

이슈보고서 24-06

ISSUE
REPORT

투자일임업의 발전과 자산운용회사의 대응

남재우

투자일임업의 발전과 자산운용회사의 대응

저자 남재우*

2022년 말 기준 자산운용회사의 투자일임 자산규모는 600조원에 이르며 과거 12년 동안 연평균 7.8%의 성장세를 기록하였다. 해외부문의 확대가 전체 투자일임시장의 성장을 견인하였으나, 팬데믹과 그에 이은 전통자산의 동반 하락 등으로 인하여 해외부문을 포함한 투자일임업 전체의 성장세가 둔화되는 양상이다. 국내 투자일임시장은 계열 생명보험회사의 자금 지원에 의존하는 채권 포트폴리오 위주의 위탁운용으로 인식된다. 상위 5개 운용사의 시장점유율은 지속적으로 증가하여 65%까지 확대되는 등 시장은 전반적으로 과점화되고 있다. 회귀분석을 통해 시장점유율 결정요인을 살펴보면, 계열 생명보험회사의 전략적 지원 외에 자산운용사의 운용규모와 수익성 등이 영향을 미치는 것으로 파악된다. 과도한 경쟁 구도로 인한 비합리적인 수수료 체계가 고착화되고 있으며, 이로 인하여 일임자산의 확대가 자산운용사의 수익성 제고에는 오히려 부정적인 것으로 나타난다. 현재 투자일임시장은 기존 진입자 간 경쟁이 과열되며 신규 진입하기는 매우 어려운 비효율적 시장으로 평가된다. 투자일임 자산의 유형 다각화와 수익률 제고를 위한 자산운용사의 역량 강화가 요구된다.

다수의 자산운용회사가 미래 사업모형으로 고객 맞춤형 투자 솔루션을 제시하고 있으며, 이는 투자일임업의 영역이다. 투자일임의 본질은 포트폴리오 자산관리이다. 투자자의 재산상태나 투자 목적을 고려하여 전체 위탁자산의 관점에서 판단하는 것이 투자일임의 특징이자 강점이다. 국내에서도 이러한 성격의 위탁 수요가 증가하고 있으나, 투자일임으로 위탁되어야 할 자금이 편법적인 방법의 다른 투자 수단으로 운용되는 관행은 투자자와 운용사 모두에게 부적절하다. 퇴직연금 적립금의 운용 수단으로 투자일임을 배제하고 있는 운용 규제 역시 조속히 개선되어야 할 부분이다. 전문가에 의한 연금자산의 운용이라는 관점에서 가장 적합한 간접투자 수단이 투자일임이기 때문이다. 고령화사회 등 변화하는 자산운용 환경에서 포트폴리오 자산관리라는 투자일임업의 발전은 국내 자산운용시장의 경쟁력 있는 질적 성장을 견인할 수 있다.

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

펀드·연금실 연구위원 남재우 (zeuss@kcmi.re.kr)

** 발행: 2024년 4월 9일

1. 서론

연금자산을 포함하여 외부의 전문성을 활용하는 기관투자 자금이 증가하고 있다. 일대일 사적 계약에 기반하는 투자일임시장의 수요 확대를 의미한다. 운용자금 규모는 수십억원에서 수십조 원까지 다양하며 개별 위탁자금은 모두 상이한 목적과 특성이 있다. 이러한 운용 목적에 부합하도록 맞춤형으로 제시될 수 있는 부분이 투자일임의 특징이자 강점이라 할 수 있다. 자산운용회사의 최근 자산관리 트렌드 역시 개별 상품 또는 펀드의 거래와 같은 단품 위주의 영업에서 투자자의 투자목적에 부합하는 맞춤형 상품 또는 투자 솔루션을 제공하는 포트폴리오 자산관리(portfolio asset management)로 진화하고 있다.⁰¹

김화진·이민경(2016)에 의하면 금융투자회사의 기존 사업모형인 단품 위주의 영업은 시장 상황에 따라 고객에게 주식이나 채권 같은 단일 금융투자상품을 제시하고 사후 관리하는 것을 주요 업무로 하였으나, 이에 따라 시장의 쏠림현상이 심화되고 시장 상황에 따라 큰 폭의 손실이 발생하는 등 간접투자시장에 대한 투자자 신뢰 저하의 원인으로 지적되고 있다. 이러한 투자 수요에 대응하는 맞춤형 투자 솔루션 제공을 위하여 포트폴리오 자산관리를 확대하는 금융투자회사가 증가하고 있다. 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)」에서는 이러한 목적의 간접투자 수단으로 투자일임을 제시하고 있다. 포트폴리오 자산관리는 자산운용회사의 주요한 미래 사업모형(business model)으로 부각되고 있으며, 향후 우리나라 금융산업 발전에 중요한 역할을 할 수 있을 것으로 기대된다.

하지만 투자일임시장의 현실은 그리 긍정적이지만은 않다. 크고 작은 다수의 자산운용회사가 유사한 형태의 미래 사업계획을 제시하고 있으나, 현실적으로는 대부분의 운용사들이 계획했던 만큼 투자일임 규모를 확대하지 못하는 상황이다.⁰² 여기에는 투자일임업과 제도적 경쟁 관계라 할 수 있는 신탁업 및 사모펀드 등과의 규제 차익과 투자일임으로 적립금 운용을 금지하는 퇴직연금의 운용 규제 등이 지적된다. 투자일임시장의 양적 성장을 저해하는 이러한 제도적 제약요인으로 인해 보수율은 낮아지고 경쟁은 심화된다. 과도한 경쟁 양상은 비정상적인 수수료 체계의 원인이 되며, 이는 투자일임을 확대하려는 운용사의 수익성 저하로 연결된다. 낮은 수익성을

01 금융투자협회 표준투자권유준칙에서는 포트폴리오투자를 '투자위험 분산을 목적으로 둘 이상의 금융투자상품에 투자하는 것'으로 정의하고 있다.

02 투자일임 규모를 금융투자협회에 공시하고 있는 자산운용사는 2011년 말 51개에서 2022년 말에는 114개 운용사로 두 배 이상 증가하였으나 동 기간 운용규모 상위 운용사의 시장점유율은 오히려 확대되었다.

보완하기 위한 운용 인력 및 시스템의 양적 또는 질적 축소는 결국 투자자의 신뢰 저하를 야기하는 악순환 구조가 된다.

투자일임시장에 대한 이러한 일반적인 시각을 공개된 자료를 바탕으로 실증적으로 검증하기는 매우 어렵다. 사적 계약에 기반하는 투자일임업의 특성상 관련 시장 통계 또는 분석 자료가 충분하지 않으며, 이로 인하여 투자일임시장에 관한 학문적 또는 실무적 연구나 실증분석이 매우 부족한 상황이기 때문이다. 이러한 배경하에서, 본 연구에서는 투자일임업의 발전과 이를 규율하는 관련 법률의 변천 과정을 통해 투자일임업에 대한 이해를 제고하고 시장 경쟁 관계에 있는 타 제도와의 규제 차이 관점에서 합리적 제도 개선 방안을 모색해 본다.

자산운용사의 투자일임 확대를 위한 가장 중요한 자금원은 금융 그룹 내 생명보험회사 같은 계열사 자금인 것으로 알려져 있다. 이는 투자일임업에 신규 진출 또는 시장점유율을 확대하고자 하는 자산운용사 입장에서는 전략적으로 조정할 수 없는 환경요인이다. 계열 생명보험회사 외에 일임시장 진출에 유의미한 영향을 미치는 요인을 살펴보기 위하여 자산운용사의 재무제표 변수를 바탕으로 패널회귀분석을 실시하였다. 포트폴리오 자산관리라는 고부가가치의 사업 영역임에도 불구하고 지나친 수수료 경쟁으로 인하여 투자일임업의 확대가 운용사의 수익성에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 실증적으로 검증하고 이로부터 규제 완화를 포함한 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

II. 투자일임업의 이해

1. 투자자문과 투자일임

투자일임은 투자자문이 발전한 영업 형태이다. 투자자문은 투자 대상의 가치 또는 투자 판단에 대한 전문적 조언을 의미하며, 자문 과정에서 업무 범위의 자연스러운 확대를 통하여 자산운용에 대한 재량(discretion)을 위임받아 투자를 직접 실행하는 투자일임의 형태로 발전하였다. 자본시장법에서는 투자자문업을 ‘금융투자상품등의 가치 또는 금융투자상품등⁰³에 대한 투자

03 자본시장법 제6조(금융투자업) 제7항. 여기에서 금융투자상품등이란 금융투자상품과 그밖에 대통령령으로 정하는 투자대상자산으로 정의되며, 투자판단이란 ‘종류, 종목, 취득·처분, 취득·처분의 방법·수량·가격 및 시기 등에 대한 판단’으로 열거하고 있다.

판단에 관한 자문에 응하는 것을 영업으로 하는 것'으로 정의하고 있다.⁰⁴ 투자자문업의 자연스러운 사업 영역 확장으로 이해되는 투자일임업은 본질적으로 일대일 맞춤형(customized)의 포트폴리오 자산관리 수단이다.

맞춤형 자산운용이라는 관점에서 투자일임과 사모펀드가 제도적 경쟁 관계인 것이 현실이나, 사모펀드는 비록 소수라 할지라도 집합투자의 일환임을 명심하여야 한다. 투자일임과 사모펀드의 역할과 특성 차이는 법으로 분명하게 규정되어 있다. 투자일임은 '투자자별로 재산상태나 투자 목적을 종합적으로 고려하여 운용'하는 수단임에 비해⁰⁵, 집합투자기구의 일환인 사모펀드는 '2인 이상의 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 않으면서 투자의 결과만을 배분'하는 것으로 규정된다. 일임위탁과 사모펀드 간 제도적 차이의 핵심은 투자자와 운용사의 관계 또는 이로 인한 운용의 독립성이라 할 수 있다. 투자일임은 투자자의 재산상태나 투자목적 등을 고려하여 운용되어야 하므로 운용 과정에서 투자자와 운용사 간의 양방향 의사소통이 필수적이다. 그에 비하여 사모펀드는 비록 단독으로 설정되더라도 집합투자의 범주이므로 운용 과정에 투자자의 관여는 원칙적으로 위법하다. OCIO 위탁운용을 포함하여 대부분의 포트폴리오 자산관리는 본질적으로 투자일임의 영역이나, 운용의 경제적 실질이 동일하다는 이유로 이를 사모펀드 구조로 설정하는 관행이 보편화된 현 상황이 적절치 않은 이유이다.

<표 II-1> 투자일임, 사모펀드, 신탁 특성 비교

		투자일임	사모펀드	신탁
집합성	투자자 집합	불가	필수	원칙적 불가
	집합운용	불가	가능	불가
	집합주문	제한적 허용	제한적 허용	제한적 허용
운용특성	투자자의 운용 관여	가능	불가	가능
	분산투자 의무	없음	강함	일부(불특금)
	투자목적 고려	강함	없음	일부(불특금)
대리인 문제		약함	강함	약함

자료: 김은집(2015)에 저자 수정

04 이에 비하여 유사투자자문업은 '불특정다수인을 대상으로 발행 또는 송신되고 불특정다수인이 수시로 구입 또는 수신할 수 있는 매체를 통해 투자자문업자 외의 자가 일정한 대가를 받고 영위하는 투자조업업'으로 정의되며, 따라서 유사투자자문업자는 일대일 투자자문 행위가 금지된다.

05 자본시장법 제6조(금융투자업) 제8항. 투자일임업을 '투자자로부터 금융투자상품등에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 그 투자자의 재산상태나 투자목적 등을 고려하여 금융투자상품등을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하는 것을 영업으로 하는 것'으로 규정하고 있다.

2. 투자일임업의 규율 및 규제

일대일 맞춤형 투자라는 관점에서 투자일임서비스에 대한 수요는 오래전부터 존재하였으나 이에 대한 규율 및 규제 체계는 계속해서 바뀌었으며, 이는 곧 투자일임업의 본질적 속성에 대한 제도적 인식이 변화한 것으로 이해할 수 있다. 투자자문업이 발달한 미국의 경우 투자자문업은 투자일임의 형태도 포함하는 것으로 보아 투자일임업을 별도로 규제하지 않는데 비하여, 일본의 제도를 참조한 우리의 경우 일본과 같이 투자자문과 투자일임에 대한 별도 규제 체계로 발전하였다.⁰⁶ 우리의 경우 제도 초기에는 투자자문을 자산운용이 아닌 증권거래의 부수업무로 인식하여 증권거래법에서 투자자문업을 법제화하였다. 이후 증권산업 경쟁력 제고의 일환으로 투자자문사 및 증권사가 겸영이 가능한 구조로 투자일임업이 도입되었다. 자산운용업법에서 금융투자기관을 기관별 규제에서 기능별 규제로 전환함에 따라 투자일임은 자산운용업의 규제 대상이 되었으며, 2009년 자본시장법에서 집합투자업과 신탁업, 투자자문업, 투자일임업의 규정이 명문화되었다. 보다 자세한 제도 연혁 및 규제 특성은 아래 <표 II-2>를 참조한다.

<표 II-2> 투자일임업의 발전 연혁 및 제도 특성

	연혁 및 제도적 특징
증권거래법 (1987~2003)	(1987년) 투자자문업 법제화를 위한 증권거래법 개정 ¹⁾ <ul style="list-style-type: none"> 자산운용업이 아닌 증권거래업의 일환이었으며 투자자문업으로 시작 투자자문업 등록제 및 전업제(증권회사의 겸영 금지) 영업보증금제도²⁾ 및 계약해제제도(cooling off)³⁾ (1997년) 증권산업 경쟁력 제고 일환으로 투자일임업 도입 <ul style="list-style-type: none"> 투자자문업자 및 증권회사의 겸영 허용 및 허가제 (1999년) 자본시장 규제완화 정책으로 허가제에서 등록제로 전환
자산운용업법 (2004~2008)	(2004년) 기관별 → 기능별 규제 전환에 따른 자산운용업으로의 규제 <ul style="list-style-type: none"> 파생상품 및 부동산, 단기대출 및 금융기관 예치 등 대상 자산 확대 투자자 보호: 기존 영업보증금제도 → 건전성 관리 기준⁴⁾
자본시장법 (2009~)	(2009년) 집합투자업, 신탁업, 투자자문업, 투자일임업 규정 명문화 <ul style="list-style-type: none"> 적합성 원칙, 설명의무, 투자권유준칙 등의 투자자 보호 강화 겸영에 따른 이해상충 관리체계 강화(내부통제, 인력, 시스템, 정보 등) 계약해제제도(cooling off) 부활 (투자자문계약 한정) '자기집행의무' 부과 및 업무의 외부위탁 제한적 허용 대상 자산을 증권 등 금융투자상품으로 제한

주 : 1) 미국의 투자자문업법(1940년)과 일본의 투자고문업법(1986년) 참조
 2) 투자자문업자는 5천만원, 투자일임업자는 1억원 이상의 보증금을 금융기관에 예치
 3) 투자자에게 계약 체결 후 7일 이내에 계약을 무조건 해제할 수 있는 권리 부여
 4) 투자자문업자는 2억원, 투자일임업자는 20억원 이상의 순자산액 유지

자료: 박철영(2009) 기반 저자 정리

06 따라서 투자자문업자는 SEC에 등록하여야 하며 자산운용업에 준하는 규제 및 준수 의무가 부과된다. 등록된 투자자문업자는 제한 없이 투자일임 행위를 할 수 있다.

제도 활성화에 있어 보다 중요한 부분은 투자일임업에 대한 행위규제이다. 투자일임계약은 민법상 위임계약에 해당하므로 투자일임업자에게는 민법상 수임자로서의 선관주의의무가 부과된다. 투자일임업에 있어서는 고객으로부터의 위임 취지에 맞게 업무를 수행하고 전문적 지식 및 경험에 따라 대응하여야 하는 의무라고 할 수 있다. 주의의무의 구체적인 내용으로는 고객 지시 내용의 확인, 투자지침의 준수, 중요사실의 공시, 리스크관리, 분산투자, 최선가격집행, 의결권의 행사, 운용결과 보고 등이 일반적이다.⁰⁷ 한편, 자본시장법에서는 투자일임업자에게 별도의 충실의무도 부과하고 있다.⁰⁸ 충실의무는 투자일임업자가 투자자의 이익을 보호하기 위하여 위임계약상의 선관주의의무 이상으로 기울여야 하는 추가적 의무이다. 그 핵심은 신뢰한 자와 신뢰를 받는 자(fiduciary) 간의 이익상반거래를 금지하는 것으로, 자본시장법에서는 투자일임업에 관하여 자기집행의무(업무위탁금지), 이해상충관리, 직무관련정보 이용금지, 투자자와의 이익충돌거래 제한, 손실보전 금지 등을 규정하고 있다.⁰⁹

투자일임에서는 집합투자기구인 사모펀드에 대비하여 투자자의 운용 관여가 제도적으로 규정된다. Hass & Howard(2008)에 의하면 투자일임계약이 투자회사 또는 증권성에 해당되지 않을 조건으로 계좌 운용 및 포트폴리오 구성에 대해 투자자가 특정 형태의 투자 제한을 요청 또는 설정할 수 있어야 하며, 일임재산에 대해 직접 증권을 보유한 것과 동일한 권리를 행사할 수 있어야 한다. 이는 펀드의 운용에 있어 투자자의 일상적인 관여를 금지하는 집합투자기구와 뚜렷하게 대비되는 부분이다. 최근 유행하는 OCIO 위탁운용이 사모펀드 구조가 아닌 투자일임계약으로 설정되는 것이 바람직한 이유다. 한편 퇴직연금 적립금의 운용 수단으로 투자일임이 허용되어야 한다는 주장의 근거이다. 최근 확대되고 있는 DB 적립금의 OCIO 운용이 활성화될 수 있는 제도적 기반이며, DC 제도에서 규제 샌드박스로 시행되는 로보어드바이저가 시장에 정착되기 위한 선결과제라 할 수 있다.

07 우리의 경우 의결권 행사의 위임은 자본시장법에서 금지되어 있으므로 주의의무의 내용에 포함되지 않는다.

08 자본시장법 제96조 제2항

09 이에 관한 보다 자세한 법리적 해석은 김정연(2016)을 참조할 수 있다.

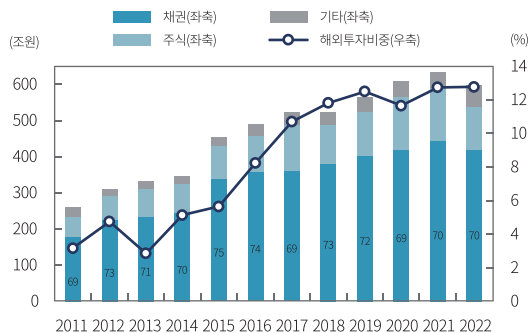
III. 투자일임시장의 자산운용사 경쟁구조 분석

1. 시장 현황

2022년말 기준 자산운용회사의 전체 투자일임 자산규모는 597.3조원 규모로 이는 전년도 동기 대비 5.6% 감소한 수준이다. 2012년부터 과거 12년 동안 투자일임시장은 연평균 7.8%의 지속적인 성장세였으나, 2022년은 주식과 채권의 전통자산이 동반 하락하는 시장 환경으로 인해 전체 시장규모가 축소되었다. 과거 12년 동안 투자일임시장의 확대는 연평균 22.4%의 가파른 성장세를 보인 해외부문에 기인한다. 이에 따라 전체 투자일임시장에서 해외부문의 비중은 2011년 3.2% 수준에서 2022년에는 12.8%까지 확대되었다. 최근 기관투자자의 해외투자 확대 기조를 반영하는 부분이다. 2022년 전통자산의 동반 하락은 해외투자에서도 동일하여 투자일임의 해외부문 시장 확대 역시 정체된 상황이다.

투자일임의 세부 자산 구성은 <그림 III-1>과 같다. 우리나라의 투자일임 시장은 채권 중심의 간접투자시장으로 정리할 수 있다. 전체 투자일임 시장에서 차지하는 채권형 투자일임의 비중은 69%~71% 수준으로 거의 고정되어 있다. 2015년에 그 비중이 74.5%까지 확대되기도 하였으나 이는 특정 운용사의 생명보험회사 자금 확대에 의한 일시적 현상이라 할 수 있다.¹⁰ 이는 우리 투자일임시장의 가장 큰 투자 주체가 일종의 계열사 시장(captive market)이라 할 수 있는 동일 계열 생명보험회사 사이며, 생명보험회사의 투자일임은 대부분 채권 포트폴리오로 구성되는 것으로 알려져 있다.

<그림 III-1> 투자일임 설정 규모 및 구성(채권형 비중)

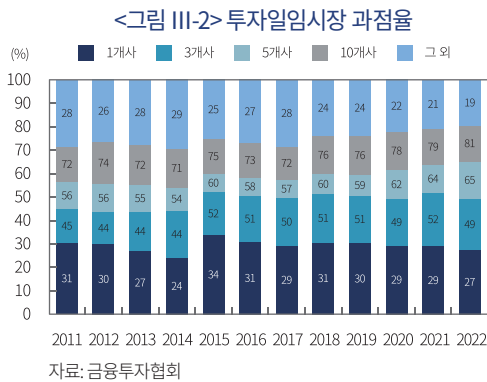


주 : 기타 항목은 증권형의 혼합자산과 재간접형, 그리고 부동산, 파생형, 특별혼합 등의 일임 유형을 의미함
 자료: 금융투자협회

10 2015년 한 해 동안 삼성자산운용의 투자일임 규모가 83조원에서 154조원으로 크게 증가하였으며, 여기에서 80% 이상이 삼성생명의 고유자금 운용인 것으로 알려져 있다. 2022년 1분기 삼성자산운용의 투자일임 자산에서 계열 생명보험회사의 고유자금 운용이 차지하는 비중은 84%에 이른다(더벨(2022. 5. 31)).

2. 시장 과점화

투자일임시장의 과점도는 강화되는 추세이다. 삼성자산운용의 독보적인 시장점유율은 2015년 34%로 정점을 찍은 후 점차 감소하여 2022년말 기준 27% 수준으로 축소되었으나, 분석 기간인 12년 동안 절대적인 시장점유율을 유지하고 있다. 그에 비하여 2위에서 10위까지의 자산운용사는 매년 그 순위가 바뀐다. 상위 5개사의 시장점유율은 2011년 56%에서 2022년에는 65%까지 확대되었으며, 상위 10개사를 제외한 나머지 자산운용사의 투자일임시장점유율은 2011년 28%에서 2022년에는 19%까지 축소되었다. 즉, 전반적인 시장의 과점 추세는 강화되고 있음을 의미한다.



이는 동일 계열의 생명보험회사 자금 유입이 가장 중요한 요인이겠지만, 그 외에 일임계약의 특성상 운용실적(track record)이 확인된 대형 운용사로 자금이 집중되는 경향도 작용하고 있는 것으로 사료된다.¹¹ 축적된 운용실적과 무관하게 계열사의 지원을 받을 수 없는 중소 자산운용사의 시장 진입이 현실적으로 쉽지 않음을 의미한다.

3. 경쟁구조 분석

2011년부터 2012년까지 12년 동안 투자일임시장의 리그테이블(league table) 구성 추이를 살펴보면 <표 III-1>과 같다. 시장점유율 상위 10개사의 순위 변화를 시각적으로 확인하기 위하여 12년 동안 리그테이블에 포함되었던 총 16개의 자산운용사를 색깔과 패턴으로 구분하여 표현하였다. 2022년말 기준 투자일임시장에 참여하고 있는 전체 114개 자산운용사 중에서 지난 12년 동안 리그테이블에 한 번이라도 포함된 운용사가 16개뿐이라는 사실이 신규 시장 진입의 어려움을 방증한다. 그럼에도 불구하고 리그테이블 내에서 개별 운용사의 순위가 매년 변동되는 양상은, 과점화된 시장이지만 시장에 이미 진입한 상위 운용사 간의 경쟁은 작지 않음을 의미한다.

11 여기에서 운용실적(track record)은 일임자산의 과거 수익성결과가 아니라 운용규모(AUM)를 의미한다. 기관투자자의 일임운용사 선정 과정에서도 과거 운용 수익률이 아닌 운용규모에 관한 정보만 제공되는 것이 일반적이기 때문이다.

<표 III-1> 최근 12년 투자일임시장 리그테이블 추이

순위	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1
2	R12	R12	R4	R4	R4	R4	R4	R4	R4	R4	R4	R2
3	R13	R4	R12	R5	R5	R5	R5	R5	R5	R2	R2	R3
4	R3	R13	R5	R3	R3	R3	R3	R3	R3	R5	R5	R4
5	R5	R5	R3	R12	R12	R2	R2	R7	R7	R3	R3	R5
6	R7	R3	R13	R7	R7	R12	R12	R12	R2	R7	R7	R6
7	R14	R7	R7	R13	R2	R7	R7	R6	R6	R6	R8	R7
8	R4	R14	R14	R14	R9	R9	R6	R2	R12	R8	R6	R8
9	R16	R2	R15	R2	R13	R6	R11	R9	R8	R9	R9	R9
10	R10	R8	R2	R15	R14	R13	R8	R8	R9	R11	R11	R10

R1	삼성자산운용	R9	엔에이치아문디자산운용
R2	케이비자산운용	R10	베어링자산운용
R3	신한자산운용	R11	키움자산운용
R4	한화자산운용	R12	파인만자산운용
R5	미래에셋자산운용	R13	우리글로벌자산운용
R6	흥국자산운용	R14	우리자산운용
R7	교보역사자산운용	R15	트러스트자산운용
R8	한국투자신탁운용	R16	하나유비에스자산운용

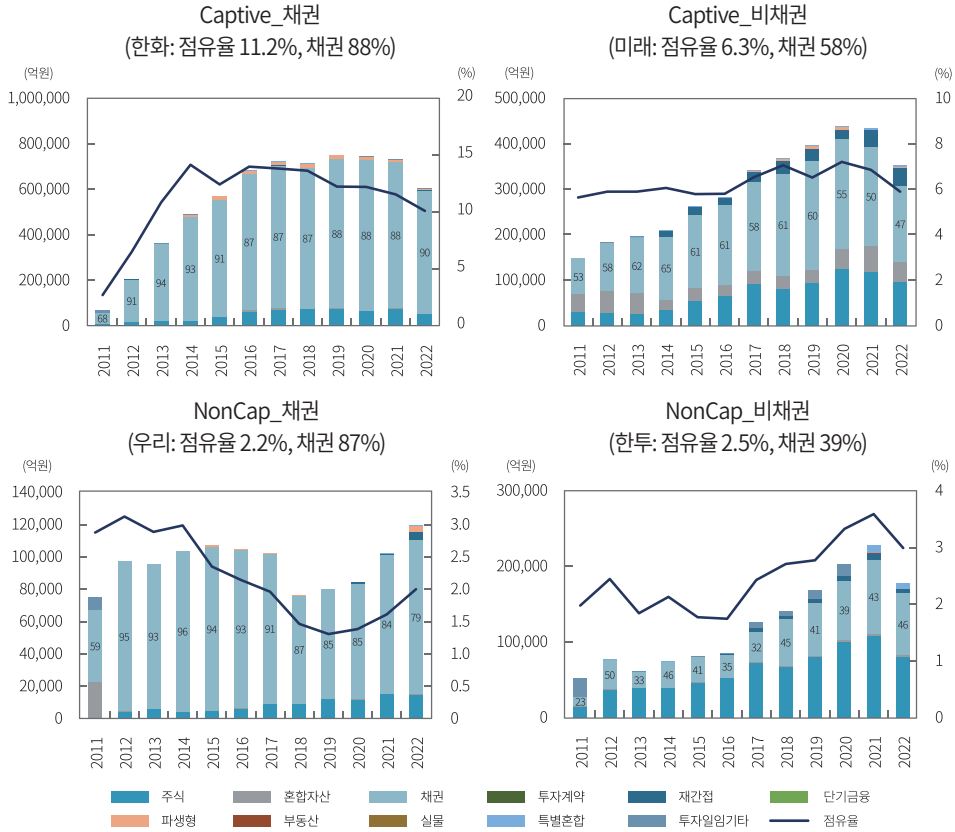
투자일임시장에서 삼성자산운용의 지위와 위상은 확고하다. 12년 동안 동일 순위를 유지하고 있는 운용사는 삼성자산운용이 유일하다. 여기에는 앞서 언급한 바와 같이 그룹 생명보험회사의 지원과 축적된 운용실적이라는 요인이 복합적으로 작용하고 있는 것으로 판단된다. 점유율 순위 5위까지에 포함되는 자산운용사는 일부를 제외하고 대부분 생명보험회사가 포함된 금융 그룹 계열이다. 6위에서 10위권의 운용사는 매년 순위의 변동이 매우 심하다. 계열 생명보험회사가 없는 중소운용사는 투자일임의 상품 유형에서 상이한 양상을 보인다. 계열 생명보험회사가 있는 상위 운용사는 주로 채권형의 비중이 높은 반면, 중하위권의 운용사는 상대적으로 주식 및 기타 유형의 비중이 상대적으로 높게 나타난다. 이러한 요인들은 상호 연관되어 시장점유율을 결정하게 되므로, 요인별로 개별적인 영향도를 파악하기 위하여 운용사 재무제표 변수와 기업 특성 자료를 이용한 패널회귀분석을 실시하였다.

4. 시장점유율 결정요인

본격적인 회귀분석에 앞서 시장점유율에 영향을 미치는 것으로 언급된 자산운용사 특성과 주요 투자 자산을 조합하여 시장점유율 추이를 비교해 보았다. 그룹별 특성에 따른 시장점유율 차이를 시각적으로 가늠해 보기 위함이다. 계열 생명보험회사의 유무(Captive vs. NonCap)와 자산 유형을 채권과 비채권으로 나누어 4개 그룹으로 조합하였다. 그룹별 특성이 뚜렷하게 나타나는 운용사로 Captive_채권 그룹에는 한화자산운용, Captive_비채권 그룹에는 미래에셋자산운용, NonCap_채권에는 우리자산운용, NonCap_비채권 그룹에는 한투자산운용을 선정하여 시장점유율의 수준 및 변화 추이를 비교하였다.

Captive_채권이 Captive_비채권에 비해 높은 시장점유율을 보이나 그 변동성은 심한 편이다. 계열 생명보험회사의 일임위탁에는 그룹 차원의 정책적 판단이 크게 작용하므로 운용사 입장에서는 일종의 천수답 구조라 할 수 있다. 생명보험회사의 일임위탁은 대부분 채권형으로 운용되는 것으로 알려져 있으나, 개별 운용사의 채권형 일임자산에서 계열 생명보험회사의 위탁 자산이 어느 정도 비중을 차지하는지에 대한 정보는 확인하기 어렵다. 이러한 분석 자료의 제약하에서, Captive_비채권 그룹의 시장점유율이 Captive_채권 그룹에 비해 비교적 지속적임을 감안하면 비채권 그룹의 계열사 의존도가 보다 낮음을 유추할 수 있다. NonCap 그룹에서는 채권 비중이 높은 운용사에 비해 주식 및 기타 유형의 비중이 높은 운용사의 시장점유율이 확대되는 양상도 관측된다. 이는 계열 생명보험회사가 없는 운용사의 경우 일임 운용자산의 특성도 시장점유율에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

<그림 III-3> 운용사 특성과 투자일임 상품의 조합



이러한 시장 특성을 반영하여, 전체 투자일임시장과 함께 채권 및 주식의 개별 자산에 대한 일임 시장으로 나누어 회귀분석을 실시하였다. 자산별 일임시장에 대한 분석을 통해 시장에 신규로 진입하거나 또는 시장점유율을 확대하고자 하는 자산운용사에 의미 있는 시사점을 도출하고자 한다. 채권 외의 자산에 대한 경쟁력이 있는 자산운용사는 계열 생명보험회사가 부재한 상황에서도 투자일임시장의 점유율을 확대할 수 있는 여지는 있는 것으로 파악된다.

분석 자료는 리그테이블에 2년 이상 진입한 15개 자산운용사의 2011년부터 2022년까지 12년간 재무제표 변수이다.¹² 자산별 일임시장은 주식, 채권, 그리고 기타¹³로 구분하였다. 회귀모형의 종속변수는 전체 및 자산별 일임시장에서 개별 자산운용사의 시장점유율이다. 설명변수는 크게

12 앞서 리그테이블의 장기 추이에서 살펴본 16개 자산운용사에서 하나유비에스자산운용을 제외한 15개 운용사이다.

13 기타 일임시장은 재간접, 파생형, 부동산, 혼합자산, 특별혼합, 단기금융 등으로 구성된다.

규모 변수와 수익성 변수, 그리고 비용 변수로 구성하였다. 규모 변수로는 자산운용사의 매출 규모라 할 수 있는 영업수익(revenue)을 사용하였으며, 영업수익의 변화율도 함께 고려하였다.¹⁴ 수익성 변수로는 ROE와 ROAUM¹⁵ 등이 검토되었으며, 모형적합도 등을 고려하여 최종적으로 ROAUM으로 설정하였다. 투자일임시장의 경쟁력 있는 운용자산 특성이라는 관점에서 채권자산 비중을 설명변수로 포함하였다.¹⁶ 비용 변수로는 인건비, 임차료, 광고비 및 조사연구비 등이 고려되었으며¹⁷, 최종 회귀분석 결과에는 유의미하게 추정된 인건비 변수만을 제시하였다.¹⁸ 인건비는 운용 인력의 충분성과 전문성을 모두 포괄한다. 따라서 인당 인건비로 인력의 전문성을, 매출 대비 인건비로 인력의 충분성을 대리하였다. 계열 생명보험회사유무는 더미변수로 설정하였으며, 삼성자산운용의 예외적 영향을 제거하기 위하여 더미 처리하였다. 회귀분석의 결과 해석에서, 대두되는 내생성(endogeneity) 문제를 완화하기 위하여 종속변수와 설명변수 간에는 1년의 시차를 두었다.¹⁹ 시장점유율 결정요인 분석 결과는 아래 <표 III-2>와 같다.

<표 III-2> 시장점유율(MS) 결정요인 회귀분석

	MS_전체	MS_채권	MS_주식	MS_기타
Log(영업수익)	1.95 (4.30)	1.95 (3.60)	1.19 (2.89)	4.97 (5.09)
Log_dif(영업수익)	2.08 (1.94)	3.17 (2.46)	-0.26 (-0.27)	-2.22 (-0.96)
ROAUM	-0.07 (-0.88)	-0.11 (-1.20)	0.02 (0.26)	-0.14 (-0.83)
채권자산 비중	0.07 (5.79)	0.12 (7.90)	-0.05 (-4.42)	-0.02 (-0.61)
인건비/인원수	0.05 (0.68)	0.03 (0.37)	0.17 (2.47)	0.10 (0.57)
인건비/영업수익	0.06 (1.88)	0.06 (1.73)	0.01 (0.37)	0.11 (1.68)
계열 생보사 더미	1.09 (2.44)	1.24 (2.32)	-0.27 (-0.66)	4.12 (4.27)
Adjusted R ²	0.92	0.93	0.65	0.45

주: 괄호 안은 t값. 변수 차분으로 전체 표본 수(obs)는 147개

14 기관투자자의 일임위탁사 선정 과정에서 매출 규모 자체와 함께 규모의 최근 변화가 중요하게 고려되는 관행을 반영하기 위함이다.

15 ROAUM(Return on AUM)은 당기순이익을 운용규모로 나누어 산출하였다.

16 일임자산과 공·사모펀드 내의 모든 채권자산 비중이다.

17 임차료는 점포의 지리적 접근성, 광고비는 적극적 영업활동 정도, 연구개발비는 상품 개발 역량으로 해석될 수 있다.

18 인력의 전문성 및 충분성을 가늠하기 위한 설명변수로 전체 전문인력수를 검토하였으나, 유의성이 높지 않아 최종 모형에는 포함되지 않았다.

19 시차를 두지 않은 동일 시점 모형에서도 계수 추정치의 방향과 유의성은 거의 유사하게 나타났다.

회귀분석 결과를 보면, 전체 일임시장과 채권형 일임시장이 유사한 반면, 주식형 일임시장에서는 전반적으로 상이한 결과를 보인다. 기타 자산 시장의 모형 설명력은 0.5 미만으로 모형 적합도가 낮다. 모든 일임시장에서 매출 규모의 설명력이 가장 높게 나타났으며, 매출 증가율은 전체 시장과 채권형 시장에서만 유의미한 양의 값을 보인다. ROAUM으로 측정한 수익성 변수의 영향은 모든 일임시장에서 유의하지 않은 것으로 분석되었다. 앞서 언급한 바와 같이 투자일임시장의 주요 고객인 기관투자자가 위탁운용사를 선정하는 과정에서 운용사의 수익성보다는 규모가 더 크게 고려되는 일반적인 관행이 반영된 결과로 해석된다. 주식형 일임시장에서는 양의 값으로 추정되었으나 통계적으로는 유의하지 않은 결과이다. 투자일임을 포함한 운용사 전체 채권자산 비중은 시장점유율과 양의 관계이며, 주식형 일임시장에서는 음의 값으로 유의하게 추정되었다. 채권자산 비중 변수는 인과관계에 기반한 전략변수로서의 의미보다는, 시차를 두었음에도 불구하고 해소되지 않은 모형의 내생성 문제를 완화하기 위한 통제변수의 일환으로 이해할 수 있다.

계수 추정 결과, 비용 요인을 설명변수로 추가하는 것이 전반적인 모형의 설명력을 제고시키는 효과는 크지 않은 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 개별 변수의 추정 계수를 살펴보면, 인력의 전문성을 의미하는 인당 인건비 변수는 주식형 일임시장에서 유의한 양의 값으로 추정되었다. 그에 비하여 인력의 충분성을 나타내는 매출 대비 인건비는 유의성이 다소 떨어지기는 하나 채권형 일임시장에서 유의한 양의 값으로 추정되었다.²⁰ 채권형 일임시장에서는 운용 인력의 절대 규모가, 주식형 일임시장에서는 운용 인력의 수월성이 보다 강조되는 현실이 일부 반영된 결과로 해석된다. 이는 최근 OCIO 시장에서 제기되는 과도한 전담인력의 문제와도 연결될 수 있다. OCIO 위탁운용의 목적 중 하나가 위험자산의 편입을 통한 수익률 제고임을 감안할 때 인력의 충분성만을 담보할 수 있는 과도한 전담인력 요청보다는 참여 인력의 전문성을 강조하는 것이 보다 주효할 수 있음을 의미한다.

계열 생명보험회사 더미는 모두 유의한 양의 값으로 추정되었다. 이는 국내 투자일임시장의 점유율은 계열 생명보험회사의 전략적 지원에 의존한다는 통상적인 주장과 일치하는 결과이다. 하지만 계열 생명보험회사가 있는 자산운용사의 주식형 일임시장점유율은 오히려 낮은 경향을 보인다. 추정치가 통계적으로 유의하지는 않으나²¹, 계열 생명보험회사가 있는 운용사는 그룹의 전략적 지원으로 조성되는 채권형 일임자산 외에 주식 및 기타 자산 유형으로 일임자산을 적극적으로 확대하려는 노력이 부족한 것으로 해석될 수 있는 부분이다. 반대로 계열 생명보험회사가

20 두 변수 간의 상관계수는 -0.17로 추정되었다.

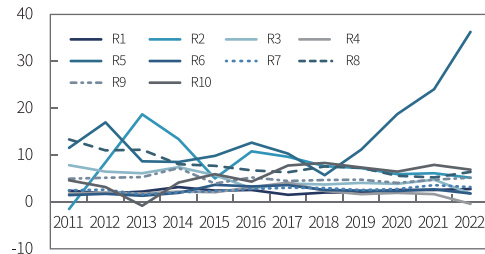
21 t-값이 0.66으로 통계적으로 유의한 수준은 아니다.

없는, 이른바 독립계 자산운용사의 경우 채권형보다는 주식형 일임시장을 중심으로 운용사의 일임자산을 확대하고 있음을 유추할 수 있다. 기타 자산 유형에서 생명보험회사 더미가 양의 값으로 추정된 이유는 구조화 채권 같은 파생형 일임의 영향으로 해석된다.

IV. 투자일임 확대와 자산운용회사 수익성

<그림 IV-1>에서와 같이 ROAUM으로 측정된 국내 자산운용사의 수익성은 연도별로 약간의 부침은 있으나 전반적으로 하향 수렴하는 양상이다. 자산운용업계의 전반적인 수익성이 악화되고 있음을 의미한다. 하지만 그림에도 불구하고 개별 운용사별로, 또는 연도별로 수익성의 변동폭은 작

<그림 IV-1> 분석 대상 자산운용사의 ROAUM 변화 추이



자료: 금융투자협회

지 않다.²² 운용사의 사업전략 또는 단기적인 대응이 수익성 변화에 영향을 미침을 의미한다. 다수의 자산운용사가 미래 사업모형으로 투자일임업의 확대를 계획하고 있으나, 단기적으로는 투자일임업의 확대가 운용사의 수익성 제고에 반드시 긍정적으로 작용하는 것은 아니다.

투자일임 확대로 자산운용사의 수익성이 저하될 가능성이 큰 이유는 일임위탁의 낮은 보수율이다. 투자자 구성 및 계약 내용에 대한 정보는 외부로 공시되지 않아 투자일임계약의 평균적인 보수율에 대한 시장 통계는 존재하지 않으나, 공적기금에 대한 OCIO 위탁운용 같이 언론을 통해 알려진 일임위탁의 보수 수준은 채권형 펀드 같은 단일 상품의 운용보수에도 미치지 못하는 수준이다.²³ 낮은 보수율은 자산운용사의 전반적인 수익성 저하로 연결될 수밖에 없다. 최근 자산운용사의 전반적인 수익성 하락의 원인이 일임자산의 확대일 수 있다는 의미이다.

22 2018년 이후 ROAUM이 급격하게 상승하는 R5는 미래에셋자산운용으로, 이러한 급격한 증가세는 2018년부터 당기순이익은 전년 대비 각각 115%, 89%, 60%, 33% 증가한 반면, 동 기간 전체 운용규모(AUM)는 10%, 12%, 25%, -12% 증가한 데 기인한다.

23 대형 공적기금에 대한 OCIO 위탁운용의 보수율은 최근 3bp 미만으로 하락한 것으로 알려져 있다.

일임계약의 운용보수에 관한 미시 자료가 부재한 상황에서, 회귀모형을 통하여 투자일임업의 확대가 자산운용사의 수익성에 미치는 영향을 간접적으로 분석하였다. 종속변수인 자산운용사 수익성 지표는 앞선 회귀분석과 동일하게 ROAUM을 사용하였다. 투자일임업의 확대가 ROAUM의 변화에 미치는 영향을 측정하기 위하여 운용사의 인력과 규모를 통제변수로 설정하였다. 운용사 규모는 운용규모(AUM)의 로그값으로, 인력은 금융투자협회에 보고된 펀드매니저 수로 측정하였다. 여기에 일임시장의 특성을 반영하기 위하여 계열 생명보험회사 유무를 더미 변수로 추가하였으나, 결과적으로 유의미하지 않은 것으로 추정되었다. 연도 더미를 포함하였으므로 상수항은 제거되었다. 자산별 투자일임의 영향을 파악하기 위하여 전체 모형과 함께 자산별 시장 모형을 설정하였다. 각 모형별 계수 추정 결과는 <표 IV-1>과 같다.

<표 IV-1> 투자일임 확대가 자산운용회사 수익성에 미치는 영향

	ROAUM(×100, bp)			
	전체 일임모형	주식 일임모형	채권 일임모형	기타 일임모형
전체일임 비중	-0.059 (-3.45)	-0.053 (-3.42)	-0.052 (-3.48)	-0.058 (-3.50)
주식형일임 비중		0.079 (5.96)		
채권형일임 비중			-0.091 (-7.41)	
기타일임 비중				0.142 (3.48)
Log(AUM)	-0.75 (-1.05)	0.87 (1.23)	1.20 (1.78)	-0.63 (-0.91)
계열 생명보험회사 더미	-0.76 (-0.90)	-0.06 (-0.07)	0.08 (0.11)	-0.72 (-0.88)
운용인력	0.14 (3.40)	0.08 (2.13)	0.06 (1.49)	0.12 (2.79)
Adj R ²	0.58	0.66	0.69	0.61

주: 전체 표본 수(obs)는 177개이며, 연도 더미 포함

예상대로 일임 비중 변수의 계수 추정치는 모두 음의 값으로 유의하게 추정되어, 자산운용사의 투자일임 비중 확대는 운용사의 수익성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 통제변수로 설정된 전체 운용규모 변수는 대부분의 모형에서 통계적으로 유의하지 않은 반면, 운용인력 변수는 양의 값으로 유의하게 추정되었다. 다만 주식형 일임 비중을 모형에 추가하는 경우 해당 변수의 계수는 유의하게 양의 값으로 추정되었다. 개별 투자일임계약의 구체적인 내용을 파악할 수 없는 상태에서 제한적이기는 하나, 이는 주식형 투자일임에서는 상대적으로 높은 운용보수가 지급되거나 기본 운용보수 외에 별도의 성과보수가 지급되기 때문으로 추정할 수 있다. 기타 일임

비중을 모형에 추가하는 경우에도 해당 변수가 양의 방향으로 기여하고 있음을 확인할 수 있다. 재간접형 일임과 같은 일종의 자산배분형 상품이 포함된 기타 일임자산의 확대가 운용사의 수익성 제고에 기여하는 부분은 포트폴리오 자산운용이라는 투자일임업의 본질에 부합하는 결과로 해석될 수 있다. 운용보수 위주의 과도한 보수율 경쟁을 지양하고 합리적 수준의 성과보수를 강화하여 투자일임업이 보다 고부가가치 사업으로 진화해야 할 필요성이 강조되는 부분이다.

과당 경쟁에 의한 보수율 인하 문제는 특히 최근 OCIO 시장에서 두드러진다. 다수의 공적기금이 OCIO 운용사 선정에 활용하는 조달청 경쟁입찰이 원인 중 하나로 지적된다. 이러한 방식의 경쟁 입찰에는 이른바 ‘저가 수주에 따른 부실 서비스’의 우려를 차단할 수 있는 제도적 장치가 절대적으로 미비하다. 정성평가 항목인 ‘제안 가격의 적절성’은 실질적으로 작동하지 않으며, 인원으로 평가하는 전담인력 요구가 양질의 서비스를 보장하지도 않는다. 3bp 미만까지 하락한 대형 공적기금의 OCIO 운용보수는 인건비를 포함한 최소한의 원가 수준에도 미치지 못한다. 포괄적 위임을 통한 효율적인 포트폴리오 자산관리라는 OCIO 운용이 정상적으로 작동하기 위해서는 수반되는 직·간접 비용을 모두 추산하여 이를 운용보수의 하한으로 설정하고, 선연적 수준에 머물러 있는 성과보수 체계를 강화하여 실질적인 인센티브로 총보수를 현실화할 필요가 있다.²⁴

V. 결론 및 시사점

투자일임시장의 현황 및 문제점을 입수 가능한 자료를 바탕으로 정량 및 정성적으로 분석하였다. 국내 투자일임시장은 새롭게 리그테이블에 진입하기는 매우 어려운 과점 상황이며, 기존 운용사 간에는 수수료 인하를 포함하여 공급자 간 경쟁구도가 극심한 레드오션으로 요약된다. 시장점유율 확대를 위한 패널회귀분석 결과, 계열 생명보험회사 외에 운용사의 운용규모와 수익성 등이 의미 있는 설명변수로 추정되었다. 이는 분석 자료의 한계로 인하여 내생성이 충분히 통제되지 않았으며 변수 간의 인과관계를 주장하기는 어려운 단순 상관관계임을 유념하여야 한다. 따라서 이러한 분석 결과로부터 자산운용사의 투자일임 확대를 위한 구체적인 사업 전략을 도출하는 것은 적절치 않다. 다만 포트폴리오 자산운용의 중요성이 강조됨에 따라 다수의 자산운용사가 투자일임의 확대를 운용사의 장기 사업모형으로 설정하고 있는 것이 현실인 만큼,

24 최형석(2022)

자산운용사 입장에서는 운용사 고유의 조직 특성과 일임자산 유형의 상관관계를 감안하여 내부의 가용 자원을 효율적으로 배분할 필요가 있다. 예를 들면, 공적기금의 OCIO 운용에서 투자자가 요구하는 운용규모 대비 과도한 전담인력의 문제는 상기 분석 결과를 감안할 때 보다 신중하게 접근해야 할 부분이다.

투자일임업의 본질은 포트폴리오 자산관리이다. 투자일임업에 요구되는 충실의무의 판단 기준을 신중투자자원칙으로 설정하고 있는 일본의 사례를 보면 확실하다. ‘특정 투자를 개별적으로 판단하지 말고 전체 포트폴리오의 관점에서 판단하여야 한다’는 원칙이 이를 의미한다. 독일의 증권거래법은 투자일임의 개념 자체를 ‘금융포트폴리오관리(Finanzportfolioverwaltung)’로 규정하고 있다. 투자일임은 본질적으로 투자 자산 전체 대한 것이 원칙이고, 계약에 따라 단일 상품으로 한정할 수 있음을 법률 용어 자체가 명확히 하고 있는 것이다.²⁵ 우리의 경우에도 이러한 포트폴리오 자산관리에 대한 기관투자자의 요구가 증대되고 있으며, 이러한 수요에 대한 자산운용회사의 대응이 투자일임 확대 전략인 것으로 이해된다. 투자일임시장 활성화의 출발점은 일임이라는 투자 수단의 특성과 역할을 재확인하는 것이다.

자금의 위탁자와 수탁자가 일대일로 대응하여 투자자의 재산상태나 투자목적 등을 모두 고려하는 포트폴리오 자산관리를 수행하는 것이 투자일임업의 제도 목적이다. 이는 집합투자의 일환인 사모펀드와는 본질적으로 상이한 투자 기구라는 의미이다. 투자일임의 속성이 분명한 기관투자자의 위탁 자산이 편법적인 방법으로 신탁이나 사모펀드 형태로 운용되는 현재의 관행은 결코 바람직하지 않다. 또한 퇴직연금 운용 규제 등에서 투자일임을 적립금 운용 수단으로 배제하고 있는 부분 역시 매우 비합리적이다. 투자일임의 제도적 특성은 퇴직연금 같은 연금자산의 운용에 가장 부합하는 투자 기구이기 때문이다. 일임시장 성장에 걸림돌이 되는 불합리한 제도적 제약요인을 제거하는 것이 과도한 경쟁구도로 인해 레드오션화 되고 있는 시장 상황을 개선하는데 가장 중요한 부분이다.

입수 가능한 공개 정보를 토대로 살펴본 우리 투자일임시장은 기존 진입자 간 경쟁은 과열되고 신규 진입은 매우 어려운 비효율적 시장으로 요약된다. 계열 생명보험회사의 자금 지원에 의한 채권 포트폴리오 위주의 우리 일임시장에서 신규 진입하려는 자산운용사는 주식 및 기타 유형으로 일임자산의 구성을 다변화하려는 노력을 경주할 필요가 있다. 이는 레드오션화 된 시장에서 일임자산의 확대가 운용사의 수익성에 오히려 부정적으로 작용하는 있는 현실을 완화시킬 수

25 김화진 · 이민경(2016)

있는 방향이기도 하다. 투자일임업은 기존의 단일 상품 판매에 비해 높은 수익성의 고부가가치 자산운용이 되어야 한다. 이를 위해서는 단일 상품보다 높은 수수료임에도 불구하고 이를 상쇄시키는 양질의 투자일임서비스가 제공된다는 신뢰를 투자자에게 확인시키는 것이 중요하다. 투자자별로 상이한 투자목적에 맞춤형으로 제공되는 포트폴리오 자산운용이 투자일임의 본질임을 다시 한 번 강조한다.

참고문헌

- 김은집, 2015, 투자일임, 금전신탁, 집합투자의 구분과 투자자보호, 『BFL』 71, 75-91.
- 김정연, 2016, 자본시장에서의 이익충돌에 관한 연구, 서울대학교 법학전문박사학위논문.
- 김화진 · 이민경, 2016, 포트폴리오 자산관리와 자본시장법, 『사법』 35(1), 117-156.
- 더벨, 2022. 5. 31, LDI 규모의 경쟁.
- 박철영, 2009, 투자자문업 및 투자일임업에 관한 법적 규제의 현황과 과제, 『증권법연구』 10(1), 1-31.
- 최형석, 2022, OCIO 시장은 벌써 레드오션인가? 『재무관리논총』 24(1), 91-96.
- Haas, J., Howard, S., 2008, *Investment Adviser Regulation in a Nutshell*, Thomson West.

금융투자협회 www.kofia.or.kr

FnGuide www.fnguide.com