심지 발전전략을 맹종할 것이 아니라 국내 여건을 감안한 성장모델에 대해 고민할 필요가 있다.

2) 정부의 자산운용업 발전전략의 중요성

자산운용 특화 금융중심지로서 룩셈부르크, 싱가포르 및 호주의 초기 성장과정에서 정부의 발전전략과 제도적 지원은 매우 중요한 역할을

했다. 앞서 논의된 바와 같이 룩셈부르크의 UCITS 도입이나 싱가포르 정부의 아시아달러시장 구축은 선점효과를 통해 양국이 금융중심지로 부상하는 데 결정적인 역할을 하였다. 또한, 호주의 경우에도 당초 사회복지 측면에서 도입된 강제 퇴직연금제도를 잘 활용하여 초기 자산운용업의 운용자산 규모를 확장할 수 있었다.

또한, 이후의 성장경로에서 해당국 정부들은 민간부문과의 효율적인 협력을 통해 자산운용업 발전전략을 수립해 나가고 있다. 싱가포르의 '2002년 금융허브전략보고서(Positioning Singapore as a Pre-eminent Financial Centre in Asia)'나 호주의 'Johnson Report'는 다양한 민간부문 전문가들이 정부의 금융허브 전략 수립에 참여한 대표적인 사례들이며 룩셈부르크의 경우에도 자산운용업협회(ALFI)를 통해 적극적인 의견수렴을 하고 있다.

3) 외국 금융기관들의 효과적 시장진입

룩셈부르크, 싱가포르처럼 규모가 작은 나라들이 자산운용 중심지를 구축한다는 것은 결국 얼마나 외국 금융기관들을 유치할 수 있는가에 달려있다. 따라서, 해당국들의 자산운용중심지 정책은 외국 금융기관들이 손쉽게 국내시장에 진입하여 영업할 수 있도록 적극적인 홍보를 통해 국내시장의 장점을 알리는 한편 규제완화를 통해 절차적 편이를 제공하는 데 초점이 있다. 일정한 시장 규모를 갖춘 호주의 경우에도 투자전문회사인 Invest Australia의 자회사인 Axiss를 통해 외국 금융회사들의 호주 진출을 지원하였으며 이에 따라 외국 자산운용회사들이 호주에서의 사업기회를 지속적으로 확대하고 수익을 창출할 수 있는 시장구조를 확립할 수 있었다.

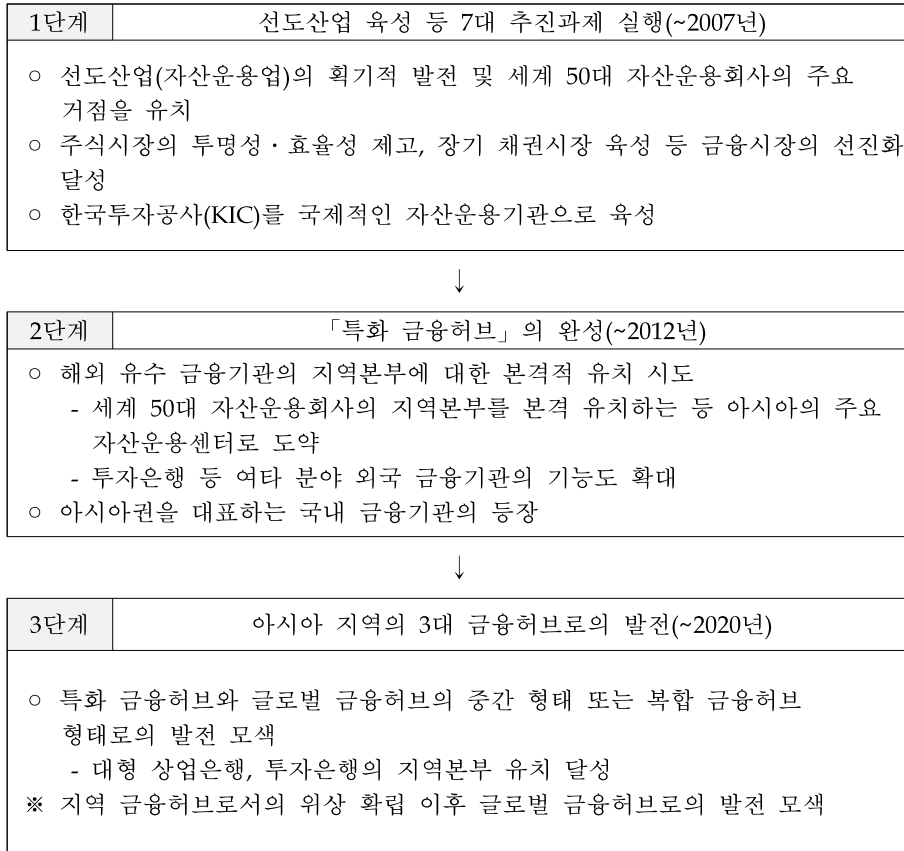
3. 우리나라의 자산운용 특화 금융중심지 정책 평가

가. 금융중심지 추진전략 추진 경과

정부는 2003년 12월 「동북아 금융허브 추진전략」(이하 '금융허브 전략')을 발표하고 2020년까지 우리나라가 아시아 3대 금융허브로 도약한다는 계획을 발표하였다. 이를 위해 홍콩 및 싱가포르에 대한 국내 금융부문의 상대적 열위를 인정하고 이들 지역과의 차별화를 도모하기 위해 성장 잠재력이 높다고 판단된 자산운용업을 선도산업으로 지정하여 중점 육성하는 장기 추진전략을 제시하였다. 1단계 추진기간(2004~2007년) 동안 금융중심지 기반 구축을 목표로 한국투자공사 출범(2005년 7월), KAIST 금융전문대학원 설립(2006년 3월), 퇴직연금제 시행(2006년 5월), 자본시장법 제정(2007년 8월) 등의 성과를 거두었다.

또한, 2007년 12월에는 「금융중심지의 조성발전에 관한 법률」을 제정하여 금융중심지 정책의 일관성 있는 추진을 위한 제도적 기반을 확립하였다. 동 법 시행령에 의거 금융중심지 정책의 기본방향을 제시하는 「금융중심지 기본계획」을 3년 단위로 발표하였다. 제1차 계획(2008~2010년)에서는 금융산업 선진화, 금융인프라 선진화, 자산운용시장 육성, 금융회사 집적 여건 조성을 4대 추진과제로 선정하였으며 특히 자산운용업 육성을 위해 자산운용업 전문화 유도, 퇴직연금 활성화, 펀드 판매채널 확대, 헤지펀드 도입 등을 추진하였다. 또한, 2008년 9월 국내외 금융회사의 해외진출 및 국내진입을 촉진하고 국내에서의 금융업 영위와 관련한 경영환경 개선을 위한 추진기구인 금융중심지 지원센터를 설립하였다. 2009년 1월에는 서울과 부산을 금융중심지로 지정하여 금융회사 집적을 통한 금융클러스터(financial cluster) 형성을 추진하였다.

〈그림 V-9〉 2003년 동북아 금융허브 추진 로드맵



자료: 기획재정부(2003)

제2차 계획(2011~2013년)에서는 제1단계에 이어 공적 연기금의 투자 활성화를 통해 자산운용시장의 외연 확대를 추진하고 자본시장법 시행령 개정으로 헤지펀드 제도가 도입되었으며 대체 거래소(ATS) 및 장외 거래 중앙청산소(CCP)에 관한 제도적 기반을 마련하는 등 자본시장 인프라를 개선하고 서울국제금융센터 개장, 부산 문현 금융중심지 조성 등 기존 금융중심지 조성을 한층 가속화하였다. 현재 추진중인 제3차 계획

(2014~2016년)에서는 자산운용, 사모펀드, 헤지펀드를 포함한 5대 선도금융산업을 선정하여 집중 육성하겠다는 계획을 밝히는 한편 금융산업의 국제화 및 금융중심지 활성화를 지속적으로 추진하기로 했다.

〈표 V-10〉 제3차 금융중심지 기본계획의 5대 선도금융산업

자산운용업	공정한 경쟁환경 조성 및 연기금 위탁운용 강화 등을 통해 자산운용회사의 국제경쟁력을 강화
투자은행	합리적 규제개선 등으로 투자은행의 기업금융 기능을 강화하고 국제경쟁력 있는 투자은행 출범을 지원
사모펀드	탄력적인 규제개선과 원활한 자본공급을 통해 사모펀드 산업의 활력을 제고
헤지펀드	다양한 투자수요를 충족시키고 금융산업의 고도화를 촉진하기 위해 헤지펀드산업 성장을 지속 지원
벤처캐피탈	광범위한 IT·벤처기반을 활용해 모험자본 및 창업금융 활성화

자료: 금융위원회 보도자료(2014)

나. 금융중심지 정책의 중간평가

1) 금융중심지 정책 전반에 대한 평가

지금까지의 우리나라 금융중심지 정책은 추진경과에서 나타난 바와 같이 1) 금융산업의 경쟁력 강화 및 금융인프라 개선을 통한 금융산업 선진화 정책과 2) 특정 지역내 금융기관 집적을 위한 지역개발 및 지원 정책으로 구분해 볼 수 있다(금융연구원(2013)). 우선, 금융산업 선진화 정책과 관련해서 살펴보면 자본시장법 및 퇴직연금법 도입 등을 비롯한 일부 제도적 성과를 제외하면 2003년 ‘금융허브 전략’ 도입 당시에 비해 금융산업 및 인프라의 질적 개선은 크지 않은 것으로 보인다. 10년 이상이

지난 최근에도 ‘금융허브 전략’에서 지적된 바와 같이 국제경쟁력을 보유한 금융분야가 여전히 뚜렷하지 않고 국제적 외국 금융기관 유치 및 국제화된 국내 금융기관의 육성이라는 측면에서 미흡하다.

한편, 금융기관 집적을 위한 지원정책의 경우 서울과 부산의 국제적 신인도가 향상되고 있으나 서울국제금융센터 및 부산국제금융센터에 금융회사 입주를 유도하는 설득력 있는 비즈니스 모델이 제시되지 못하고 있는 상황이다. 우선, 영국계 컨설팅 회사인 Z/Yen 그룹이 주요 국제금융도시를 대상으로 발표하는 국제금융센터지수(Global Financial Center Index: GFCI)나 미국 CME 그룹과 중국 신화통신이 발표하는 국제금융센터개발지수(International Financial Centers Development Index: IFCDI)에 따르면 서울과 부산의 경쟁력이 향상되고 있는 것으로 나타났다.²¹²⁾ GFCI 지수의 경우 2007년 3월 최초 조사에서 서울이 43위, 부산은 조사대상에서 제외되었으나 2015년 9월 기준으로는 서울은 전체 6위, 아시아·태평양 지역 4위이며 부산은 전체 24위, 아시아·태평양 지역 9위인 것으로 나타났다. 한편, IFCDI 지수에서도 2010년 서울이 31위였으나 2014년 전체 23위, 아시아·태평양 지역 8위인 것으로 나타났다. 두 지표가 국제금융시장 참가자들을 대상으로 한 설문조사를 바탕으로 한 만큼 서울과 부산의 평가가 꾸준히 개선되고 있다는 것은 우리나라의 금융중심지 추진정책에 대한 해외의 시각 변화를 의미하는 것으로 해석될 수 있다는 점에서 긍정적이다.²¹³⁾

212) 각각의 금융중심지 경쟁력 지수들이 상이한 방법론을 채택한 만큼 특정 시점의 순위보다는 전체적인 추세를 보고 판단할 필요가 있다.

213) 특히, GFCI의 조사결과에 따르면 서울은 향후 중요도가 커질 것으로 생각되는 15대 도시중 9위를 기록한 것으로 나타나 향후 발전 가능성이 높은 것으로 평가되었다.

〈표 V-11〉 아시아태평양 지역 주요 금융중심지 경쟁력 순위

	GFCI (2015년 9월)	IFCDI (2014)
홍콩	3	5
싱가포르	4	4
도쿄	5	3
서울	6	23
타이페이	26	26
상하이	21	6
시드니	15	11
셴젠	23	15
베이징	29	9
부산	24	-

자료: Z/Yen, Xinhua

그러나, 서울의 금융산업 발전과 여의도를 금융중심지로 특화하기 위해 설립된 서울국제금융센터 건물은 금융회사들이 고객과의 거래편의 및 비용 문제 등을 이유로 기존지역을 선호함에 따라 금융회사들의 입대가 저조한 실정이다(금융연구원(2013)).²¹⁴⁾ 또한, 부산의 경우에도 아시아·태평양 지역내 주요 경쟁도시는 물론 서울과의 전반적 경쟁력이 열위인 상황에서 선박금융 및 파생상품 중심의 특화전략²¹⁵⁾을 추진중이나 아직까지 가시적 성과는 미흡한 상황이다.

214) 외국계 은행 및 보험회사들은 주요 국내 은행 본점들이 위치한 광화문 및 을지로 지역을 선호하고 있으며, 증권회사들은 이미 여의도에 자체 건물을 확보하고 있는 경우가 많아 추가적인 비용을 들여 서울국제금융센터로 이전할 유인이 적다. 이에 따라 당초 설립 취지와 달리 딜로이트, 한국IBM 등 비금융기관들의 입주가 늘고 있는 상황이다.

215) 선박금융의 경우 한국산업은행, 한국수출입은행 등의 선박금융관련 부서가 입주해 있으나 선박금융 자체의 속성장 본점내 외화 자금조달 및 특정 기업군에 대한 종합 여신관리 등과 긴밀하게 연관되어 있어서 해당 부서만을 지역내 유치하는 것으로 선박금융을 활성화하기에는 한계가 큰 실정이다.

2) 자산운용 특화 금융중심지 정책에 대한 평가

금융중심지로서의 전반적인 경쟁력이 개선되고 있는 가운데 선도산업으로 지정된 자산운용업에 국한하여 살펴보면 다음과 같다.

가) 해외 우수 자산운용회사들의 국내 진출

동북아 금융허브 추진 로드맵에서는 제2단계가 마무리되는 2012년까지 동북아지역 자산운용 중심지로 성장하겠다는 비전과 함께 국제적 자산운용회사의 지역본부 유치 등을 과제로 제시하였으나 금융중심지로서 다수의 자산운용회사 및 관련기관들의 집적 및 상호 연계성 확대는 아직까지 크게 부족한 모습이다.

실제로 다수의 해외 자산운용회사들이 2000년대 중반 이후 국내 펀드 산업 성장과 함께 꾸준히 진출하였으나 효과적인 국내시장 진입을 이루지 못한 것으로 보인다. 외국인 지분이 50% 이상인 외국계 자산운용회사는 2014년 기준 24개사가 영업중으로 2004년 11개사에 비해 두 배 이상 늘어났다. 그러나, 소규모 운용회사를 중심으로 9개사가 적자를 기록하고 있어 수익개선 여부에 따라 국내에서 철수할 가능성이 있고 전체 운용자산 비중이 17% 수준으로 2011년 이후 감소 추세를 보이고 있다.

한편, 순자산 기준 상위 10대 자산운용회사중 외국계는 합작형태인 2개사²¹⁶⁾에 불과해 국제적 자산운용회사들의 아시아·태평양 지역 본부를 유치하고 이들이 국내 자산운용시장의 상위그룹을 형성하고 있는 홍콩, 싱가포르, 호주와 크게 구별된다. <표 V-12> 에서 나타난 바와 같이 국내에 진입한 외국계 자산운용회사들의 아시아·태평양 지역 본부는 대부분 홍콩이나 싱가포르인 것으로 나타났다.

216) 교보약사자산운용과 하나UBS자산운용이다.

<표 V-12> 주요 외국계 자산운용회사의 아시아·태평양 지역 본부 소재국 현황

회사명	본사 소재국	아시아·태평양 지역 본부 소재국
교보약사자산운용	프랑스	홍콩
하나UBS자산운용	스위스	홍콩
맥쿼리투자신탁운용	호주	호주
이스트스프링자산운용코리아	영국	싱가포르
알리안츠글로벌인베스터스자산운용	독일	호주, 홍콩
베어링자산운용	영국	홍콩
도이치자산운용	독일	싱가포르
스팍스자산운용	일본	일본
맥쿼리자산운용	호주	호주
CBRE글로벌인베스터스자산운용	미국	홍콩
다비하나인프라펀드자산운용	미국	홍콩
블랙록자산운용	미국	홍콩
리치먼드자산운용	뉴질랜드	뉴질랜드
파인브릿지자산운용	미국	홍콩
아센다스자산운용	싱가포르	싱가포르
노무라이화자산운용	일본	일본
라살자산운용	미국	싱가포르

주: 외국계 운용회사중 아시아·태평양 지역 본부 소재국이 불분명한 7개사 제외

특히, <표 V-13>에서 나타난 바와 같이 상위 2개사를 제외하면 해외 투자펀드에 대한 쏠림 현상이 두드러진 가운데 대부분 글로벌 시장에서 판매되는 역외펀드에 투자되는 재간접상품이 많아²¹⁷⁾ 국내 소비자들의 수요에 맞추는 현지화 노력이 미흡한 것으로 나타났다. 이러한 현상은 소규모 외국계 운용회사들의 운용인력 부족으로 국내 투자기반이 갖추어져 있지 않고 판매채널이 상대적으로 부진한 데서 기인한 것으로 추정되며 근본적으로는 국내시장 규모가 크지 않아 외국계의 투자유인이 저조하기 때문인 것으로 판단된다.

217) 2014년말 기준 전체 자산운용회사들의 증권형 상품중 재간접펀드의 비중은 23.5%인 반면 외국계 자산운용회사의 경우 42%로 매우 높다.

〈표 V-13〉 외국계 자산운용회사 펀드 투자지역 구분(2014년말)

(단위: 개, 조원)

	해외투자펀드			국내투자펀드		
	펀드수	설정액	순자산	펀드수	설정액	순자산
외국계(A)	539	11.8	10.8	826	41.7	40.5
중소형 외국계(B)	289	10.2	9.3	411	17.9	17.3
전체 자산운용회사(C)	2,702	62.7	60.6	9,371	337.6	334.3
비중(A/C, %)	19.9	18.8	17.8	8.8	12.3	12.1
비중(B/C, %)	10.7	16.3	15.4	4.4	5.3	5.2

주 : 중소형 외국계는 상위 2개사 제외
 자료: 금융투자협회

나) 국제적 기관투자자들의 국내투자 활동

본 절에서는 집합투자기구 및 연기금, 은행, 보험, 증권 등의 국제적 기관투자자들이 국내 자산운용시장에 진출하고 있는 현황을 살펴보고 이로부터 시장개방이라는 측면에서 국내시장으로의 국제화를 도모하기 위한 정책적 시사점을 도출하고자 한다. 특히 장기적이고 안정적인 투자 자금으로 알려져 있는 해외 주요 국부펀드의 국내 진출 현황을 통해 우리나라의 자산운용중심지로 발전 가능성을 타진해 보고자 한다. 분석 대상 국부펀드로 노르웨이 국부펀드인 GPFG(Government Pension Fund Global)와 싱가포르의 GIC(Government of Singapore Investment Corporation), 그리고 최근 부상하고 있는 중국 국부펀드 CIC(China Investment Corporation)의 사례를 살펴본다.

(1) 공모시장에 대한 증권투자 현황

국내 주식시장 및 채권시장에 대한 외국인의 증권매매동향은 개인 및 기관투자자로 나누어 각각의 공모시장별로 총 투자 규모 및 매매동향을 보고하고 있다. <표 V-15>에서 보는 바와 같이, 2010년 이후로 개인투자자의 국내증권 보유 규모는 축소되는 반면 기관의 투자 규모는 소폭 늘어나고 있는 추세이다. 기관투자자 중에서 특히 연기금의 투자 규모가 빠르게 증가하고 있으며, 다음으로는 은행업종의 국내투자 확대가 가시적이다.

<표 V-14> 외국인투자자 유형별 국내증권 보유 현황

(단위: 십억원)

투자자 유형	2010년	2012년	2013년	2014년
개인(A)	2,710	1,592	1,286	1,444
기관(B)	456,856	498,958	522,633	520,378
집합투자기구	223,359	221,802	235,177	224,556
은행	75,258	96,441	107,248	110,840
증권	9,810	7,780	7,796	7,862
보험	10,328	10,962	10,883	10,776
연기금	39,675	43,978	49,005	50,491
기타	98,429	117,995	112,554	115,855
합계(A+B)	459,566	500,550	526,919	521,822

주 : 유가증권시장 및 코스닥시장 상장주식, 상장채권 보유 시가총액 합산기준이며, 기타에는 직접투자분 포함

자료: 금융감독원

이를 시장별로 나누어 분석해 보면, <표 V-15>에서와 같이 연기금의 투자 확대는 주로 주식 부문에 집중되어 있으며, 이에 비해 은행권은 채권시장에서 투자를 확대하고 있음을 알 수 있다. 유가증권시장(KOSPI)과

코스닥시장을 합한 전체 주식시장에서 해외 연기금의 투자 규모는 2010년 대비 27% 이상 확대된 규모이다. 그에 비해 외국 은행계열의 국내 채권 투자 규모는 2010년 대비 128% 증가하였다.

〈표 V-15〉 외국인투자자 유형별 국내 상장주식 보유 현황

(단위: 십억원)

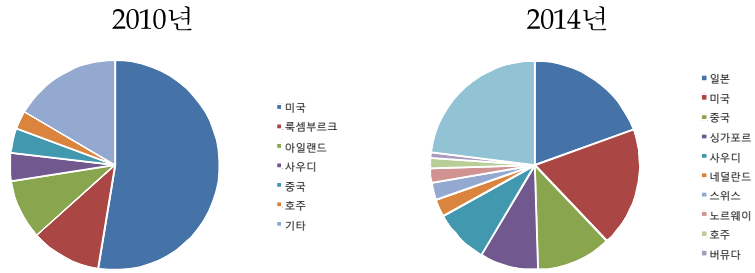
투자자 유형	2010년	2012년	2013년	2014년
개인(A)	2,683	1,548	1,255	1,423 (99%)
기관(B)	382,681	407,986	427,960	420,037 (81%)
집합투자기구	186,499	190,653	199,461	192,351 (86%)
은행	51,264	56,646	58,971	56,160 (51%)
증권	8,145	7,420	7,719	7,260 (92%)
보험	10,158	10,039	9,906	9,222 (86%)
연기금	38,287	42,468	47,388	48,731 (97%)
기타	88,331	100,760	104,515	106,315 (92%)
합계(A+B)	385,364	409,534	429,215	421,460 (81%)

주 : 유가증권시장과 코스닥시장의 상장주식 시가총액 합산기준이며, 기타에는 직접투자분 포함. 괄호 안은 전체 증권(주식+채권)에서 차지하는 주식 비중임
 자료: 금융감독원

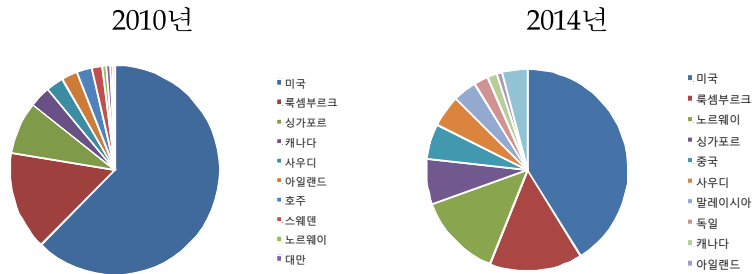
국내 주식시장에 투자하는 외국 기관투자자들을 국적별로 살펴보면, 2010년 대비 큰 변화를 보이고 있음을 알 수 있다. 이러한 변화 양상은 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥 시장에서 다소 상이하게 나타나고 있다. 유가증권 시장의 경우 2010년에는 미국이 절반 이상을 차지하고 있었으나 최근에는 일본, 미국, 중국 등으로 비교적 잘 분산된 투자자 구성을 보이고 있다. 그에 비하여 코스닥시장은 최근 들어 투자자 구성이 다변화되고는 있으나 여전히 미국의 비중이 높은 상황이다.

〈그림 V-10〉 국적별 순매수 동향

〈유가증권시장〉



〈코스닥 시장〉



자료: 금융감독원

순매수 상위 국가인 미국, 일본, 중국 등의 자금은 주로 연기금 또는 국부펀드 자금으로 상대적으로 장기투자 성향을 갖는 양질의 투자 자금으로 분류된다. 그에 비해 순매도 상위를 기록하는 영국, 버진아일랜드, 케이만아일랜드 등은 대부분 헤지펀드 자금으로써 단기성 투기 자금을 의미한다. 따라서 이러한 투자 주체별 분석을 참조할 때, 금융위기 이후 국내로 유입되는 기관투자자 자금은 질적인 측면에서 양호한 변화로 해석할 수 있겠다.

(2) 국부펀드 투자현황

노르웨이 국부펀드인 GPFG는 2015년 8월말 기준으로 총 8,820억달러의 운용자산을 보유하고 있어 전세계 국부펀드 운용자산의 8.3%를 차지하는 명실상부한 세계 최대의 국부펀드이다.²¹⁸⁾ GPFG의 2014년말 기준 지역별 투자 비중을 살펴보면 유럽이 39.3%, 북미지역이 38.9%로 대다수를 차지하고 있는 가운데 아시아 지역의 비중은 15.5%인 것으로 나타났다. GPFG는 한국을 아시아에서 중국 다음으로 가장 중요한 투자대상국으로 설정하여 투자 비중을 확대하고 있다. 2014년 기준 GPFG가 국내에 투자하고 있는 주식과 채권 규모는 각각 약 100억달러와 50달러 수준이다.

한편, GIC는 싱가포르 외환보유액과 정부 재정잉여자금, 국채 매각대금 중 일부를 전액 외화자산에 투자하는 업무를 담당하며, 운용자산 규모는 약 3,200억달러로 추정된다. GIC는 주식, 채권, 헤지펀드 등의 자산군에 투자하는 것으로 알려져 있는 가운데, GIC의 국내투자는 대규모 부동산 투자로 주목받았다. GIC는 2000년대 초반부터 서울파이낸스센터, 강남파이낸스센터 등 오피스 빌딩에 투자하기 시작하여 2010년 이후부터는 물류센터에 대한 투자로 사업영역을 확대하고 있다. 2010년부터 2014년까지 국내 물류센터에 대한 총 투자 규모는 약 7,000억원에 이를 것으로 추정된다.

CIC는 중국정부에 의해 설립된 외환보유액 운용전문기관으로, 중국의 막대한 외환보유액을 다각화하고 장기투자를 통해 안정적인 수익률을 창출할 목적으로 2007년에 설립되었다. 2014년말 기준 CIC의 투자 포트폴리오를 살펴보면, 주식시장 비중은 44.1%이며, 채권 및 현금의 투자 비중은 각각 14.6%, 3.6%이다. CIC의 해외주식투자가 확대되고 있는

218) SWF Institute 통계로 2015년 8월말 현재 전세계 국부펀드 자산 규모는 7조 2,837억달러 수준이다.

가운데, 2011년말 기준 CIC의 한국 주식에 대한 투자 규모는 3억달러 수준으로 알려져 있으며, 위탁운용사로 삼성자산운용, 트러스트자산운용, 골드만삭스 등을 선정하여 기관별로 1억달러의 자금을 배분하여 한국 주식에 투자하고 있다(노원명(2011)). 2012년 기준 국내 주식시장에 CIC가 투자한 규모는 약 4조 600억원 규모이며, 이는 CIC의 글로벌 주식 포트폴리오에서 미국 다음으로 두 번째로 큰 비중이다(정진우(2013)).

국부펀드의 속성상 공개된 데이터가 많지 않아 국내투자에 대한 자세한 현황을 파악하는 데 어려움이 있으나 앞에서 살펴본 3개 국부펀드들의 사례를 통해 판단해보면 주요 국부펀드들의 국내투자가 빠르게 확대되고 있는 것으로 보인다. 또한, 자산 구성 측면에서도 공모시장에서의 주식 및 채권과 같은 전통적 자산 외에 부동산 및 인프라 투자 같은 대체투자 자산에 이르기까지 폭넓게 구성되어 있다. 따라서, 이들 글로벌 기관투자자에게 있어 한국 시장은 유동성이 높고 성장 잠재력이 뛰어난 신흥 시장으로 인식되고 있다.

다) 평가

이상의 논의를 종합해보면 해외 자산운용회사들의 국내 진출은 양적으로 진출 회사의 수는 많으나 질적으로 보면 글로벌 시장에서 판매되는 해외펀드에 대한 재간접상품을 주로 판매하는 단순 판매창구의 역할에 머무르는 실정이다. 외국계 운용회사들의 현지화 노력이 미흡한 원인은 국내 자산운용시장의 규모가 크지 않은 데다 룩셈부르크나 싱가포르와 같이 부족한 국내시장 수요를 해외 자금 유치를 통해 상쇄하려는 노력도 거의 없기 때문이다. 즉, 국내에 등록된 펀드에는 해외고객들의 자금이 거의 없는 실정이다. 그러나, 국내 자본시장에 대한 국부펀드 등 국제적 기관투자자들의 평가는 긍정적인 만큼 향후 정책적 노력 여하에 따라 자산운용 중심지 추진을 위한 잠재력은 충분한 것으로 판단된다.

4. 방향과 과제

가. 방향 설정

1) 우리나라의 역내 경쟁력 평가

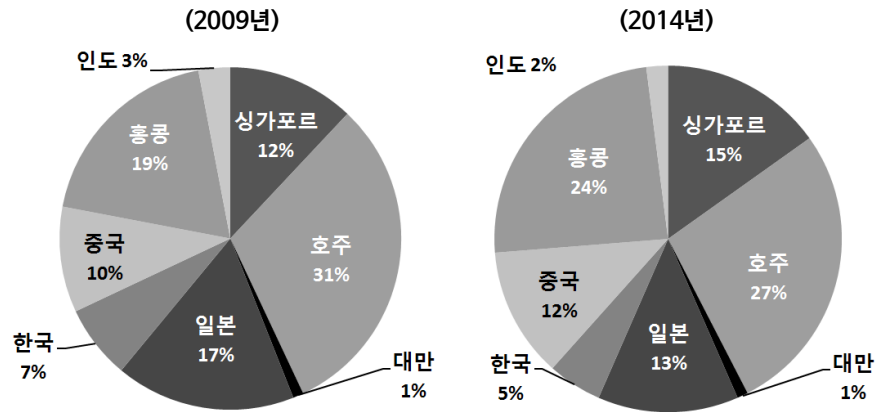
본 절에서는 룩셈부르크 등 주요국의 사례분석에서와 마찬가지로 시장 규모를 바탕으로 한 국내 자산운용시장의 성장잠재력과 함께 국내 금융규제, 과제 및 인력의 측면에서 자산운용 특화 금융중심지로서의 역내 경쟁력을 평가한다.

가) 자산운용시장의 성장잠재력

우리나라 자산운용시장의 성장잠재력 평가를 위해 역내 국가들과의 시장 규모를 비교하고자 ICI(Investment Company Institute) 집계²¹⁹⁾를 살펴보면 2014년말 한국의 자산운용시장 규모는 3,122억달러로 아시아·태평양 지역 전체의 5.2%를 차지하고 있으며 호주, 홍콩, 싱가포르, 일본, 중국에 이어 역내 6위 규모이다. 2009년과 비교해보면 아시아·태평양 지역의 전체적인 성장세가 두드러진 가운데 역내 금융중심지인 홍콩 및 싱가포르에 대한 쏠림 현상이 심화되면서 한국의 역내 비중은 오히려 축소되는 모습이다.

219) 재간접펀드를 제외한 뮤추얼펀드의 순자산(NAV) 기준이다. 단, ICI 집계 대상이 아닌 홍콩과 싱가포르는 각각 홍콩 증권선물위원회(HK SFC) 및 MAS의 총자산(AUM) 자료(단, 일임 제외)를 이용하여 ICI 집계기준과 상이하다.

<그림 V-11> 아시아·태평양 지역 주요국 자산운용시장 규모



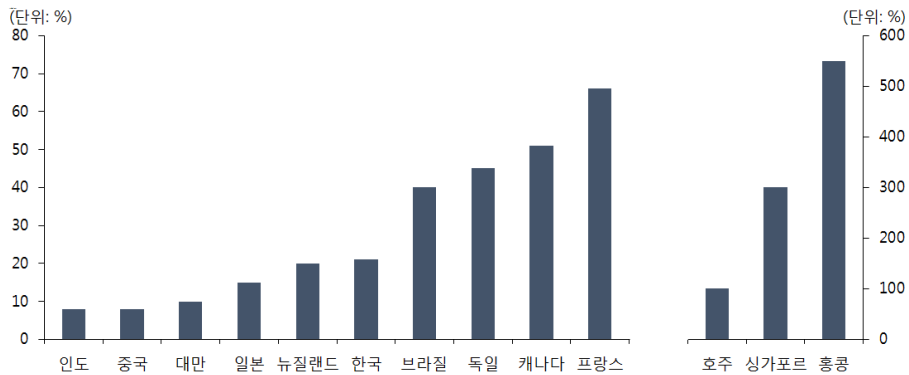
주 : 홍콩과 싱가포르는 각각 홍콩 증권선물위원회 및 MAS가 발표한 총자산 (AUM, 일임 제외) 기준이며, 나머지 국가들은 ICI가 집계한 채간접펀드를 제외한 뮤추얼펀드의 순자산(NAV) 기준

자료: ICI, MAS, HK SFC

그러나, 국내 자산운용시장의 향후 펀드수요 창출 잠재력은 국내 경제규모에 비해 작은 펀드시장 및 퇴직연금 규모를 감안하면 매우 높은 것으로 판단된다. <그림 V-12>는 주요국의 GDP 대비 펀드규모를 비교하고 있다. 한국의 펀드규모는 GDP 대비 22%로 자산운용허브인 홍콩, 싱가포르 및 호주에 비해 크게 낮은 수준이며 캐나다, 프랑스, 독일, 브라질에 비해서도 절반 수준에 불과하다. 따라서 이러한 점을 감안하면 국내 인구구조 및 경제여건, 정부의 육성정책에 따라 국내 자산운용시장 규모가 장기적으로 크게 확대될 수 있는 여건은 충분한 것으로 보인다. 고령화가 상당히 진전된 유럽의 경우 은퇴 이후를 대비한 자산 축적에서 자산 소비 단계로 진입하는 반면 고령화 초기단계에 진입한 한국 및 역내 국가들은 고령화에 대비한 본격적인 자산축적 시기에 진입할 전망이다(김재철 외(2011)). 특히, 가계자산의 경우 그동안의 부동산 위주의 자산보유에서 벗어나 수익성 및 유동성 중심의 연금형태의 금융자산으로

이동할 것으로 예상되며 공적 연기금 등 기관투자자들의 자산운용 수요가 확대될 것으로 보인다. 이에 따라 송홍선 외(2013)는 국내 펀드시장 규모가 투자일임시장을 중심으로 2020년까지 연평균 7~8% 수준의 성장세를 보이면서 펀드와 투자일임을 합한 전체 자산운용시장의 GDP대비 규모가 2012년 52%에서 2020년 70~80% 수준으로 확대될 것으로 예측하고 있다.

**<그림 V-12> 주요국의 GDP대비 펀드규모 비교
(2014년 기준)**



자료: ICI, IMF, MAS, HK SFC

한편, <그림 V-12>는 향후 수요 창출을 통한 자산운용업 성장에 대한 기대감뿐만 아니라 과제 또한 제시해 준다. 즉, GDP 대비 펀드규모로 보았을 때 우리나라는 일본과 비슷하고 대만, 중국보다는 높은 수준인 만큼 충분한 제도적 개선을 통한 자산운용시장 확충 노력 없이는 일본과 같이 현재와 같은 수준을 유지하게 될 가능성 또한 상존한다. 일본의 경우 2014년 기준 가계의 금융자산이 GDP의 2.2배로 매우 높은 수준이며 고령화의 진전으로 장기적인 노후대비 수요가 상당하나 <표 V-16>에서 나타난 바와 같이 전체 금융자산중 주식, 펀드 등 금융투자상품이나

연금의 비중은 매우 낮아 시장 규모의 확대는 더딘 상황이 지속되고 있다. 따라서, 부동산 등 비금융자산의 비중이 높고 일본과 마찬가지로 금융자산중에서도 주식 등 금융투자상품보다는 예금의 비중이 높은 한국의 가계 자산구조를 감안할 때 자산운용시장 잠재력을 현실화하기 위한 정책적 노력이 수반되어야 함을 알 수 있다.

〈표 V-16〉 주요국 가계자산 구성 비교(2013년말 기준)

구성항목	한국	미국	일본	영국 ¹⁾	호주 ¹⁾
비금융자산	75.1	29.3	39.9	50.4	60.4
금융자산	24.9	70.7	60.1	49.6	39.6
(현금 및 예금) ²⁾	(45.5)	(12.7)	(53.1)	(27.8)	(22.0)
(금융투자상품) ²⁾	(25.0)	(53.3)	(16.1)	(12.5)	(17.2)
(보험 및 연금) ²⁾	(28.9)	(31.3)	(26.7)	(56.3)	(57.7)
(기타) ²⁾	(0.7)	(2.7)	(4.1)	(3.4)	(3.1)

주 : 1) 영국과 호주는 통계분류상 보험 및 연금 관련 금융자산 중 주식 및 펀드 형태의 비중이 높아 가계 금융자산에서 금융투자상품이 차지하는 실제 비중은 더 높을 것으로 추정

2) 괄호()는 금융자산내 비중(%)

자료: 금융투자협회(2014)

나) 금융규제

국가 간 금융규제의 직접적인 비교는 어려우나 2014년 IMD 세계 경쟁력 평가에 따르면 한국은 금융 및 은행부문 규제의 적합성 부문에서 조사대상 60개국중 최하위권인 55위인 것으로 조사되어 역내 금융중심지인 싱가포르(3위), 호주(4위), 홍콩(6위)과의 격차가 매우 큰 것으로 나타났다. 각국의 금융규제를 1:1로 비교한 결과가 아니라 설문조사를 통한 만족도 조사의 성격이 강한 만큼 해당 결과를 특정 국가와의 직접적 비교에 활용하는 데는 일정한 한계²²⁰⁾가 있을 수 있으나 국내 금융규제의

개혁 필요성이 크다고 해석하는 데는 큰 무리가 없을 것으로 보인다.

특히, 국내 자산운용업 규제와 관련하여 신보성 외(2015)는 자본시장법 도입으로 투자자보호 강화, 투자기구의 다양성 확대, 투자대상 자산 및 펀드 종류별 운용대상 자산에 관한 규제 완화 등이 이루어졌으나 자산운용업 특성에 비해 엄격한 진입 및 건전성 규제, 공모펀드 규제를 준용한 사모펀드 규제 등 주요 선진국과 상당한 규제격차가 존재하는 것으로 지적한 바 있다.

〈표 V-17〉 국내외의 자산운용 규제수준 및 규제격차 비교

		공모펀드			사모펀드		
구분	항목	선진국	한국	격차	선진국	한국	격차
진입	등록/인가	중	상	중	중	상	중
	인가단위	소	상	대	소	상	대
	인가요건	소	상	대	소	상	대
건전성	재무건전성	소	상	대	소	상	대
	내부통제	중	상	소	중	상	대
투자운용		중	상	소	소	중	대
투자자보호		중	상	소	소	중	대

주 : 선진국은 미국, 영국, EU 기준
 자료: 신보성 외(2015)

220) 주요 국가경쟁력 지수와 관련하여 설문조사의 비중이 높은 경우 조사결과가 응답자의 주관에 크게 좌우되고 설문 항목이나 항목간 가중치에 대한 자의성 문제가 크다는 비판이 제기되고 있다(손민중 외(2010)).

다) 과세 및 인적자원

한편, 한국은 아시아·태평양 지역의 주요국들중 홍콩과 싱가포르와 같은 금융중심지형 도시국가를 제외하면 역내 경쟁국들에 비해 어느 정도 조세경쟁력을 갖춘 것으로 보인다. PwC and World Bank Group(2014)의 조세경쟁력 순위에서 한국은 전체 25위, 아시아·태평양 지역에서는 3위인 것으로 나타났다. 법인세, 소득세 및 기타 세율들을 종합한 총 세율(total tax rate)의 경우 홍콩, 싱가포르에 비해 높은 수준이나 중국, 일본, 호주에 비해서는 크게 낮은 수준이다.

〈표 V-18〉 아시아·태평양 지역 주요국 조세경쟁력 순위 및 세율 비교

국가	순위	세율	국가	순위	세율
호주	39위	47.3%	인도네시아	160위	31.4%
중국	120위	64.6%	말레이시아	32위	39.2%
홍콩	4위	22.8%	싱가포르	5위	18.4%
일본	122위	51.3%	태국	62위	26.9%
한국	25위	32.4%	대만	37위	34.2%

주 : 조사대상 국가는 총 184개국으로 총 세율, 납부 회수 등을 종합적으로 고려한 순위이며, ()는 법인세, 소득세, 자본이득세 등 기타 세율을 합한 총 세율(total tax rate)임.

자료: PwC and World Bank Group(2014)

반면, 전문인력의 경우 양적으로 부족한 데다 교육을 통한 신규인력 양성이나 해외 우수인력의 유치 면에서도 주요국들에 비해 크게 부진한 모습이다. 2014년 IMD 세계 경쟁력 평가에 따르면 금융인력 구인 가능성은 38위, 대학교육 53위, 경영학 교육 47위, 외국 우수인력 유치는 43위에 불과한 것으로 나타났다. 홍콩, 싱가포르, 호주와의 격차가 매우 크며 말

레이시아나 대만에 비해서도 뒤쳐진 것으로 보인다. 특히, 외국 우수인력 유치와 밀접한 연관이 있는 생활비와 삶의 질은 각각 53위와 41위에 불과하며 기업 고위 간부들의 국제적 경험 또한 48위인 것으로 나타나 외국 우수인력 유치여건이 단기간에 개선되기 어려운 것으로 보인다.

〈표 V-19〉 아시아·태평양 지역 주요국 금융인력 관련 경쟁력 순위

	금융인력 구인 가능성	경영학교육	외국 인력 유치
홍콩	8	13	9
싱가포르	18	3	3
호주	14	17	10
말레이시아	15	10	12
대만	29	24	45
한국	38	47	43
일본	31	49	48
중국	48	45	18

자료: IMD(2014)

2) 적절한 자산운용 특화 금융중심지 모형 선택

본 절에서는 자산운용 특화 금융중심지로서 우리나라의 역내 경쟁력 평가를 바탕으로 향후 발전모형으로서 룩셈부르크 및 싱가포르와 같은 허브 모형과 호주와 같은 운용중심 모형의 적합성을 검토한다.

가) 허브 모형의 적합성

자산운용 특화 금융중심지로서 허브 모형의 성패는 결국 해외자산운용회사 및 해외고객을 얼마나 유치할 수 있는가에 달려 있다. 이를 위해서는 룩셈부르크처럼 발 빠른 금융규제 혁신을 통해 선도적 금융중심지로서의 명성을 지속적으로 유지해 나가거나 싱가포르처럼 금융산업에 대한 오래된 전통이 없이 비교적 후발주자로 진입한 경우 금융산업에 대한 정부의 명확한 비전하에 규제완화와 과세혜택, 전문인력 양성 등 일련의 체계적인 산업지원책이 제시되어야 한다.

그러나, 이러한 전략을 우리나라가 도입하는 데는 상당한 어려움이 뒤따를 것으로 보인다. 허브 모형을 채택하고 있는 많은 국가들은 금융업에 대한 의존도가 높은 도시 국가들인 만큼 금융규제 완화에 전향적이고 과세혜택 등을 통한 외국 자본유치에 대해 정치적 수용성이 높다. 반면, 여타 선진국에 비해서도 제조업 비중이 높은 국내 경제의 특성상 산업정책의 우선순위가 수출관련 제조업에 있는 만큼 외환시장 불안, 기업지배구조 문제 등에 대한 우려로 금융시장에 대한 전면적인 규제완화를 추진하는 데에는 어려움이 따른다. 예를 들어 국내 금융산업의 선진화를 위해 원화 국제화의 필요성이 지속적으로 제기되어 왔으나 원화가 비거주자에 의해 역외 시장에서 자유롭게 거래될 경우 환율에 대한 국내 외환당국의 통제력이 약화되어 환율 변동성이 확대될 수 있어 국내 수출관련 산업에 부담이 될 수 있다는 것이 주요 반대논리로 작용하고 있다.

과세의 경우에도 고용창출 등 금융산업에서 만들어내는 부가가치가 국내 경제에서 차지하는 비중이 크지 않은 만큼 특정 산업에 대한 특혜성 혜택을 확대하는 데 한계가 있다. 일정한 위험을 수용한 대가로 높은 수익을 실현한 외국인투자자를 '떡튀'로 규정하고 강한 거부감을 나타내는 국민 정서를 감안할 때 외국인투자자 유치를 위해 파격적인 인센티브를

부여하는 것은 현실적으로 어렵다. 특히, 중장기적으로 인구고령화로 국내의 복지수요가 확대될 것으로 예상됨에 따라 추가 세원확보가 필요한 데다 글로벌 금융위기 이후 강화된 조세회피 지역에 대한 국제적 규제 움직임 등을 감안할 때도 바람직하지 못하다.

결론적으로 허브 모형을 채택하고 있는 역내 금융중심지인 홍콩이나 싱가포르와 비교했을 때 종합적인 경쟁력 격차가 상당히 크고 해당국들을 추격하는 것이 쉽지 않으며 특히 시장 규모 및 관련 서비스의 직접 측면에서는 오히려 격차가 점차 심화되는 만큼 허브 모형을 추구하는 것은 적합하지 못한 것으로 판단된다.

나) 운용중심 모형의 적합성

호주와 같은 운용중심 모형의 관건은 전적으로 국내시장 규모의 성장 가능성에 달려 있다. 자산운용 수요기반이 공고하게 구축된다면 어느 정도의 금융규제나 과세상의 불리함은 상쇄될 수 있기 때문이다. 앞에서 분석한 바와 같이 국내 자산운용 시장 규모가 여타 국가들과 비교했을 때 경제규모에 비해 매우 작은 데다 향후 인구고령화 진전에 따른 연금 자산 수요가 확대될 것으로 예상되는 만큼 자산운용시장의 성장잠재력이 매우 큰 것으로 나타났다. 또한, 장기 투자성향이 강한 국제적 기관 투자자들이 국내시장을 긍정적으로 평가하고 있는 만큼 해당 자금들의 국내투자가 확대될 경우 국내 자산운용시장 규모를 안정적으로 확대하는 데 큰 도움이 될 것이다. 특히, 중국 경제의 부상과 위안화의 국제화로 인해 중국 고액자산가²²¹⁾ 및 기관투자자를 대상으로 한 투자수요 확대는 국내 자산운용업의 수요 확충에 큰 기회가 될 수 있다.

221) Capgemini(2015)에 따르면 백만달러 이상의 투자자산을 보유한 중국 고액자산가(High Net Wealth Individual: HNWI)는 2014년 기준 89만명으로 추산된다.

따라서, 연금, 국제적 기관투자자 등 자산운용 수요기반을 확충할 수 있는 적절한 정책적 방안이 마련되고 해외 우수 자산운용회사들의 국내 영업에 대한 지원책이 확대될 경우 '시장 규모 확대 → 해외 자산운용회사의 국내 집적 → 자산운용회사간 경쟁 격화로 다양한 고객 수요가 충족되면서 시장 외연의 추가 확대'로 이어지는 선순환 구조를 마련할 수 있다.

이러한 운용중심 모형은 시장 규모 확대를 추구한다는 점에서 금융 규제나 과세의 전면적 개혁 및 연금 서비스 분야의 확충 및 수준 제고가 필요한 허브 모형에 비해 국내 경제여건상 훨씬 수용성이 높다. 예를 들어 과세의 경우 허브 모형과 같이 금융기관에 대한 과세특례를 제공하기 보다는 연금 등 자산운용 수요확충을 위해 다수의 국민들의 재산 형성을 위한 과세혜택을 제공하는 것인 만큼 도입 가능성이 높다. 또한, 금융중심지 정책이 최초 도입되었던 시점부터 자산운용업이 금융특화업종으로 지정되어 오랫동안 선도산업의 위치를 점했던 만큼 기존 금융중심지 정책하에서 자산운용 특화에 따른 추가적인 논의가 필요한 것도 아니다. 따라서, 국내 자산운용시장의 향후 성장성 및 현실적인 수용 가능성을 종합적으로 판단했을 때 운용중심 모형의 적합성은 매우 높은 것으로 판단된다.

나. 과제

본 절에서는 운용중심의 자산운용 특화 금융중심지 구축을 위한 정책과제를 제시한다. 즉, 국내 자산운용시장 규모 확대 및 규제 완화를 통해 해외 우수 자산운용회사의 국내 집적을 유도하는 한편 기업지배 구조 개선을 통한 국내 자본시장의 매력도 및 안정성 제고를 통해 국제적 기관투자자들의 국내투자를 활성화할 필요가 있다.

1) 해외 우수 자산운용회사의 국내 집적

가) 국내 자산운용시장 규모 확대

국내 자산운용시장 규모를 확대하기 위해 공모시장의 경우 가계의 금융자산 축적 및 펀드투자 확대를 지원할 필요가 있는 반면 사모시장은 시장 활성화를 위한 규제완화가 필요하다.

앞에서 언급한 바와 같이 우리나라 가계는 부동산과 같은 비금융자산의 비중이 매우 높으며 가계가 보유한 금융자산중에는 현금 및 예금의 비중이 매우 높다. 향후 저성장·저금리 기조가 지속될 경우 국내 투자자들의 고수익 해외투자에 대한 관심이 확대되고 금융상품별 세제혜택에 더욱 민감해질 수밖에 없다. 특히, 호주의 사례와 같이 인구고령화 추세에 맞추어 가계의 노후생활을 대비할 수 있도록 자산축적을 지원하기 위해 세제혜택을 제공하는 것은 사회복지시스템 구축과 자산운용 시장 수요기반 확충이라는 점에서 매우 긍정적이다.

정부 또한 이러한 필요성을 인식하여 가계의 자산형성 및 펀드시장 확대를 지원하기 위한 다양한 세제혜택 상품을 도입하였다. 다만, 이러한 상품들이 가입자격에 일정한 제한이 있거나 편입상품에 대한 제약이 있어 투자자의 다양한 위험성향을 충족시키지 못하는 측면이 있다. 이에 따라 정부가 2016년 3월부터 도입하기로 한 개인종합자산관리계좌(Individual Savings Account: ISA)는 가입대상에 대한 제한을 최소화하고 계좌에 편입할 수 있는 금융상품의 범위를 확대하였으며 금융상품간 이동이 탄력적이라는 점에서 긍정적이다. 그러나, 영국, 일본 등의 ISA에 비해 세제혜택이 매우 작고²²²⁾ 개인형 퇴직연금이나 비과세 해외펀드 등 국내의 다른 절세상품들에 비해 세제혜택이 크지 않다. 따라서, ISA 도입은

222) 영국 ISA의 세제혜택은 연 15,000파운드(약 3,000만원)이며 일본의 NISA는 연간 100만엔(약 1,000만원)내에서 투자자산에 대한 양도차익을 5년간 비과세한다.

올바른 정책적 방향성에도 불구하고 국가적 재정수요나 고소득자 위주의 세제혜택에 대한 우려로 정책의도에 걸맞는 유인이나 보상 체계를 갖추지 못한 것으로 보인다. 또한, 다른 절세상품과 마찬가지로 ISA 의무 가입기간이 5년으로 짧아 장기 투자를 유도하기에 충분치 않은 것으로 보인다.

따라서, 퇴직연금을 제외한 다양한 세제혜택 상품을 개인종합자산관리계좌로 통합하되 10년 이상의 장기투자에 대한 세제혜택을 강화하는 방안을 고려해 볼 필요가 있다.

〈표 V-20〉 세제혜택 금융상품 비교

	연금저축	개인형 퇴직연금(IRP)	소득공제 장기펀드	개인종합자산 관리계좌(ISA)
가입자격	없음	퇴직연금 가입 근로자	총급여 5,000만원 이하 근로자	근로자, 사업자 ¹⁾
납입한도	연금저축, 퇴직연금 합쳐 연 1,800만원		연 600만원	연 2,000만원
편입상품	신탁, 보험, 펀드		펀드	예금, 펀드, 파생결합증권
세제혜택	납입액 연 400만원 한도내에서 세액공제(13.2%)	납입액 연 300만원 한도내에서 세액공제(13.2%)	납입액 40% 소득공제	순이익 200만원까지 비과세, 초과분은 9% 분리과세
가입기간	5년			5년 ²⁾

주 : 1) 금융소득 종합과세 대상자 제외

2) 저소득·청년은 3년

자료: 금융위원회

한편, 글로벌 금융위기 이후 세계경제의 성장세가 둔화(secular stagnation)되고 주식이나 채권과 같은 전통자산들의 수익률 하락으로 PEF와 헤지펀드와 같은 대체투자에 대한 관심이 확대되고 있다. 이에 따라 앞서 살펴본 룩셈부르크, 싱가포르 및 호주의 경우에도 사모펀드시장을 육성하는 데 정책적 노력을 기울이고 있다. 국내 자산운용시장 또한 공적연기금을 비롯한 기관투자자의 운용자산이 큰 폭으로 확대될 것으로 전망됨에 따라 장기투자의 측면에서 분산투자를 통해 수익률을 제고하기 위한 국내 기관투자자들의 대체투자 수요가 급증할 것으로 예상된다.

그러나 국내 사모펀드시장은 공모펀드에 준하는 수준으로 규제가 엄격해 외국과의 격차가 크고 실질은 유사하나 법적 인가형태별로 운용제한 등 규제가 상이해 규제차익이 발생하는 문제가 있다(신보성 외(2015)). 룩셈부르크와 싱가포르는 글로벌 금융위기 이후 전문투자자 대상의 사모펀드에 대한 규제를 강화하였음에도 불구하고 여전히 투자운용 및 투자자보호 등에 대한 규제수준이 전반적으로 매우 낮다. 또한, 펀드 유형을 보유자산의 위험수준에 따라 구분할 뿐 국내와 같이 근거 법령이 달라지는 경우는 발생하지 않는다. 즉, 룩셈부르크의 전문투자자 대상 사모펀드 유형은 보유 가능자산에 제한이 없으나 펀드 및 운용회사의 자본규정이 보다 엄격한 SIF와 고위험자산에 투자하고 자본규정이 상대적으로 유연한 SICAR로 구분되며 싱가포르의 경우에도 모집투자자 수 및 자산 규모에 제약이 있으나 등록기준이 단순한 RFMC와 싱가포르 통화청에 인가를 받아야 하나 투자자 수 및 자산 규모에 대한 제약이 없는 LPMC로 구분된다.

〈표 V-21〉 국내 PEF관련 사모투자전문회사의 분류와 운용규제

구분	PEF	기업재무안정 PEF	기업구조개선 사모투자전문회사	해외자원개발 투자전문회사
근거법률	자본시장법		산업발전법	해외자원개발 사업법
운용제한	· 경영권 참여 · 50% 이상을 의결권 있는 주식에 투자 · 5% 이내 증권투자 가능	· 50% 이상을 경영권 참여와 무관한 메자닌, 부실채권 투자	· 50% 이상을 구조조정 대상 기업발행 주식 투자	· 50% 이상을 석유 등 자원개발 투자
차입	10% 이내 (SPC는 300%)	기업재무안정PEF와 SPC를 합해 200% 이내	10% 이내	30% 이내

자료: 신보성 외(2015)

따라서 사모펀드의 인가, 투자운용, 투자자보호 등에 관한 규제를 완화하고 사모펀드의 근거법령간 규제차이를 해소하여 규제체계의 일관성을 제고하여 사모펀드가 소규모 고액투자자의 특수한 수요를 충족시킬 수 있는 유연한 투자수단으로 기능할 수 있도록 유도할 필요가 있다.

나) 개방형 판매채널 구축

해외 자산운용회사들의 국내 진입을 유도하기 위해서는 국내에 판매할 수 있는 유통채널에 대한 접근성이 확보되어야 한다. 현재 국내 펀드 판매시장은 은행 및 증권 중심의 과점적 판매채널이 우위를 점하고 있어 투자자의 선택권이 제약되는 한편 외국계와 같이 지주회사에 편입되지 못한 독립계 자산운용회사들이 신규로 시장에 진입하여 펀드를 판매하는 데 구조적인 어려움이 있다. 따라서, 해외 자산운용회사들의 시장 접근을 용이하게 만들기 위해 개방형 판매채널의 구축이 필요하다.

펀드 고객과 운용사를 직접 연결하는 판매채널로서 2014년 펀드슈퍼마켓(구 펀드온라인코리아)이 설립되었으나 펀드를 가입하는 소비자들이 인터넷을 통한 비대면접촉보다는 지점을 방문해 판매직원과의 상담을 통해 가입하는 경우가 많아 아직까지 주요 판매채널로 안착하지 못한 상황이다. 은행업무의 경우 인터넷이나 모바일을 통한 업무처리에 익숙해진 반면 펀드 등 금융투자상품들은 종류가 다양해지고 수익 및 위험 구조가 복잡해져 고객들이 자신의 필요에 부합하는 최적의 금융상품을 찾기 위해 부담해야 하는 탐색비용이나 잘못된 투자선택에 따른 기회비용이 점증하고 있기 때문이다(KB금융지주 경영연구소(2015)). 따라서, 투자자의 성향이나 자산상황 등에 적합한 금융투자상품의 선택 및 자산배분 자문 등을 담당하는 독립투자자자문업자(Independent Financial Adviser: IFA) 도입 등을 통해 펀드슈퍼마켓내 상품들의 영업활동을 촉진하여 펀드들이 계열사 여부보다는 운용성과 및 운용보수에 따라 판매될 수 있도록 유도할 필요가 있다.

다) 기타 해외 자산운용회사의 영업관련 규제 완화

국내 금융규제들중 일부는 당초의 입법 취지와 무관하게 외국계 자산운용회사들의 국내 영업에 상당한 장애요인으로 작용하는 경우가 있어 자산운용 특화 금융중심지 구축이라는 관점에서 관련 규제에 대한 편익과 비용을 새로이 판단할 필요가 있다. 자본시장법상 외국계 자산운용회사의 국내 지점이 계열회사인 외국소재 지점들과 펀드 구성내역과 운용에 관한 정보를 제공하는 행위를 금지하고 있는 것이 대표적이다.²²³⁾ 당초 취지는 외국소재 지점과 공모하여 주가를 조작할 수 있다는 우려에서 비롯되었으나 이러한 정보공유 제한 규정으로 인해 국내 지점이 아시아·태평양 지역 본부로부터 운용역량에 대한 조언들을 받기 어렵게 만들고 있다.

²²³⁾ 자본시장법 제45조 제2항 및 동법 시행령 제51조 제3항에 의거하고 있다.

2) 국제적 기관투자자들의 국내 자산시장 투자 활성화

가) 기업지배구조 개선

국제 기관투자자가 한국 주식시장에 투자를 확대하는데 있어 가장 큰 걸림돌은 우리나라 기업의 낙후된 기업지배구조 문제이다. 일례로 한국전력의 본사 부지를 고가 매입한 현대자동차 사례에서, 주요 국제 기관투자자들은 '기업 스스로의 지배구조 개선에 대한 의지'를 신뢰할 수 없다고 평가하고 있다. 따라서 실질적인 기업지배구조 개선을 위해서는 주요 투자자인 기관투자자의 적극적인 주주권 행사가 요구된다. 하지만 연기금 및 보험회사, 자산운용회사 등의 국내 기관투자자들은 주주 가치를 저해하는 불합리한 기업지배구조에 대해 주주로서의 목소리를 내어 본 경험이 전무하다. 이러한 측면에서 최근 금융위원회를 중심으로 추진되고 있는 기관투자자의 스투어드십 코드(stewardship code) 제정을 위한 노력은 의미가 매우 크다. 기관투자자의 책임투자(Responsible Investment: RI)의 일환으로 주주로서의 의결권 행사와 관련한 지침을 의미하는 스투어드십 코드는 국내기업들의 불투명한 기업 경영을 견제하고 기관투자자의 역할을 강화함으로써 국내 자본시장에 대한 투자자 신뢰를 강화하여 시장 매력도를 제고하는 데 기여할 수 있다.

나) 해외 투자자들에 대한 부정적 시각 개선

사모펀드와 같은 사적시장에서 해외 기관투자자의 국내 진출을 가로막는 제약요인은 이른바 '떡튀' 논란이다. 높은 위험을 감수하고 부실한 기업을 인수한 뒤 이를 정상화시켜 높은 수익을 얻는 사모펀드는 전형적인 고위험-고수익 투자이다. 이러한 시장 구조에서 외국인투자자에 대한 '떡튀'라는 용어는 그 자체로 제약요인이 된다. 세금 탈루와 같은 불법적 행위는 법적 처벌 대상이 되는 것이 당연하나 외국인투자자가

단기간에 높은 수익을 실현하는 것 자체에 대한 정서적 거부감이 존재한다면, 해외 투자자들의 참여 확대를 통해 국내 자본시장 및 자산운용 시장의 외연을 확대하는 데 장애요인이 될 것이다. 사실 '먹튀' 논란이 발생했던 론스타의 외환은행 매입이나 맥쿼리의 국내인프라 투자에 대한 높은 수익률 보장 사례들은 해당 금융기관들의 문제라기 보다 국내 금융당국 및 지방자치단체들의 감독 소홀에서 발생한 측면이 강하다. 따라서, 불법적 혹은 제도적 미비를 악용한 '먹튀' 논란을 차단하기 위해 국내 제도를 보완하되 해외 투자자들의 국내 자산매입을 국부 유출로 매도하는 국수적 시각에 대한 개선이 필요하다.

5. 소결

본 장에서는 자산운용 특화 금융중심지 구축을 위해 지금까지의 금융중심지 정책 및 우리나라의 역내 경쟁력을 평가하고 주요국 사례분석을 통한 정책적 시사점을 바탕으로 국내 여건에 적합한 발전 방향 및 과제를 제시하고 있다. 룩셈부르크나 싱가포르처럼 국내 경제규모가 작은 나라들은 규제완화 및 세제혜택을 통해 외국 자산운용회사 및 해외 자금을 유치하는 허브 모형을 채택하였으나 호주의 경우에는 자체 시장 규모를 바탕으로 운용중심의 모형을 발전시켰다. 우리나라의 경우 전면적인 금융규제 완화와 자산운용업에 대한 과세혜택은 수용 가능성은 낮은 데다 2003년 이후 수년간의 금융중심지 정책 추진에도 불구하고 역내 선도국인 홍콩과 싱가포르와의 격차가 상당한 만큼 허브 모형은 바람직하지 않은 것으로 보인다. 반면, 경제규모에 비해 자산운용시장 규모가 작고 인구고령화로 인해 향후 자산운용수요가 비약적으로 성장할 것으로 예상됨에 따라 호주와 같은 운용중심 모형을 발전전략으로

채택하는 것이 바람직한 것으로 판단된다.

이러한 운용중심의 자산운용 특화 금융중심지 구축을 위해서 본 장에서는 해외 유수의 자산운용회사의 국내 집적과 국제적 기관투자자들의 국내 자산시장 투자 활성화가 필요하다는 점을 정책과제로 제시하고 있다. 우선, 해외 자산운용회사의 유치에 대해서는 가계의 금융자산 축적과 펀드투자 확대를 지원하는 한편 사모펀드에 대한 규제완화를 통해 시장을 활성화하여 국내 자산운용시장 규모를 확대할 필요가 있다. 또한, 외국계 자산운용회사들의 국내시장에 대한 접근성을 높이기 위해 개방형 판매채널이 구축되어야 하며 국내에 진출한 외국계 자산운용회사들의 효율성 증대를 제약하는 국내 금융규제에 대한 재검토가 필요한 것으로 판단된다. 또한, 장기 투자를 통해 국내 자산운용시장의 수요기반을 공고히 해줄 수 있는 국제적 기관투자자들의 유치를 위해 스튜어드십 코드 제정 등 국내기업들의 지배구조 개선을 통해 시장 매력도를 제고할 수 있는 방안의 도입이 필요하며 해외 투자자의 국내 자산매입에 대한 부정적 시각의 개선이 동반되어야 한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강소현·김준석·양진영, 2013, 『국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점』, 자본시장연구원 이슈&정책 13-10.
- 강소현·김준석·양진영, 2015, 『주식시장의 구조적 변화: 거래회전을 감소의 원인 분석』, 자본시장연구원 연구총서 15-03.
- 국민연금공단, 2008-2014, 『기금운용 연차보고서』.
- 금융감독원, 2011, 『2010년 중 외국인투자자의 증권매매동향』.
- 금융감독원, 2012, 『2011년 중 외국인투자자의 증권매매동향』.
- 금융감독원, 2013, 『2012년 중 외국인투자자의 증권매매동향』.
- 금융감독원, 2013, 『외국환거래절차 및 유의사항 안내』.
- 금융감독원, 2014, 『2013년 중 외국인투자자의 증권매매동향』.
- 금융감독원, 2015, 『2014년 중 외국인투자자의 증권매매동향』.
- 금융연구원, 2005, 『홍콩, 싱가포르의 금융 규제: 감독 체계와 동북아 금융허브 구축 추진에 대한 시사점』, 자본시장연구원 학술용역보고서.
- 금융연구원, 2013, 『금융중심지 기본계획(‘14~’16) 수립을 위한 연구』, 자본시장연구원 학술용역보고서.
- 금융위원회·금융감독원, 금융회사 해외사업 활성화 지원방안, 보도자료, 2015 (7.16).
- 금융위원회, 자산운용사 건전성 규제 개선 방안 등의 시행을 위한 금융투자업규정 개정안 금융위원회 의결, 보도자료, 2014 (12.10).

- 금융투자협회, 2012, 『호주 자산운용산업 현황』 .
- 금융투자협회, 2014, 『2014 주요국 가계 금융자산 비교』 .
- 금융투자협회, 글로벌 금융위기 이후 해외투자펀드의 변화 및 시사점, 보도자료, 2015 (5.20).
- 기획재정부(구 재정경제부), 2003, 『동북아 금융허브 추진전략』 .
- 기획재정부, 해외투자 활성화 방안, 보도자료, 2015 (6. 29).
- 김재철 · 김철배 · 차문현 · 김한수 · 박진모 · 박창욱 · 김보영, 2007, 『금융허브 구축을 위한 자산운용시장 발전 방안』, 자본시장연구원 (구 한국증권연구원) 학술용역보고서.
- 김재철 · 송홍선 · 남재우, 2014, 『공모펀드 규제체계 개선 방안 연구』, 자본시장연구원 학술용역보고서.
- 김재철 · 윤종문 · 태희, 2011. 『주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈 페이지 11-01.
- 김재철 · 장지혜, 2011. 『글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업계의 대응』, 자본시장연구원 이슈페이지 11-02.
- 김재철 · 장지혜, 2013, 『자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향』, 자본시장연구원 조사보고서 13-01.
- 김재철 · 홍원구, 2013. 『인구고령화와 우리나라의 자본시장 II: 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환』, 자본시장연구원 연구보고서 13-03.
- 김종민, 2012, UCITS IV의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 『유럽 금융시장포커스』 가을호, 38-49.

- 김종민, 2013, 『아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점』, 자본시장연구원 이슈 & 정책 13-09.
- 김종민, 2014, 의견수렴을 위한 아시아 펀드패스포트(ARFP) 방안의 주요 내용과 시사점, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2014-12.
- 김종민·송홍선, 2012, 『국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 12-03.
- 김한수·김보영·정은경, 2011, 『금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점』, 자본시장연구원 정책보고서 11-01.
- 김한수·남재우·최순영, 2015, Korea's Overseas Portfolio Investments: Recent Trends and the Implications, KCMI-NICMR Conference.
- 남재우, 2015, 연금화 확대 및 연금자산의 효율적 관리방안 발표자료.
- 노원명, 중국 국부펀드, 한국증시에 3억달러 투자, 매경이코노미, 2011 (03.04).
- 박재하, 2006, 『자산운용업 특화 금융허브 구축방안』, 한국금융연구원.
- 보건복지부, 2014, 『국민연금기금 해외투자 종합 전략 보고서』.
- 보건복지부, 국민연금, 향후 5년간 해외투자 전략 마련, 보도자료, 2014 (12.12).
- 손민중·박현수·이은미·정진영·정대선, 2010, 『한국 국가경쟁력 분석과 정책적 시사점: WEF 금융경쟁력지수를 중심으로』, 삼성경제연구소 용역보고서.
- 송종호, 공무원연금공단 해외투자 다변화, 서울경제, 2015 (5.12).
- 송홍선·김재철·김종민·남재우·홍원구, 2013. 『연금사회와 자산운용산업의 미래』, 자본시장연구원 연구보고서 13-04.

- 송홍선 · 김종민 · 남재우 · 천창민 · 홍원구 · 신인석 · 백재호 · 박종현, 2012, 『국내 펀드의 역외판매 활성화를 위한 제도 및 인프라 정비』, 자본시장연구원 학술연구용역보고서.
- 송홍선 · 남재우 · 홍원구 · 공경신 · 태희 · 장지혜, 2013, 『아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사』, 자본시장연구원 조사보고서 13-02.
- 신보성 · 권재현 · 김종민 · 이효섭 · 천창민, 2015, 『글로벌 금융규제 흐름과 우리나라 금융규제개혁의 바람직한 방향』, 자본시장연구원 연구총서 15-02.
- 정희준 · 최종수 · 조순호, 2013, 『AMBIF 수용을 통한 채권시장 국제화 추진 방안』, 전주대학교 산업협력단 용역보고서.
- 양오석 · 민상기, 2009, 국제 금융 중심지의 입지를 결정하는 주요 요인 분석: 경쟁우위 요소를 중심으로, 『국가전략』 제15권 제3호.
- 이상엽, 2013, 금융상품 과세제도의 문제점과 개선방안, 조세재정연구원 『조세포럼』 5월호, 6-22.
- 이상제 · 김영도, 2007, 『금융허브 육성을 위한 금융관련 행정의 국제화 방안』, 한국금융연구원 용역보고서.
- 이승호 · 김한수 · 현석 · 주현수 · 강현주, 2015, 『위안화 국제화 가능성 분석 및 국제금융질서 변화에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구총서 15-05.
- 이종욱, 2003, 국제금융센터의 발전, 『결정요인 및 그 시사점』, 대외경제정책연구원 동북아연구시리즈 03-03.
- 정진우, 2013, 최근 중국의 국부펀드 운용현황(CIC펀드), KOTRA 『경제 · 무역동향』.
- 정희준 · 최종수 · 조순호, 2013, 『AMBIF 수용을 통한 채권시장 국제화

- 추진 방안』, 전주대학교 산업협력단 용역보고서.
- 한국투자공사, 2008-2014 『KIC 연차보고서』 .
- 홍성훈 · 김정아 · 유현영, 2012, 룩셈부르크 투자펀드에 대한 과세방법 국제비교 연구, 한국조세연구원 『세법연구』 12-11.
- KB금융지구 경영연구소, 2015, 독립투자자문업자(IFA) 제도 도입과 영향, 『KB 지식 비타민』 15-9호.

<해외문헌>

- Aberdeen, 2000~2014, *Annual Report*.
- Abraham, J.P., Bervaes, N., Guinotte, A., and Lacroix Y., 1993, *The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe*, Institute of European Finance.
- ADB, 2014, *Key Indicators for Asia and the Pacific 2014 (24th ed)*.
- Affiliated Managers Group, 1998~2014, *Annual Report*.
- Ahern, K., Daminelli, D., Fracassi, C., 2015, Lost in Translation? the Effect of Cultural Values on Mergers Around the World, *Journal of Financial Economics* 117, 165-189.
- Akerlof, G., 1970, The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.
- Andersson, T., Svensson, R., 1994, Entry Dodes for Direct Investment Determined by the Composition of Firm Specific Skills, *Scandinavian Journal of Economics* 96, 551-560.
- APEC, 2013, Asia Region Funds Passport Public Information.

APEC PSU, 2014, Asia Region Funds Passport: A Study of Potential Economic Benefit and Costs.

APEC, 2013, Asia Region Funds Passport Framework Document.

APEC, 2013, Statement of Intent on the establishment of the Asia Region Funds Passport.

APEC, 2015, Arrangements for an Asia Region Funds Passport: Feedback Statement and Consultation on Draft Rules.

APEC, 2015, Asia Region Funds Passport consultation on the detailed rules and operational arrangements.

APEC, 2015, Statement of Understanding on the Establishment of the Asia Region Funds Passport.

Armario, J., Ruiz, D., Armario, E., 2008, Market Orientation and Internationalization in Small and Medium Sized Enterprises, *Journal of Small Business Management* 46, 485-511.

Asian Development Bank, 2014, *Proposal on ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework(AMBIF)*.

Asness, C., Israelov, R., Liew, J., 2011, International Diversification Works (Eventually), *Financial Analysts Journal* 67, 24-38.

Association of the Luxembourg Fund Industry, 2012, *Luxembourg: The Global Fund Center*.

Association of the Luxembourg Fund Industry, 2013, *An overview of the legal and regulatory requirements*.

Association of the Luxembourg Fund Industry, 2015, *Annual Report 2014-15*.

- Australia Financial Centre Forum, 2009, *Australia as a Financial Centre: Building on our Strengths*.
- Australian Trade Commission, 2010, *Investment Management Industry in Australia*.
- Barber, B.M., Odean, T., Zheng, L., 2000, The Behavior of Mutual Fund Investors, working paper.
- Barber, B.M., Odean, T., Zheng, L., 2005, Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, *Journal of Business* 78(6), 2095-2119.
- Barkema, H., Vermeulen, F., 1998, International Expansion Through Start-up or Acquisition: a Learning Perspective, *Academy of Management Journal* 41, 7-26.
- Barney, J., 1991, Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, *Journal of Management* 17, 99-120.
- Bebko, C., 2000, Service Intangibility and its Impact on Consumer Expectations of Service Quality, *Journal of Services Marketing* 14, 9-26.
- Bergantino, S., 1998, *Life-cycle Investment Behavior, Demographics, and Asset Prices, unpublished doctoral dissertation*, Yale University, Department of Economics.
- Berkowitz, M.K., Qiu, J., 2003, Ownership, Risk and Performance of Mutual Fund Management Companies, *Journal of Economics and Business* 55, 109-134.
- Bindeman, 1999, *The Future of European Financial Centres*.

- Bourse Consult, 2013, *From local to global: Building a modern financial centre*, City of London Special Interest Paper.
- Branstetter, L., Raymond F., Foley, F., Saggi, K., 2011, Does Intellectual Property Rights Reform Spur Industrial Development? *Journal of International Economics* 83, 27-36.
- Breivik, E., Troye, S., Olsson, U., 1998, Dimensions of Intangibility and Their Impact on Product Evaluation, working paper.
- Brooks, R., 1998, *Asset Market and Saving Effects of Demographic Transitions*, Doctoral Dissertation, Yale University.
- Brouthers, K., Hennart, J., 2007, Boundaries of the Firm: Insights from International Entry Mode Research, *Journal of Management* 33, 395-425.
- Brouthers, K., Nakos, G., 2004, SME Entry Mode Choice and Performance: a Transaction Cost Perspective, *Entrepreneurship: Theory and Practice* 28, 229-247.
- Carlson, J.B., Pelz, E.A., Sahinoz, E.Y., 2004, Mutual Funds, Fee Transparency, and Competition, *Economic Commentary* 2004 (Mar 1).
- Cateora, P., Graham, J., 2002, *International Marketing*, 11th edition, Irwin McGraw-Hill
- Caves, R., 1982, *Multinational Enterprises and Technology Transfer*, *New Theories of the Multinational Enterprise*, St Martin's Press, 254-279.
- Caves, R., 1996, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Second ed., Cambridge University Press, Cambridge, New York.

- Caves, R., Mehra, S., 1986, *Entry of Foreign Multinationals into U.S. Manufacturing Industries*, in: Porter, M., (ed), *Composition in Global Industries*, Harvard Business School Press, Boston, MA, 449-481.
- Cheng, H., YU, C., 2008, Institutional Pressures and Initiation of Internationalization: Evidence of Taiwanese Small and Medium Sized Enterprises, *International Business Review* 17, 331-348.
- Cho, K., Padmanabhan, P., 1995, Acquisition versus New Venture: the Choice of Foreign Establishment Mode by Japanese Firms, *Journal of International Management* 1, 255-285.
- Christoffersen, P., Errunza, V., Jacobs, K., Jin, X., 2011, *Is the Potential for International Diversification Disappearing?* 16th Annual Global Investment Conference Banff, Alberta.
- CIC 2009~2014, *Annual Report*.
- Citi, 2013, *UCITS at 26: Still European At Heart*.
- Coates, J.C., Hubbard, R.G., 2007, Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy, *Harvard Law School Discussion Paper* No. 592.
- Commission of the European Communities, 2006, *White Paper on Enhancing the Single Market Framework for Investment Funds*.
- Cooper, M., Halling, M., Lemmon, M., 2012, Violations of the Law of One Fee in the Mutual Fund Industry, working paper.
- CRA, 2006, *Potential Cost Savings in Fully Integrated European Investment Fund Market*.

Davis, P., Li, C., 2003, *Demographic and Financial Asset Prices in the Major Industrial Economies*, Brunel University Department of Economics and Finance Discussion Paper #03-07.

Deloitte, 2015, *Corporate Tax Rates 2015*.

Deloitte, 2014, *Taxation and Investment in Australia 2014: Reach, relevance and reliability*.

Deloitte, 2013, *Dynamics of the Australian Superannuation System: The next 20 years: 2013 - 2033*.

Demirbag, M., Tatoglu, E., Glaister, K., 2008, Factors Affecting Perceptions of the Choice Between Acquisition and Greenfield Entry: the Case of Western FDI in an Emerging Market, *Management International Review* 48, 5-37.

Dörry, S., 2012, Luxembourg's specialization as a financial centre within the global value networks of investment funds, CEPS working paper No.2012-40.

Driessen, J., Laeven, L., 2007, International Portfolio Diversification Benefits: Cross-Country Evidence from a Local Perspective, *Journal of Banking and Finance* 31, 1693-1712.

Dvorak, T., Norbu, J., 2013, Do Mutual Fund Companies Eat Their Own Cooking?, working paper, Union College, NY.

EFAMA, 2011, *Fund Fees in Europe: Analyzing Investment Management Fees, Distribution Fees, and Operating Expenses*.

EFAMA, 2015, *Fact Book 2014*.

- Ekeledo, I., Sivakumar, K., 2004, International Market Entry Mode Strategies of Manufacturing Firms and Service Firms: a Resource Based Perspective, *International Marketing Review* 21, 68-101.
- Elton, E.J., Gruber, M.J., Busse, J.A., 2004, Are Investors Rational? Choices among Index Funds, *The Journal of Finance* 59(1), 261-288.
- Erel, I., Liao, R., Weisbach, M., 2012, Determinants of Cross Border Mergers and Acquisitions, *Journal of Finance* 67, 1045-1082.
- Ernst & Young, 2014, *Investing in Australia*.
- Ernst & Young, 2014b, *Investment Funds in Luxembourg*.
- Erramilli, M., 1990, Entry Mode Choice in Service Industries, *International Marketing Review* 7, 50-62.
- Erramilli, M., D'Souza, D., 1995, Uncertainty and Foreign Direct Investment: the Role of Moderators, *International Marketing Review* 12, 47-60.
- Ernst & Young, 2015, *Investment Funds in Luxembourg A technical guide - September 2014*.
- EU, 1985, *Council Directive of 20 December 1985 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS)*.
- EU, 2009, *Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and*

administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).

EU, 2014, *Directive 2014/91/EC of the European Parliament and of the Council 23 July 2014 amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS).*

European Commission, 2012, *Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions.*

FEFSI, 2003, *The State of The European Investment Funds Industry.*

Fernandez, Z., Nieto, M., 2006, Impact of Ownership on the International Involvement of SMEs, *Journal of International Business Studies* 37, 340-351.

Financial Services Council and Perpetual, 2014, *2014 Australian Investment Managers Cross-Border Flows Report.*

Foad, H.S., 2012, The Determinants of Offshore Financial Center Investment, San Diego State Univ. working paper.

Geanakoplos, J., Magill, M., Quinzii, M., 2004, *Demography and the Long-Run Predictability of the Stock Market*, Mimeo, Yale University.

- Giannotti, T., 2014, *The Pulling Power of Investment Boutiques*, Fund Buyer Focus.
- GIC, 2008-2015, *Annual Report*.
- Gil-Bazo, J., Ruiz-Verdú, P., 2008, When Cheaper is Better: Fee Determination in the Market for Equity Mutual Funds, *Journal of Economic Behavior and Organization* 67(3-4), 871-885.
- Gil-Bazo, J., Ruiz-Verdú, P., 2009, The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry, *The Journal of Finance* 64(5), 2153-2183.
- Giovanni, J., 2005, What Drives Capital Flows? the Case of Cross Border M&A Activity and Financial Deepening, *Journal of International Economics* 65, 127-149.
- Golec, J.H., 1996, The Effects of Mutual Fund Managers' Characteristics on Their Portfolio Performance, Risk and Fees, *Financial Services Review* 5(2), 133-148.
- Gomes-Casseres, B., 1990, Firm Ownership Preferences and Host Government Restrictions: An Integrated Approach, *Journal of International Business Studies* 21, 1-22.
- Goyal, A., 2004, Demographics, Stock Market Flows, and Stock Returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39, 115-142.
- GPFG, 2008-2015, *Annual Report*.
- Grind, K., Janus purchase of VelocityShares parent gives Bill Gross an ETF platform, *The Wall Street Journal*, 2014 (October 13).

- Harzing, A., 2002, Acquisition versus Greenfield Investments: International Strategy and Management of Entry Modes, *Strategic Management Journal* 23, 211-227.
- Head, K., Ries, J., 2008, FDI as an Outcome of the Market for Corporate Control: Theory and Evidence, *Journal of International Economics* 74, 2-20.
- Hennart, J., 1982, *A Theory of Multinational Enterprise*, University of Michigan Press, Ann Arbor.
- Hennart, J., 2000, *Transaction Costs Theory and the Multinational Enterprise*, in: Pitelis, C., Sugden, R., (eds.), *the Nature of the Transnational Firm*, second ed, Routledge, London.
- Hennart, J., Larimo, J., Chen, S., 1996, Does National Origin Affect the Propensity of Foreign Investors to Enter the United States through Acquisitions? Proceedings of the University of Vaasa, Vaasa, Finland, Discussion Paper No. 189.
- Hennart, J., Park, Y., 1993, Greenfield vs. Acquisition: the Strategy of Japanese Investors in the United States, *Management Science* 39, 1054-1070.
- Hong Kong Securities and Futures Commission, 2014, *Fund Management Activities Survey 2013*.
- Huat, T.C., 2005. *Financial Markets & Institutions in Singapore*, 11th ed, Singapore University Press.
- Huber, G., 1991, Organizational Learning: the Contributing Processes and Literatures, *Organization Science* 2, 88-115.

- IMD, 2014, *IMD World Talent Report 2014*.
- Iyers Practice, 2014, *Fund Managers & Financial Advisers: Singapore Regulatory and Tax Framework*
- Janus Capital Group, 2008~2014, Annual Report.
- Javorcik, B., 2004, The Composition of Foreign Direct Investment and Protection of Intellectual Property Rights: Evidence from Transition Economies, *European Economic Review* 48, 39-62.
- Johanson, J., Vahlne, J., 1977, The Internationalisation Process of the Firm: a Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments, *Journal of International Business Studies* 8, 23-32.
- Kenen, P., 2007, The Benefits and Risks of Financial Globalization, *Cato Journal* 27, 179-183.
- Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2008, Mutual Fund Fees around the World, *The Review of Financial Studies* 22(3), 1279-1310.
- Kim, J., Yi, C., 2015, Foreign versus Domestic Institutional Investors in Emerging Markets: Who Contributes More to Firm-Specific Information Flow? *China Journal of Accounting Research* 8, 1-23.
- KIM Investment Fund, 2015, *KIM Investment Fund Prospectus*.
- KIM Investment Fund, *Audited Annual Report and Financial Statements For the period from 24 October 2013 (date of incorporation) to 31 December 2014*.

- Kindleberger, C., 1974. The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History, *Princeton Studies in International Finance* No.36.
- Knadel, BNP PARIBAS, 2012, *Distribution of Ucits in Asia*.
- Kogut, B., Singh, H., 1988, The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode, *Journal of International Business Studies* 19, 411-432.
- Kurtz, D., Clow, K., 1998, *Services Marketing*, John Wiley & Sons, New York.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., Hart, O., Perry, G.L., 1992, The Structure and Performance of the Money Management Industry, *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* 1992, 339-391.
- Lang, G., 2014, *Macro Attractiveness and Micro Decisions in the Mutual Fund Industry: An Empirical Analysis*, Springer.
- Lang, G., Köhler, M., 2011, How Does the Domiciliation Decision Affect Mutual Fund Fees? working paper.
- Lang, G., Schäfer, 2013, What is the Wind Behind the Sails to Go Abroad? *ZEW Discussion Paper* No.13-022.
- Larimo, J., 2003, Form of Investment by Nordic Firms in World Markets, *Journal of Business Research* 56, 791-803.
- Lemann, M., Neuberger put Lehman 'dark day' in the past, *Financial Times*, 2014 (December 19).

- Li, K., Sarkar, A., Wang, Z., 2003, Diversification Benefits of Emerging Markets Subject to Portfolio Constraints, *Journal of Empirical Finance* 10, 57-80.
- Long, J.A. and Tan, D., 2010, The growth of the private wealth management industry in Singapore and Hong Kong, *Capital Markets Law Journal*, Vol.6(1).
- Lovelock, C., Wirtz, J., 2004, *Services Marketing: People, Technology, Strategy*, Prentice-Hall: Upper Saddle River, NJ.
- March, J., 1991, Exploration and Exploitation in Organizational Learning, *Organization Science* 2, 71-87.
- Matheson , 2014, *Choosing a European fund domicile: The views of global asset managers*.
- Mirae Asset Global Discovery Fund, 2015, *Mirae Asset Discovery Fund Annual Report and Audited Financial Statements for the Year Ended 31 March 2015*.
- Mirae Asset Global Discovery Fund, 2015, *Mirae Asset Global Discovery Fund Prospectus*.
- Modigliani, F., Brumberg, R., 1954, *Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of the Cross-Section Data*, in Kenneth K. Kurihara, ed, *Post-Keynesian Economics*, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press, 388-436.
- Monetary Authority of Singapore, 2015, *2014 Singapore Asset Management Industry Survey*.

Moosa, I., Li, L., and Jiang, R., 2013, *Determinants of the Status of an International Financial Centre*, Proceedings of Global Business Research Conference.

Morningstar, 2013, *Global Fund Investor Experience 2013 Report*.

Muller, T., 2007, Analyzing Modes of Foreign Entry: Greenfield Investment versus Acquisition, *Review of International Economics* 15, 93-111.

Nagano, M., 2013, Similarities and Differences Among Cross-Border M&A and Greenfield FDI Determinants: Evidence from Asia and Oceania, *Emerging Markets Review* 16, 100-118.

Nakos, G., Brouthers, K., 2002, Entry Mode Choice of SMEs in Central and Eastern Europe, *Entrepreneurship Theory and Practice* 27, 47-64.

NBIM, 2012, *Government Pension Fund Global annual report 2012*.

Neuberger Berman Group LLC, 2014, *Annual Report*.

New South Wales Government, 2014, *An overview of Funds Management in Sydney and New South Wales*.

Nonaka, I., Takeuchi, I., 1995, *The Knowledge Creating Company*, Oxford University Press: NU.

Pan, Y., 2002, Equity Ownership in International Joint Ventures: The Impact of Source Country Factors, *Journal of International Business Studies* 33, 375-384.

- Pedersen, T., Petersen, B., Benito, G., 2002, Change of Foreign Operation Method: Impetus and Switching Costs, *International Business Review* 11, 325-345.
- Pennings, J., Barkema, H., Douma, S., 1994, Organizational Learning and Diversification, *Academy of Management Journal* 37, 608-640.
- Pension consulting Alliance Inc, 2003, *A Review of Developing Managers and Developing Manager Program*
- PwC, 2011, *Keeping you informed UCITS Distribution Trends*.
- PwC, 2012a, *Benchmark your Global Fund Distribution 2012*.
- PwC, 2012b, *The evolution of the Asset Management market in China and Singapore*.
- PwC, 2014, *Fund Distribution: UCITS and Alternative Investment Funds(AIFs)*.
- PwC, 2015a, *Asset Management: Luxembourg, your location of choice*
- PwC, 2015b, *Banking in Luxembourg*.
- PwC, 2015c, *Benchmark your Global Fund Distribution 2015*.
- PwC, 2015d, *The future of funds distribution in Asia*.
- PwC and World Bank Group, 2014, *Paying Taxes 2015*.
- Ravenscraft, D., Scherer, F., 1987, *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*, Brookings, Washington, DC.
- Ripolles, M., Blesa, A., Monferrer, D., 2012, Factors Enhancing the Choice of Higher Resource Commitment Entry Modes in International New Ventures, *International Business Review* 21, 648-666.

- Ruckman, K., 2004, Mode of Entry Mode into a Foreign Market: the Case of U.S. Mutual Funds in Canada, *Journal of International Economics* 62, 417-432.
- Rushton, A., Carson, D., 1989, The Marketing of Services: Managing the Intangibles, *European Journal of Marketing* 23, 23-44.
- Sanchez-Peinado, E., Pla-Barber, J., Hebert, L., 2007, Strategic Variables that Influence Entry Mode Choice in Service Firms, *Journal of International Marketing* 15, 67-91.
- Sharma, V., Erramilli, M., 2004, Resource-based Explanation of Entry Mode Choice, *Journal of Marketing Theory and Practice* 12, 1-18.
- Sinquefeld, R., 1996, Where are the Gains from International Diversification? *Financial Analysts Journal* 52, 8-14.
- Slangen, A., Hennart, J., 2007, Greenfield or Acquisition Entry: A Review of the Empirical Foreign Establishment Mode Literature, *Journal of International Management* 13, 403-429.
- Statman, M., Scheid, J., 2004, Global Diversification, working paper.
- Stigler, G., 1961, The Economics of Information, *Journal of Political Economy* 69, 213-225.
- Thio, S.Y. and Ho, D., 2014, Chapter 27. Singapore, in *The Asset Management Review, 3rd ed. edited by Paul Dickson*, Law Business Research.
- Towers Watson, 2012, *Global Pension Assets Study 2011*.
- Towers Watson, 2013, *Global Pension Assets Study 2012*.
- Towers Watson, 2014a, *Global Pension Assets Study 2013*.

- Towers Watson, 2014b, *Pension & Investment and Towers Watson 300 Analysis*.
- Towers Watson, 2014c, *The World's 500 Largest Asset Managers*.
- Towers Watson, 2015, *Global Pension Assets Study 2014*.
- UNCTAD, 2009, *UNCTAD Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs, Vol.1*.
- United Nations(UN), 2015, *World Population Prospects: The 2015 Revision*.
- Uysal, V., Kedia, S., Panchapagesan, V., 2008, Geography and Acquirer Returns, *Journal of Financial Intermediation* 17, 256-275.
- Venzin, M., 2009, *Building an International Financial Services Firm: How to Design and Execute Cross-Border Strategies*, Oxford University Press.
- WEF, 2012, *The Financial Development Index 2012*.
- WEF, 2014, *Global Competitiveness Report 2014-2015*.
- Welch, L., Benito, G., Petersen, B., 2007, *Foreign Operation Methods: Theory, Analysis, Strategy, in: Potter, j., Proto, A. (eds), Encouraging the Internationalisation of SMEs*.
- Wernerfelt, B., 1984, A Resource Based View of the Firm, *Strategic Management Journal* 5, 171-180.
- Wilkinson, I., Nguyen, V., 2003, A Contingency Model of Export Entry Mode Performance: The Role of Production and Transaction Costs, *Australasian Marketing Journal* 11, 44-60.

William Blair, 2014, *Investment Services Industry Insights*.

Williamson, C., Perkins founders selling most of remaining stake to Janus, Pensions & Investments, 2013 (March 5).

Z/Yen Group, 2015, *Comparative Regulatory Environments: A Comparison of Financial Services Regulation in Eight Jurisdictions*, Commissioned by the Toronto Financial Services Alliance.

Zeithaml, V., Bitner, M., 2000, *Services Marketing: Integrating Customer Focus Across the Firms*, McGraw-Hill, New York.

Zeithaml, V., Parasuramanand, A., Berry, L., 1985, Problems and Strategies in Services Marketing, *Journal of Marketing* 49, 33-46.

Zejan, M., 1990, New Ventures or Acquisitions: the Choice of Swedish Multinational Enterprises, *Journal of Industrial Economics* 38, 349-355.

<웹사이트>

공무원연금공단	www.geps.or.kr
국가법령정보센터	www.law.go.kr
국민연금공단	www.nps.or.kr
금융감독원	www.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
기획재정부	www.mosf.go.kr
뉴질랜드 중앙은행	www.rbnz.govt.nz
대만 SFB	www.sfb.gov.tw

대만 SITCA	www.sitca.org.tw
말레이시아 FIMM	www.fimm.com.my
말레이시아 SC	www.sc.com.my
베트남 국가증권위원회	www.ssc.gov.vn
보건복지부	www.mw.go.kr
사학연금공단	www.tp.or.kr
싱가포르 통화청 MAS	www.mas.gov.sg
인도네시아 OJK	www.ojk.go.id/en
일본 금융청 FSA	www.fsa.go.jp/en
일본 재무성관동재무국	https://kantou.mof.go.jp
일본 증권업협회 JSDA	www.jsda.or.jp/en
(주)제로인	www.zeroin.co.kr
태국 SEC	www.sec.or.th/EN
한국예탁결제원	www.ksd.or.kr
한국은행 경제통계시스템	https://ecos.bok.or.kr
한국투자공사	www.kic.go.kr
홍콩 SFC	www.sfc.hk
Aberdeen Asset Management	www.aberdeen-asset.com
Affiliated Managers Group	www.amg.com
APEC	www.apec.org
ARFP	http://fundspassport.apec.org
EC	http://ec.europa.eu
EIU	www.eiu.com
FATF	www.fatf-gati.org

ICI	www.ici.org
IMD	www.imd.org
IMF	www.imf.org
International Investment Fund Association	www.iifa.ca
IOSCO	www.iosco.org
Janus Capital Group	www.janus.com
KIM Investment Funds	www.kimfunds.com
MAS	www.mas.gov.sg
Mirae Asset	http://investments.miraeasset.eu
Morningstar	www.morningstar.com
MSCI	www.msci.com
Neuberger Berman Group	www.nb.com
Reference for Business	www.referenceforbusiness.com
SEC	www.sec.gov
World Bank	www.worldbank.org

부록1: ARFP 논의 참여국 간 펀드산업 비교

<부록1> ARFP 논의 참여국 간 펀드산업 비교

본 절에서는 ARFP 논의 참여국과 중국 등 13개 아시아·태평양 지역 국가들을 대상으로 자산운용 관련 거시환경과 펀드산업을 비교해보고자 한다.

1) 거시환경 분석에 기초한 국가군 분류

<부록1 표-1>은 1인당 GDP, 노령화지수 및 노년부양비 등의 고령화 지표, 연금자산 및 펀드자산 등의 투자수요, 국제경쟁력 등을 기준으로 13개 국가의 자산운용 관련 거시환경을 비교한 결과를 보여주고 있다.

2014년 기준 1인당 GDP를 보면, 호주, 싱가포르, 뉴질랜드, 홍콩, 일본 등이 1인당 GDP가 3만 5천달러 이상으로 가장 높은 국가들이다. 그 다음으로는 우리나라와 대만의 1인당 GDP가 2만달러대로 13개 국가 중에서 중간 수준이다. 말레이시아, 중국, 태국 등의 국가들은 1인당 GDP가 5천달러에서 1만달러 수준이며, 인도네시아, 필리핀, 베트남이 2천달러에서 3천달러 수준으로 가장 낮다. 이처럼 ARFP 논의에 참여하고 있는 아시아 국가들의 1인당 GDP는 최소 2천달러에서 최대 6만달러까지 그 편차가 매우 크게 나타나고 있다.

실질구매력을 나타내는 PPP 조정 1인당 GDP를 보더라도 분석대상 국가들 사이에 소득편차가 크게 나타나고 있다. PPP 조정 1인당 GDP는 싱가포르, 홍콩, 호주, 대만 등이 4만달러 이상으로 가장 높고, 일본, 한국, 뉴질랜드 등이 3만달러 수준이다. 그 뒤를 이어 말레이시아, 태국, 중국, 인도네시아 등이 1만달러에서 3만달러 수준이다. 필리핀과 베트남은 PPP 조정 1인당 GDP가 1만달러 미만이다.

〈부록1 표-1〉 아시아 국가 간 비교

국가	1인당 GDP (달러)	1인당 GDP (PPP, 달러)	인구 (2014년, 백만)	노령화지수 (2013년)	노년부양비 (2013년)	금융자산/GDP (%, 2012년)	펀드자산/GDP (%, 2013년)	연금자산/GDP (%, 2013년)	WEF(2014) 국제경쟁력
호주	61,219	46,433	23.6	75.1	21.5	683.0	108.1	97.1	22위
뉴질랜드	43,837	35,152	4.5	69.0	21.2	328.9	18.5	18.3	17위
싱가포르	56,319	82,762	5.5	63.4	13.8	940.0	480.8	66.3	2위
일본	36,332	37,390	127.1	192.1	40.5	1,077.0	15.7	27.1	6위
홍콩	39,871	54,722	7.3	119.5	18.9	3,047.0	461.1	37.4	7위
한국	28,101	35,277	50.4	81.7	16.7	835.0	21.9	32.2	26위
대만	22,598	45,854	23.4	80.5	15.5	1,093.0	12.2	18.8	14위
말레이시아	10,804	24,654	30.3	20.5	7.8	447.0	59.7	67.6	20위
태국	5,445	14,354	68.7	53.5	13.5	370.0	25.7	5.9	31위
인도네시아	3,534	10,641	251.5	18.1	7.9	110.0	2.0	1.7	34위
필리핀	2,865	6,962	99.4	11.4	6.3	285.0	1.7	7.0	52위
베트남	2,053	5,635	90.6	29.0	9.3	-	-	8.1	68위
중국	7,589	12,880	1,367.8	49.2	12.1	-	4.9	1.0	28위

주 : 1) 1인당 GDP는 2014년 기준이며, 일부 국가의 경우에는 추정치 자료

2) 노령화지수 = (65세 이상 인구/0~14세 인구)×100, 노년부양비 = (65세 이상 인구/15~64세 인구)×100, 두 지표 모두 2013년 추정치임

자료: ADB(2014), IMF, World Bank, Towers Watson(2014a), OECD, WEF(2014), 개별 국가 자료

노령화지수 및 노년부양비 지표를 기준으로 보면, 일본, 홍콩, 대만, 호주, 한국 등은 이미 노령화가 상당히 진행된 국가들이다. 출생인구 대비 노령인구를 나타내는 노령화지수는 일본(192.1), 홍콩(119.5), 한국(81.7), 대만(80.5), 호주(75.1)의 순으로 높게 나타나고 있다. 생산가능인구 대비 65세 이상 노령인구의 비중을 나타내는 노년부양비는 일본(40.5), 호주(21.5), 뉴질랜드(21.2), 홍콩(18.9), 한국(16.7) 등의 순으로 높게 나타난다. 반면, 필리핀, 인도네시아, 말레이시아, 베트남 등은 이들 지표가 낮게 나타나 상대적으로 젊은 국가에 속한다.

GDP 대비 금융자산의 비중(2012년 기준)은 홍콩(3,047%), 일본(1,077%), 대만(1,093%), 싱가포르(940%), 한국(835%), 호주(683%) 등의 국가가 높게 나타난다. 그 다음으로는 말레이시아(447%), 태국(370%), 뉴질랜드(328.9%), 필리핀(285%), 인도네시아(110%)의 순이다. 그런데 GDP 대비 펀드자산의 비중(2013년 기준)은 홍콩(461.1%), 싱가포르(480.8%), 호주(108.1%) 등이 가장 높으며, 그 뒤를 이어 말레이시아(59.7%), 태국(25.7%), 한국(21.9%), 일본(15.7%), 대만(12.2%) 등의 순이다. GDP 대비 연금자산의 비중은 호주(97.1%), 말레이시아(67.6%), 싱가포르(66.3%) 등이 가장 높다. 이들 국가 다음으로는 홍콩(37.4%), 한국(32.2%), 일본(27.2%), 대만(18.8%), 뉴질랜드(18.3%) 등의 순이다.

마지막으로 전세계 144개국을 대상으로 하는 WEF(World Economic Forum)의 국제경쟁력 순위에 따르면, 싱가포르(2위), 일본(6위), 홍콩(7위), 대만(14위), 뉴질랜드(17위)의 순이다(WEF(2015)). 우리나라의 국제경쟁력은 거시경제, 시장 규모, 혁신 등에서는 호평을 받았으나, 노동시장 효율성(86위)과 금융시장 발전도(80위)에서 낮은 평가를 받아 말레이시아(20위)와 호주(22위)에 이어 26위이다. 이는 본 절에서 비교하고 있는 13개 분석대상 국가 중에서는 8위에 해당한다. 전세계 60개국을 대상으로 IMD World Competitiveness에서 발표하는 경쟁력 지수를 보더라도

우리나라의 순위는 26위로, 2014년 기준 베트남을 제외한 12개국 가운데 9위에 해당한다. 또한, 62개국을 대상으로 하는 WEF의 금융발전지수의 경우 우리나라는 홍콩, 싱가포르, 호주, 일본에 이어 역내 5위 수준으로 평가되고 있다(WEF(2012)).

〈부록1 표-2〉 거시환경 비교분석 결과 개관

국가	1인당 GDP (PPP)		노령화 지수		노년 부양비		금융자산 /GDP		연금자산 /GDP		펀드자산 /GDP		금융 발전지수 (2012)	
	단계	순위	단계	순위	단계	순위	단계	순위	단계	순위	단계	순위	단계	순위
싱가포르	●	1	◐	7	◐	7	●	4	●	3	●	1	●	2
홍콩	●	2	●	2	●	4	●	1	●	4	●	2	●	1
호주	●	3	◐	5	●	2	◐	6	●	1	●	3	●	3
대만	●	4	●	4	◐	6	●	2	◐	7	○	9	-	-
일본	◐	5	●	1	●	1	●	3	◐	6	◐	8	●	4
한국	◐	6	●	3	◐	5	◐	5	◐	5	◐	6	◐	5
뉴질랜드	◐	7	◐	6	●	3	○	9	◐	8	◐	7	-	-
말레이시아	◐	8	○	11	○	12	◐	7	●	2	●	4	◐	6
태국	○	9	◐	8	◐	8	◐	8	○	10	◐	5	◐	8
중국	○	10	○	9	○	9	-	-	○	11	○	10	◐	7
인도네시아	○	11	○	12	○	11	○	11	-	-	○	11	○	10
필리핀	○	12	○	13	○	13	○	10	○	9	○	12	○	9
베트남	○	13	○	10	○	10	-	-	-	-	-	-	○	11

주: 1) 발전단계 또는 순위가 가장 높은 경우에는 '●', 중간 수준인 경우에는 '◐', 낮은 경우에는 '○'로 표기
 2) 괄호안의 숫자는 개별국가의 해당지표 순위
 3) 자료가 없는 경우에는 '-'로 표기

<부록1 표-2>는 분석대상 13개 국가의 거시환경 지표를 비교한 결과를 보여주고 있다. 이에 근거하면, 경제규모 및 실질구매력, 투자수요, 금융 및 펀드산업의 발전정도에 따라 분석대상 국가들을 다음과 같이 네 가지 국가군으로 분류할 수 있다.

첫째, 싱가포르, 홍콩, 호주, 일본 등을 하나의 국가군(국가군 1)으로 묶을 수 있다. 이들 국가들은 분석대상 국가 중에서 경제규모 및 실질구매력 수준이 높고, 투자수요가 풍부하며, 금융 및 펀드산업이 가장 발달한 국가들이다. 이들 국가들은 인구구조 측면에서 노령화가 진전되어 연금 및 펀드시장이 발전된 국가이기도 하다. 다만, 싱가포르와 홍콩은 도시국가의 형태이므로 전체 경제규모 및 인구가 작아 호주와 일본에 비해서는 절대적인 규모 면에서 투자수요는 작은 국가들임을 유의할 필요가 있다.

둘째, 대만, 한국, 뉴질랜드, 말레이시아 등을 또 다른 국가군(국가군 2)으로 묶을 수 있다. 이들 국가들은 경제규모 및 실질구매력, 투자수요, 금융 및 펀드산업 발전정도 측면에서 국가군 1에 비해서는 다소 미흡한 국가들이다. 대만은 경제규모 및 실질구매력 면에서는 국가군 1에 못지 않으나, 투자수요 및 펀드산업 발전정도 측면에서는 다소 떨어진다. 우리나라는 경제규모 및 실질구매력, 투자수요, 금융 및 펀드산업 발전정도 등 모든 측면에서 분석대상 13개 국가 중에서 중간 수준을 유지하고 있다. 말레이시아는 ASEAN 국가 중 싱가포르에 이어 금융 및 펀드산업이 가장 발달한 국가이며, 인구구조 측면에서 상대적으로 젊은 국가에 속해 펀드 투자수요가 풍부한 국가이다. 다만, 말레이시아는 이슬람금융을 중심으로 발달했다는 점에서 다른 국가들과는 차이가 있다. 뉴질랜드는 호주와 비슷한 퇴직연금 제도를 도입한 이후 펀드산업이 급속히 성장하고 있으나, 아직까지 발전수준은 국가군 2에서 가장 미흡하다.

셋째, 경제규모 및 실질구매력, 투자수요, 금융 및 펀드산업 발전정도 면에서 국가군 2에는 미치지 못하지만 향후 성장가능성이 높은 국가들(국가군 3)로 중국과 태국을 들 수 있다. 이들 국가들은 전반적으로 거시환경 지표 측면에서 순위가 유사하고, 글로벌 금융위기 이후 성장을 지속하고 있으며, 투자수요가 풍부하여 향후 성장가능성이 높은 공통점이 있다. 다만, 중국은 분석대상 국가 중에서 유일하게 ARFP 논의에 참여하고 있지 않은 국가이다.

마지막 국가군(국가군 4)은 인도네시아, 필리핀, 베트남 등 분석대상 국가들 중에서 경제규모 및 실질구매력, 투자수요, 금융 및 펀드산업 발전정도 면에서 가장 뒤떨어지는 국가들이다.

2) ARFP 논의 참여국 간 펀드산업 비교

펀드산업 비교는 분석대상 13개 국가들의 펀드시장 규모, 펀드유형, 주식시장 수익률 및 위험지표, 펀드보수, 공모펀드 관련 규제환경 등을 중심으로 살펴보고자 한다.

우선, 펀드시장 규모를 보면, 퇴직연금 시장이 발전한 호주(26.0%)와 자산운용 중심지로 자리매김한 싱가포르(23.0%)와 홍콩(20.3%)의 시장 규모가 가장 크며, 그 다음으로 일본(12.4%), 중국(7.4%), 한국의 순이다. 우리나라 펀드시장은 절대규모를 기준으로 13개 국가 중 중간 수준인 6위이며, 비중은 13개 국가 중에서 약 4.6%를 차지한다. 한편, <부록1 표 4>에서와 같이 GDP 대비 펀드시장 규모를 기준으로 보면, 글로벌 금융위기 이후 호주, 뉴질랜드, 태국의 펀드시장은 급증세를 보이고 있는 반면, 우리나라는 여전히 정체되어 있음을 알 수 있다.

〈부록1 표-3〉 펀드 순자산 규모

(단위: 백만달러)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
호주	841,133	1,198,838	1,455,850	1,440,128	1,667,128	1,624,081	1,601,132
싱가포르	611,242	831,659	994,368	1,064,961	1,301,756	1,453,092	-
홍콩	1,077,160	628,302	926,877	1,188,065	1,039,056	1,267,354	1,289,676
일본	575,327	660,666	785,504	745,383	738,488	774,126	780,636
중국	276,303	381,207	364,985	339,037	437,449	460,332	708,884
한국	221,992	264,573	266,495	226,716	267,582	285,173	312,150
말레이시아	-	-	-	138,548	163,551	186,925	192,612
태국	46,339	53,792	64,173	68,342	84,167	99,479	117,283
대만	46,116	58,297	59,032	53,437	59,192	62,286	58,049
뉴질랜드	10,612	17,657	19,562	23,709	31,145	34,185	41,560
인도네시아	-	-	-	23,075	23,824	18,574	20,403
필리핀	1,263	1,488	2,184	2,363	3,566	4,662	5,078

자료: ICI, 개별국가 공식 통계

〈부록1 표-4〉 GDP 대비 펀드 순자산 규모

(단위: %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
싱가포르	318.0	432.2	420.6	386.7	449.0	480.8	-
홍콩	491.2	293.5	405.4	478.1	395.6	461.1	445.3
호주	79.9	120.3	116.6	96.0	107.1	108.1	110.9
말레이시아	-	-	-	47.9	53.6	59.7	58.9
태국	17.0	20.4	20.1	19.8	23.0	25.7	31.4
한국	22.2	29.3	24.3	18.9	21.9	21.9	22.0
뉴질랜드	7.9	14.6	13.6	14.4	18.0	18.5	21.0
일본	11.9	13.1	14.3	12.6	12.4	15.7	16.9
대만	11.1	14.9	13.2	11.0	11.9	12.2	11.0
중국	6.1	7.5	6.1	4.6	5.2	4.9	6.8
인도네시아	-	-	-	2.6	2.6	2.0	2.3
필리핀	0.7	0.9	1.1	1.1	1.4	1.7	1.8

주 : 펀드 순자산 전체 규모를 명목 GDP로 나눔

자료: ICI, IMF, 개별국가 공식 통계

펀드유형을 기준으로 보면, 뉴질랜드를 제외한 모든 국가에서 주식형의 비중이 25% 이상으로 높게 나타난다. 특히, 홍콩(46%), 싱가포르(47%), 말레이시아(48%), 인도네시아(44%), 호주(40%) 등은 주식형펀드가 40% 이상 높은 비중을 차지하고 있다.¹⁾ 채권형 펀드는 태국(57%), 필리핀(41%), 홍콩(37%) 등에서 비중이 높다. MMF는 중국(57%), 대만(41%), 한국(40%) 등의 국가에서 비중이 높으며, 혼합형은 뉴질랜드(59%), 기타 유형은 호주(54%), 인도네시아(23%), 싱가포르(22%) 등에서 비중이 높게 나타난다. 특히, 호주는 주식형 이외에 인프라펀드, 연금펀드, 부동산펀드의 비중이 높은 것으로 알려져 있다.

〈부록1 표-5〉 펀드유형별 비중

(단위: %)

국가	주식	채권	MMF	혼합형	기타
뉴질랜드	14.0	8.4	11.2	59.1	7.3
한국	32.1	7.7	40.0	8.5	11.7
태국	26.1	56.6	0.7	2.8	18.4
대만	29.2	14.6	41.3	3.6	11.3
중국	29.9	7.9	47.4	13.7	1.1
필리핀	39.1	41.0	1.1	18.7	0.0
호주	40.3	5.3	0.0	0.0	54.4
인도네시아	43.7	14.9	9.6	8.4	23.4
홍콩	46.2	36.6	3.4	5.5	8.3
싱가포르	47.0	23.0	8.0	0.0	22.0
말레이시아	48.1	19.8	26.1	0.0	6.0
일본	82.5	15.4	2.1	0.0	0.0

주 : 2014년말 기준. 단, 싱가포르는 2013년말
 자료: ICI, 개별국가 공식 펀드 통계

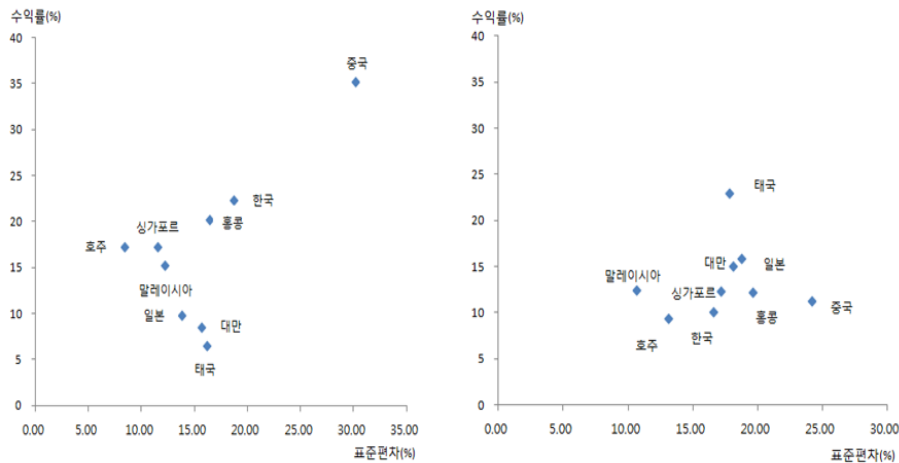
1) 한편, 일본의 경우 약관상 주식에 1주라도 투자할 수 있으면 주식형으로 분류되어 주식형의 비중이 매우 높게 나타나고 있다.

2008년 금융위기를 전후로 한 아시아 국가 주식시장의 수익률과 위험지표를 보면, 금융위기 이후 전반적으로 주식시장의 성과가 저하되었으나, 태국, 대만, 일본 등의 주식시장의 성과는 크게 개선되었다.2) <부록1 그림-1>에서 보듯이 중국, 한국, 싱가포르, 홍콩, 호주 등의 국가에서 주식시장의 변동성은 금융위기 전후로 큰 변화가 없으나, 수익률의 수준이 저하되었다. 반면, 태국, 대만, 일본 등은 주식시장 변동성의 큰 변화 없이 수익률의 수준이 큰 폭으로 상승하였다.

<부록1 그림-1> ARFP 관련 국가의 주식시장 성과지표 비교

금융위기 이전(2004~2007년)

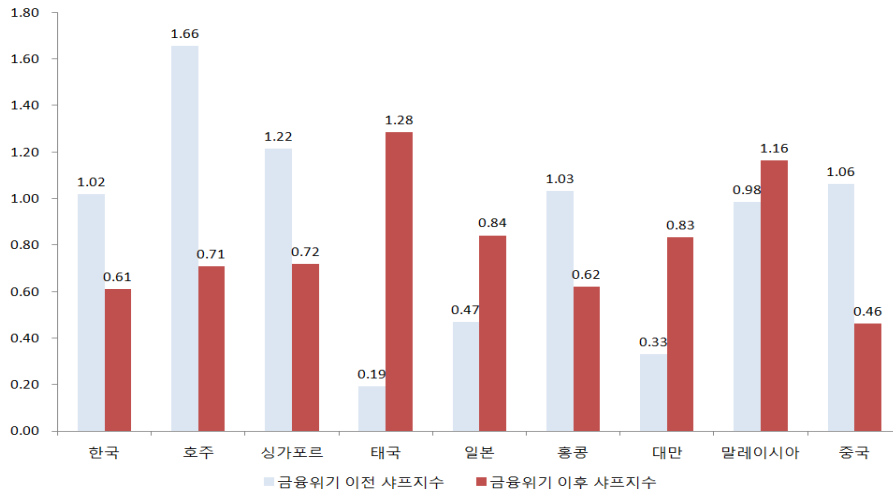
금융위기 이후(2009~2014년)



주 : 개별 주식시장 지수의 월별 수익률의 평균과 표준편차를 연율화하여 표기
 자료: 개별국가 주식시장 통계

2) ARFP 논의 참여국가 펀드 수익률의 시계열 자료가 미비하여, 대리변수로 주식형펀드 수익률을 간접적으로 보여줄 수 있는 주식시장 수익률을 기준으로 비교하였다.

〈부록1 그림-2〉 ARFP 관련 국가의 주식시장 샤프지수 비교



자료: 개별국가 주식시장 통계

위험성과지표인 샤프지수를 기준으로 보면, 금융위기 이후 태국, 일본, 대만 등의 샤프지수가 이전에 비해 큰 폭으로 상승하였고, 기타 국가들은 하락하였다.³⁾ 특히, 금융위기 이후로 한정하면 한국(0.61)과 홍콩(0.62)의 샤프지수가 가장 낮은 것으로 나타나, 금융위기 이후 우리나라 주식시장의 활력이 크게 저하된 상황을 잘 나타내 주고 있다. 샤프지수는 미국 3개월 만기 국채수익률을 사용하여 금융위기 이전(2004~2007년)과 이후(2009~2014년)로 구분하여 산정하였다. 이로부터 금융위기 이후 우리나라 주식형펀드의 무위험자산 대비 상품성이 다른 나라에 비해 떨어져 있음을 유추할 수 있다.

한편, Morningstar(2013)는 규제 및 세제, 공시, 보수 및 비용, 판매채널 등으로 평가항목을 분류하여 24개국을 평가하였다. 이 분석에서 우리나라는

3) 샤프지수는 무위험자산 대신 위험자산에 투자함으로써 얻은 단위위험 대비 초과수익의 크기를 나타내는 지표이다.

전 부문에서 양호한 평가를 받아 종합평점 B+로 ARFP 참여국 중에서는 가장 우수한 평점을 받았다. 우리나라를 제외한 다른 국가의 평점은 싱가포르(B), 태국(B), 대만(B)에 이어 호주(C+), 일본(C), 홍콩(C-), 뉴질랜드(C-)의 순이다. 따라서, 우리나라는 펀드시장의 규모 자체는 주요 경쟁국에 비해 뒤지더라도 투자자들의 펀드투자 환경 자체는 우수한 것으로 평가할 수 있다.

〈부록1 표-6〉 ARFP 관련 국가의 공모펀드 규제환경 비교

국가	종합(점수)	규제/세제	공시	보수/비용	판매채널
한국	B+	B+	B	B	B-
호주	C+	C-	D+	A-	B+
뉴질랜드	C-	C	D	C	B-
싱가포르	B	A	B	C	B-
태국	B	B	B-	A-	D+
일본	C	B	C+	D+	B-
홍콩	C-	B+	D-	C	C
대만	B	B	B+	C+	B+
중국	B-	C	B	B-	B-
미국	A	C	A	A	B+

자료: Morningstar(2013)

세제를 포함한 펀드규제 측면에서는 싱가포르, 홍콩, 한국, 일본, 대만, 태국 등의 국가가 호주와 뉴질랜드에 비해 상대적으로 우수한 것으로 평가받았다. 특히, 싱가포르, 홍콩, 태국 등은 펀드과세 측면에서 높은 평가를 받았다. 예를 들어, 싱가포르와 홍콩은 펀드투자에 대한 과세를 하지 않고 있으며, 태국은 5년 이상 장기투자에 대해 자본이득세를 면제하고 세액공제(tax credit) 혜택을 제공한다. 반면, 호주는 평가대상 국가 24개국 중에서 가장 낮은 C- 평점을 받았다.

공시 측면에서는 한국, 싱가포르, 대만, 중국, 태국 등이 상대적으로 우수한 평가를 받은 반면, 일본, 홍콩, 뉴질랜드, 호주 등이 낮은 평가를 받았다. 특히, 홍콩, 호주, 뉴질랜드 등이 펀드매니저, 포트폴리오 정보 및 투자전략, 보수(TER) 구성 등에 대한 정보 미흡을 이유로 낮은 평가를 받았다.

펀드 판매채널 면에서는 태국(D+)과 홍콩(C)을 제외한 국가들이 대체로 비슷한 평가를 받고 있는데, 그 중에서도 호주와 대만이 다소 높은 평가를 받았다. 공교롭게도 가장 낮은 평가를 받은 태국과 홍콩에서는 은행의 펀드판매 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 반면, 대체로 다른 국가에서는 은행, 보험, 증권 및 IFA, 직판 등 판매채널이 다변화되어 있고, 개방형 판매채널의 비중도 점차 늘어나는 추세이다.

〈부록1 표-7〉 펀드 판매채널(2013년)

구분	홍콩	호주	중국	한국	일본	대만
은행	78%	-	43%	27%	33%	30%
증권사 및 IFA	3%	25%	13%	63%	66%	9%
직판	-	5%	35%	5%	1%	43%
기타	19%	76%	10%	4%	-	17%

주 : ‘기타’는 보험사, e-플랫폼, 재간접펀드(fund of funds), master trusts를 포함
 자료: PwC(2015d)

이상 살펴본 바와 같이 ARFP 논의 참여국은 매우 다양하게 구성되어 있다. 우리나라만 하더라도 거시환경 및 펀드산업의 경쟁력 면에서는 싱가포르, 홍콩, 일본, 호주 등 역내 주요 국가에 비해서는 미흡하다. 반면, 우리나라의 공모펀드 투자환경은 어느 나라 못지않게 우수하며, 연금자산 및 해외투자 수요의 증가추세를 감안하면 잠재적인 펀드수요도 풍부하다. 이러한 점들을 감안하면 유럽의 UCITS 사례처럼 ARFP가

개별국가 자산운용산업에 미치는 영향은 상이할 수 있다. 한편, 개별 자산운용회사는 앞서 살펴본 개별국가 거시환경 및 펀드산업에 대한 분석에 기초하여 잠재적인 목표시장 또는 해외진출 국가를 선정할 필요가 있다.

부록2: 글로벌 자산운용회사 사례분석

<부록2> 글로벌 자산운용회사 사례분석

가. Affiliated Managers Group(AMG)

1) 회사 개요

AMG의 창업자 William J. Nutt은 1993년 중소형 자산운용회사 투자에 관심을 가졌던 보스턴의 벤처캐피탈사 TA Associates의 지원을 받아 동회사를 설립했다. 그는 최고의 부띠끄 자산운용회사로의 성장을 목표로 AMG를 설립했다. 설립 당시 TA Associates는 2,000만달러를 지원해 회사 지분의 80%를 확보하였으며, Nutt는 100만달러를 투자했다. AMG는 1994년 J.M. Hartwell Limited Partnership에 대한 지분투자를 시작으로 특정 상품군에 특화된 다양한 투자회사들 또는 진출을 모색하는 지역에서 강점을 가지는 투자회사들을 인수하면서 빠르게 성장하고 있다.

AMG의 지분투자는 대부분 피인수 회사 지분의 50~70% 수준을 확보하는 것이 특징이다. 경우에 따라서는 소수 지분보유도 불사한다.⁴⁾ 이처럼 AMG는 100% 지분보유 대신 과점주주로서의 지위를 확보하고 나머지 30~50%에 해당하는 지분을 계열회사로 편입된 피인수 회사의 기존 매니지먼트가 보유하게 했다. 이를 통해 이들이 AMG의 성장에 따른 인센티브를 공유할 수 있도록 했다. 이는 피인수 회사들의 경영진이 AMG 전체의 성장에 기여할 수 있는 유인체계로 작동했다. AMG는 이러한 지분투자를 통해 사세를 확장, 2014년말 기준 1개의 자회사 및 총 32개의 계열회사(자회사의 5개 계열회사 포함)를 보유하고 있다.

AMG는 성장을 위해서는 기업공개가 필요하다는 판단 하에 상장 요건을

4) 예를 들어 2009년 중국 자산운용회사인 Value Partners Group Ltd.에 투자할 때 AMG는 이 회사 전체 지분 중 5%만을 인수하였다.

충족시킬 수 있을 정도로 회사 규모를 키워야 했고, 이에 따라 2,300만 달러에 달하는 PE 조성, 신디케이트론 조성을 통한 대출한도 확대(5,000만달러에서 1억 2,500만달러까지 확대) 등 공격적인 자금 조달을 이어갔다. AMG는 이를 바탕으로 뉴욕에 기반을 둔 수익성 높은 회사로 유명한 Tweedy, Browne의 지분 71%를 확보할 수 있었다.⁵⁾ AMG는 Tweedy, Browne의 과점지주라는 명성과 상장요건을 만족시키는 규모를 바탕으로 1997년 뉴욕 증권거래소에 상장되었다. 2014년말 기준 AUM은 약 6,200억달러이다.

전술한 바와 같이 AMG의 지배구조는 AMG가 지분투자를 통해 피인수 계열회사 지분의 상당 수준을 보유하고, 이들 계열회사와 장기적인 파트너십을 유지하는 것이 특징이다. 장기적 파트너십 유지를 위해 계열회사 소유자들에게 높은 수준의 인센티브를 제공하여 이들이 계열회사 사업의 성장을 지속하도록 독려했다. 또한 계열회사 소유자가 충분한 수준의 주식을 보유하는 것을 인정하여 이들의 회사 운영권을 보장하고, 기업문화 및 독립성을 보존함으로써 계열회사와의 장기적 파트너십 유지가 가능하도록 했다.

AMG가 계열회사의 최대지분보유자인 경우 수익배분은 주로 매출분배협정(revenue sharing arrangements)이라 불리는 구조를 취한다. 매출분배협정은 수익의 일정 부분을 운영비(보상 포함)로 배정하고 나머지 부분을 AMG와 계열회사의 지분율에 따라 배분하는 방식이다. AMG가 계열회사의 소수지분을 보유하는 경우에도 계열회사 운영비를 제외한 수익 총액 중 AMG의 지분율에 준하는 수익을 배정받는다. 계열회사가 수익기반협정(profit-based arrangements)을 따를 경우에는 현금흐름에 따라 이익을 배분한다.

5) 참고로 AMG는 Tweedy, Browne을 3억달러 현금구매 방식으로 인수해 계열회사로 편입했다.

〈부록2 표-1〉 AMG 주요 연혁

연도	내용
1994	• J.M. Hartwell Limited Partnership에 최초 지분투자
1996	• 주식, 글로벌 매크로 등에서 글로벌 영업망을 보유한 First Quadrant, L.P에 투자, 미국을 넘어 글로벌 대상 서비스 제공
1997	• 뉴욕증권거래소 상장 • 가치투자 부문으로의 확대를 위해 Tweedy, Browne에 투자. Tweedy는 현재 AMG의 최대 계열사 중 하나
1999	• The Managers Funds LLC에 투자 완료. 본 사는 향후 AMG의 리테일 플랫폼으로 발전
2000	• 성장 및 가치주 투자에 강점을 가지는 Frontier Capital Management 투자 완료
2001	• Fortune Magazine이 발표하는 '2001년 100대 고속성장기업' 중 하나로 선정
2002	• Third Avenue Management에 투자함으로써 가치투자 부문 보강
2004	• AQR Capital Management에 투자, 대체투자 부문 진출 • Small, mid-cap 투자에 강점을 가지는 TimesSquare Capital Management에 투자 • 뮤추얼펀드 및 separate account 상품에 대한 리테일 플랫폼 Managers Investment Group 설립 • 이머징 시장 기관투자자 부문에 강점을 가지는 Genesis Asset Managers 투자 완료
2005	• 캐나다 투자회사 First Asset Management 투자 완료
2007	• 대체투자 부문 강화를 위해 BlueMountain, ValueAct Capital에 투자 • AMG 최초 기관투자자 대상 글로벌 판매 사무소를 호주와 뉴질랜드에 개설
2008	• 유럽 지역까지 글로벌 기관판매플랫폼 확대 • 중동 지역을 겨냥, 영국에 글로벌 판매 사무소 개설
2009	• 중국 진출을 위해 홍콩에 기반을 둔 Value Partners Group Limited와 전략적 파트너십 체결 • Harding Loevner LLC에 투자, 글로벌 주식부문 확장

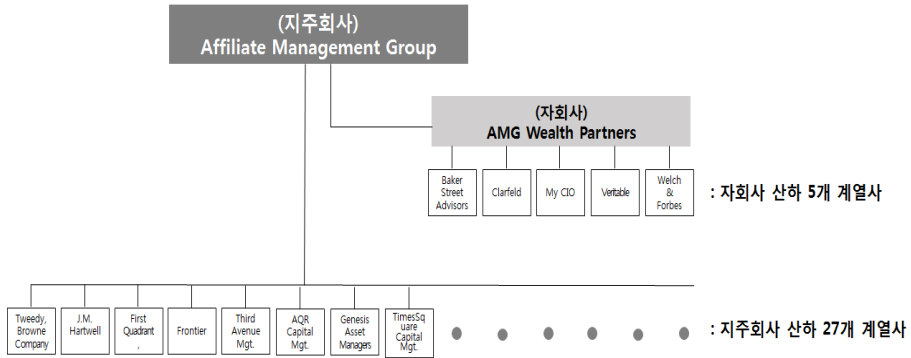
자료: AMG 웹사이트

〈부록2 표-1〉 AMG 주요 연혁(계속)

연도	내용
2010	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 및 이머징 주식시장 부문 확장을 위해 업계 선두 부띠끄 매니저 Trilogy Global Advisors에 투자 • Private equity fund-of-funds 분야 글로벌 리더 Pantheon에 투자, 대체투자 부문 확장 • 영국을 비롯해 유럽 및 중동 지역 소매 및 기관투자자 대상 액티브 투자에 강점을 가지는 영국의 Artemis Investment Management에 투자 • 뮤추얼펀드 및 managed accounts 시장에서 sub-advised 투자상품을 제공하는 Aston Asset Management에 투자 완료
2011	<ul style="list-style-type: none"> • 부티크 wealth management에 중심을 둔 AMG Wealth Partners 설립 (자회사)
2012	<ul style="list-style-type: none"> • 2007년 계열사로 편입된 업계 선두 신용대체투자 매니저 BlueMountain Capital Management에 투자 확대 • Large-cap 주식 부문에 강점을 가지는 Yacktman Asset Management에 투자 완료 • 자회사 AMG Wealth Partners가 본사 최초 투자처로 ultra-high-net-worth families에 강점을 갖는 Veritable 선정, 투자 • 중동시장 판매 확대를 위해 두바이 국제금융센터에 사무소 개설
2013	<ul style="list-style-type: none"> • 유럽시장 판매 확대를 위해 취리히에 사무소 개설
2014	<ul style="list-style-type: none"> • 대체투자부분 AQR Capital Management, LLC에 투자 확대 • 글로벌 및 아시아 지역 매니저 Veritas Asset Management LLP에 투자 완료 • 미국 small, mid-cap 투자 전문 매니저 SouthernSun Asset Management에 투자 완료 • 기관 대상 대체투자(에너지 부문)에 강점을 가지는 EIG Global Energy Partners에 투자 • 가치주 관련 투자에 강점을 가지는 River Road Asset Management에 투자 완료

자료: AMG 웹사이트

〈부록2 그림-1〉 AMG의 구성



〈부록2 표-2〉 AMG의 초기 계열사 지분

(단위: %)

계열사	투자년,월	AMG 지분
The Burrige Group LLC	1996.12	55.0
Essex Investment Management Company, LLC	1998.03	68.0
First Quadrant, L.P.	1996.03	66.1
GeoCapital, LLC	1997.09	60.0
Gofen and Glossberg, L.L.C.	1997.05	55.0
J.M. Hartwell Limited Partnership	1997.05	74.9
Paradigm Asset Management Company, L.L.C.	1994.05	30.0
Renaissance Investment Management, L.P.	1995.05	66.7
Skyline Asset Management, L.P.	1995.11	62.5
Systematic Financial Management, L.P.	1995.08	90.7
Teweedy, Brown Company LLC	1997.10	71.2

주 : AMG 지분은 1998년말 기준
 자료: AMG 연차보고서

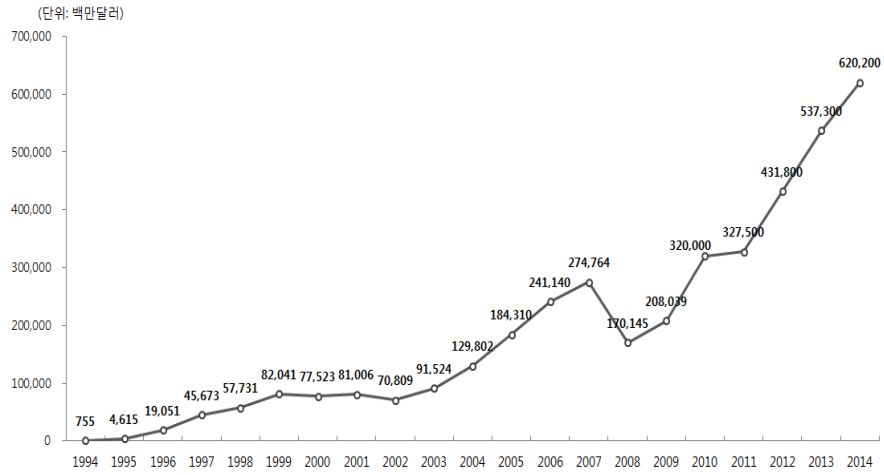
계열회사와의 운영협정(operating agreements)은 계열회사 소유자들에게 일정 시간간격에 따라 AMG에 자신들의 주식을 매도할 수 있도록 하는 조건부 권리(put right)를 부여한다. 또한 본 협정은 AMG가 계열회사 소유자들에게 해당 계열회사 주식을 매도할 것을 요구할 수 있도록 하는 조건부 권리(call right)를 부여하기도 한다. 본 협정은 AMG가 자신들이 원하는 수준의 계열회사 지분을 소유할 수 있도록 하며, 또한 계열회사 매니지먼트에게 사업의 성장과 발전에 따른 인센티브를 제공한다. 이러한 조건부 권리는 AMG가 계열회사 최대지분보유자인 경우에만 발생하며, 소수지분만을 보유한 경우에는 발생하지 않는다.

2) 사업모델의 주요 특징

2014년말 기준 AMG의 AUM은 약 6,200억달러이다. AMG는 2008년 금융위기 당시 급격한 AUM 감소를 경험했으나 2년 만에 기존 AUM 수준을 회복했으며, 이후 한 번의 부침도 없이 성장세를 이어오고 있다.

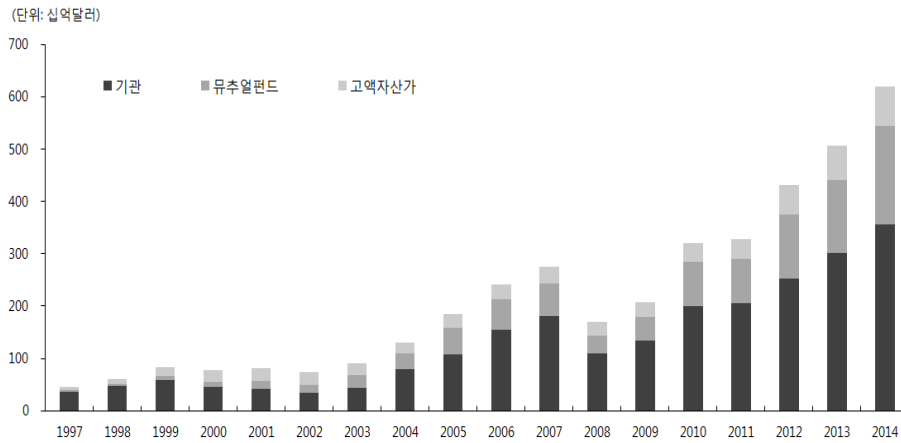
AMG의 성장요인은 크게 대체투자 시장 진출과 해외시장 확대로 구분된다. 2004년 11월에 이루어진 AQR Capital Management에의 투자는 대체투자 시장 진출을 통한 AUM 성장의 대표적인 예라 할 수 있다. 당시 AQR Capital Management는 약 130억달러의 자산을 운용하는 업계 선두의 대체투자 운용사였다. 2011년 이후의 가파른 AUM 성장은 꾸준한 해외시장 진출 노력에 의한 결과물이다. 2004년 약 100억달러 규모의 자산을 운용 중이었던 자산운용회사 Genesis Fund Managers에 대한 투자, 2007년 호주와 뉴질랜드에 글로벌 판매사무소 개설, 2008년 중동 지역 서비스를 위한 영국 사무소 개설, 2009년 중국 진출을 위한 Value Partners Group Limited와의 전략적 파트너십 체결, 2012년 두바이 국제 금융센터 사무소 개설, 2013년 취리히 사무소 개설과 같은 해외시장 확대 노력이 2010년 이후 급격한 AUM 성장의 동력으로 작용하였다.

〈부록2 그림-2〉 AMG의 운용자산 추이



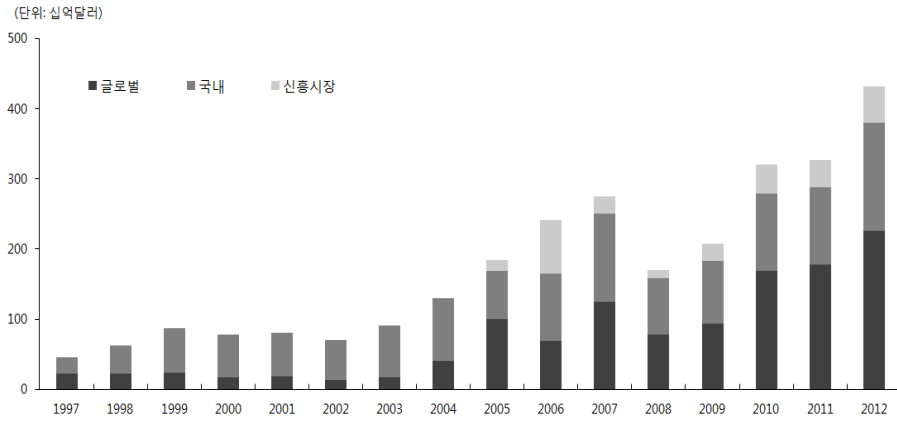
주 : 1994~1996년 자료는 비감사 내부자료
 자료: AMG 연차보고서

〈부록2 그림-3〉 AMG 고객군: 유형별



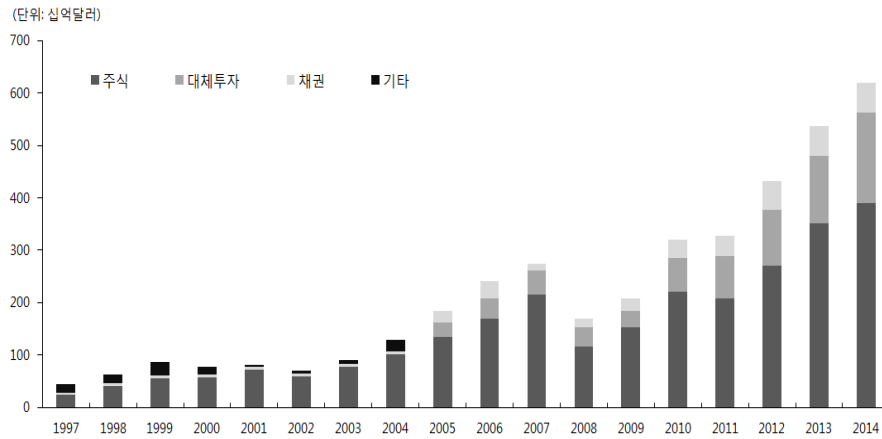
자료: AMG 연차보고서

〈부록2 그림-4〉 AMG 고객군: 지역별



자료: AMG 연차보고서

〈부록2 그림-5〉 AMG의 투자자산군



주 : 1) 기타는 전략적 자산배분 상품
 2) 2005년과 2006년 채권 AUM은 기타 부문 AUM을 포함
 자료: AMG 연차보고서

한편 AMG의 판매채널 중 가장 큰 비중을 차지하는 것은 기관투자자 자금이며, 이 밖에 뮤추얼펀드, 고액투자자 자금을 운용하고 있다.

사업 초기 기관투자자 자산은 전체 AUM의 80% 수준이었으며, 이후 미국 뮤추얼펀드시장의 성장과 함께 뮤추얼펀드 AUM도 크게 성장하였다. 2014년말 기준 AMG의 전체 AUM은 기관투자자 57%, 뮤추얼펀드 31%, 고액자산가 11%의 비중으로 구성된다. 업력이 쌓일수록 전체 AUM은 증가하고 있지만 전체 AUM에서 기관투자자, 뮤추얼펀드, 고액자산가가 차지하는 비중은 대략 60 : 30 : 10 수준으로 안정화되고 있다.

AMG는 자사의 고객을 지역에 따라 국내, 글로벌, 신흥시장으로 구분한다. 사업초기부터 2004년까지는 운용자산의 대부분이 자국인 미국으로부터 유입되었다. 미국으로부터 유입된 운용자산은 2002년과 2003년에 정점에 달해 전체 AUM의 81%를 차지하기도 하였다. 그러나 2004년 신흥시장 투자에 강점을 가지는 Genesis Asset Managers에의 투자완료, 2005년 캐나다 First Asset Management에의 투자완료 등 글로벌 시장 공략을 위한 공격적인 활동에 힘입어 2005년부터 해외시장으로부터 유입된 운용자산이 자국시장으로부터 유입된 운용자산을 넘어서기 시작했다. 이때부터 신흥시장으로부터의 운용자산 유입도 시작되었다. 2014년말 기준 전체 AUM 중 국내, 글로벌, 신흥시장이 차지하는 비중은 각각 38%, 52%, 10%로 2009년 이후부터 이와 비슷한 비율이 유지되고 있다.

AMG의 투자자산군은 크게 주식 관련 상품⁶⁾, 대체투자, 채권으로 구분되며, 이 중 AUM의 60% 이상이 주식 관련 상품에 투자되고 있다. 사업초기에는 주식, 전략적 자산배분, 채권이 투자자산군에 속했으나 2004년 대체투자 부문에 강점을 가지는 AQR Capital Management를 계열회사에 편입시킴으로써 본격적으로 대체투자시장에 진출하였다. 2005년 234억달러, 전체 AUM의 15%로 출발한 AMG의 대체투자자산은 2014년말 기준 1,051억달러, 전체 AUM의 24% 수준까지 성장하였다.

AMG의 주요 경영지표를 살펴보면, 2014년 순이익과 주당순이익

6) 주식 관련 상품에는 주식, 혼합, 자산배분 상품 등이 포함된다.

(Earning Per Share: EPS)은 각각 4억 5,210만달러, 8.01달러로 전년 대비 22% 증가하였다. Economic net income(controlling interest)은 6억 4,440만달러, Economic earnings per share는 11.45달러로 전년대비 11% 증가하였으며, EBITDA(controlling interest)은 9억 8만달러이다.

〈부록2 표-3〉 AMG의 주요 경영지표

(단위: 백만달러)

	2010	2011	2012	2013	2014
운용자산 (십억달러)(a)	320.0	237.5	431.8	537.3	620.2
손익계산서 자료					
영업수익(b)	1,358.2	1,704.8	1,805.5	2,188.8	2,510.9
영업이익(c)	-	-	400.4	634.1	815.2
당기순이익(d)	287.3	359.6	411.4	669.6	785.6
회석된 주당순이익	2.81	3.11	3.28	6.55	8.01
재무상태표 자료					
자산	5,279.8	5,218.9	6,187.1	6,318.8	7,698.1
부채	-	-	-	2,532.3	3,409.4
자본(e)	2,375.3	2,499.6	3,041.4	3,144.6	3,643.2

자료: AMG 연차보고서

AMG의 주요 재무비율을 살펴보면, 2014년말 현재 영업이익률은 32.47%로 주요 상장 자산운용회사들의 2014년 평균 영업이익률 33%에 근접한 수준이다.⁷⁾ 2012년 22%, 2013년 19% 수준이었던 영업이익률이 크게 상승할 수 있었던 것은 2014년 자본시장 호조에 따른 매출액 증가, 즉 AUM 증가의 결과로 분석된다.

7) Financial Times가 Casey, Quirk & Associates의 자료를 인용한 기사에 따르면, 세계 62개 상장 자산운용회사들의 2014년 평균 영업이익률은 33%였다.

〈부록2 표-4〉 AMG 주요 재무비율(2014년)

재무비율 항목	비율
자기자본이익률(d/e)	21.56%
영업이익률(c/b)	32.47%
매출액영업이익률(c/a)	13.14bp
자기자본/AUM(e/a)	0.59%

3) 해외확장

AMG가 설립 초기부터 해외시장에 대한 중요성을 인식하고 있었다는 사실은 1997년 주식, 글로벌 매크로 등에서 글로벌 영업망을 보유한 First Quadrant, L.P에 투자하여 지분의 66%를 보유했다는 것으로 확인할 수 있다. 그러나 사업초기에는 자국시장 내에서의 기반확보에 집중했다. 당시 미국 뮤추얼펀드시장의 성장으로 인해 해외시장으로의 영업확장은 미미한 수준이었다. 해외시장으로의 본격적인 확장은 2004년 6월 신흥시장 기관투자자 부문에 강점을 보유하고 있던 Genesis Asset Managers에의 투자를 기점으로 시작되었다.

AMG의 해외확장은 크게 1) 해외 자산운용회사 지분확보 방식과 2) 사무소 개설 방식으로 진행된다. 자신들이 진출을 원하는 지역에서 이미 고객기반 및 판매채널을 확보한 자산운용회사 지분을 확보하는 방식은 앞서 기술한 Genesis Asset Managers에의 투자로, 당시 AMG는 Genesis Asset Managers의 지분 60%를 확보했다. 또한 2005년에 이루어진 캐나다 자산운용회사 First Asset Management에의 투자 역시 해외 자산운용회사 지분확보를 통한 해외확장의 예로 들 수 있다. AMG가 투자할 당시 First Asset Management는 산하에 6개의 자산운용회사(Foyston, Gordon & Payne Inc., Beutel, Goodman & Company Ltd., Montrusco Bilton Investment Inc.)를 거느린 개인소유의 지주회사였다.

호주와 뉴질랜드 사무소는 사무소 개설 방식을 통한 해외확장의 시초였다. AMG는 2006년 12월 글로벌 기관투자자 시장으로의 접근을 위해 Chicago Equity Partners에 투자하여 기관투자자 대상 서비스를 시작하였고, 2007년 2월 AMG 최초 해외 사무소를 호주와 뉴질랜드에 개설하여 본격적인 글로벌 기관투자자 대상 서비스 제공의 초석을 마련하였다. 이후 2008년 영국 사무소, 2012년 두바이 국제금융센터 사무소, 2013년 취리히 사무소가 개설되었다. 지분투자, 사무소 개설 방식 이외의 AMG 해외 확장 방식으로는 전략적 제휴 방식이 있다. 2009년 중국 진출을 위해 홍콩에 기반을 둔 Value Partners Group Limited와 체결한 전략적 파트너십이 그 예로, 파트너십 체결 당시 소수지분(5%)에 투자하면서 중국 진출의 교두보를 마련하였다.⁸⁾

〈부록2 표-5〉 AMG의 글로벌 사무소

개설연도	지역	목적
2007	호주, 뉴질랜드	글로벌 기관투자자 대상 서비스 확대
2008	영국	중동 지역 진출 교두보 마련
2011	홍콩	아시아 판매 및 마케팅
2012	두바이	중동시장 판매 및 마케팅
2013	스위스	유럽시장 판매 강화

자료: AMG 웹사이트

8) Value Partners Group Limited는 2007년 홍콩 증권거래소에 상장된 최초의 중국 자산운용회사이다. 2015년 6월말 기준 178억달러의 AUM을 보유중이며, 아시아, 유럽, 미국 지역 소매 및 기관투자자를 대상으로 절대수익추구 펀드, 롱-숏 헤지펀드, ETF, 채권상품 등을 판매한다.

〈부록2 표-6〉 AMG의 인수합병

인수 연도	회사명	국가	특장점
AMG			
1994	J.M. Hartwell L. P.	미국	기관 및 HNW 특화
1994	Renaissance Investment Management	미국	정량분석 투자
1994	Paradigm Asset Management Company	미국	미국 공모주
1995	Systematic Financial Management	미국	미국 가치주
1995	Skyline Asset Management	미국	미국 소형 가치주
1996	First Quadrant	미국	대체투자
1996	The Burridge Group	미국	투자자문서비스
1997	Tweedy, Browne Company	미국	선진국 주식, 미국 가치주
1997	Gofen and Glossberg	미국	투자자문서비스
1997	GeoCapital	미국	미국 소형주
1998	Essex Investment Management Company	미국	성장주, 채권
2000	Frontier Capital Management Company	미국	미국 성장주
2002	Third Avenue Management	미국	선진국 주식, 미국 가치주
2004	AQR Capital Management	미국	대체투자, 전통자산 투자, 선진국 주식
2004	Genesis Asset Managers	영국	신흥국 주식
2004	TimesSquare Capital Management	미국	미국 성장주
2005	First Asset Management(FAM)	캐나다	캐나다 최대 독립 자산운용회사
2005	Beutel, Goodman & Company (FAM 계열사)	캐나다	채권투자
2005	Deans Knight Capital Management(FAM 계열사)	캐나다	캐나다 기관 및 HNW 특화
2005	Foyston, Gordon & Payne Inc. (FAM 계열사)	캐나다	캐나다 HNW 특화

자료: AMG 웹사이트, 연차보고서

〈부록2 표-6〉 AMG의 인수합병(계속)

인수 연도	회사명	국가	특장점
2005	Montrusco Bolton Investments (FAM 계열사)	캐나다	캐나다 주식, 채권 등 (캐나다 기관 및 개인투자자)
2006	Chicago Equity Partners	미국	미국 주식, 채권 (기관투자 전문)
2007	BlueMountain Capital Management	미국	대체투자
2007	ValueAct Capital	미국	대체투자, 신흥국 주식
2008	GW&K Investment Management	미국	채권투자
2009	Harding Loevner	미국	선진국 주식, 신흥국 주식
2010	Artemis Investment Management	영국	선진국 주식
2010	Pantheon	영국	대체투자
2010	Trilogy Global Advisors	미국	선진국 주식, 신흥국 주식
2012	Yackman Asset Management	미국	미국 가치주
2013	SouthernSun	미국	미국 가치주
2014	EIG Global Energy Partners	미국	대체투자
2014	River Road Asset Management	미국	미국 가치주
2014	Veritas Asset Management	영국	선진국 주식
자회사 AMG Wealth Partners의 계열사			
2001	Welch & Forbes LLC	미국	자산운용
2012	Veritable	미국	자산운용
2013	Clarfled Financial Advisors	미국	자산운용
2015	Baker Street Advisors	미국	자산운용
2015	My CIO	미국	자산운용

자료: AMG 웹사이트, 연차보고서

나. Aberdeen Asset Management PLC.(Aberdeen)

1) 회사 개요

Aberdeen은 1983년 투자신탁에 대한 경영자매수(management buy out) 방식을 통해 설립되어 1991년 런던증권거래소에 상장되었다. Aberdeen은 2000년대부터 활발한 인수활동을 통해 성장을 이어오고 있다. 2000년 Murray Johnstone과 Equitilink를 인수하여 아시아 및 미국 시장까지 사업영역을 크게 확장하였다. 이어 수년간 활발한 인수 활동으로 사세를 확장했다. 2003년 글로벌 폐쇄형펀드에 강점을 갖는 AUM 14억파운드 규모의 Edinburgh Fund Managers 인수, 2005년과 2007년 Deutsche Asset Management의 영국, 미국, 호주 기관투자자 사업부 인수, 2009년 Credit Suisse Asset Management의 자산운용부문 인수, 2010년 RBS Asset Management의 자산 및 계약 인수 등이 대표적이다. 이를 바탕으로 회사의 주식은 2012년 FTSE 100 인덱스에 편입되었다.

2013~2014년에 걸쳐 완료된 영국 금융대기업 Lloyds Banking Group의 자산운용회사 Scottish Widows Investment Partnership(이하 SWIP)인수는 Aberdeen으로 하여금 유럽 최대 독립펀드 운용회사로서의 입지를 구축하게 하였다. SWIP 인수금액은 약 6억 6천만파운드였다. Aberdeen은 약 1억 3,200만주의 신주를 발행하여 Lloyds Banking Group에 지분하는 방식으로 인수계약을 체결했다. Aberdeen과 Lloyds Banking Group은 전략적 제휴를 통해 Aberdeen은 Lloyds Banking Group의 자산을 운용하고, 운용실적에 따라 향후 5년간 1억파운드를 지분하기로 하였다. Lloyds Banking Group은 향후 최대 3년간 Aberdeen의 주식을 매각하지 않기로 합의하였다. Aberdeen은 본 인수를 통해 운용자산을 다양화 할 수 있으며 이를 바탕으로 유럽 자산운용시장 선도에 필요한 경쟁력에서 우위를 점할 수 있을 것으로 평가받는다.

〈부록2 표-7〉 Aberdeen 주요 연혁

연도	내용
1983	<ul style="list-style-type: none"> • 현재 Aberdeen의 CEO인 Martin Gilbert 등 투자자들이 Aberdeen에서 5천만파운드 규모의 투자신탁을 매입하면서 Aberdeen 자산운용 시작
1991	<ul style="list-style-type: none"> • Aberdeen 신탁(Aberdeen Trust PLC)으로 런던증권거래소에 상장 (1997년 Aberdeen 자산운용(Aberdeen Asset Management)으로 사명 변경)
1997	<ul style="list-style-type: none"> • Scottish Provident로부터 Prolific Financial Management를 인수하여 영국 top10 unit trust 운용사에 포함
2000	<ul style="list-style-type: none"> • 글로벌 주식/채권 운용사인 Murray Johnstone(영국)과 호주 국내자산 및 미국 폐쇄형 펀드 운용사인 Equitilink 인수
2002	<ul style="list-style-type: none"> • Barclays Property Investment(영국)와 Celexa 인수 후 Aberdeen Property Investors를 설립, 실물자산으로 투자 대상 확대
2003	<ul style="list-style-type: none"> • 영국 개인투자자를 대상으로 하는 단위형 투자신탁을 New Star에 매각하여 8,750만파운드 규모의 자금을 확보함으로써 Edinburgh Fund Managers 등을 인수
2005	<ul style="list-style-type: none"> • Deutsche Asset Management의 영국 및 미국 기관투자자 사업부 인수
2007	<ul style="list-style-type: none"> • Deutsche Asset Management로부터의 추가 인수를 통해 호주시장에 진출 • Nationwide Financial Services로부터 펀드운용 사업부를 인수하여 미국 자산 확대 • 부동산펀드 수탁고 규모 46억파운드의 DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH 인수
2008	<ul style="list-style-type: none"> • Goodman Property Investors 인수로 영국 내 지위 강화 • 일본 Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporations와의 제휴 발표
2009	<ul style="list-style-type: none"> • 2008년에 시작된 Credit Suisse 자산운용 인수 완료

자료: Aberdeen 웹사이트

〈부록2 표-7〉 Aberdeen 주요 연혁(계속)

연도	내용
2010	<ul style="list-style-type: none"> • 영국 RBS Asset Management와 RBS Asset Management Holdings의 자산 및 계약 인수
2012	<ul style="list-style-type: none"> • FTSE 100에 편입
2013	<ul style="list-style-type: none"> • 최초의 글로벌 브랜드 광고 시작 • SVG Advisers 지분 50.1% 인수 • 5월, 미국 Artio Global Investors Inc를 인수 • 11월, Scottish Widows Investment Partners의 전략적 인수계획 발표
2014	<ul style="list-style-type: none"> • Lloyds Banking Group의 자산운용회사인 Scottish Widows Investment Partnership(SWIP)인수 완료

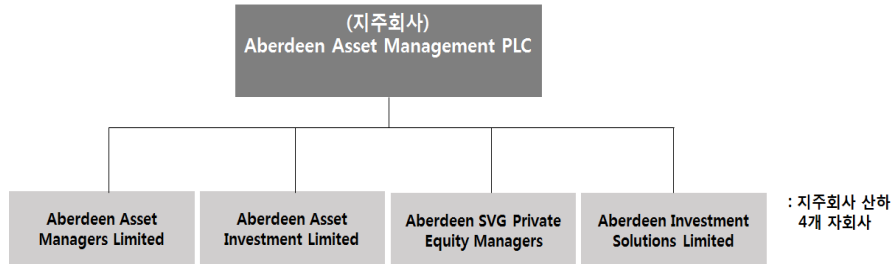
자료: Aberdeen 웹사이트

Aberdeen은 산하 여러 자산운용회사들의 모회사이다. 그룹의 사업은 세계 곳곳에 분포된 여러 자회사에 의해 수행된다. 자회사들 중 다수는 자국인 영국의 규제 하에서 운영되며, 지역별 규제는 영국 내에서 적용하는 원칙과 유사하다. Aberdeen 그룹은 영국 내에 2개의 IFPRU €125k limited licence firms⁹⁾과 2개의 BIPRU €50k limited licence firms¹⁰⁾을 보유하고 있다.

9) 자산운용업 재무건정성에 관한 규제로 사모펀드 운용업자는 진입자본금(€125k)에다 운용규모가 2.5억유로를 초과할 경우, 동 초과분의 0.02%의 자본을 추가로 적립해야 한다(신보성 외(2015)).

10) BIPRU회사란 FSMA의 규제를 적용받는 금융투자회사로 설립 시 기본자본요건(base capital resource requirement)으로 5만유로 이상의 초기자본을 보유하고 승인 후에도 이를 유지해야 한다(김재철 외(2014)).

〈부록2 그림-6〉 Aberdeen의 구조



〈부록2 표-8〉 Aberdeen의 자회사 개요

Group Company	Regulatory Classification
Aberdeen Asset Managers Limited	IFPRU €125k firm / MiFID firm
Aberdeen Asset Investments Limited (과거 Scottish Widows Investment Partnership Limited)	IFPRU €125k firm / MiFID firm
Aberdeen SVG Private Equity Managers Limited	BIPRU €50k firm / MiFID / Full Scope AIFM / Collective Portfolio Management Investment / BIPRU firm
Aberdeen Investment Solutions Limited (과거 Lloyds TSB Investments Limited)	BIPRU €50k firm / MiFID firm

자료: Aberdeen Pillar 3 Market Disclosure Statement(2015)

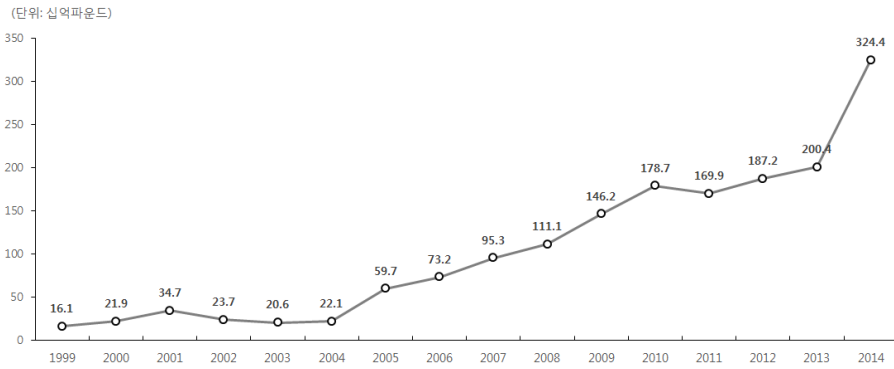
2) 사업모델의 주요 특징

2014년말 기준 Aberdeen의 AUM은 약 3,200억파운드이다. 2011년 유럽 경제위기 당시 채권투자금액이 대거 순유출함에 따라 AUM이 다소 줄어들기는 했지만 2000년 이후 지속적으로 성장하고 있다.

Aberdeen의 성장은 지속적이고 공격적인 인수합병의 결과물이다. Murray Johnstone과 Equitilink 인수 이후 두 회사의 합병을 통해 Aberdeen Property Investors가 설립되었는데, 이로 인해 AUM이 60억 파운드나 증가했다. 본 인수합병과 그로 인한 파급효과로 2000년말 219억파운드였던 Aberdeen의 AUM은 불과 1년만인 2001년말에 347억파운드까지 증가했다. 또한 2005년에 마무리된 Deutsche Asset Management 자산운용부문 인수 시에는 AUM이 300억파운드 가까이 급증했는데, 본 인수를 통해 2004년말 221억파운드였던 AUM이 2005년말에는 597억파운드까지 2배 이상 급증했다. 뿐만 아니라 Aberdeen은 Deutsche Asset Management의 인수를 통해 이 회사가 가지고 있던 자산운용 노하우 및 다양한 사업라인을 확보한다. 이는 이후 Aberdeen의 새로운 사업부문 생성과 이에 따른 수익 창출 및 AUM 증가에 기여하게 된다.

2007년 Deutsche Asset Management의 호주부문 및 Glasgow Investment Manager 인수, 미국 Nationwide Financial Service 인수, 2007년 독일 자산운용회사인 DEGI 및 Goodman Property Investors 인수, 2009년 Credit Suisse의 자산운용부문 인수 역시 Aberdeen의 AUM 증가에 크게 기여하였다. 특히 2014년에 마무리된 Lloyds Banking Group 산하 자산운용회사 SWIP 인수 직후 Aberdeen의 AUM은 전년 대비 62% 급증했다. 이 인수는 동시에 Lloyds Banking Group의 다양한 상품군을 바탕으로 글로벌 시장으로 진출하는데 큰 힘을 실어 줄 것으로 전망된다.

〈부록2 그림-7〉 Aberdeen의 운용자산 추이



자료: Aberdeen 연차보고서

〈부록2 표-9〉 Aberdeen의 주요 인수에 따른 AUM 증가

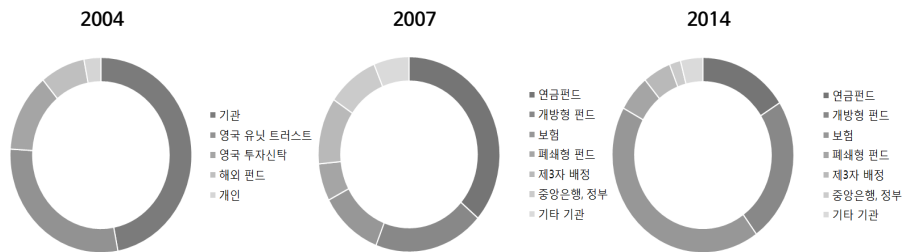
(단위: 억파운드)

연도	인수회사	AUM 증가
2000	<ul style="list-style-type: none"> Murray Johnstone Equitilink 	12
2000	Barclays Property Investment(영국)와 Celexa(스웨덴) 인수 후 Aberdeen Property Investors 설립	60
2003	Edinburgh Fund Managers	14
2005	Deutsche Asset Management 자산운용의 영국과 미국 기관영업	300
2007	<ul style="list-style-type: none"> Deutsche Asset Management 호주, Glasgow Investment Manager Nationwide Financial Service(미국) DEGI(독일) 	50
		35
		58
2008	Goodman Property Investors	70
2009	Credit Suisse 자산운용부문	351
2010	Royal Bank of Scotland Asset Management, Royal Bank of Scotland Asset Management Holdings의 자산 및 계약 인수	135
2014	Lloyds Banking Group의 자산운용회사인 Scottish Widows Investment Partnership 인수	1,349

자료: Aberdeen 연차보고서

Aberdeen의 판매채널은 계속된 인수합병의 결과로 인해 그 구성과 비중이 지속적으로 변화하였다. Aberdeen의 판매채널은 2000년에만 하더라도 기관펀드, 단위형신탁, 투자신탁, 해외펀드, 개인고객으로 구분되었다. 하지만 불과 7년 후인 2007년부터는 판매채널의 구분이 연기금, 개방형펀드, 폐쇄형펀드, 보험회사, 제3자 판매채널, 중앙은행 및 정부, 기타 기관투자자로 변경되었다. Aberdeen의 AUM에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 보험회사, 연기금과 같은 기관투자자 자금으로 2014년말 기준 이들 기관이 Aberdeen의 전체 AUM에서 차지하는 비중은 각각 43%, 16%이다. 특히 보험회사의 비중은 2007년 전체 AUM의 11% 수준에서 2014년말 43% 수준으로 급증하였다. 반면 연기금의 비중은 2007년 전체 AUM의 36% 수준에서 2014년말 16% 수준으로 줄어들었다. 단, 두 판매채널 모두 절대금액은 증가했다.

〈부록2 그림-8〉 Aberdeen 고객군: 유형별

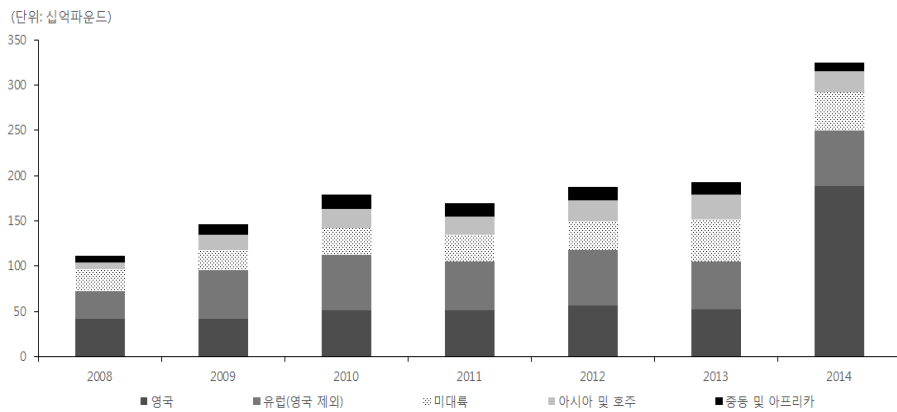


자료: Aberdeen 연차보고서

Aberdeen은 자사의 고객을 지역에 따라 영국, 유럽(영국 제외), 미대륙, 아시아 및 호주, 중동 및 아프리카로 구분한다. 2014년말 기준 전체 AUM의 58%(1,882억파운드)가 영국 투자자들로부터 유입된 것이며, 19%(616억파운드)가 영국을 제외한 유럽시장에서 유입된 자산이다. 전체 AUM의 23%가 영국과 유럽시장 이외의 국가로부터 유입되었으며, 유입

경로는 미대륙(13%, 422억파운드), 아시아 및 호주(7%, 227억파운드), 중동 및 아프리카(3%, 97억파운드) 등이다.

〈부록2 그림-9〉 Aberdeen 고객군: 지역별

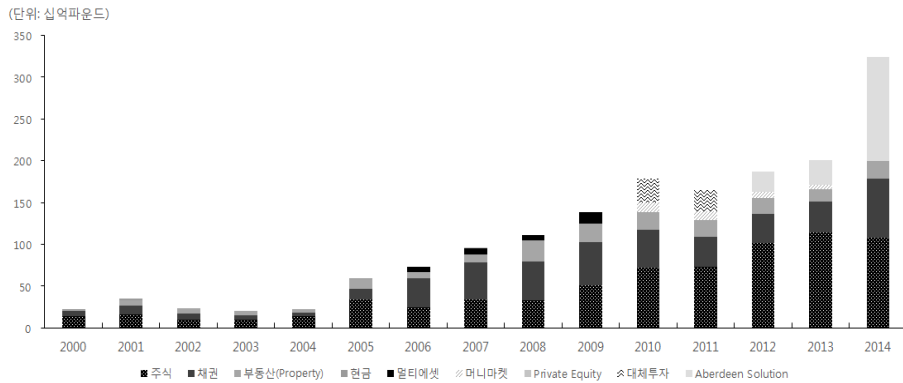


자료: Aberdeen 연차보고서

Aberdeen의 투자자산에는 주식, 채권, 부동산, 현금, 멀티에셋, 머니마켓, PE, 대체투자 등이 포함된다.¹¹⁾ 2012년에 주식, 채권, 머니마켓을 제외한 기타 자산군들을 Aberdeen Solution에 모두 포함시킴으로써 현재 총 4개의 자산군을 운용하고 있다. 2012년 처음 도입된 Aberdeen Solution은 도입초기에 롱-온리(long-only) 멀티매니저, 인덱스주식, 멀티에셋, 재간접 헤지펀드, 재간접 PE와 같이 상품중심으로 구성되어 있었다. 이 상품들은 2014년말에 고객의 수요에 즉시 부합하기 위해 만들어진 투자솔루션을 중심으로 재구성되었다. 그 결과 2014년말 기준 Aberdeen Solution 서비스 가운데 투자솔루션 부분이 가장 높은 비중(71%)을 차지하고 있다.

11) Aberdeen은 회사가 운용하는 모든 자산군들의 분류기준을 때에 따라 변화시켜왔다.

〈부록2 그림-10〉 Aberdeen의 투자자산군



자료: Aberdeen 연차보고서

Aberdeen의 주요 경영지표 중 최근 가장 주목할 만한 부분은 AUM의 급증이다.¹²⁾ 2014년말 AUM은 전년말 대비 62% 급증해 3,244억파운드에 이르렀다. 이는 불과 4년 전이었던 2010년말 대비 거의 두 배 가까이 증가한 규모다. 이러한 급격한 성장세는 2014년에 완결된 SWIP 인수에 따른 결과다.¹³⁾

Aberdeen의 주요 재무비율을 살펴보면, 우선 2014년말 기준 영업이익률이 32%를 기록했다. 이는 주요 상장 자산운용회사들의 2014년 평균 영업이익률인 33%에 근접한 수준이다. 2010년 22% 내외였던 영업이익률은 2012년부터 30%대에 진입하며 꾸준히 증가했다. 2014년 영업이익률은 전년보다는 낮다. 이는 보수율이 높았던 신흥시장에서의 AUM 순유출과 SWIP의 인수비용 반영에 따른 결과다. 그럼에도 불구하고 주요 상장 자산운용회사들의 영업이익률 수준을 유지할 수 있었던 것은 성공적인 인수활동과 경영 효율성 제고에 힘입은 결과로 해석된다.

12) 주요 경영지표는 Aberdeen 그룹 전체의 지표를 의미한다.

13) 다만 2014년 이익은 전년 대비 줄어들었는데, SWIP 인수에 따른 비용이 연말 손익계산서에 반영되었기 때문이다.

〈부록2 표-10〉 Aberdeen의 주요 경영지표

(단위: 백만파운드)

	2010	2011	2012	2013	2014
운용자산 (십억파운드)(a)	178.7	169.9	187.2	200.4	324.4

손익계산서 자료

영업수익(b)	638.2	784.0	869.2	1,078.5	1,117.6
영업이익(c)	137.5	231.5	274.6	396.8	357.9
당기순이익(d)	107.3	183.9	223.6	328.8	307.1
회석된 주당순이익	8.04p	14.06p	17.55p	26.22p	22.79p

재무상태표 자료

자산	3,146.6	2,886.3	4,071.4	4,487.6	5,378.9
부채	1,961.7	1,651.8	2,770.9	2,983.6	3,303.0
자본(e)	1,184.9	1,234.5	1,300.5	1,504.0	2,075.9

주 : 그룹 전체의 경영지표
자료: Aberdeen 연차보고서

〈부록2 표-11〉 Aberdeen 주요 재무비율(2014년)

재무비율 항목	비율
ROE(d/e)	14.79%
영업이익률(c/b)	32.02%
매출액영업이익률(c/a)	11.03bp
자기자본/AUM(e/a)	0.64%

3) 해외확장

2014년말을 기준으로 Aberdeen은 총 13개의 등록 사무소를 보유하고 있으며, 이 중 9개 사무소가 해외에 위치한다. 해외의 등록 사무소는 미국, 브라질, 호주를 제외한 6개 사무소가 아시아 지역에 위치한다. 13개 등록 사무소 모두 독립법인의 형태를 취한다.

우리나라에는 2013년에 대표사무소가 설치되었다. 한국 사무소는 판매 서비스를 제공하지 않으며, 한국시장에 대한 리서치 제공, 잠재적인 사업 기회 검토, 한국 내 기존/잠재고객 응대를 위한 Aberdeen 그룹과의 연락망, Aberdeen 해외 직원의 한국 방문 시 지원업무 등을 담당하고 있다. 이러한 형태의 사무소는 유럽(네덜란드, 벨기에, 헝가리, 덴마크, 스위스, 핀란드, 스페인 등 총 13개국 14개 사무소), 미대륙(캐나다), 아시아 및 호주(서울, 중국, 대만(가오슝), 호주(멜버른))에 다수 위치한다.

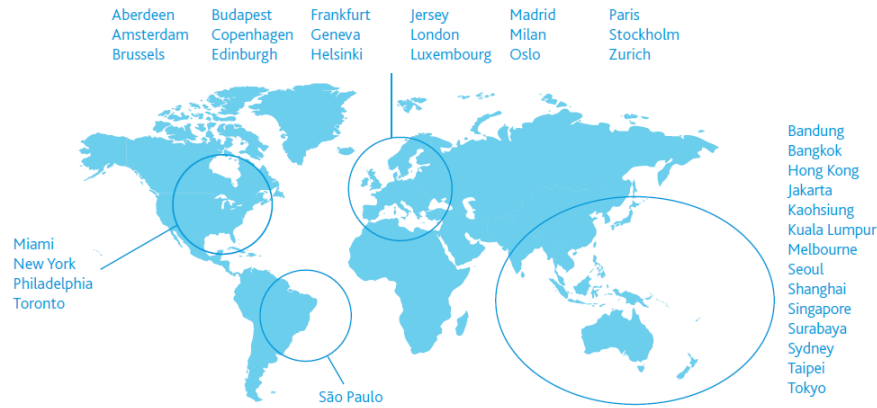
〈부록2 표-12〉 Aberdeen의 등록 사무소

지역	Office
영국	<ul style="list-style-type: none"> • Aberdeen Asset Management PLC • Aberdeen Asset Managers Limited • Aberdeen Asset Management Life and Pensions Limited • Aberdeen Fund Managers Limited
싱가포르	Aberdeen Asset Management Asia Limited
호주	Aberdeen Asset Management Limited
홍콩	Aberdeen International Fund Managers Limited
태국	Aberdeen Asset Management Company Limited
말레이시아	Aberdeen Asset Management Company Limited
대만	Aberdeen International Securities Investment Consulting Company Ltd
일본	Aberdeen Investment Management K.K.
미국	Aberdeen Asset Management Inc.
브라질	Aberdeen do Brasil Gestão de Recursos Ltda

주 : 2014년말 현재

자료: Aberdeen 웹사이트

〈부록2 그림-11〉 Aberdeen의 지역 대표사무소



자료: Aberdeen Group Overview(2015)

Aberdeen의 해외확장 방식은 1) 가파른 성장이 예상되는 지역에 사무소를 개설하는 방식과 2) Aberdeen이 원하는 상품군과 해외 판매망을 갖춘 영국 및 해외 회사를 인수한 후 본격적인 판매를 위해 사무소를 개설하는 방식을 따른다. 1990년대에 있었던 Aberdeen의 빠른 성장은 아시아와 유럽시장의 성장을 예상해 싱가포르와 홍콩에 사무소를 개설하고, 이를 기점으로 아시아 및 유럽 자산을 확보할 수 있었기 때문이었다.

2000년대에 들어서는 해외 판매망을 보유한 다수의 자산운용회사를 인수함으로써 본격적으로 해외시장을 확보하기 시작하였다. 2000년 아시아 및 미국시장에서의 확장을 위한 Murray Johnstone과 Equitilink 인수, 2003년 글로벌 폐쇄형펀드에 강점을 보유하고 있던 Edinburgh Fund Managers 인수, 2005~2007년 Deutsche Asset Management의 영국 및 미국 기관투자자 사업부문 및 호주 부문 인수, 2009년 Credit Suisse 자산운용 인수, 2014년에 Lloyds Banking Group의 SWIP 인수가 모두 글로벌 시장을 겨냥한 인수의 결과들이다. 이러한 인수 이후에는 이들 인수회사들의 상품군과 판매채널을 Aberdeen에 종속시켰으며, 이들 판매

채널을 지역별로 구분한 후 해당 지역의 주요지점에 등록 사무소를 개설하여 원활한 판매 관리가 이루어지도록 하고 있다.

〈부록2 표-13〉 Aberdeen의 인수합병

인수 연도	회사명	국가	특장점
2000	Murray Johnstone	스코틀랜드	글로벌 주식 및 채권
2000	Equitilink	호주	호주 자산 및 미국 폐쇄형 펀드
2000	Barclays Property Investment	영국	실물자산 투자
2000	Celexa	스웨덴	실물자산 투자
2003	Edinburgh Fund Managers	스코틀랜드	글로벌 주식 및 채권
2005	Deutsche Asset Management 독일	독일	영국 및 미국 기관 투자자
2007	Deutsche Asset Management 호주	호주	호주 기관투자자
2007	Glasgow Investment Manager	스코틀랜드	투자신탁
2007	Nationwide Financial Service (펀드사업부)	미국	미국 자산
2007	DEGI	독일	부동산펀드
2008	Goodman Property Investors	영국	실물자산 투자
2009	Credit Suisse 자산운용부문	스위스	글로벌 자산운용
2010	Royal Bank of Scotland Asset Management	영국	글로벌 자산운용
2014	Scottish Widows Investment Partnership	영국	Lloyds Banking Group의 자산운용부문 중 하나

자료: Aberdeen 연차보고서 및 웹사이트

다. Janus Capital Group, Inc.(JCG)

1) 회사 개요

JCG는 1969년 미국 콜로라도주 덴버를 기반으로 설립되었다. 현재는 기관 및 소매 고객들을 대상으로 다양한 자산운용상품을 제공하는 산하 4개의 자회사를 거느린 지주회사이다.

JCG의 역사는 1962년 Kansas City Southern Industries, Inc.(이하 KCSI)가 뮤추얼펀드 운용사인 Television Shares Management를 인수하여 당시 막 태동하던 뮤추얼펀드 산업에 들어서면서부터 시작되었다. 이후 회사명을 Supervised Investors Services로 변경하고 상품의 다양성과 고객의 접근 가능성을 넓힘으로써 크게 성장할 수 있었다. 이 회사는 1970년에 투자 포트폴리오 관리부문의 보강이 필요했던 Kemper Financial Services에게 매각되었다.

KCSI가 금융서비스 산업에 뛰어 들 수 있었던 것은 75년이라는 긴 역사를 지닌 철도회사로서 그들이 보유한 데이터 처리 자원이 효율적인 데이터 보관 및 정보기술 시스템에 대한 니즈가 있었던 자산운용회사들과 맞물렸기 때문이다. 1968년에 KCSI는 Data SysTance(추후 DST Systems, Inc., 이하 DST)를 설립하고 철도회사들을 위해 개발되었던 자사의 데이터 처리 기술을 본격적으로 마케팅하기 시작하였다. DST는 뮤추얼펀드 회사를 위한 업계 최고의 기록 관리 서비스 및 기술 제공자가 되었으며, KCSI 금융 서비스 부문의 중추적 역할을 담당함에 따라 초기 KCSI 금융서비스 부문의 성공을 견인하였다.

1980년대 KCSI의 성장전략은 상품 개발 및 판매, 상품 패키징 기술을 성장시킴으로써 자사의 금융 서비스 부문을 구축하는 것이었다. 이미 업계 최고의 기술관련 자회사 DST를 보유 중이었던 KCSI는 1979년

보험 및 뮤추얼펀드 회사인 Pioneer Western을 인수하여 판매망을 확장하였으며, 1984년 Janus Capital Corporation(이하 Janus)을 1,100만달러에 인수함으로써 창조적인 상품 개발이 가능하게 되었다.

Janus의 역사 역시 1960년대로 거슬러 올라간다. 1969년 월스트리트의 보수성에 반기를 든 창업자 Thomas Bailey는 몇십만달러의 자금으로 콜로라도주 덴버에 Janus를 설립하였다. 창업 초기부터 리서치 집약적인 투자를 진행하였는데, 시장보다는 개별 기업에 초점을 맞추고 자신들이 갖는 리서치 부문의 강점을 활용하여 개별 기업에 적합한 정교한 금융 모델을 개발하였다. KCSI가 Janus를 인수할 당시 Janus는 판에 박히지 않은 투자스타일로 명성을 얻고 있었으며, 기술 관련 회사 분야에 대한 투자에 있어 상당한 성공을 거두고 있었다. KCSI의 Janus 인수 당시 Janus가 자문하던 노로드(no-load) 뮤추얼펀드 자산은 약 4억 7,000만달러에 달했다. KCSI는 Janus 인수 후 Pioneer Western의 판매망과 Janus의 투자전문성을 결합하여 로드펀드(load fund)인 IDEX 시리즈를 시장에 소개하였다. IDEX 시리즈는 거대 판매망과 투자전문성에 힘입어 시장에서 큰 성공을 거두었다.

1990년대 미국 뮤추얼펀드시장이 활황에 들어서자 KCSI는 또 다른 뮤추얼펀드 회사 Berger Associates를 인수하였다. 1997년에 운송회사 KCSI는 자사의 금융부문(DST, Janus, Berger, IDEX)을 분리할 것임을 선언하였다. 분리선언 당시 Janus는 모회사 이윤의 85%를 담당하고 있었으며, 4백만 고객, AUM 1,660억달러의 펀드패밀리를 운용하는 미국 최대 뮤추얼펀드회사였다. 1998년에 KCSI는 자사의 금융부문 분리를 위해 Stilwell Financial이라는 지주회사를 설립하였다. 이 지주회사에 속하는 4개의 자회사는 큰 변화 없이 개별 회사 각각의 운영 방침을 그대로 이어가도록 하였다. 1998년에 KCSI는 자사가 보유한 IDEX의 지분을 매각하고 매각자금으로 퇴직연금 부문에 강점을 갖고 있던 영국 Nelson Money Managers Plc를 인수하여 영국내 판매망을 확보하게 되었다.

2000년, IT 버블이 사라지면서 투자자산의 대부분을 기술주로 운용하던 Janus는 수익성에 큰 타격을 입었다. Janus의 모회사인 Stilwell Financial의 주가는 물론 KCSI의 주가 역시 크게 하락하였다. Enron과 Tyco의 주식 보유량이 많았던 것도 수익성 하락의 큰 원인 중 하나였다. Janus는 2001년부터 직원의 절반을 해고하는 등 자구책을 펼쳤다. 이때부터 Janus는 1985년 이후 지속적으로 관심을 가져오던 기술주를 벗어나 의학, 미디어, 금융서비스 분야로 전문 투자분야를 확대했다.

성장주 위주로 자산을 운용하던 Berger 역시 2000년 발생한 시장 하락으로 인해 큰 타격을 입었다. Berger는 이를 극복하기 위해서 고객기반 확대가 필요함을 인식하고 저소득자를 대상으로 하는 상품을 판매하기 시작하였다. Berger는 어려운 시장 상황 하에서도 지속적인 인수를 통해 사세를 확장하였다. Berger는 1998년에 샌프란시스코의 Bay Isle Financial LLC를 인수한데 이어, 2002년에는 정량분석에 전문화된 Enhanced Investment Technologies Inc.(INTECH)를 인수하였다.

2003년, Stilwell Financial은 Janus와 합병한 후, 모회사보다 명성이 앞서는 Janus Capital Group(JCG)이라는 사명으로 새롭게 탄생하였다. 2014년말 현재 JCG는 Janus Capital Management LLC, INTECH Investment Management LLC(INTECH), Perkins Investment Management LLC, VelocityShares LLC 등 총 4개의 자회사로 재편되어 사업을 영위하고 있다.¹⁴⁾ 2014년 9월, JCG는 Pimco의 공동창업자 Bill Gross를 영입하였다. Bill Gross는 1971년 Pimco를 공동 창업한 이래 43년간 Pimco를 이끌어왔으며, Pimco의 대표 펀드 토탈리턴펀드(Total return fund)의 운용을 맡아 2천 200억달러 규모의 자금을 운용하였다.

14) JCG는 합병 후 설립 당시(2003년) 보유하던 DST지분을 DST 자회사(현 DST의 output solutions 부문)에 전량 매각하였다. DST 지분을 인수한 자회사는 이후 JCG Partners로 사명을 변경하였다. JCG Partners는 현재 상업인쇄물 및 그래픽 디자인 사업을 영위하고 있다.

〈부록2 표-14〉 JCG 주요 연혁

연도	내용
1962	• Kansas City Southern Industries(KCSI), Television Shares Management 인수
1968	• KCSI, Data SysTac(향후 DST System, Inc.) 설립
1969	• Thomas Bailey, Janus Capital Corporation 설립
1974	• Bill Berger, Berger Financial Group LLC. 설립
1979	• KCSI, Pioneer Western 인수
1984	• KCSI, Janus Capital Corporation과 Janus Management Corporation 주식의 2/3 매입
1994	• Berger, KCSI에 Berger Financial Group 매각
1998	• KCSI, Stilwell Financial Inc. 이름으로 금융지주회사 설립
2000	• KCSI, Stilwell 분사 완결
2001	• Stilwell, Janus 소유로 Bailey의 지분 매입
2002	• 정량분석 분야에 강점을 갖는 INTECH 인수 시작
2003	• Stilwell과 Janus를 합병하고, Janus Capital Group Inc.이라는 지주회사 형태의 새로운 회사로 재탄생
2008	• Small, mid cap 분야에 강점을 가지는 Perkins 지분 인수
2014	• 세계 최대규모의 채권펀드를 운용하던 Bill Gross 영입 • VelocityShares 인수로 상장지수펀드(ETF) 시장 진출

자료: JCG 웹사이트 및 관련 기사 정리

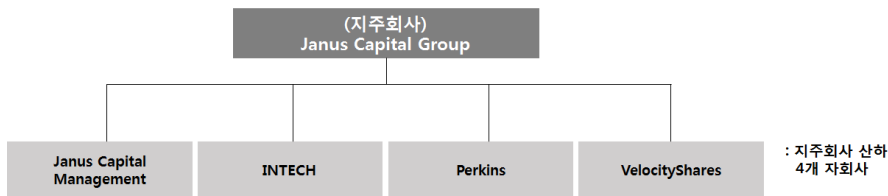
〈부록2 표-15〉 JCG의 인수합병

회사명	회사유형	인수선언	인수완료
Bay Isle Financial Corp.	자산운용회사	2001.12.19	2001.12.31
Enhanced Investment Technologies Inc.	자산운용회사	2002.01.16	2002.02.28
Perkins, Wolf, McDonnell and Company, LLC	자산운용회사	2008.07.07	2008.12.31
Perkins Investment Management LLC	자산운용회사	2014.02.03	2014.02.03
VS Holdings Inc.	기관 브로커-딜러	2014.10.13	2014.11.28
Kapstream Capital Pty Ltd	자산운용회사	2015.07.01	2015.07.01

자료: JCG 웹사이트

전술한 바와 같이 현재 JCG는 지주회사로 리서치 기반 투자에 강점을 가지는 Janus Capital Management LLC, 정량분석 기반 투자에 강점을 갖는 INTECH, 중소형 주식(small, mid cap) 투자 전문 Perkins, ETF 플랫폼인 VelocityShares 등으로 구성된다. Janus Capital Management LLC를 제외한 모든 회사가 지분인수 방식을 통해 지주회사인 JCG 산하 그룹에 편입되었다.

〈부록2 그림-12〉 JCG의 구성

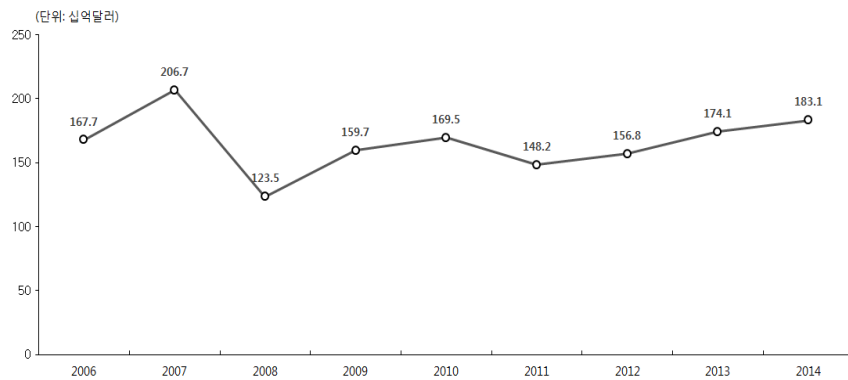


자료: JCG 웹사이트

2) 사업모델의 주요 특징

2014년말 기준 JCG의 AUM은 약 1,831억달러다. 2007년에 2,067억달러였던 JCG의 AUM은 2008년 금융위기와 2011년 유럽 경제위기의 여파로 큰 폭으로 줄어들었으며, 그 충격이 아직 완벽하게 해소되지 않고 있다. 과거에 JCG가 성장한 것은 리서치의 강점을 기반으로 시장이 아닌 기업의 본질을 파악하여 이에 초점을 두고 투자전략을 이끌었기 때문인 것으로 평가된다. 특히 기술주 중심의 투자가 성공을 거두면서 1999년과 2000년에는 미국 뮤추얼펀드시장에서 최대의 판매를 기록한 자산운용회사 중 하나였다. 그러나 2000년대 들어 IT버블이 사라지면서 당시의 영광을 재연하지는 못하고 있다.

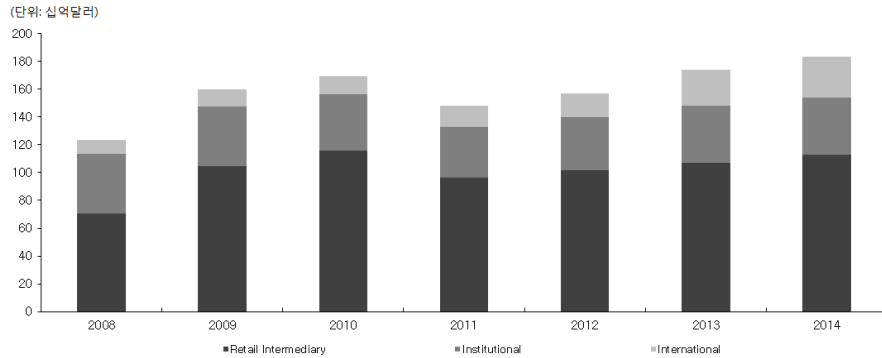
〈부록2 그림-14〉 JCG의 운용자산 추이



자료: JCG 연차보고서

JCG의 판매채널은 소매투자자, 기관투자자, 해외투자자로 구분된다. 소매투자자와의 접촉은 직접적인 방식이 아닌 소매 중간판매자를 통해 이루어진다. 2014년말 현재 전체 AUM 중 61%가 소매 중간판매자, 23%가 미국 기관투자자, 16%가 해외투자자 자금으로 구성된다.

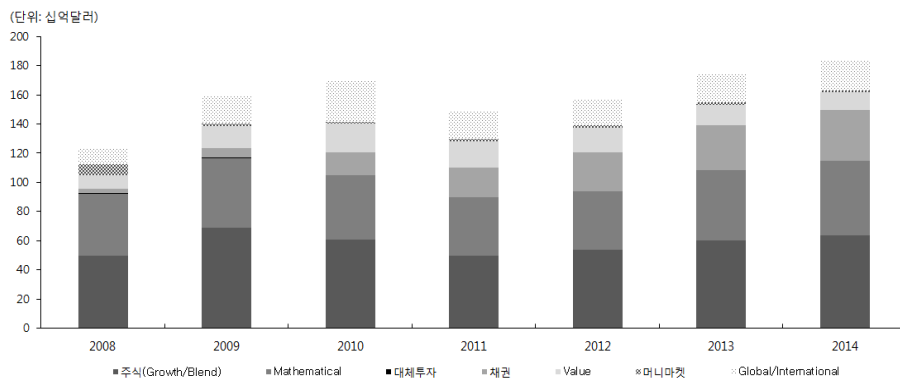
〈부록2 그림-15〉 JCG의 고객군



자료: JCG 연차보고서

JCG의 투자자산은 주식, 금융공학, 채권, 가치주식, MMF, 해외자산 등으로 구분된다. 2014년말 전체 운용자산의 대부분은 주식, 금융공학, 채권으로 운용되는 데 그 비중은 각각 35%, 25%, 19%이다. 특히 2010년을 기점으로 채권투자 금액이 급증하는데, 이는 세계경제 불안의 여파로 안전자산에 대한 투자자 선호가 급증한 것에 기인한 것으로 풀이된다.

〈부록2 그림-16〉 JCG의 투자자산군



자료: JCG 연차보고서

〈부록2 표-16〉 JCG의 주요 경영지표

(단위: 백만달러)

	2010	2011	2012	2013	2014
운용자산 (십억달러)(a)	169.5	148.2	156.8	174.1	183.1

손익계산서 자료

영업수익(b)	1,015.7	981.9	850.0	873.9	953.2
영업이익(c)	281.6	311.8	214.5	239.1	289.7
당기순이익(d)	168.6	153.4	111.9	122.2	155.4
회석된 주당순이익(달러)	0.88	0.78	0.55	0.62	0.81

대차대조표 자료

자산	2,726.8	2,644.0	2,660.4	2,747.3	2,793.2
부채	-	-	-	1,229.5	1,199.7
자본(e)	-	-	-	1,510.5	1,588.1

자료: JCG 연차보고서

〈부록2 표-17〉 JCG 주요 재무비율(2014년)

재무비율 항목	비율
ROE(d/e)	9.79%
영업이익률(c/b)	30.39%
매출액영업이익률(c/a)	15.82bp
자기자본/AUM(e/a)	0.87%

최근 JCG의 주요 경영지표를 살펴보자. 2014년말 AUM은 전년말 대비 92억달러(5.3%) 증가한 1,831억달러이다. 2014년말 영업수익은 9억 5,320만달러로 전년말 대비 9.1% 상승하였다. 이러한 영업수익의 증가는 AUM 증가 및 성과보수 증대에 기인한다.

2014년말 JCG의 주요 재무비율 중 영업이익률은 영업비용의 절감효과에 힘입어 30%를 기록하였다. 2014년에 영업이익률이 크게 개선되기는 했지만, 여전히 주요 상장 자산운용회사들의 평균 영업이익률 수준을 넘어서지는 못하고 있다. 이러한 결과가 나타난 것은 시장에 악재가 많은 상황에서도 광고비를 증가시키는 등 공격적인 마케팅을 추구함에 따라 영업비용이 증가했기 때문이다.

3) 해외확장

JCG는 해외시장으로의 진출을 위해 자사의 관심지역 및 글로벌 금융중심지에 현지 사무소를 두고 있다. 2014년말을 기준으로 JCG의 전세계 사무소는 총 19개이며, 지역별로는 미국 7개, 유럽 6개, 아시아·태평양 5개, 중동 1개 등이다. 구체적인 사무소 형태(법인 여부)는 파악되지 않는다. JCG의 해외확장은 해외 주요 금융중심지에 사무소를 설치하는 방식으로 진행되었다. 대부분의 사무소는 특별한 인수합병 없이 JCG 독자 진출 방식인 것으로 파악된다.

JCG의 전체 AUM 중 해외로부터의 유입액은 미국 금융위기의 여파에 따른 AUM 감소와 이에 따른 성장동력 추락에도 불구하고 절대금액 측면에서는 꾸준히 늘어났다. 2008년 전체 AUM의 8%, 98억달러 수준이었던 해외부문 AUM은 2010년 전체 AUM의 10% 수준으로 상승하였으며, 이후 거듭된 증가로 2014년말에는 전체 AUM의 16%, 289억달러까지 성장하였다.

〈부록2 표-18〉 JCG의 현지 사무소

지역	Office
미국	<ul style="list-style-type: none"> • 콜로라도, 덴버(headquarters) • 일리노이, 시카고 • 코네티컷, 대리엔 • 캘리포니아, 뉴포트 비치 • 뉴저지, 프린스턴 • 캘리포니아, 샌프란시스코 • 플로리다, 웨스트팜비치
유럽	<ul style="list-style-type: none"> • 독일, 프랑크푸르트 • 영국, 런던 • 이탈리아, 밀라노 • 프랑스, 파리 • 네덜란드, 헤이그 • 스위스, 취리히
아시아 -태평양	<ul style="list-style-type: none"> • 홍콩 • 호주, 멜버른 • 싱가포르 • 대만, 타이베이 • 일본, 도쿄
중동	<ul style="list-style-type: none"> • 아랍에미레이트, 두바이

주 : 2014년말 현재
 자료: JCG 웹사이트

〈부록2 표-19〉 JCG의 해외부문 AUM 추이

(단위: 십억달러, %)

연도	전체 AUM	해외부문 AUM	비중
2008	123.5	9.8	8
2009	159.7	12.3	8
2010	169.5	13.3	8
2011	148.2	15.3	10
2012	156.8	16.7	11
2013	174.1	23.8	14
2014	183.1	28.9	16

자료: JCG 연차보고서

라. Neuberger Berman Group LLC(NB Group)

1) 회사 개요

미국의 자산운용회사인 NB Group은 1939년 부유층 고객들의 자산관리 및 운용을 전문으로 하는 투자자문업체 Neuberger & Berman으로 출발하였다.¹⁵⁾

Neuberger & Berman의 역사는 곧 자산운용산업 전체의 성장을 보여준다. 이 회사는 일임계좌(separate account)에서의 성공을 바탕으로 1950년 미국 뮤추얼펀드시장 최초의 노로드(no-load) 펀드인 Guardian Fund를 출범시켰다. 1960년대에는 연금 및 기관자산 운용까지 사업영역을 확대하였으며, 1979년에는 CNA Financial로부터 Manhattan Fund를 인수하였다. 미국 뮤추얼펀드시장의 활황에 힘입어 1980년대 중반 당시 Neuberger & Berman의 운용자산은 10억달러에 도달했으며, 1990년대에는 240억달러 수준의 운용자산을 보유하게 되었다.

1990년대말, Neuberger & Berman은 59명의 파트너, 560억달러 수준의 운용자산을 보유할 정도로 성장하였으며, 다른 자산운용회사 인수에 필요한 자금을 마련하기 위해 본격적으로 주식공개를 고민하기에 이르렀다. 당시 Neuberger & Berman은 48년간 이어오던 AUM 90억달러 수준의 Guardian Fund, AUM 70억달러 수준의 Partners Fund, AUM 25억달러 수준의 중소기업 투자전문 Genesis Fund, 성장주에 주로 투자하는 Millennium Fund 등을 주력으로 하는 회사였다. Neuberger & Berman은 1999년까지 1개의 해외펀드, 3개의 채권펀드, 5개의 가치주 펀드를 운용하고 있었다.

15) 이 회사는 현재 비상장회사이다.

회사 설립 후 60년간 비상장 개인회사 형태를 유지해오던 Neuberger & Berman은 1999년에 자사주식의 15%를 주당 32달러에 유통하는 IPO를 단행해 뉴욕증권거래소에 상장시켰다. 그러나 불과 1개월 후, 자사의 주가가 하락하자 주식 재매입을 선언하였으며, 이와 함께 회사명을 Neuberger Berman Inc.로 바꾸었다. 또한 Travelers Group Inc.로부터 Jeffrey B. Lane을 영입한 Neuberger Berman Inc.는 1990년대 주식시장의 버블이 사라지면서 주식에 대한 투자자들의 선호가 줄어들기 시작하자 주식 위주의 운용에서 부동산(REITs) 및 채권까지 운용영역을 확대하였다. 또한 이 회사는 시카고의 Fasciano Fund, 고액자산가 고객군에 강점을 가지고 있던 뉴욕의 Executive Monetary Management, Oscar Capital Management, Delta Capital Management의 개인자산관리 부문 등 다수의 회사를 성공적으로 인수했다.

2001년, Neuberger Berman Inc.는 신탁은행 자격을 획득하고 시애틀과 로스앤젤레스에 Neuberger Berman National Trust Co.를 개설하였다. 신탁은행은 이 회사가 보다 포괄적인 자산관리 서비스를 제공할 수 있는 기반을 마련해 주었다. 2003년, Neuberger Berman Inc.는 Lehman Brothers와의 합병을 발표하고 이 회사의 자산운용부문에 편입되었다. 같은 해 Lehman Brothers는 채권운용사인 Lincoln Capital Fixed Income Management와 PE 매니저인 Crossroads Group 등을 인수하였다. Neuberger Berman Inc.는 Lehman Brothers의 자산운용부문에 속해 있는 동안에도 Sloate, Weisman, Murray and Company, H.A Schupf & Co., 그리고 David J. Green & Co., LLC 등을 인수하며 꾸준히 성장하였다. 2008년 9월, Lehman Brothers가 파산을 선언하면서 자사의 자산운용부문인 Neuberger Berman Inc.를 사모투자전문회사인 Bain Capital Partners 및 Hellman & Friedman에 매각하기로 결정하였으나 성사되지 않았다. 2009년 5월, Neuberger Berman Inc.는 Bain Capital Partners와 Hellman & Friedman을 상대로 한 Lehman Brothers 자산운용부문 경쟁

입찰에 승리하면서 독립적인 회사로 재출범하였다. 새로운 회사는 Lehman Brothers의 자산운용부문이었던 Neuberger Berman Inc., Lincoln Capital, Crossroads 등이 포함되며, Neuberger Berman Group LLC.(NB Group)라는 사명을 갖게 되었다.

2014년말, NB Group은 2008년 Lehman Brothers에서 독립할 당시부터 꾸준히 진행해오던 지분매입을 종결하고 종업원 465명이 소유하는 100% 종업원소유회사로 전환하였다. 참고로 2009년 Lehman Brothers로부터 독립하던 당시에는 전체 주식의 51%를 종업원 220명이 소유하는 부분적인 종업원소유회사였다.

100% 종업원소유회사로 전환함으로써 Lehman Brothers의 잔상을 모두 털어낸 NB Group은 2015년 6월에 Bank of America의 대체투자부분인 Merrill Lynch Alternative Investments LLC(이하 Merrill Lynch) 인수를 발표한다. 본 인수합병으로 NB Group은 Merrill Lynch의 재간접 PEF를 운용하게 되었으며, Merrill Lynch의 대체투자 운용 능력과 폭넓은 고객층을 확보할 수 있게 되었다.

NB Group은 산하에 투자은행 자회사 Neuberger Berman Holdings LLC, Neuberger Berman AA LLC, 대체투자 부문 자회사 Neuberger Berman Alternative Advisers LLC, 자산운용 자회사 Neuberger Berman Management Inc., 신탁부문 자회사 Neuberger Berman Trust Company N.A., Neuberger Berman Trust Company of Delaware 등을 보유하고 있다. 또한 각각의 자회사는 산하에 업무 수행에 필요한 다수의 자회사를 보유한 것으로 알려진다.¹⁶⁾

16) NB Group은 비상장 회사인 관계로 자회사 현황에 대한 구체적인 보고서를 공시하지 않았다. 상기한 5개 자회사 외에 다른 자회사가 존재할 수 있음을 밝혀둔다.

〈부록2 표-20〉 NB Group 주요 연혁

연도	내용
1939	• Roy R. Neuberger와 Robert Berman에 의해 설립
1950	• 최초 no load 펀드 런칭
1955	• Energy Mutual Fund 런칭(현 Neuberger Focus Fund)
1994	• 신탁회사(trust company) 설립
1999	• Neuberger Berman Inc. IPO
2003	• Lincoln capital(채권), Crossroads(private investment portfolios)와 함께 Lehman Brothers의 자산운용부문에 편입
2005	• 런던 사무소 개설
2006	• UCITS Fund 플랫폼 개발
2007	• 최초 European listed fund 런칭
2008	• 싱가포르, 도쿄, 상해, 홍콩 사무소 개설
2009	• Lehman Brothers로부터 독립
2010 ~2013	• 멜버른, 프랑크푸르트, 서울, 부에노스아이레스, 밀라노, 토론토, 타이베이, 두바이, 헤이그에 사무소 개설
2011 ~2012	• single and multi 매니저 대체투자 펀드 런칭
2013	• 이머징시장 debt 팀 합류
2014	• 100% 종업원소유회사로 전환
2015	• Merrill Lynch Alternative Investments LLC 인수

자료: NB Group 웹사이트

〈부록2 표-21〉 NB Group의 인수합병

연도	회사명	특징 및 강점
1976	• Manhattan Fund	• 최초 합병
2000	• Fasciano Fund	• HNW
2000	• Executive Monetary Management	• HNW
2000	• Delta Capital Management의 private asset management 부문	• private asset management
2001	• Oscar Capital Management	• HNW
2002	• LibertyView Capital Management	• 대체투자
2005	• Sloate, Weisman, Murray and Company	• HNW
2014	• Orchard Square Partners	• 글로벌 long/short 신용투자
2015	• Merrill Lynch Alternative Investments LLC	• Bank of America의 대체투자 부문

2) 사업모델의 주요 특징

2014년말 기준 NB Group의 AUM은 2,510억달러이다. Lehman Brothers로부터 독립하던 2009년 12월 당시 AUM은 1,730억달러였다. NB Group의 판매채널은 소매투자자, 기관투자자, 고액자산가로 구분된다. 소매투자자와의 접촉은 직접적인 방식이 아닌 소매 중간판매자를 통해 이루어진다. 2014년말 전체 AUM의 58%가 기관투자자, 23%가 소매 중간판매자, 19%가 고액자산가 자금으로 구성된다. NB Group의 투자자산은 주식, 채권, 대체투자로 구분된다. 2014년말 전체 AUM은 주식 47%, 채권 41%, 대체투자 12%로 구성된다. 2009년 독립 당시보다 채권의 투자 비중이 줄고 대체투자의 비중이 증가하였다. 주식부문에 강점을 갖는 회사의 투자역량을 보여주듯이 안전자산에 대한 투자자들의 선호가 증가함에도 불구하고 전체 AUM에서 주식투자가 차지하는 비중은 독립 전과 마찬가지로 47%를 유지하고 있다. 지역별로는 전체 AUM의 75%가 미국 내 자금, 25%가 해외 자금으로 구성된다.

〈부록2 표-22〉 NB Group의 투자자산, 고객, 지역별 AUM 구성

(단위: 십억달러, %)

	2014년말	(비중)	2009년말	(비중)
투자자산				
Equity	118	(47)	81	(47)
Fixed Income	103	(41)	78	(45)
Alternatives	29	(12)	14	(8)
Total	250	(100)	173	(100)
고객				
HNW	48	(19)	32	(18)
Institutional	144	(58)	112	(65)
Intermediary	58	(23)	29	(17)
Total	250	(100)	173	(100)
지역				
U.S.	188	(75)	142	(82)
International	62	(25)	31	(18)
Total	250	(100)	173	(100)

자료: NB Group 연차보고서

NB Group이 오랫동안 기관투자자와 고객자산가의 자금을 안정적으로 유치해왔던 것은 주식 및 채권, 그리고 PEF를 중심으로 한 대체투자 영역에서의 우수한 운용성과를 들 수 있겠다.¹⁷⁾ 그리고 이러한 운용성과의 배경에는 안정적인 고용에 바탕을 둔 우수한 운용인력의 유지가 크게 작용한 것으로 보인다.¹⁸⁾

17) NB Group의 2014년 연차보고서에 따르면 주식부문 AUM의 80%, 채권부문 AUM의 77%, PEF AUM의 79%에 이르는 운용자산의 수익률이 최근 10년간(PEF는 2002년에서 2012년까지) 벤치마크 수익률을 상회했다.

18) 2014년 연차보고서에 따르면 2009년 이후 임직원의 연평균 이직률이 전체의 3%(유지율 97%)에 불과하며 매니저의 평균 업계경력이 28년에 이른다.

〈부록2 표-23〉 NB Group의 요약 재무상태표(2014년)

(단위: 백만달러)

구분	금액
Cash and cash equivalents	473
Investments	412
Receivable	223
Goodwill and other intangibles	595
Other assets	128
Total assets	1,831
Senior note payable	800
Accrued comp. and benefits	393
Payables and other liabilities	269
Total liability	1,462
Common equity	369
Total liabilities and equity	1,831

자료: NB Group 연차보고서

3) 해외 확장

NB Group의 해외확장은 사무소 개설에 의한 방식으로 이루어졌다. 해외 자산운용회사의 인수는 거의 없는 것으로 확인된다.¹⁹⁾ 2005년 Lehman Brothers의 자산운용부문에 속했던 당시 런던 사무소를 개설하였으며, 2008년에는 싱가포르, 도쿄, 상해, 홍콩 등 아시아 지역에 중점적으로 사무소를 개설하였다. 2009년 Lehman Brothers로부터의 독립 이후에는 호주(멜버른), 독일(프랑크푸르트), 한국(서울), 아르헨티나(부에노스아이레스), 이탈리아(밀라노), 캐나다(토론토), 대만(타이베이), 아랍에미리트(두바이), 네덜란드(헤이그) 등 전세계 여러 지역에 사무소를 개설하였다.

19) NB Group은 비상장회사여서 자료공개가 극히 제한적이다. 이에 따라 정확한 정보 파악에는 한계가 있었다.

2014년말 기준 18개국에 32개의 사무소를 운영 중이다. 특징적으로 포트폴리오 운영 센터를 구분하여 운영하고 있다.²⁰⁾

〈부록2 표-24〉 NB Group의 현지 사무소

지역	Office
미국	<ul style="list-style-type: none"> • 뉴욕, 뉴욕(headquarters) • 조지아, 애틀랜타(portfolio management center) • 일리노이, 시카고(portfolio management center) • 텍사스, 달러스(portfolio management center) • 매사추세츠, 보스턴 • 텍사스, 휴스턴 • 캘리포니아, 로스엔젤레스 • 플로리다, 팜비치 • 피스카타웨이, 뉴저지 • 샌프란시스코, 캘리포니아 • 탬파, 캘리포니아 • 토트와, 뉴저지 • 윌밍턴, 델라웨어
유럽	<ul style="list-style-type: none"> • 영국, 런던(regional headquarters) • 네덜란드, 헤이그(portfolio management center) • 독일, 프랑크푸르트 • 이탈리아, 밀라노 • 프랑스, 파리 • 스위스, 취리히
아시아·태평양	<ul style="list-style-type: none"> • 일본, 도쿄(regional headquarters) • 홍콩(regional headquarters) • 싱가포르(portfolio management center) • 호주, 멜버른 • 한국, 서울 • 상해, 중국 • 대만, 타이베이
북미, 남미	<ul style="list-style-type: none"> • 콜롬비아, 보고타 • 아르헨티나, 부에노스아이레스 • 캐나다, 토론토
중동	<ul style="list-style-type: none"> • 아랍에미리트, 두바이

자료: NB Group 웹사이트

20) 한국에는 2014년 10월에 삼성증권과 양해각서(MOU)를 체결하면서 사업영역 확장을 모색 중이다. 한국 사무소는 독립법인이나 지점이 아닌 대표사무소 개념으로 공식적인 영업은 불가능하다.