

주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점

2011. 3.

선임연구위원

김재철

연구원

윤종문

연구원

태희



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

《 著 者 註 》

몇 년 전 정부는 우리나라 자산운용시장 및 산업을 전략적으로 발전시켜 나가야 할 핵심적인 분야로 지목한 바 있습니다. 당시 정부의 방향성 설정은 그 당위성 측면에서 바람직한 것으로 인정받았습니다. 자산운용시장 및 산업은 투자자와 자금수요자 간에 내재되어 있는 위험들을 효율적으로 조율할 뿐만 아니라, 산업자체로서도 양질의 고용창출 등 성장에 기여하는 효과가 크기 때문입니다. 특히 정부는 선진국의 대형 펀드들이 개도국 금융시장과 기업에 큰 영향을 미치고 있는 것처럼, 우리나라 자본도 국제 금융시장에서 영향력을 발휘할 때가 된 것으로 판단한 듯 했습니다.

그러나 전세계를 휩쓴 금융위기 이후 상황이 많이 변했습니다. 금융과 관련된 많은 이슈들이 “금융규제 개혁”이라는 거대담론에 묻혀버렸습니다. 자산운용시장과 산업을 발전시키고, 국제화시키겠다는 야심찬 계획도 표류하고 있습니다. 당초의 계획은 필연적으로 규제축소와 개방을 전제하고 있었는데, 이는 규제강화라는 국제적 흐름과 상반되는 방향이었기 때문입니다.

이제는 우리나라 금융시장 및 자본시장, 그리고 금융산업이 새로운 금융질서에 맞는 경쟁력을 갖추기 위해 무엇을 해야 할지를 논의해야 할 때입니다. 본 보고서는 우리나라 자산운용시장이 한 단계 도약해 국제시장에 굳건히 서기 위해서 어떤 발전 모델을 선택해야 하는지 분석합니다. 이를 위해 본 보고서는 비교적 단기간에 전세계 자산운용시장에서 중심축이 된 국가, 예컨대 호주, 싱가포르 및 아일랜드의 사례를 분석하였습니다. 이를 통해 경제환경에 적합한 모델의 선택 및 정책적 집중이 필요함을 제시하였습니다.

아무쪼록 본 보고서가 우리나라 자산운용시장의 밝은 미래를 만들어 나가는데 유용한 지침서가 될 수 있기를 바랍니다. 본 보고서 출간을 위해 좋은 의견을 제시해 주신 본원의 연구조정위원들에게 감사드리며, 보고서 편집을 도와주신 김달님 연구조원에게도 감사드립니다.

김 재 칠 jckim@kcmi.re.kr 02-3771-0663

윤 중 문 idisyun@kcmi.re.kr 02-3771-0872

태 희 taehee@kcmi.re.kr 02-3771-0873

목 차

Executive Summary	vi
Abstract	xi
I. 국내 자산운용시장 동향	3
II. 국제 자산운용시장에서 우리나라의 위상	9
1. 국제 자산운용시장 동향	9
2. 국제 자산운용시장에서 우리나라의 위상	10
III. 주요국 자산운용시장 발전모델 검토	17
1. 자산운용시장 발전 유형	17
2. 주요국 자산운용시장 발전모델	19
3. 시사점	37
VI. 우리나라 자산운용시장 발전모델 정립 및 과제	41
1. 국내 펀드수요 창출 잠재력 평가	41
2. 자산운용 허브로서의 경쟁력 평가	43
3. 향후 과제	49
참고문헌	59

표 목 차

<표 I-1> 국내 및 외국계 자산운용회사 수 추이	6
<표 II-1> 주요국 상위 5개 자산운용회사별 순자산	14
<표 III-1> 호주 주요 산업별 경제적 부가가치 창출 비중	21
<표 III-2> Superannuation fund 의무 기여율	24
<표 III-3> Superannuation fund 과세제도	25
<표 IV-1> 국제금융센터지수(GFIC) 서울순위 추이	45
<표 IV-2> 주요 국가별 경쟁력 평가	46
<표 IV-3> 외국 아이디어 및 신도전에 대한 적응도	48
<표 IV-4> 한·미·영·일 가계자산 구성 비교	54

그 립 목 차

<그림 I-1> 국내 펀드시장 규모 및 펀드 수 추이	3
<그림 II-1> 전세계 자산운용시장 규모 및 펀드 수 추이	9
<그림 II-2> 주요국 자산운용시장 규모	10
<그림 II-3> 주요국 시가총액 대비 자산운용시장 규모 비중	11
<그림 II-4> 주요국 GDP 대비 자산운용시장 규모 비중	12
<그림 II-5> 아시아/태평양 지역 자산운용시장에서의 국가별 비중	13
<그림 III-1> 자국 펀드수요 확충을 통한 자산운용시장 발전: 호주	18
<그림 III-2> 정부주도의 자산운용 허브 구축 유형 : 싱가포르 및 아일랜드	19
<그림 III-3> 호주 펀드시장 운용자산 규모 추이	20
<그림 III-4> 전세계 20위권 경제규모 국가	22
<그림 III-5> 호주 총 펀드자산 추이	23
<그림 III-6> 싱가포르 펀드시장 운용자산 규모 추이	28
<그림 III-7> 싱가포르 펀드의 투자자금 출처	29
<그림 III-8> 싱가포르 펀드의 최종 투자지역	30
<그림 III-9> 지역별 고액자산가 보유 금융자산 규모	31
<그림 III-10> 아일랜드 펀드시장 운용자산 규모 추이	33
<그림 III-11> 아일랜드 펀드 프로모터 수	35
<그림 III-12> 아일랜드 펀드 프로모터 국가별 비중	35
<그림 III-13> 자산운용시장 발전을 위한 전략	38
<그림 IV-1> 국민연금 및 퇴직연금 자산 규모 추정	42
<그림 IV-2> 연금 자산 총규모 및 GDP 대비 비중 추정	43
<그림 IV-3> 금융 중심지 분류 현황	44
<그림 IV-4> GDP 대비 중앙정부 재정수지	48

약 어 표

AFSL	Australian Financial Services Licence
AIFs	Alternative Investment Fund
APRA	Australian Prudential Regulation Authority
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
BCG	Boston Consulting Group
CLERP	Corporate Law Economic Reform Program
DC	Defined Contribution
EET	Exempt-Exempt-Tax
FDI	Foreign Direct Investment
FSI	Financial System Inquiry
FSRA	Financial Services Reform Act
GDP	Gross Domestic Product
GFCI	Global Financial Centres Index
GIC	Government of Singapore Investment Corporation
HNWI	High Net Worth Individuals
ICI	Investment Company Institute
IDA	International Development Association
IFIA	Irish Funds Industry Association
IFSA	Investment & Financial Services Association
IFSC	International Financial Service Center
IMD	International Institute for Management Development
IMF	International monetary Fund
IRA	Individual Retirement Account
MAS	Monetary Authority of Singapore

MMF	Money Market Funds
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
PEF	Private Equity Fund
SEC	Securities and Exchange Commission
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
WB	World Bank
WDA	the Singapore Workforce Development Agency
WDI	World Development Indicators
WEF	World Economic Forum

《 Executive Summary 》

- 2000년대 들어 빠른 속도로 성장한 우리나라 자산운용시장은 금융위기의 영향을 상대적으로 적게 받았지만, 국제 자산운용시장에서의 위상은 여전히 부족
 - 국내 자산운용시장은 정부가 지향하는 선진시장에 비해 시장의 절대규모, 경제규모 대비 시장규모 등 여러 측면에서 절대적으로 미약
 - 국내 자산운용시장 규모는 2009년말 기준 비교대상 46개 국가 중 15번째 수준
 - 이는 호주, 싱가포르, 아일랜드 등 정부가 벤치마크 대상으로 삼고 있는 국가에 비해서는 크게 낮은 수준
 - 주식시가총액 및 GDP 대비 자산운용시장규모도 아직은 미약
 - 특히, 동북아 금융허브를 지향하고 있으면서도 아시아/태평양 지역에서 차지하는 위상이 부족
 - 국내 자산운용시장 규모가 아시아/태평양 지역에서 차지하는 비중은 2000년말 8.6%에서 2009년말에는 7.4%로 오히려 하락
 - 아시아/태평양 지역에서 호주, 싱가포르, 홍콩 등은 세계적인 수준의 자산운용시장 보유
 - 국내 자산운용회사 또한 주요국 자산운용회사에 비해 운용자산의 규모가 영세

□ 비교적 단기간에 전세계 자산운용시장의 중심축으로 성장한 국가들은 두 가지 발전유형으로 분류

— 자국 펀드수요 확충 유형: 호주

- 연금자산 축적 및 규율체계 정비를 통해 자국의 펀드수요를 확충하고, 이를 통해 자산운용시장 확대 및 국제화 도모

— 정부주도의 자산운용 허브 구축 유형: 싱가포르, 아일랜드

- 정부의 각종 지원을 통해 해외 우수 자산운용회사가 자국에 법인을 설립함과 동시에 펀드를 자국에 등록하도록 하고, 이를 역내 다른 국가 투자자들에게 판매하도록 유도

□ 호주 자산운용시장 발전 사례

— 성장요인 1: 풍부한 경제력

- 2009년말 GDP 기준 세계 13위 수준

— 성장요인 2: 의무 가입 퇴직연금 도입(Superannuation fund)

- 2010년 3월말 기준 1조 570억달러로 호주 펀드시장 수요의 대부분 차지

— 성장요인 3: 규율체계 개혁을 통한 기반 마련

- 투자자 보호 강화, 다양한 상품과 서비스 공급자 구축, 투자자 선택의 합리성 제고, 펀드시장의 경쟁규율 등을 통해 수요 창출을 위한 기반 형성

□ 싱가포르 자산운용시장 발전 사례

- 성장요인 1: 영미식 금융문화, 서구식 법제 및 상업적 관행
- 성장요인 2: 아시아/태평양 지역 펀드수요 확대
 - 역내 금융자산 축적으로 펀드수요가 증가함에도 불구하고 대다수 국가들의 자본시장 발전 정도가 미약하여 싱가포르가 홍콩과 함께 금융허브로서 시장 선점
- 성장요인 3: 정부의 아시아/태평양 지역 금융허브 구축 노력
 - 해외 자산운용회사를 자국에 유치하고, 자국에 등록된 펀드를 해외 투자자에게 판매하기 위해 각종 파격적인 혜택 제공

□ 아일랜드 자산운용시장 발전 사례

- 성장요인 1: 영어권 문화와 지정학적인 이점
- 성장요인 2: 펀드규율 체계의 선진화
 - EU내 펀드의 단일 면허체계 구축을 목적으로 제정된 The UCITS Directive(1985)를 자국 법률에 조기 반영
 - 이를 통해 룩셈부르크와 함께 역내 펀드등록 중심지로 부각할 기반 마련
- 성장요인 3: 해외 자산운용회사 및 펀드등록 유도를 위한 정부의 노력
 - 역내 여타 국가 대비 낮은 기본 법인세율, 각종 세제 인센티브 등으로 특화 금융센터(IFSC)를 육성
 - 규제 및 감독기관의 개방적 태도

□ 주요국 발전 사례를 통한 시사점

- 경제 상황에 맞는 적절한 발전 유형 또는 모델을 선택한 후 범정부적 차원에서 적극적으로 추진
- 발전모델에 관계없이 규율체계 및 자본시장 인프라 구축은 전제조건

□ 국내 펀드수요 창출 잠재력 평가

- 우리나라의 경제규모는 세계 최대 자산운용시장 보유 국가 중 하나인 호주에 버금가는 수준
 - 경제규모 대비 자산운용시장 규모가 작아 충분한 잠재력 보유
- 고령화 초기 단계 진입으로 연금자산이 빠르게 축적될 가능성이 높아 국내 자산운용시장의 성장잠재력은 대단히 우수
 - 국민연금과 퇴직연금을 합한 연금자산은 2015년에 약 650조원에 이른 후 2050년에는 약 3,800조원에 이를 것으로 전망되는 등 계속해서 늘어날 것으로 예상

□ 자산운용 허브로서의 경쟁력 평가

- 우리나라는 아시아/태평양 지역 내에서 싱가포르, 홍콩 등 이미 세계적인 수준에 올라 선 자산운용 중심 금융허브 국가에 비해 경쟁력이 부족
- 향후 국내 자산운용시장을 이 국가들 이상의 역내 금융허브로 육성하기 위해서는 파격적인 정책적 배려가 필요하지만 쉽지 않은 과제

- 해외 자산운용회사 및 투자자를 유치하기 위해서는 파격적인 인센티브 제공이 필수적이지만 재정여건이 좋지 못함
- 외국인 회사 또는 투자자에 대한 부정적 인식이 팽배한 사회분위기를 고려해 볼 때 재정을 동원해 외국인을 지원하는데 대한 사회적 합의 도출 곤란
- 극복하기 어려운 언어 및 문화적 장벽

□ 향후 과제

- 경제력을 기반으로 국내 펀드수요 창출을 위해 역량을 집중하는 것이 보다 용이한 전략
 - 국내 자산운용시장은 자산운용을 핵으로 하는 기존의 금융허브 중심국 이상의 허브로 도약하기 어려운 것으로 판단
- 국내 펀드수요 창출을 위한 과제
 - 법령 및 규율체계 정비 완성: 사모펀드 규제 완화 및 규율체계 단순화를 통해 다양한 유형의 사모펀드 활성화
 - 효율적 경쟁규율 확립: 공정한 경쟁촉진, 투자자의 합리적 의사판단 유도
 - 펀드에 대한 장기수요 획기적 확충: 가계자산의 펀드시장 유도를 위한 지속적 노력, 국민연금자산의 외부위탁 운용 확대, 퇴직연금 자산 확충 등

— << **Abstract** >> —

In order to develop Korea's asset management market and industry, it is important to select the right model and concentrate our efforts on it.

The countries whose asset management markets grew fast can be grouped into two different models. Singapore and Ireland adopted the model to make their asset management market a financial hub for neighboring countries. On the other hand, Australia selected the model to increase domestic demand for funds on the basis of abundant pension assets. The two models have different approaches because Australia has a big domestic economy, while Singapore and Ireland do not. However, what these two models have in common is the fact that these governments chose the proper model for their economic environment and focused their policy efforts to achieve their final goal.

Korea's economic size is similar to Australia which has a strong asset management market. The fact that Korea's asset management market size relative to the economy is smaller shows that Korea has growth potential. Especially, the demand for funds will increase in the future because pension assets are expected to accumulate for a considerable period of time.

On the contrary, it is very hard to develop Korea's asset management market as a financial hub in the Asia/Pacific region beyond Singapore and Hong Kong because Korea's current

competitiveness as a financial hub is far lower than Singapore and Hong Kong, which already play key roles as hubs. In addition, Korea's fiscal condition and cultural traits which are different from other nations make it hard to provide attractive incentives to foreign companies and investors.

Therefore, concentrating Korea's efforts on creating funds demand is a better way to develop Korea's asset management market. If Korea's market grows further, many globally recognized asset management companies will expand their businesses in Korea resulting in the globalization of the market.

In order to raise demand for funds, Korea should exert policy efforts to address the following challenges. First, Korea's asset management market needs a strong foundation including an improved regulatory structure. Second, the Korean government should try to set up efficient market discipline to spur competition. Finally, Korea could deregulate asset management of the CPPs and introduce long-term savings plans. This will boost funds demand and also help Korea prepare for an aged society.

1. 국내 자산운용시장 동향

I. 국내 자산운용시장 동향

□ 2000년대 들어 간접투자문화가 정착되기 시작하면서 국내 자산운용 시장은 주식형펀드를 중심으로 비약적으로 성장하였음

— 간접투자기구 설정잔액 및 순자산총액 등 자산운용시장 전체 규모는 최근 약 6년간 각각 80.0% 및 68.4% 증가

- 설정잔액: 187.0조원('04년말) → 336.6조원('10년 6월말)
- 순자산총액: 190.1조원('04년말) → 320.2조원('10년 6월말)

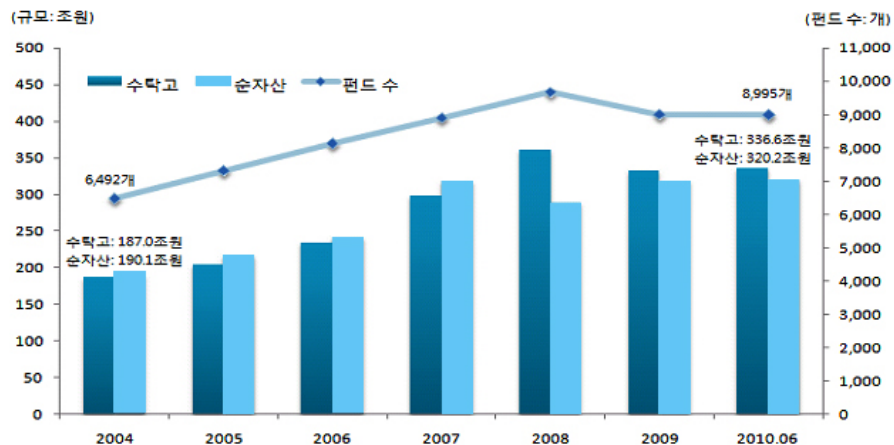
— 금융위기 이후 정체되고 있지만 주식형펀드 중심의 성장세 시현

- 전체 펀드 설정잔액 중 주식형 비중: 4.6%('04년말) → 34.3%('10년 6월말)

— 또한, 간접투자기구 전체의 펀드 수도 큰 폭으로 증가

- 펀드 수: 6,492개('04년말) → 8,995개('10년 6월말)

<그림 1-1> 국내 펀드시장 규모 및 펀드 수 추이



자료: 금융투자협회

4 주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점

□ 국내 자산운용시장의 성장은 금리 및 주가 등 금융자산 가격 변화와 더불어 장기투자 문화 정착에 영향을 받은 것으로 판단됨

— 은행권 정기예금 금리는 5% 내외의 낮은 수준에 머물러 있는 반면 주가는 상승세를 구현함에 따라 은행권 예금에서 자본시장으로 자금 이동

— 장기투자 문화의 점진적 정착

- 자본시장법 도입 및 각종 제도적 정비에 따른 신뢰구축
- 자본시장에 대한 이해도가 높은 세대의 자산축적 연령대 진입

— 간접투자기구 수탁고는 적립식투자 등 장기투자 문화의 정착에 힘입어 300조원을 넘어섬

- 적립식투자 금액: 14.0조원('05년말) → 64.0조원('10년 6월말)
- 적립식투자 비중: 7.6%('05년말) → 19.6%('10년 6월말)
- 적립식 계좌 수: 562만개('05년말) → 1,086만개('10년 6월말)

□ 빠르게 성장하던 국내 자산운용시장은 지난 2007년말에 발생한 국제 금융위기의 여파로 그 성장세가 정체

— 전세계로 확산된 금융위기는 국내외 자산운용시장에 영향을 미치고 있으며, 상대적으로 선방하고 있는 국내 자산운용시장도 금융위기의 여파로 순자산총액 증가가 정체

- 간접투자기구 순자산은 금융위기로 인한 글로벌 증시 하락으로 2008년 크게 감소
- 증가세를 이어오던 간접투자기구 수탁고는 2008년 정점에 이른 이후 금융위기의 여파로 정체

□ 그러나 2009년 이후 지속적으로 감소하던 수탁고가 2010년 들어 증가세로 전환되는 등 국내 자산운용시장은 금융위기의 영향에서 서서히 벗어나고 있음

— 2010년 상반기 주식형을 제외한 대부분 펀드로의 자금 유입이 지속되며 간접투자기구 총수탁고가 증가하였음

- 유럽 재정위기 등 대외불안 확대로 투자자들의 안전자산 선호 경향이 강해지면서 채권형펀드 위주로 자금이 큰 폭으로 유입
- 또한, 대체투자인 재간접 및 특별자산 수탁고 증가에 힘입어 기타 수탁고도 증가
- 반면, 금융위기 직전에 투자했던 투자자들의 손절매 및 저가매수자금의 차익실현 등에 따른 환매물량 확대로 주식형펀드에서의 자금유출 지속

— 금융위기의 영향에서 서서히 벗어나고 있지만 순자산가치를 기준으로 한 시장규모는 여전히 2007년말 수준에 머물러 있음

- 금융위기 전후 시점에 주식형펀드에 투자해 자산가치 하락으로 고심하던 투자자들이 2010년 주가가 상승하자 원금회수 및 차익실현 등을 위해 대거 환매에 나섬
- 환매로 인해 주식형펀드의 자금유출이 확대되며 주가상승에 따른 평가금액 증가에도 불구하고 전체 펀드 순자산이 감소

□ 국내 자산운용시장은 규모가 크게 성장하고, 국제화도 진전되는 등 시장의 기반이 구축되기 시작하고 있음

— 국내에 진출한 외국계 자산운용회사의 수가 늘어나는 등 국제화도 조금씩 진전되고 있음

6 주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점

- 각국 자산운용시장의 경쟁심화에 따른 신규 성장동력 확보 차원에서 국내외 자산운용회사들의 해외진출이 크게 늘어남
 - 2009년말 현재 국내에 진출한 외국계 자산운용회사는 23개사로 외국계 운용사들의 국내 자산운용시장 진입이 크게 증가
 - 외국계 운용사 수: 12개('05년말) → 15개('07년말) → 23개('09년말)
- 또한, 해외 사무소 개설 및 현지법인 설립 등을 통한 국내 자산운용회사의 해외진출도 늘어나고 있음
- 2009년말 현재 국내 자산운용회사들이 개설 또는 설립한 해외 사무소 및 현지법인은 22개로 3년 동안 5배 이상 증가함
 - 국내 자산운용회사 해외점포 현황: 4개('06년말) → 10개('07년말) → 16개('08년말) → 22개('09년말)
- 글로벌 자산운용회사의 국내진입 및 국내 자산운용회사의 해외진출 등 자산운용회사들의 적극적인 시장확대를 위한 노력은 국내 자산운용시장의 국제경쟁력 강화에 긍정적 영향을 미칠 전망

<표 1-1> 국내 및 외국계 자산운용회사 수 추이

(단위: 개, %)

	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
국내	36	34	35	36	44	46
외국계 ¹⁾	11	12	14	15	20	23
계	47	46	49	51	64	69
(비중) ²⁾	(23.4)	(26.1)	(28.6)	(29.4)	(31.3)	(33.3)

주 : 1) 외국계 지분율이 50% 이상인 운용사를 의미

2) 국내 전체 운용사 수 대비 외국계 운용사가 차지하는 비중

자료: 금융감독원, 금융투자협회

II. 국제 자산운용시장에서 우리나라의 위상

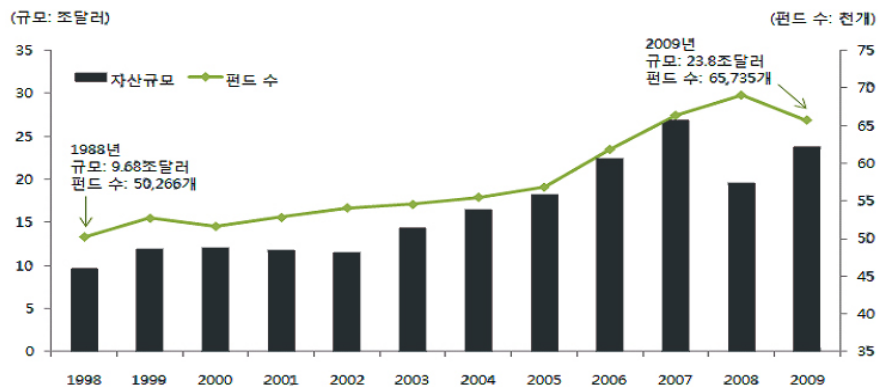
1. 국제 자산운용시장 동향
2. 국제 자산운용시장에서 우리나라의 위상

II. 국제 자산운용시장에서 우리나라의 위상

1. 국제 자산운용시장 동향

- 국제 자산운용시장은 1998년 이후 두 배 이상 성장하여 2009년말 현재 순자산 규모는 20조달러를 상회하고 있음
 - 2009년말 현재 전세계 자산운용시장의 순자산 규모는 23.8조달러로, 특히 유럽 및 아시아/태평양지역의 성장세가 두드러짐
 - 전세계적인 자산운용시장의 성장세는 주가 상승세, 간접투자를 통한 위험분산의 필요성, 연기금 등 퇴직자산의 성장에 기인
 - 2007년까지 지속적으로 증가하던 국제 자산운용시장 순자산은 금융위기의 영향으로 2008년 큰 폭의 감소세를 보인 이후 2009년 2분기부터 증가세로 반전되었으나 여전히 2007년 대비 낮은 수준
 - 순자산(조달러): 26.9('07년말) → 19.5('08년말) → 23.8('09년말)

<그림 II-1> 전세계 자산운용시장 규모 및 펀드 수 추이
(유추펀드/투자신탁)



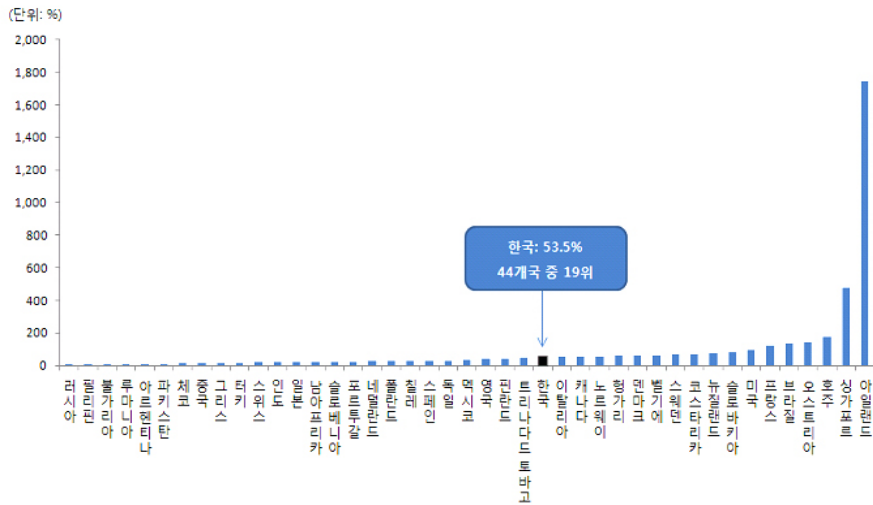
자료: ICI, MAS

나. 각국 경제규모 대비 자산운용시장

1) 주식시장 대비 자산운용시장: 주식시가총액 대비

- 주식시가총액 대비 국내 자산운용시장 규모는 국제적으로 중상위권 수준에 있으나 주요 국제금융 중심 국가들에 비해서는 아직은 미약함
 - 2009년말 기준 국내 자산운용시장은 주식시가총액 대비 53.5%의 규모로서 조사대상 44개국 중 19위 수준

<그림 II-3> 주요국 시가총액 대비 자산운용시장 규모 비중



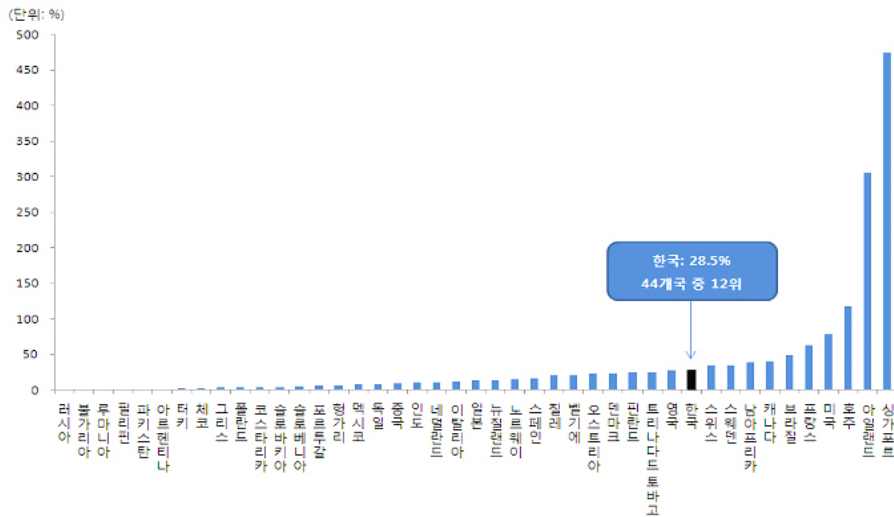
주 : 1) 순자산은 2009년말, 시가총액은 2008년말 기준
 2) 룩셈부르크는 3,451.8%로 1위, 그림에서는 제외
 자료: ICI, WDI2009, MAS

2) 전체 경제규모 대비 자산운용시장: GDP 대비

□ GDP 대비 국내 자산운용시장 규모는 시가총액 대비 순위 보다 높은 수준이지만 주요 국제금융 중심 국가들에 비해서는 부족

- 2009년말 현재 국내 자산운용시장은 GDP 대비 28.5%로 조사대상 44개국 중 12위를 차지
- 자산운용을 중심으로 금융허브를 구축한 싱가포르 및 아일랜드, 그리고 호주 등에 비해서는 미약한 수준
 - 싱가포르(473.9%, 2위), 아일랜드(305.4%, 3위), 호주(118.1%, 4위)의 GDP 대비 자산운용시장 규모는 국내 자산운용시장의 위상과 분명한 차이를 보여주고 있음

<그림 II-4> 주요국 GDP 대비 자산운용시장 규모 비중



주 : 1) 순자산은 2009년말, 경상GDP는 2008년 기준
 2) 룩셈부르크는 4,230.0%로 1위, 그림에서는 제외
 자료: ICI, WDI2009, MAS

3) 아시아/태평양지역 대비 국내 자산운용시장 비중

□ 국내 자산운용시장의 규모가 아시아/태평양지역에서 차지하는 위상도 아직은 부족한 실정

— 아시아/태평양지역에서 차지하는 비중은 2009년말 7.4%로 국내 자산운용시장이 성장했음에도 불구하고 역내 비중은 오히려 하락

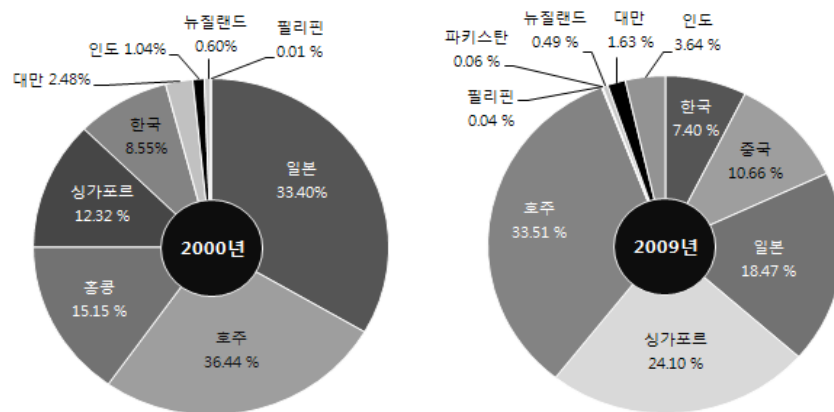
- 비중: 8.6%(00년말) → 7.4%(09년말)

— 이는 국내 자산운용시장의 성장에도 불구하고 아시아/태평양지역의 자산운용시장 성장세가 더욱 두드러졌기 때문

— 아시아/태평양지역에서는 호주, 싱가포르 및 일본의 자산운용시장이 중심축을 이루고 있음

- 호주, 싱가포르, 일본의 자산운용시장이 아시아/태평양지역에서 차지하는 비중은 2009년말 76.1%로 2000년말 72.1% 대비 4.0%p 증가하였음

<그림 II-5> 아시아/태평양 지역 자산운용시장에서의 국가별 비중



자료: ICI, MAS

4) 국내 자산운용회사의 규모

□ 국내 자산운용회사는 주요국 자산운용회사에 비해 운용자산의 규모가 영세함

- Global Investors지에 따르면, 2009년말 현재 운용규모 세계 100위권 내에 국내 자산운용회사는 단 한개사도 포함되지 못함
- 미국 1위 운용사 뱅가드그룹의 순자산은 1.2조달러(약 1,463조 6,253억원)로 국내 자산운용시장의 순자산총액 규모 보다 4배 이상 높음
- 국내 플레이어의 발전 수준은 이제 걸음마를 시작한 단계

<표 II-1> 주요국 상위 5개 자산운용회사별 순자산

(단위: 십억달러)

한 국		미 국		
1	미래에셋자산운용	36.7	뱅크오브아메리카	1,250.9
2	삼성자산운용	25.9	피델리티 인베스트먼트	1,194.9
3	신한BNP파리바자산운용	18.6	캐피털 리서치앤매니지먼트	963.4
4	한국투신운용	16.0	핍코 펀드	393.8
5	KB자산운용	15.9	JP모건 체이스앤컴퍼니	385.8
영 국		일 본		
1	인베스코 퍼페추얼	53.0	노무라	146.9
2	FIL 인베스트먼트 매니저먼트	41.1	다이와	103.9
3	리걸 앤 제너럴 매니저	38.7	닛코	66.9
4	엠 앤 지 시큐리티	38.1	고쿠사이	58.5
5	SLTM	34.9	미쓰비시 UFJ	52.5

주 : 2010년 6월말 기준

자료: 금융투자협회, ICI, 파이낸셜뉴스 (2010년 8월 10일) 신문기사 참고

Ⅲ. 주요국 자산운용시장 발전모델 검토

1. 자산운용시장 발전 유형
2. 주요국가 자산운용시장 발전모델
3. 시사점

Ⅲ. 주요국 자산운용시장 발전모델 검토

1. 자산운용시장 발전 유형

가. 자국 펀드수요 확충 유형: 호주

□ 호주는 자국의 펀드수요 확충과 규율체제 정비를 통해서 자국 자산운용시장을 확대시키고, 이를 통해 자산운용업의 국제화도 도모

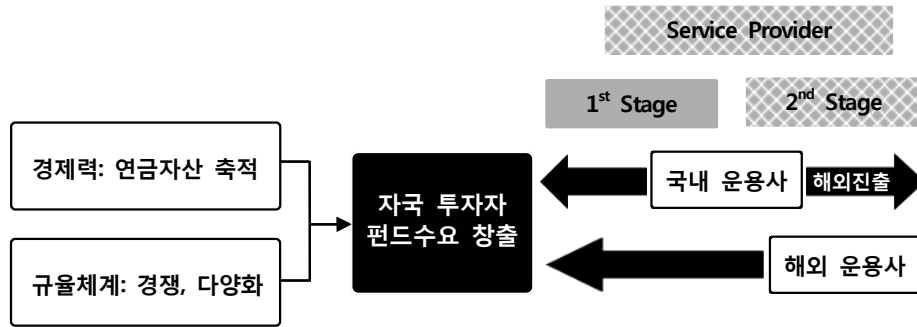
— 호주는 자국의 경제규모를 기반으로 국내 퇴직연금자산을 축적하여 펀드수요를 창출하며 자산운용시장을 확대

- 2009년 호주의 경제규모는 명목GDP 기준 세계 13위 수준
- 호주의 연금 펀드인 Superannuation fund는 2006년 기준 OECD 국가의 연금 규모 중 미국, 영국, 일본, 네덜란드에 이어 5위 규모로 호주 자산운용시장 운용자산의 53%를 차지
- 경제규모를 바탕으로 한 퇴직연금자산 축적을 통해 호주의 자산운용시장은 2009년 순자산 기준 세계 4위를 기록하였으며 시장은 점차 확대되고 있음

— 또한, 규율체제 정비를 통해서 경쟁규율을 구축하고 상품의 다양화를 추진함

- 2002년 금융서비스개혁법(Financial Services Reform Act, FSRA)을 시행하여 규율체계를 정비하고 이를 통해 경쟁규율 구축 및 상품의 다양화를 추진함

<그림 III-1> 자국 펀드수요 확충을 통한 자산운용시장 발전: 호주



나. 정부주도의 자산운용 허브 구축 유형: 싱가포르, 아일랜드

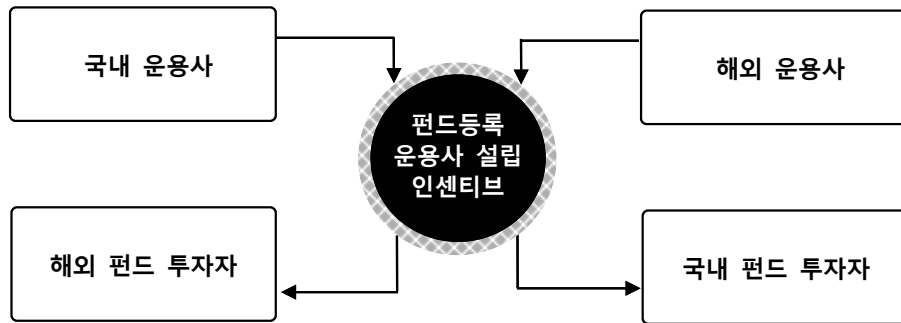
□ 정부의 각종 지원을 통해 해외 우수 자산운용회사가 자국에 법인을 설립함과 동시에 펀드를 자국에 등록하도록 하고, 이를 역내 다른 국가 투자자들에게 판매하도록 유도하는 전략

- 펀드등록 및 해외 자산운용회사 유치를 위해 정부가 제도적 인센티브를 제공하는 등 인프라 구축을 적극적으로 추진
 - 금융기관에 직접규제 대신 일정한 가이드라인을 제시하고 이를 스스로 준수하도록 하는 자기규제방식을 채택
 - 자국내 해외 자산운용회사에 대해 세제혜택 등 각종 지원 제공¹⁾
 - 최소활동요건 등을 통해 이들 펀드에 대한 부가서비스가 국내 소재 기관에 의해 공급되도록 규정함으로써 펀드 서비스 업무 시장에 국제적 서비스회사들의 진출을 유도

1) 싱가포르는 외국계 자산운용회사들의 이윤에 대해 10% 법인세 적용, 자국내 최초 기관설립 후 2년간 세금면제, 직원월급의 50% 보조금 지급, 해외 직원교육에 대한 70% 보조금지급 등 각종 지원을 제공

- 자국에 등록된 펀드를 역내 여타 국가 투자자에게 판매
 - 펀드등록의 편의성으로 인해 여타 국가에 판매하기 위한 펀드 등록이 증가

**<그림 III-2> 정부주도의 자산운용 허브 구축 유형
: 싱가포르 및 아일랜드**



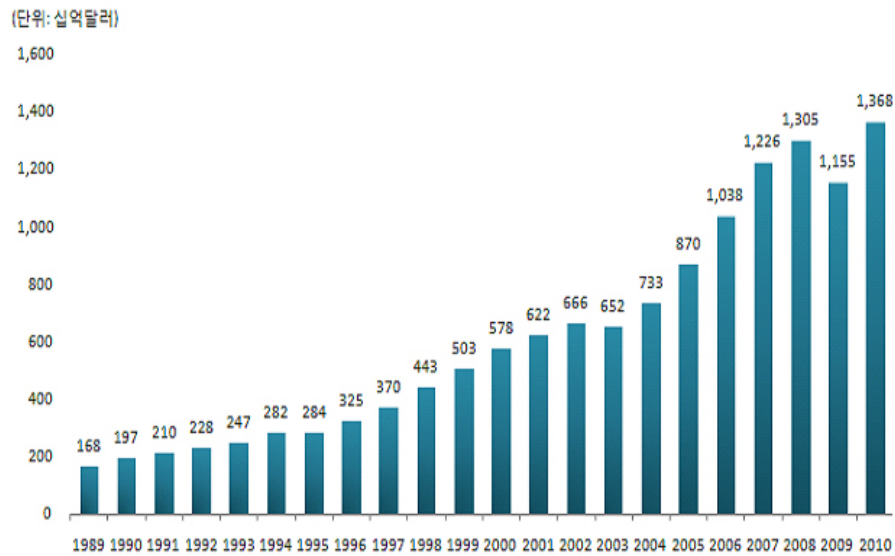
2. 주요국 자산운용시장 발전모델

가. 호주

- 호주의 펀드시장 규모는 매우 빠르게 성장함
 - 2010년 3월말 호주의 펀드시장 규모는 1990년 대비 약 7배 성장
 - 순자산: 1,970억달러('90년 3월말) → 1조 3,680억달러('10년 3월말)
 - 호주의 펀드시장 규모는 전세계 4위로 아시아에서 가장 큰 규모

- ICI에 따르면, 2009년말 호주의 펀드 순자산 규모는 1조 1,988 억달러로 미국, 룩셈부르크, 프랑스 다음으로 많음
- 해외 투자자 대상의 펀드 비중은 4.9%에 불과하며 대부분 내국인 투자자로 구성됨

<그림 III-3> 호주 펀드시장 운용자산 규모 추이



주 : 각 년도 3월말 기준
 자료: Reserve Bank of Australia

- 더불어 펀드산업이 금융 및 경제 전체에서 차지하는 비중이 급증함
 - 호주의 금융 부문 부가가치 창출 비중은 1990년 5.1%에서 2006년 7.8%로 급성장하였으며, 금융 부문에서 펀드산업이 차지하는 비중은 약 42%에 이룸

— 자산운용시장의 운용자산이 증가함에 따라 외국계 자산운용회사의 시장 진출도 증가함

- Aberdeen, Allianz, AXA, BNP Paribas, Credit Suisse, Fidelity, Invesco, Merrill Lynch, Schrodgers, State Street, Vanguard 등 주요 국제 자산운용회사가 호주에 사업소를 설치하거나 사업규모를 확대하고 있음
- 또한, 종합운용회사가 120개 내외이며 이중 해외사는 17개임
- Vanguard, Russell Investment, Fidelity 등은 아시아/태평양지역 헤드쿼터를 호주에 설치

<표 III-1> 호주 주요 산업별 경제적 부가가치 창출 비중

(단위: %)

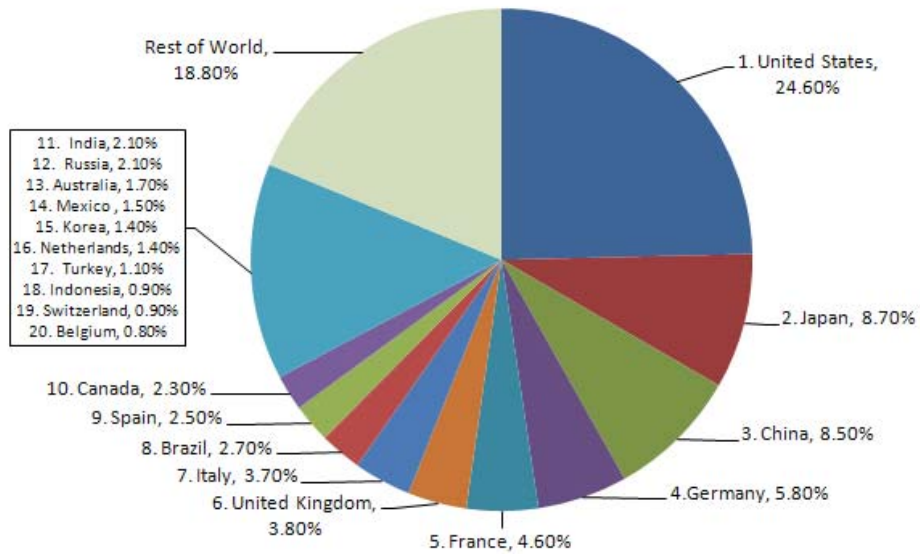
산업	1990년	2006년
Manufacturing	15.8	11.0
Construction	6.9	7.0
Wholesale trade	5.4	5.1
Retail trade	6.6	6.2
Transport & Storage	5.6	4.9
Property & Business services	10.6	12.4
Health & Community services	5.5	6.7
Ownership of Dwellings	8.7	8.5
Finance & Insurance	5.1	7.8
(Managed Funds)	(NA)	(3.4)

자료: IFSA(Investment & Financial Services Association)

□ 성장요인 1: 풍부한 경제력

- 2009년말 호주의 GDP는 9,972억달러 규모로 전세계 GDP의 1.7%를 차지하고 있음
 - 이는 러시아 다음으로 전세계 13위 수준
 - 참고로 한국은 15위 수준임
- 또한, 아시아/태평양 지역에서는 4위권의 경제규모를 가지고 있으며 이를 바탕으로 연금자산을 축적
 - 호주는 2009년말 기준 아시아에서 일본, 중국, 인도 다음으로 큰 경제규모를 가지고 있음

<그림 III-4> 전세계 20위권 경제규모 국가(2009년)

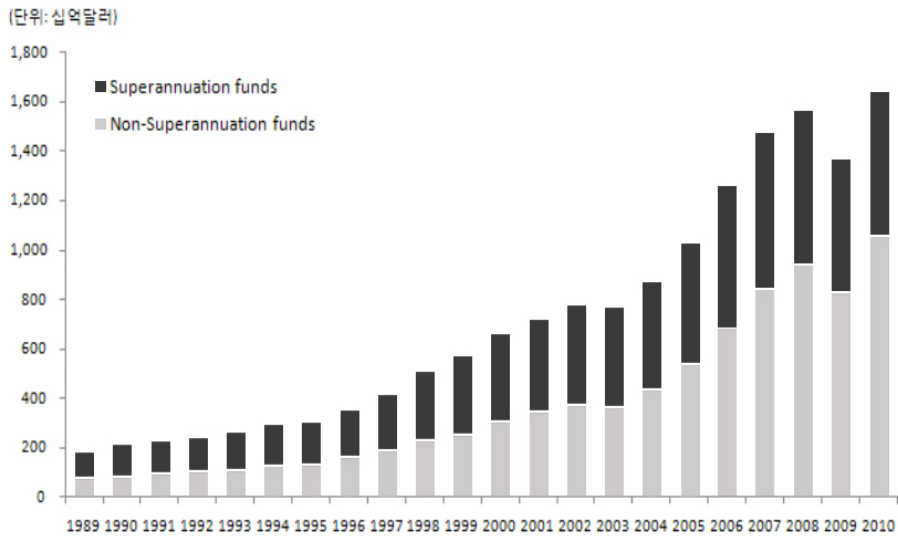


자료: IMF

□ 성장요인 2: 의무 가입 퇴직연금 도입(Superannuation fund)

- 1992년에 DC형 사적연금의 의무 가입으로 도입된 Superannuation fund의 규모는 2010년 3월말 현재 1조 570억달러로 호주 펀드시장 수요의 대부분을 차지함
 - 2010년 3월말 기준 Superannuation fund가 전체 펀드자산(total unconsolidated assets) 및 전체 운용펀드(managed fund)에서 차지하는 비중은 각각 65% 및 77%에 달함
 - Superannuation fund의 현재 의무 기여율은 9%로 단계적으로 높아져 2019~2020년에는 12%까지 확대될 것으로 보임

<그림 III-5> 호주 총 펀드자산 추이



주 : 각 년도 3월말 기준

자료: Reserve Bank of Australia

<표 III-2> Superannuation fund 의무 기여율

(단위: %)

연도	기여율
2013 ~ 2014	9.3
2014 ~ 2015	9.5
2015 ~ 2016	10.0
2016 ~ 2017	10.5
2017 ~ 2018	11.0
2018 ~ 2019	11.5
2019 ~ 2020	12.0

자료: Parliament of Australia, Superannuation 2010~2011

- 호주 퇴직연금제도는 낮은 세율로 근로자들에게 세제혜택을 제공: 2007년 호주는 퇴직연금제도 개혁을 통해 각 단계별 과세를 간편화하고 세제혜택을 확대하였는 바 아래와 같음
 - 기여 한도를 5만 호주달러로 단일화
 - 60세 이상 근로자의 기여금 비과세
 - 적립금 및 운용수익에 대해 15%의 저율 과세 적용
 - 장기투자유도를 위해 12개월 이상 자산을 유지할 경우 자본이득에 대해 10% 세율 적용
- 우리나라와 비교하면 호주의 퇴직연금 과세율은 높은 편이지만, 호주의 평균 소득세율인 30~48.5%와 비교하면 상당한 혜택이라 할 수 있음

<표 III-3> Superannuation fund 과세제도

항목	혜택
근로자 납입금	- 연간 최대 5만 호주달러 소득공제 (단, 공제한도 초과납입금에 대해서는 31.5%의 세금부과) ¹⁾ - 총 기여에 15% 세금부과
중도 인출	- 일부 예외사례를 제외하고 원칙적으로 55세 이전에 인출이 불가능한 Preservation agreement 제도 보유
일시금 수령	- 인출 시점의 연령, 금액, 총 납입금 등을 기준으로 세율 적용 - 이미 과세가 적용된 기금에서 인출하는 60세 이상의 경우 비과세
연금 수령	- 60세 이상의 경우 비과세

주 : 1) 현재 공제한도(기여금)는 근로자 급여의 9%를 의무적으로 기여하며 근로자는 salary sacrifice로 추가 부담이 가능함

자료: 한국투자증권 퇴직연금연구소

— 또한, Superannuation fund는 다양한 유형을 통해 가입자들에게 직업이전 시 탄력성을 부여

- 펀드의 종류에는 기업형펀드(corporate funds), 산업형펀드(industry funds), 공적펀드(public funds), 소매형펀드(retail funds), 소형펀드(small APRA funds) 등 5개의 유형과 퇴직저축계정(retirement savings accounts) 등 6가지가 있음
- 각 펀드 유형에는 가입대상자가 있고 원칙적으로 이들 대상자가 각 펀드에 가입하지만 2005년 7월부터는 가입대상이 아닌 펀드에 가입할 수 있는 펀드선택제가 도입됨으로써 가입자의 선택의 폭이 더욱 넓어졌음
- 또한, 펀드들은 전문적인 조언 및 서비스 제공을 위해서 다양한 service provider를 두고 있음

□ 성장요인 3: 규율체계 개혁

- 금융산업 발전과 국제금융센터로의 도약을 위해 연방정부 산하에 국제금융센터(AXISS Australia)를 설립하고 금융서비스개혁법(Financial Services Reform Act:이하 FSRA)을 시행함
 - 1996년 재무성의 주도로 '금융시스템조사위원회(Financial System Inquiry, FSI)'가 결성되었고, 1997년 '금융시스템 조사보고서-왈리스보고서(Wallis Report)'를 통하여 호주의 금융시스템 전반에 걸쳐 115개항의 개선권고안을 제시
 - 왈리스보고서를 바탕으로 '회사법 및 경제개혁 프로그램(CLERP)'이 마련되고 진행되었으며, 이 프로그램의 일환으로 금융법 개혁 작업을 시작하여 2001년 9월 FSRA가 의회를 통과하고 2002년 3월에 시행됨
- FSRA의 주요 내용은 기능별 규제에 있으며 세부적으로는 업무행위 규제의 일원화, 기능별 인가절차 단일화, 겸업 허용, 금융업자 및 금융상품 정보 제공의 법제화 및 기준 통일 등이 있음
 - 회사법, 연금산업법, 퇴직저축법 등으로 나뉘어 있던 자본시장 관련 법률(은행과 보험 분야 제외)을 하나로 통합하고, 금융업 종간 업무장벽을 허물어 시장의 투명성과 IB의 경쟁력 향상을 꾀함
 - 건전성 규제와 업무행위 규제를 각기 다른 기관에 전문화하여 모든 규제의 기준을 기관별 혹은 상품별로 세분화한 것이 아니라 규제의 목적 혹은 기능의 차이에 기초하여 통합규제체계를 갖추²⁾

2) 금융기관의 건전성 규제는 Australian Prudential Regulation Authority (APRA), 영업행위 규제는 Australian Securities and Investments Commission(ASIC)에서 각각 역할을 세분화하여 담당

- FSRA에 따른 인가 외에 업무범위를 제한하는 업무별 검업금지 등의 제한은 없으며 검업의 형태에 대해서도 특별한 제한 규정은 없음
 - FSRA는 금융상품, 금융업무, 소매참여자의 세 부문을 기준으로 적용범위를 정하고, 금융상품의 제공 및 금융서비스와 관련하여 일정한 정보의 공개를 법제화하고 그 기준을 통일함
- 호주의 규율체계 개혁에 따른 펀드시장의 영향은 다음과 같음
- 투자자 보호 강화: 광고규제, 공시의무, 금융상품 가이드 제공 의무 등으로 인해 투자자가 금융상품에 대한 정보를 더 많이 제공받게 됨으로써 시장 및 금융시스템에 대한 투자자의 신뢰도 개선
 - 다양한 상품과 다양한 service provider: FSRA 시행 이후 호주 금융서비스 라이선스(AFSL)만 있으면 금융상품의 거래·인수·시장조성·예탁 등 자본시장 활동에 제약이 없게 됨
 - 그 결과 금융검업화의 확대와 자산운용의 다변화를 통해 금융기관의 효율성이 증대되었고 다양한 상품과 다양한 service provider가 형성
 - 투자자 선택의 합리성 제고: 금융회사로부터 보다 많은 정보를 제공받게 됨으로써 갈수록 다양화되는 상품이나 서비스를 보다 합리적으로 선택할 수 있음
 - 펀드시장의 경쟁규율 구축 등

나. 싱가포르

□ 2009년말 싱가포르 펀드시장의 운용자산 규모는 1조 2,080억달러로 높은 성장세를 시현하고 있음

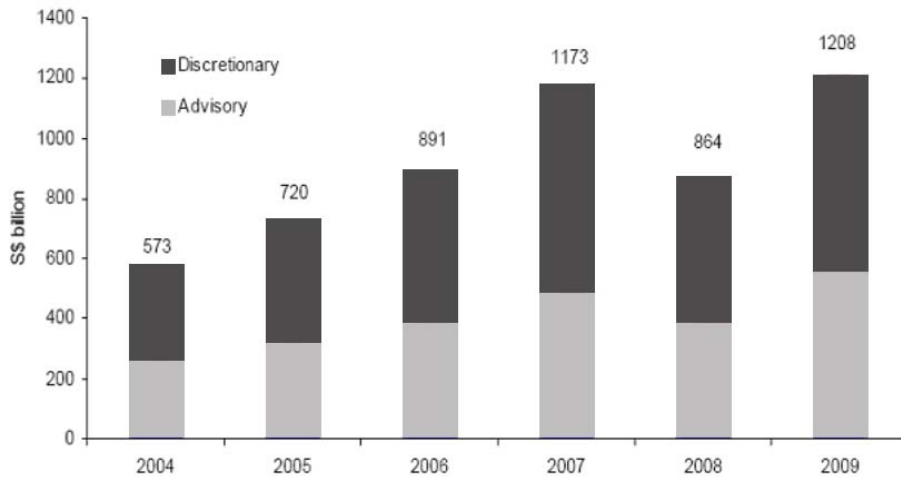
— 2007년까지 지속적으로 성장하던 싱가포르 펀드시장의 운용자산 규모는 글로벌 금융위기의 영향으로 2008년 감소세를 보인 이후 2009년 다시 증가세로 전환됨

- 순자산(조달러): 1.17('07년말) → 0.86('08년말) → 1.21('09년말)

— 싱가포르 펀드시장의 운용자산 규모는 아시아/태평양 지역에서 두 번째로 높음

- 2009년말 기준 호주 26.4%(1위), 싱가포르 18.6%(2위), 홍콩 18.1%(3위)

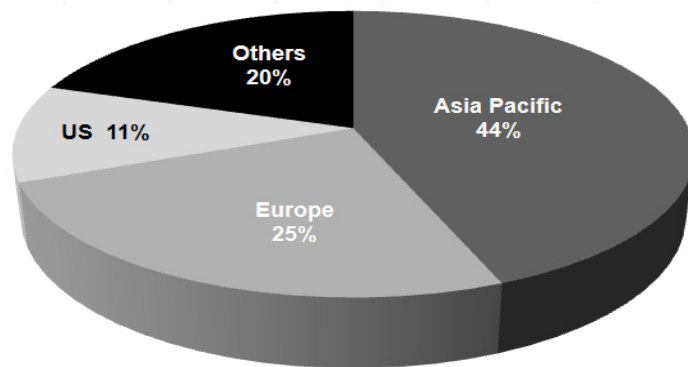
<그림 III-6> 싱가포르 펀드시장 운용자산 규모 추이



자료: MAS

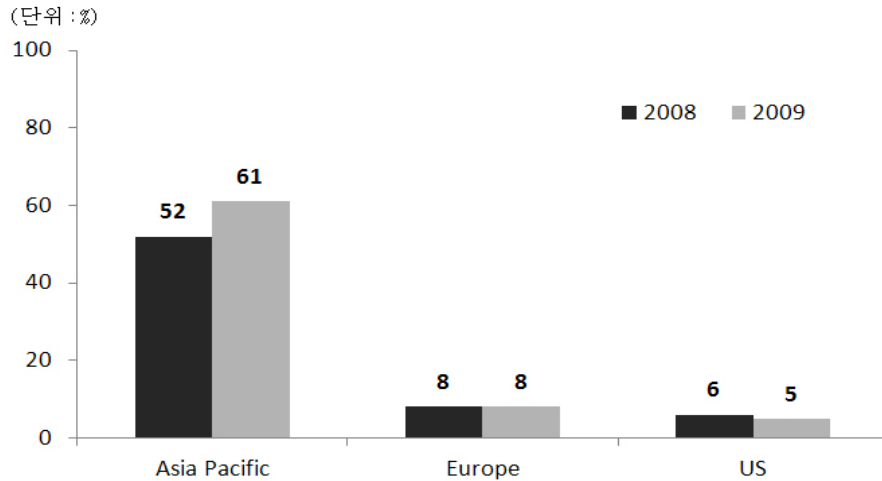
- 금융 부문에서 싱가포르는 일본 및 홍콩과 더불어 아시아를 대표하는 국제금융센터 역할을 담당하고 있음
 - 싱가포르의 자산운용시장은 아시아/태평양 지역 역내 금융허브 역할을 하고 있으며 펀드 투자자 및 포트폴리오의 국제화도 심화
 - Monetary Authority of Singapore(이하 MAS)에 따르면, 2007년 기준 싱가포르 등록 펀드의 투자자는 대부분 외국인
 - 펀드투자자금 출처 중 아시아를 제외한 기타 해외 지역 투자자의 비중이 56%로 집계되며, 아시아도 싱가포르 이외 지역이 많은 것으로 추정
 - 또한 싱가포르 등록 펀드에 편입된 포트폴리오의 대부분이 싱가포르 이외 지역 자산으로 구성
 - 싱가포르는 서구 자산운용회사들의 아시아/태평양 지역 펀드 비즈니스 전초 기지 역할을 하고 있음
 - 싱가포르 등록 펀드 운용자산의 약 80% 내외를 해외 자산운용 회사들이 운용

<그림 III-7> 싱가포르 펀드의 투자자금 출처(2007년)



자료: MAS

<그림 III-8> 싱가포르 펀드의 최종 투자지역(2009년)



자료: MAS

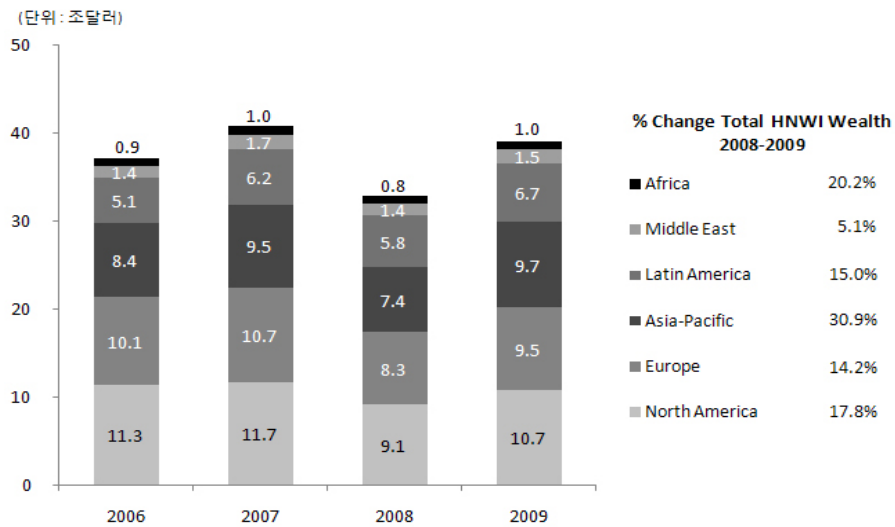
□ 성장요인 1: 영미식 금융문화, 서구식 법제 및 상업적 관행

- 태평양과 인도양을 연결하는 지리적 특성 및 19세기부터 영국의 아시아 무역 거점 기능을 경험한 이점 활용
 - 중계 무역항 및 금융중개 기능 수행 경험
- 언어장벽이 낮고, 영미식 금융문화에 익숙하다는 장점
 - 오랜 기간 영국의 식민지 시대로 인해 영어 사용인구의 비율이 높고 영미식 문화에 익숙함
- 정치사회적 안정성, 높은 수준의 법제도, 영국식 법제와 상업적 관행
 - 영국의 법제와 상업적 관행을 받아들였기 때문에 영미계 금융기관 입장에서는 아시아/태평양 역내 진출에 따른 기회비용이 적음

□ 성장요인 2: 아시아/태평양 지역 펀드수요 확대

- 역내 고액자산가의 증가 및 중국과 인도 등의 높은 경제성장으로 금융자산이 상당이 축적되면서 펀드수요가 증가
 - 아시아/태평양 지역 고액자산가들의 보유 금융자산 규모는 북미지역 다음으로 2번째로 높음
 - 또한, 아시아/태평양 지역 고액자산가들의 금융자산 증가 속도가 다른 지역에 비해 빠른 편임
- 아시아/태평양 지역의 펀드수요가 증대하고 있음에도 불구하고 역내 대다수 국가들의 자본시장 발전 정도가 미약
 - 자본시장의 미발달은 구미 선진국 자산운용회사의 비즈니스 기회를 증대시킴

<그림 III-9> 지역별 고액자산가 보유 금융자산 규모



주 : HNWI는 High Net Worth Individuals의 약자
 자료: World Wealth Report(2010)

□ 성장요인 3: 정부의 아시아/태평양 지역 금융허브 구축 노력

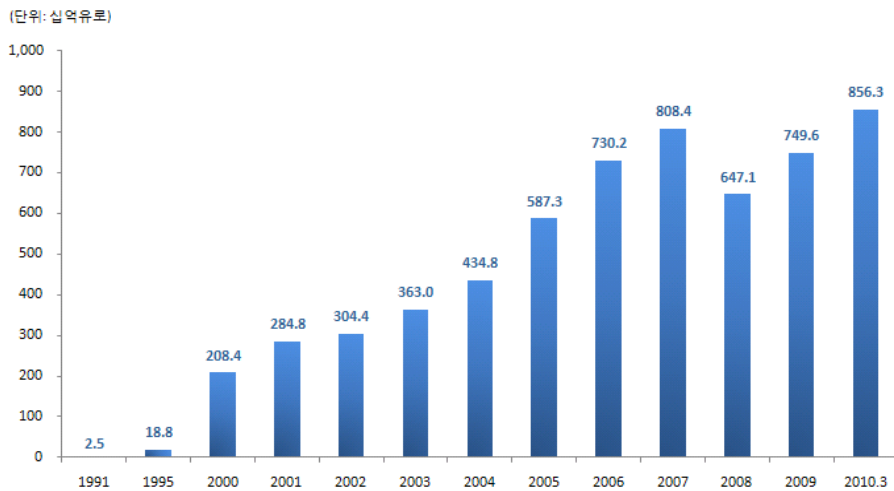
- 해외 자산운용회사 및 해외 펀드 투자자 유치를 위해 인센티브를 제공
 - 자국내 등록 자산운용회사의 역외펀드 운용수수료의 경우 일반 법인세 18%와 달리 10%의 낮은 세율 적용
 - 해외 자산운용회사의 싱가포르 내 등록을 위한 자격요건 완화
 - 등록 자산운용회사가 운용하는 펀드의 외국인 투자소득 면세
 - 해외 자산운용회사가 싱가포르에 자산운용회사 설립시 2년간 면세하며 지점 설치시에는 개발지원금을 지급
 - 직원급여의 50% 및 해외 직원교육에 대한 70% 보조금 지급
- 해외 자산운용회사나 펀드 매니저에게 공적자산을 위탁운용하게 함으로써 시장을 조성함
 - 1998년 GIC(Government of Singapore Investment Corporation) 와 MAS는 350억 싱가포르달러를 외부 펀드 매니저에게 위탁 운용하게 함
- 숙련된 자산운용인력 공급을 위한 범정부 차원의 노력
 - MAS와 WDA(the Singapore Workforce Development Agency) 가 지정한 Wealth Management Institute는 1년 석사과정으로 엄격한 테스트를 통해 자격을 부여함으로써 숙련된 자산운용 인력을 배출하고 타직종 종사자의 전환을 유도함
 - INSEAD-MAS-Institute of Banking and Finance 등 학계 및 정부 간의 협력을 통해 금융전문가를 양성하고 해외 자산운용 전문가의 영입을 위해 노력함

다. 아일랜드³⁾

□ 아일랜드는 전세계 5위권의 자산운용시장을 보유하고 있음

- 2009년말 순자산 기준으로 전세계에서 미국, 룩셈부르크, 호주, 프랑스 다음으로 큰 자산운용시장을 보유
- 2010년 3월말 기준 전체 자산운용시장 순자산 규모는 8,560억 유로로 2000년 2,080억유로 대비 4배 이상 증가

<그림 III-10> 아일랜드 펀드시장 운용자산 규모 추이



자료: IFIA(Irish Funds Industry Association)

3) 아일랜드의 재정위기는 부동산정책 실패와 이에 따른 은행의 부실화가 가장 큰 원인임. 최근의 재정위기로 자산운용시장 강국으로서의 면모가 퇴색하기는 했으나, 자산운용시장을 정책적으로 키운 사례로서의 의미는 남아 있다고 봄

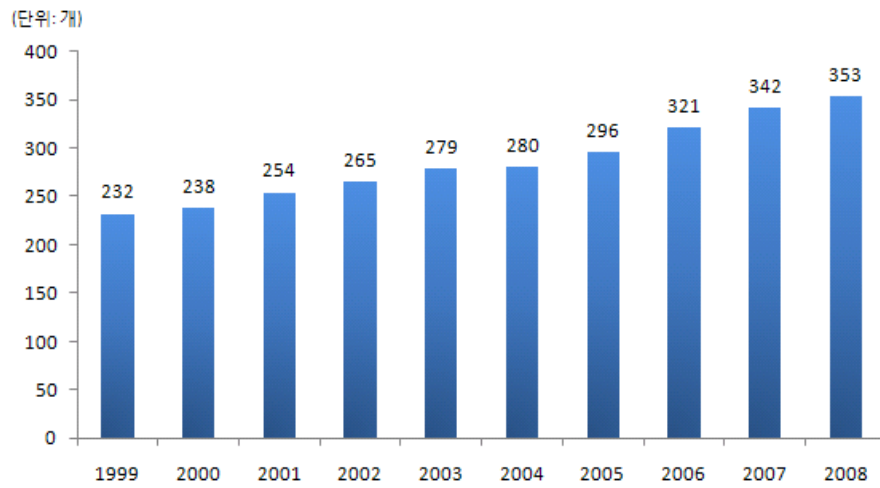
- 펀드 운용자산 규모의 성장과 더불어 유럽의 펀드관련 공통 규범인 UCITS(Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities)의 적용을 받는 펀드 비중이 급증함⁴⁾
 - EU지역의 UCITS 펀드 비중: 31%('91년말) → 80%('09년말)
- 대안투자펀드(AIFs: Alternative Investment Funds) 등록의 메카
 - 아일랜드 대안투자펀드 규모는 2007년 기준 1.0조달러로 전세계의 40% 내외를 차지함
 - 대안투자펀드 중 헤지펀드와 펀드 오브 헤지펀드의 비율은 90% 이상으로 대안투자펀드 성장은 헤지펀드산업 성장에 기인

□ 아일랜드 자산운용산업의 국제화는 상당한 수준

- 2008년말 기준 아일랜드 펀드시장의 펀드 프로모터 수는 353개에 달하는 반면, 자국의 펀드 프로모터는 2.4%에 불과함
 - 자산운용회사의 국제화는 펀드시장이 성장한 90년대부터 시작
- IFSC(International Financial Service Center)내에 외국 금융기관의 후선 업무(펀드등록/보관/사무관리) 기능을 중점적으로 유치함
 - 아일랜드는 런던 국제금융센터가 제공하는 금융기회를 최대한 활용하기 위해 외국 금융기관의 후선 업무 기능을 중점적으로 유치
 - IFSC에 진출한 금융기관 대부분은 유럽의 금융회사가 자사의 후선 업무 기능을 분리하여 옮긴 경우와 JP Morgan chase, Northern Trust 등 후선 업무 중심의 전문기업들로 펀드 운용보다는 펀드 관리에 중점을 둠

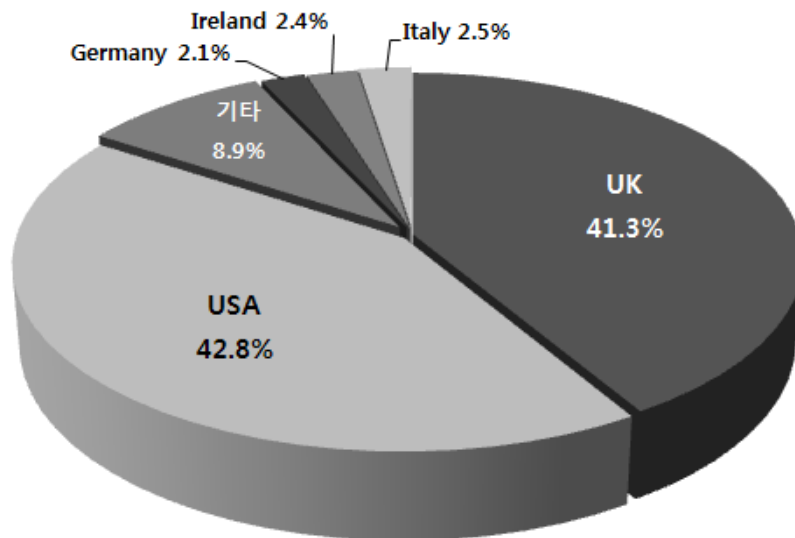
4) UCITS는 유럽회원국간 펀드의 인가, 감독, 판매 등에 관한 법률을 공통화해 동등한 경쟁조건을 형성하고 회원국 간의 판매장벽을 철폐하기 위한 EU의 펀드 관련 공통규범임

<그림 Ⅲ-11> 아일랜드 펀드 프로모터 수



자료: IFIA

<그림 Ⅲ-12> 아일랜드 펀드 프로모터 국가별 비중(2008)



자료: IFIA

□ 성장요인 1: 영어권 문화와 지정학적인 이점

- 영어를 사용하는 숙련된 금융인력
- 경제력이 우수한 EU지역에 위치

□ 성장요인 2: 펀드규율 체계의 선진화

- The UCITS Directive(1985)를 1989년 자국 법률에 조기 반영
 - EU내 펀드의 단일면허체제 구축을 목적으로 제정된 UCITS directive의 시행에 따라 하나의 EU 회원국에서 승인을 받은 펀드의 경우 모든 EU 회원국 투자자들에게 판매할 수 있음
 - 룩셈부르크와 함께 역내 펀드등록 중심지로 부각할 기반을 마련
- 아일랜드 법구조의 유연성으로 인해 펀드의 법적실체와 투자대상의 다양화가 가능
 - UCITS 펀드는 단위형 신탁, 법인, 계약의 모든 법적 형태를 가진 펀드로 설정될 수 있으며, Non-UCITS는 여기에 더하여 유한책임회사(limited partnership)로도 설정될 수 있음
 - 투자대상이나 구조에 따라 fund of funds, feeder fund, professional investor fund, qualifying investor fund, property scheme, venture capital fund, futures & options capital protected, leveraged futures & options 등 매우 다양한 형태로 설정이 가능함

□ 성장요인 3: 해외 자산운용회사 및 펀드등록 유도를 위한 정부의 노력

- 역내 여타 국가 대비 낮은 기본 법인세율
 - 2006년 이후 12.5%의 기본 법인세율을 적용함

- 각종 세제 인센티브 등으로 특화 금융센터(IFSC, 1987)를 육성
 - 10%의 낮은 법인세율
 - 비거주자의 이자 및 배당수익에 대한 원천징수세 면제
 - 금융거래에 적용되는 인지세 및 부가가치세 면제
 - 2006년말 기준 44개국과 이중과세 방지 조세협약 체결
- 외국인 투자유치 전담기관(IDA) 설치
 - 아일랜드 진출에 필요한 제반 사항 일괄 지원
 - 자본보조금, 고용보조금, 훈련보조금 등 각종 보조금 지급
- 규제 및 감독기구의 개방적 태도
 - 규제 및 감독기구는 새로운 유형의 펀드에 대해 선진국 수준의 감독 기준을 마련하고 신속하게 승인 해줌으로써 펀드 설립자들이 펀드등록을 신속하게 할 수 있게 해줌

3. 시사점

- 경제 상황에 맞는 전략 선택 및 범정부적 차원에서 적극적인 추진이 필요
 - 대규모 경제력(호주): 국내 펀드수요 확대
 - 소규모 경제력(싱가포르, 아일랜드): 자산운용 허브 구축

- 다만, 이를 위해서는 규율체계 및 자본시장 인프라 구축 등이 전제되어야 함

<그림 III-13> 자산운용시장 발전을 위한 전략



IV. 우리나라 자산운용시장 발전모델 정립 및 과제

1. 국내 펀드수요 창출 잠재력 평가
2. 자산운용 허브로서의 경쟁력 평가
3. 향후 과제

IV. 우리나라 자산운용시장 발전모델 정립 및 과제

1. 국내 펀드수요 창출 잠재력 평가

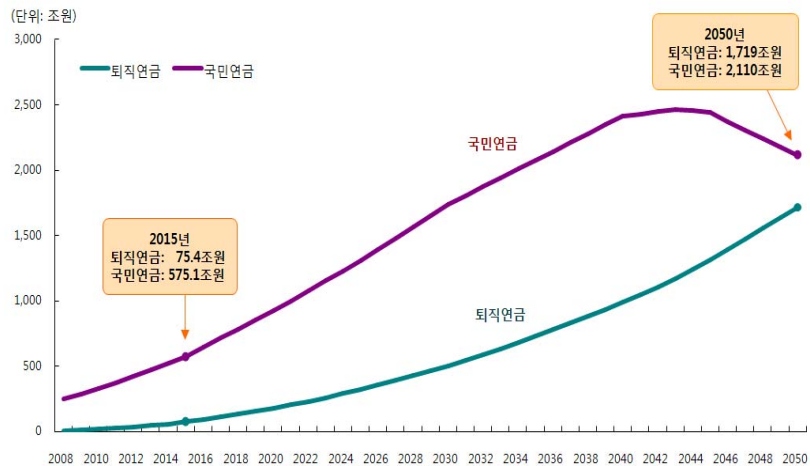
- 우리나라의 경제력을 고려할 때 펀드수요 창출 잠재력은 대단히 높다고 판단됨
 - 우리나라의 경제규모는 전세계 중 15위권이고 아시아국가 중 5위권으로 이는 세계 4대 펀드시장 중 하나인 호주에 버금가는 경제력임
 - IMF에 따르면, 호주의 경우 전세계 경제의 1.7%를 차지하고 있으며 우리나라의 경우 1.4%를 차지하고 있음
 - 향후 거대한 경제규모는 금융자산에 대한 수요로 연결될 수 있고, 특히 연금자산이 증대되면 펀드수요 창출로 이어질 수 있음

- 또한, 우리나라는 경제규모 대비 국내 자산운용시장의 규모가 작아 충분한 잠재력 보유
 - 내국인 투자자 위주 국가인 호주, 프랑스, 브라질의 GDP 대비 자산운용시장 비중은 각각 118.1%, 63.3%, 48.6%인 반면 한국의 비중은 28.5%에 불과함
 - 특히 부동산 위주로 구성되어 있는 가계자산 중 상당 부분이 금융자산으로 이동하면 성장잠재력은 보다 클 수 있음
 - 우리나라 가계자산에서 차지하는 금융자산의 비중은 20.4%로 미국(64.9%), 일본(54.7%), 영국(45.2%)보다 현저히 낮음⁵⁾

5) 금융투자협회 홈페이지 참조

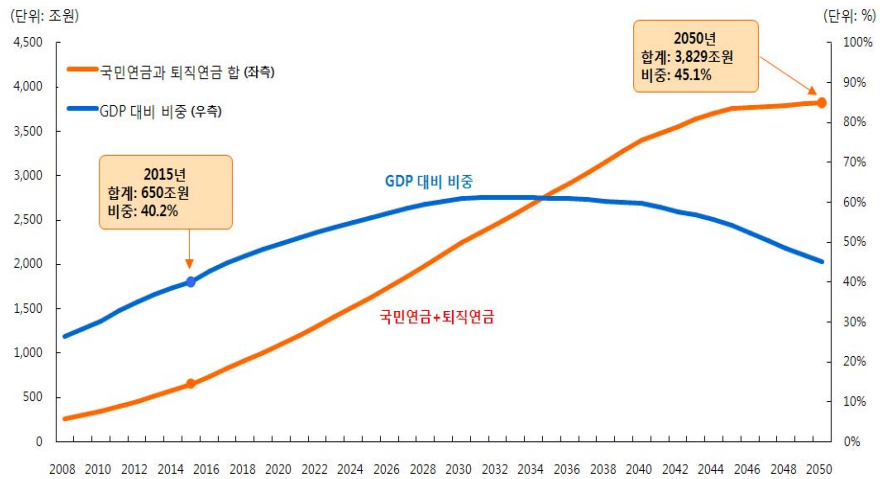
- 더불어 고령화 초기 단계 진입으로 연금자산이 빠르게 축적될 가능성이 높아 국내 자산운용시장의 성장 잠재력은 매우 우수함
 - 2015년 국민연금 및 퇴직연금 자산 규모는 약 650조원으로 예상되며, 이러한 연금자산 증가추세는 상당기간 지속될 전망
 - 국민연금+퇴직연금 자산: 651조원(2015년) → 3,829조원(2050년)
 - GDP 대비 연금자산(국민+퇴직)의 비중은 40% 내외 수준으로 추정
 - 이는 현재보다 상당히 높은 수준이지만, 미국 및 호주 등과 비교하면 낮은 수준
 - 국내 자산운용시장 규모가 커지면 외국계 자산운용회사의 유입 등 자산운용시장의 국제화가 자연스럽게 촉진될 것으로 예상
 - 호주의 경우에도 퇴직연금시장 확대를 통해 펀드시장 규모가 크게 늘어나고 그 결과 외국계 자산운용회사가 많이 유입됨

<그림 IV-1> 국민연금 및 퇴직연금 자산 규모 추정



자료: 보건복지부, 자본시장연구원

<그림 IV-2> 연금 자산 총규모 및 GDP 대비 비중 추정

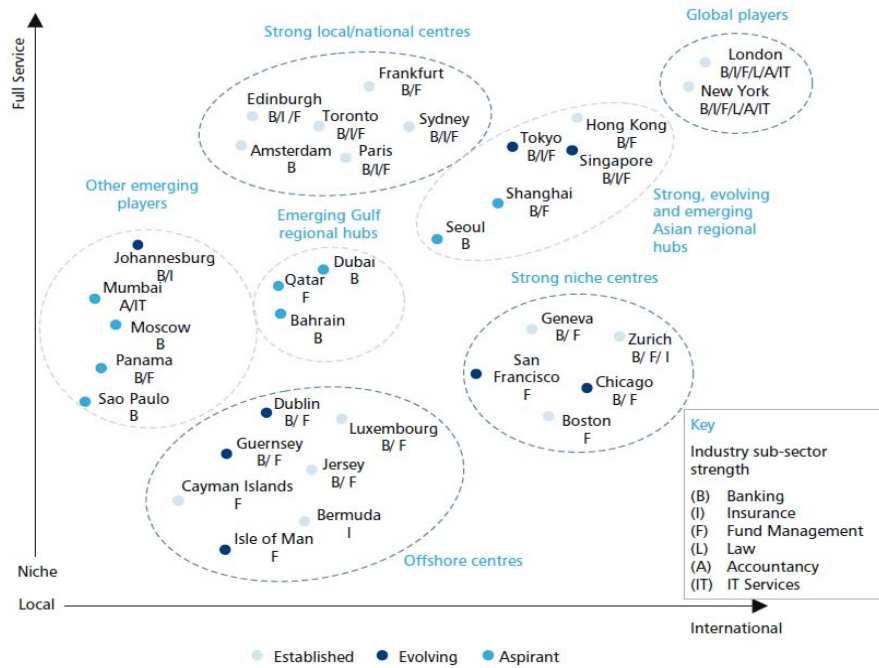


자료: 보건복지부, 자본시장연구원, 한국개발연구원(GDP 추정치)

2. 자산운용 허브로서의 경쟁력 평가

- 우리나라는 서비스 다양화 및 국제화에 있어 다른 아시아/태평양 지역 금융 중심지에 비해 경쟁력이 낮음
 - 2009년 금융 중심지 분류 현황을 보면, 다른 주요 아시아 도시들에 비해 서울의 글로벌 경쟁력은 서비스 다양화 및 국제화에 있어 낮은 것으로 나타남
 - 서울은 지역허브로서 홍콩 및 싱가포르 등 아시아 경쟁국가에 뒤쳐져 있음
 - 또한, 우리나라 금융산업의 경우 펀드산업보다는 은행 중심의 산업구조를 가지고 있는 것으로 나타남

<그림 IV-3> 금융 중심지 분류 현황



자료: Citi, Oliver Wyman, UK international financial services-The Future, A report from UK based financial services leaders to the Government

□ 영국계 컨설팅회사 Z/Yen그룹이 발표하는 국제금융센터지수(the Global Financial Centres Index, GFCI)에서도 서울의 순위는 홍콩 및 싱가포르에 비해 낮은 것으로 집계됨⁶⁾

- 서울은 아시아/태평양 지역에서 홍콩, 싱가포르, 중국, 일본 등 주요 도시 다음으로 8위에 선정됨
- 비록 국제금융센터지수는 상승하고 있지만 지역허브로서의 경쟁력이 현재 수준으로는 부족

6) GFCI는 2007년 3월 이후 6개월마다 발표하고 있고 금융서비스 전문가 대상 설문조사와 각종 지표를 종합하여 국제금융센터 순위를 매기고 있음

<표 IV-1> 국제금융센터지수(GFIC) 서울순위 추이

발표시기	평가대상 도시(A)	서울순위(B)	상위(B/A)
2010. 9(GFCI 8)	75	24위(▲4)	32%
2010. 3(GFCI 7)	75	28위(▲7)	37%
2009. 9(GFCI 6)	75	35위(▲18)	47%
2009. 3(GFCI 5)	62	53위(▽5)	85%
2008. 9(GFCI 4)	59	48위(▲3)	81%
2008. 3(GFCI 3)	59	51위(▽9)	86%
2007. 9(GFCI 2)	50	42위(▲1)	84%
2007. 3(GFCI 1)	46	43위(-)	93%

자료: Z/Yen, 서울시

□ 금융허브의 가능성을 평가할 수 있는 여타 지표에서도 한국은 홍콩 및 싱가포르에 비해 현저히 뒤지고 있음

— 중국 및 인도에 비해서는 우리나라의 금융허브 경쟁력이 높은 것으로 평가받는 반면, 우리나라가 목표로 하고 있는 경쟁국가인 홍콩 및 싱가포르에 비해서는 경쟁력이 매우 낮은 수준

- 금융 개방도 측면에서 FDI 제약이 많고 자본시장의 접근도와 투자 유인이 낮다는 평가
- 노동시장에 대해서는 유연성이 부족하고 높은 기술을 가진 외국인과 국제 경험이 부족하다는 평가
- 복잡한 세제 시스템 및 비즈니스 환경 등 보다 경직된 규제를 가지고 있다는 평가

<표 IV-2> 주요 국가별 경쟁력 평가

주요 항목		중국	홍콩	인도	일본	한국	싱가포르	비고 ¹⁾
Financial Openness	FDI Restrictions	80	2	36	78	61	4	WEF (Ranks)
	Access to Capital Markets	57	1	39	36	35	15	IMD (Ranks)
	Investment incentives	26	7	24	48	19	4	IMD (Ranks)
Labor	Difficulty of Hiring	11	0	33	28	11	0	WB (Index)
	Difficulty of Firing	40	0	70	0	30	0	WB (Index)
	Foreign High Skilled Peop.	37	4	32	44	27	2	IMD (Ranks)
	International Experience	59	1	34	50	18	6	IMD (Ranks)
Tax System	Simplicity	51	2	55	59	46	4	WEF (Ranks)
	Corporate Prof. Tax Rate(%)	33	17.5	35.9	46.3	25	18	
Business Environ.	Ease of Doing Business	93	5	134	11	23	1	WB (Index)
	Regulation Burden	30	2	76	31	14	1	WEF (Ranks)
Others	Language(English)	No	Yes	Yes	No	No	Yes	
	Legal Rights	2	10	5	6	6	10	WB (Index)
	Infrastructure Quality	69	8	78	12	23	2	WEF (Ranks)

주 : 1) WEF(World Economic Forum), IMD(International Institute for Management Development), WB(World Bank)에서 제공하는 전세계 국가경쟁력 지수임

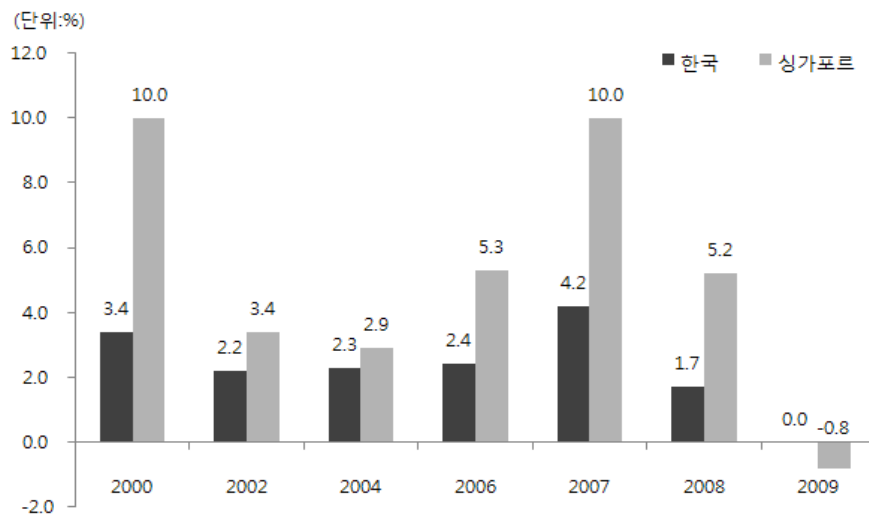
□ 일반적으로 역내 금융허브 또는 지역 금융허브의 숫자는 많을 수 없다는 지적이 제기되는 바, 우리나라 또는 서울이 이미 역내 금융허브 역할을 하고 있는 홍콩 또는 싱가포르를 능가할 수 있을지 냉정한 판단이 필요

— 이미 홍콩과 싱가포르의 금융허브로서의 경쟁력은 국제적인 수준이며, 우리나라와는 많은 격차가 있음

- 따라서 이를 극복하기 위해서는 대단히 파격적인 지원책이 병행되어야 함
- 특히, 국내 자산운용시장을 홍콩 및 싱가포르에 버금가는 수준의 금융허브로 육성하기 위해서는 해외 자산운용회사 및 외국인 펀드 투자자에 대해 파격적인 지원이 전제되어야 함
- 그러나 현재 국내 경제 현황 및 외국인에 대한 국내의 시각을 고려해 볼 때 이는 대단히 어려운 과제일 것으로 생각됨
- 우선 해외 자산운용회사 및 외국인 펀드 투자자들에게 인센티브를 제공하기 위해서는 든든한 재정여건이 뒷받침되어야 하는데, 재정여건이 밝지 못함
 - 싱가포르가 1990년대 말에서 2000년대 초반까지 자산운용시장을 금융허브의 축으로 키울 때 GDP 대비 재정흑자는 10% 내외였으며, 지난 10년간 재정흑자는 연평균 4.8% 수준이었음
 - 반면 최근 우리나라의 재정수지는 균형수준에 근접해 있으며, 향후 각종 사회보장지출 등이 늘어나면 적자로 전환될 가능성이 매우 큼
- 또한, 외국인에 대한 부정적인 시각, 언어적인 장벽 등도 커다란 장애 요인이 될 수 있음
 - 우리나라는 외국인 투자자들이 국내 금융시장에서 큰 이익을 취득한 후 자본을 환수하는 것에 대해 매우 부정적인 시각을 가지고 있음
 - 외국 아이디어와 새로운 도전에 대한 적응도도 싱가포르에 비해 크게 떨어지는 것으로 나타남
 - 이는 해외 자산운용회사 및 외국인 펀드 투자자에게 강력한 인센티브를 제공하는데 대해 사회적합의를 도출하기가 쉽지 않음을 의미

- 결정적으로 언어장벽은 극복하기 쉽지 않으며, 언어장벽의 존재는 금융허브 유형의 발전전략에 결정적인 장애요인

<그림 IV-4> GDP 대비 중앙정부 재정수지



주 : 재정수지는 중앙정부의 수입에서 지출을 뺀 값을 GDP로 나눈 값의 백분율
 자료: IMF

<표 IV-3> 외국 아이디어 및 신도전에 대한 적응도

IMD Index	한국 순위	싱가포르 순위
National Culture (is open to foreign ideas)	53위	7위
Flexibility and Adaptability (of people in your economy when faced with new challenges)	28위	18위

주 : 조사대상 국가는 총 60개국임
 자료: IMD

3. 향후 과제

가. 자산운용시장 도약을 위한 기본 전략

- 국내 경제 환경에 적합한 최적의 발전모델을 선택하고, 범정부적인 집중적 지원이 필요
 - 호주의 자국 펀드수요 창출 유형과 싱가포르 및 아일랜드의 금융허브 유형 모두를 추구하는 전략은 현실적으로 불가능

- 국내 자산운용시장은 자산운용을 핵으로 하는 기존의 금융허브 중심국 이상의 허브로 도약하기 어려운 것으로 판단됨
 - 국내 자산운용시장은 금융허브 측면의 경쟁력이 싱가포르 및 홍콩 등 역내 자산운용 허브 국가에 비해 현저히 낮은 수준
 - 이를 극복하기 위해서는 해외 자산운용회사 및 외국인 펀드 투자자에게 대규모 인센티브를 제공해야 하지만, 이 또한 여의치 않은 상황
 - 따라서 유수의 자산운용회사, 보관·관리업자, 수탁사 등의 집적에 한계가 있음

- 경제력을 기반으로 국내 펀드수요 창출을 위해 역량을 집중하는 것이 보다 용이한 전략인 것으로 판단함
 - 연금자산의 확충 및 가계 금융자산 확대 유도를 통해 국내 자산운용시장의 펀드수요를 확충할 필요가 있음

- 국내 펀드수요 확충으로 자산운용시장 규모가 커지면 해외 우수 자산운용회사의 자연스러운 유입이 기대
- 특히 중국과 인도 등 대규모 경제력을 보유한 국가들이 자산운용 관련 기반을 구축해 선진 자산운용회사들을 본격적으로 유치하기 전에, 국내 자산운용시장의 조속한 확대가 필요함

나. 과제 1: 법령 및 규율체계 정비 완성

□ 먼저 자본시장법 상 사모펀드에 대한 규제완화가 필요

- 미국 및 EU 등은 사모펀드에 대한 규제를 강화하고 있으나, 이 국가들의 방향은 지나친 자율에서 필요한 규제로 선회한 것으로 이해할 필요가 있음
- 반면, 우리나라는 너무 강한 규제수준으로 시장형성이 어려웠기 때문에 최소한 시장형성이 가능할 정도로 규제를 축소할 필요가 있음

□ 이러한 사모펀드에 대한 규제완화를 바탕으로 복잡다단한 사모펀드 규제체계를 일원화할 필요가 있음

- 우선 자본시장법 내 사모펀드 관련 특례들을 하나의 특례로 일원화
 - 자본시장법 내 사모펀드: 사모집합투자기구, 적격투자자 사모집합투자기구, 사모투자전문회사, 기업채무안정 사모투자전문회사
- 장기적으로는 11개 개별 특별법 하의 사모펀드들도 자본시장법 규율체계로 이관하는 것이 바람직함

- 헤지펀드, 다양한 유형의 PEF 등 대체투자로 불리우는 사모펀드를 활성화하면 연기금 등 기관투자자에게 다양한 상품을 제공할 수 있는 배경이 마련
 - 국민연금 등 대형 연기금들은 주식 및 채권 등 전통적인 자산에 투자하여 충분한 수익을 올리는 것이 갈수록 어려워지고 있음
 - 특히 채권을 중심으로 한 특정자산에 쏠림현상이 심해 여러 가지 부작용 양산
 - 따라서 국내를 기반으로 한 대체투자상품을 다양하게 제공하는 것은 반드시 필요

다. 과제 2: 효율적 경쟁규율 확립

- 국내 자산운용시장은 경쟁적인 시장의 전형적인 특징들과 비경쟁적 시장의 특징들이 혼재되어 있으며, 가격(보수)을 통한 시장규율이 제대로 이루어지지 않고 있음⁸⁾
 - 이는 국내 자산운용시장에 효율적인 경쟁규율이 제대로 확립되어 있지 않음을 의미
 - 김재철·박진모(2010)에 의하면 국내 주식형펀드 시장에서는 수익률을 통한 시장규율은 발견되고 있으나, 가격(보수)을 통한 시장규율은 부재⁹⁾

7) 이와 관련해서는 김재철 외(2009)를 참고하기 바람

8) 이에 대해서는 김재철·박진모(2010)의 연구를 참조할 수 있음

9) 여기에서 표현하고 있는 시장규율이라 함은 투자자들이 수익률 및 가격(보수)을 정보로 하여 펀드를 선택함으로써 수익률이 낮거나 가격이 높은 펀드는 시장에서 자연스럽게 퇴출되는 것을 의미함

□ 펀드 판매채널 확대와 판매인력의 요건강화를 통해 비용 및 업무처리 효율성을 높이고 이해상충문제를 해소함으로써 공정한 경쟁을 촉진할 수 있음

— 펀드슈퍼마켓과 독립 펀드 판매사 설립을 통해서 비용 효율성을 제고하고 이해상충 문제를 완화할 수 있음

- 미국에서는 펀드슈퍼마켓에서 거래되는 No-transaction fee 주식형펀드가 성과가 더 좋으며, 더 낮은 12b-1(marketing) 비용을 지불(Ciccotello et al. 2007)
- No-transaction fee를 기반으로 한 펀드슈퍼마켓과 같은 판매채널은 브로커에게 많은 비용을 지불해야하는 소형 자산운용회사들에게 낮은 비용으로 펀드를 판매할 수 있는 채널을 제공(Ciccotello et al.(2007))
- 독립적인 판매채널은 고객에게 더 좋은 서비스를 제공하여 대리인 문제를 완화시킴(Mayers and Smith(1981), Kim et al.(1996), Regan and Tzeng(1999), Baranoff and Sager(2003))

— 펀드 판매인에 대한 자격요건 및 교육 강화를 통해서 서비스의 질과 비용의 효율성을 높일 수 있음

- 전문성이 높은 판매업자는 정보제공 능력이 우수하기 때문에 질 높은 서비스를 고객에게 제공(Mayers and Smith(1981), Barrese and Nelson(1992), Berger et al.(1997), Gamarra and Growitsch(2010))
- 또한, 판매업자는 One-Stop 금융서비스를 제공하고 이를 통해 소비자는 Shopping cost를 축소(Ciccotello et al.(2007))

□ 투자자들이 펀드와 관련된 비용구조를 쉽게 인지할 수 있도록 펀드 보수 및 수수료 체계의 근본적인 개편이 필요함

- 펀드에 대한 투자 선택 시 및 펀드 보유기간 중 판매보수 및 운용보수 등 펀드와 관련된 서비스 가격의 중요성을 투자자들이 인지할 수 있는 방안이 마련되어야 함
 - 투자설명서에 백분율로 표기한 단순한 보수율을 기재하지 않고 ‘금액기준 얼마를 투자하면 보수는 금액기준으로 얼마’ 등 보다 직접적인 표현 사용 고려(김재철·박진모(2010))
 - 중장기적으로 판매보수와 선취판매수수료로 이원화되어 있는 펀드 판매와 관련된 가격체계를 선취판매수수료로 통일할 필요가 있음(김재철·박진모(2010))
- 정부가 이미 시행한 개선방안에 대한 조속한 정착노력이 필요
 - 2010년 1월 실시된 펀드 판매회사 이동제도의 활성화를 통해 펀드 서비스 다양화 및 수수료 인하 등 펀드산업의 질적 성장과 금융 소비자의 편익 증대 필요
 - 체감식 보수제도(투자기간별 보수 차등화)를 적용한 펀드 출시를 증가시키고 이를 투자자들이 보다 쉽게 알 수 있도록 교육 및 홍보가 필요

라. 과제 3: 펀드에 대한 장기수요 획기적 확충

□ 가계자산의 펀드시장 유도를 위한 지속적 노력 필요

- 우리나라의 경우 주요 국가들에 비해 전체 가계자산에서 금융자산이 차지하는 비중이 상대적으로 낮음
 - 한국의 가계자산 대비 금융자산 비중은 20% 수준으로 미국, 영국 및 일본의 64.9%, 45.2%, 58.7%에 비해 상대적으로 낮음

- 2009년말에 폐지되었던 장기투자펀드에 대한 세제혜택을 부활시키고 기간별 세제혜택을 점진적으로 늘려 장기투자를 활성화
 - 3년, 5년, 10년 등의 보유기간별 세제혜택을 달리함으로써 장기펀드투자를 유도
 - 미국에서는 장기투자를 증진시키기 위해 의회에서 "the Growth Act" 법안을 논의 중이며, 이는 펀드환매 전까지 자동으로 채투자된 자본이득에 대해서는 과세를 이연

<표 IV-4> 한·미·영·일 가계자산 구성 비교

(단위: %)

	한국	미국	영국	일본
비금융자산	79.6	35.1	54.8	41.3
금융자산	20.4	64.9	45.2	58.7

주 : 기준시점은 한국 2006년, 미국 2010년 2분기, 영국 2009년, 일본 2008년임
 자료: 금융투자협회

□ 또한, 국민연금자산의 외부위탁운용 확대가 필요

- 국민연금자산의 외부위탁운용 확대는 자산운용시장 규모 확대에도 도움이 될 뿐만 아니라 국민연금자산 운용 측면에서도 필요
 - 향후 국민연금자산이 비약적으로 증가할 것으로 예상되는데, 이 경우 국민연금관리공단 내부의 운용 인력으로는 자산의 효율적인 운용에 한계가 있을 것으로 예상
 - 또한 운용자 분산을 통해 위험분산을 도모하고, 금융시장에 미치는 영향을 분산
- 특히, 주식형펀드 및 해외펀드 투자의 경우 위탁운용으로 유도

- 세제혜택 및 인센티브 제공을 통해 퇴직연금 자산을 확충하고 이를 펀드시장에 유도함으로써 국내 자산운용시장의 규모를 확충
 - 우리나라는 많은 국가에서 채택하고 있는 EET(Exempt-Exempt-Tax) 과세제도를 보유하고 있음
 - EET는 퇴직연금 적립금액과 운용수익에 대해서는 비과세하고 급여수령 단계에서 과세하는 제도임
 - 퇴직연금에 대한 세제혜택 확대, 장기보유 시 인센티브 제공 및 중간정산 시 패널티 부과가 필요
 - DC형의 경우 연금저축 불입액과 합산하여 연간 300만원인 소득 공제혜택을 획기적으로 늘려 근로자들이 보다 많은 금액을 적립할 수 있도록 인센티브 제공 필요¹⁰⁾
 - 퇴직연금에 있어 일시금 수령보다는 연금 수령방식에 더 많은 세제혜택을 부여하여 노후생활보장에 유리하도록 제도 보완¹¹⁾
 - 중간정산에 대한 과세부담을 확대하거나 패널티를 적용하고 IRA로 통산할 경우 현재보다 더 많은 세금혜택 부여¹²⁾
 - 퇴직연금의 의무가입 및 5인 미만 사업장까지 확대 적용 필요
 - 현행 5인 미만인 사업장의 경우 퇴직연금 및 퇴직금 중 선택 가입이 가능하나 향후 퇴직연금의 의무 가입으로 전환할 필요
 - 2010년 12월 5인 미만 사업장에 국한되어 있는 것을 4인 이하 사업장에도 적용할 예정임

10) 기획재정부는 '2010년 세제개편안'을 통해 현행 300만원의 공제혜택을 400만원으로 늘림

11) 기획재정부는 '2010년 세제개편안'을 통해 퇴직금을 일시금으로 받을 경우 적용되는 정률공제율을 45%에서 40%로 축소함

12) 미국에서는 중간정산에 대해 10% 패널티를 적용하고 있고, 호주에서는 원칙적으로 중간정산이 불가능함

- 자산운용시장의 질적 발전을 위해 퇴직연금 자산운용 규제를 보다 완화할 필요
 - DC형은 혼합형펀드에 대한 투자만 허용되며, 주식형펀드 및 주식 직접투자가 허용되지 않는 등 상당한 수준의 운용규제가 적용

참고 문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 금융투자협회·미래에셋퇴직연금연구소, 2010, 『호주 퇴직연금의 성공신화』 .
- 김재철·빈기범·박진모·김관영, 2009, 『펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향』 , 자본시장연구원 조사보고서 09-02.
- 김재철·박진모, 2010, 『국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로』 , 자본시장연구원 연구보고서 10-03.
- 박재하, 2006, 『자산운용업 특화 금융허브 구축방안』 , 한국금융연구원 정책조사보고서 2006-05.
- 이새롬, 2010, 『퇴직연금 활성화를 위한 국가간 과세제도 비교분석』 , 한국투자증권 퇴직연금연구소 리포트.

<해외문헌>

- Baranoff, E., Sager, T., 2003, The Relations Among Organizational and Distribution Forms and Capital and Asset Risk Structure in the Life Insurance Industry, *Journal of Risk and Insurance* 70, 375-400.
- Barrese, J., Nelson, J.M., 1992, Independent and Exclusive Agency Insurers: A Reexamination of the Cost Differential, *Journal of Risk and Insurance* 59, 375-397.
- Berger, A.N., Cummins, J.D., Weiss, M.A., 1997, The Coexistence of Multiple Distribution Systems for Financial Services: The Case of Property-Liability Insurance, *Journal of Business* 70, 515-546.

- Ciccotello, C.S., Greene, J.T., Walsh, L.S., 2007, Supermarket distribution and brand recognition of open-end mutual funds, *Financial Services Review* 16, 309-326.
- Gamarra, L.T., Growitsch, C., 2010, Comparing Single- and Multi channel Distribution Strategies in the German Life Insurance Market: An Analysis of Cost and Profit Efficiency, *Schmalenbach Business Review* 62, 401-417.
- Holzmann, R., 2009, *Aging Population, Pension Funds, and Financial Markets*, World Bank.
- Kim, W.J., Mayers, D., Smith, C.W., 1996, On the Choice of Insurance Distribution Systems, *Journal of Risk and Insurance* 63, 207-227.
- Mayers, D., Smith, C.W., 1981, Contractual Provisions, Organizational Structure, and Conflict Control in Insurance Markets, *Journal of Business* 54, 407-434.
- Merrill Lynch and Capgemini, 2010, *World Wealth Report*.
- Nielson, L., 2010, Superannuation 2010-2011, Parliament of Australia Research Paper.
- Regan, L., Tzeng, L.Y., 1999, Organizational Form in the Property-Liability Insurance Industry, *Journal of Risk and Insurance* 66, 253-273.

<웹사이트>

금융감독원	www.fss.or.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
한국투자증권 퇴직연금	www.truefriend.com/tfpension
ICI	www.ici.org
IFIA	www.irishfunds.ie
IMA	www.investmentfunds.org.uk
MAS	www.mas.gov.sg