

이슈보고서 23-27

ISSUE
REPORT

자산운용업 경쟁력 강화 시리즈 3

규제완화 이후 사모펀드운용업: 진단과 과제

송홍선

규제완화 이후 사모펀드운용업: 진단과 과제

저자 송홍선*

2015년 규제완화 이후 사모펀드시장은 신규 진입이 증가하고 혁신 경쟁이 촉진되며 공모펀드가 제공하지 못하는 다양한 투자대상과 전략으로 투자기회가 확대되는 가운데 수요기반도 확대되었다. 그러나 시장 성장보다 빠른 신규 진입 속도로 인해 평균 고객기반이 약화되고 수익성이 악화되면서 대규모 환매중단이란 깊은 불균형을 경험했다. 펀드보수(매출)로 판관비조차 커버하지 못하는 회사가 2/3를 넘으며 불건전영업과 규제회피 등 전반적인 위험추구가 강화된 결과이다. 경쟁 심화와 고객기반 약화에 따른 구조적 수익성 부진을 극복할 수 있는 시장구조적 접근이 필요한 시점이다.

경쟁정책은 자유로운 진입에서 건전한 진입으로 전환할 필요가 있다. 혁신 경쟁 지속을 위해 등록제는 유지하되, 자본요건(경제적 허들)을 높여 무분별한 진입을 시장규율하고, 투자자보호를 강화해야 한다. 퇴출정책도 미국 등 선진국 수준으로 강화하여 경쟁의 질을 유지할 필요가 있다.

성장정책은 고객기반강화와 모험자본 공급확대가 중요하다. 성장한계가 뚜렷한 개인에서 기관투자자로 고객기반을 확대할 필요가 있다. 이를 위해서는 기관투자자가 수탁자책임원리에 맞게 루키리그를 활성화할 수 있도록 사모운용사 등록정책과 자산운용분야 성장경로정책을 직접 연계하는 방안을 고려할 수 있다. 자문, 일임 등으로 투자경험과 실적을 갖춘 신규 사모운용사의 등록을 우대하여 기관투자자의 루키리그 활성화를 유도할 수 있다.

모험자본 공급은 부동산, 인프라 비중을 줄이고 벤처, 비상장, 메자닌, 신성장, 구조조정 등 기업 부문으로 집중되어야 한다. 실물경제의 혁신과 활력의 관점에서 기업부문에 대한 사모펀드 투자의 세제 재정지원을 강화하고, 규제 일원화에 대응하여 헤지펀드의 PEF 진출 인센티브를 강화할 필요가 있다.

투자자정책은 선진국 대비 개인 비중이 낮으므로 개인투자자 확대정책이 바람직하다. 개인 전문투자자에 한해 IRA 연금으로 사모펀드 등에 직접투자를 자유롭게 허용하는 미국 사례를 전문투자자 활성화 대책에 참고하고, BDC 도입에 맞추어 투자자보호를 전제로 사적연금 디폴트옵션 등을 통해 사모펀드에 간접투자하는 방안을 검토할 필요가 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

펀드 · 연금실 선임연구위원 송홍선 (dna0214@kcmi.re.kr)

** 발행: 2023년 12월 4일

1. 서론

본 보고서는 2015년 규제완화 이후 사모펀드운용업⁰¹의 상태를 진단하고 평가하는데 목적이 있다. 규제완화의 양적 성장 효과는 지표상 명확하다. 사모펀드만 운용할 수 있는 일반사모운용회사는 2015년말 20개에서 2023년 3월 369개로 연평균 50개의 폭발적인 신규 진입이 있었으며, 운용자산(AUM)도 동 기간 199조원에서 581조원으로 2.9배 성장했다. 신규 공모운용회사가 동 기간 누적 8개, 운용자산이 1.5배 늘어난 것과 비교된다. AUM기준으로 사모펀드가 공모펀드를 추월한 시점도 일반사모운용사가 70개 늘어난 2016년이었다(<표 1-1> 참조).

그러나 2019년 사모펀드 사태는 2015년 규제완화의 ‘질적’ 한계를 드러냈다. 규제차익 행태와 불건전 영업에 따른 대규모 환매중단 사태는 투자자보호 없는 혁신 경쟁은 지속가능성이 담보되지 않음을 확인시켜 주었다. 혁신과 투자자보호의 균형을 강조하는 2021년 사모펀드 제도 개편은 이런 점에서 생태계의 건전성과 건강성을 위한 조치로 평가된다. 그럼에도 제도 개편 이후 2년이 지난 현재까지 시장은 정상화되지 못하고 있다. 시장생태계와 규제규율 간의 또 다른 불균형 가능성이 내재해 있는지 면밀한 진단이 필요한 시점이다.

실제 사모펀드시장은 규제의 완화와 강화가 거듭되며 시장구조, 혁신성, 수익성, 투자자 편익 등에서 질적인 변화가 감지되고 있다. 이에 본 보고서는 규제완화 이후 사모펀드시장의 상태를 질적인 관점에서 진단한다. 규제 완화로 시장구조가 어떻게 변화했는지, 혁신 경쟁의 상태는 어떠한지, 모험자본이 공급되고 있는지, 경쟁의 편익이 투자자에게 돌아가고 있는지 살펴본다. 아울러, 혁신경쟁의 주체이자 대규모로 신규 진입한 사모운용사들이 혁신을 지속할 수 있는 고객기반과 수익모델이 만들어지고 있는지 살펴본다. 이를 통해 사모펀드시장이 지속가능 성장을 위해 개선이 요구되는 과제를 경쟁정책, 성장정책, 투자자정책 측면에서 검토한다.

01 펀드운용업자는 법률적으로 집합투자업자라고 하며, 크게 공모펀드와 사모펀드를 함께 영업할 수 있는 (공모)집합투자업자와 사모펀드만 영업할 수 있는 일반 사모집합투자업자로 구분할 수 있다. 일반사모집합투자업자를 통상 일반 사모운용사라고 명명한다. 2021년 제도 개선 이전에는 전문사모운용사라고 불렀다. 본 보고서에서 경제적 실질이 사실상 동일한 일반사모운용사와 전문사모운용사를 구별하지 않고 일반사모운용사로 통칭한다. 아울러, PEF를 운영하는 기관전용 GP(2021년 제도 개선 이전의 경영참여형 사모전문운용사)와 이들이 운영하는 기관전용 사모펀드는 엄밀하게는 자산운용업의 생태계 바깥에 위치하기 때문에 창투사를 본 보고서 분석에서 제외하듯이 본 보고서의 분석에서 제외한다.

<표 I-1> 2015년 규제완화 이후 자산운용시장 추이

(단위: 개, 조원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023.3
자산운용회사	93	165	215	243	292	326	348	437	464
(공모운용회사)	73	75	75	74	75	75	76	81	81
(사모운용회사) ¹⁾	20	90	140	168	217	251	272	356	369
공모 순자산	213	212	217	213	242	274	312	283	327
사모 순자산 ²⁾	199	253	291	333	419	445	519	569	581

주 :1) 사모펀드만 운영하는 일반사모운용회사

2) 공모운용회사가 운영하는 사모펀드와 일반사모운용회사가 운영하는 사모펀드의 합계임

3) 자산운용회사 수는 인가 혹은 등록 시점 기준임

자료: 금융위원회, 금융투자협회

II. 규제완화 이후 시장구조의 변화

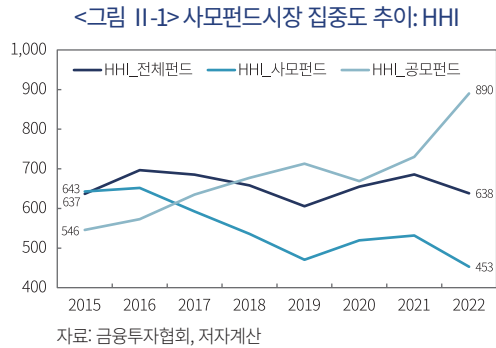
2015년 규제완화는 모험자본 활성화를 위해 사모펀드의 진입규제, 운용규제, 고객기반 등 제도 전반의 틀을 바꾸는 제도 개편으로 평가된다. 특히, 진입정책과 관련하여 인가제를 등록제로 전환함으로써 사모펀드시장은 자유로운 진입이 가능해졌다. 여기에서는 규제완화 이후 사모펀드시장의 경쟁구조가 어떻게 변화하였는지 시장집중도와 시장점유율 지표를 통해 살펴본다.

1. 시장집중도

<그림 II-1>은 사모펀드시장의 집중도를 나타내는 허핀달허쉬만지수(HHI)를 사모운용회사별 순자산을 기준으로 계산한 것이다. 2015년말 637에서 2022년 453으로 지속적으로 하락하는 모습을 확인할 수 있다. 시장점유율 상위 k사의 합계점유율(CR_k) 흐름도 HHI와 다르지 않다. CR3가 2015년 34%에서 2018년 30%로 하락하였고 2022년에는 27%로 더욱 하락하는 모습이다. 시장점유율 상위 사모운용사의 점유율이 하락하며 시장구조는 좀 더 경쟁적으로 변화하고 있다.

경쟁도 증가가 사모펀드시장만의 문제인지 판단하기 위해 공모펀드와 비교했다. <그림 II-1>에

따르면 사모펀드와 달리 공모펀드 HHI는 추세적으로 상승하고 있다. CR3 역시 2015년 32%에서 2018년 37%, 2022년 47%로 지속 상승하고 있다. 두 펀드시장의 경쟁도 지표가 상반된 추세를 보이는 점은 흥미롭다. 이같은 상반된 추세가 진입규제 완화 효과인지 단정할 수는 없지만, 2015년 이후 사모펀드 운용사의 진입은 등록제로 완화된 반면 공모펀드 운용사의 진입은 인가제와 높은 자본요건이 그대로 유지되고 있다. 비대칭적인 진입규제 완화의 경쟁 효과를 짐작할 수 있다.



경쟁도 지표의 상반된 추세는 강화되는 공모펀드시장의 구조변화, 즉, 액티브시장에서 패시브시장으로의 변화와도 관련 있을 것으로 판단된다. 베타를 추구하는 패시브 공모펀드시장은 매니저의 운용능력보다 자본력과 규모의 경제가 중요하기 때문에 시장지배력이 중요한 반면, 절대수익률이나 초과수익률을 추구하는 사모펀드는 자본력보다 매니저의 운용능력이 절대 중요하기 때문에 보다 경쟁적인 시장구조가 중요하다.⁰²

2. 신생 일반사모운용회사의 점유율 변화

사모펀드 HHI 하락이 신규진입의 직접적인 효과인지를 판단하기 위해 신규로 진입한 일반사모 운용회사의 시장점유율 변화를 살펴보았다. HHI 하락은 기존 사모운용회사 간 경쟁 결과일 수도 있기 때문이다.

<표 II-1>에 따르면 2015년 20개사에서 2022년 356개사로 늘어난 일반사모운용회사 시장점유율은 2015년 11%에서 2022년 24%로 두 배 이상 증가하였다. 이들의 순자산이 2015년 27조원에서 2022년 153조원으로 5.7배 늘어나며 전체사모펀드시장 성장 속도(동 기간 2.7배)를 크게 능가한 결과이다. 이는 신규진입한 일반사모운용회사 시장점유율 증가가 사모펀드 시장집중도

02 이런 이유로 인해 실제 다른 나라에서도 공모펀드와 사모펀드는 다른 시장구조를 보이고 있다. 필자가 일본 금융청 통계를 계산한 바에 따르면 일본 펀드시장 HHI는 2023년 2월 기준 사모펀드시장은 681, 공모펀드시장은 1,269로 사모펀드시장이 훨씬 경쟁적인 시장구조를 보이고 있다. 미국의 펀드시장 역시 2023년 2월 기준 HHI 532로 경쟁적 시장구조를 보이고 있으나, 패시브시장 집중도는 매우 높은 것으로 나타났다. 2018년 기준으로 인덱스펀드는 5,872, ETF 시장은 2,480이다 (Broadridge, 2018).

하락과 상관관계가 있음을 시사한다. 다만, <표 II -1>로부터 대규모 신규진입이 운용사당 고객 기반의 약화 등 경쟁의 질을 악화시킨 것으로 나타났다. 2022년 일반사모운용사 평균 운용자산은 2015년보다 크게 하락했으며, 중위값 AUM도 2015년 0.27조원에서 2022년 0.06조원으로 크게 하락하였다.

<표 II-1> 일반사모운용회사의 시장점유율 변화

(단위: 조원, %, 개)

	전체 사모 AUM	일반 사모 AUM	AUM MS (일반사모/전체사모)	평균 AUM	중위값 AUM
2015	237	27	11	1.3	0.27
2022	639	153	24	0.4	0.06

주 : 1) 순자산이 양(+)인 일반사모운용회사 기준임

2) AUM은 운용회사별 순자산을 합산한 것이며, OCIO 더블카운팅, 기관전용 사모펀드 등이 포함돼 있어 합계치는 <표 I -1>에서 인용한 통계치와 차이가 있음

자료: 금융투자협회, 운용회사별 수탁고, 저자 계산

III. 규제완화 이후 투자자 편익 변화

규제완화의 최종 목적은 소비자(투자자) 후생을 증대시키는 것이다. 투자자 편익 지표는 다양한데, 여기서는 수익률과 투자기회, 수수료에 대해 살펴본다.

1. 사모펀드 수익률

사모펀드는 공모펀드와 달리 기준가격이 공시되지 않는다. 펀드별로 수익률을 엄밀하게 계산할 수 있는 원천데이터가 제공되지 않는 것이다. 이에 본 보고서는 투자자 편익 판단을 위해 수익률 추정이 불가피하다고 판단하고 간접 추정을 시도한다. 간접 추정이니만큼 다소의 추정 오차가 발생할 수 있다. 이에 동일 방법론으로 공모펀드도 함께 계산하였으며, 추정치 해석 과정에서는 수익률 절대 수준보다는 공모펀드와의 상대적 비교에 초점을 두고 투자자 편익 증대 가능성을 판단하기로 한다.

간접 추정은 펀드별 기준가가 없으므로 집계변수를 사용하였다. 입수가 가능한 집계변수는 사모펀드 유형별 전체 순자산가치(NAV)와 사모펀드 유형별 전체 자본유출입 통계이다. 개념적으로 순자산가치는 기준가격과 수익증권 발행량의 곱으로 계산되므로 순자산가치로부터 수익률을 계산하기 위해서는 기간 중 발생하는 자금유출입을 통제해야 한다. 순자산가치에는 펀드 설정 환매에 따른 자금유출입이 함께 반영되어 있기 때문에, 순자산가치 변동에서 수익률 계산 기간 동안의 펀드 설정과 환매에 따른 자금유출입 변동을 통제해야 기준가격 효과(수익률)를 계산할 수 있다. 그래서 펀드 수익률은 일종의 1기간 시간가중수익률 개념을 적용하여 다음 산식에 따라 계산한다. NAV는 기말 기준이며 자금유출입은 월간 유출입의 연간합계치를 사용했다.

$$\text{펀드 수익률}(t) = (\Delta \text{NAV}(t) - \Delta \text{자금유출입}(t)) / \text{NAV}(t-1) * 100$$

<표 III-1>은 사모펀드와 공모펀드의 2015년부터 2022년 동안 펀드 수익률을 추정한 것이다. 유형별로 투자전략, 투자대상, 수익률 추구 방식 등에서 이질성이 크기 때문에 수익률은 유형별로 산출했다. 가령, 실물자산 관련 펀드는 안정적 배당 등 인컴펀드 성격이 강하고, 헤지펀드 등은 절대수익률을 추구한다. 어떤 유형이 사모펀드로 주로 설정되는지도 유의할 점이다. 유형에 따라 공모펀드 또는 사모펀드 중심으로 시장이 형성됨을 알 수 있다. 혼합자산형, 주식혼합형, 부동산, 특별자산의 경우 사모 비중은 높은데, 일반투자자의 비중은 낮았다.

수익률 계산 결과, 혼합자산 사모펀드의 수익률이 혼합자산 공모펀드보다 상대적으로 높게 나타났다. 혼합자산 펀드의 경우 사모펀드 비중이 89%, 개인투자자 비중도 2017년 최대 37%까지 높아졌다가 2022년 20%를 유지하는 등 일반투자자가 가장 적극적으로 참여하는 사모펀드 유형이다. 2015년부터 8년동안의 수익률 표준편차도 혼합자산 사모펀드가 혼합자산 공모펀드에 비해 안정적인 것으로 나타났다. 일반투자자가 많이 참여한 혼합자산 사모펀드시장이 수익성과 안정성 면에서 투자자 편익에 기여한 것으로 해석된다. 주식혼합형과 채권혼합형의 경우 사모펀드 비중과 개인투자자 비중이 낮은데, 수익률과 표준편차에서 공모펀드와 큰 차이를 보이지 않고 있다. 공모펀드 비중이 높은 주식형과 파생형의 경우 공모펀드 수익률이 높게 나타났다. 주식형과 특별자산의 경우 기관투자자 중심의 사모펀드로 공모펀드보다 높은 수익률과 낮은 표준편차를 나타내고 있다.

측정 결과로 볼 때, 사모펀드는 공모펀드가 제공하지 못하는 다양한 투자대상이나 투자전략을 일반투자자에게 제공하고 있으며, 수익률과 안정성 면에서 공모펀드를 보완하는 투자기회를 제공하고 있는 것으로 판단된다.

<표 III-1> 규제완화 이후 사모펀드 수익률 추정 (2015~2022년)

(단위: %)

		혼합자산	주식형	주식혼합	채권혼합	파생형	부동산	특별자산
사모펀드 NAV 비중		89.0	17.7	65.1	35.5	33.8	98.1	97.9
사모펀드 개인 비중		20.2	4.9	17.0	18.2	5.6	2.1	0.1
사모펀드	평균	6.9	3.5	-0.7	1.7	3.1	2.7	0.8
	표준편차	6.6	15.6	11.3	3.8	9.7	4.1	1.3
	최대값	15.0	20.5	13.1	7.6	21.1	7.2	2.2
	최소값	-3.8	-19.9	-24.5	-1.9	-11.3	-5.6	-1.5
공모펀드	평균	3.4	5.0	0.8	1.7	5.7	-1.8	-0.4
	표준편차	20.9	16.7	12.8	4.8	19.0	10.0	3.8
	최대값	30.8	21.2	13.4	8.4	33.6	12.9	5.7
	최소값	-19.4	-24.4	-19.2	-7.1	-20.3	-18.8	-4.1

주 : 1) 사모펀드 NAV 비중과 개인투자자 비중은 2022년말 기준임
 2) 수익률 표준편차는 2015~2022년 8개년 연도별 수익률의 표준편차
 자료: 금융투자협회, 저자 계산

2. 사모펀드 수수료

앞서 추정한 수익률은 순자산가치(NAV)로부터 산출했기 때문에 운용보수를 공제한 순수익률 개념이다. 그래서 여기서는 수익률과 별도로 투자자가 지불하는 운용보수에 대해 살펴본다. 사모펀드 운용보수는 보통 관리보수와 성과보수로 구성되나, 세부적인 보수 내역은 공시되지 않는다. 이에 본 보고서는 사모운용사 영업보고서에 나오는 집합투자기구수수료(이하 운용보수) 항목을 활용했다. NAV 대비 운용보수를 운용보수율로 정의하고 기본보수와 성과보수 구분 없이 계산하였다.

그리고 영업보고서 운용보수 항목은 공모펀드와 사모펀드를 구분하지 않기 때문에 공모펀드와 사모펀드 구분 없이 운용보수율을 계산했다. 공모운용사는 81개이기 때문에 소규모 운용사는 사실상 일반사모운용사로 볼 수 있고, 운용보수율 역시 사모펀드 운용보수율로 볼 수 있다. 2022년 일반사모운용사 운용보수율은 0.6%로 공모운용사를 포함한 전체 자산운용사 보수율(0.3%)보다 높았다(<표 III-2>). 위험 추구와 투자자 맞춤형이 가능하여 공모펀드로는 제공할 수 없는 투자대상과 투자전략을 서비스하는 사모운용사의 일종의 프리미엄으로 해석된다. 규모가 작을

수익 규모의 불경제로 인해 운용보수율이 높아지는 현상도 확인된다.⁰³

그럼에도 운용보수율(0.6%)은 헤지펀드와 PEF로 이루어진 글로벌 사모펀드들의 보수를 고려하면 높은 수준으로 볼 수는 없다. 이는 우리나라 사모펀드시장의 특이성과 관련 있는 것으로 판단된다. 사모펀드 560조원 중에서 기본보수와 성과보수를 수취하는 헤지펀드는 2022년말 40조원 수준이고, 자산운용사가 운영하는 PEF는 전체 126조원 중 4조원에 불과하다. 대부분의 자산운용사 사모펀드는 기관투자자 대상으로 성과보수가 미미한 전통 주식, 부동산, 특별자산 등으로 구성되어 있다. 더구나 상당수의 사모펀드가 OCIO로 운용되면서 보수가 낮게 형성되는 경향이 있다. 결국, 우리나라 사모펀드 운용보수는 공모펀드보다 높지만, 비금전 투자서비스 질의 차이가 크지 않다고 본다면 해외처럼 높은 운용보수를 투자자가 지불한다고 볼 수는 없다.

<표 III-2> 일반사모운용회사의 순위별 운용보수율 (2022)

(단위: %)							
	합계	1~10대	11~20대	21~50대	51~100대	101~200대	201대~
일반 사모 운용회사	0.6	0.3	0.4	0.9	1.3	1.3	2.1
전체 자산 운용회사	0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	1.3	1.9

주 : 1) 운용보수율=집합투자기구수수료/운용자산. 집합투자기구 수수료는 자산운용회사 영업보고서 상의 데이터임

2) 전체 자산운용회사는 공모펀드와 사모펀드를 모두 운용할 수 있는 자산운용회사

3) 규모별 자산운용회사 순위는 각각 일반사모운용회사 간의 순자산 랭킹, 전체 자산운용회사 간의 순자산 랭킹 기준임

자료: 금융투자협회, 저자계산, 송홍선 외(2023) 재인용

3. 투자기회의 확장

사모펀드는 투자자에게 공모펀드가 제공하기 어려운 투자대상과 투자전략으로 투자기회집합을 확장하는 편익을 제공한다. 투자기회는 특히 2015년 규제완화로 일반투자자의 접근성이 높아지면서 크게 확대되었으며, 이는 투자대상으로 보면 <표 II-3>에서 확인하였듯이 혼합자산 펀드, 투자전략으로 보면 헤지펀드시장에서 보다 분명하게 확인된다.

<표 III-3>은 우리나라 헤지펀드 투자전략의 다변화 과정을 보여주고 있다. 규제완화 초기에는

03 다만, 운용사별로 설정하는 펀드유형과 전략이 다르고 이것이 보수율 차이로 나타날 수 있지만, 현행 영업보고서 통계로는 이것을 통제하지 못하고 규모 요인만으로 계산하고 해석한다는 점을 밝혀둔다.

주식 롱숏전략이 전체 시장의 70% 이상을 차지하는 등 사실상 단일 전략시장이었으나, 점차 멀티전략, 채권차익거래 등으로 다변화를 확인할 수 있다. 최근에는 메자닌, M&A, 비상장기업 투자 같은 이벤트 드리븐(event-driven) 전략이나 통화, 사모대출(PDP) 등의 새로운 전략 흐름이 형성되고 있다. 이 과정에서 투자자들은 혁신벤처기업에 대한 접근성도 확대되고 있다. 실제 사모펀드가 메자닌, 비상장주식 등 기업에 조달한 모험자본 규모가 2023년 3월말 기준으로 총 31.8조원으로 추정되고 있다.⁰⁴ 비록 동 기간 사모펀드 순자산 581조원의 5.4%로 높은 수준은 아니나⁰⁵, 최근 사모펀드 규제 일환화로 바이아웃 등 모험자본에 대한 투자접근성은 지속적으로 개선될 것으로 보인다. 참고로, 미국 사모펀드의 개인투자자 비중은 2022년 9월 기준 헤지펀드 11%, PEF 10%로 우리나라(2022년 3%)보다 매우 높은 편이다(SEC, 2022).

<표 III-3> 헤지펀드의 투자전략 다변화 (순자산 비중)

(단위: %)

	Repo	Multi-Strategy	미분류	Equity Hedge	Fixed Income Arbitrage	Event Driven	KOSDAQ Venture	Long biased	기타	합계
2015	0	2	0	82	9	1	0	0	7	100
2016	0	5	0	76	7	2	0	0	9	100
2017	0	27	0	54	7	3	0	2	7	100
2018	0	40	0	27	14	9	0	4	5	100
2019	1	30	0	20	27	12	0	5	4	100
2020	23	21	16	8	10	9	7	4	2	100
2021	14	26	5	4	21	14	2	3	11	100
2022	11	28	0	5	18	13	5	3	16	100

주 : 이벤트 드리븐은 메자닌, IPO, M&A, 비상장 등을 포함, 기타는 통화, 재간접, PDF, 글로벌매크로, 퀀트 등을 포함
 자료: 더벨, 송홍선 외(2023) 재인용

04 서울경제(2023. 4. 9)

05 이는 자산운용회사 사모펀드시장이 상장주식, 채권 등 전통자산과 부동산, 특별자산 등을 중심으로 성장하며 바이아웃 등 PE 시장에서 역할이 부진한 것과 관련이 있다.

IV. 규제완화 이후 사모펀드운용업 영업행위 변화

앞서 살펴본 대로 규제완화 이후 사모펀드시장은 양적으로 크게 성장했고, 질적으로 혁신 경쟁 속에 공모펀드가 서비스하지 못하는 다양한 수익-위험의 투자기회를 제공했다. 그럼에도 2019년 대규모 환매중단으로 생태계의 불균형 요인들이 드러났다. 규제차익 행위, 판매와 운용상의 불건전 영업, 수탁자감시 부족 등 드러난 불균형 요인들은 현상이지 본질이 아닐 수 있다. 이 같은 불균형 요인들이 왜 발생했는지 근본적으로 살필 필요가 있다. 불균형에 대한 시장구조적 접근이 필요하다. 아래에서는 이 문제를 살피기 위해 규제완화 이후 경쟁이 심화되는 상황에서 사모운용업의 수익성과 고객기반의 변화에 대해 살펴본다.

1. 수익성 추이

<표 IV-1>은 일반 사모운용업의 주요 재무지표 추이를 보여준다. 규제완화 이후 영업이익은 추세적으로 성장하고 있고 본질업무인 펀드운용보수도 지속 증가하고 있다. 매출 다각화 지표인 일임, 자문 등 자산관리보수도 지속 성장하며 펀드보수의 25% 내외까지 성장했다. 고유재산이 보유한 증권의 평가 및 처분 손익은 영업이익 변동성에 영향을 줄 정도로 규모가 커지고 변동성도 크다. 특히, 2022년에는 운용보수 감소폭보다 증권 손익 변동성이 더 커서 영업이익 감소에 영향을 미치고 있다. 마지막으로 판매비와 관리비(이하 판관비)가 큰 것이 특징이다. 규제완화 이후 판관비가 펀드보수 매출보다 많은 경우가 발생하고 있다. 요약하면, 사모운용업 전체적으로 영업이익은 증가하고 있으나 판관비 등 운영비용을 충당할 만큼 본질업무인 펀드 매출이 충분하지 않은 상태이며 고유재산의 손익 변동성도 수익성에 영향을 미치고 있다.

<표 IV-1> 일반사모운용업 주요 재무성과 추이

(단위: 억원)

	영업이익	수수료 수익	펀드보수	자산관리보수	증권손익	판관비
2015	1,132	2,015	1,296	404	214	1,298
2016	997	2,588	1,707	755	418	2,030
2017	1,672	4,238	3,047	682	663	3,181
2018	1,685	5,983	4,689	713	18	4,415
2019	2,796	7,845	6,056	753	496	5,778
2020	6,573	11,829	9,059	1,135	2,797	7,915
2021	11,733	18,097	12,512	2,256	4,626	11,344
2022	2,870	15,009	9,427	2,138	363	12,095

주 : 수수료 수익=펀드 보수+자산관리보수+기타 수수료, 증권손익=고유재산 증권 처분 및 평가 손익

자료: 금융투자협회

그럼 사모운용회사별 재무상태는 어떤가. <표 IV-2>에 따르면 사모운용사 간 수익 편차가 큰 것으로 나타났다. 영업흑자 사모운용사의 비중은 분석기간 중 43~86%(평균 63%)로 나타났다. 중요한 것은 약 40%의 영업적자 사모운용사들의 회복 가능성인데, 판관비와 본질업무 매출 간의 관계가 유의한 판단지표가 될 수 있다. 그런데 핵심업무 매출(펀드 보수)과 판관비의 관계를 나타내는 판관비 대비 펀드보수배율(이하 판관비보상배율)이 1을 초과하는 회사 비중은 평균 28%로 나타났다. 사모운용사의 70% 내외가 사모펀드 매출로 판관비를 충당하지 못하는 상황이 지속되고 있는 것이다. 전체수수료 수익으로 매출 지표를 넘히면 판관비보상배율 1을 초과한 운용사 비중은 평균 47%로 나타난다. 이는 약 절반에 못미치는 신규 사모운용사들이 사모펀드 등록 이전에 일임이나 자문업 등을 통해 어느 정도 영업기반을 갖추고 진입하고 있음을 알 수 있다. 이는 시장 건전화화를 위해서는 일임, 자문 영업 기반과 경험 없이 신규 등록하는 일반 사모운용사에 대한 대책이 필요할 수 있음을 시사한다.

<표 IV-2> 일반사모운용업 주요 수익지표의 분포 특성

(단위: 운용회사 수 비중, %)

	영업흑자 회사 비중	펀드보수> 판관비 회사 비중	수수료수익> 판관비 회사 비중	증권손익> 판관비 회사 비중
2015	79	28	58	5
2016	56	19	35	14
2017	54	20	38	14
2018	51	29	45	2
2019	59	30	46	2
2020	76	33	51	23
2021	86	43	63	25
2022	43	20	35	1
평균	63	28	47	11

주 : 1) 수수료수익=펀드보수+자산관리보수+기타수수료

2) 모든 지표는 비중을 나타냄. 가령, 펀드보수>판관비=펀드보수가 판관비보다 큰 사모운용사 수의 비중. 비중=해당 지표 해당 사모운용사 수/전체 사모운용사 수

자료: 금융투자협회, 저자계산

이 같은 특성은 공모펀드 운용사와 비교하면 크게 대비된다. 가령, 2022년 흑자 운용사 비중의 경우 사모운용사는 43%인데 비해 공모운용사는 78%로 나타났다. 판관비보상배율이 1을 초과하는 비중은 사모운용사의 경우 20%인 반면, 공모 운용사의 경우 45.5%로 거의 절반으로 나타났다. 매출 다각화율(총보수 대비 펀드보수 비중 0.7 이하)⁰⁶도 사모운용사 34.2%, 공모 운용사 41.8%로 상당한 차이가 확인된다. 결국, 규제완화 이후 사모펀드 운용사는 고객기반의 차이가 확대되며 공모펀드와 업황 양극화가 진행되고 있다.

마지막으로, 신생 사모운용사의 스케일업과 재무상태 변화를 패널 추적하기 위해 2015년 신규 진입한 7개 사모운용사의 수익 지표를 살펴보았다. 참고로, 2015년 하반기에 헤지펀드운용사 5개사를 포함하여 7개사가 신규로 사모운용사로 등록했으며, 이 중 라임자산운용은 2020년 퇴출되었다. <표 IV-3>에서 신규진입 7개사 평균 펀드보수 매출은 진입 초기에는 10억원 미만으로 미미하여 펀드보수의 판관비보상배율이 1을 초과하는 회사는 없었다. 그러다 2018년부터는 1 초과 운용사 비중이 점차 증가하는 모습을 보이고 있다. 7개사 역시 펀드 매출 부진에도 불구하고 절반 이상이 영업흑자를 기록하고 있는데, 앞서 언급한 대로 자문, 일임 등의 고객기반을 갖춘 후

06 2022년 전체 자산운용업의 펀드보수/수수료수익 비중은 0.69인 점을 고려하여 수수료수익에서 펀드보수 비중이 0.7 이하이면 매출 다각화가 된 것으로 판단

헤지펀드에 진출했기 때문이다.

<표 IV-3> 2015년 신규진입 7개 사모운용사 수익지표 추이

(단위: 억원, %)

	평균 펀드보수	수수료수익> 판관비 회사 비중	펀드보수> 판관비 회사 비중	증권손익> 판관비 회사 비중	영업흑자 회사 비중
2015	1.4	57	0	0	71
2016	7.0	29	0	0	57
2017	19.0	43	0	29	57
2018	64.2	57	14	43	57
2019	28.0	43	14	29	57
2020	39.5	43	29	0	57
2021	76.8	71	57	0	71
2022	46.4	57	43	43	43

주 : 평균 펀드보수는 라임자산운용 퇴출 이전인 2018년까지는 7개사 평균, 이후에는 6개사 평균임. 라임자산운용은 2020년 12월 등록취소 되었으나 재무제표는 2019년말부터 보고되지 않음
 자료: 금융투자협회, 저자계산

2. 수익성 약화의 요인

가. 시장구조: 고객기반 약화

앞서 살펴본 대로 사모운용사의 수익성이 개선되지 못하는 근본 이유는 본질업무로 판관비조차 보상하지 못하는 사모운용사들이 많기 때문이다. 이는 고객기반 시장 지표로 명확하게 확인된다. 사모펀드시장 전체는 빠르게 성장하는데(<표 1-1> 참조), 시장의 성장 속도보다 사모운용사의 신규 진입 속도가 더 빠르게 이루어짐에 따라 영업 중인 사모운용사당 순자산은 줄어든 것이다. <표 IV-4>에서 보듯이 사모펀드 전체의 평균 순자산은 2015년 2.3조원에서 2022년 1.3조원으로 감소하였다. 감소폭은 전통자산 사모펀드 유형에서 두드러졌다. 동 기간 주식형은 2.5천억원에서 1.4천억원, 채권형은 1.7조원에서 1.2조원, 파생형은 4.7천억원에서 2.2천억원으로 감소했다. 이는 사모운용사 수익성 약화가 시간이 지나면 완화될 수 있는 제이커브효과에서 기인하는 것이 아니라 시장구조적 문제, 즉, 과잉경쟁의 가능성을 시사한다.

물론 유형에 따라서는 평균 순자산이 증가한 경우도 있다. 일반투자자 비중이 상대적으로 높은 혼합자산은 1.1천억원에서 1.4천억원으로 증가했으며, 대부분이 기관투자자 수요에 기인하는 부동산과 특별자산도 크게 증가했다. 결국 대체투자성 사모펀드시장의 수요기반은 지속적으로 확대되고 있다.

<표 IV-4> 사모펀드 유형별 사모운용사당 평균 순자산 추이

(단위: 억원)

	주식	혼합 주식	혼합 채권	채권	재간접	파생형	부동산	특별 자산	혼합 자산	기관 전용	전체
2022	1,420	474	344	12,144	5,152	2,287	9,679	16,488	1,441	2,831	13,955
2021	1,768	553	430	12,114	4,755	3,007	9,136	14,349	1,731	3,038	14,957
2020	1,740	488	349	9,060	4,328	3,144	7,858	12,545	1,530	3,156	14,380
2019	1,637	466	345	8,299	2,887	3,784	7,530	11,092	1,758	3,485	14,623
2018	1,893	433	572	10,872	2,721	3,965	7,032	10,068	1,382	3,582	13,978
2017	2,161	487	884	14,107	3,177	4,291	7,328	9,603	1,037	3,242	15,235
2016	1,919	550	1,551	19,524	2,593	4,981	7,060	8,992	670	3,966	17,289
2015	2,567	763	2,686	17,145	2,030	4,723	6,611	8,680	1,146	5,713	23,653

주 : 자산운용회사당 평균 순자산=유형별 사모펀드 총순자산/유형별 펀드 설정 운용회사 수. 단, 전체의 경우 전체 순자산을 전체 자산운용 회사 수로 나누어 계산함

자료: 금융투자협회, 저자계산

한편 사모펀드 유형별 고객기반의 변화가 신규진입의 효과인지 판단하기 위해 참여율 지표를 살펴보았다. 유형별 참여율은 전체 사모운용사 중에서 특정 유형의 사모펀드시장에 수탁고를 보유한 회사 수를 나타낸다. 사모펀드시장의 운용전략 쏠림과 참여의 정도를 판단하는 지표로서 의미가 있다. <표 IV-5>에 따르면 대체로 혼합자산을 제외하면 경합률은 하락하고 있다. 경합률 하락에도 불구하고 평균 순자산이 감소(<표 IV-4>)하는 것은 시장 둔화가 진입 둔화보다 가속화 되는 것을 의미하는데 전통자산 대상 사모펀드가 대부분 여기에 해당한다. 부동산과 특별자산의 경우 평균 순자산이 크게 증가하고 있음에도 참여율은 하락하고 있는데, 신규 진입 운용사에게 추가적인 참여 기회가 남아 있음을 의미한다. 혼합자산의 경우 일반투자자 비중이 높은 유형인데, 평균 순자산은 소폭 증가한 가운데 참여율은 매우 높은 수준을 보이고 있다. 시장 성장 속도에 비해 신규 진입 사모운용사의 77%가 혼합자산 사모펀드로 진출하면서 고객기반이 사실상 정체되어 가고 있다고 할 수 있다. 즉, 382개 사모운용사의 77%가 운용자산 45조원의 혼합자산 사모펀드시장에서 경쟁하는 쏠림현상이 나타나고 있다.

<표 IV-5> 사모운용회사의 투자대상별 참여율

(단위: %)

	주식	혼합 주식	혼합 채권	채권	재간접	단기 금융	파생형	부동산	특별 자산	혼합 자산	기관 전용 사모
2015	49	44	50	43	36	8	42	59	47	21	8
2016	39	40	41	27	26	7	30	43	32	47	5
2017	34	39	41	26	23	5	32	42	29	57	4
2018	34	39	45	27	24	4	30	45	28	69	3
2019	33	33	51	32	27	4	28	45	29	71	3
2020	34	33	45	28	25	4	25	45	27	70	3
2021	32	32	51	22	25	3	22	41	24	73	3
2022	28	32	46	16	22	3	18	40	20	77	3

주 : 참여율= 해당 스타일 펀드 설정 자산운용회사 수/전체 자산운용회사 수
 자료: 금융투자협회, 저자계산

나. 판매-수탁 규제강화: 유인불일치 불균형

사모펀드 환매중단으로 2015년 규제완화 정책 기조는 투자자보호를 강화하는 방향으로 개선이 이루어졌다. 투자자보호보다 혁신 경쟁과 스케일업을 강조하던 2015년 규제완화정책을 혁신과 투자자보호의 균형을 추구하는 방향으로 전환한 것이다. 사모펀드 규제를 일원화하는 동시에 수탁자책임을 강화한 것이 대표적이다.

이 같은 2021년 제도 개선으로 규제차익과 불건전영업 등에 따른 시장불균형 문제는 제도적으로 해소되었으나, <표 IV-6>에서 확인할 수 있듯이 일반투자자 대상 사모펀드시장 위축현상이 규제 개선 이후에도 지속되고 있다. 2021년 제도 개선이 시장 활력으로 이어지지 않고 있는 것이다. 개인투자자의 사모펀드 계좌수는 2018년 9.7만 계좌에서 2021년 6.0만 계좌, 2022년 5.3계좌로 줄어 들었고, 투자금액도 동기간 각각 22조원에서 18조원, 17조원으로 감소했다(금융투자협회). 일반투자자 투자한도를 3억원으로 높이는 대신 개인 전문투자자제도를 활성화한 2021년 제도 개선 효과가 나타나지 않고 있는 것이다.⁰⁷ 수요 위축과 함께 규제강화 이후 공급측 생태계 불균형도 심화되고 있다. 판매사와 수탁회사에 대한 감시의무 강화조치 이후 의무와 보상

07 개인 일반투자자 계좌당 투자금액은 2019년말 2.5억원에서 2022년 3.3억원으로 소득 늘어나는데 그쳤다. 이는 최소투자 금액 상향(1억원→3억원)조치로 투자자 수가 줄었으나 참여 투자자의 계좌당 투자금액은 크게 늘지 않고 있음을 시사한다.

간 불균형이 심화되며(송홍선, 2021, 2022), 판매와 수탁 기피 현상이 지속되고 있는 것이다. <표 IV-6>에 따르면 수탁사의 신규 사모펀드 설정은 2021년 수탁사 감시의무 부과 이후 오히려 위축되고 있음을 확인할 수 있다. 증권사의 수탁시장 참여 확대로 2023년 들어 수탁 감소세는 조금씩 둔화되고는 있으나, 트랙레코드가 없는 신규 진입 사모운용사는 수탁회사와 판매채널 확보가 어려운 상황이다. 개인투자자 대상 사모펀드 판매 잔고는 기관투자자를 포함한 전체 사모펀드 판매잔고의 지속적 증가 추세와 달리 감소세가 지속되고 있다. 은행 판매잔고는 사모펀드 사태 이전 대비 1/4로 감소했다. 증권사를 통한 개인 사모펀드 판매는 사모사태 이전 수준을 회복하며 증가세를 이어가고 있으나, 은행 판매 공백을 상쇄하지는 못하고 있다. 그나마 감시의무 강화 이후 은행에서 증권으로 판매채널 구조변화 가능성이 감지되고 있다는 점은 긍정적이다. 결국, 규제완화 이후 사모펀드는 시장구조 요인과 사모펀드 사태 이후 규제강화 요인이 복합적으로 작용하며 시장의 축소 불균형이 지속되고 있다고 진단할 수 있다.

<표 IV-6> 사모펀드 신규 설정 및 개인 대상 판매잔고 추이

(단위: 개, 조원)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
신규 펀드 (개)	전체	5,508	6,358	6,529	6,921	2,592	2,516	1,823	1,637	1,076
	혼합 자산	234	644	1,333	1,826	684	681	406	354	293
판매 잔고 (조원)	전체	198	247	282	329	407	432	496	552	577
	개인 전체	12	16	17	23	24	18	19	18	17
	(은행)	7	8	8	9	8	4	2	2	2
	(증권)	5	7	9	13	16	14	16	16	15
	(기타)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

주 : 2023년의 경우 신규펀드는 7월말까지 누적, 판매잔고는 8월말 기준임
자료: 금융투자협회

V. 평가와 과제

지금까지 규제완화 이후 사모펀드운용업의 변화를 경쟁도, 투자자 편익, 수익성 측면으로 나누어 살펴보았다. 시장구조의 경우 진입규제의 완화에 힘입어 시장이 보다 경쟁적으로 변화하는 가운데 공모펀드가 제공하지 못하는 다양한 투자대상과 투자전략으로 투자기회집합을 확장하는 투자자 측면의 순기능을 확인할 수 있었다. 그럼에도 시장구조적으로 신규 진입이 시장 성장 속도를 증가하며 잠재적 고객기반이 약화되고 수익성이 악화되며 사모펀드 사태라는 시장 불균형의 원인을 제공한 점, 시장 성장이 부동산과 특별자산에 의해 주도되는 등 당초 산업금융 측면에서 모험자본공급이라는 정책 목표 달성에는 부족한 점이 확인된다. 이하에서는 4장까지의 상태 진단을 바탕으로 경쟁정책, 성장정책, 투자자정책으로 나누어 발전과제를 살펴본다.

1. 경쟁정책

4장까지 상태 진단을 통해 사모펀드시장은 규제완화 이후 경쟁이 촉진되고 투자대상과 전략의 다변화가 나타났지만, 경쟁 심화에 따른 고객기반 약화와 수익성 악화로 사모펀드 환매중단을 맞으며 성장의 한계를 경험하고 있다. 따라서 향후 시장구조정책은 혁신경쟁과 투자자보호의 균형을 강조하는 건전한 경쟁정책으로 전환할 필요가 있으며, 산업적으로는 시장 성장이 고객기반 강화로 선순환되는 생태계를 조성할 필요가 있다. 진입 속도를 조절하고, 퇴출에 대해 명확한 시장 신호와 엄격한 집행이 이루어짐으로써 규제규율과 시장규율이 상호 보완적으로 작동하는 시장구조를 조성하자는 것이다.

진입규제의 경우 현재 등록제 유지를 통해 혁신 경쟁환경을 유지할 필요가 있다. 인가제 아래서는 혁신 경쟁이 원활할 수 없다. 다만, 과도한 진입이 경제적 동기에 따라 규율될 수 있도록 자본요건을 강화하는 방안을 검토할 필요가 있다. 자본요건 수준은 판관비를 커버할 수 있을 정도의 펀드 매출이 발생하는 시점(임계 순자산 도달시점)이나 사모운용회사가 계속 영업을 하지 못하고 청산할 경우를 가정하여 경제적으로 결정할 수 있다. 어떤 경우이든 경제적으로 투자자보호에 충분하고 제이커브 성장기 스스로 대응력을 갖출 수 있는 수준이어야 한다. <표 V-1>은 이런 기준에 따라 진입 자기자본을 시산해 본 결과이다. 신생 운용회사들의 판관비 현실을 반영하는 소형 사모운용회사의 판관비 중간값(8억원)을 가정하고 필요 자기자본을 계산하였다. 계산

결과, 임계 순자산에 따른 필요 자본은 16억원에서 24억원으로 추정되었으며, 등록말소 요건을 이용한 필요 자본은 12억원으로 추정되었다. 지금의 자본요건 10억원보다는 높은 수준으로 추정되고 있으며, 계속 영업을 가정하는 임계 순자산 방식에서 산출한 필요 자본 규모가 적절한 수준으로 판단된다.

한편 대형 사모운용사에 대해서는 등록제에서 인가제로 전환을 추진할 필요가 있다. 상위 사모운용사들은 이미 고객자산이 상당 수준으로 적립되어 시장영향력이 커지고 있다. 이에 맞추어 규제감독을 강화할 필요가 있으며, 일정 규모 이상의 사모운용사에 대해서는 인가제로 변경을 강제하여 시장안정과 투자자 보호 측면에서 그림자금융의 과소규율을 정상화할 필요가 있다. 인가제 전환에 따른 규제감독의 강화와 전환에 따른 자산운용분야 성장경로상의 편익이 균형을 이룰 수 있도록 제도 개선을 검토할 수 있을 것이다.

<표 V-1> 신규 진입 일반사모운용사의 필요자본 추정

(단위: 억원, 개)

	전체	소형사 ^{주)}		필요 자본 추정(1)	필요 자본 추정(2)
평균	32	14	방식	계속영업(임계순자산)	청산기준(등록말소)
중간값	14	8	산식	임계 순자산=판관비/운용보수 =8억원/0.6%	필요 자본=판관비*등록말소 기간 =8억원*1년 6개월
			추정치	16~24억원	12억원

주: 여기서 소형사란 382개 사모운용사의 2022년 순자산 순위 중간값 이하 191개 운용사의 판관비 중간값을 신규 진입 사모운용사의 영업을 위한 임계 판관비로 가정함. 전체 사모운용사의 판관비 중간값보다 소형사의 중간값 판관비가 신규 진입 운용사 진입 허들을 설정하는데 적절하다고 판단함

퇴출 규제의 경우 2021년 제도 개편으로 본질 업무를 수행하지 않고 등록만 유지하는 사모운용회사에 대해 등록말소를 할 수 있도록 강화하였다. 퇴출 요건이 강화된 만큼, 본질업무가 1.5년 동안 무영업일 경우 예외 없이 등록말소할 필요가 있다. 참고로 등록을 ‘말소할 수 있다’는 우리나라 규정과 달리 미국 SEC의 경우 등록 후 영업을 하지 않는 경우 명령에 의해 등록을 ‘취소하여야 한다’는 강제 규정을 두고 있다(미국 투자자문업자법 § 80b-3(h)).

2. 성장정책

앞서3장과4장을 통해 보고서는 일반사모운용업이 규제완화 이후 고객기반이 약화되고 있다는 점과, 사모펀드시장이 부동산/특별자산 등을 중심으로 성장함에 따라 기업부문에 대한 모험자본 공급에 부족함이 있었다는 것을 살펴보았다. 사모펀드시장이 지속적으로 성장하기 위해서는 개인 중심의 고객기반 정책을 극복하고 모험자본 공급을 보다 확대할 수 있는 제도적 기반과 유인체계가 기본 방향이 되어야 할 것으로 판단된다.

가. 사모운용사 등록제도와 성장경로정책 연계

지금까지 신규로 진입한 일반사모운용사는 개인투자자를 대상으로 주로 투자자를 모집해 왔다. 그러나 규제완화 이후 대규모 신규진입으로 축소되던 운용회사당 잠재적 고객기반은 더욱 위축될 가능성이 있으며 일반사모운용회사의 목표시장은 최소투자금액 상향으로 사실상 1/3로 축소되었다. 개인투자자 중심의 투자자모집으로 일반 사모운용회사의 수익모델이 한계에 달한 것이다.

그렇다고 일반사모운용사들은 업력이 짧은 신생 스타트업이다 보니 투자경험이나 실적이 없어 기관투자자를 대상으로 투자자를 모집할 수도 없다. 수탁자책임원칙을 엄격하게 적용받는 기관투자자들은 운용능력과 전략, 이를 입증할 투자경험과 운용실적을 토대로 위탁운용사를 선정하기 때문에 신생 사모운용사를 선정하기는 어렵다. 기관투자자에 따라 신생 운용사 발굴 목적의 루키리그를 두는 정도이다.

이런 상황에서 기관투자자로 채널을 확대하기 위해서는 수탁자책임원리에 맞는 루키들을 진입, 발굴하는 시스템을 사모펀드시장에 도입하는 것이다. 기관투자자로 하여금 풍부한 자본력과 투자경험 및 운용실적을 바탕으로 경쟁하는 종합자산운용회사 리그와는 별도의 루키리그를 활성화할 수 있도록 사모펀드 제도를 개선하는 것이다. 필자는 그 핵심이 일반사모운용사 등록제도와 자산운용분야 성장경로정책의 연계라고 판단한다. 지금의 등록제도는 자본요건과 인적, 물적 요건 등을 갖추면 자산운용분야의 경험 유무와 관계없이 일반사모운용사로 등록을 해준다. 그렇다 보니 투자경험과 실적 없이 일반사모운용사로 등록은 했지만 고객기반은 개인투자자로 한정된다. 기관투자자 채널 확대를 위해서는 등록요건에 사모운용사 등록 이전에 투자자문이나 투자일임 등 사모펀드업보다 규제가 약한 자산운용분야에서 투자경험과 실적을 축적하도록 하

고, 이를 등록제도에 반영하는 방향으로 제도 개선을 검토할 필요가 있다. 투자자문, 투자일임 등 사전적 성장경로를 밟으며 운용경험과 실적이 입증된 신생 사모운용회사가 시장에 많이 진입할 수록 기관투자자들도 다양한 투자전략과 아이디어를 가진 루키리그를 수탁자책임에 따라 보다 확대하는데 불편함이 없을 것이다.

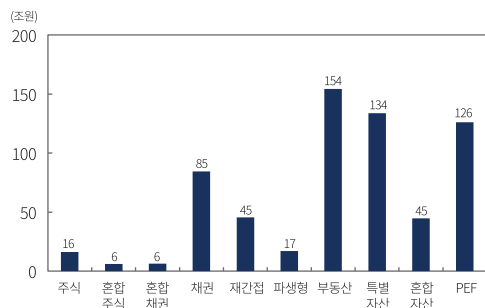
나. 기업부문 모험자본 공급 확대

<그림 V-1>에 따르면 규제완화 이후 사모펀드시장은 부동산과 특별자산 사모펀드를 중심으로 성장했다. 기업부문으로 모험자본 공급에 해당하는 혼합자산 사모펀드나 기관전용 사모펀드는 상대적으로 성장이 느리다. 그렇다 보니 사모펀드시장 전체적으로 부동산에 대한 민감도가 높아지고 있고, 생태계도 부동산 전문 사모운용사 중에는 스케일업에 성공한 경우가 늘고 있다. 그런데 생태계로 보면 <표 IV-5>에서 확인했듯이 대부분의 신생 일반사모운용사들은 헤지펀드 등 혼합자산 사모펀드시장에 진출하고 수탁경쟁을 하고 있다. 시장 전체로 보면 기업부문으로 모험자본을 공급할 수 있는 혼합자산 사모펀드시장으로 운용 매니저는 몰려오는데, 시장 규모는 45조원 수준으로 부동산 사모펀드의 약 1/4에 머물러 있는 상황이다. 더구나 기업구조조정과 벤처기업 등으로 모험자본 공급을 하는 기관전용 사모펀드시장에서 사모운용사의 역할은 더욱 미미하다. <그림 V-1>에서 기관전용 사모펀드 약정액 126조원 중에서 사모운용사 약정액은 약 4조원에 불과하며 나머지는 자산운용회사 규제를 받지 않는 기관전용 GP의 몫이다.

그러나 앞으로는 규제환경이 바뀌에 따라 기업부문 모험자본시장에서 자산운용회사와 기관전용 GP는 점차 상호경쟁에 노출될 것으로 보인다. 2021년 사모펀드제도 개편으로 펀드 단위에서 경계는 사실상 사라졌다. PEF GP가 헤지펀드나 일반사모펀드에 진출하고 사모운용사가 경영참여형에 진출하는 상호침투와 경쟁은 확대될 것이다. 개별 사모운용사의 성장전략은 물론 사모펀드운용업 생태계의 스케일업을 위해서도 바람직한 방향이다.

이 과정에서 사모운용사들이 부동산, 인프라 등 실물자산형 사모펀드시장 쓸림을 완화하고, 비상장기업, 벤처기

<그림 V-1> 사모펀드 유형별 시장규모 (2022)



주: PEF는 기관전용 GP를 포함한 전체 약정액 기준

업, 구조조정기업 등으로 모험자본 공급을 보다 확대할 수 있도록 제도적 기반과 유인체계를 정렬할 필요가 있다. 사모운용사는 글로벌 멀티전략 운용사처럼 다양한 헤지펀드 전략 외에 PEF, 벤처투자 등으로 멀티전략의 외연을 확장할 필요가 있다. 국내 일반사모운용사 중에서 PEF 시장으로 진출한 사례가 나타나는 등 시장의 융합적 경쟁은 이미 시작된 것으로 보인다. 정책당국도 벤처기업정책과 기업구조조정정책에서 세제와 재정 인센티브가 사모펀드정책과 분리되지 않고 긴밀하게 연계될 수 있도록 하는 등 투자 유인과 시장 확대를 지원할 필요가 있다.

3. 투자자정책

사모펀드 환매중단 사태로 개인투자자 대상 사모펀드시장이 <표 IV-6>에서 확인하듯이 크게 위축되어 있지만, 개인투자자의 사모펀드 접근성 제고 정책은 지속되는 것이 바람직하다. 접근성 제고가 중요한 이유는 첫째, 사모펀드는 공모펀드가 제공하지 못하는 투자전략과 대상, 수익률을 제공하기 때문에 연기금 등 개인의 장기투자 자산배분에서 중요성이 커지고 있다. 미국, 영국, 호주 등 DC형 연기금 수익률이 높은 영미형 국가들 대부분이 대체투자성 사모펀드에 대한 개인투자자의 접근성을 직접이든 간접이든 높이고 있다. 둘째, 사모펀드시장에서 개인의 비중이 선진국 대비 크게 낮은 수준이다. 직접투자 기준으로 2022년말 개인 비중은 사모펀드 순자산의 3%인데, 미국 헤지펀드 11%, PEF 10% 대비 크게 낮은 수준이다(SEC, 2022). 개인의 사모펀드 접근성 확대를 정책방향을 전환한 2015년 규제완화 이후 최고 6%까지 늘어나기도 했으나, 2021년 제도 개선으로 최소투자금액이 상향하면서 오히려 시장 규모는 위축된 상태이다.

앞으로 개인투자자 확대 정책은 지금까지의 사모펀드 직접투자정책과 함께 간접투자의 확대 정책에도 주목할 필요가 있다. 공모 자산운용사가 투자자를 대신해 사모펀드를 엄선하는 간접투자가 약화된 투자자 신뢰를 회복하는데 도움이 될 수 있다.

먼저 직접투자는 개인 전문투자자 활성화 정책 기초를 지속하되, 개인 전문투자자가 연금 적립금을 이용하여 사모펀드에 자유로이 투자할 수 있도록 길을 열어 줄 필요가 있다. 실제, 미국은 개인 전문투자자(qualified investor)에게 IRA 연금자산으로 비상장주식, 메자닌, 사모펀드 등에 직접 투자를 허용하고 있다. 투자자 구분 없이 연금자산으로 대체투자를 허용하는 영국의 장기자산펀드(LTAF)보다 투자자 신뢰 회복에 유리해 보인다. 이렇게 되면 담보상태의 전문투자자 제도를 활성화하는 효과는 물론이고, 연금을 통해 비상장주식이나 사모펀드, 그리고 앞으로 도

입할 BDC 등으로 자산배분이 가능해져 장기투자과 수익률 제고에 도움이 될 것이다.

다음으로 간접투자의 경우 퇴직금의 디폴트옵션제도를 적극 활용할 수 있을 것이다. 최근 사적 연금시장은 수익률 제고에 대한 요구가 높고 디폴트옵션과 TDF 등 자산배분 기반 펀드상품에 대한 수요 확대로 이어지고 있다. 마침 도입 준비 중인 BDC는 사모자산에 투자하는 공모펀드라는 점에서 사모운용사의 수요기반을 퇴직연금으로 넓히는 역할을 할 것으로 보인다. 특히, 자산 운용회사가 직접 BDC를 선별하여 TDF 디폴트옵션 등에 편입하는 간접투자방식은 투자자보호 관점에서도 무리가 없어 보인다.

참고문헌

- 금융위원회, 2021. 8. 4, 사모펀드 제도 전반이 금년 10월부터 대폭 변경됩니다, 보도자료.
- 김종민, 2020, 『국내 전문사모운용사 현황 및 경영성과 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 20-25.
- 서울경제, 2023. 4. 9, [서경이 만난 사람] 서유석 금융투자협회장 “수요 급감 공모펀드, ETF로 전환상장...중소사 활로 뚫어줄 것”.
- 송홍선, 2021, 『대규모 환매중단 이후 개인투자자 대상 사모펀드규제의 발전 방향』, 자본시장연구원 이슈보고서 21-03.
- 송홍선, 2022, 경쟁과 혁신으로 본 사모펀드 체계개편의 성과와 과제, 자본시장연구원, 금융위원회 릴레이세미나 발표자료.
- 송홍선 · 황현영 · 심수연, 2023, 『자산운용분야 경쟁도 평가 및 진입규제 개선방안 연구』, 자본시장연구원 학술용역보고서.
- Berk, J., van Binsbergen, J.H., Measuring skill in the mutual fund industry, *Journal of Financial Economics* 118(1), 1-20.
- Broadridge, 2018, *Exploring Fund Industry Concentration: The Good, The Bad, and The Unknown*.
- Pastor, L., Stambaugh, R.F., Taylor, L.A., 2015, Scale and skill in active management, *Journal of Financial Economics* 116(1), 23-45.
- SEC, 2022, *Private Funds Statistics*, First Calendar Quarter 2022.
- 금융감독원 www.fss.or.kr
- 금융위원회 www.fsc.go.kr
- 금융투자협회 www.kofia.or.kr
- 더벨 www.thebell.co.kr
- 일본금융청 www.fsa.go.jp
- SEC www.sec.gov