

선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점

2008. 11

연구위원 송 홍 선
연구원 공 경 신

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

자산운용산업은 세계적으로 성장속도가 가장 빠른 금융산업이다. 전 세계 운용자산이 약 100조 달러에 달하고 부가가치(수수료)도 적어도 연간 1조 달러를 상회하는 것으로 추정된다. 비록 글로벌 금융위기로 자산운용산업이 현재 어려움을 겪고 있지만 금융발전의 동력인 자본시장형 금융혁신이 지속되는 한, 자산운용산업은 자본시장의 수요측면(buy-side)을 구성하며 성장을 지속할 것이다.

자산운용산업과 투자은행산업의 균형적인 발전은 자본시장의 효율적 발전에 필수요소이다. 투자은행산업만 불균형적으로 발전한다면 그 비효율은 투자자의 피해와 자산운용산업의 저발전으로 나타날 것이다. 반대로 자산운용산업만 불균형적으로 발전한다면 그 비효율은 기업(issuer)과 투자은행산업의 저 발전을 초래할 것이다. 투자은행 못지않게 연기금, 뮤추얼펀드, 보험, 자산관리, 헤지펀드, PEF 등의 자산운용산업에 대한 연구가 중요한 이유가 여기에 있다.

자본시장통합법이 시행되면 누구나 예상하듯 자산운용산업은 시장구조, 상품구조, 비즈니스모델 등에서 상당한 변화가 불가피할 것이다. 산업의 가치사슬은 빠르게 진화할 것이며, 자산운용회사는 새로운 경쟁 환경 아래서 사업기회 확대와 동시에 위험의 증대에 직면하게 될 것이다. 전략위험을 관리하는 것이 어느 때 보다 중요해진 것이다. 산업의 흐름과 사정을 많이 알수록 기회의 창은 넓어지고 위험은 작아진다. 자산운용산업 전체의 가치사슬이 어떻게 진화해 가고 있는지, 개별 자산운용시장의 성장성, 수익성, 상품트렌드는 어떠한지, 그리고 벤치마크 할만한 적합한 선진 자산운용회사들의 비즈니스모델, 경영구조, 전략 등이

있는지에 대한 이해는 필수적이다.

본 보고서는 이러한 문제의식을 배경으로 자산운용산업, 시장, 선진 자산운용회사에 대한 체계적인 분석을 담고 있다. 우선, 자산운용산업의 가치사슬과 그 진화적 특성을 분석하고 있고 뮤추얼펀드, 연기금, 보험, 대체투자, 자산관리 등 개별 시장의 트렌드도 연구하고 있다. 또한 선진 자산운용회사에 대한 사례연구를 통해 국내 자산운용회사들에게 소유구조, 조직형태, 성장전략, 사업구조, 재무구조 등에 대한 전략적 함의를 도출하고 있다.

본 보고서를 작성하는데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 송홍선 연구위원과 공경신 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 지정 논평을 맡아 주신 본 연구원의 김재철 연구위원, 사내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들, 그리고 원고 정리에 수고를 아끼지 않은 이수연, 김지희 연구조원에게 감사를 전한다. 마지막으로 본 보고서의 모든 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2008년 11월

한국증권연구원

원장 김 형 태

목 차

| | |
|-------------------------------|-----|
| 序言 | i |
| Executive Summary | xii |
| Abstract | xxi |
| | |
| I. 서론 | 3 |
| | |
| II. 선진 자산운용산업의 가치사슬 | 9 |
| 1. 자산운용산업의 개념 및 체계 | 9 |
| 2. 자산운용산업의 가치사슬 | 16 |
| | |
| III. 선진 자산운용시장의 현황과 트렌드 | 37 |
| 1. 개요 | 37 |
| 2. 뮤추얼펀드 | 45 |
| 3. 연기금 | 60 |
| 4. 보험자산 | 72 |
| 5. 대체투자 | 75 |
| 6. 고액자산관리 | 85 |

| | |
|--|------------|
| IV. 선진 자산운용회사의 경영구조 및 전략 | 93 |
| 1. 소유구조와 법인격(Legal Entity) | 93 |
| 2. 성장전략 | 101 |
| 3. 사업구조 | 113 |
| 4. 재무구조 | 122 |
| | |
| V. 국내 자산운용시장에 대한 시사점 | 129 |
| 1. 성장잠재력 측면 | 129 |
| 2. 산업의 가치사슬 측면 | 134 |
| 3. 자산운용회사의 경영구조 측면 | 138 |
| 4. 자산운용회사의 사업전략 측면 | 141 |
| 5. 자산운용회사의 성장전략 측면 | 145 |
| | |
| 참고문헌 | 151 |
| | |
| 부록: 선진 자산운용회사 사례분석 | 161 |
| 1. Franklin Resources, Inc | 161 |
| 2. AllianceBernstein Holding L.P. | 181 |
| 3. UBS Global Asset Management | 197 |
| 4. BlackRock | 209 |
| 5. Legg Mason | 224 |

표 목 차

| | |
|---|----|
| <표 II-1> 유럽의 판매채널 현황 | 28 |
| <표 II-2> 미국의 펀드판매채널 | 29 |
| <표 III-1> 전통적 자산운용부문의 성장 추이(AUM 기준) | 39 |
| <표 III-2> 전통적 자산운용부문의 국가별 현황(AUM 기준) | 40 |
| <표 III-3> 헤지펀드 및 사모투자 추이 | 42 |
| <표 III-4> 글로벌 상위 10대 자산운용회사(2006년) | 45 |
| <표 III-5> 뮤추얼펀드의 지역별 분포 | 46 |
| <표 III-6> 미국 뮤추얼펀드의 주주(투자자) 구성 | 48 |
| <표 III-7> 미국 가계금융자산과 뮤추얼펀드 | 49 |
| <표 III-8> 미국의 뮤추얼펀드 진화(AUM 기준) | 55 |
| <표 III-9> 글로벌 10대 뮤추얼펀드 스폰서(2007년) | 59 |
| <표 III-10> 주요국의 연기금 규모 | 62 |
| <표 III-11> 주요 기업의 DB형 연금의 적자규모 | 65 |
| <표 III-12> 미국 퇴직연금의 구조 | 66 |
| <표 III-13> OECD의 사적연금 포트폴리오 구성(2005년) | 68 |
| <표 III-14> 주요국 공적연금의 포트폴리오(2006년) | 69 |
| <표 III-15> 글로벌 대형 연기금(2007년) | 70 |
| <표 III-16> 글로벌 DC형 연금 운용자(2007년) | 71 |
| <표 III-17> 미국 생명보험 자산의 포트폴리오 | 73 |
| <표 III-18> 글로벌 상위 10대 보험회사(2007년) | 74 |
| <표 III-19> 글로벌 보험계 자산운용회사(2006년) | 75 |
| <표 III-20> 전통투자와 대체투자 차이 | 76 |
| <표 III-21> PEF와 헤지펀드 비교 | 78 |
| <표 III-22> 기관투자자의 PEF 익스포저(평균 자산 대비) | 80 |

| | |
|--|-----|
| <표 III-23> 기관투자자의 대체투자 익스포저(2005년 9월) | 81 |
| <표 III-24> 헤지펀드 매니저 (2007년) | 83 |
| <표 III-25> PEF 매니저(2007년) | 85 |
| <표 III-26> HNWI의 지역별 분포(2006년) | 87 |
| <표 III-27> 글로벌 프라이빗뱅크 | 90 |
| <표 IV-1> 글로벌 30대 자산운용회사(2006년 말 기준) | 96 |
| <표 IV-2> 주요 독립계 자산운용회사의 소유구조(2007년) | 98 |
| <표 IV-3> 미국 투자자문회사의 법인격 | 99 |
| <표 IV-4> 글로벌 10대 뮤추얼펀드 스폰서 추이(AUM 기준) | 105 |
| <표 IV-5> 최근의 자산운용회사 주요 M&A 사례 | 113 |
| <표 IV-6> 선진 자산운용회사의 사업구조(서비스 및 고객별) | 116 |
| <표 IV-7> 미국 투자자문회사의 고객유형 | 116 |
| <표 IV-8> 선진 자산운용회사의 자산구성(2006년) | 119 |
| <표 IV-9> 선진 자산운용회사의 자산구성 | 121 |
| <표 IV-10> 주요 자산운용회사의 자본구조 | 123 |
| <표 IV-11> 주요 자산운용회사의 수익구조(2006) | 124 |
| <표 V-1> 집합투자기구별 투자비중(설정잔액 기준) | 143 |
| <표 V-2> 국내 자산운용회사의 주요 M&A 사례 | 146 |
| <부록 표-1> Franklin Resources의 고객별 사업구조 | 170 |
| <부록 표-2> Franklin Resources의 주식소유구조 | 172 |
| <부록 표-3> Franklin Resources의 개인 대주주 | 172 |
| <부록 표-4> Franklin Resources의 기관투자자별 보유주식수 | 173 |
| <부록 표-5> 뮤추얼펀드의 Franklin Resources 주식 보유현황 | 174 |
| <부록 표-6> Franklin Resources의 주요 재무지표 추이 | 178 |
| <부록 표-7> Franklin Resources의 수익 및 비용 구조 | 180 |
| <부록 표-8> AllianceBernstein의 서비스부문별 요약 | 185 |
| <부록 표-9> AllianceBernstein의 주식소유구조 | 188 |

| | |
|---|-----|
| <부록 표-10> AllianceBernstein의 기관투자자별 보유주식수 | 188 |
| <부록 표-11> 뮤추얼펀드의 AllianceBernstein 주식 보유현황 | 189 |
| <부록 표-12> 리서치 관련 인력현황 | 193 |
| <부록 표-13> AllianceBernstein의 주요 재무지표 추이 | 194 |
| <부록 표-14> AllianceBernstein의 수익 및 비용 구조 | 196 |
| <부록 표-15> 합병시기의 SBC와 UBS 비교 | 199 |
| <부록 표-16> UBS AG의 주식 보유 현황 | 200 |
| <부록 표-17> UBS Global Asset Management의 수익 및 비용구조 | 208 |
| <부록 표-18> BlackRock의 주식소유구조 | 215 |
| <부록 표-19> BlackRock의 기관투자자별 보유주식수 | 216 |
| <부록 표-20> 뮤추얼펀드의 BlackRock 주식 보유현황 | 217 |
| <부록 표-21> 상품별 합병 효과(기말 AUM 변동) | 218 |
| <부록 표-22> BlackRock의 AUM 구성 | 219 |
| <부록 표-23> BlackRock의 주요 재무지표 | 221 |
| <부록 표-24> BlackRock의 수익 및 비용구조 | 223 |
| <부록 표-25> 1990년대 Legg Mason의 주요 M&A 사례 | 226 |
| <부록 표-26> Legg Mason의 해외 M&A 현황 | 226 |
| <부록 표-27> P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Managers | 227 |
| <부록 표-28> Legg Mason의 주식소유구조 | 229 |
| <부록 표-29> Legg Mason의 기관투자자별 보유주식수 | 230 |
| <부록 표-30> 뮤추얼펀드의 Legg Msson주식 보유현황 | 230 |
| <부록 표-31> Legg Mason의 자회사별 AUM | 232 |
| <부록 표-32> 총운용자산액 중 CAM과의 사업교환에 의한 유입액 | 235 |
| <부록 표-33> 비즈니스라인별 CAM과의 사업교환에 의한 유입액 | 236 |
| <부록 표-34> Legg Mason의 주요 재무지표 추이 | 238 |
| <부록 표-35> Legg Mason의 수익 및 비용 구조 | 240 |

그림 목 차

| | |
|---|-----|
| <그림 I-1> 본 보고서의 연구체계 | 6 |
| <그림 II-1> 자산운용의 정의 및 분류 | 11 |
| <그림 II-2> 자산운용과 자본시장 | 16 |
| <그림 II-3> 선진 자산운용산업의 가치사슬 | 18 |
| <그림 II-4> core-satellite 전략 | 23 |
| <그림 II-5> 자산운용회사의 비즈니스 모델 | 32 |
| <그림 III-1> 글로벌 자산운용 총규모: 종류별 비중(2006년 AUM 기준) .. | 38 |
| <그림 III-2> 고액자산관리부문의 성장 추이(AUM 기준) | 43 |
| <그림 III-3> 뮤추얼펀드의 상품구성(비중) | 51 |
| <그림 III-4> 부양인구비율 추정 | 64 |
| <그림 III-5> 고액자산관리의 자산분배 | 88 |
| <그림 III-6> 역외금융센터(2005년) | 89 |
| <그림 IV-1> 미국 뮤추얼펀드 스폰서 추이 | 102 |
| <그림 IV-2> 펀드스폰서 유형별 M&A(1990년~2000년) | 108 |
| <그림 IV-3> 자산운용회사의 M&A 추이 | 109 |
| <그림 IV-4> 글로벌 자산운용회사의 M&A(매수자 기준) | 110 |
| <그림 IV-5> 12b-1 수수료 지출 구성(2005년) | 126 |
| <그림 V-1> 전통 자산운용의 시장 성장성 | 130 |
| <그림 V-2> PEF 비중 | 133 |
| <그림 V-3> AUM 구성 | 134 |
| <부록 그림-1> Franklin Resources의 조직구조와 자회사별 사업특성 | 169 |
| <부록 그림-2> Franklin Resources의 국가별 AUM(미국 제외) | 171 |
| <부록 그림-3> Alliancebernstein의 AUM 증가(판매채널 및 지역별) .. | 183 |

| | |
|---|-----|
| <부록 그림-4> Alliancebernstein의 자회사별 사업구조 | 183 |
| <부록 그림-5> AllianceBernstein의 수익구조 | 186 |
| <부록 그림-6> AllianceBernstein의 지역별 투자서비스, 클라이언트 로케이션 .. | 187 |
| <부록 그림-7> UBS AG의 비즈니스 라인 | 197 |
| <부록 그림-8> UBS Global Asset Management 고객별 투자금액 | 205 |
| <부록 그림-9> 기관과 도매중개업자의 자산클래스별 투자비중 | 206 |
| <부록 그림-10> Legg Mason의 연도별 AUM 증가추이 | 228 |
| <부록 그림-11> Legg Mason의 사업부문별 주요 자회사 | 231 |

약 어 표

| | |
|---------|--|
| AM | Asset Management |
| AUM | Asset Under Management |
| BGI | Barclays Global Investors |
| BW | Bond with Warrant |
| CalPERS | California Public Employees' Retirement System |
| CAM | Citigroup Asset Management |
| CB | Convertible Bond |
| CDO | Collateralized Debt Obligations |
| CGQ | Corporate Governance Quotient |
| CSRC | China Securities Regulatory Commission |
| ECN | Electronic Communication Network |
| EET | Exemption Exemption Tax |
| ERISA | Employee Retirement Income Security Act |
| ETF | Exchange Trade Fund |
| FIL | Fidelity International Limited |
| FMR | Fidelity Management and Research LLC |
| FIX | Financial Information Exchange |
| FoF | Fund of Fund |
| FoHF | Fund of Hedge Fund |
| FRB | Federal Reserve Bank |
| FTDI | Franklin Templeton Distributors, Inc. |
| GP | General Partners |
| HNWI | High Net Worth Individual |
| ICI | Investment Company Institute |
| IFA | Independent Financial Adviser |
| IFSL | International Financial Services London |
| IMA | Investment Management Association |
| IRA | Individual Retirement Account |
| ISS | Institutional Shareholder Services |
| KKR | Kohlebeg Kravis Roberts |
| LLC | Limited Liability Company |

| | |
|-----------|--|
| LDI | Liability Driven Investment |
| LLP | Limited Liability Partnership |
| LP | Limited Partnership |
| LSE | London Stock Exchange |
| MLCG | Merrill Lynch and Cap Gemini |
| MLIM | Merrill Lynch Investment Management |
| MMF | Money Market Fund |
| NYSE | New York Stock Exchange |
| PAYG | Pay As You Go |
| PEF | Private Equity Fund |
| PIMCO | Pacific Investment Management Co |
| QFII | Qualified Foreign Institutional Investor |
| ROE | Return On Equity |
| SBC | Swiss Bank Corporation |
| SDIC | State Development Investment Corporation |
| SEC | Securities and Exchange Commission |
| SPC | Special Purpose Company |
| SPDR | Standard & Poor's Depository Receipt |
| STP | Straight Through Processing |
| SWX | Swiss Exchange |
| TIAA-CREF | Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund |
| TPG | Texas Partners Group |
| TSE | Tokyo Stock Exchange |
| UBS | Union Bank of Switzerland |
| WM | Wealth Management |

< Executive Summary >

본 보고서는 글로벌 자산운용산업의 주요 트렌드와 선진 자산운용회사들의 경영구조와 전략에 관한 내용을 담고 있다. 이를 통해 자본시장통합법 이후 커다란 변화가 예상되는 국내 자산운용산업을 전망하고 국내 자산운용회사들에게 경영전략적인 시사점을 제공하는데 목적이 있다.

1. 글로벌 자산운용산업의 가치사슬과 그 진화

경영전략적인 관점에서 비즈니스기회의 선점은 산업의 가치사슬과 그 진화경로에 대한 이해를 바탕으로 가능하다. 자산운용산업이라고 예외는 아니다. 2000년대 높은 성장성을 보이고 있는 자산운용산업은 가치사슬의 변화도 성장속도만큼이나 급격한 모습이다. 가치사슬은 크게 판매 및 자산운용부문으로 구성된 일선업무와 수탁, 결제, 회계, 사무관리 등의 후선업무로 나눌 수 있다.

판매채널부문에서는 판매와 운용의 분리가 빠르게 진행되면서 판매채널은 이른바 개방형 판매구조로 빠르게 재편되고 있다. 나아가 펀드판매채널이 점차 보험, 연기금, 예금 등과 결합하는 통합판매채널이 새롭게 등장하고 있다. 다만, 개방형 판매구조는 미국/영국과 유럽대륙의 경우 다른 양상으로 발전하고 있는데, 유럽대륙의 경우 펀드슈퍼마켓이나 독립적인 판매조직보다는 금융그룹의 판매 자회사들을 중심으로 발전하고 있다. 이에 반해 미국/영국은 독립적인 판매채널이나 펀드슈퍼마켓 등을 통해 발전하고 있다. 이는 유니버설뱅킹이 일반적인 유럽대륙과 전업주의 전통이 강한 미국/영국간의 금융시스템의 차이를 반영하고 있다는 점에서 우리나라의 향후 판매채널의 진화 과정에 일정한 시사점을 제공하고 있다.

또한 상품성이 있는 특정 펀드상품만을 전략적으로 선택하여 판매하는 재량적 판매구조도 간과할 수 없는 트렌드이다. 판매와 운용의 분리 추세는 금융상품에 대한 교차판매로 수익시너지를 얻기 위한 금융겸업화의 흐름에 대한 일종의 반경향(counter-tendency)으로 금융그룹의 사업부 형태로 자산운용업에 진출한 유럽 금융회사에서 비교적 강하게 나타나고 있다. 대표적으로 Merrill Lynch는 자산운용 부문 자회사를 BlackRock에 매각하고, 자신은 판매채널에만 집중하고 있다.

핵심 자산운용부문(core AM)은 자산운용산업 가치사슬의 핵심적인 부문으로 투자상품 및 운용전략의 혁신이 지속될 수 있도록 조직이 설계되고 있다. 특히, 중심(core)에는 시장수익률을 추종하는 인덱스펀드, ETF 등으로 자산 포트폴리오를 구성하고, 주변(satellite)에는 스타일, 업종, 지역, 헤지펀드, PEF, 외환, REIT, 상품(commodity) 등의 자산을 독립적으로 배치하여 시장수익률을 상회하는 초과수익률을 얻는 중심-주변(core-satellite)전략이 늘어나고 있다.

Core-satellite 전략은 인사와 보상체계 등 조직측면에서도 차별화를 가속하여 운용단위별 수직 분절화(vertical fragmentation)와 동질적인 운용단위간의 수평적 통합(horizontal consolidation) 현상을 가속화시키고 있다. 투자대상, 고객, 운용기법 등의 차별화에 따라 전문화된 소규모 자산운용 부띠끄들이 끊임없이 생성되고 있고, 동질적인 상품간에는 자산운용회사간의 대형화가 진행되고 있는 것이다. 산업조직이 수평적 통합에 따른 대형 자산운용그룹과 전문화에 따른 소형 부띠끄 모델(boutique business model)로 양분되고 있는 것이다.

이 과정에서 헤지펀드, PEF 등 특정 자산운용업무는 금융그룹 내에 두지 않고 부띠끄들에게 위탁(outsourcing)하는 core AM에서의

위탁도 확산되고 있다.

후선업무의 위탁현상도 주요한 트렌드이다. 후선업무는 IT 투자로 인해 고비용 비즈니스이면서도, 인력이 많이 필요한 노동집약적인 비즈니스이며 수수료가 작은 저부가가치 비즈니스이다. 때문에 후선업무는 규모의 경제가 제일의 수익원천이다. 대부분의 자산운용 회사들이 보관, 사무관리 등의 후선업무를 위탁 하는 것도 이와 무관하지 않다. 또한 이해상충 문제를 해결하는 방법으로 후선업무의 분리를 요구하는 국가들도 있다. 최근에는 후선업무와 판매채널업무가 통합되는 현상도 나타나고 있다.

2. 글로벌 자산운용시장 트렌드

2000년대 글로벌 자산운용시장의 가장 큰 특징은 대체투자시장의 급성장이다. PEF, 헤지펀드, 부동산증권 등 투자대상자산, 투자전략 등에서 구별되는 대체투자시장이 기관투자자와 고액자산가들의 포트폴리오 분산 수요와 맞물려 급성장하였다. 이들 대체투자상품들은 주식, 채권 등 기존 자산과의 수익률 상관성이 매우 낮으면서도 고위험-고수익 상품이기 때문에 기관투자자들도 위험분산을 위해 투자를 늘렸다. 그러나 이러한 흐름은 최근의 금융위기로 규제가 강화되고 디레버리징이 진행되면서 크게 위축되고 있다.

또한 뮤추얼펀드시장이 끊임없이 진화하고 있다. 뮤추얼펀드는 소매고객을 대상으로 하는 대표적인 소매 자산운용시장으로, 2000년대 들어서는 보험, 연기금 등 전통적인 기관투자자 대상 자산운용시장의 성장세를 앞질렀다. 뮤추얼펀드의 급성장은 가계가 직접투자 대신 펀드투자를 늘렸기 때문이기도 하지만 고령화와 은퇴수요,

연금개혁 등으로 DC형 퇴직연금이 뮤추얼펀드를 핵심 투자상품으로 편입하고 있기 때문이다. 이에 따라 기존 상품 외에 장기투자에 적합한 인덱스펀드, 알파추구(enhanced) 인덱스펀드, ETF, 생애주기형 뮤추얼펀드 등이 빠르게 성장하고 있다.

마지막으로 보험자산도 주목할 부분이다. 2000년대 들어 뮤추얼펀드와 연기금시장의 괄목성장으로 보험시장이 상대적으로 둔화되는 모습을 보이고 있으나 앞으로 자산운용시장에서 보험자산의 역할은 고령화와 은퇴수요 등으로 인해 커질 것으로 판단된다. 변액연금의 수요가 뮤추얼펀드상품과 결합하며 늘어나고 있고, 보험 랩(insurance wrap)에서 볼 수 있듯이 보험상품과 자산관리서비스가 결합된 맞춤형 보험서비스들이 미국 등 선진국을 중심으로 확대되고 있다.

3. 선진 자산운용회사의 경영구조와 전략

선진 자산운용회사들의 비즈니스모델은 크게 금융그룹계열, 독립계 자산운용그룹, 전문화된 소형 부띠끄 등 세 가지 정도로 나누어 볼 수 있다. 글로벌 30대 자산운용회사들의 비즈니스모델은 금융그룹계열이 22개, 독립계열이 8개로 금융계열이 압도적으로 많았으며, 금융계열중에서는 은행계열이 14개, 증권계열이 2개, 보험계열이 6개를 차지하고 있으며, 자산비중으로도 은행계열이 전체의 49%를 차지하여 지배적인 플레이어로 위치해 있다.

미국 자산운용회사의 법인격은 LLC, LLP 등 조합성격을 가미한 모델들이 40% 이상을 차지하여 주식회사만 허용되는 우리나라 자산운용회사 형태와는 큰 차이가 있었다. 그리고 성장전략으로는

내부성장과 M&A 성장, 두 성장 옵션 중에서 2000년대 들어서는 M&A를 통한 성장전략이 크게 늘어나는 추세이다. M&A 양상은 90년대는 채권형에서 주식형으로 시장이 재편되면서 자산운용회사 간 동종합병이 많았으나 90년대 후반 이후에는 금융의 겸업화, 글로벌화의 흐름을 타고 유럽 금융그룹에 의한 미국 자산운용회사 M&A가 많았으며, 미국 내에서는 자산운용회사가 자산관리 중심의 프라이빗뱅킹이나 투자은행그룹과 합병하는 경우도 있었다. 2000년대 중반부터는 대체투자시장이 급성장하면서 기존 자산운용회사와 대체투자를 전문으로 하는 전문자산운용회사간의 M&A가 활발하게 일어나고 있다.

선진 자산운용회사의 사업구조는 기능별로는 자산운용뿐만 아니라 컨설팅, 자산관리, 펀드판매 등 관련 서비스를 종합적으로 제공하는 것이 일반적이었으며, 고객별로는 개인, 기관, 고액자산가로 세분화(segmentation)하여 맞춤형 서비스를 제공하는 구조이다. 자산운용회사 중에는 Franklin Resources처럼 बैं킹 및 신탁서비스를 제공하는 회사도 존재하였다.

운용자산 구성을 보면 뮤추얼펀드 자산 외에 기관들 대상 일임 자산 등이 더 많은 비중을 차지하는 경우도 흔히 발견된다. Franklin Resources의 경우 뮤추얼펀드 비중이 70%에 육박하지만 Barclays Global Investors나 Legg Mason은 뮤추얼펀드 비중이 각각 18%, 22%에 불과하다. 자산운용의 글로벌화도 진전되어 있다. Franklin Resources는 수탁자산 기준 미국 비중이 72%로 비교적 높은 편이고 BlackRock 65%, BGI는 영국 자본임에도 미국 비중이 57%이다.

선진 자산운용회사의 재무구조는 낮은 자본금과 낮은 부채비율

로 특징된다. 자본금규제가 약하기 때문에 자본금은 작고 고유자산 운용 유인이 약해 부채 비중이 미미하였다. 때문에 자산운용회사들의 자기자본이익률은 Franklin Resources가 22%, AllianceBernstein이 26%로 글로벌 투자은행 수준이다. 수익구조는 운용수수료 외에 판매수수료와 투자자서비스수수료가 상당한 비중을 차지하고 있다. 특히, Franklin Resources의 경우 판매수수료가 전체의 35% 수준이며 투자자서비스수수료도 5% 수준으로 높은 편이다.

4. 국내 자산운용시장에 대한 시사점

(성장잠재력)

국내 자산운용시장규모는 2007년 현재 GDP 대비 88% 수준으로, 전 세계 평균 100%에도 미치지 못하며 미국 246%, 영국 214%와도 큰 차이가 있다. 비록 금융위기로 성장모멘텀이 약화되고 있지만 자본법 등 자본시장 환경변화를 감안할 때 중장기적인 성장 잠재력은 그만큼 크다는 반증일 수 있다.

펀드시장의 성장잠재력은 향후 직접투자(주식)에서 간접투자(펀드)로의 투자패턴 변화 가능성과도 관련된다. 지금까지 펀드시장은 안전자산(예금)과 위험자산(펀드)간 자산배분의 재조정 때문이었는데, 앞으로도 이 같은 재조정이 지속되겠지만, 미국에서 확인되듯 직접투자에서 간접투자로 패턴 변화 가능성도 펀드시장의 잠재력을 낙관하는 또다른 이유가 된다.

또한 2010년을 전후해 퇴직연금시장의 확대적용 및 법정 퇴직금제도의 폐지가 이루어질 경우 국내에서도 펀드시장과 퇴직연금시장이 상호의존적으로 동반성장하는 계기가 마련될 것이다.

또한 대체투자시장도 자통법 이후 자산운용시장의 성장모멘텀이 될 것이다. 현재 GDP 대비 PEF 규모는 0.4%로 전 세계 평균(0.6%)에도 미치지 못하며 미국의 1.7%, 영국의 2.3%와는 큰 차이를 보이고 있다.

(가치사슬)

계열 판매사의 펀드 판매비중이 65%에 달하는 공급자 중심의 폐쇄적 판매구조를 수요자 중심으로 전환할 필요가 있다. 그 일환으로 글로벌 추세인 판매와 운용의 분리(decoupling)경향을 수용하고, 채널 간 경쟁을 촉진할 필요가 있다. 독립 판매채널도 적극 육성할 필요가 있다. 개방형 판매채널로의 전환은 하드웨어(지점수 등) 중심에서 재무설계사 등 인력과 자문능력 중심으로 판매채널의 경쟁력 원천이 바뀌는 것을 의미한다. 그런데 판매채널의 변화 역시 금융그룹 중심의 판매채널을 가진 우리나라의 경우 유럽의 금융그룹처럼 이들이 변화를 주도할 수밖에 없을 것이다. 금융그룹 계열사들이 선제적으로 개방형 판매구조를 도입할 필요가 있다.

핵심 자산운용부문(core AM)은 퇴직연금, 은퇴수요 등 장기투자 수요와 맞물려 인덱스펀드, 알파추구 인덱스펀드, ETF, 생애주기형 펀드랩, 랩어카운트, 보험랩 등의 서비스혁신도 가능할 것으로 보인다. PEF와 헤지펀드도 일정한 역할을 할 것이다. 이러한 투자상품의 다변화는 자산운용회사의 전문화도 촉진하며 전문화된 소형 자산운용부떠크모델을 출현시키는 가운데 여러 상품클래스를 모두 취급하며 대형 자산운용그룹의 출현도 가능하게 할 것이다.

(자산운용회사의 경영구조)

첫째, 지주회사체제를 적극 도입할 필요가 있다. 국내 자산운용 회사들이 대부분 은행, 증권, 보험그룹의 자회사로 되어 있지만, 중간지주회사 등의 방식으로 재조직화 할 필요가 있다. 지주회사체제는 투자상품의 혁신과 core-satellite 전략을 구현하는데 우월한 제도이다. 미국 자산운용회사들은 대부분 지주회사체제이다.

둘째, 자산운용회사의 법인격을 주식회사로 한정하는 현재의 간투법, 자통법 조항을 재검토할 필요가 있다. 자통법(182조)에서 집합투자기구의 법적 형태는 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합, 투자익명조합, 사모투자전문회사 등을 허용한 만큼, 향후 상법 등에서 LLC 등 다양한 형태의 회사형태를 도입할 경우, 자산운용회사의 법인격도 다양하게 허용하여 자산운용회사의 이중과세 부담을 완화할 필요가 있다. 아울러 현재 주식회사만 상장할 수 있도록 한 상장요건을 완화하여 파트너쉽 등도 상장이 가능하도록 할 필요가 있다.

(사업전략)

무엇보다 수익원의 다변화가 필요하다. 국내 자산운용회사는 운용수수료 수입이 2006년 기준으로 전체의 93%를 차지한다. 판매채널, 리서치, 투자자서비스 등을 수익모델화 하여야 한다. 다만, 국내 자산운용회사의 수익구조 편중이 법제도적 제약과 관련이 있는 만큼 선진국의 사례를 연구하여 제도를 대폭 합리화할 필요가 있다. 또한 상품군의 다변화가 필요하다. 대형 자산운용회사는 상품 포트폴리오를 다변화하고 소형 부띠끄들은 전통자산보다 대체투자 상품등으로의 전문화가 필요하다. 파생, 부동산, 실물, FoF, 특별자산,

PEF 등 비증권계 펀드시장의 비중을 높이고 뮤추얼펀드 외에 일임 서비스도 강화할 필요가 있다.

(성장전략)

국내 자산운용회사들은 지금까지 경쟁회사를 M&A하는 전략보다는 주식형을 중심으로 폭발적으로 성장하는 시장흐름에 편승하여 내부성장을 주로 추구하였다. 그러나 자통법이 시행되면 내부성장 외에 M&A를 통한 성장의 필요성이 높아질 것이다.

최근 몇 년 사이 자산운용회사간의 경쟁력 격차가 규모별, 소유권(ownership)별로 확인되고 있다. 자통법 영향으로 금융산업 전체의 구조변화도 M&A 압력을 높이고 있다. 자본시장 중심의 금융겸업화가 촉발되며 모회사의 사업재구축(realignment)과정에서 계열 자산운용회사도 변화를 겪을 가능성이 높아지고 있다. 아웃바운드 방식의 해외 M&A 가능성도 상존하고 있다. 글로벌 금융위기로 당분간은 해외전략에 속도조절이 불가피하지만, 포트폴리오 구성과 운용노하우 습득 등을 위한 해외진출 유인은 크다. 유럽의 금융회사들이 1990년대 중·후반부터 미국의 자산운용회사를 적극적으로 인수한 주된 동인은 바로 운용노하우의 습득이었다.

< Abstract >

**Global Asset Management Industry: Current Strategic Initiatives
and Their Implications**

This report has two objectives. The first is to review the current strategic initiatives of the global asset management industry which include: evolving value chains; market trends in terms of products, services, and players; and business structures of major asset managers. Second, we suggest the analytical implications for the more advanced asset management industry in Korea.

Major findings and suggestions are as follows.

Korea has great growth potential in the asset management industry. AUM was only 88% of GDP in 2007, significantly lower than the world-wide average of 100%. The United State and United Kingdom, which both have advanced AM industries, record ratios of 246% and 214%, respectively. The significant growth momentums will come from household portfolio changes and in retirement pensions. Households are increasing the types of risky assets they hold, switching from safe assets such as deposits to riskier assets like equity and mutual funds. In addition, households are expected to change their investment pattern from direct investments like stocks to indirect investment such as mutual funds. These trends will prompt the growth of fund markets. The retirement pension plans will rise sharply by 2010, when coverage will widen to include smaller firms.

Retirement pensions will completely absorb the traditional existing retirement systems in accordance to the law. And then the retirement pension and mutual fund market will be more dependent each other. The growth of both markets will be expedited due to the proliferation of DC retirement pension plans.

Second, the Korean AM industry needs to reshuffle its value chain in step with global trends. Above all, the distribution channel should be more competitive. That means the closed architecture will have to be redesigned to an open architecture in which all kinds of fund products can be purchased at one time at any distribution agency. We believe that the move towards an open architecture must be initiated and led by distribution affiliates of financial groups that have many branches and play dominant market roles.

Core AM units which manage and overlook investment portfolios should be specialized in specific investment products or strategy and pursue economies of scale and scope through active M&A strategies. With a prevalent core-satellite strategy, on the one hand, big asset managers will only get bigger, while specialized asset managers will be even more specialized. These trends will dichotomize the AM industry into a group of mega-asset managers and another group of boutique-type asset managers. Outsourcing will be an important bridge connecting the two groups.

Third, there are many differences between domestic and global

asset managers not only in the management structure they belong in but also in style. Most global asset managers adopt a legal form of a holding company while domestic managers are directly controlled by a parent bank or parent securities firm. This hierarchy of the Korean management structure restricts freedom and flexibility in strategic investment decision. The core-satellite strategy works best in a flexible and speedy business environment. Under the Capital Market Consolidation Act, the core-satellite strategy will be inevitably popular as investment products become more diversified. Outbound M&As by domestic asset managers will be increased to get portfolio management expertise and to enlarge their business empire. These trends will pressure asset managers to convert their legal form to the holding company structure.

Fourth, M&A deals will be activated in the domestic AM industry. So far, most domestic asset managers have pursued organic growth, enjoying the fruits of the explosive fund markets. Since the financial crisis of 1997, there have only been seven cases of M&A deals in the AM industry, most being involuntary deals caught in the process of government-led financial restructuring.

But the business surroundings have changed dramatically. Global asset managers seem to prefer growth through M&A deals to the organic growth without M&As, recording a historical high number of M&A deals in 2007. And domestically, there is increasing

pressure for M&A in the AM industry. Managers of medium size assets, who mainly manage bond-type mutual fund products have been financially weak, and independent asset managers have lost several cost advantages.

The Capital Market Consolidation Act will expedite financial integration among the banking, securities, and insurance services. In the process of consolidation, asset managers may be objects of realignment led by parent companies, making asset managers acquirers in some cases and the acquired in other circumstances. For example, European asset managers, which are mostly affiliates of financial groups, have experienced this type of M&A led by parent companies in the AM industry.

1. 서론

I. 서론

2000년대 들어 자산운용산업은 세계적으로 성장 속도가 가장 빠른 산업으로 발전하였다. 전 세계 운용자산(asset under management: AUM)이 약 100조 달러로 추정되는 등 산업규모가 비약적으로 팽창하였고, 부가가치(수수료 수입)도 정확한 추정은 어렵지만, 수수료율을 미국 뮤추얼펀드 수준(약 100bp)으로 매우 보수적으로 가정하더라도 연간 1조 달러 정도로 추정되고 있다. 우리나라의 자산운용산업의 성장세는 그 중에서도 두드러진다. 2004년~2007년 평균 AUM 성장률을 보면 미국이 14%, 유럽이 18%, 아시아가 29%, 한국이 29%로 세계 최상위 수준에 있다(ICI, 2008).

자산운용산업은 좁게는 자산운용회사를 지칭하지만, 넓게는 자본시장의 수요 측면을 총칭하는 것으로 일반투자자, 고액자산가(high net wealth investor: HNWI), 연기금, 뮤추얼펀드, 보험, 프라이빗뱅킹(private banking), 헤지펀드, 사모펀드(private equity fund: PEF) 등을 모두 포함한다. 자본시장의 수요 부문으로서 자산운용산업은 기업, 정부기관, 공공기관 등이 발행하는 투자증권을 인수하여 투자은행(investment banking) 등 자본시장의 공급 측면과의 상호작용을 통해 자본시장의 발전을 가능하게 한다.

자본시장이 경쟁적이고 효율적으로 발전하려면 수요 측면과 공급 측면이 균형있게 발전해야 한다. 공급 측면인 투자은행산업만 불균형적으로 발전하게 되면 그에 따른 비효율은 투자자의 피해와 자산운용산업의 저발전으로 나타날 것이다. 반대로 수요 측면인 자산운용산업만 불균형적으로 발전한다면 그 비효율은 증권발행자(issuer)인 기업과 투자은행산업의 저발전으로 이어져 자본시장의 발전을 제약할 것이다. 따라서 자산운용산업의 발전은 자본시장 발전이라는 거시적인 관점에서 투자은행

4 선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점

산업과의 균형발전을 유지하는 가운데 달성되어야 하는 것이다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자통법)을 계기로 국내 자본시장은 발전의 중요한 계기가 마련되었다. 자통법에는 투자은행산업의 발전을 위한 포괄주의, 기능별 규제 등 획기적인 규제완화조치뿐만 아니라 자산운용산업의 발전을 위한 펀드의 운용규제 완화, 헤지펀드 도입 등 대폭적인 규제완화조치가 포함되어 있다. 그런데 국내 자본시장 관련 산업 연구는 주로 투자은행산업을 중심으로 이루어지고 있다. 자본시장이나 관련 상품에 대한 연구는 국내에서도 기업재무 분야에서 일찍부터 진행되어 왔고 투자은행산업에 관한 연구는 주로 자통법을 전후하여 정책적이고 제도적인 차원에서 진행되고 있다. 그리고 투자은행들의 경영구조 및 경영전략에 관한 연구들도 어느 정도 축적되어 있다.¹⁾ 그런데 자본시장의 수요 측면인 자산운용산업에 대한 국내 연구는 국내 자산운용산업이 빠르게 성장하고 있고, 자통법으로 시장 환경이 급변하는 현재 까지도 그리 많지 않다. 뮤추얼펀드, PEF, 헤지펀드 등 개별 자산운용시장에 관한 연구는 투자론(investment theory)의 분야로서 어렵지 않게 찾아 볼 수 있지만, 산업의 관점에서 산업의 가치사슬(value chain)이나 동학(dynamics)을 체계적으로 연구한 보고서는 찾기 힘들다. 선진 자산운용회사의 운영실태나 경영전략에 관한 조사 연구를 찾기 힘든 것도 마찬가지이다.²⁾

자통법이 시행되면 누구나 예상할 수 있듯이 자산운용산업은 다양한 측면(시장구조, 상품구조, 비즈니스모델 등)에서 상당한 변화가 불가피할 것이다. 개별 자산운용회사들은 새로운 경쟁 환경에서 사업기회와 위험을 동시에 경험하게 될 것이다. 특히, 변화에 적응해가는 과정에서 자산운용회사들의 전략위험(strategic risk)이 어느 때보다 중요해 질 것이다.

1) 대표적으로는 신보성(2004, 2005), 한국증권업협회(2005) 등이 있다.

2) 대표적으로 뮤추얼펀드는 신인석(2002), 헤지펀드는 노희진(2007), PEF는 임병철 외(2006) 등을 꼽을 수 있다.

변화에 대한 적응이 성공전략으로 이어지기 위해서는 자산운용산업에 대한 전략적인 이해가 필수적이다. 자산운용산업 전체의 가치사슬이 어떻게 진화해 가고 있는지, 개별 자산운용산업의 성장성, 수익성, 상품트렌드는 어떠한지, 벤치마크 할만한 선진 자산운용회사들의 비즈니스모델, 경영구조, 전략 등은 어떠한지에 대한 조사연구가 필수적이다.

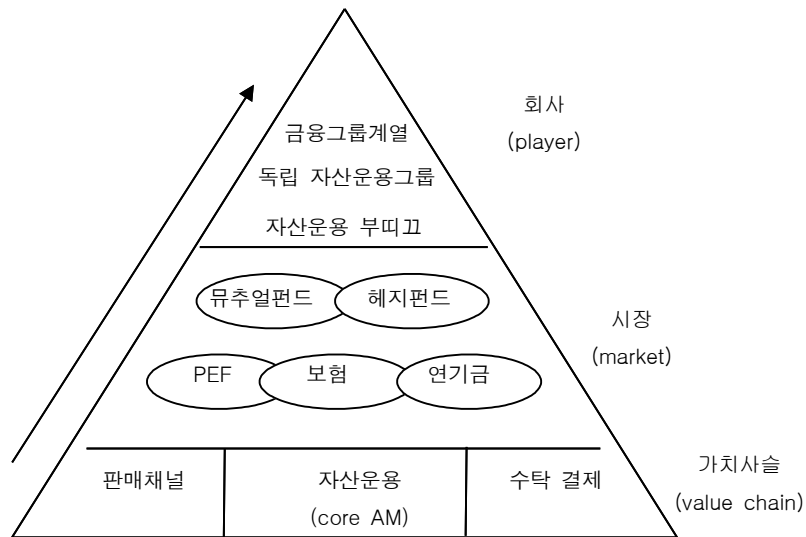
본 보고서는 이러한 문제의식을 배경으로 자산운용산업에 대한 기본적인 이해와 더불어 국내 자산운용회사들이 구체적인 성장전략을 수립할 때 도움이 될 수 있는 이슈들을 언급하고자 노력하였다. 가령, 어떤 자산운용회사(금융그룹계 자산운용회사, 독립계 자산운용사, 부띠끄)가 어떤 시장(뮤추얼펀드, 헤지펀드 등)에서 어떤 부문(자산운용, 판매채널, 수탁·결제)의 비즈니스를 수행하느냐에 따라 해당 자산운용회사의 경영전략은 달라질 수 있을 것이며, 또한 신규 사업에 대한 사업전략도 다를 수 있을 것이다. 본 보고서에서 비록 여기에 대한 매트릭스별 해법을 제시하지는 않지만, 자산운용에 대한 가치사슬, 시장, 기업 세 측면에서의 통합적인 접근을 통해 자산운용회사가 직면하는 환경변수의 동학(dynamics)을 이해하고, 이로부터 기회요인을 포착하기 위한 경영전략적인 시사점을 도출할 것이다(<그림 I-1> 참조).

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 우선 II장에서는 자산운용산업의 정의와 다양한 분류체계 등을 통해 자산운용, 자산관리, 프라이빗뱅킹 등의 개념적 차이를 이해한 후, 자산운용산업의 가치사슬에 대해 연구한다. 자산운용산업의 가치사슬과 그 진화적 특성 분석을 통해 자산운용산업의 발전 방향을 살펴본다. 그리고 III장에서는 글로벌 전체 자산운용시장의 규모와 특성을 파악한 후, 뮤추얼펀드, 연기금, 보험, 대체투자(alternative investment), 프라이빗뱅킹 등 개별 시장의 현황과 트렌드에 대해 살펴본다. IV장에서 자산운용에 대한 산업적 이해를 바탕으로 개별 자산운용회사의 경영구조와 전략에 대해 연구한다. 여기서는 선진 자산운용회사의 소유구조, 조직형태, 성장전략, 사업구조, 재무구조 등의

6 선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점

특성에 대해 살펴본다. V장에서는 선진 자산운용산업의 특성과 트렌드에 대한 이해와 선진 자산운용회사의 경영구조와 전략에 대한 이해를 바탕으로 국내 자산운용산업의 발전 방향과 자산운용회사의 경영구조와 전략 등에 대한 시사점을 도출한다. 마지막으로 부록에서는 선진 자산운용회사에 대한 사례를 분석하였다. Franklin Resources, AllianceBernstein, BlackRock, Legg Mason, UBS 등 5개사를 대상으로 했으며, 선정기준은 선진적인 자산운용회사이면서도 국민연금 등 국내 기관투자자들이 위탁 거래를 하고 있거나 직접 국내시장에 진출해 있는 자산운용회사를 대상으로 하였다. 개별 자산운용회사의 소유구조, 조직형태, 성장전략, 수익구조, 상품 및 고객구조 등에 관한 분석을 담았다.

<그림 1-1> 본 보고서의 연구체계



II. 선진 자산운용산업의 가치사슬

1. 자산운용산업의 개념 및 체계
2. 자산운용산업의 가치사슬

II. 선진 자산운용산업의 가치사슬

1. 자산운용산업의 개념 및 체계

가. 개념 및 구성요소

자산운용에 관한 문헌들을 통해서도 자산운용산업에 대한 엄밀한 개념 정의를 찾기는 힘들지만, 대체로 고객의 자산을 대신 운용하는 대가로 수수료를 수취하는 산업을 자산운용산업이라고 정의할 수 있다. 즉, 적어도 다음 두 조건을 만족할 때 자산운용산업이라고 할 수 있다. 첫째, 고객자산을 대신 운용해 주어야 한다. 투자은행의 자기자본투자(principal investment)처럼 고객자산이 아닌 자기자산을 운용하는 비즈니스는 자산운용산업이 될 수 없다. 둘째, 고객자산을 대신 운용해 주고 얻는 대가의 성격은 투자수익이 아닌 수수료이어야 한다. 다른 산업과 달리 고객들은 자신이 투자위험을 부담하면서 자산의 운용은 타인(자산운용회사)에게 전적으로 혹은 부분적으로 일임하는 것이 특징이다. 은행이 고객 예금을 수취하고 대출로 운용하여 이자차익(interest margin)을 남기는 비즈니스는 자산운용산업에 해당하지 않는다. 수수료는 자산운용회사가 고객의 이익을 위해 신인의무(fiduciary duty)를 다한 대가의 성격을 갖는다.

자산운용산업은 크게 두 가지로 분류될 수 있다. 하나는 고객들이 자신의 자산으로 집합투자기구(collective investment scheme)의 유닛(unit) 혹은 주식(share)에 투자하는 방법이고, 다른 하나는 자신의 자산을 특정 펀드매니저에게 운용을 일임하는 일임서비스(separately managed account) 방식이 있다.³⁾ 집합투자기구에는 투자신탁, 뮤추얼펀드, PEF, 헤지펀드,

REIT 등이 포함된다. 다만, 헤지펀드나 PEF의 경우 업무집행사원(general partner: GP)이 자기자본을 함께 투자할 수 있기 때문에 앞서 언급한 정의(타인자산의 운용)와 다소 충돌하는 측면이 있으나, 헤지펀드나 PEF가 자기자본에 의한 투자수익보다는 펀드운용과 성과에 따른 수수료를 통해 수익을 창출하는 집합투자기구라는 점에서 이들을 집합투자기구로 보아도 큰 무리는 없어 보인다. 한편 일임서비스는 일정 규모 이상의 자산을 가진 HNWI 혹은 기관투자자들을 전담하는 펀드매니저들이 자산운용과 관련된 다양하고 통합적인 서비스(bundled business)를 제공하는 자산운용비즈니스이다. 보험이나 연기금 등이 발전한 국가일수록 기관투자자 대상 자산운용비즈니스가 발전하는 경향이 있으며, 유럽, 미국 등 HNWI가 많은 국가일수록 HNWI 대상 자산관리서비스가 발전하는 경향이 있다.

자산운용회사는 어떤 자산운용비즈니스를 하느냐에 따라 조금씩 다른 이름으로 불린다. 가장 흔히 쓰이는 용어는 자산운용인데, Roberts(2008)에 따르면 자산운용(asset management) 또는 자산운용회사(asset manager)는 원래 미국에서 유래한 용어이나 지금은 영국 시티(citi)를 비롯해 전 세계에서 통용되는 용어가 되었다. 영국에서는 이 용어와 함께 투자운용(investment management) 혹은 포트폴리오운용(portfolio management)이라는 용어가 함께 통용된다. 이 용어들은 고객유형(개인, 기관투자자)이나 투자방식(집합투자기구, 일임서비스)에 상관없이 전문 펀드매니저가 고객의 특정한 투자목표를 달성하기 위하여 다양한 위험자산에 대신 투자하는 비즈니스를 통칭한다. 펀드스폰서(fund sponsor)는 미국에서 주로 사용되는 용어로 뮤추얼펀드를 운용하는 펀드운용회사(fund management company)를

-
- 3) 집합투자기구는 소유권이 지분 혹은 unit 등으로 변형되어 주어져서 일임 자산은 소유권의 자산변형이 없다. 또한 집합투자기구는 투자자가 자산운용에 개입할 수 없으며 일임자산은 개입 옵션이 투자자에게 있다. 투자자 보호는 차이가 없다.

주로 지칭하고, 머니매니저(money manager)는 기관투자자 대상의 자산 운용서비스를 하는 자산운용회사를 주로 지칭한다.

한편 자산운용 관련 문헌에서는 자산운용, 자산관리(wealth management), 프라이빗뱅킹(private banking) 등의 용어가 조금씩 다른 의미로 광범위하게 사용된다. 세 가지 개념을 엄밀하게 구분할 수는 없지만, 고객층과 서비스에서 어느 정도는 구분이 가능하다. 자산관리와 프라이빗뱅킹은 제공하는 서비스의 질적인 차이보다는 고객군의 차이를 반영한다. 일반적으로 자산관리는 금융자산이 10만 달러 이상의 부유층을 대상으로 하고, 프라이빗뱅킹은 금융자산이 백만 달러 이상인 HNWI를 대상으로 한다. 또한 프라이빗뱅킹 혹은 자산관리는 자산운용과 비교할 때 제공하는 서비스에서 큰 차이가 있다. 자산운용은 문자 그대로 고객의 자산을 관리하고 운용하는 서비스를 제공하는데 비해 자산관리 혹은 프라이빗뱅킹은 고객의 자산뿐만 아니라 부채까지 관리하는 서비스라고 할 수 있다. 즉, 고객의 대차대조표 전체를 관리하는 것이 자산관리 혹은 프라이빗뱅킹 서비스라고 할 수 있다.

<그림 II-1> 자산운용의 정의 및 분류

| 개념 | 분류 | 용어 |
|------------------------|---|---|
| 타인자산을 운용하는 수수료 비즈니스 | <ul style="list-style-type: none"> ● 집합투자기구 <ul style="list-style-type: none"> - 뮤추얼펀드, PE, 헤지펀드 ● 일임서비스 <ul style="list-style-type: none"> - 기관고객 - 개인고객 | <ul style="list-style-type: none"> ● Asset Manager ● Fund Sponsor ● Portfolio Manager ● Money Manager ● Private Banker |

한편 자산운용산업은 자본시장의 수요 측면으로서 다양한 역할을 수행하는 산업 요소들로 구성되어 있다. 물론 국가마다 자산운용산업의 발전 과정은 서로 다른 역사적 경로의존성을 보이고 있지만, Beh·Abonyi(2000)는 자산운용산업의 주요 구성요소로 투자자문(investment advisor), 상품개발 전문가(product architect), 판매채널(distributor), 금융컨설팅회사(gatekeeper), 투자자(investment buyer) 등을 언급하고 있다. 투자자문은 고객에게 단순히 투자자문만을 하는데 그치지 않고 고객자산의 포트폴리오를 구성하기 위해 주식, 채권 등 투자상품을 선정하는 업무를 수행하는 것이 일반적이며, 독립적인 투자자문회사에서부터 뮤추얼펀드스폰서, 복합금융그룹의 자산운용부문 등 다양한 방식으로 존재한다. 이들 투자자문업자들은 투자자문 혹은 투자운용을 통해 얻은 수수료가 주된 수입원이며 무엇보다 고객으로부터의 평판이 중요한 자산이 된다.

상품개발전문가는 뮤추얼펀드, 연금, 보험, 투자신탁 등과 같은 투자상품을 개발한다. 상품개발은 통상 자산운용과 같이 겸영되기도 하나 그렇지 않을 수도 있으며, 개발된 투자상품은 자산운용회사(펀드매니저)와 판매회사 등의 요구와 부합하여야 한다. 또한 상품개발은 최종투자자의 유형, 가령, 일반투자자(retail investor), HNWI, 기업, 정부 등에 따라 투자목적, 투자기간, 위험성향(risk appetite)이 다르기 때문에 이러한 사정을 고려해야 한다. 자문을 통해 맞춤형 자산관리서비스를 고객에게 제공하는데, 이는 고객에 대한 투자자문을 토대로 고객의 필요에 맞게 뮤추얼펀드, 연금, 보험, 신탁, 예금 등의 최적 포트폴리오를 구성하는 과정이다. 이 같은 상품설계는 일반투자자, HNWI, 연기금, 지방자치단체 등 투자자의 유형에 따라 패키지의 구성이 달라질 것이다.

판매채널은 투자자로서 자산보유자와 투자상품의 생산자로서 투자자문가 간에 가교역할을 하는 것으로, 직접채널과 간접채널, 내부채널과 외부채널 등으로 나누어진다. 직접채널로는 뮤추얼펀드 스폰서가 가계를

대상으로 직접 판매하는 경우라든지, 보험회사의 전속 보험설계사(captive agent)가 직접 연금상품을 판매하는 경우, 투자자문회사가 직접 연기금이 나 기관투자자에게 투자상품을 판매하는 경우 등이 있다. 간접채널은 투자자나 자산운용회사를 대신하여 투자상품을 평가(screen)하는 금융컨설팅회사들을 통해 상품을 판매하는 경우이다. 가령, 뮤추얼펀드스폰서가 투자회사, 은행, 재무설계사⁴⁾ 등을 통해 펀드를 판매하는 경우, 보험회사가 독립 보험대리점(agent)을 통해 상품을 판매하는 경우, 연기금운용자를 대신하여 상품을 매입하는 투자자문업자 등을 들 수 있다.

금융컨설팅회사는 투자자나 자산운용회사를 대신하여 수많은 투자상품을 평가하는 역할을 하며 금융컨설턴트, 연금자문업자, 신탁운용자 등을 가리킨다. 대표적인 금융컨설팅회사로는 Watson & Wyatt⁵⁾, Frank Russell⁶⁾, William Mercer 등이 있다. 이들은 투자자들에게 분명한 투자 목적을 인식시켜주고 그에 맞는 구체적 투자가이드라인을 제시하는 역할을 한다. 또한 이들은 자산운용회사들의 성과를 평가하여 투자자들에게 자산운용회사 선정과 관련된 정보를 제공한다. 이들의 모니터링은 광범위하며, 자산운용업자에 대한 광범위한 인터뷰 등도 포함된다. 예를 들면, Mercury사가 Merrill Lynch에 인수되었을 때, 이들은 Merrill Lynch의 투자철학이나 조직문화가 기존 Mercury사 고객에게 적합한지 등에

-
- 4) financial planner와 financial advisor는 각각 미국, 영국 등에서 사용되는 용어로 투자상품을 판매권유하는 업무를 수행한다는 점에서 경제적 기능은 사실상 동일하다고 볼 수 있다. 본 보고서에서는 두 용어를 공히 재무설계사로 번역하기로 한다.
 - 5) Watson & Wyatt는 1787년 보험계리회사로 영국에서 출발하여 2007년 현재 32개국에 걸쳐 7,000명의 직원을 거느린 글로벌 투자컨설팅회사로 NYSE에 상장된 회사이다.
 - 6) Russell그룹은 2,000억 달러 이상의 자산을 운용하는 자산운용회사이자 전 세계 고객을 대상으로 2조 달러 이상의 투자컨설팅비즈니스를 수행하는 회사이다. Fortune 100대 기업에 랭크되어 있으며 최초의 멀티매니저 투자기법(multi-manager investing)을 도입하였으며 Russell Indexes로 유명하다.

대하여 광범위하게 모니터링을 수행하였다.

나. 자산운용산업과 자본시장

<그림 II-2>는 자본시장에서 자본의 흐름과 수요공급구조를 나타내는 자본시장의 순환체계(ecosystem)이다. 자산운용산업은 투자상품의 판매 측면인 투자은행산업과 대비되는 자본시장의 수요 측면을 구성한다. 수요 측면은 보험회사, 연기금, 뮤추얼펀드, 비영리기금, 프라이빗뱅크 등으로 분류할 수 있으며, 개인, HNWI, 기관투자자 등이 이들 자산운용회사들에게 자산을 위탁하여 대신 운용하도록 하는 최종투자자(end investor)들이 된다. 최종투자자들은 통상 흑자지출단위(surplus unit)로서 저축의 주체가 된다. 세계은행(2002)은 자산운용산업을 비은행 계약형 투자기구(non-banking contractual savings institution)로 정의하고, 저축과 생산적 투자를 매개하여 자본 형성에 기여하는 핵심적인 산업으로 성장하고 있다고 평가하고 있다. 자산운용업무는 뮤추얼펀드, 연기금, 보험, PEF 등이 위탁자를 대신하여 수행하며 판매 측면인 투자은행이 설계한 주식, 채권, 메자닌, 구조화상품 등에 투자하게 된다. 투자업무는 앞서 언급한 대로 금융그룹의 본체(in-house)를 통해 수행하기도 하며, 별도의 독립적인 자산운용회사(professional asset manager)를 통해 수행하기도 한다. 우리가 일상적으로 수요 측면이라고 하면 전문자산운용회사를 지칭한다(Roberts, 2008). 투자은행은 자금순환에서 적자지출단위(deficit unit)에 해당하는 기업이나 정부가 자금조달을 위해 증권을 발행하려고 할 때 이를 대신 발행하고 인수를 주선하거나 시장 유동성을 위해 직접 인수하는 역할을 한다.

자본시장은 또한 투자은행과 자산운용회사간의 증권거래를 표준화 하고, 유동성을 공급해 주는 플랫폼이 매우 중요한데, 금융거래의 정보화(IT)

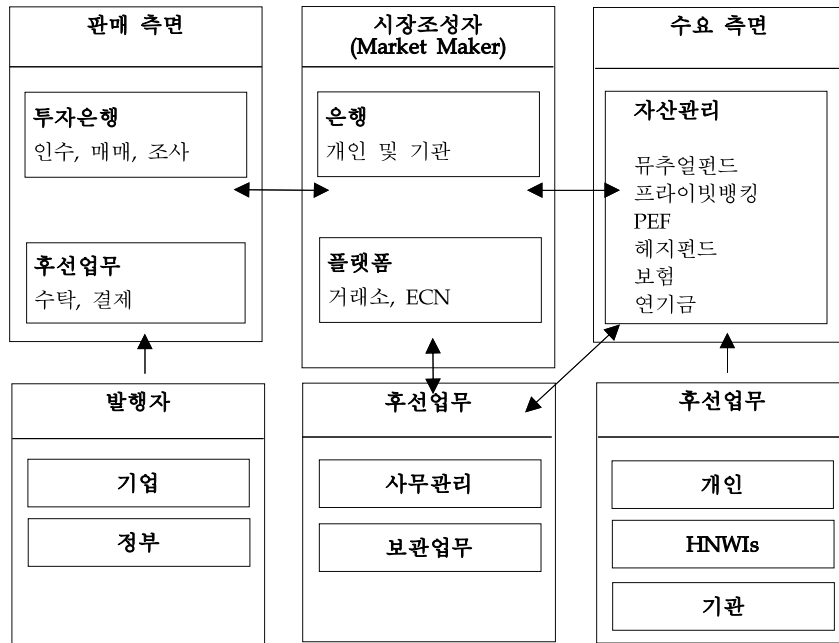
진전으로 ECN(Electronic Communication Network)과 같은 전자장외거래시스템의 중요성도 커지고 있다. ECN은 1998년 미국증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)의 인가로 인해 처음 도입되었는데, 거래비용이 낮고 고객 편의성이 높아 거래소시장의 경쟁을 촉진하는데 기여하고 있다.

이와 같이 자산운용산업이 자본시장의 수요 측면을 구성하는 역할을 함에도 불구하고, 금융산업 전체로 보면 일종의 보조적 역할을 하는 것으로 이해되기도 한다. 이는 자산운용산업이 위험인수 관점에서 보면 역할 자체가 수동적이기 때문이다. 자산운용산업은 수수료 수입에 전적으로 의존하는 수익모델의 특성을 가지고 있다. 타인의 자산을 수수료를 받고 운용해 주는 자산운용산업의 정의상 당연한 것이다. 금융자산을 운용하여 이자, 배당, 자본이득 등을 얻더라도 그 투자수익이 회사가치에 직접 귀속되는 것이 아니라, 자산을 맡긴 고객에 귀속되고, 회사는 고객 자산에 비례하여 수수료만 얻는 산업구조인 것이다. 자산운용회사가 직접 자기계정을 가지고 자산을 운용하는 것은 많은 국가에서 상당히 제약되어 있다. 고객자산과의 이해상충 가능성 때문에 일부 국가의 경우 고유재산에 대해 직접규제를 강하게 부과하고 있으며, 그렇지 않더라도 시장규율로 인해 고유재산을 적극적으로 운용하는 자산운용회사는 찾아보기 힘들다.

그야말로 자산운용산업은 저축과 투자를 연결하는 중개기능만을 수행하는 산업인 것이다. 은행, 증권회사, 투자은행 등 다른 금융회사들이 저축과 투자를 연결하는 중개기능뿐만 아니라 이 과정에서 직접 자기계정을 운영하여 적극적으로 투자위험을 감수하는 것과는 구분된다고 볼 수 있다. 특히, 투자은행들은 아시아 금융위기 등을 거치면서 증권인수와 같은 전통적인 투자은행업무 보다는 자기계정을 통해 직접 투자자로 참여하고 있다. 특히, 글로벌 최상위수준(tier1)에 위치한 주요투자은행들(bulge bracket investment banks)은 자기자본거래에 의한 수익창출비중이

전통적인 투자은행 수입보다 훨씬 많은 경우가 일반적이다.

<그림 II-2> 자산운용과 자본시장



2. 자산운용산업의 가치사슬

가. 가치사슬의 구성과 진화

앞서 언급한 대로 자산운용산업은 다양한 플레이어, 가령, 자산운용회사, 금융그룹의 자산운용사업부, 연기금 등에 의해 수행되고 있지만,

기본적인 운영구조는 플레이어의 성격에 관계없이 유사하다. 자산운용산업의 기능별 가치사슬을 나타낸 것이 <그림 II-3>이다.⁷⁾ 크게 일선업무(front office)와 후선업무(back office)로 나눌 수 있는데, 마케팅업무와 핵심자산운용(이하 core AM)업무가 일선업무에 해당한다. 마케팅업무는 펀드상품의 판매는 물론 고객의 수요를 파악하여 상품을 개발 및 운용하고 나아가 피드백까지 하는 역할을 담당한다. 자산운용시장의 트렌드를 읽을 수 있는 가장 중요한 고객과의 접점이라고 할 수 있다. 자산운용업무는 core AM으로서 전략적 자산배분(strategic asset allocation), 투자결정(stock picking), 관련 산업 및 기업에 대한 조사연구, 트레이딩 등의 업무를 포함한다.

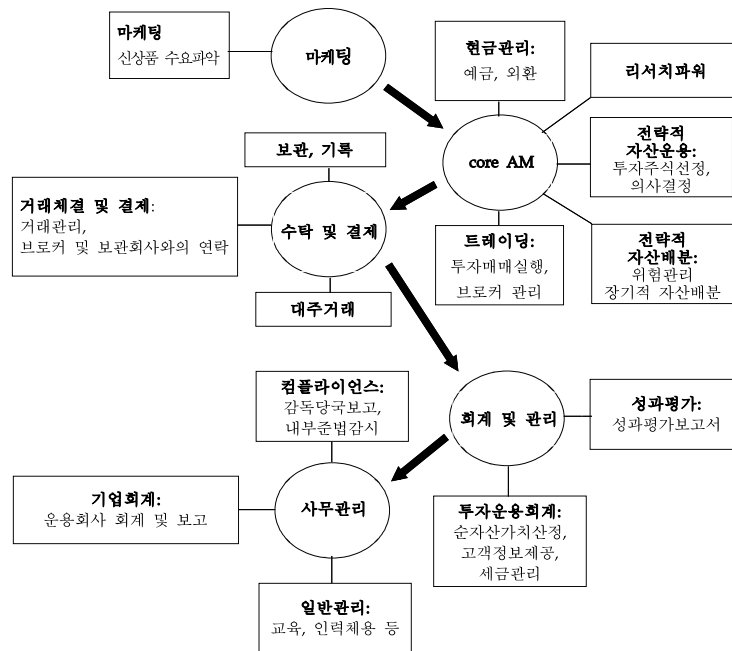
후선업무는 수탁, 사무관리 등이 있으며 자산운용업무를 시스템적으로 지원하는 부문이다. 수탁업무는 고객 자산의 보관(custody), 기록(bookkeeping) 등 관리하는 기능에 더하여 국가에 따라서는 자산운용업무와 분리된 채 고객 자산의 평가 및 기준가격 확인, 투자설명서의 적정성 여부 확인 등과 같은 자산운용회사에 대한 감시 역할을 수행하기도 한다. 일반사무관리기능은 순자산 및 기준가격 산정, 고객에 대한 보고서 발송 등의 업무를 수행한다. 그리고 일반행정부문에서는 자산운용회사의 컴플라이언스, 감독당국보고, 인사관리 등 일반업무를 수행한다.

자산운용산업의 부가가치는 일선업무에서 발생한다. 투자자 입장에서 뮤추얼펀드 투자에 따른 비용은 자산운용회사에게는 부가가치가 되는데, 수수료 구조로 볼 때 펀드운용수수료(management fee), 로드(load)로 표현되는 판매수수료 및 12b-1 판매수수료 등 일선업무로부터의 부가가치가 대부분을 차지한다.⁸⁾ 그런데 고용면에서는 양상이 조금 다르다. 영국의

7) 부가가치가 생성되는 과정을 의미한다. 1985년 M. Porter가 모델로 정립하였으며 부가가치 창출에 직접 또는 간접적으로 관련된 일련의 활동·기능·프로세스의 연계를 의미한다. 프로세스별 무엇인가를 규명할 수 있으며, 단계별 원가동인을 분석하여 경쟁우위 구축을 위한 도구로 활용할 수 있다.

경우 자산운용산업 전체 고용의 25%가 자산운용, 조사연구, 트레이딩 등 core AM에서 발생하였으며, 마케팅, 판매채널 등에서도 고용의 18%를 창출하여 일선업무에서의 고용창출이 43%를 차지하였다. 이에 비해 후선업무부문은 고용창출의 57%를 차지하였다(Roberts, 2008).

<그림 II-3> 선진 자산운용산업의 가치사슬



그런데 자산운용산업의 가치사슬들은 부가가치를 창출하는 각 기능마다 혁신과 경쟁을 통해 수익모델이 끊임없이 진화하고 있으며, 또한 가치사슬간의 관계에 있어서도 상당한 변화가 나타나고 있다. 자산운용산업의 가치사슬 진화는 크게 세 가지 정도로 요약할 수 있다.

8) 미국의 경우이며 자세한 사항은 본문 125페이지에 서술함.

첫째, 판매채널과 core AM간의 분리 경향이 강화되고 있다. 판매채널이 특정 펀드스폰서의 펀드상품만을 판매하지 않고 계열 자산운용회사의 펀드상품뿐만 아니라 모든 펀드 상품을 판매하여 투자자의 선택의 폭을 넓히는 개방적 판매채널(open architecture)이 확산됨에 따라 core AM을 담당하는 계열자산운용회사와 판매부문을 담당하는 계열 판매회사간의 업무 긴밀도가 크게 약화되며, 독립경영이 강화되고 있는 것이다. 판매채널은 판매채널간의 경쟁과 혁신, 이윤극대화 경영을 추구하게 되고, 운용부문도 계열 판매채널에 제약되지 않고 마케팅을 할 수 있게 된 것이다. 그런데 판매와 운용간의 분리 경향은 금융겸업화의 주요 동인으로 거론하는 시너지효과를 희석할 수 있다는 점에서 금융회사의 성장전략과 관련하여 주목해야 할 부분이다. 판매와 운용의 분리는 금융상품에 대한 교차판매로 수익시너지를 얻기 위한 금융겸업화의 흐름에 대한 일종의 반경향(counter-tendency)이라고 할 수 있다.

판매와 운용의 분리는 특히 금융그룹의 사업부 형태로 자산운용산업에 진출한 유럽 금융회사들에서 비교적 강하게 나타나고 있다. 뿐만 아니라 이러한 판매와 운용의 분리현상은 미국에서도 종종 나타나고 있다. 투자은행지주회사인 Merrill Lynch는 2006년 MLIM(Merrill Lynch Investment Management)을 BlackRock에 매각하고, 자신의 판매채널을 통해 BlackRock의 상품을 판매할 수 있도록 하였다. core AM을 포기하는 대신 판매채널을 강화하겠다는 전략이다. 조금 앞선 2005년에는 Citigroup도 자산운용자회사를 Legg Mason에 매각하는 대신 Legg Mason의 주식형 펀드 등에 대한 판매권을 확보하는 등 판매채널 비즈니스를 강화하였다. 이 같은 분리현상은 판매와 운용의 결합에 따른 이해상충 가능성과 뮤추얼펀드 관련 스캔들 우려 등이 평판이 중요한 투자은행지주회사들에게 부담으로 작용하기 때문인 것으로 보인다.

둘째, 판매채널은 소위 개방적 판매채널로의 흐름에 따라 크게 온라인과

오프라인에서 새로운 비즈니스 모델이 출현하고 있다. 온라인 전문 판매 채널이 등장하고, 대형금융그룹들은 오프라인 판매망으로 개방적 판매채널로 전환하고 있다. 이런 흐름은 단순히 펀드상품에만 머물지 않고 펀드, 예금, 보험 등 모든 금융상품을 판매하는 금융상품통합판매채널이 금융점업화와 함께 진행되고 있다. 이런 흐름은 아울러 재무설계사시장의 팽창을 동반하고 있다. 개방적 판매채널, 금융상품백화점, 재무설계사 등 판매채널에서 나타나는 흐름들은 판매채널간의 경쟁을 촉진하며 금융회사들의 수익모델 혁신을 견인하고 있다.

셋째, core AM 부문은 전 세계적인 규제완화와 함께 혁신적인 투자상품이 등장하면서 펀드매니저의 전문성이 최대한 발휘될 수 있도록 조치가 설계되고 있다. 투자대상, 고객, 운용기법 등의 차별화 경향에 맞추어 소규모 전문 자산운용 부띠끄들이 끊임없이 생성·소멸하고, 동질적인 상품간에는 규모의 경제를 누리는 펀드스폰서의 대형화가 진행되고 있다. 아울러 금융그룹들은 독립적인 자회사 방식으로 부동산, PE(private equity), 헤지펀드 등 전문 자산운용 비즈니스에 진출하고 있다. 이른바 산업 내에서 수평적 통합과 수직적 결합이 금융그룹을 중심으로 진행되는 가운데 전문 부띠끄 비즈니스 모델(boutique business model)도 빠르게 확산되고 있는 것이다.

넷째, 후선업무의 위탁(outsourcing) 현상이다. 자산운용부문의 후선업무는 IT 투자로 인해 고비용 비즈니스이면서도, 관련 인력이 많이 필요한 일종의 노동집약적인 비즈니스이다. 그러면서도 자산운용산업의 가치사슬 중에서 수수료가 가장 작은 저부가가치 비즈니스이다. 따라서 후선업무 비즈니스는 규모의 경제가 가장 중요하다. 대부분의 자산운용회사들이 보관, 사무관리 등의 후선업무를 위탁하는 것도 이와 무관하지 않다. 후선업무에 대한 위탁은 법적인 문제와 관련이 있는 경우도 있다. 이해상충 문제를 해결하는 방법으로 후선업무의 분리를 요구하는 국가들이 있기 때문이다. 최근에는 후선업무 비즈니스와 판매채널 비즈니스가

통합되는 현상도 나타나고 있다. 독립계 판매채널들이 후선업무 비즈니스 중 일부를 겸영하는 양상이 나타나고 있다. 다음 절에서는 가치사슬 각각에 대해 자세히 살펴보기로 하자.

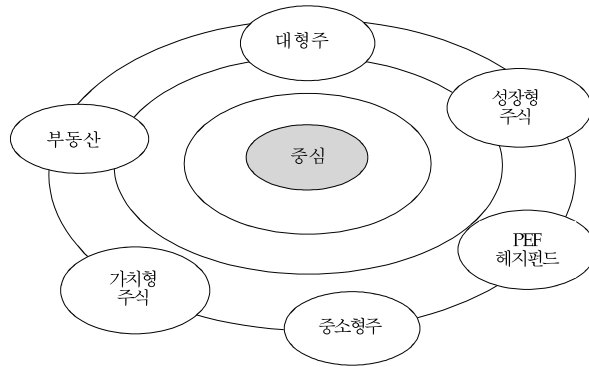
나. core AM

자산을 배분하고 투자결정을 하는 포트폴리오 운용은 자산운용산업의 core AM 이다. 1990년대 이후 자산운용산업이 폭발적으로 성장한 것도 core AM에서의 혁신과 이로 인한 높은 투자수익률 때문이라고 해도 과언이 아니다.

Core AM에서 변화의 출발점은 아무래도 상품 자체의 혁신과 이로 인한 운용전략 및 조직구조의 변화에서 찾아야 할 것이다. 자산운용산업은 다른 금융산업과 달리 진입규제, 영업행위규제, 퇴출규제 등이 매우 약하다 보니, 상품 혁신이 급속도로 일어나는 산업이다. 우선 기초자산이 주식, 채권 등 전통적인 투자자산에서 실물자산, 무형자산, 날씨, 환경, 파생상품, 권리 등과 같은 대체자산으로 빠르게 확대되면서 자산시장의 외연 자체가 크게 확대되고 있다. 투자목표에 있어서도 벤치마크수익률 이상의 목표수익률을 추구하는 액티브 펀드(active fund), 벤치마크 수익률을 추종하는 인덱스펀드나 상장지수펀드(exchange trade fund: ETF)와 같은 패시브 펀드(passive fund), 절대수익률을 추구하는 헤지펀드나 PEF 등으로 다양화되었다. 재무적 수익률뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조 등 사회적 책임을 함께 추구하는 펀드들이 등장하고 있다. 투자전략 면에서도 레버리지가 제약된 일반 공모펀드부터 적극적으로 레버리지를 일으키는 헤지펀드, 그리고 연금상품 등에서 부채와 자산간의 미스매치를 최소화하도록 부채구조에 맞추어 자산포트폴리오를 구성하는 LDI(Liability Driven Investment) 등이 등장하고 있다.

Singleton(2005)에 따르면 이처럼 기초자산, 목표수익률, 투자목적, 투자 전략 등에서 속성이 상이한 상품들이 대거 등장함에 따라 core AM의 자산운용전략에도 변화가 나타났다. 중심-주변(이하 core-satellite) 전략이 그것이다. 이 전략은 자산시장이라고 모두 동질적이지 않으며 모두 효율적이지도 않다는 가정에서 출발한다. 그래서 특정 자산은 시장수익률(베타)을 상회하는 수익률을 장기적으로 창출할 수 있다는 것이다. 때문에 경쟁적이지 않고 상대적으로 고위험-고수익인 금융상품과 경쟁적이어서 시장수익률 이상을 기대하기 힘든 금융상품을 구분 없이 풀링하여 운용하는 것은 바람직하지 않다. 자산 특성과 시장 흐름을 제대로 이해하는 전문화된 개별 펀드매니저들이 독자적으로 자산을 운용하도록 하는 것이 바람직하다. 이러한 운용 철학을 구체적으로 구현한 전략이 core-satellite 전략이다. 중심(이하 core)에는 시장수익률을 추종하는 인덱스펀드, ETF 등으로 자산 포트폴리오를 구성하고, 주변(이하 satellite)에는 스타일, 업종, 지역, 헤지펀드, PEF, 외환, REIT, 상품(commodity) 등으로 자산을 독립적으로 배치하여 시장수익률을 상회하는 초과수익률을 얻는 전략이다. Satellites에서는 전문 펀드매니저의 운용능력, 즉, 전술적인 자산배분(tactical asset allocation)과 주식선정능력(stock picking), 주식매입시점(market timing) 등이 초과수익률(알파)을 결정하는 핵심적인 요소가 된다.

<그림 II-4> Core-Satellite 전략



Core-satellite 전략은 자산운용회사의 조직 설계에도 상당한 변화를 가져왔다. 각 자산클래스마다 별도의 전문 펀드매니저가 독립적으로 투자결정을 할 수 있어야 할 뿐만 아니라 그에 따른 보상체계도 마련되어야 하기 때문이다. 즉, core-satellite 전략은 단순히 대상 운용자산만을 분리 운용한다고 성공하는 것은 아니며, 이에 수반하여 조직, 인센티브, 보상체계, 인력 등 자산운용회사 전체의 시스템이 뒷받침되어야 가능한 것이다. 동일한 매니저가 동일한 조직 및 보상체계로 상이한 투자스타일의 상품군을 운용할 경우 전문성, 유연성, 보상체계 등에서 유인부합적이지 못한 상황이 발생할 수 있고, 전체 조직효율에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Singleton, 2005). 알파전략을 추구하는 전문매니저는 기본급도 높고, 성과급도 높아야 할 것이다. core와 satellite, satellite간 조직 및 보상체계의 차별화가 필요한 것이다. 일반 뮤추얼펀드는 성과보수(performance pay)가 없지만, 일임서비스는 성과보수를 지불한다. 또한 헤지펀드는 통상 2/20 규정에 따라 다른 satellite보다 높은 운용수수료 등을 수취하는 것이 일반적이다.

투자대상의 다변화, 전문화, core-satellite 전략의 확산으로 특정자산에

대한 전문 노하우를 가진 부띠끄들이 늘어나기 시작하였다. 소위 부띠끄 모델이다. 부띠끄 모델이란 단순히 소규모 전문 자산운용회사의 확산을 지칭한다기 보다는 대형 자산운용회사들도 개별 satellite들이 독립적인 자산운용회사처럼 행동하도록 재량권을 부여한 조직모델을 지칭한다. 대형 자산운용회사에서 알파전략을 추구하는 특화된 자산운용 단위를 지칭하며, 나아가 대형 자산운용회사가 특정 투자스타일을 자신의 조직 내에서 직접 운용하지 않고, 독립계 자산운용회사에 위탁하는 경우를 지칭하기도 한다. 대형 자산운용회사들은 위탁을 통해 독립계 전문자산운용회사와 전략적 제휴를 맺거나, 독립계 전문자산운용회사를 인수하기도 하며, 외부의 전문매니저들을 팀 단위로 영입하기도 한다. 이와 같은 부띠끄 조직의 핵심은 기존의 조직과 차별화된 고용 및 보상체계를 갖는다는 것이다(Oxera, 2006).

부띠끄 모델의 확산으로 자산운용시장은 독립적인 특화 자산운용회사가 크게 증가하는 가운데 대형 자산운용회사들은 이들 독립적인 특화 자산운용회사와 전략적 제휴 등을 통해 특정 투자전략의 운용자산에 대해 위탁 하거나 독립계 특화 자산운용회사를 인수하는 사례가 늘고 있다. core AM 부문이 운용단위별로 수직적 분절화(vertical fragmentation)되며 전문화와 범위의 경계를 추구하는 가운데 동질적인 운용단위들은 규모의 경계를 위해 다른 자산운용회사를 통합(horizontal consolidation)하는 현상이 동시에 진행되고 있는 것이다.⁹⁾ 위탁 비즈니스가 빠르게 늘어나고 있는 것이다. 자산운용산업에서 업무위탁은 주로 후선업무나 판매업무를 중심으로 이루어졌으나, 최근에는 위탁이 core AM에서도 일반화되고 있는 것이다. 연기금, 보험 등 특정한 기관투자자고객에 대한

9) 아울러 자산운용회사의 M&A에는 규모의 경제 논리 못지 않게 모회사의 사업재구축 논리도 강하게 작용하고 있다. 특히, 유럽국가처럼 금융그룹이 다수 존재하는 가운데 금융의 겸업화에 따라 금융그룹간의 합병이 늘어나면서 계열사로 존재하는 운용회사들이 자연스럽게 은행 혹은 증권회사간의 합병에 따라 종속적으로 인수합병되는 사례가 늘어나고 있다(Oxera, 2006).

운용서비스를 제공하는 전문 자산운용회사는 물론이고, 대형 자산운용회사가 다수의 satellite를 직·간접적으로 보유하고 다전략(multi-strategy)을 구사함에 따라 소규모 전문 자산운용회사와 대형 자산운용회사간에 위탁이 빠르게 확산되고 있다. 펀드오브펀드(fund of funds: FoF)의 급속한 성장도 이를 반영한다(송홍선, 2008).

다. 판매채널

자산운용산업 판매채널의 주요 트렌드는 크게 세 가지이다. 하나는 개방적 판매채널의 확산이다. 계열 core AM의 상품만을 폐쇄적으로 판매하며 금융겸업화의 교차판매 시너지를 추구하는 기존 전략, 즉, 계열 운용회사에 종속된 판매채널과 달리, 모든 펀드상품을 제한 없이 판매하는 개방적 판매채널이 확산되고 있다. 또한 판매채널이 선택적으로 평판이 좋은 특정 펀드들만 선별하여 판매하는 준개방적 판매채널에 해당하는 재량적 판매채널(guided architecture)도 늘어나고 있다.

두 번째는 판매채널이 단순히 펀드상품만을 판매하는 것이 아니라 예금, 보험 등 모든 금융상품을 판매하는 금융상품백화점으로 발전하고 있다. 특히, 일찍부터 유니버설뱅킹이 발전한 유럽의 경우 방카슈랑스나 어슈어뱅크를 통해 은행과 보험의 판매채널이 통합되어 있었는데, 최근에는 펀드상품의 판매채널이 개방형구조로 바뀌면서 모든 금융상품백화점이 새로운 판매채널모델로 등장하고 있다.

세 번째는 독립적인 재무설계사(independent financial adviser: IFA)가 판매채널의 주요한 구성요소로 등장하고 있다. 비록 개방적 판매채널이나 금융상품백화점 흐름에 은행 혹은 보험 등 금융그룹이 선제적으로 동참하면서 이들의 판매시장에서 지배력이 약화되지는 않고 있으나, IFA를 중심으로 한 판매채널의 중요성도 커지고 있다. 특히, 인터넷과

연계한 판매채널의 등장은 이들의 역할을 증대시키고 있다. 인과적으로는 독립적인 판매채널의 확산을 가능하게 하는 것은 IFA 때문이다. 이들은 온라인 판매의 맹점인 재무설계 및 조언기능을 온라인판매가 가능하도록 함으로써 일반투자자들에게도 재무설계를 가능하게 하였다.

언급한 세 가지 흐름은 미국과 유럽의 판매채널에서 확인할 수 있다. 유럽은 은행, 보험 등의 금융계열사의 지점망을 통해 펀드를 판매하는 것이 가장 전통적인 방식이었다. ZEW/OEE(2006)에 따르면 유럽지역의 전체 펀드자산 중에서 은행, 보험 등의 금융그룹 계열사를 통해 판매되는 펀드의 비중은 1995년에 90%가 넘었다. 그러다 2000년대 들어서부터 그 비중이 줄어들어 2000년에 80%, 2005년에는 75%로 줄어들고 있지만, 유니버설뱅크가 보편적인 유럽지역의 경우 금융그룹을 통한 펀드 판매가 여전히 지배적인 방식으로 자리잡고 있다. 다만, 영국의 경우 프랑스, 독일 등 유럽 대륙국가와 달리 은행, 보험 등 금융그룹을 통한 펀드 판매 비중은 처음부터 높지 않았는데, 2005년 현재 28.8%를 기록하고 있다. 영국을 제외한 유럽국가들의 경우 특정한 자산운용회사 혹은 계열 금융회사에 소속되어 있지 않고 독립적으로 펀드를 판매하는 IFA에 대한 의존도는 높지 않다. 전체 판매채널 대비 IFA 비중은 영국을 제외한 유럽국가의 경우 1995년 5%, 2000년 7%, 2005년 7% 수준이다. 다만, 영국은 다른 유럽국가들과 달리 2005년 총 판매채널의 50%를 IFA가 차지하고 있다.

네 번째 판매채널로 비독립적인 재무설계사들의 네트워크인 NINFA (Non-Independent Network of Financial Advisors)를 통해 펀드를 판매하는 것이 있다. NINFA는 전형적인 개방적 판매채널로 운영되지만, 자산운용업을 겸영하는 특정 금융그룹에 소속되어 있다는 점에서 IFA와는 다르다. NINFA는 금융그룹내 자체 펀드뿐만 아니라 다른 운용회사의 펀드도 함께 판매하며, 투자자에 대한 자문서비스를 병행하고, 인터넷 등을 통해 펀드를 판매하기도 한다. 유럽에서 대표적인 NINFA로는

Xelion(이탈리아), Comdirect(독일 코메르츠뱅크), Cortal Consors(프랑스 BNP Paribas) 등이 있다. 특히, 프랑스의 Cortal Consors는 BNP Paribas의 펀드판매 및 브로커지리 자회사로 6개의 유럽국가에서 영업을 하고 있다. BNP Paribas의 자산운용부문에 개발한 펀드상품뿐만 아니라 수많은 경쟁관계에 있는 자산운용회사의 펀드까지 판매하며 투자자문 서비스까지 병행하고 있다. 뿐만 아니라 전통적으로 자사 펀드만을 판매하던 BNP Paribas Retail Bank도 개방적 판매채널로 전환함으로써 펀드개발 및 운용과 펀드판매 비즈니스를 그룹 내에서 전략적으로 분리하고 있다.

다섯 번째 판매채널로는 펀드슈퍼마켓이 있다.¹⁰⁾ 펀드슈퍼마켓의 핵심적인 특징은 펀드판매과정에서 투자자문을 받을 수 없다는 것이다. 투자자문가와 직접 접촉이 불가능하기 때문에 펀드슈퍼마켓에서 펀드를 구입하는 투자자는 비교적 투자에 관한 지식이 있는 경우가 많으며, 펀드상품 중에서 주로 패시브(passive) 펀드 등이 슈퍼마켓에서 쉽게 취급된다. 그런 점에서 인터넷을 통한 펀드슈퍼마켓이 중간단계 없이 펀드개발 및 운용회사가 직접 투자자와 대면할 수 있는 시장이라는 장점에도 불구하고, 모든 투자자들을 유인하는 데는 한계가 있다. 다만, 자문기능을 보완하기 위해 펀드슈퍼마켓과 IFA가 전략적인 제휴를 맺거나 IFA가 펀드슈퍼마켓의 주된 고객이 될 수는 있다. 2006년 현재 영국을 포함한 유럽지역에서 펀드슈퍼마켓의 판매비중은 1.4%에 불과하였다.

마지막 판매채널로는 FoF나 상품 래퍼(wrapper)처럼 중개인이 한 번 더 개입하여 여러 펀드들에 분산투자하는 다운용 채널(multi-management channel)을 들 수 있다. 소규모의 전문화된 자산운용회사들은 이런 채널을 통해 펀드를 판매하는 것이 유리할 수 있다. 펀드 판매시장에서 FoF나 래퍼가 차지하는 비중은 유럽의 경우 상당히 높은 편이다. 2006년 유럽지역에서 FoF 판매비중은 7.2%, 보험래퍼(insurance wrapper)가 13.2%를 차지하고 있다.

10) 펀드슈퍼마켓의 주고객은 개인과 재무설계사로 재무설계사는 자신이 판매 권유한 상품을 대신 구입하거나 개인이 직접 펀드슈퍼마켓에서 구입한다.

<표 II-1> 유럽의 판매채널 현황

(단위: %)

| | 프랑스 | 독일 | 이탈리아 | 스페인 | 영국 | 평균 |
|--------|------|------|------|------|------|------|
| 소매은행 | 28.2 | 48.3 | 65.0 | 67.4 | 8.0 | 43.4 |
| 프라이빗뱅킹 | 12.0 | 12.4 | 7.0 | 5.4 | 6.0 | 8.6 |
| 보험 | 19.5 | 16.6 | 12.2 | 3.0 | 14.8 | 13.2 |
| I F A | 4.0 | 11.4 | 9.0 | 4.3 | 47.0 | 15.1 |
| 슈퍼마켓 | 0.4 | 1.5 | 0.5 | 0.2 | 3.0 | 1.0 |
| 직판 | 0.5 | 0.2 | 0.2 | 0.0 | 2.0 | 0.5 |
| F o F | 9.2 | 6.0 | 5.5 | 8.7 | 6.8 | 7.2 |
| 기관투자자 | 26.0 | 3.5 | 0.5 | 11.0 | 12.0 | 10.6 |
| 기타 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.5 |

자료: ZEW/OEE(2006)

미국 Investment Company Institute(이하 ICI)의 경우 펀드판매채널에 대한 분류를 유럽과는 다소 다르게 직접판매, 금융회사, 퇴직연금, 펀드슈퍼마켓, 기관투자자채널 등으로 구분하고 있다. 미국의 개방적 판매채널 비중은 2006년 말 현재 60% 이상으로 매우 높다. 유럽의 판매채널과는 매우 대조적이다. 겸업주의 금융체제의 전통을 가진 유럽국가들과 전업주의 금융체제의 전통을 가진 미국간의 금융시스템의 차이를 반영하는 것으로 판단된다. 개방적 판매채널은 계열회사를 포함한 모든 펀드상품을 취급하는 판매채널을 말하는데, 모든 펀드를 다 판매하기 때문에 투자자에게 투자상담과 권유를 해주는 재무설계사의 역할이 중요하다는 특징이 있다. 증권회사, 보험대리점, 재무설계사 등을 통해 개방적 판매채널로 판매되는 비중이 55%에 이른다. 펀드슈퍼마켓을 통한 개방적 판매채널은 미국의 경우에도 5% 정도에 불과한데, 이들의 주 고객에는 개인뿐만 아니라 재무설계사나 할인증권회사(discount broker)들을 꼽을 수 있다. 반면 특정 뮤추얼펀드운용회사가 개발한 펀드상품만을 판매하는 채널로는 직판방식과 기관투자자에 대한 판매방식이 있는데, 이 둘의 시장점유율은 합쳐서 25% 정도이다. 그리고 퇴직연금을 설계해 주는

연기금스폰서가 연기금가입자에게 투자자문서서비스와 함께 판매하는 채널이 있는데, 이 채널은 완전한 개방적 판매채널과 폐쇄적 판매채널의 중간형태라고 할 수 있는 재량적 판매채널로 보는 것이 합당하다. 이들은 전체 판매시장의 16%를 점유하고 있다.

<표 II-2> 미국의 펀드판매채널

| 채널 | 투자자 | 판매회사 | 펀드 종류 | 투자자서비스 | 시장 점유율(%) |
|------------|--------|-----------------|---------------|------------|-----------|
| 직판(direct) | 개인 | 뮤추얼펀드 스폰서 | 해당 펀드 | 투자정보 | 12 |
| 기관투자자 | 기관투자자 | 뮤추얼펀드 스폰서 | 해당 펀드 | 투자정보 | 13 |
| 퇴직연금 | DC 가입자 | 연기금 스폰서 | 연기금 스폰서 선정 펀드 | 투자정보, 자문 | 16 |
| 금융회사 | 개인 | 증권회사, FP, 보험대리점 | 모든 펀드 | 투자정보, 자문 등 | 55 |
| 슈퍼마켓 | 개인, FP | 할인증권회사 | 모든 펀드 | 투자정보 | 5 |

자료: ICI(2003)

라. 후선업무

후선업무는 원래 그 자체가 가치를 창출하기보다 일선업무를 지원하는 서비스로 인식되어 왔기 때문에 core AM과 판매채널에서의 변화에 의존하는 경향이 있다. 그렇지만 자산운용산업 전체 프로세스가 합리화, 전문화됨에 따라 후선업무들은 그 자체가 가치를 창출하는 서비스로 변모하고 있다.

Core AM 시장 규모가 폭발적으로 성장하고, 자산운용시장의 자산클래스가 다변화되고, 대량거래가 이루어짐에 따라 이를 지원하기 위한

후선업무의 프로세스 혁신도 기술혁신에 힘입어 빠르게 진행되고 있다. 가령, 거래의 주문, 체결, 이후의 회계 업무에 이르기까지 수작업 혹은 반자동화단계를 넘어 STP(Straight Through Processing)¹¹⁾를 도입하고 있다. 대표적인 시스템이 FIX(Financial Information Exchange)로 1993년 기관투자자인 Fidelity Investments와 증권회사인 Solomon Brothers가 유가증권 거래 관련 정보를 전자적으로 처리하기 위하여 개발한 데이터 송수신 표준화 시스템이다. 이렇듯 후선업무가 전자화되고 시스템화되면서 대규모 투자와 이에 따른 규모의 경제 문제로 인해 그 자체가 서비스를 창출하는 비즈니스모델로 변모하게 된 것이다. 이에 따라 많은 자산운용회사들은 수탁, 일반행정, 사무관리 등의 후선업무를 전문회사로 위탁하는 사례가 늘고 있다.

후선업무의 위탁 정도는 자산운용회사에 따라 다르고 나라별 규제체계에 따라서도 차이가 있다. Oxera(2006)에 따르면 유럽의 자산운용회사들은 전체 AUM 대비 위탁 비중이 2005년 현재 수탁업무가 39%, 사무관리가 23%, 일반행정이 25.3%를 각각 기록하였다. 수탁업무를 위탁하는 경우가 가장 많은 것으로 나타났다. 특히, 수탁업무의 경우 일부 국가에서 법적으로 core AM과 분리하여 고객자산을 운영위험으로부터 보호하도록 법으로 정하고 있다. 또한 독립계 자산운용회사와 금융그룹의 자산운용자회사간에도 후선업무 위탁정도의 차이가 발견되었다. ZEW/OEF(2006)에 따르면 유럽의 독립계 자산운용회사들의 후선업무 위탁 비중은 2005년 기준으로 순자산 대비 31%로 금융그룹 자산운용자회사의 위탁 비중 17%에 비해 훨씬 높게 나타났다. 이는 금융그룹 소속 은행자회사나 보험자회사 등이 보관업무와 같은 후선업무를 겸영하기 때문이다.

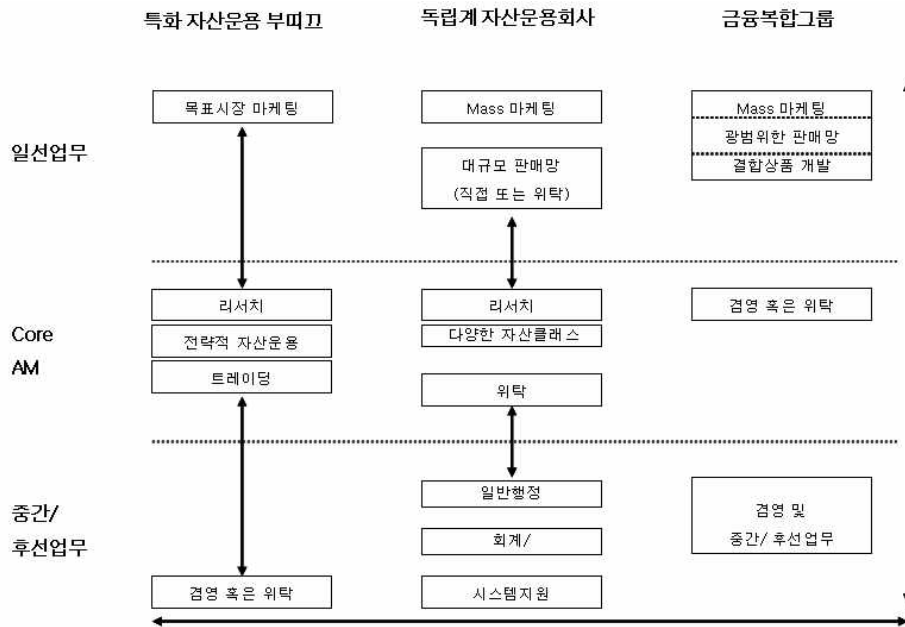
11) STP란 증권거래에 이어서 증권회사와 투자기관 및 수탁은행 간 매매체결에서 결제에 이르는 전 과정을 표준화된 메시지 포맷에 의하여 데이터를 송수신함으로써 수작업의 개입 없이 서로 다른 환경의 시스템간에 자동적으로 데이터를 연결시키게 되어 있어 업무가 이음새 없이(seamless) 효율적인 구조로 처리되는 것을 말한다.

실제로 2005년 현재 글로벌 후선업무시장의 상위 5대 플레이어에는 Citigroup, JP Morgan Chase, Bank of New York, BNP Paribas, State Street Global 등과 같은 은행들이 차지하고 있다. 그렇지만 후선업무는 기본적으로 대규모 IT 투자로 고정비용이 많고, 많은 IT 인력이 필요한 일종의 노동집약적인 성격도 강하면서도 펀드 보수에서 후선업무 보수가 차지하는 비율은 매우 미미한 수준이다. 따라서 후선업무는 규모의 경제에 강하게 의존하는 사업이지 그 자체의 단위당 부가가치는 높다고 할 수 없다.

마. 비즈니스 모델

오늘날 선진 자산운용산업에서 자산운용업무는 크게 금융그룹에 전속된 자회사 혹은 사업부 형태로 존재하는 경우와 전속되지 않고 일반 투자자를 위해 자산운용서비스를 하는 자산운용회사로 나눌 수 있다. 전속 자회사 혹은 사업부는 보험회사 혹은 직접 운용(self-managed)을 하는 연기금 등에서 주로 나타나며, 모회사를 위해 자산운용서비스를 제공한다. 그렇지만, 전속 자산운용회사들도 외부 투자자를 대상으로 한 서비스를 함께 수행하는 경우가 점점 늘어나고 있기 때문에 투자자를 대상으로 수수료 비즈니스(fee business)를 수행하는 자산운용회사는 세 유형으로 나눌 수 있다(<그림 II-5>).

<그림 II-5> 자산운용회사의 비즈니스 모델



첫째, 금융복합그룹들이다. 투자은행이나 상업은행 중심의 금융그룹들도 자산운용서비스를 복합금융서비스의 하나로 제공한다. 다만, 금융복합그룹이 자산운용업무를 수행할 경우 투자은행업무와의 이해상충을 차단할 수 있는 방화벽(chinese wall)을 설치해야 하기 때문에 자산운용과 여타 부문간의 시너지가 크지는 않다. 그렇지만, 금융그룹들은 수익성, 투자은행과 대비되는 이익의 안정성, 자산운용상품의 마케팅에서 평판과 브랜드파워의 중요성 등의 이점을 활용하기 위하여 자산운용부문을 중요한 사업부문으로 간주한다. 보험회사도 보험자산의 운용수요에 부응하고 외부고객들을 위하여 자산운용서비스를 제공한다. 보험회사는 별도의 투자운용부문을 갖고 있거나, 별도의 자회사 형태로 자산운용업무를 수행한다.

금융그룹은 대체로 광범위한 판매망을 바탕으로 다양한 고객군을 대상으로 마케팅이 가능할 뿐만 아니라 은행, 보험상품과의 결합상품을 생산할 수 있는 기반이 갖추어져 있기 때문에 자산관리 등과 연계한 종합적인 자산운용서비스를 제공하는 것이 일반적이다. 대체로 core AM은 사업부 방식으로 경영하거나 미국의 경우처럼 지주회사 산하에 별도의 자회사를 두고 있다. 또한 금융그룹들은 보관시장에서도 지배적인 사업자인 경우가 대부분이기 때문에 자산운용과 관련된 중간/후선업무가 담당하는 업무를 겸영하는 경우가 많다.

둘째, 대형 독립계 자산운용회사들이다. 보험이나 은행, 증권그룹과 어떤 자본이나 지배구조의 연관이 없지만 다양한 자산운용서비스를 제공하면서 종합적인 자산운용그룹 형태로 존재하는 자산운용회사이다. Fidelity Investments, Franklin Resources, Schroder 등과 같은 대형 자산운용회사들이 여기에 해당한다. 이들 역시 대규모 판매망을 직접 소유하거나 업무위탁을 통해 확보하고 있으며, 다양한 투자상품을 통해 종합적인 자산관리 서비스를 수행하고 있다. 또한 core AM의 일부는 전문 부띠끄들과 전략적 제휴 등을 통해 업무위탁을 하고 있다. 후선업무의 경우 보관업무는 이해상충 등을 감안하여 업무위탁을 하는 대신 일반 행정업무 등은 사내에서 직접 관리하는 경우가 많다.

셋째, 독립계 특화 자산운용 부띠끄이다. 자산운용산업의 생태구조로 볼 때, 이들은 산업의 가장 저변을 형성하며 자유로운 진입과 퇴출을 통해 혁신을 이끌고 있다. 독립계 특화 자산운용 부띠끄들은 투자대상과 목표, 전략에 따라 다양한 스펙트럼을 형성한다. 특화 자산운용 부띠끄들은 단일전략(single strategy)에 의존하기 때문에 고객군을 다변화하지 않고, 대중고객을 대상으로 하지 않으며 목표시장 고객만을 대상으로 마케팅을 한다. 그리고 후선업무는 위탁을 통해 전체 간접비용을 줄이는 전략을 사용한다.

Ⅲ. 선진 자산운용시장의 현황과 트렌드

1. 개요
2. 뮤추얼펀드
3. 연기금
4. 보험자산
5. 대체투자
6. 고액자산관리

III. 선진 자산운용시장의 현황과 트렌드

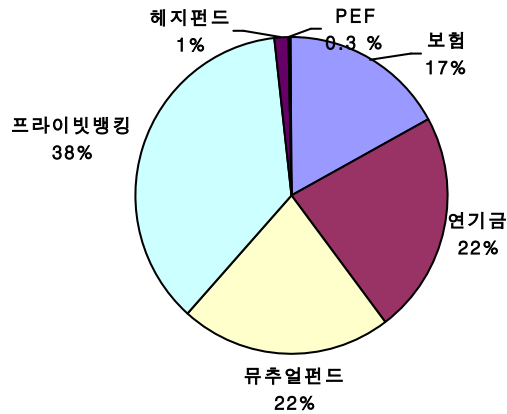
1. 개요

가. 전체 시장 규모

전 세계 전체 자산운용시장의 규모는 얼마나 될까? 자산운용시장의 범위(scope)에 따라 조금씩 차이가 있으나, 전통적인 자산운용시장, 대체투자시장, 프라이빗뱅킹 시장까지 모두 합친 AUM 규모는 2006년 말 현재 101조 달러 정도에 이르는 것으로 추정된다. 프라이빗뱅킹이 37조 달러로 전체의 38%를 차지하고 있으며, 연기금이 23조 달러(22%), 뮤추얼펀드 22조 달러(22%), 보험 17조 달러(17%), 대체투자 1.9조 달러(1.3%)로 나타났다.¹²⁾ 다만, 이 같은 기관별 분류 속에는 중복 계산되는 문제가 있다. 가령, 연기금은 뮤추얼펀드를 많이 보유하고 있고, 프라이빗뱅킹 역시 보험, 뮤추얼펀드, 연기금 등을 골고루 보유하고 있어 AUM에 중복계산 되어있다는 사실을 감안해야 한다. 보스턴컨설팅그룹도 2006년 말 전체 투자자의 총 AUM 규모를 약 100조 달러로 추정하고 있다.

12) International Financial Services London(이하 IFSL)추정치 이다.

<그림 III-1> 글로벌 자산운용 총규모: 종류별 비중
(2006년 AUM 기준)



자료: IFSL

나. 전통적 자산운용

주식, 채권 등 전통적인 투자상품에 투자하는 전통적인 자산운용부문의 시장규모는 2006년 AUM 기준 62조 달러로 추정되었다. 2000년대 초 글로벌 IT 버블 붕괴와 함께 다소 둔화되던 시장 규모는 2003년부터 다시 빠르게 성장하고 있다. 2005년의 시장규모는 2001년 대비 15% 성장한 것이며 1998년과 대비하면 두 배 가량 성장한 규모이다(<표 III-1> 참조).

전통적인 자산운용산업은 연기금, 보험회사, 뮤추얼펀드 등으로 구성되는데, 이들 각각의 성장 추이를 보면 다음과 같다. 전통적인 자산운용 시장에서 비중이 가장 큰 부문은 연기금이다. 1998년에는 전체 AUM 33.4조 달러 중에서 연기금이 13.6조 달러(41%)를 차지하였으며, 2006년에도 총 61.8조 달러 중 22.6조 달러(37%)를 차지하고 있다. 비중은 약간 줄었으나 여전히 가장 높은 비중을 유지하고 있다. 보험자산은 동 기간에

31%에서 28%로 비중이 줄어들어 2006년 말 현재 17.4조 달러를 기록하고 있다. 보험자산의 약 2/3는 생명보험과 관련된 장기보험계약 관련 자산이고 나머지는 상해보험 등 단기보험계약과 관련된 것으로 추정되고 있다. 뮤추얼펀드는 2000년대 들어 성장성이 가장 높은 자산운용부문이다. 1998년 뮤추얼펀드 규모는 9.4조 달러로 자산운용산업 AUM의 28%였으나, 2006년에는 21.8조 원으로 두 배 이상 증가하며 비중도 35%로 크게 높아졌다. 뮤추얼펀드의 급성장은 보험, 연기금 등 기관투자자 중심으로 성장하던 자산운용산업이 개인고객까지 수요기반이 확산되는 구조적 변동을 내포한다는 점에서 의미가 있다. 과거 자산운용산업의 주요 고객기반은 기관투자자였으나, 정보통신의 발달로 자산운용에 따른 간접비용이 혁신적으로 하락하면서 개인고객으로 기반이 확산되기 시작한 것이다.

<표 III-1> 전통적 자산운용부문의 성장 추이(AUM 기준)

(단위: 조 달러)

| 년도 | 보험 | 연기금 | 뮤추얼펀드 | 전체 |
|------|------|------|-------|------|
| 1998 | 10.4 | 13.6 | 9.4 | 33.4 |
| 1999 | 11.5 | 17.2 | 11.4 | 40.1 |
| 2000 | 10.1 | 15.7 | 11.9 | 37.7 |
| 2001 | 11.5 | 15.0 | 11.7 | 38.2 |
| 2002 | 10.4 | 14.3 | 11.3 | 36.0 |
| 2003 | 13.9 | 17.2 | 14.0 | 45.1 |
| 2004 | 13.9 | 18.9 | 16.2 | 49.0 |
| 2005 | 15.3 | 20.7 | 17.8 | 53.8 |
| 2006 | 17.4 | 22.6 | 21.8 | 61.8 |

자료: IFSL

자산운용산업의 국가별 비중을 미국, 유럽, 기타 지역으로 분할하면 52 : 33 : 15 정도이다(<표 III-2> 참조). 미국과 EU가 전체 AUM의 85%를 차지하고 있다. 미국은 전 세계 AUM(61.8조 달러) 중 32.3조 달러, 52.3%를 차지하며 절반을 넘어서고 있다. 그 중에서도 연기금의 경우 전 세계 연기금 자산 22.6조 달러 중 15.9조 달러, 점유율은 약 70%가 미국에 축적되어 있다. 뮤추얼펀드도 미국이 전체 21.8조 달러의 절반가량인 10.4조 달러를 보유하고 있다. 미국이 연기금과 뮤추얼펀드의 최대 시장임을 알 수 있다. 다만, 보험자산의 경우 6조 달러로 전 세계 보험자산의 30% 정도에 그치고 있다.

EU의 경우 전체 AUM의 32.7%를 점하고 있다. 뮤추얼펀드, 연기금 등이 빠르게 증가하고 있는 가운데 EU 지역이 전통적으로 강한 부문인 보험자산의 경우 8.7조 달러로 전 세계 보험자산의 50%를 차지하여 미국보다 높은 비중을 차지하고 있다. 특히, 영국은 전통적으로 보험부문이 강한 국가로서 2.5조 달러(전체 보험자산의 7%)의 자산을 보유하고 있다.

<표 III-2> 전통적 자산운용부문의 국가별 현황(AUM 기준)

(단위: 조 달러)

| | 연기금 | 보험 | 뮤추얼펀드 | 합계 | 비중(%) |
|------|------|------|-------|------|-------|
| 미국 | 15.9 | 6.0 | 10.4 | 32.3 | 52.3 |
| EU | 3.8 | 8.7 | 7.7 | 20.2 | 32.7 |
| 영국 | 1.7 | 2.5 | 0.8 | 4.9 | 8.0 |
| 프랑스 | 0.1 | 1.9 | 1.8 | 3.8 | 6.1 |
| 독일 | 0.1 | 1.6 | 0.3 | 2.0 | 3.3 |
| 네덜란드 | 0.8 | 0.4 | 0.1 | 1.4 | 2.2 |
| 스위스 | 0.5 | 0.4 | 0.2 | 1.0 | 1.6 |
| 일본 | 1.2 | 2.5 | 0.6 | 4.2 | 6.8 |
| 기타 | 2.4 | 2.2 | 7.6 | 12.2 | 19.7 |
| 전체 | 22.6 | 17.4 | 21.8 | 61.8 | 100.0 |

자료: IFSL

다. 대체투자부문

보험회사, 연기금, 뮤추얼펀드 등 전통적인 부문 외에 헤지펀드, PEF, 부동산 등 대체투자시장이 2000년대 들어 빠른 속도로 성장하고 있다. 전통적인 자산운용부문의 성장세가 근년들어 다소 둔화되는 가운데 많은 펀드들이 경쟁압력으로 합병되거나 청산되고 있지만, 대체투자부문인 헤지펀드, ETF, PEF, 벤처 및 구조화 금융, 부동산 등은 빠르게 성장하고 있다.

헤지펀드 산업의 성장세는 특히 두드러진다. 1999년 펀드수로는 4,000개, AUM은 3,240억 달러에 머물던 헤지펀드 시장은 2006년 현재 1.5조 달러로 약 5배 증가하였으며 펀드 수도 8,900개에 이르고 있다. PEF시장도 1998년 투자액이 700억 달러에 불과하였으나 2006년 기준으로 3,640억 달러로 5배 이상 증가하였다. 헤지펀드나 PEF는 주로 일반투자자를 대상으로 하는 뮤추얼펀드와 달리 규제 감독이 엄격하지 않고 레버리지를 바탕으로 다양한 투자전략을 통해 투자목적을 추구하기 때문에 전통적인 자산운용부문과는 구별되는 대체투자 자산클래스(alternative asset class)로 구분하고 있다.

PEF나 헤지펀드와 관련하여 주의할 점은 AUM이 시장규모의 적절한 지표가 되지 못한다는 점이다. 헤지펀드나 PEF는 뮤추얼펀드와 달리 레버리지가 가능하기 때문이다. 가령, 롱(long)/숏(short) 전략을 구사하는 헤지펀드는 100% 롱, 혹은 100% 숏을 취할 수 있다. PEF도 산하 특수목적회사(special purpose company: SPC) 등을 통해 차입이 가능하다. 이런 특성 때문에 PEF나 헤지펀드의 실제 투자포지션은 그들의 AUM보다 항상 많은 것이 일반적이다.

헤지펀드는 설정 기준으로 역내(on-shore)와 역외(off-shore)로 구분할 수 있는데, 2006년 기준으로 전체 헤지펀드의 55%가 역외에서 설정되었다.¹³⁾

역외로는 케이만 군도가 63%, BVI(British Virgin Island) 13%, 버뮤다 11%, 바하마 5% 등의 비중을 차지하고 있다. 역내 기준으로는 미국이 48%를 점하는 최대 설정국가이다. 아일랜드가 7%로 그 뒤를 잇고 있다 (Roberts, 2008). 설정과 달리, 헤지펀드 운용은 주로 뉴욕, 런던, 싱가포르 등 국제금융센터에서 이루어지고 있다. 2006년 기준으로 전체 헤지펀드 운용의 33%가 미국 뉴욕에서 이루어지고 있으며, 영국의 런던에서 약 21%가 운용되고 있다.

<표 III-3> 헤지펀드 및 사모투자 추이

(단위: 십억 달러, 개)

| | 헤지펀드 | | PEF | |
|------|-------|-------|-----|-----|
| | 펀드수 | AUM | 투자액 | 약정액 |
| 1998 | 3,500 | 221 | 70 | 133 |
| 1999 | 4,000 | 324 | 124 | 154 |
| 2000 | 4,800 | 408 | 192 | 262 |
| 2001 | 5,500 | 564 | 103 | 177 |
| 2002 | 5,700 | 592 | 86 | 93 |
| 2003 | 7,000 | 795 | 115 | 88 |
| 2004 | 8,050 | 1,000 | 110 | 133 |
| 2005 | 8,500 | 1,130 | 136 | 272 |
| 2006 | 8,900 | 1,500 | 364 | 335 |

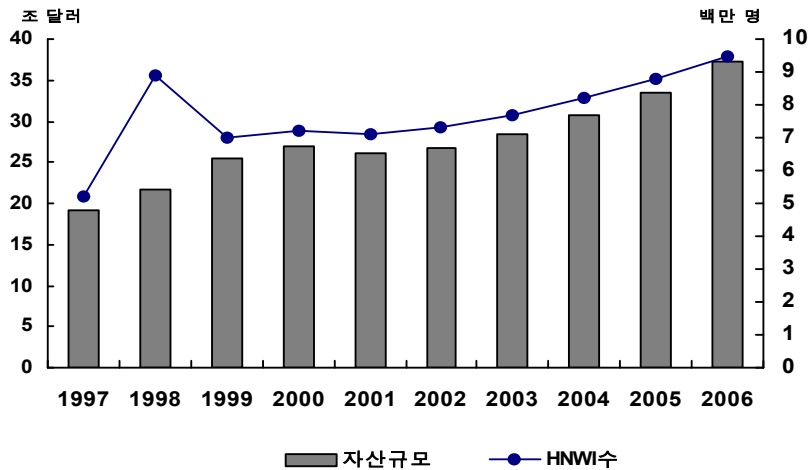
13) 역외펀드와 관련된 정식용어는 한국은행에서 제정한 외국환거래규정에 정의되어 있는 ‘역외금융회사’ 라는 정의와 관련이 있다. 역외금융회사라 함은 직접 또는 자회사 등을 통하여 증권, 채권 및 파생금융상품에 투자하여 수익을 얻는 것을 주된 목적으로 설립된 회사(거래형태 포함)로서 설립 준거법령지역에 실질적인 경영활동을 위한 영업소를 설치하지 않은 회사를 말한다. 따라서 역외펀드라 함은 역외금융회사보다 좁은 의미로 사용되며 역외금융회사가 발행한 펀드 혹은 역외금융회사의 투자수익에 연동되어 배당이 결정되는 주식 혹은 수익증권으로서 법률 혹은 감독규정에 의한 구속을 받지 않고 자유롭게 해외증권, 채권, 파생상품, 헤지펀드 등에 투자할 수 있는 상품을 의미한다.

라. 고액자산관리(Private Wealth Management)

고액자산관리부문은 1990년대 이후 크게 성장하는 부문인데, Merrill Lynch and Cap Gemini(이하 MLCG)에 따르면 금융자산이 1백만 달러 이상인 HNWI들은 2006년 현재 950만명으로 AUM은 37조 달러이다. 지역별로는 북미지역에 31%, 유럽 28%, 아시아 23%, 라틴아메리카 13%, 중동 6% 등에 분포되어 있다.

고액자산관리부문은 성장성이 높을 뿐만 아니라 수익성과 안정성도 매우 높은 산업이다. 고액자산관리에 따른 자산운용회사들의 순이익마진(net profit margin)은 평균 25bp 수준으로 약 5bp 수준인 기관투자자 대상 자산운용서비스보다 높다. 뿐만 아니라 수익의 원천이 고정적인 수수료 수익(fee-based revenue)에 의존하기 때문에 수익흐름이 안정적이다(Maude, 2006).

<그림 III-2> 고액자산관리부문의 성장 추이(AUM 기준)



자료: MLCG

마. 글로벌 자산운용회사

집합투자기구, 일임서비스 등 자산운용서비스를 위해 위탁받은 모든 자산을 기준으로 한 글로벌 상위 자산운용회사의 순위가 <표 III-4>에 제시되어 있다. 세계에서 가장 큰 자산운용회사는 스위스의 은행그룹인 UBS이다. UBS는 세계적인 종합자산운용서비스를 제공하는 회사로, 기관 투자자와 HNWI를 대상으로 한 자산관리서비스를 주로 제공하고 있다. 글로벌 2위 자산운용회사는 영국의 Barclays plc.의 자산운용부문의 자회사인 BGI(Barclays Global Investors)이다. State Street Global은 미국의 금융지주회사로서 기관투자자를 대상으로 하는 자산운용서비스에 강점이 있다. AXA는 프랑스의 보험금융그룹으로 보험계 자산운용회사 중에서는 규모가 가장 크며, 2007년 기준으로 AllianceBernstein L.P.의 주식을 62.8% 소유하고 있다. Allianz Group은 1890년 독일에서 설립된 보험업 중심의 그룹으로 बैं킹, 자산운용서비스를 제공한다. Fidelity Investments는 1.6조 달러 이상의 AUM을 운용하는 세계 최대의 뮤추얼펀드 스폰서로서 주식형·성장형 펀드¹⁴⁾를 중심으로 운용한다. Capital Group 역시 뮤추얼펀드 중심의 자산운용서비스를 제공하며, Fidelity Investments, Vanguard Group과 함께 세계 최대 뮤추얼펀드패밀리(mutual fund family)로 꼽히는 American Funds를 운용하고 있다. 2007년 현재 1.4조 달러 규모의 자산을 운용하고 있다. Deutsche Bank는 독일의 유니버설뱅크로서 개인금융, 투자은행업무, 전자금융 및 자산관리업무를 운영하고 있다. Vanguard Group은 1974년에 설립된 미국의 대표적인 펀드그룹으로 뮤추얼펀드계의 전설적인 인물인 J. Bogle에 의해 인덱스펀드를 최초로 개발하였다. BlackRock은

14) 주식 및 주식관련 파생상품(주가지수 선물·옵션)에 신탁재산의 60%이상을 투자하는 상품으로, 수익보다도 주가상승에 의한 신탁재산의 성장을 목적으로 한 적극형 펀드로서 주식편입비율이 높고 우량성장주가 주요 편입대상이다.

채권형 펀드를 중심으로 성장한 PNC Financial Service Group의 뮤추얼 펀드 자회사로서 2006년 MLIM을 인수하면서 주식형 펀드를 보완하여 세계적인 자산운용회사로 변모하였다.

<표 III-4> 글로벌 상위 10대 자산운용회사(2006년)

(단위: 백만 달러)

| 순위 | 회사명 | 국가 | AUM |
|----|----------------------|-----|-----------|
| 1 | UBS | 스위스 | 2,452,475 |
| 2 | BGI | 영국 | 1,813,820 |
| 3 | State Street Global | 미국 | 1,748,690 |
| 4 | AXA Group | 프랑스 | 1,740,000 |
| 5 | Allianz Group | 독일 | 1,707,665 |
| 6 | Fidelity Investments | 미국 | 1,635,128 |
| 7 | Capital Group | 미국 | 1,403,854 |
| 8 | Deutsche Bank | 독일 | 1,273,500 |
| 9 | Vanguard Group | 미국 | 1,167,414 |
| 10 | BlackRock | 미국 | 1,124,627 |

자료: Pensions&Investments

2. 뮤추얼펀드

가. 소유구조 특성

뮤추얼펀드는 원래 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 위험자산에 투자하는 회사형 집합투자기구만을 지칭한다. 그렇지만 집합투자기구에는 뮤추얼펀드 외에 영국의 유닛 트러스트(unit trust)와 같은 계약형 펀드도 상당수 존재한다. 그리고 뮤추얼펀드나 계약형 펀드는 펀드의 법적

성격에서는 근본적인 차이가 있지만 수익흐름 측면에서는 큰 차이가 없기 때문에 시장 규모를 집계할 때는 계약형 펀드도 함께 집계하고 있다¹⁵⁾.

뮤추얼펀드 총 규모 21.8조 달러 중에서 미국이 10.4조 달러로 48%, 유럽이 36%, 아태지역이 11%를 차지하고 있다. 미국이 전체 뮤추얼펀드 시장의 절반을 차지하고 있는 것이다. 유럽지역에서는 룩셈부르크가 전 세계 뮤추얼펀드의 10%를 차지하고 있으며 프랑스도 8%를 차지하고 있다. 이에 비해 영국은 연기금이나 보험자산에 비해 뮤추얼펀드 산업이 상대적으로 덜 발전된 국가이다. 우리나라는 전 세계 뮤추얼펀드시장의 1%를 차지하여 홍콩(4%), 일본(4%)에 비해 낮은 발전 수준을 보이고 있다.

<표 III-5> 뮤추얼펀드의 지역별 분포

(단위: 십억 달러)

| | 2000년 | 2002년 | 2004년 | 2006년 | 2006년 (%) |
|-------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 전 세계 | 11,871 | 11,324 | 16,165 | 21,765 | 100 |
| 미국 | 6,965 | 6,390 | 8,107 | 10,414 | 48 |
| 유럽 | 3,296 | 3,463 | 5,640 | 7,744 | 36 |
| 프랑스 | 722 | 845 | 1,371 | 1,769 | 8 |
| 독일 | 238 | 209 | 296 | 340 | 2 |
| 아일랜드 | 137 | 250 | 468 | 768 | 4 |
| 룩셈부르크 | 747 | 804 | 1,396 | 2,188 | 10 |
| 영국 | 361 | 289 | 493 | 787 | 4 |
| 아태지역 | 1,134 | 1,064 | 1,678 | 2,457 | 11 |
| 호주 | 342 | 356 | 635 | 864 | 4 |
| 홍콩 | 196 | 164 | 344 | 631 | 3 |
| 일본 | 432 | 303 | 399 | 579 | 3 |
| 한국 | 111 | 150 | 177 | 252 | 1 |

자료: ICI

15) 본 보고서는 특별한 언급이 없는 한 뮤추얼펀드를 계약형 펀드를 포함한 공모형 집합투자기구를 통칭하는 개념으로 사용하기로 한다.

뮤추얼펀드의 주주(투자자)는 주로 가계부문이기 때문에 자산운용시장 중에서도 소매시장으로 분류할 수 있다. 보험, 연기금, 대체투자 등 전문투자자인 기관투자자 중심의 자산운용시장과 대비된다. 뮤추얼펀드의 산업규모는 가계의 금융자산구성과 상당히 밀접한 관련을 맺는다.

미국의 자금순환표에 따르면 뮤추얼펀드 지분의 65.2%를 가계가 보유하고 있다. 보험, 은행 등의 기관투자자들은 뮤추얼펀드를 거의 소유하고 있지 않다. 다만, 기관투자자라고 할 수 있는 사적 연기금은 뮤추얼펀드 지분의 21% 정도를 보유하고 있다. 이는 DC형 퇴직연금¹⁶⁾이나 개인퇴직계좌(individual retirement account: IRA)¹⁷⁾ 등의 사적 연기금 비중이 높은 미국 연기금시장의 특성을 반영한 것이다. 이런 형태의 연기금은 개인이 직접 연기금 계좌를 재무설계사의 도움을 받아 운용하기 때문에 간접투자를 선호하는 가계의 특성을 반영하여 뮤추얼펀드를 운용자산으로 많이 편입하고 있는 것이다.

16) 노사가 사전에 급여의 수준과 내용을 결정하고, 근로자가 연금수령 연령에 달한 때에 약정에 따른 급여를 지급하는 연금

17) 개인퇴직계좌란 종업원이 퇴직 혹은 이직 할 때 받은 퇴직일시금을 자기 계좌에 적립하여 퇴직소득세를 이연 받으면서 운용하다가 은퇴 후 연금 노후자금으로 활용할 수 있도록 한 제도

<표 III-6> 미국 뮤추얼펀드의 주주(투자자) 구성

(단위: 십억 달러, %)

| | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 뮤추얼펀드 순자산 | | 3,638 | 4,654 | 5,436 | 6,049 | 7,068 | 7,798 |
| 비 중 | 가계 | 61.0 | 62.4 | 62.9 | 63.9 | 64.5 | 65.2 |
| | 비금융기업 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.9 | 3.2 |
| | 정부 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| | 외국인 | 2.7 | 3.1 | 3.6 | 4.0 | 4.2 | 4.2 |
| | 상업은행 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| | 신협 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | 손해보험 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| | 생명보험 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 1.8 | 2.1 | 2.1 |
| | 사적연기금 | 25.6 | 24.2 | 23.5 | 22.7 | 21.3 | 20.7 |
| | 공무원 연기금 | 4.6 | 4.5 | 4.3 | 4.1 | 4.1 | 3.8 |

주: 여기서 뮤추얼펀드는 개방형 뮤추얼펀드만을 포함하며 머니마켓 뮤추얼펀드(money market mutual fund), ETF, 변액연금(variable annuity) 관련 펀드는 제외됨
 자료: Federal Reserve Bank(이하 FRB)

가계가 뮤추얼펀드에 많이 투자하는 것은 이들의 투자행태 변화와도 관련이 있다. 가계는 전체 금융자산 중에서 위험자산인 주식에 얼마를 배분할 것인지 결정을 하고 나면, 다시 직접투자와 간접투자의 비중을 결정해야 한다. 미국 가계의 금융자산 배분을 보면 뮤추얼펀드 투자에 대한 비중과 직접투자 비중은 대체로 역의관계에 있다. 실제 1990년대 뮤추얼펀드 비중이 늘어나면서 직접투자의 비중은 줄어들었다. 이 같은 현상은 2000년대에도 그대로 나타나고 있다. 직접투자 비중은 2003년 17%에서 2007년 12%로 줄어든 대신 뮤추얼펀드 투자는 8.5%에서 11.2%로 늘어났다. 결국, 뮤추얼펀드의 급성장 배경에는 미국 가계가 직접투자에서 간접투자로 이동하는 투자행태의 변화가 자리 잡고 있다는 것을

알 수 있다. 다만, 주의할 점은 자금순환표(flow of fund)상의 뮤추얼펀드 통계는 좁은 의미의 개방형 뮤추얼펀드만을 의미한다. 폐쇄형 펀드나 최근 급성장하고 있는 ETF는 뮤추얼펀드 항목으로 계산되지 않고 주식 항목으로 계상되어 있다.¹⁸⁾

<표 III-7> 미국 가계 금융자산과 뮤추얼펀드

(단위: 십억 달러, %)

| | | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 가계금융자산 | | 34,048 | 37,096 | 39,544 | 43,218 | 45,333 |
| 비 | 예금 | 15.6 | 15.4 | 15.4 | 15.6 | 16.3 |
| | 채권 | 8.6 | 8.7 | 8.7 | 8.5 | 8.8 |
| | 주식 | 16.9 | 16.0 | 14.9 | 14.3 | 12.0 |
| | 뮤추얼펀드 | 8.5 | 9.2 | 9.7 | 10.5 | 11.2 |
| | 생명보험 | 3.0 | 2.9 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 중 | 연기금 | 28.6 | 28.7 | 28.8 | 28.5 | 28.2 |
| | 비기업출자 | 15.9 | 16.1 | 16.8 | 17.0 | 17.4 |
| | 기타 | 2.8 | 3.0 | 2.9 | 3.0 | 3.4 |

주: 주식에는 폐쇄형 뮤추얼펀드와 ETF가 포함되어 있으며, 뮤추얼펀드 항목은 개방형 뮤추얼펀드만을 포함함

자료: FRB, 자금순환

18) 미국 가계의 뮤추얼펀드 투자 현황은 ICI(2007)의 샘플조사를 통해서도 확인할 수 있다. 2006년 현재 미국 가계 수의 55%가 뮤추얼펀드에 투자하고 있으며, 가계금융자산의 23%가 뮤추얼펀드에 투자되고 있다. 인구로는 약 9,600만 명이 뮤추얼펀드에 투자하고 있으며, 이 중 베이비부머(1946년~1964년생)가 49%, 이른바 X세대(1964년~1976년생)가 24%를 차지한다.

나. 펀드상품의 진화

뮤추얼펀드의 AUM은 1985년 5,000억 달러에도 미치지 못하였으나 2007년에는 11조 달러에 이르고 있다. 연평균성장률(CAGR) 15%라는 폭발적인 성장을 한 것이다. 이 같은 고성장에는 주식시장의 활황이나 퇴직연금제도의 규제완화, 판매채널의 발달 등과 같은 환경적 요인도 중요하였지만, 투자자의 필요에 부응한 펀드상품의 끊임없는 혁신도 중요한 역할을 하였다고 할 수 있다.

1) 주식형 펀드로의 재편

미국의 뮤추얼펀드는 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)으로 투자자보호 제도가 획기적으로 개선되면서 성장의 기틀이 마련되었으나 대공황의 기억으로 성장의 축은 주식형 펀드가 아니었다. 오히려 성장은 1970년대 머니마켓펀드(money market fund: MMF)와 함께 시작되었다. MMF는 1960년대 후반의 뮤추얼펀드 침체를 딛고 1970년대 후반부터 80년대 초반까지 산업의 성장을 이끌었다. MMF는 은행예금¹⁹⁾과 비교할 수 없는 높은 금리가 보장되는데다 수표발행이 가능하고 유동성도 높아 기업과 기관투자자의 현금관리수단으로 주목을 받았다.²⁰⁾ 유동성, 수익성, 수표발행의 편의성 등의 삼박자를 갖춘 MMF는 은행의 예금시장을 급속히 잠식하였으며 <그림 III-3>에서 보듯이 1980년대

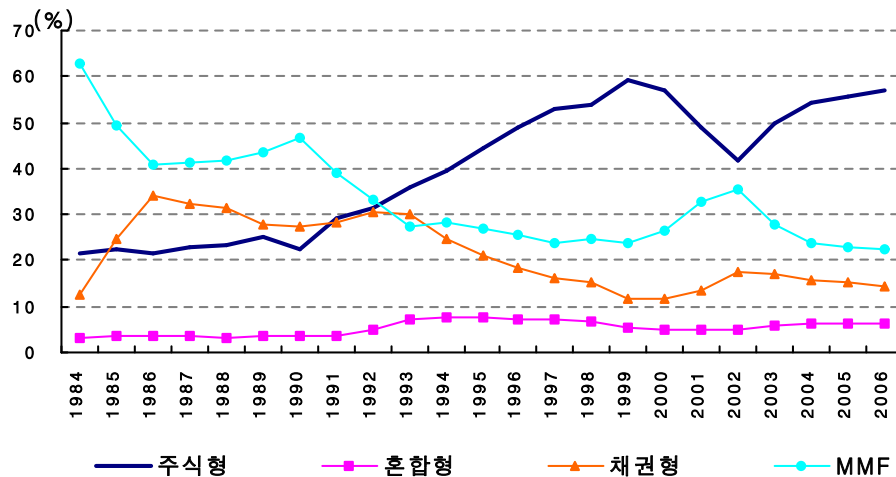
19) 당시 미국 상업은행들은 저축계정에 대한 금리를 5.25%~5.5%로 제한(interest ceiling)받는 Regulation Q의 규제를 받고 있었다.

20) MMF에 거래 편의성을 더한 금융혁신을 이끈 대표적인 증권회사가 Merrill Lynch이다. 그런데 MMF 계정 규모가 폭발적으로 증가하자, 이를 뒷받침할 전산시스템이 구비되지 못하여, 대부분의 증권회사들은 은행의 전산 프로세싱에 의존하였다고 한다. Merrill Lynch도 BankOne과 조인트 벤처로 현금관리서비스(cash management service)를 처리하였다.

초에는 MMF가 뮤추얼펀드시장의 60%이상을 차지하기도 하였다. 비록 1980년대 초에 FRB가 은행에서 증권으로 급격한 자금이동에 따른 부작용을 우려하여 예금이자율의 상한규제를 철폐하면서 MMF의 성장세가 둔화되기 시작하였으나 1990년대 초까지는 뮤추얼펀드 시장에서 가장 큰 비중을 차지하였다.

MMF 자체도 혁신을 지속하였다. 1980년대 들어 성장세가 둔화되자 세금혜택이 부여된 단기 면세 MMF(short-term tax-exempt MMF)가 등장하였다. 이 MMF는 이자소득에 대한 연방소득세가 면세되는 지방정부 채권에 주로 투자하는 상품이었다. 세금혜택이 있는 MMF는 특히 1986년 관련 법 제정 이후 크게 늘어났는데, 주로 HNWI들의 자금을 유인하는 효과가 있었다. 2006년 현재 면세 MMF의 순자산가치(net asset value)는 3,664억 달러로 전체 뮤추얼펀드의 7%, 전체 MMF의 18%의 비중을 차지하고 있다(ICI, 2007).

<그림 III-3> 뮤추얼펀드의 상품구성(비중)



자료: ICI

뮤추얼펀드 시장이 주식형 펀드를 중심으로 구조적인 성장을 한 것은 1990년대 들어서이다. 여기에는 주식시장의 활황이 무엇보다 주요한 역할을 하였지만, 앞 절에서 언급한대로 가계의 투자패턴이 직접투자에서 간접투자로 전환되는 가운데 연기금 개혁으로 DC형 연금 및 IRA 같은 개인연금이 고령화와 함께 크게 성장하였기 때문이다. 주식형 펀드가 1993년부터 자산 규모에서 MMF를 훨씬 앞서 가기 시작하였다. 1984년 22%에 불과하던 주식형 뮤추얼펀드 비중은 1993년 36%로 높아지며 MMF(27%)를 추월하였으며, 2006년에는 전체 뮤추얼펀드의 57%를 차지하고 있다. 아울러 미국 이외 지역의 주식시장이 활황을 보임에 따라 뮤추얼펀드의 포트폴리오 구성이 지역적으로 다변화한 것도 주식형 펀드의 성장기반이 되었다. 특히, 2004년부터 2006년까지 Morgan Stanley Capital International(이하 MSCI) 기준 미국 주식시장의 수익률은 21%를 하회하였으나 미국을 제외한 글로벌 주식시장의 수익률은 45%를 기록하였다. 이로 인해 2004년 이후에는 뮤추얼펀드의 미국 국내의 주식 취득이 현저하게 줄어들었다.

2) 뮤추얼펀드의 진화

뮤추얼펀드 산업의 성장은 주식시장의 활황과 이로 인한 주식형 펀드의 성장과 궤를 같이 한다는 점은 앞서 언급한대로이다. 하지만, 또 하나 간과할 수 없는 부분은 뮤추얼펀드 시장 내부의 끊임없는 상품 혁신이다. 펀드시장에서 나타난 최초의 상품 혁신은 인덱스펀드이다. 최초의 인덱스펀드는 1976년 처음으로 공모방식으로 판매된 Vanguard 500 Index Fund로서 S&P500지수를 벤치마크하였다. 그 외에도 Fidelity Spartan 500 index, Schwab S&P500 Select, T. Rowe Price Equity Index 500 등이 S&P500지수를 벤치마크하는 주요한 인덱스펀드이다. 미국의 인덱스펀드는 2006년 기준으로 전체 인덱스펀드의 47%가 S&P500지수를 벤치마크하고

있다. 인덱스펀드의 AUM은 2006년 기준 7,490억 달러로 전체 뮤추얼펀드에서 7.2%를 차지하고 있다(<표 III-8>). AUM이 290억 달러에 불과하여 전체 뮤추얼펀드의 1.4%를 차지하던 1993년과 비교하면 괄목할만한 성장이다. 인덱스펀드는 시장수익률을 추종하기 때문에 포트폴리오 구성이 단순하고, 매매회전율이 주식형 펀드에 비해 현저히 낮아 운용이 용이하고 거래비용이 저렴하다는 장점이 있다. Core-satellite 전략을 구사하는데 있어 중요한 상품이다.

2000년대 들어서는 인덱스펀드 시장에서도 새로운 상품들이 출현하고 있다. 투자스타일, 섹터, 지역 등을 기준으로 포트폴리오를 다르게 구성하는 인덱스펀드가 대거 출현한 것이다. 가령, 미국의 섹터 인덱스펀드는 Dow Jones 지수, S&P 등의 산업별 인덱스의 수익률을 추종하도록 설계되었으며, 스타일로는 가치/성장/혼합, 대형/중형/소형 등의 구분에 따라 9가지로 세분화한 스타일 인덱스펀드들이 출현하였다. S&P Midcap 400 지수를 벤치마크 하는 대표적인 인덱스펀드로는 Vanguard Mid Capitalization Index, Dreyfus MidCap Index, Federated Mid-Cap Index 등을 꼽을 수 있다. 그리고 Russell 2000 Index를 벤치마크 하는 인덱스펀드로는 Vanguard Small Capitalization Index를 들 수 있다. 또한 채권형 인덱스펀드도 출현하였다. 최초의 채권형 인덱스펀드는 Lehman Brothers Aggregate Index를 벤치마크로 하여 1986년 판매된 Vanguard Bond Market Fund였다. 그 이후에도 Merrill Lynch Aggregate Bond Index 등이 Lehman Brothers Aggregate Index를 추종하는 펀드이다.

2000년대 들어서는 벤치마크가 상품지수(commodity index)인 인덱스펀드들도 증가하고 있다. 기초자산으로서의 상품은 주식, 채권 등 전통적인 자산클래스와 상관관계가 높지 않아 포트폴리오 구성시 편입 종목으로 유용성이 높다. 대표적인 상품지수로는 Goldman Sachs Commodity Index가 있다. 이 지수는 다양한 상품가격지수들로 구성되어 있으며 생산 규모에 따라 가중치가 결정되는데, 에너지 관련 상품의 지수 비중이 높게

책정되어 있다. 그 외에 Dow Jones AIG Commodity Index, Reuter-CRB Futures Price Index 등이 있는데, 이 중에서 Reuter-CRB Futures Price Index는 1956년부터 발표되기 시작하였으며, 이 지수는 17개 상품 품목에 동일한 가중치를 부여하고 있다. 연기금 등 기관투자자와 HNWI 등을 중심으로 상품지수에 대한 투자가 확대되고 있다.

최근에는 기존 인덱스펀드와 포트폴리오 편입종목의 선정이나 구성에 있어 차별화된 방법론을 적용한 펀더멘털인덱스펀드(fundamental index fund)가 개발되는가 하면, 인덱스펀드처럼 시장수익률(베타=1)을 유지하면서도 알파를 추구하도록 설계된 알파추구(enhanced) 인덱스펀드도 빠르게 성장하고 있다. 가령, KOSPI200을 벤치마크하는 인덱스펀드는 파생상품을 활용하거나 차입(공매도)을 활용하는 130/30전략 등을 통하여 알파추구 인덱스 전략을 추구하는 것이다.²¹⁾

한편 2000년대 들어서는 인덱스펀드보다 한 단계 더 진화한 ETF시장이 급성장하고 있다. ETF는 인덱스펀드처럼 특정 인덱스를 추종하도록 설계된 패시브 펀드라는 점에서는 공통적이지만, ETF 주권을 거래소에 상장함으로써 개별 주식처럼 거래할 수 있다는 점에서 유동성면에서 인덱스펀드와는 비교할 수 없는 장점이 있다. ETF를 시장에서 자유롭게 주식처럼 거래할 수 있는 것이다. 또한 ETF는 일반 개방형 뮤추얼펀드와 달리 투자자의 환매 요구가 없어 전체 수익률을 끌어내리는 현금보유의 필요성이 없으며, 주식거래의 회전율도 낮다. 뿐만 아니라 수급에 의해

21) 130/30전략은 주식을 100% 보유한 상태에서 일부 주식을 공매(30% 매도)하여 얻은 자금으로 다시 특정 주식을 일정 정도 매입(30% 매입)하는 전략으로 전체 주식 매수 비중이 100%+30%인 130%, 매도 비중이 30%라는 데에서 연유한 전략이다. 130/30전략은 인덱스펀드는 물론이고 개별 액티브 주식형 펀드의 새로운 투자 전략으로 등장하고 있는데, 복잡한 전략을 사용하지 않고도 알파 수익률을 창출할 수 있다는 점에서 글로벌 자산운용시장의 새로운 운용전략으로 등장하고 있다. 한편 S&P는 130/30전략의 벤치마크지수로서 S&P500 130/30 Strategy Index를 2007년 말 개발하였다.

영향을 받는 시장가격과 순자산가치간의 괴리가 발생할 경우 차익거래자가 재정거래를 통해 차익을 얻을 수도 있다.

<표 III-8> 미국의 뮤추얼펀드 진화(AUM 기준)

(단위: 십억 달러, %)

| | 인덱스펀드 | | ETF | | 생애주기형 펀드 | |
|------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|
| | 십억달러 | 비중(%) | 십억달러 | 비중(%) | 십억달러 | 비중(%) |
| 1994 | 33 | 1.5 | 0.4 | 0.0 | - | - |
| 1995 | 58 | 2.1 | 1.1 | 0.0 | 263 | 9.4 |
| 1996 | 100 | 2.8 | 2.4 | 0.1 | 356 | 10.1 |
| 1997 | 173 | 3.9 | 6.7 | 0.2 | 488 | 10.9 |
| 1998 | 269 | 4.9 | 15.6 | 0.3 | 640 | 11.6 |
| 1999 | 392 | 5.7 | 33.9 | 0.5 | 853 | 12.5 |
| 2000 | 389 | 5.6 | 65.6 | 0.9 | 856 | 12.3 |
| 2001 | 375 | 5.4 | 83.0 | 1.2 | 787 | 11.3 |
| 2002 | 331 | 5.2 | 102.1 | 1.6 | 688 | 10.8 |
| 2003 | 461 | 6.2 | 151.0 | 2.0 | 918 | 12.4 |
| 2004 | 560 | 6.9 | 227.5 | 2.8 | 1,102 | 13.6 |
| 2005 | 625 | 7.0 | 300.8 | 3.4 | 1,274 | 14.3 |
| 2006 | 749 | 7.2 | 422.6 | 4.1 | 1,570 | 15.1 |

주: 1) 비중(%)은 전체 뮤추얼펀드 대비 비중

2) 생애주기형 펀드는 변액연금, 라이스사이클펀드, 라이프스타일펀드 포함
자료: ICI

이러한 장점들로 인해 ETF 시장은 급성장하고 있으며, 일부에서는 ETF를 뮤추얼펀드를 위협하는 대체 투자수단으로 평가하기도 한다. ETF는 다수의 일반투자자뿐만 아니라 기관투자자의 고객 자산관리 및 퇴직연금 운용에도 활용 가능성이 높아지고 있다. 특히, 자산운용회사들이

운용하는 일임서비스, 고액자산관리 등에서 포트폴리오 구성에 편입되고 있다. Morgan Stanley는 2005년부터 ETF를 일임서비스 운용포트폴리오로 활용하고 있다. 2006년 기준 ETF시장 규모는 순자산가치가 4,226억 달러에 이른다. 이는 인덱스펀드시장 대비 56%, 전체 뮤추얼펀드시장 대비 4%를 차지하는 시장규모이다.²²⁾

마지막으로 뮤추얼펀드시장의 또 하나의 흐름은 라이프사이클펀드(life cycle fund), 라이프스타일펀드(life style fund), 변액연금보험(variable annuity) 뮤추얼펀드 등 고령화 추세와 결합하여 퇴직자산의 축적을 목적으로 하는 뮤추얼펀드 시장이 빠르게 성장하고 있는 것이다. 전후 베이비붐세대의 은퇴와 고령화에 따른 장수위험(longevity risk)을 뮤추얼펀드에 반영한 이 같은 라이프사이클 상품들은 펀드, 보험, 연기금의 성격이 혼합된 결합상품들이다. 라이프사이클펀드는 전 생애를 고려한 재무설계에 초점을 맞추고, 만기로 갈수록 고위험자산 비중을 낮추도록 사전적으로 재배분 원칙을 정한 혼합형 펀드이다. 최초의 라이프사이클펀드는 1996년 미국에서 개발된 목표만기형 펀드인데, 나이가 들수록 투자자의 위험수용도가 낮아지는 점을 감안하는 동시에 라이프사이클펀드의 만기도 투자자가 주택구입, 결혼, 자녀교육 등의 시점으로 맞출 수 있도록 한 상품이다.

라이프스타일펀드는 사전에 결정된 위험수준을 조정하지 않고 계속 유지하도록 설계된 혼합형 펀드이다. 다른 펀드와 달리 사전적으로 자산배분을 결정하는 것이다. 나이, 위험수용도, 투자목적 및 투자기간, 은퇴시기 등이 자산배분을 결정하는데 주요한 변수가 된다. 나이가 젊고

22) 2007년 10월 말 현재 최대 ETF는 State Street Global Investor가 운용중인 순자산가치 737억 달러의 SPDR Trust 1이며, Morgan Stanley지수를 기초 자산으로 하는 iShares MSCI EAFE가 순자산가치 513억 달러로 두 번째 규모이다. 한편 ETF 매니저는 영국의 BGI, 미국 은행계 자산운용회사인 State Street Global Advisors 등으로 나타났다.

위험수용도가 높은 투자자에게 적합한 공격형 펀드, 나이가 들고 위험수용도가 낮은 투자자에게 적합한 안정형, 혹은 혼합형 펀드 등으로 나눌 수 있다.

변액연금보험 뮤추얼펀드도 은퇴인구의 증가와 맞물려 빠르게 성장하고 있다. 변액연금보험 뮤추얼펀드는 보험회사에서 판매하는 뮤추얼펀드로서 정액연금과 뮤추얼펀드의 성격을 결합한 상품이다. 투자자가 보험회사에 연금 관련 보험료를 납입하면 보험회사는 그 보험료로 뮤추얼펀드에 투자한 후 은퇴시점에서 연금으로 지급된다. 전통적인 연금보험과 달리 실적배당상품이며 연금지급이 개시되기 전까지는 변액보험으로 운영되며, 연금지급 이후에는 연금이 종신으로 지급된다.

미국에서 은퇴 관련 뮤추얼펀드는 1990년대 들어 빠르게 성장하고 있다. 1994년 이들 펀드는 전체 뮤추얼펀드의 9% 수준인 2,630억 달러 정도였으나, 2006년에는 전체 뮤추얼펀드의 15% 수준으로 비중이 늘어나며 AUM도 1.5조 달러를 넘어서고 있다. 그 중에서 변액연금보험 뮤추얼펀드는 1990년대 중반부터 빠르게 성장하며 뮤추얼펀드시장에서 비중을 확대하여 2006년 현재 12%를 차지하고 있다. 라이프사이클펀드와 라이프스타일펀드는 비교적 최근에 개발된 상품으로 2006년 현재 라이프사이클펀드가 약 1,100억 달러, 라이프스타일펀드가 약 1,900억 달러로 전체 뮤추얼펀드의 1% 수준에 머물러 있다.

다. 뮤추얼펀드 스폰서

뮤추얼펀드는 주로 미국을 중심으로 발전하였기 때문에 글로벌 뮤추얼펀드 스폰서는 대부분 미국의 뮤추얼펀드 스폰서들이다. 앞 절에서 살펴본 대로 글로벌 10대 자산운용회사 중 6위를 차지한 Fidelity Investments는 뮤추얼펀드부문에서 세계 최대의 운용사이다. Capital Group의 전신인

Capital Research & Management 및 Vanguard Group, BlackRock 등이 그 뒤를 잇고 있다. Franklin Resources는 뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE)에 상장된 자산운용회사 중에서 시가총액 1위로 랭크된 우량회사로 2007년 말 현재 5,530억 달러 규모의 AUM을 운용하고 있으며, AUM의 60%를 주식형 펀드에 투자하고 있다. 6위에 랭크된 BNY Mellon Asset Management는 2007년 Mellon Financial Corporation과 The Bank of New York Company, Inc.의 합병에 의해 탄생한 BNY Mellon의 자산운용사업부이다. 자산운용과 관련하여 2007년 말 현재 약 1.1조 달러의 AUM을 운용하고 있다. JP Morgan Asset Management는 HNWI를 위한 자산관리서비스에 강점을 가지고 있다. 2007년 말 현재 1.2조 달러 규모의 AUM을 운용하고 있다. Wellington Management Co. LLP는 1928년에 설립된 자산운용회사이다. 연금 및 이익분배계획(profit sharing plans)에 강점을 가지고 있으며, 각종 뮤추얼펀드 패밀리를 운용한다. PIMCO는 채권관련 상품에 강점을 가지는 회사로 주식은 물론 회사채, 이머징마켓채권, 미국 지방채, 주택담보부증권(mortgage-backed securities), 신용디폴트스왑, REIT와 같은 다양한 분야에 투자된 70여개의 뮤추얼펀드를 감독한다. Morgan Stanley는 미국의 대표적인 투자은행이자 글로벌 금융서비스 회사이다. 기관투자자 서비스, 글로벌 자산관리, 자산운용으로 사업부문이 나뉘어져 있으며 2007년 말 현재 7,490억 달러 규모의 AUM을 운용하고 있다.

이상의 글로벌 뮤추얼펀드 스폰서들은 미국시장뿐만 아니라 글로벌 뮤추얼펀드 시장에서도 적극적으로 활동하고 있다. 실제로 Fidelity Investments 등은 유럽 등 로컬 시장에서도 시장점유율 상위 1위에 랭크되어 있다. Fidelity Investments의 경우 영국 뮤추얼펀드시장에서 최대 시장점유율을 확보하고 있다. 그렇지만 로컬 시장에서는 로컬 자산운용회사들의 활약이 대단하다. 영국의 경우 Fidelity Investments, Invesco 등을 제외하면 대부분 로컬 자산운용회사이다. Standard Life Investments, Legal & General

(Unit Trust) Managers Limited, Schroder Investment Management Ltd 는 영국의 대표적인 자산운용회사이며 글로벌 시장에도 적극적으로 진출하고 있다. 일본의 경우 글로벌 자산운용회사보다는 로컬 자산운용회사들이 시장을 사실상 지배하고 있다. Nomura는 일본 자산운용시장에서 최대 시장점유율을 확보하고 있으며, Daiwa Asset Management Co. Ltd., Nikko Citigroup 등의 증권계 자산운용회사들이 Nomura의 뒤를 이어 시장을 지배하고 있다.

<표 III-9> 글로벌 10대 뮤추얼펀드 스폰서(2007년)

(단위: 백만 달러, %)

| 순위 | 뮤추얼펀드 스폰서 | AUM | 시장점유율 |
|----|---------------------------------------|-----------|-------|
| 1 | Fidelity Investments | 1,369,207 | 11.02 |
| 2 | Capital Research & Management Co. | 1,279,534 | 10.30 |
| 3 | Vanguard Group Inc. | 1,238,277 | 9.97 |
| 4 | BlackRock Inc. | 466,239 | 3.75 |
| 5 | Franklin Resources | 438,361 | 3.53 |
| 6 | BNY Mellon Asset Management | 341,984 | 2.75 |
| 7 | JP Morgan Asset Management | 304,747 | 2.45 |
| 8 | Wellington Management Co. LLP | 300,924 | 2.42 |
| 9 | Pacific Investment Management Co. LLC | 289,652 | 2.33 |
| 10 | Morgan Stanley | 284,656 | 2.29 |

자료: Pension&Investments

3. 연기금

가. 현황

연기금에는 크게 사적연금과 공적연금이 있는데, 문제는 공적연금과 사적연금 모두 국가마다 제도의 차이가 현저하여 통일적인 분석에 상당한 애로가 있다는 점이다. 여기서는 OECD 등 국제기구들이 그동안 제시한 분류기준을 따르기로 한다. 사적연금은 연금 급여를 정부가 아닌 민간기관이 지급하는 연금이며, 공적연금은 정부가 연금 급여를 지급하는 연금이다(OECD, 2002).

연기금 적립규모를 기준으로 시장규모를 살펴보면 사적연금이 공적연금보다 훨씬 크다. 사적연금은 2006년 말 현재 26조 달러로 추정되고, 공적연금은 4조 달러로 추정된다. 따라서 자본시장과 관련하여 주된 연구의 대상은 사적연금 시장이다. 사적연금에는 퇴직연금(occupational pension), 연금보험(pension insurance), 보험준비금(book reserve), 개인연금 등이 있다. 국가별 사적연금의 규모를 보면 전 세계 연기금 자산의 61%가 미국에 집중되어 있으며, 영국이 11.2%, 캐나다 5.0%, 일본 3.9% 등을 차지한다. 우리나라는 전 세계 사적연금의 0.3%를 차지하고 있다. 이는 우리나라의 퇴직연금과 개인연금 시장이 미미함을 의미한다.²³⁾ 미국, 영국, 캐나다 등 이른바 자본시장이 발달한 나라에서 사적연금도 발전한 것을 알 수 있다. 이들 나라들은 모두 사적연금 시장의 규모가 GDP의 100%를 훨씬 넘어서고 있다. 호주, 스위스, 덴마크, 핀란드, 아일랜드 등 유럽지역도 사적연금이 발달하였다. 반면 일본(GDP 대비 비중 21%),

23) 더구나 <표 III-10>에서 집계한 우리나라의 사적연금은 2005년 도입된 퇴직연금뿐만 아니라 신탁계약형태로 보험회사에 적립한 종업원퇴직보험신탁을 포함한 수치라는 점을 감안할 필요가 있다.

독일(17%), 한국(7%) 등은 사적연금이 경제규모에 비해 저발전한 국가들이다.

한편 공적연금은 사회복지가 발달한 유럽국가를 중심으로 발달하였는데, Yermo(2008)에 따르면 OECD 국가들 중에서 적립식 연금제도를 가진 공적연금의 적립자산은 2006년 말 현재 4.1조 달러로 집계되고 있다. 가장 규모가 큰 공적연금은 미국의 Social Security Trust Fund로 자산규모가 2조 달러에 달하고 있다. 그러나 미국의 공적연금은 위험자산에 대한 투자가 금지되어 있고, 모두 미국 재무성채권에 투자하도록 되어 있어, 자산운용시장에서 갖는 의미는 제한적이다. 일본의 National Reserve Funds는 자산 1.2조 달러로 두 번째로 큰 공적연금이며, 한국의 국민연금은 자산 1,900억 달러로 OECD 국가 중 4번째로 큰 공적연금이다.²⁴⁾

한편 <표 III-10>의 사적연금과 공적연금의 나라별 구성에서 알 수 있듯이 사적연금과 공적연금은 상호보완적인 제도이다. 3층구조의 사회복지제도에서 1층에 해당하는 공적연금이 발달한 경우 2층, 3층의 안전망은 덜 필요해 진다. 가령, 일본은 공적연금의 규모에 비해 사적연금이 미국, 캐나다에 비해 덜 발달한 국가이다. 우리나라는 공적연금이 비교적 발달한 가운데 사적연금시장의 발달이 매우 더딘 것을 알 수 있다. 다만, 미국과 캐나다는 사적연금이 매우 발달한 국가이지만 공적연금의 규모도 적지 않은 수준이다.

24) 다만, <표 III-10>에서 제시된 공적연금은 적립식 혹은 부분 적립식 공적연금제도를 가진 국가의 공적연금 자산을 나타내고 있다는 점에 유의해야 한다. 많은 국가들의 공적연금제도는 부과방식(pay as you go: PAYG)을 택하고 있기 때문에 통계로 드러나지 않는 공적연금제도들도 상당수 존재한다는 점에 유의할 필요가 있다.

<표 III-10> 주요국의 연기금 규모

| | 사적연금(A) | | | 공적연금(B) | | A/B |
|------|---------------|-----------|---------------------|---------------|-----------|-------|
| | 자산 (십억 달러) | 비중 (%) | GDP 대비 비중 (%) | 자산 (십억 달러) | 비중 (%) | |
| 미국 | 15,886 | 61.2 | 120 | 2,048 | 50.3 | 7.8 |
| 영국 | 2,913 | 11.2 | 131 | - | - | - |
| 캐나다 | 1,306 | 5 | 118 | 86 | 2.1 | 15.2 |
| 일본 | 1,021 | 3.9 | 70 | 1,218 | 29.9 | 0.8 |
| 호주 | 687 | 2.6 | 99 | 14 | 0.3 | 49.1 |
| 독일 | 512 | 2 | 46 | - | - | - |
| 스위스 | 462 | 1.8 | 108 | - | - | - |
| 덴마크 | 385 | 1.5 | 137 | 1 | 0 | 385.0 |
| 스웨덴 | 218 | 0.8 | 82 | 118 | 2.9 | 1.9 |
| 핀란드 | 163 | 0.6 | 97 | - | - | - |
| 스페인 | 155 | 0.6 | 30 | 45 | 1.1 | 3.4 |
| 프랑스 | 155 | 0.6 | 8 | 39 | 1 | 4.0 |
| 아일랜드 | 110 | 0.4 | 85 | 24 | 0.6 | 4.6 |
| 멕시코 | 98 | 0.4 | 17 | 7 | 0.2 | 14.0 |
| 한국 | 68 | 0.3 | 17 | 191 | 4.7 | 0.4 |
| 노르웨이 | 23 | 0.1 | 13 | 278 | 6.8 | 0.1 |
| 기타 | 892 | 3.4 | - | - | - | - |
| 총계 | 25,969 | 100 | - | 4,069 | 100 | 6.38 |

자료: OECD, IFSL

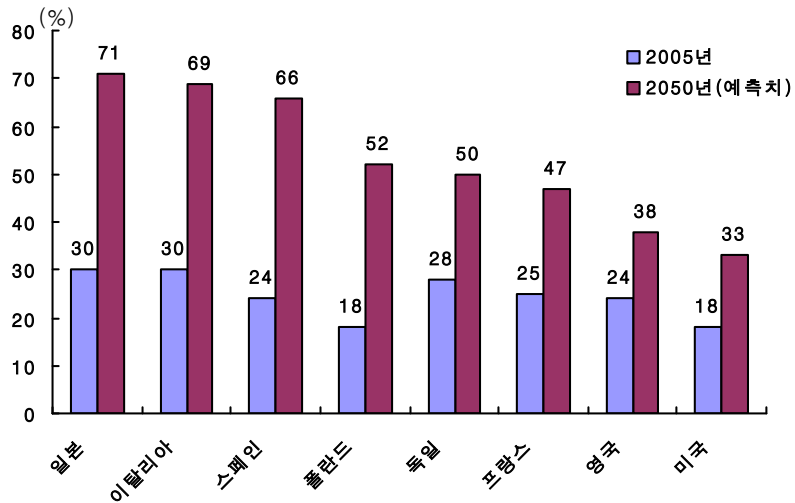
나. 연금 개혁과 자본시장

1990년대 이후 연금제도의 개혁은 전 세계적인 현상이 되고 있다. 연금이란 기본적으로 노후 혹은 질병에 대비하기 위한 저축수단인 만큼, 인구구조의 변동에 가장 민감한 제도이다. 노령화로 표현되는 인구구조의 변화는 연금제도에 다양한 방식으로 영향을 미친다. 첫째, 고령화는

국민들의 은퇴자산의 중요성에 대한 경각심을 높이게 된다. 이것은 자연스럽게 연금시장의 수요층을 두텁게 하며 연금시장의 장기적인 수요기반을 강화한다. 둘째, 고령화는 기존 연금제도의 건전성에 부정적인 영향을 미친다. 고령화는 연금계리에 있어 경험사망률에 영향을 미치고, 자산과 부채간의 불일치위험을 높임으로써 연금의 급여-수급 구조를 악화시킨다. 기존 연금제도를 유지하는 한, 급여-수급 구조를 건전화하는 계수적 개혁을 불가피하게 한다. 그러나 이러한 계수적 개혁은 소위 더 내고 덜 받는 방식으로 귀결될 가능성을 높이기 때문에 결국에는 은퇴자산으로서 연금소득의 실질 구매력, 실효성이 약화되는 악순환으로 이어질 가능성이 높다. 더구나 <그림 III-4>에서 확인할 수 있듯이 고령화로 부양인구비율이 점점 높아지기 때문에 연금제도에 대한 불신은 더욱 커질 수 밖에 없다.²⁵⁾ 이러한 딜레마는 DB형 연금제도(그것이 공적연금이든 사적연금이든)에 대한 불신으로 이어질 수 있다. 또한 이같은 고령화에 따른 연금제도의 부실화는 사적연금의 경우 기업의 부담으로 이어지고, 공적연금의 경우 재정부담으로 직결된다. 특히, PAYG를 택하고 있는 많은 공적연금들은 연금보험료 납부자의 불만과 재정부담이 가중될 수밖에 없다.

25) 경제활동인구(15세~64세) 대비 65세 노인인구가 차지하는 비율은 미국의 경우 2005년에 18% 수준이었으나 앞으로 2050년에는 34%로 늘어날 것으로 전망되고, 유럽의 경우 평균 25%, 즉, 연금 가입자 1인당 4명을 부양하는 수준이었으나, 2050년에는 영국이 40%, 프랑스 45%, 이탈리아 60%까지 상승할 것으로 전망된다. 또한 가장 빠른 노령화가 진행되고 있는 일본의 경우 현재 30%에서 74%로 급등할 것으로 전망된다.

<그림 III-4> 부양인구비율 추정



주: 부양률 = 65세 이상 노인인구 / 15세~64세 경제활동인구
 자료: UN(IFSL에서 재인용)

이러한 연금제도의 위기에 대한 대응은 앞서 언급한 계수적 개혁을 제외하면 크게 두 가지 흐름으로 나타나고 있다. 무엇보다 사적연금의 경우 DB형 연금제도에서 DC형 연금제도로의 전환이다. <표 III-11>에서 보듯이 DB형 연금제도의 적자가 늘어나면서 이것이 고스란히 기업의 부담으로 이어지고 있다. 2006년 기준 Dow Jones STOXX 80 기업들의 연금적자 규모는 기업들의 시가총액 대비 1.8%, 금액으로는 732억 파운드이다. 스페인은 Dow Jones STOXX 80 기업이 3개사가 있는데, 이들의 적자규모는 이들의 시가총액 대비 11.8%에 이르고 있었다. 이런 위험부담구조는 자본주의 시장 제도의 역동성을 꺾을 수 있는 중요한 위협이 된다. 이렇게 DB형 연금제도의 적자가 발생하고, 기업의 부담으로 이어지자 많은 국가들이 연금제도를 DC형 연금제도로 전환하고 있다.

<표 III-11> 주요 기업의 DB형 연금의 적자규모

(단위: 십억 파운드, %)

| 국가 | 회사수 | 적자금액 | 시가총액 | 시가총액 대비 비중 |
|------|-----|------|-------|------------|
| 스페인 | 3 | 17.3 | 147 | 11.8 |
| 독일 | 8 | 14.6 | 277 | 5.3 |
| 이탈리아 | 3 | 6.0 | 119 | 5.1 |
| 프랑스 | 7 | 9.3 | 297 | 3.1 |
| 네덜란드 | 5 | 4.3 | 194 | 2.2 |
| 영국 | 17 | 11.5 | 787 | 1.5 |
| 스웨덴 | 1 | 0.4 | 30 | 1.4 |
| 스위스 | 5 | 1.7 | 300 | 0.6 |
| 미국 | 20 | 6.7 | 1,389 | 0.5 |
| 일본 | 10 | 1.3 | 502 | 0.3 |
| 핀란드 | 1 | 0.1 | 53 | 0.2 |
| 전체 | 80 | 73.2 | 4,095 | 1.8 |

주: 2006년 기준 Dow Jones STOXX 80 기업의 연금적자 규모임
 자료: IFSL

특히, 퇴직연금시장을 주도하고 있는 미국의 변화는 대단히 놀랍다. 1985년의 경우 DB형 연금이 8,130억 달러, DC형 연금이 5,080억 달러, 그리고 IRA가 2,410억 달러로 DC와 IRA를 합쳐도 DB형 연금의 규모에 미치지 못하였다. 그러나 20여년이 지난 2006년 현재 DB형 연금은 2.3조 달러, DC형 연금은 4.1조 달러, IRA가 4.2조 달러로 종업원이 개인계정을 가지고 직접 투자결정을 하는 퇴직연금의 규모가 압도적으로 커졌다. 연기금 운용에서 DB형 연금에서 DC형 연금으로의 변화는 전 세계적인 흐름으로 판단된다. OECD(2006)에 따르면 스위스, 폴란드, 스페인 등은 DC형 연금이 100%이며, 미국 36%, 영국 20%, 뉴질랜드 74% 등이다. 그렇지만, 아직까지 DC형 연금으로의 전환 잠재력은 상당하다. 핀란드,

한국, 노르웨이, 일본, 캐나다 등 많은 국가들이 퇴직연금의 절대 규모가 크지 않을 뿐만 아니라 대부분 DB형 연금방식으로 운용되고 있는 것으로 나타났다. DC형 연금으로 전환하는 전 세계적인 퇴직연금의 개혁은 자본시장에서 연기금의 비중을 더욱 더 증가시킬 것이며, 위험자산에 대한 투자비중 확대로 나타날 것이다. 이렇게 되면 국가마다 연기금 제도가 조금씩 다를지라도 연금 운용자의 투자과정이나 투자목적 등에서의 수렴현상은 점점 가속화 될 것이다.

<표 III-12> 미국 퇴직연금의 구조

(단위: 십억 달러)

| | IRA | DC | Government Pension | DB | Federal Pension | Annuities | 총계 |
|------|--------------------|-------|--------------------|-------|-----------------|-----------|--------|
| 1985 | 241 | 508 | 405 | 813 | 172 | 181 | 2,321 |
| 1990 | 637 | 892 | 739 | 922 | 340 | 391 | 3,921 |
| 1995 | 1,288 | 1,717 | 1,344 | 1,496 | 541 | 582 | 6,968 |
| 2000 | 2,629 | 2,969 | 2,335 | 2,009 | 797 | 951 | 11,690 |
| 2006 | 4,232 ^e | 4,070 | 3,017 | 2,311 | 1,142 | 1,578 | 16,350 |

주: e는 추정치를 나타냄

자료: ICI

한편 연금개혁은 공적연금의 개혁을 촉진할 것이다. 공적연금은 대부분 PAYG를 택하고 있는데, 노령화가 진행될수록 현 노동세대의 부담이 가중되는 가운데 정부의 재정부담도 늘어날 것이다. 공적연금들은 이런 상황을 타개하기 위하여 PAYG에서 적립방식 혹은 PAYG와 적립방식을 혼합한 부분적립방식으로 전환하는 사례가 늘고 있다. 미국의 사회보장제도도 처음에는 순수한 PAYG로 운영되다가 부분적립방식으로 전환함으로써 2006년 현재 2조 달러를 적립하게 된 것이다.

또한 각국 정부는 공적연금과 사적연금의 개혁과 함께 연금관련 세제도 정비하고 있다. 소득공제혜택이나 세금을 면제해주는 혜택을 연금저축에 부여하는 것이다. 연금소득의 경우 세금이 부과될 수 있는 시점을 연금보험료 각출 단계(contribution), 연금자산을 투자하여 투자수익이 발생한 단계(investment income), 연금소득을 지급받는 단계(benefit)로 나눌 수 있는데, 현재 많은 국가들은 각출단계와 투자수익 단계에서는 세금을 부과하지 않고, 연금소득을 지급받는 단계에서만 세금을 부과하는 EET(exemption exemption tax)체제를 채택하고 있다. 미국, 영국, 캐나다, 한국 등 대부분의 국가들이 이 같은 세금구조를 채택하고 있다. EET 체제는 연금저축에 대해 다른 저축수단과 달리 상당한 세제혜택을 부여하는 것이다.

다. 연금자산의 포트폴리오

연금은 보험과 함께 대표적인 장기투자형 기관투자자이다. 만기가 20년~30년 이후에 발생할 장기부채를 상환하기 위해서는 자산 포트폴리오의 구성도 장기적인 시계를 가지고 이루어져야 한다. <표 III-13>은 OECD 국가의 사적연금의 자산 포트폴리오를 보여주고 있다. 대부분의 국가들의 포트폴리오는 주식과 채권으로 이루어져 있는데, 프랑스, 한국, 이탈리아, 노르웨이, 스위스 등은 주식보다 채권의 비중이 높았다. 특히, 한국은 채권 비중이 전체의 79%로 압도적인 비중을 차지하고 있다. 반면 미국, 영국, 네덜란드, 캐나다 등은 채권보다 주식의 비중이 높았다. 안전성보다는 수익성을 고려하는 포트폴리오이다. 이들 국가들은 대체로 사적연금이 발달한 국가들로서 DC형 퇴직연금 제도가 발달한 경우이다. 프랑스는 주식 비중은 높지 않았지만, 뮤추얼펀드의 비중은 영국, 스위스 등과 함께 높은 것으로 나타났다. 프랑스는 유럽에서 룩셈부르크

다음으로 뮤추얼펀드 시장이 발전한 국가인데, 미국과 마찬가지로 사적연금의 발달이 뮤추얼펀드 시장의 성장에 크게 기여하고 있는 것이다. 이외에도 룩셈부르크는 사적연금이 PEF에 대규모로 투자하고 있는 것을 알 수 있으며, 이탈리아는 보험상품이 전체 자산의 24%를 차지하였다.

<표 III-13> OECD의 사적연금 포트폴리오 구성(2005년)

(단위: %)

| | 예금 | 채권 | 대출 | 주식 | 부동산 | 뮤추얼펀드 | 보험 | PEF | 기타 |
|-------|-----|------|------|------|-----|-------|------|------|-----|
| 캐나다 | 4.3 | 22.5 | 0.8 | 36.5 | 1.3 | - | - | - | 3.2 |
| 프랑스 | 1.6 | 63.4 | 1.2 | 5.3 | 3.1 | 25.8 | - | - | 0.3 |
| 독일 | 3.3 | 30.7 | 27.3 | 34.5 | 3.4 | - | - | 0.6 | 0.2 |
| 이탈리아 | 4.7 | 36.5 | - | 9.9 | 7.8 | 11.3 | 23.9 | - | 5.9 |
| 한국 | 8.0 | 78.9 | 10.9 | 0.7 | - | 0.1 | - | - | 1.3 |
| 룩셈부르크 | 6.8 | 33.2 | - | 10.6 | - | - | - | 45.8 | 3.6 |
| 네덜란드 | 2.5 | 38.3 | 3.4 | 49.8 | 3.7 | - | - | - | 2.3 |
| 노르웨이 | 4.9 | 55.4 | 1.9 | 28.9 | 4.6 | - | - | - | 4.3 |
| 스위스 | 7.9 | 25.6 | 6.3 | 16.9 | 9.6 | 30.2 | - | 3.0 | 0.6 |
| 영국 | 2.2 | 20.2 | 0.5 | 40.1 | 3.8 | 18.0 | 8.5 | - | 6.6 |
| 미국 | 4.8 | 14.7 | 0.7 | 41.3 | 0.7 | 23.5 | 5.2 | - | 9.1 |

주: 총자산 대비 비중

한국은 중업원퇴직보험신탁 포함

자료: OECD(2007), Global Pension Statistics

공적연금의 포트폴리오도 사적연금과 큰 차이를 보이지 않고 있다. 공적연금의 규모가 큰 일본과 한국의 경우 매우 보수적으로 포트폴리오를 구성하여, 채권 혹은 대출 비중이 각각 62.7%, 89.3%를 차지하고 있다. 한국에서 공적연금의 주식투자에 대한 규제가 대대적으로 완화된

것은 2005년부터인데, 한국 국민연금의 주식투자 비중은 8.9%로 표본 국가들 중에서 가장 낮은 비중을 나타내고 있다. 반면 프랑스, 아일랜드, 뉴질랜드, 스웨덴 등 비교적 역사가 짧은 공적연금의 경우 처음부터 주식 등 위험자산 비중을 채권보다 높게 유지하고 있다. 아일랜드의 공적연금의 경우 주식투자 비중이 77%에 달하고 부동산을 포함한 대체자산과 같은 위험자산에도 투자하고 있다. 반면 공적연금 중에서 적립규모가 가장 큰 미국의 Social Security Trust Fund는 자산을 모두 미국 재무성이 발행한 비유통 채권에 투자하고 있는 것으로 나타났다. 공적연금에 관한 한 미국 정부의 투자성향은 다른 국가보다 더욱 보수적이라는 사실을 확인할 수 있다.

<표 III-14> 주요국 공적연금의 포트폴리오(2006년)

(단위: %)

| 국가 | 설립년도 | 주식 | 채권 | 현금 | 부동산 | 대체투자 |
|------|------|------|------|------|-----|------|
| 캐나다 | 1962 | 58.5 | 31.8 | 0.6 | 4.6 | 4.5 |
| 프랑스 | 1999 | 62.1 | 26.4 | 11.5 | - | - |
| 아일랜드 | 2001 | 77.1 | 13.3 | 4.7 | 3.0 | 0.6 |
| 일본 | 1959 | 37.3 | 62.7 | 0.0 | - | - |
| 한국 | 1988 | 8.9 | 89.3 | 0.4 | - | 1.2 |
| 뉴질랜드 | 2001 | 60.0 | 20.1 | - | 7.2 | 12.7 |
| 노르웨이 | 1990 | 40.7 | 59.3 | - | - | - |
| 스웨덴 | 2000 | 59.5 | 36.7 | 0.8 | - | - |

자료: Yermo(2008)

라. 주요 플레이어

<표 III-15>은 글로벌 10대 사적연기금을 열거한 것이다. 전 세계적으로 가장 큰 연기금은 CalPERS로서 총자산이 2,546억 달러이다. DB형 연금의 자산이 2,536억 달러, DC형 연금의 자산은 11억 달러로 CalPERS는 주로 DB형 연금으로 운영되고 있다. 세계 2위 연기금은 Federal Retirement Thrift로 총자산이 2,233억 달러이며 모두 DC형 연금자산이다. 글로벌 10대 사적연기금 중에서 유일하게 DC형 연금만으로 운영되는 연기금이다. 공무원연기금을 제외한 민간기업의 퇴직연금 중에서 가장 큰 연기금은 GM이다. 1,338억 달러의 자산이 적립되어 있으며, DB형 연금이 1,102억 달러, DC형 연금이 236억 달러로 DB형 연금이 주를 이루고 있다. AT&T도 1,175억 달러의 적립자산 중에서 760억 달러가 DB형 연금이다. 이렇게 볼 때, 전 세계적으로 연금수지 악화와 함께 DC형 연금의 비중이 늘어나고 있으나, 대형 연기금들은 여전히 DB형 연금을 유지한 채, DC형 연금은 부분적으로만 도입하고 있는 것으로 나타났다.

<표 III-15> 글로벌 대형 연기금(2007년)

(단위: 백만 달러, %)

| 순위 | 연기금 | 자산 전체 | DB 전체 | DC 전체 |
|----|-----------------------------|---------|---------|---------|
| 1 | California Public Employees | 254,627 | 253,551 | 1,076 |
| 2 | Federal Retirement Thrift | 223,338 | | 223,338 |
| 3 | California State Teachers | 176,270 | 176,098 | 172 |
| 4 | New York State Common | 164,363 | 164,363 | |
| 5 | Florida State Board | 142,519 | 138,439 | 4,080 |
| 6 | General Motors | 133,835 | 110,237 | 23,598 |
| 7 | New York City Retirement | 127,945 | 112,132 | 15,813 |
| 8 | AT&T | 117,537 | 75,973 | 41,564 |
| 9 | Texas Teachers | 114,878 | 114,878 | |
| 10 | New York State Teachers | 106,042 | 106,042 | |

자료: Pensions&Investments

<표 III-16>는 DC형 연기금을 운용하는 글로벌 10대 자산운용회사를 나타내고 있다. 여기서 가장 큰 특징은 글로벌 뮤추얼펀드 스폰서들이 DC형 연금 운용시장에서도 두각을 나타내고 있다는 것이다. Fidelity Investments, Capital Group, Vanguard Group, State Street Global, T. Rowe Price 등 10대 DC형 연금 운용자 중에서 5곳이 뮤추얼펀드 스폰서들이다.

글로벌 2위 DC형 연금 운용회사인 Teachers Insurance and Annuity Association - College Retirement Equities Fund(이하 TIAA-CREF)는 90년 전통을 가진 미국의 대형 연기금 중 하나로 1918년 Andrew Carnegie가 교사들의 노후대책을 위해 설립한 교사보험과 연금협회인 TIAA에서 출발하여 1952년에 설립된 대학퇴직연금기금인 CREF와 연합하여 지금의 TIAA-CREF가 되었다. 2007년 말 현재 약 4,000억 달러의 기금을 운영하고 있으며, 주로 403(b) 형태²⁶⁾로 운용하고 있다. T. Rowe Price는 전문 투자회사로 개인대상 뮤추얼펀드 서비스를 주로 하는 미국 자산운용회사이다.

<표 III-16> 글로벌 DC형 연금 운용자(2007년)

(단위: 백만 달러)

| 순위 | DC형 연금 운용자 | 총 DC 자산 | 401(k) 자산 |
|----|----------------------|---------|-----------|
| 1 | Fidelity Investments | 502,943 | 396,871 |
| 2 | TIAA-CREF | 370,852 | - |
| 3 | Capital Research | 284,878 | 105,895 |
| 4 | Vanguard Group | 281,593 | 163,726 |
| 5 | State Street Global | 207,015 | 172,221 |
| 6 | Barclays Global | 188,006 | 22,562 |
| 7 | T. Rowe Price | 107,166 | 70,676 |
| 8 | Prudential Financial | 97,356 | 45,337 |
| 9 | ING | 87,368 | 20,852 |
| 10 | AIG Investments | 76,296 | - |

자료: Pension&Investments

26) 403(b) 퇴직연금계정은 공립학교 직원을 대상으로 한 DC형 연금이다.

4. 보험자산

가. 특성

보험회사는 2006년 현재 17.4조 달러의 AUM을 보유하여 전 세계 자산운용시장의 28%를 차지하고 있다. 보험회사의 고유업무는 보험계약을 인수하는 것이지만, 자산운용시장에서 기관투자자로서도 중요한 역할을 한다. 보험계약이 장기계약이므로 먼 미래의 장기부채를 상환하기 위해서는 보험계약이 인수업무 만큼이나 보험자산의 장기적인 운용이 중요하다. 특히, 영국과 같이 보험산업이 일찍부터 발달한 국가에서는 보험이 2006년 현재 전체 기관투자자 자산운용시장의 48%를 차지할 만큼 보험자산의 중요성이 크다.

보험회사의 기관투자자로서 역할은 장기보험업자와 단기보험업자에 있어 차이가 난다. 기관투자자로서의 역할은 장기보험업자와 밀접한 관련이 있다. 장기보험은 보통 생명보험을 지칭하며, 단기보험은 상해보험, 화재보험, 자동차보험 등과 같은 일반보험을 지칭하며 영국의 Lloyd가 대표적이다.

전 세계적으로 보험계약을 생명보험과 비생명보험으로 분류하면 2006년 기준 17.4조 달러의 4/5가 생명보험자산이고 나머지 1/5이 비생명보험자산이다. 생명보험업자는 연기금과 마찬가지로 장기적인 보험부채를 보유하고 있기 때문에 투자기간이 장기이다. 아래 <표 III-17>은 미국 생명보험회사의 자산구성을 나타낸 것이다. 2007년 현재 보험자산은 약 5조 달러에 이르는데, 이 중 채권이 58.3%, 주식은 30.5%를 차지하고 있다. 주식시장의 활황을 반영하여 2000년대 들어 주식 비중이 늘어나는 대신 채권 비중이 줄어들었다. 간접투자는 3.2%로 높지 않았다. 전문투자자에 의해 직접투자가 가능한데 굳이 뮤추얼펀드에 투자할 이유가 없는 것이다.

<표 III-17> 미국 생명보험 자산의 포트폴리오

| | | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 총자산 (십억 달러) | | 4,130 | 4,351 | 4,685 | 4,984 |
| 비 | 예금 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.1 |
| | MMF | 2.9 | 2.6 | 3.5 | 4.5 |
| | 채권 | 64.4 | 63.6 | 59.9 | 58.3 |
| 중 (%) | 주식 | 25.5 | 26.7 | 29.1 | 30.5 |
| | 뮤추얼펀드 | 2.8 | 2.5 | 3.2 | 3.2 |
| | 기타 | 3.1 | 3.5 | 3.1 | 2.3 |

자료: FRB

나. 주요 플레이어

먼저 <표 III-18>은 수입보험료 기준으로 글로벌 상위 10대 보험회사를 나타낸 것이다. 네덜란드의 ING가 수입보험료 1,580억 달러로 세계에서 가장 큰 규모를 자랑하고 있다. ING는 생명보험 중심의 보험그룹이며 banking, 자산관리서비스 등에도 진출하고 있다. 프랑스의 생명보험그룹인 AXA는 수입보험료 기준으로 두 번째로 큰 규모를 자랑하고 있다. 세 번째는 미국에서 가장 큰 보험회사는 손해보험그룹인 American International Group(이하 AIG)으로 수입보험료가 1,132억 달러이다. 글로벌 6위에 랭크된 Berkshire Hathaway도 미국의 손해보험회사이다. 이렇게 보면 미국의 경우 생명보험보다 손해보험회사들이 보험시장을 지배하고 있는 것이 특징이다. 실제로 미국은 수입보험료 기준으로 생명보험산업이 손해보험산업보다 더 큰 유럽과 달리, 손해보험산업이 생명보험산업보다 더 크다. 글로벌 10위 보험회사인 미국의 State Farm Insurance Cos.도 손해보험회사이다. 영국에서 가장 큰 보험회사는 생명

보험회사인 Aviva인데, 수입보험료 835억 달러로 글로벌 7위에 랭크되어 있으며, 또한 영국의 Prudential 생명보험회사도 글로벌 8위에 랭크되어 있다.

<표 III-18> 글로벌 상위 10대 보험회사(2007년)

| 순위 | 회사명 | 수입보험료 (백만 달러) | 국가 | 주력부문 |
|----|---------------------------|------------------|------|------|
| 1 | ING | 158,274 | 네덜란드 | 생명보험 |
| 2 | AXA | 139,738 | 프랑스 | 생명보험 |
| 3 | Allianz | 125,346 | 독일 | 손해보험 |
| 4 | AIG | 113,194 | 미국 | 손해보험 |
| 5 | Assicurazioni Generali | 101,811 | 이탈리아 | 생명보험 |
| 6 | Birkshire Hathaway | 98,539 | 미국 | 손해보험 |
| 7 | Aviva | 83,487 | 영국 | 생명보험 |
| 8 | Prudential | 66,134 | 영국 | 생명보험 |
| 9 | Zurich Financial Services | 65,000 | 스위스 | 손해보험 |
| 10 | State Farm Insurance Cos. | 60,528 | 미국 | 손해보험 |

자료: Fortune, Insurance Information Institute

한편 보험회사들은 자체 보험자산을 운용하기 위하여 전속 자산운용 사업부문이나 자회사를 두는 것이 일반적이다. <표 III-19>는 보험계 대형 자산운용회사를 열거한 것이다. 프랑스 AXA그룹의 자산운용회사가 보험계 자산운용회사 중에서는 가장 규모가 컸다. AUM이 1.7조 달러에 달하며 전체 자산운용회사로 보면 랭킹 4위를 기록하고 있다. 그 외 Allianz, ING, AIG, Aviva 등이 랭크되어 있다. 미국의 Prudential Financial 보험회사와 영국의 Prudential도 포함되어 있다. 또한 역사가 오래된 이탈리아의 Generali Group, 네덜란드의 Aegon 등도 대형 자산

운용회사를 보유하고 있다. 그런데 글로벌 보험계 자산운용회사들은 모 회사가 대부분 생명보험회사라는 점에 주목할 필요가 있다. 보험자산의 장기운용이 중요한 생명보험회사들을 중심으로 자산운용시장에 활발하게 진출하고 있다.

<표 III-19> 글로벌 보험계 자산운용회사(2006년)

| 순위(보험) | 순위(전체) | 회사명 | 국가 | AUM (백만 달러) |
|--------|--------|----------------------|------|----------------|
| 1 | 4 | AXA | 프랑스 | 1,740,000 |
| 2 | 5 | Allianz | 독일 | 1,707,665 |
| 3 | 16 | ING | 네덜란드 | 792,162 |
| 4 | 18 | AIG | 미국 | 730,921 |
| 5 | 20 | Aviva | 영국 | 700,789 |
| 6 | 23 | Prudential Financial | 미국 | 616,047 |
| 7 | 31 | MetLife | 미국 | 527,700 |
| 8 | 32 | Generali Group | 이탈리아 | 523,726 |
| 9 | 33 | Aegon | 네덜란드 | 477,611 |
| 10 | 34 | Prudential | 영국 | 477,000 |

주: 전체 순위는 전체 글로벌 자산운용회사간의 순위
 자료: Insurance Information Institute

5. 대체투자

전통적인 자산클래스(주식, 채권)가 아닌 새로운 투자대상에 투자하거나 전통적인 투자대상에 대해 새로운 투자전략을 활용하는 일련의 투자행위를 대체투자라고 하는데, 헤지펀드, PEF, 부동산투자, 1차상품 투자 등이 여기에 해당된다. <표 III-20>은 대체투자와 전통적인 투자의 차이를 나타낸 것이다. 두 가지 방식의 투자는 우선 투자목표부터 다르다. 전통적인 투자는 특정한 목표수익률을 벤치마크수익률 등을 통해 설정

하고, 실제 수익률이 목표수익률에 부합하는가를 평가한다. 그러나 대체투자의 경우 절대수익률을 추구하는 것이 일반적이다. 이러한 이유로 투자전략에 따른 위험은 전통적인 투자는 벤치마크수익률을 하회하는 위험이 되며, 대체투자는 수익률이 마이너스가 되는 위험으로 달라진다. 또한 대체투자는 기존 자산과의 상관관계가 낮은 것으로 알려져 기관투자자들이 포트폴리오를 구성할 때 별도의 자산클래스로 인식하고 있다. 그리고 전통적인 투자의 경우 매니저의 능력은 시장의 방향성을 판단하는 능력에 전적으로 의존하지만, 대체투자의 경우 시장의 방향성보다는 차익거래 능력, M&A, 부실채권 등의 운용능력이 중요하다. 매니저의 수익원에서도 차이가 나는데, 전통적인 투자의 경우 전체 AUM에 대해 일정한 고정 수수료를 부과하기 때문에 운용성과와 수수료 수입간의 관계가 대체투자에 비해 간접적이다. 대체투자의 경우 전통적인 투자에 비해 수수료율이 높을 뿐만 아니라 성과수수료의 비중이 크다. 실제, 헤지펀드 매니저들은 2/20 규정에 따라 기본수수료를 AUM 대비 2%, 성과수수료를 이익에 대해 20% 받는 것이 일반적이다.

<표 III-20> 전통투자와 대체투자 차이

| 구분 | 전통투자 | 대체투자 |
|------------|------------|------------|
| 목표 | 상대수익률 | 절대수익률 |
| 매니저 핵심 능력 | 시장 방향성 판단 | 매니저 투자 능력 |
| 기존 자산과 상관성 | 매우 높음 | 대체로 낮음 |
| 매니저 수익기준 | AUM | 성과(profit) |
| 위험 | 벤치마크수익률 하회 | 마이너스 수익률 |

한편 대체투자 시장간에는 투자목적과 투자전략에 이르기까지 상당한 차이가 있다. <표 III-21>는 대표적인 대체투자에 속하는 헤지펀드와 PEF

를 비교한 것이다. 헤지펀드와 PEF는 일반투자자가 아닌 기관투자자나 HNWI를 대상으로 투자자금을 모집한다는 점에서는 공통적이다. 그러나 펀드형태를 보면 PEF는 폐쇄형 펀드이기 때문에 신규투자자가 중간에 들어가는 것이 불가능할 뿐만 아니라 기존 투자자들은 긴 투자기간동안 투자수익을 실현할 수가 없어 유동성이 매우 낮다. 반면 헤지펀드는 환매제한기간 이후에는 언제든지 환매가 가능한 개방형 펀드로 운영되고 있으며, 폐쇄형 펀드로 운영되는 헤지펀드의 경우에도 ECN 등의 유통시장(secondary market)을 통해 투자자금을 회수할 수가 있다. 헤지펀드의 유통시장은 2000년 들어 온라인 등 대안적인 거래플랫폼의 등장과 함께 형성되기 시작하였는데, 대표적인 플랫폼이 Hedge Fund Exchange이다. 2000년에 설립된 헤지펀드를 거래하는 ECN으로 가입과 환매에 제한이 있는 폐쇄형 헤지펀드들이 거래되는 곳이며 버뮤다증권거래소(Bermuda Stock Exchange: BSX)와 전략적인 파트너십 관계에 있다(Stefanini, 2006). 출자는 PEF의 경우 출자약정액을 정하고, 실제 투자가 이루어져 투자요청이 있을 때 약정금액을 투자하는데 반해, 헤지펀드는 헤지펀드 가입시에 전액을 출자한다. 투자기간도 PEF의 경우 투자대상 발굴, 투자 집행 및 회수까지 약 10~15년이 걸리는 장기투자이나 헤지펀드는 투자기간에 제한이 없는 것이 일반적이다. 그리고 보수체계는 운용보수의 경우 PEF는 출자약정액에 대해 일정 수수료를 부과하는 것이 원칙이나 헤지펀드는 순자산가치를 기준으로 수수료를 부과한다. 성과보수의 경우 PEF는 실현된 수익에 대해서만 성과수수료를 부과하기 때문에 최종 청산시점에서는 손실로 인해 이미 받은 수수료를 반환하는 경우도 있으나, 헤지펀드의 경우 실현수익과 미실현 평가이익에 대해서도 성과수수료를 지급받기 때문에 반환규정이 존재하지 않는다.

<표 III-21> PEF와 헤지펀드 비교

| | PEF | 헤지펀드 |
|------|---------------|-------------|
| 모집방식 | 기관투자자, HNWI | 기관투자자, HNWI |
| 펀드형태 | 폐쇄형 | 개방형, 폐쇄형 |
| 유동성 | 낮음 | 비교적 높음 |
| 출자이행 | 투자약정 후 요청시 출자 | 가입시 전액 출자 |
| 투자기간 | 장기(10년 정도) | 계약없음 |
| 운용보수 | 출자약정 기준 | 순자산가치 기준 |
| 성과보수 | 실현수익 기준, 반환규정 | 미실현수익 포함 |

한편 투자전략면에서도 PEF와 헤지펀드는 상당한 차이가 있다. PEF는 기본적으로 장기투자이기 때문에 기업의 수익성 등 재무적 요인뿐만 아니라 경영능력, 지배구조 등 비재무적인 요소들에 대한 지속적인 모니터링과 판단능력을 PEF 매니저들이 보유하고 있어야 한다. PEF는 창업 기업의 primary equity 투자, 전환사채(convertible bond: CB), 신주인수권부채권(bond with warrant: BW)등에 대한 메자닌투자(mezzanine debt investment), 바이아웃(buyout), 부실채권 및 구조조정기업에 대한 투자 등으로 분류할 수 있다.

이에 반해 헤지펀드는 투자자들의 유동성도 충족시켜주고, 투자성과가 반영되는 순자산가치 기준으로 보수를 지급받기 때문에 매니저들은 단기적으로 성과를 얻을 수 있는 투자대상에 투자하는 경향이 있다. 이를 위해 헤지펀드들은 다양한 전략을 구사한다. 상대가치전략은 채권, 주식 등에 대한 차익거래전략이다. 채권 차익거래전략은 채권간 상대가치 차이를 이용한 전략이며, 전환사채 차익거래전략은 기초자산의 주가와 전환사채간의 가격불일치를 이용한 전략이다. 그리고 시장중립전략(market neutral strategy)은 동일 주식에 대한 동일 규모의 롭/숏을

통해 시장 방향성과 관련 없이 일정한 수익을 얻는 전략이다. 이벤트 드리븐 전략(event driven strategy)은 특정한 이벤트로부터 차익을 얻는 전략으로 M&A 전략의 경우 피인수기업 주식을 롱하고 인수기업 주식을 숏하는 전략이며, 부실채권 전략은 유동성이 없는 부실채권에 대한 유동성 공급자로 참여하여 향후 기업회생 등에 적극적으로 참여하는 전략이다. 이런 전략은 차익거래 전략과 방향성 투자 전략(directional strategy)을 적절하게 절충하는 경우가 많다. 방향성 투자 전략은 헤지펀드들이 가장 즐겨 사용하는 롱/숏 전략, 글로벌 매크로 전략 등을 포함한다. 롱/숏 전략은 동일 주식에 동일 규모의 롱/숏을 취함으로써 둘의 성과차이, 배당금차이, 현금이자 등으로부터 차익을 안정적으로 취하는 동시에 경우에 따라서는 시장방향성에 적극적으로 대응하여 롱 우위(long-biased), 숏 우위(short-biased) 전략을 통해 이익을 추구하는 전략이다. 글로벌 매크로 전략은 금리, 환율, 인플레이션 등의 거시요인을 예측하여 방향성 투자를 하는 전략이다. 선물투자 전략(managed futures)은 상품 및 통화선물에 투자하는 전략이다. 헤지펀드의 다양한 전략들 중에서 롱/숏 전략, 글로벌 매크로 전략, 선물투자 전략은 시장위험에 노출되는 정도가 큰 전략이며 투자대상에 대한 차익거래를 목적으로 하는 상대가치 투자들은 시장위험에 직접 노출되는 정도가 크지 않은 전략들이다.

한편 대체투자는 소수의 전문매니저들에 의해 실행되지만, 투자자금은 대부분 기관투자자와 HNWI들로부터 모집된다는 것을 앞서 언급하였다. 그렇다면, 기관투자자들과 HNWI들은 자신의 투자가능자산 중에서 대체투자자산에 어느 정도를 투자할 것인가? 대체투자에 대한 익스포저를 어느 정도로 유지하는 것이 적정인가 하는 것은 기관투자자나 HNWI들에게 매우 현실적이고 직접적인 전략적 자산배분 문제이다.²⁷⁾ 여기서는 두 가지 자료를 통해 살펴보기로 한다. 먼저 기관투자자들이

27) HNWI의 경우 앞 절에서 살펴보았으므로 여기는 기관투자자의 대체투자 비중에 대해 살펴본다.

PEF에 어느 정도 투자하는가에 대해 <표 III-22>은 나타내고 있다. 지역별로 조금씩 차이가 나는데, 미국은 2000년대 들어 기관투자자의 평균 AUM 대비 7% 정도를 PEF에 투자하는 것으로 조사되었다. 유럽의 경우 2007년 기준 평균 AUM의 6%를 투자하고 있다. 이는 2001년 3.5%에서 크게 증가한 수준이다. 그리고 일본의 경우 2005년에 4%를 투자하고 있었으나, 이는 2001년의 1.8%에 비해 크게 늘어난 것이다. 결국, 미국의 기관투자자들의 PEF에 대한 익스포저가 유럽이나 일본의 기관투자자들에 비해 높게 나타났다.

<표 III-22> 기관투자자의 PEF 익스포저(평균 자산 대비)

(단위: %)

| | 북미 | 유럽 | 일본 |
|------|-----|------|------|
| 2001 | 7.2 | 3.5 | 1.8 |
| 2003 | 7.2 | 4 | 2.15 |
| 2005 | 7 | 4.2 | 4.2 |
| 2007 | 7.4 | 6.05 | - |

자료: Russell Investment Group, IFSL에서 재인용

<표 III-23>은 대체투자를 많이 하는 연기금들이 PEF를 포함한 전체 대체투자에 AUM의 얼마만큼을 투자하는지를 나타내고 있다. 대체투자 금액 상위 10대 연기금들은 평균적으로 전체 AUM의 15.8%를 대체투자상품에 투자하고 있었다. 그 중에서 헤지펀드에는 5%, PEF에 6%를 투자하고 있었으며, REIT 등 부동산에도 6%를 투자하고 있었다. 벤처캐피탈에는 1%를 투자하고 있었다. 연기금 중에서 대체투자 비중이 가장 높은 연기금은 Pensilvania State Employee였는데, 대체투자 비중이 36%에 달하였다. 그 중에서 헤지펀드 비중이 19%로 다른 연금에 비해

압도적으로 높았다. CalPERS는 대체투자 비중이 12%로 상위 10대 연기금의 평균 수준에 미치지 못하였다. 특히, 헤지펀드 비중은 1%에도 미치지 못하여 소극적인 것으로 나타났다. PEF에 대한 투자 비중이 가장 높은 연기금은 Washington State Board로 전체 AUM의 11%를 투자하고 있었다. 대체투자자산들은 기존 자산과 상관성이 약한 것으로 평가되는 만큼 기관투자자들은 포트폴리오 위험분산 차원에서 적극적으로 대체투자상품에 투자하고 있다는 것을 확인할 수 있다.

<표 III-23> 기관투자자의 대체투자 익스포저(2005년 9월)

| 순위 | 펀드 | 총자산 대비 비중 | | | | |
|----|-----------------------------|-----------|-------------|------|--------|-------|
| | | 대체 투자 | (펀드오브) 헤지펀드 | 부동산 | 벤처 캐피탈 | PEF |
| 1 | California Public Employees | 12.4% | 0.5% | 7.1% | 1.0% | 3.8% |
| 2 | California State Teachers | 9.2% | - | 4.6% | 1.1% | 3.5% |
| 3 | New York State Common | 8.2% | - | 2.7% | 0.7% | 4.8% |
| 4 | General Moters | 10.8% | 1.9% | 5.7% | 1.0% | 2.1% |
| 5 | Washington State Board | 22.6% | - | 9.4% | 2.1% | 11.1% |
| 6 | Pa. State Employees | 36.4% | 19.3% | 6.8% | 3.0% | 7.3% |
| 7 | Michigan Retirement | 17.9% | 0.8% | 6.9% | 2.1% | 8.1% |
| 8 | Florida State Board | 7.3% | - | 3.9% | 0.1% | 3.3% |
| 9 | General Electric | 16.0% | 3.3% | 6.6% | 0.0% | 6.1% |
| 10 | Verizon | 17.5% | 3.8% | 3.9% | 2.9% | 7.0% |
| 평균 | | 15.8% | 4.9% | 5.8% | 1.4% | 5.7% |

자료: Pensions&Investment

<표 III-24>는 글로벌 헤지펀드 매니저를 나타내고 있다. 2007년 말 현재 가장 큰 헤지펀드 매니저는 Man Investments이다. Man Investments는 영국의 독립계 헤지펀드 매니저인데, 총 AUM은 717억 달러이다. 이 중에서 직접투자는 246억 달러, 펀드오브헤지펀드(fund of hedge fund: FoHF)에 471억 달러를 투자하고 있다. Man Investments는 대체투자과 브로커리지 서비스를 하는 영국의 The Man Group의 투자부문 자회사이며 헤지펀드 투자가 핵심 사업부문이다.

글로벌 2위의 헤지펀드 매니저는 UBS로 692억 달러의 자산을 운용하고 있다. 글로벌 15대 헤지펀드 매니저들 중에서 독립계 헤지펀드 매니저는 Man Investments, Legg Mason Inc., BlackRock Inc., Bridgewater Associates Inc., Blackstone Alternative Asset Management LP, Renaissance Technologies LLC, GAM USA 등 7곳에 이른다.²⁸⁾ 글로벌 헤지펀드 시장이 주로 독립계 헤지펀드 매니저에 의해 지배되고 있다고 할 수 있다. 그리고 나머지 헤지펀드 매니저는 은행그룹이나 투자은행그룹의 사업부 혹은 자회사 형태로 존재하고 있다. 보험계 헤지펀드 매니저는 없는 것으로 나타났다.

한편 글로벌 상위 헤지펀드 매니저들은 직접투자보다 FoHF을 통한 간접투자를 더 많이 하는 것으로 나타났다. 간접투자보다 직접투자를 많이 하는 헤지펀드 매니저로는 BNY Mellon Asset Management, JP Morgan, Goldman Sachs, Bridgewater Associates Inc., BGI NA, Renaissance Technologies LLC 등이다. 일부 독립계 자산운용회사와 투자은행계 자산운용회사들이 직접투자를 많이 하는 것으로 이해할 수 있다. 특히, Bridgewater Associates Inc., BGI NA, Renaissance Technologies LLC는 간접투자는 전혀 하지 않고 직접투자만을 하는 것으로 나타났다. 반대로 Blackstone Alternative

28) BlackRock Inc.는 PNC Financial Service Group에 피인수되었지만, 완전 자회사가 아니고, 독립적인 운영을 하고 있기 때문에 독립계로 분류하였다.

Asset Management LP는 직접투자는 하지 않고 간접투자만 하는 것으로 나타났다.

<표 III-24> 헤지펀드 매니저 (2007년)

(단위: 백만 달러)

| 순위 | 매니저 | AUM | 직접투자 | FoF |
|----|--|--------|--------|--------|
| 1 | Man Investments | 71,700 | 24,600 | 47,100 |
| 2 | UBS Global Asset Management | 69,194 | 8,632 | 60,562 |
| 3 | Union Bancaire Privee | 53,000 | - | 53,000 |
| 4 | Goldman Sachs Group Inc. | 51,978 | 29,200 | 22,778 |
| 5 | BNY Mellon Asset Management | 44,127 | 26,434 | 17,693 |
| 6 | JPMorgan Asset Management | 38,888 | 27,920 | 10,968 |
| 7 | Legg Mason Inc. | 37,524 | 2,465 | 35,059 |
| 8 | BlackRock Inc. | 36,746 | 6,300 | 30,446 |
| 9 | Bridgewater Associates Inc. | 36,000 | 36,000 | - |
| 10 | GAM USA Inc. | 31,354 | 5,294 | 26,060 |
| 11 | Blackstone Alternative Asset Management LP | 27,700 | - | 27,700 |
| 12 | Credit Suisse Asset Management LLC | 26,800 | - | 26,800 |
| 13 | BGI NA | 26,228 | 26,228 | - |
| 14 | Morgan Stanley | 25,914 | 9,377 | 16,537 |
| 15 | Renaissance Technologies LLC | 24,894 | 24,894 | - |

자료: Pensions&Investment

한편 <표 III-25>는 글로벌 PEF 매니저의 랭킹을 투자금액 기준으로 나타내고 있다. 2007년 말 현재 PEF 최대 모집액을 기록한 매니저는 약 325억 달러에 달하는 모집액을 기록한 Carlyle Group이다. Carlyle Group은 세계적인 PEF 운용사로 총 4가지 펀드패밀리(leveraged buyouts,

venture & growth capital, real estate, leveraged finance investments)를 운용한다. 이어 2위에 랭크된 매니저는 뉴욕에 기반을 둔 Kohlebeg Kravis Roberts(KKR)로 KKR은 1976년에 설립되었으며 주로 후순위 레버리지 바이아웃(late-stage leveraged buyouts)에 주력한다. 3위의 Goldman Sachs Princ. Investm. Area는 Goldman Sachs의 Trading & Principal Investments 사업부에 속해있다. 주로 벤처그룹에 투자하는 사모벤처(private equity ventures) 외에도 부동산투자도 수행한다. Blackstone Group은 1985년에 설립된 PEF 운용사로 PE투자와 함께 채무설계 및 투자운용서비스 등을 제공한다. 2007년에 기업공개가 이루어졌다. Texas Pacific Group(TPG)은 1992년에 설립된 PEF 운용사로 PE투자 외에도 벤처캐피탈, 주식, 채권 등에 투자하기도 한다. Permira는 영국 기반의 투자회사로 19개의 Permira Funds의 자문으로서의 역할을 수행한다. Apax Partners는 영국 기반의 PEF 운용사이다. 통신, IT, 소매 및 소비재, 미디어, 의료, 금융서비스 관련 회사에 집중 투자한다. Bain Capital은 1984년에 설립된 보스턴에 기반을 둔 사모투자회사(private equity firm)이다. PE투자는 물론 주식 롱/숏, 신용상품, 글로벌 매크로 헤지펀드(global macro hedge funds) 등을 운용한다. Providence Equity Partners는 로드아일랜드에 본사를 둔 사모투자회사이다. 미디어와 통신분야에 집중 투자한다. CVC Capital Partners는 1981년에 설립된 사모투자회사이다. 매니지먼트 바이아웃(management buyout)에 집중 투자한다.

<표 III-25> PEF 매니저(2007년)

(단위: 십억 달러)

| 순위 | 회사 | 지역 | 모집액 |
|----|------------------------------------|---------------|------|
| 1 | The Carlyle Group | Washington DC | 32.5 |
| 2 | Kohlebeg Kravis Roberts | New York | 31.1 |
| 3 | Goldman Sachs Princ. Investm. Area | New York | 31 |
| 4 | The Blackstone Group | New York | 28.4 |
| 5 | TPG | Fort Worth | 23.5 |
| 6 | Permira | London | 21.5 |
| 7 | Apax Partners | London | 18.9 |
| 8 | Bain Capital | Boston | 17.3 |
| 9 | Providence Euity Partners | Providence | 16.4 |
| 10 | CVC Capital partners | London | 15.7 |

자료: Private Equity International

6. 고액자산관리

고액자산관리는 HNWI를 대상으로 한 자산관리 서비스이다. 고액자산관리는 자산운용과 달리 고객의 자산과 부채, 다시 말해, 대차대조표 전체를 관리하는 포괄적인 서비스를 제공한다. 브로커지리, 예금, 보험, 대출, 투자, 자문 등의 서비스가 포함된다. 아울러 상속, 증여, 세금관리 등의 부가서비스도 제공한다.

그런데 고액자산관리에도 매니저와의 계약 내용에 따라 다양한 서비스 유형으로 분류가 가능하다. 우선, 보관 서비스에만 치중하는 단순집행형 서비스가 있다. 자산관리 매니저는 자산 및 부채관리와 관련한 의사결정은 하지 않으며 오직 고객을 위해 가장 효율적인 브로커지리 서비스에

초점을 맞춘다. 다음으로 자문형 서비스이다. 고객과 투자기회를 상의하고 자문하며 고객이 최종적으로 투자결정을 내린다. 고객의 사전 동의 없이는 자산관리 매니저가 투자와 관련된 사항을 결정하지 않는다. 이때 자산관리 매니저는 보관수수료와 거래량에 따른 커미션(commission-based commission)을 받게 된다. 마지막으로 일임형서비스(discretionary mandate)이다. 자산관리매니저는 투자에 관한 자문은 물론 세부적인 투자결정과 관련하여 고객의 사전 동의 없이 독립적으로 투자결정을 내릴 수 있다. 물론 선관주의의무에 충실한 투자결정이어야 한다. 물론 고객자산에 대한 전략적인 자산배분이나 전반적인 투자전략의 변경, 위험수용도의 조정 등은 고객의 동의 아래 이루어진다. 자산관리 매니저는 약속된 일정 보수(fee-based) 수수료를 얻게 되며, 대체로 단순집행형보다 두 배 정도의 수수료 수입을 얻게 된다.

자산관리서비스에서 가장 중요한 것은 고객군을 어떻게 세분화하는가이다. 고객군을 고객특성과 비즈니스역량에 맞게 세분화할 때, 고객 맞춤형 자산관리서비스가 가능해지며, 이를 통해 최상의 서비스와 최고의 부가가치를 생산할 수 있기 때문이다. 일반적으로 자산관리시장에서 고객군은 다음 네 가지로 분류하고 있다. 자산관리시장의 가장 저변에 있는 고객군은 부유층(mass affluent)이라고 하며 10만 달러 이상의 투자가능자산을 보유한 고객이다. 100만 달러 이상의 투자자산을 보유한 개인은 HNWI라고 한다. 그리고 500만 달러 이상의 투자자산을 가진 개인을 VHNWI(Very HNWI)라고 하며 3,000만 달러 이상의 투자자산을 보유한 개인은 UHNWI(Ultra HNWI)라고 한다. 일반적으로 통용되는 고액자산관리시장은 HNWI 이상의 부자들을 대상으로 한다.

HNWI의 지역별 분포는 2006년 전체 37.2조 달러 중 30%에 해당하는 11조 달러, 인구수로는 전체 950만명 중 36%에 해당하는 300만명이 북미 지역에 분포하고 있다. 그리고 HNWI 자산의 27%가 유럽에 분포하였으며 아시아에도 23%가 분포하고 있다. 지역별 HNWI 1인당 투자가능

자산규모는 북미지역과 유럽이 각각 350만 달러, 아시아 태평양 지역이 320만 달러 등이다. 그런데 남미지역과 중동아프리카의 경우 북미지역이나 아시아지역보다 HNWI 1인당 투자가능 자산의 규모가 북미와 아시아지역 HNWI보다 평균적으로 훨씬 큰 것으로 나타났다. 남미지역의 1인당 투자가능 자산규모가 1,280만 달러, 중동 및 아프리카지역이 580만 달러였다. 이는 이들 지역의 HNWI들이 소수의 HNWI에게 집중되어 있다는 것을 시사한다.

또한 MLCG에 따르면 37조 달러 중 13조 달러(약 30%)가 투자가능 자산이 3,000만 달러 이상인 UHNWI에 의해 집중되어 있다. 인구로는 9.5만 명으로, 전체 HNWI 9,500만 명의 1%에 의해 고액자산관리시장이 지배되고 있다.

<표 III-26> HNWI의 지역별 분포(2006년)

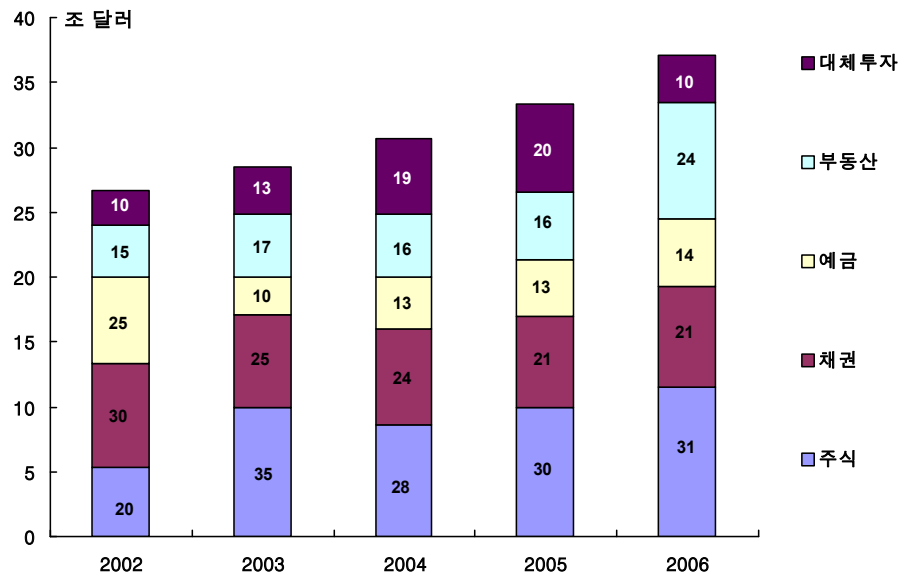
| | 총 자산 | | HNWI 수 | | 평균 자산 백만 달러 |
|--------|------|-------|--------|-------|----------------|
| | 조 달러 | 비중(%) | 백만 달러 | 비중(%) | |
| 북미 | 11.3 | 30 | 3.2 | 36 | 3.5 |
| 유럽 | 10.1 | 27 | 2.9 | 33 | 3.5 |
| 아시아태평양 | 8.4 | 23 | 2.6 | 30 | 3.2 |
| 남미 | 5.1 | 14 | 0.4 | 5 | 12.8 |
| 중동아프리카 | 2.3 | 6 | 0.4 | 5 | 5.8 |
| 총계 | 37.2 | 100 | 9.5 | 108 | 3.9 |

자료: MLCG(2007)

고액자산관리 대상 자산의 포트폴리오는 크게 주식, 채권, 예금, 부동산, 대체투자 등에 투자된다(<그림 III-5>). 2006년 현재 HNWI로부터의

투자금 37.2조 달러 중 31%가 주식에 투자되고 있으며, 21%가 채권, 14%가 예금, 24%가 부동산, 10%가 대체투자상품에 각각 투자되고 있다. 주식투자 비중은 2000년 들어 점차적으로 늘어나는 양상이며, 채권투자는 점차 비중이 줄어들고 있다. 대체투자는 2007년에 조금 줄어들긴 하였으나 평균적으로 13%~14% 수준을 유지하고 있다. 기존 자산과 상관관계가 적은 헤지펀드 등에 고액자산가들의 비중이 높다는 것과 일맥상 통하는 수치이다.

<그림 III-5> 고액자산관리의 자산분배



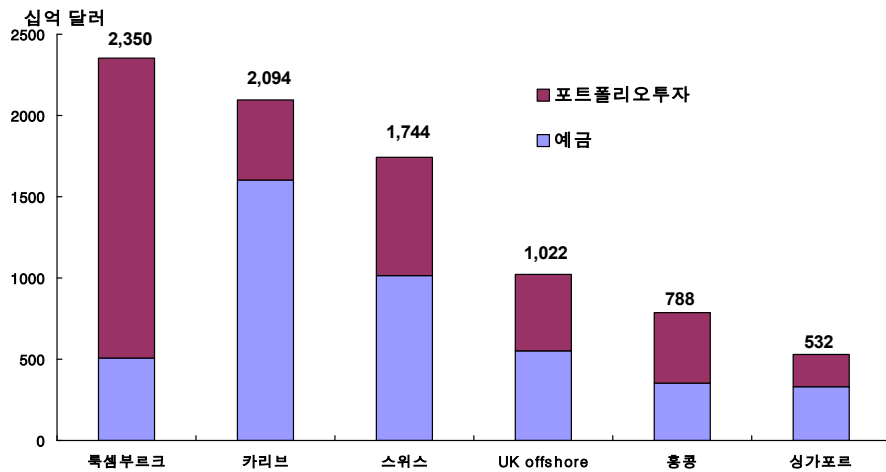
자료: MLCG(2007)

고액자산관리시장은 크게 역내센터와 역외센터로 구분된다. 고객이 금융비밀, 규제, 조세회피, 투자대상 부족 등으로 거주자가 자신의 거주 국가 이외의 지역에서 자산을 운용해 주기를 원하는 고객에게 자산관리

서비스를 하는 것을 역외자산운용(offshore asset management)이라고 하며, 그러한 비거주자의 고액자산이 많은 금융센터를 역외센터라고 한다 (Maude, 2006). 고액자산관리와 관련된 대표적인 역내센터들은 런던, 뉴욕, 싱가포르, 홍콩 금융센터 등이 있고, 역외센터로는 룩셈부르크, 카리브, 스위스 금융센터가 있다. 가장 큰 역외센터는 룩셈부르크 금융센터로 2005년 말 현재 2조 3,500억 달러의 프라이빗뱅킹 자산이 축적되어 있다. 뒤를 이어 카리브 금융센터에서 2조 940억 달러, 스위스 금융센터에서 1조 7,440억 달러가 각각 운용되고 있다(<그림 III-6>).

신흥시장의 경제발전으로 이들 지역에서 HNWI들이 급증함에 따라 고액자산관리시장에서도 역외시장이 크게 성장하고 있다. 중동, 아프리카, 아시아 국가들은 아직까지 자본시장의 미발달로 포트폴리오 투자 대상이 제한되어 있고, 까다로운 규제와 자산축적에 대한 부정적인 사회 인식, 높은 세율 등으로 인해 HNWI들이 역외자산관리 서비스를 선호하고 있다.

<그림 III-6> 역외금융센터(2005년)



자료: Bank for International Settlements , International Monetary Fund

전 세계적 주요 대형 고액자산관리 매니저들은 대부분 은행계 프라이빗뱅크 이다. 가장 큰 규모의 프라이빗뱅크는 UBS로 2006년 말 기준 고액자산관리 서비스 부분의 AUM은 1조 6,080억 달러이다. Citigroup이 1조 4,380억 달러, Merrill Lynch가 1조 2,090억 달러의 AUM을 각각 기록하고 있으며, Credit Suisse, JP Morgan이 뒤를 잇고 있다. 상위 5개사가 보유한 AUM은 전체 180개 프라이빗뱅크의 AUM 10.8조 달러의 약 50%를 차지한다. Merrill Lynch는 은행계 지주회사가 아닌 투자은행 지주회사로서 프라이빗뱅크 시장의 주요 플레이어라는 점이 주목된다. Merrill Lynch는 2006년 말 기준 자산관리의 순영업수익이 전체 순영업수익의 35%를 차지하고 있다. JP Morgan, Morgan Stanley 등도 투자은행계 지주회사로서 고액자산관리에서 두각을 나타내고 있다. 마지막으로 대형 프라이빗뱅크 중에서 보험그룹을 찾아보기는 힘들다. 은행그룹이 자산관리시장을 주도하는 가운데 투자은행계 지주회사들은 시장을 확대하고 있는 반면, 보험그룹은 시장에서 발견하기 어렵다.

<표 III-27> 글로벌 프라이빗뱅크

| 순위 | 프라이빗뱅크 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 |
|----|----------------------|-------|--------|-------|-------|
| | | 십억 달러 | | 비중(%) | |
| 1 | UBS | 1,319 | 1,608 | 15.5 | 14.8 |
| 2 | Citigroup | 1,310 | 1,438 | 15.4 | 13.3 |
| 3 | Merrill Lynch | 1,100 | 1,209 | 12.9 | 11.2 |
| 4 | Credit Suisse | 559 | 642 | 6.6 | 5.9 |
| 5 | JP Morgan | 313 | 465 | 3.7 | 4.3 |
| 6 | Morgan Stanley | 374 | 450 | 4.4 | 4.2 |
| 7 | HSBC Group | 348 | 408 | 4.1 | 3.8 |
| 8 | Deutsche Bank | 199 | 249 | 2.3 | 2.3 |
| 9 | Wachovia Corporation | 310 | 206 | 3.6 | 1.9 |
| 10 | Pictet | - | 192 | - | 1.8 |
| 11 | Bank of America | 228 | - | 2.7 | - |
| | 기타 | 2,440 | 3,973 | 28.7 | 36.7 |
| | 전체 | 8,500 | 10,840 | 100.0 | 100.0 |

자료: Scorpio Partnership 2007 Private Banking Benchmark study

IV. 선진 자산운용회사의 경영구조 및 전략

1. 소유구조와 법인격(Legal Entity)
2. 자산운용회사 M&A의 전개
3. 사업구조
4. 재무구조

IV. 선진 자산운용회사의 경영구조 및 전략

1. 소유구조와 법인격(Legal Entity)

자산운용산업은 대부분의 국가에서 진입규제와 행위규제가 약하기 때문에 다수의 특화된 전문 자산운용회사와 소수의 대형 자산운용회사가 상호 경쟁하며 협력하는 구조를 갖고 있다. 대형 자산운용회사들은 대부분 지주회사 등 그룹형태를 취하고 있다. 반면 소형 자산운용회사들은 대부분 목표시장을 한정하여 전문화되고 특화된 자산운용서비스를 제공하는 부띠끄 형태를 취하고 있다.

가. 소유구조

글로벌 자산운용회사들은 크게 증권계, 은행계, 보험계, 독립계 자산운용회사로 나눌 수 있다. 이런 구분이 다소 자의적일 수는 있지만, 편의상 자산운용회사가 모회사의 100% 자회사일 때 모회사 업종에 따라 증권계, 은행계, 보험계로 분류할 수 있다. 그리고 대주주가 존재하지는 하나 완전 자회사가 아니면 지분이 분산되어 있는 경우 독립계 자산운용회사로 분류하기로 한다.

<표 IV-1>은 2006년 말 현재 글로벌 30대 상위 자산운용회사들(AUM 기준)의 소유구조를 나타낸 것이다. 개수 기준으로 은행계 자산운용회사가 14개로 가장 많으며 전체 AUM의 47%를 차지하고 있다. UBS, BGI, Deutsche Bank, Credit Suisse 등이 상위 그룹을 형성하고 있다. 다음으로 독립계 자산운용회사가 8개, 보험계가 6개, 증권계가 2개를 차지하였다.

독립계에는 State Street Global, Fidelity Investments, Capital Group, Vanguard Group 등이 있으며, 보험계에는 AXA, Allianz 등이, 증권계에는 Goldman Sachs, Morgan Stanley 등이 포함되었다. AUM 기준으로 전체 30대 자산운용회사의 총 AUM은 30.6조 달러로 수요 측면 전체 AUM 101조 달러의 30%를 차지하고 있는데, 이 중에서 은행계 자산운용회사가 14.9조 달러로 49%를 차지하였다. 다음으로는 독립계가 8.1조 달러로 26%, 보험계가 6.3조 달러로 20%, 증권계가 1.3조 달러로 4%를 차지하고 있다.

국가별/소유구조별 행렬로 보면 또 다른 특징을 발견할 수 있다. 은행계와 보험계 자산운용회사는 주로 유럽 국가들로 영국, 프랑스, 독일, 스위스 등에서 발견된다. 30대 자산운용회사 중 14개가 유럽 국가의 자산운용회사들이었는데, 이 중 9개가 은행계 자산운용회사였으며, 나머지 5개가 보험계 자산운용회사였다. 이는 유럽의 유니버설뱅크 전통에 따른 자연스러운 결과라고 볼 수 있다. 이들은 해외 자회사를 제외하면 상업은행과 동일한 본체에서 사업부 방식으로 독립적인 영업을 수행하고 있다. 독립계 자산운용회사는 미국 국적이 압도적으로 많다. 유럽의 경우 30대 자산운용회사 내에 독립계 자산운용회사가 전무하다. 유럽 국가 자산운용회사를 제외한 16개 자산운용회사의 모회사가 미국에서 설립인가를 받았는데, 이 중 Fidelity Investments, Capital Group, Vanguard Group 등 8개가 독립계 자산운용회사였다. 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act) 이후의 전업주의 금융체제가 우선적으로 이 같은 시장구조를 만든 것으로 보이며, 판매 측면과 수요 측면간의 이해상충문제 등으로 인해 소매투자자 중심의 뮤추얼펀드 시장이 증권계 자산운용회사로부터 분리된 독립적인 자산운용회사에 의해 발전한 것으로 보인다. 또한 다른 기관투자자에 비해 미국 내에서 보험계 자산운용회사의 AUM이 상대적으로 약한 점도 독립계 자산운용회사 발전을 가능하게 한 요인으로 보인다. 이상을 통해 볼 때 글로벌 자산운용시장은 전체적으로 은행계 자산운용

회사가 시장을 지배하고 있으나, 다른 금융업과 달리 독립계 자산운용회사들도 상당히 중요한 역할을 한다는 것을 확인할 수 있다. 그리고 이같은 흐름은 지역적으로도 뚜렷이 구분되어, 은행계는 유럽계, 독립계는 미국계로 뚜렷이 양분되고 있다는 점이다. 그 사이에 보험계가 일정 정도 역할을 하고 있고, 판매 측면인 증권계는 글로벌 자산운용시장에서 큰 역할을 하지 못하는 것으로 나타났다.

<표 IV-1> 글로벌 30대 자산운용회사(2006년 말 기준)

(단위: 백만 달러)

| 순위 | 회사명 | 국가 | 계열 | AUM |
|----|----------------------------|--------------------------|-------------------------|------------|
| 1 | UBS | 스위스 | 은행 | 2,452,475 |
| 2 | BGI | 영국 | 은행 | 1,813,820 |
| 3 | State Street Global | 미국 | 은행 | 1,748,690 |
| 4 | AXA Group | 프랑스 | 보험 | 1,740,000 |
| 5 | Allianz Group | 독일 | 보험 | 1,707,665 |
| 6 | Fidelity Investments | 미국 | 독립 | 1,635,128 |
| 7 | Capital Group | 미국 | 독립 | 1,403,854 |
| 8 | Deutsche Bank | 독일 | 은행 | 1,273,500 |
| 9 | Vanguard Group | 미국 | 독립 | 1,167,414 |
| 10 | Black Rock | 미국 | 독립 | 1,124,627 |
| 11 | Credit Suisse | 스위스 | 은행 | 1,092,906 |
| 12 | JP Morgan Chase | 미국 | 은행 | 1,013,729 |
| 13 | Mellon Financial | 미국 | 은행 | 995,237 |
| 14 | Legg Mason | 미국 | 독립 | 957,558 |
| 15 | BNP Paribas | 프랑스 | 은행 | 817,482 |
| 16 | ING Group | 네덜란드 | 보험 | 792,162 |
| 17 | Natixis Global Asset Mgmt. | 프랑스 | 은행 | 769,981 |
| 18 | AIG Global Investment | 미국 | 보험 | 730,921 |
| 19 | Credit Agricole | 프랑스 | 은행 | 704,367 |
| 20 | Aviva | 영국 | 보험 | 700,789 |
| 21 | Northern Trust Global | 미국 | 독립 | 697,166 |
| 22 | Goldman Sachs Group | 미국 | 증권 | 693,049 |
| 23 | Prudential Financial | 미국 | 보험 | 616,047 |
| 24 | Morgan Stanley | 미국 | 증권 | 606,476 |
| 25 | HSBC Holdings | 영국 | 은행 | 595,000 |
| 26 | Wellington Management | 미국 | 독립 | 575,492 |
| 27 | Sociate Generale | 프랑스 | 은행 | 556,890 |
| 28 | Fortis Group | 벨기에 | 은행 | 556,200 |
| 29 | Franklin Resources | 미국 | 독립 | 552,905 |
| 30 | Bank of America | 미국 | 은행 | 542,977 |
| | 합계 | 미국:16 영국:3 프랑스:5 기타:6 | 은행:14 증권:2 보험:6 독립:8 | 30,634,507 |

| 계열 | 개수 | AUM | 비중 |
|----|------|------------|------|
| 은행 | 14개사 | 14,933,254 | 49% |
| 증권 | 2개사 | 1,299,525 | 4% |
| 보험 | 6개사 | 6,287,584 | 21% |
| 독립 | 8개사 | 8,114,144 | 26% |
| 합계 | 30개사 | 30,634,507 | 100% |

자료: Pension&Investments 웹사이트에서 재정리

한편 독립계 자산운용회사의 소유구조는 어떤 모습일까? 자산운용회사들은 다수의 소형 자산운용회사와 소수의 중대형 자산운용회사로 구성되어 있는데, 중대형 자산운용회사의 경우 대주주가 분산되어 있고, 기관투자자들이 재무적 투자자(financial buyer)로 참여하고 있는 경우가 많다. 그리고 소형 자산운용회사들은 유한책임회사(limited liability company: LLC)나 파트너십(partnership) 등의 형태를 취하고 있기 때문에 중대형 자산운용회사와는 다른 양상을 보이고 있다.

중대형 자산운용회사 중에서도 가족지배기업이나 인수합병 과정에서 대주주가 존재하는 사례도 발견된다. 가령, Franklin Resources의 경우 1대 주주는 Franklin이 Templeton과 합병하기 이전의 Franklin의 창업주 가족인 Johnson, Charles B.라는 자연인으로 2007년 말 현재 15.1%의 지분을 보유하고 있다. 2대 주주는 프랑스의 보험그룹인 AXA가 6.4%의 비교적 많은 지분을 보유하고 있다. AXA는 또한 Legg Mason의 지분을 8.9% 보유한 최대주주이기도 하다. BlackRock은 원래 PNC Financial Service Group이 최대주주였으나, 2006년 MLIM을 인수하면서 BlackRock 지분을 매각하여 Merrill Lynch가 최대주주로 2007년 말 현재 49.8%의 지분을 보유하고 있다. 그러나 Merrill Lynch는 이사회에 경영진을 파견하되, CEO 등 실제 경영권은 BlackRock에서 행사하고 있다. 또한 PNC Financial Service Group은 금융지주회사로서 미국 은행지주회사법의 규제를 받고 있으며, 25% 이상 소유한 회사를 자회사로 규정하는 법 규정에 따라 BlackRock은 금융지주회사인 PNC Financial Service Group의 자회사로서 금융지주회사의 규제를 따르고 있다.²⁹⁾

29) Bank Holding Act of 1956

<표 IV-2> 주요 독립계 자산운용회사의 소유구조(2007년)

| | 1대주주 | | 2대주주 | |
|-------------------|--------------------------|---------------------|-----------------------------------|-------|
| | Franklin Templeton | Johnson, Charles B. | 15.1% | AXA |
| BlackRock | Merrill Lynch &Co. Inc. | 49.8% | PNC Financial Service Group, Inc. | 34.0% |
| AllianceBernstein | Royce & Associates, Inc. | 3.5% | Mac-Per-Wolf Company | 3.1% |
| Legg Mason | AXA | 8.9% | Dodge & Cox, Inc. | 5.0% |

자료: Yahoo Finance

나. 법인격

자산운용회사의 법인격은 회사의 법적 형태와 자산운용회사의 그룹 형태(자회사방식이나 지주회사방식이나) 두 가지 측면을 살펴볼 필요가 있다. 먼저, 자산운용회사의 법적 형태에 대해 살펴보자. <표 IV-3>은 미국 자산운용회사, 엄밀하게는 미국에서 투자자문사법(Investment Advisers Act)에 따라 재무설계사로 등록한 10,484개 자문회사에 대한 법인격을 조사한 것이다. 주식회사(이하 corporation)가 50.5%로 가장 많은 비중을 차지하고 있으나, 주목할 점은 LLC, 유한책임파트너쉽(limited liability partnership: LLP), 파트너쉽 등 corporation 이외의 법인격을 취하고 있는 자문회사가 49.5%로 거의 절반을 차지하고 있다는 것이다. 자문회사들은 주로 지식 자본이 체화된 전문화된 인적 자본이 회사의 핵심 자산이므로 소규모 자문회사일수록 corporation 못지않게 파트너쉽 성격이 가미된 법인격을 많이 채택하고 있다. LLC는 파트너쉽과 corporation의 장점을 각각 취한 혼합모델이다. 법인세를 내지 않고 파트너에게 배당될 때 소득세만 부담하는 파트너쉽의 세제혜택과 유한책임을 핵심으로 하는 corporation의 장점을 각각 취한 회사형태이다. 그리고 LLP는 모든

파트너가 유한책임을 지는 회사형태로서 GP가 존재하지 않는다는 점에서 유한파트너쉽(limited partnership: LP)과는 구별되는 회사형태이다. 그리고 GP만 존재하는 파트너쉽 형태도 4.1% 존재하였다. Corporation 외에는 대부분 LLC 형태를 취하고 있는 것이 특징이다. 우리나라의 경우 자산운용회사의 인가요건으로 주식회사를 명시하고 있어 미국과는 큰 차이가 있다.

NYSE에 상장된 자산운용회사 중에서 corporation 이외의 법인격을 가진 곳은 AllianceBernstein과 Blackstone Group 이다. NYSE에는 AllianceBernstein Holdings L.P.가 상장되어 있으며, Blackstone Group도 미국 델라웨어주에서 설립한 The Blackstone Group L.P.를 NYSE에 2007년에 상장하였다. 특히, 이 회사가 상장될 당시 AUM이 336억 달러였는데, 기업가치가 AUM의 40%에 육박하여 IPO 시장에서 PEF가 진가를 발휘한 경우이다. 미국에서 이처럼 corporation 이외의 법인격에 대해 상장을 허용한 것은 1970년대 들어서 이다. NYSE에서 상장이 가능한 유가증권의 유형으로 파트너쉽의 유닛을 허용한 것이다.

<표 IV-3> 미국 투자자문회사의 법인격

(단위: %)

| 법인격 유형 | 비중 |
|--------------------------|------|
| corporation | 50.5 |
| LLC | 38.1 |
| LLP | 1.3 |
| 파트너쉽 | 4.1 |
| 자영업(sole proprietorship) | 3.4 |

자료: Hung et al.(2007)

둘째, 미국의 자산운용회사들은 금융그룹의 형태로 대부분 지주회사 형태를 취하고 있다. 미국은 은행 자회사가 포함되지 않은 지주회사에 대해서는 설립과 운영에 대해 특별한 규제가 없기 때문에 자유로이 지주회사를 설립할 수 있다. 그래서 미국 자산운용회사들은 지주회사를 미국의 특정 주법에 따라 설립하고 있다. 세계 최대 뮤추얼펀드 스폰서인 Fidelity Investments는 수많은 자회사를 거느린 미국의 자산운용 지주회사이다. 또한 Capital Group이나 Vanguard Group도 미국에서 설립된 자산운용 지주회사이다. 증권 자산운용회사도 마찬가지이다. AUM 1,900억 달러로 증권 자산운용회사에 해당하는 Janus Capital Group Inc.도 델라웨어에 설립한 자산운용 지주회사이다.

뿐만 아니라 미국시장에서 주된 비즈니스를 수행하면서도 버뮤다 등 조세회피지역에 지주회사를 설립하는 경우도 흔히 발견된다. Invesco Ltd는 5,000억 달러의 AUM을 가진 중대형 자산운용회사로서 AUM의 50% 이상이 미국시장에서 모집되고, 미국의 각종 증권관련 규제를 받고 있지만, 지주회사는 버뮤다에 설립한 경우이다. AUM 1,400억 달러로 국내에서도 장하성펀드로 잘 알려진 지배구조펀드를 운영하는 Lazard Ltd 역시 투자자의 50%를 미국에서 모집하여 미국을 중심으로 자산운용업과 M&A 자문업무를 수행하는 자산운용 금융그룹이지만, 지주회사는 버뮤다에 설립하여 버뮤다 금융당국의 규제를 받고 있다.

아울러 자산운용회사 중에는 금융지주회사도 드물지 않게 발견할 수 있다. BlackRock은 금융지주회사의 자회사이다. BlackRock의 경우 자산관리를 중심으로 하는 PNC Financial Service Group이 37%의 지분을 보유하고 있어 금융지주회사법상의 자회사 요건에 따라 자회사로 편입되었다. 다만, BlackRock의 지분 49%는 Merrill Lynch가 보유하는 동시에 BlackRock의 지배구조에 일정한 영향력을 행사하고 있는 독특한 소유·지배구조를 가지고 있다. 그렇다고 BlackRock을 은행계 자산운용회사로

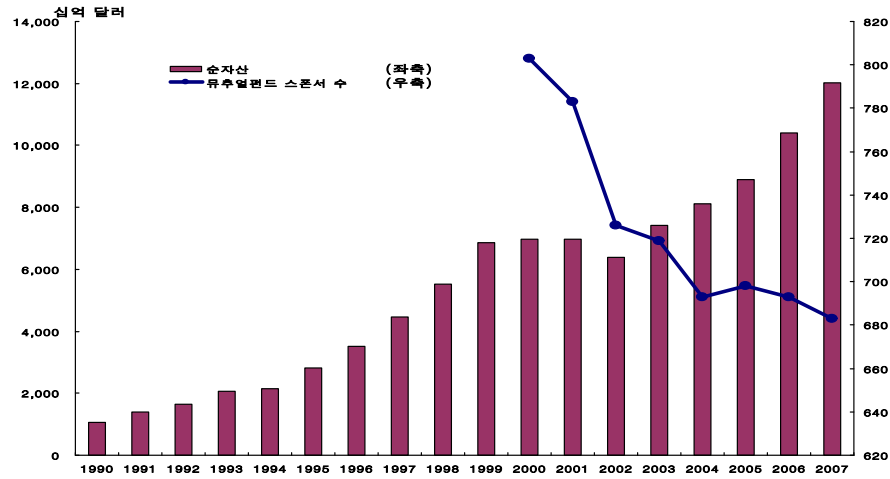
분류하는 것은 바람직하지 않아 보인다. Franklin Resources 역시 금융지주회사이다. Franklin Resources는 HNWI들을 대상으로 한 자산관리서비스를 위해 Fiduciary Trust라는 주법 은행을 소유하고 있다. 그렇지만 Franklin Resources를 은행계 자산운용회사라고 규정하기에는 무리가 있다.

2. 성장전략

가. 내부성장 vs. M&A

선진 자산운용회사들은 Fidelity Investments처럼 내부성장을 통해 성장한 회사가 있는가 하면 Franklin Resources 등과 같이 1990년대 초부터 M&A를 통해 확장을 거듭해온 회사도 있다. 자산운용산업의 전체 역사를 보면 1990년대 들어 M&A가 증가하기 시작한 후 2000년대 들어 점차 일반화되는 양상을 보이기 시작하였다. 이는 미국의 뮤추얼펀드시장을 살펴보면 쉽게 알 수 있다. <그림 IV-1>은 자산운용산업 중에서 뮤추얼펀드의 시장규모 추이와 펀드스폰서의 추이를 보여주고 있다. 뮤추얼펀드 순자산가치는 2000년 8조 달러에서 2007년 12조 달러로 지속적으로 증가하고 있지만, 뮤추얼펀드 스폰서는 2000년 803개에서 2007년 683개로 120개가 감소한 것으로 나타났다. 뮤추얼펀드 스폰서들간의 M&A가 2000년대 들어 증가하고 있다는 것을 시사하고 있다.

<그림 IV-1> 미국 뮤추얼펀드 스폰서 추이



자료: ICI

실제로 뮤추얼펀드 운용회사의 지난 1990년 이후 AUM 순위를 보면 내부성장을 한 회사들이 상위권을 유지하는 가운데 M&A에 의해 성장한 회사들이 두드러진 성장세를 보이고 있다. <표 IV-4>는 1990년대 이래 전 세계 10대 뮤추얼펀드 스폰서들의 순위를 보여주고 있다. 2007년 현재 세계 최대의 뮤추얼펀드 스폰서는 Fidelity Investments이다. 이 회사는 1987년 이래 M&A가 아닌 내부성장을 통해 뮤추얼펀드 시장에서 1위를 지켜온 회사이다. 1946년에 설립되어 북미지역을 중심으로 활동하는 Fidelity Management and Research LLC(FMR LLC)와 1969년에 설립되어 글로벌마켓 부문을 담당하는 Fidelity International Limited(FIL)으로 이루어져 있다. Fidelity Investments는 경쟁사보다 월등한 조사능력과 마케팅채널을 갖추고 있다. 특히, 마젤란펀드 등을 바탕으로 한 브랜드네임 마케팅에 주력하였으며 펀드패밀리 내에서 자유로운 전환을 허용하는 등의 방법으로 성장 초기부터 많은 개인투자자들로부터 자금을 모집할 수 있었다. 주식 호황기에는 성장형·주식형 펀드, 불황기에는

채권형 펀드, 기업의 이익이 증가하는 시기에는 배당형 펀드, MMF, 기업연금 등을 통해 시장상황의 변화를 주도하였다.

Vanguard Group 역시 내부성장을 통해 성장하였다. 1975년 J. Bogle에 의해 설립되어 1976년 인덱스펀드를 업계 최초로 출시하며 높은 수익률을 기록하여 짧은 기업 역사에도 불구하고 폭발적인 성장세를 기록한 회사이다. 업계 최초로 판매수수료가 부과되지 않는 펀드(no-load fund)를 개발한 회사이기도 하다.

Capital Research도 1931년에 Jonathan Bell Lovelace에 의해 설립된 후 주로 내부성장을 통해 성장한 회사이다. Capital Group Companies로 알려진 이 회사는 Capital Research and Management, American Funds, Capital Bank and Trust, Capital Guardian, Capital International 등을 자회사로 두고 있으며, 특히, American Funds는 Fidelity Investments, Vanguard Group 등과 함께 미국의 뮤추얼펀드 스폰서를 대표한다.

결국, 2007년 기준 세계 3대 뮤추얼펀드 스폰서 위치에 있는 Fidelity Investments, Vanguard Group, Capital Research는 모두 내부성장을 통해 성공한 기업들이다.

그런데 2007년 현재 상위를 기록하고 있는 BlackRock, Franklin Resources, BNY Mellon Asset Management 등은 M&A를 통해 성장한 한 회사들이다. BlackRock은 1988년 Blackstone 그룹에서 채권운용을 하던 사람들이 퇴사하여 설립한 자산운용회사였다. 이후 기관투자자 대상 채권운용 부문에서 명성을 얻으면서 PNC Financial Service Group에 인수되어 뮤추얼펀드 사업부문을 총괄하다가 1999년에 NYSE에 상장하였다. 상장 이후 이 회사는 사업영역 확대를 위해 다른 자산운용회사들을 적극적으로 인수하였는데, 그 중 대표적인 회사가 MLIM이다. MLIM은 1990년 뮤추얼펀드 운용사 중 2위, 2000년 8위를 기록한 대형 뮤추얼펀드 운용사였다. BlackRock은 자신보다 규모가 큰 MLIM을 인수함으로써 중견 자산운용

회사에서 단숨에 글로벌 뮤추얼펀드 운용사로 도약하는 성과를 기록하였다.

2007년 말 현재 NYSE 상장 자산운용회사 중에서 시가총액 1위인 Franklin Resources 역시 1990년대부터 M&A를 활발하게 전개하였다. 1993년에는 채권형 펀드로 유명한 Franklin이 해외투자에 강점이 있는 Templeton과 합병하였으며, 2001년에는 자산관리를 위해 Fiduciary Duty라는 상업은행을 인수하였다. 2000년에는 캐나다 시장 진출을 위해 Bissett을 인수하는가 하면 2003년에는 PEF와 메자닌 금융(mezzanine finance)에 강점이 있는 Darby를 인수하며 기업을 확장하였다.

Mellon 은행은 본래의 은행기반 자산관리업무에 뮤추얼펀드 업무를 강화하기 위하여 Dreyfus Corporation을 인수하였으며 2006년에는 AUM이 9,000억 달러에 이르는 Mellon Financial을 165억 달러에 지분 전액을 인수하였다. 이로써 BNY Mellon Asset Management가 탄생하였고, 2007년 기준 글로벌 6위의 뮤추얼펀드 스폰서로 도약하게 되었다.

<표 IV-4>에 나타난 1990년 글로벌 10대 뮤추얼펀드 스폰서 중 다른 회사에 피인수되거나 다른 금융회사를 인수하며 성장한 회사는 6곳에 이른다는 점은 자산운용시장에서 성장전략으로서 M&A의 중요성을 다시금 일깨워준다. Shearson/IDS는 Primerica에 인수된 후 다시 Salomon Smith Barney로 인수되었으며 Dreyfus Corporation은 Bank of New York에 인수되었다. 또한 Dean Water는 Morgan Stanley에 인수되었다. Kemper 역시 1995년에 Zurich Insurance Group에 인수되었다. 또한 2000년 4위에 기록된 Putnam Funds는 2007년 말 현재 AUM 1,920억 달러로 2000년대 들어 상대적으로 성장이 정체되고 불공정거래 스캔들에 시달리다가 2007년 캐나다의 Power Financial Group에 인수되었다.

<표 IV-4> 글로벌 10대 뮤추얼펀드 스폰서 추이(AUM 기준)

| 순위 | 1990년 | 2000년 | 2007년 |
|----|----------------------|-------------------------------------|--|
| 1 | Fidelity Investments | Fidelity Investments | Fidelity Investments |
| 2 | Merrill Lynch | Vanguard Group | Capital Research |
| 3 | Shearson/IDS | Capital Research | Vanguard Group |
| 4 | Dreyfus Corp. | Putnam Funds | BlackRock |
| 5 | Vanguard Group | MSDW/ VanKampen | Franklin Resources |
| 6 | Franklin | Janus/Berger | BNY Mellon Asset Management |
| 7 | Federated | Capital Research | JPMorgan Asset Management |
| 8 | Dean Witter | Merrill Lynch | Wellington Investment Management Co. LLC |
| 9 | Kemper | Franklin Templeton | Pacific Investment Management Inc. |
| 10 | Capital Research | Salomon Smith Barney/ Citi/Shearson | Morgan Stanley |

자료: Pozen(2002), Pension&Investments

나. 성장전략

지금까지 뮤추얼펀드 스폰서를 중심으로 살펴보았는데, 여기서는 자산운용산업 전체의 1990년대 이후 전개된 M&A 흐름을 살펴보기로 하자(<그림 IV-2> 참조). 관련 데이터의 제약을 고려하여 1990년대와 2000년대로 나누어 살펴보기로 한다.

성장전략으로서 M&A는 1990년대부터 증가하기 시작하였다. 배경은 401(k)³⁰ 연금개혁과 주식형 펀드로 뮤추얼펀드 시장이 재편되면서 자산운용회사간 경쟁력 격차가 커지기 시작한 것과 관련이 있다. 1990년대 초에는 뮤추얼펀드시장이 거의 전부였기 때문에 M&A도 뮤추얼펀드

30) 미국의 확정기여형 기업연금제도

스폰서간에 규모의 경제 창출과 상품군 확장 등을 목적으로 이루어졌다. 1992년 Franklin의 Templeton 인수, 1994년 American Century와 Benham의 M&A 등이 그 예이다.

1990년대 중후반부터는 뮤추얼펀드 스폰서간의 M&A 보다는 국경간(cross-border) 자산운용회사 M&A와 다른 금융회사가 자산운용회사를 합병하는 금융겸업화 목적의 M&A가 크게 늘어나기 시작하였다. 1990년부터 2000년까지 발생한 국경간 M&A는 총 34건으로 동 기간 동안 미국에서 일어난 전체 M&A 63건의 48%에 해당한다. 이때 국경간 M&A가 크게 늘어난 것은 미국 뮤추얼펀드시장이 IT 버블 붕괴 등에 따른 주식시장 침체로 둔화하는 가운데 유럽 및 아시아 지역의 간접투자시장은 상대적으로 팽창하는 시장 흐름과 관련이 있다. 미국은 성장하는 이들 시장에서 투자자 모집과 포트폴리오 구성의 필요성이 증가하였으며, 유럽을 포함한 자산운용 산업에서 후발국가들은 선진 자산운용회사의 포트폴리오 운용의 전문성이 필요하였다.

그런데 미국 자산운용회사를 기준으로 국경간 M&A의 특성을 살펴보면 다소 흥미로운 사실이 발견된다. 미국의 경우 해외 자산운용회사나 자산운용시장에 새롭게 진출하려는 유럽의 금융그룹들이 미국 자산운용시장으로 진출하는 인바운드 M&A(inbound M&A)가 미국 자산운용회사 등이 신흥국가의 자산운용시장으로 진출하는 과정에서의 아웃바운드 M&A(outbound M&A)보다 훨씬 일반적이었다. 즉, 미국 자산운용회사의 명성과 포트폴리오 운용 노하우를 얻기 위한 목적으로 유럽의 금융회사들이 미국의 자산운용회사를 인수한 사례가 많았던 것이다. Zurich Insurance Group은 1995년 Kemper와 Scudder fund family를, Commerzbank는 1997년 Mgomery Fund를, Credit Suisse는 1999년 Warburg Pincus Asset Management를, Allianz는 2000년 PIMCO를 각각 인수하였다. 유럽의 은행, 증권, 보험 등 다른 금융회사들은 성장업종이자 수익흐름이 안정적인 자산운용회사를 인수하기 원했던 것이다.

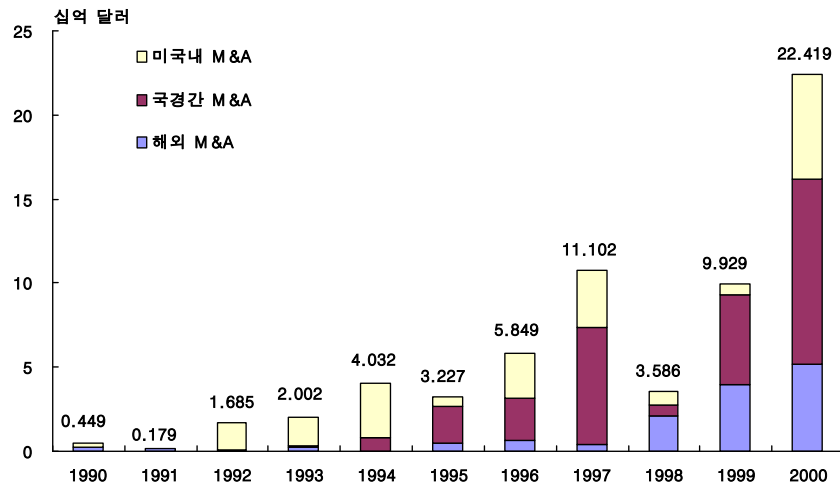
이와 반대로 미국 자산운용회사는 아웃바운드 M&A로 해외에 진출하기 보다 자회사 설립 등을 통해 해외시장에 진출하였다. Fidelity Investments는 영국에 Fidelity International Ltd.를 설립하였으며 T. Rowe Price도 처음에는 영국 로컬의 펀드 매니저와 조인트벤처를 설립하였으나 이후 지분을 완전 인수하여 T. Rowe Price International을 설립하였다. 미국의 자산운용회사들은 높은 평판과 인지도 때문에 저비용으로 해외진출이 용이하였으며 굳이 운용노하우가 없는 해외의 로컬 자산운용회사를 인수할 이유가 없었던 것이다. 평판과 운용 전문성이 핵심 자산인 자산운용산업은 은행 등 다른 금융회사처럼 기존의 영업권 가치(charter value)나 지점망 등이 필요 없기 때문에 로컬시장의 기존 플레이어를 인수할 유인이 적은 것이다. 높은 평판을 바탕으로 현지법인이나 사무소 등의 저비용 투자를 통해서도 현지 투자자를 모집하는데 큰 애로가 없기 때문에 풀이된다.

1990년대 후반 이후에는 글로벌화와 함께 금융겸업화 목적의 M&A도 크게 증가하였다. 앞서 유럽의 금융회사들이 미국 뮤추얼펀드 스폰서를 인수한 것처럼 자산운용시장에도 금융겸업화 목적의 글로벌 인수합병이 활발히 나타났다. 뿐만 아니라 미국 내에서도 금융 겸업화가 진전되면서 은행, 증권회사 등이 자산운용회사를 인수하는 사례가 늘어났다. 증권업에 기반을 둔 Morgan Stanley와 Dean Witter가 합병한 후 연속적으로 펀드 스폰서들을 인수한 것이나 Mellon은행이 Dreyfus를 인수한 것 등이 여기에 해당한다.

이와 반대로 자산운용회사가 다른 금융회사를 인수하는 사례도 늘어났다. 자산운용회사들이 기존의 뮤추얼펀드 중심의 집합투자업을 넘어 HNWI나 기관 대상 일임서비스를 제공하는 자산관리회사로 발전하기 시작하였다. 뮤추얼펀드 스폰서들은 일반적인 펀드상품 판매뿐만 아니라 개인 및 기관을 위한 맞춤형 자산관리 서비스를 취급하고자 하였다.

이러한 형태의 M&A 예로는 2000년에 이루어진 Alliance Capital Group의 C. Bernstein 인수, Franklin Resources의 Fiduciary Trust Company 인수 등을 들 수 있다. C. Bernstein과 Fiduciary Trust Company는 각각 기관투자자와 HNWI를 위한 일임서비스, 프라이빗뱅킹 서비스에 있어 유명세를 가지던 회사였다.

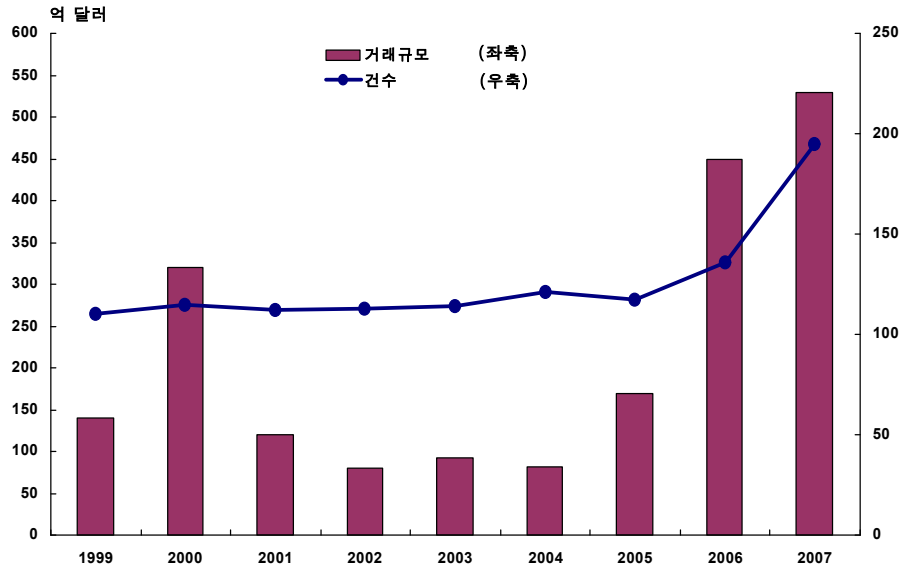
<그림 IV-2> 펀드스폰서 유형별 M&A(1990년~2000년)



자료: Merrill Lynch, Thompson Financial Securities Data

1990년대 자산운용시장의 흐름, 즉, 자산운용회사간의 동종 합병에서 은행, 증권회사, 보험회사 등과의 금융겸업화 M&A와 국경간 M&A로 발전해 가는 양상은 2000년대 들어서도 그대로 이어졌다. 특히, 자산운용시장의 M&A는 2005년부터 다시 급증하였다. 2004년 121건에 80억 달러까지 자산운용시장의 M&A규모가 위축되기도 하였으나, 2005년부터 회복되기 시작하여 2007년에는 거래규모 530억 달러, 거래건수 195건을 기록하며 2000년대 이래 최대 성장을 하였다. 2005년 대비 금액은 3배, 건수는 70% 가량 증가한 것이다.

<그림 IV-3> 자산운용회사의 M&A 추이



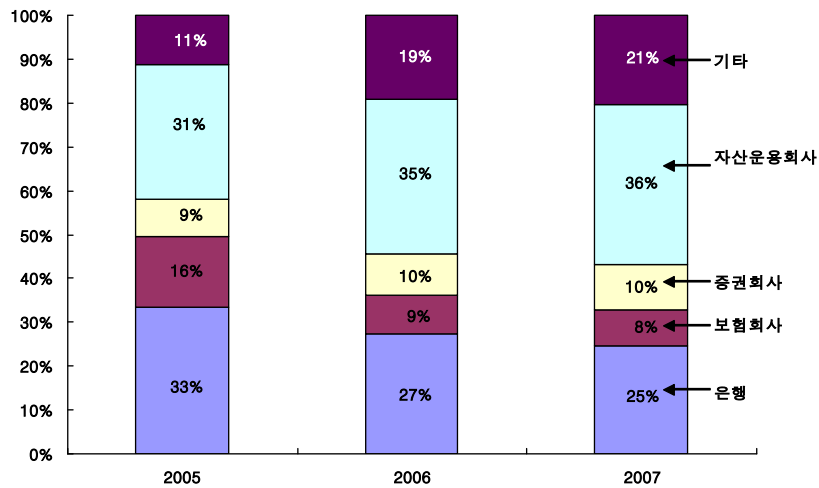
자료: 자산운용협회(2003), Pension&Investments

2005년 이후 M&A는 금융겸업화 M&A와 국경간 M&A가 지속되는 가운데 자산운용회사간 M&A가 크게 증가하고 있는 것이 새로운 특징이다. 특히, 부동산, 헤지펀드, PEF 등 소위 대체투자를 전문적으로 서비스하는 특화 자산운용회사들과 기존의 전통적인 자산운용회사간의 M&A가 늘고 있다는 점이다. 기존의 주식, 채권을 운용하는 자산운용회사와는 투자대상(부동산, 실물자산 등), 투자기법(헤지펀드, PEF, ETF 등)에서 다른 특성을 보이는 동시에 알파를 통해 시장수익률 대비 초과수익률을 창출하는 전문 부띠끄들이 주요한 타겟이 되고 있다. BlackRock이 Quellos Group의 FoF 부문을 인수한 것이나 Legg Mason이 헤지펀드회사인 Permal Group을 인수한 것 등이 대표적인 사례이다.

<그림 IV-4>는 글로벌 자산운용회사의 M&A를 매수자의 특성에 따라 분류한 것이다. 2005년의 경우 건수 기준으로 자산운용회사를 가장 많이 M&A한 금융회사는 은행으로 전체의 33%를 차지하였으며, 그 다음이 자산운용회사 31%, 보험회사 16%, 증권회사 9% 순이었다. 2007년에는 은행의 비중이 25%로 줄어드는 대신 자산운용회사의 비중이 36%로 가장 높아졌으며, 증권회사가 10%를 차지하여 보험회사 8%를 앞질렀다. 재무적 투자자, IPO 등의 기타가 2007년에 21%로 비교적 높은 비중을 차지하였다.

한편 2000년대 이후 자산운용시장의 M&A는 국내 못지않게 국경간에 활발히 이루어지고 있다. 2005년에는 국경간 M&A가 건수기준으로 51%를 차지하였으며 2007년에도 49%를 차지하여 전체 자산운용산업 M&A의 절반이 국경간에 이루어지고 있다.

<그림 IV-4> 글로벌 자산운용회사의 M&A(매수자 기준)



자료: Pension&Investments

<표 IV-5>는 2005년 이후 자산운용시장에서 일어난 주요 M&A 사례를 보여주고 있다. 2005년의 대표적인 사례는 Legg Mason과 Citigroup Asset Management간의 M&A이다. 자산운용시장의 운용부문과 판매부문을 동시에 보유하고 있던 Citigroup은 2005년 6월 자산운용 사업부문과 Legg Mason의 자산관리 사업부문간의 자산스왑을 발표하였다. 당시 Citigroup의 자산운용부문 AUM은 4,370억 달러였다. M&A 거래규모는 37억 달러였으며, 자산스왑과 함께 Legg Mason은 Citigroup에게 20억 달러를 추가로 지급하였다. M&A 결과 Legg Mason은 AUM 8,300억 달러의 당시 세계 5위의 글로벌 운용회사로 도약하게 되었다. Citigroup은 대신 14,000명의 재무설계사를 확보하게 되었으며 Legg Mason의 주식 관련 펀드상품의 우선적인 판매채널 역할을 할 수 있게 되었다. 동시에 그룹계열 증권회사를 통한 펀드의 겸영판매에 대해 고객들이 이해상충 가능성 등의 불신을 보임에 따라 고객 기반이 약화되는 가운데 높은 규제비용을 부담하는데 따른 경영상의 애로를 해소하는 계기가 되었다.

2006년에는 Bank of New York이 Mellon Financial을 인수하였다. 당시 Mellon Financial은 AUM이 9,180억 달러로 글로벌 초대형 자산운용 회사였기 때문에 M&A 거래규모가 165억 달러에 달하는 초대형 M&A였다. 이로써 상업은행인 Bank of New York은 일거에 글로벌 6위의 자산운용회사로 도약하게 되었다. BlackRock의 MLIM 인수도 2006년에 이루어진 초대형 M&A의 대표적인 사례이다. 1988년 Blackstone Group에서 분리하여 높은 성장세를 지속하며 기관투자자 대상 자산운용시장에서 지배력을 가진 BlackRock은 2006년 뮤추얼펀드 부문에 강점이 있는 MLIM을 97억 달러에 인수하였다. 이 M&A를 통해 Merrill Lynch는 BlackRock의 전체 지분 49.8%, 의결권 지분 45%를 확보하고 Merrill Lynch 임원 3명을 파견하게 되었으며 BlackRock은 AUM 1조 달러 규모의 글로벌 10위 자산운용회사로 도약하게 되었다. 그런데 BlackRock의 MLIM 인수는 규모가 작은 자산운용회사가 규모가 큰 자산운용회사를 인수한

대표적인 사례로 합병 당시 AUM은 Merrill Lynch가 5,200억 달러, BlackRock이 4,500억 달러였다. 그 외에도 Bank of America는 자산관리전문은행인 US Trust를 Charles Schwab으로부터 인수하였다. 사실 Charles Schwab은 2000년 HNWI 대상 자산관리서비스시장 진출을 위해 US Trust를 인수하였으나 인수 후 경영상태가 악화되는 등 어려움을 겪고 있었다.

2007년에는 캐나다의 Power Financial이 미국 뮤추얼펀드 스폰서인 Putnam Investment를 인수하는 등 전통적인 자산운용부문에서의 M&A도 있었지만, 2007년의 주된 M&A 추세는 전통적인 자산운용회사들이 PEF, 헤지펀드 등 대체투자전문 자산운용회사를 인수하거나 대체투자전문 운용회사들이 IPO 등을 통해 투자자금을 회수하는 사례가 늘어났다는 사실이다. LP의 형태를 취하고 있는 Blackstone Group은 2007년 전체 지분의 12.2%를 41억 달러에 IPO하는 동시에 9.4%인 30억 달러를 중국의 국부펀드인 Central Huijin Investment에 매각하였다. IPO 당시 Blackstone Group의 기업가치는 당시 AUM 880억 달러의 40% 수준인 336억 달러에 달하는 등 매우 기록적인 가치평가를 받은 것으로 나타났다. 이를 계기로 IPO 시장에서 PEF 운용사의 인기가 크게 높아졌다. 헤지펀드 매니저인 Och-Ziff Capital Management도 2007년 IPO를 추진하였다. 300억 달러의 AUM을 보유하던 이 헤지펀드는 9.3%를 12억 달러에 IPO하고, 동시에 9.9%를 역시 12억 달러에 Dubai International Capital에 매각하였다. PEF 운용사인 Quellos Group은 BlackRock에 지분을 완전 매각한 경우에 해당한다. BlackRock은 당시 FoHF 부문 글로벌 9위에 랭크되어 있던 Quellos Group의 FoHF 부문을 14억 달러에 100% 인수하였다.

<표 IV-5> 최근의 자산운용회사 주요 M&A 사례

(단위: %, 백만 달러)

| 년도 | 피매수회사 | 매수회사 | 출자비율 | 가격 |
|------|---------------------------|-----------------------------------|------|--------|
| 2005 | GAM&SBC Wealth Mgt | Julius Baer | 100 | 4,553 |
| 2005 | Citigroup Asset Mgt | Legg Mason | 100 | 3,700 |
| 2006 | Mellon Financial | Bank of New York | 100 | 16,500 |
| 2006 | MLIM | BlackRock | 100 | 9,653 |
| 2006 | US Trust | Bank of America | 100 | 3,300 |
| 2006 | Fortress Investment Group | Nomura | 15 | 888 |
| 2007 | Blackstone Group | IPO, Central Huijin Investment | 22 | 7,100 |
| 2007 | Nuveen Investments | Madison Dearborn | 100 | 6,300 |
| 2007 | Putnam Investment | Power Financial | 100 | 3,900 |
| 2007 | Quellos Group | BlackRock | 100 | 1,420 |
| 2007 | Carlyle Group | Mubadala Development | 7.5 | 1,350 |

자료: Pensions&Investments

3. 사업구조

가. 기능별/고객별 구조

자산운용회사의 사업구조는 사업기능, 자회사, 고객군, 상품군, 지역 등에 따라 다양하게 분류가 가능한데, 여기서는 선진 자산운용회사의 사업구조에 대해 먼저 기능별, 고객별로 살펴보기로 하자. 사업기능은 회사에 따라 상당한 차이가 있지만, 크게 투자운용, 컨설팅자문, 프라이빗뱅킹 및

자산보관업, 판매 등으로 구성된다.

고객별 사업구조는 크게 일반투자자, 기관투자자, HNWI 등으로 구분할 수 있다. 자산운용 서비스의 경쟁력은 고객군을 제대로 세분하고 그에 맞는 맞춤형 서비스를 제공하는데 비롯된다고 할 수 있다. <표 IV-6>은 사업기능별/고객군별 사업구조를 행렬로 나타낸 것이다. 미국에서 일반투자자는 자산운용서비스와 컨설팅 서비스를 받을 수 있다. 일반투자자에 대한 자산운용 서비스로는 집합투자상품인 뮤추얼펀드의 판매, 랩어카운트 판매, 보험 트러스트(insurance trust) 판매 등을 들 수 있으며, 자문서비스로는 펀드, 퇴직연금 등에 대한 자문서비스를 수행한다.

랩어카운트는 투자자가 투자자문, 결제, 청산, 보관 등의 서비스를 패키지(bundle form) 방식으로 종합적으로 받는 대신 자산의 일정 비율을 고정적 보수로 지불하는 금융서비스 프로그램으로 미국에서는 SEC rule 204-3에 규정하고 있다. 보험 트러스트는 보험신탁 상품으로 보험계약을 보험신탁에 양도함으로써 상속세를 면제받을 수 있는 상품이다. 일반투자자에 대한 컨설팅서비스로는 IRA에 대한 컨설팅과 펀드상품에 대한 자문이 대부분이다. 특히, IRA의 경우 설계, 세제혜택 상담, 포트폴리오 구성, 펀드 선정 등에 관한 광범위한 컨설팅서비스를 제공한다. IRA가 미국 퇴직연금시장에서 401(k) 다음으로 많은 비중을 차지하고 있다는 점에서 자산운용회사의 주요한 사업서비스의 하나라고 할 수 있다.

기관투자자에 대해서도 자산운용 서비스와 자문서비스를 제공한다. 자산운용서비스로는 뮤추얼펀드, 혼합펀드 등 집합투자상품의 판매, 일임서비스, 부동산, PEF, 헤지펀드와 같은 대체투자 서비스를 제공한다. 혼합펀드는 뮤추얼펀드와 같은 집합투자기구로서 구조, 투자대상 등에서 뮤추얼펀드와 유사한 상품이다. 그러나 뮤추얼펀드와 달리 일반투자자는 투자할 수가 없으며 고용주 후원(employer-sponsored) 퇴직연금 플랜에만 판매되는 상품이다. 마케팅, 프로모션 등의 비용이 들지 않기 때문에 뮤추얼펀드보다 수수료가 저렴한 대신 종업원 퇴직소득 보장법

(Employee Retirement Income Security Act: ERISA)의 규제를 함께 받는 상품이다. 한마디로 퇴직연금 관련 상품이라고 할 수 있다. 일임서비스의 경우 서비스 내용과 범위에 대해 SEC가 명시적인 규정을 가지고 있지는 않으나, 통상 랩어카운트프로그램처럼 패키지형태의 서비스를 제공할 뿐만 아니라 패키지가 아닌 개별 서비스도 제공한다는 점이 차이점이다.

기관투자자에 대한 컨설팅 서비스로는 퇴직연금, 특히, DC형 연금계획에 관한 금융컨설팅 서비스를 제공한다. DC형 연금계획은 IRA처럼 종업원이 자신의 퇴직연금 계정을 직접 운용하기 때문에 퇴직연금 설계에 관한 광범위한 자문서비스를 필요로 한다. 서비스는 패키지와 개별 서비스가 모두 제공된다.

마지막으로 자산운용회사들은 HNWI에 대해서 자산운용서비스, 자문서비스, बैं킹 및 보관서비스를 제공하기도 한다. 또한 뮤추얼펀드, 일임서비스 등의 서비스뿐만 아니라 파트너십을 통한 대체투자 등을 수행하기도 한다. 컨설팅서비스도 퇴직연금 컨설팅은 물론 부동산, 상속, 증여 등을 포함한 세금관리 서비스를 제공한다. 또한 일부 자산운용회사들은 은행 자회사를 두고 예금, 결제, 외환, 수탁 등의 서비스를 제공한다.

자산관리 서비스는 은행이 주력해 왔던 영역이었기 때문에 자산관리 시장에 대한 이해가 부족한 자산운용회사들은 은행과의 제휴를 통해 본 시장으로의 진출을 시도하고 있다. 상위 핵심부유층 고객을 위한 차별화된 서비스를 제공하기 위해 재무설계사를 고용하여 HNWI를 위한 전문화된 스폰서로서 활동한다.

<표 IV-6> 선진 자산운용회사의 사업구조(서비스 및 고객별)

| | 개인 | HNWI | 기관 |
|--------|---------------------------------|---|--|
| 자산운용 | - 뮤추얼펀드 - 랩어카운트 - 보험 트러스트 | - 뮤추얼펀드 - 일임서비스 - 파트너십 - 대체투자 | - 뮤추얼펀드 - 일임서비스 - 혼합펀드 - 대체투자 |
| 컨설팅/자문 | - IRA - 펀드 선정 | - 퇴직연금 - 신탁 - Estate-planning에 관한 자문서비스 - 세금관리서비스 | - DC형 연금계획을 위한 패키지 서비스 - 투자자문 |
| 뱅킹/신탁 | - | - 보관서비스 - 프라이빗뱅킹 | - |

실제로 1940년 투자회사법에 따라 등록된 미국 투자자문회사의 고객 유형 조사에 따르면 일반투자자만을 대상으로 서비스를 제공하는 회사는 전체 10,484개 중에서 1.9%에 지나지 않았다(<표 IV-7>). 오히려 일반 투자자보다는 HNWI만을 대상으로 자문서비스를 하는 회사가 전체의 11.9%로 더 많았다. 그렇지만 대다수의 투자자문회사들은 HNWI와 일반 투자자에 대해 동시에 자문서비스를 제공하고 있는 것으로 나타났다(전체의 56.8%를 차지). HNWI와 일반투자자에 대한 서비스는 제공하지 않고 기관투자자만을 대상으로 서비스를 제공하는 회사는 29.5%에 이르렀다.

<표 IV-7> 미국 투자자문회사의 고객유형

(단위: %)

| 고객 유형 | 비중 |
|-----------------|------|
| 일반투자자(no HNWI) | 1.9 |
| HNWI | 11.9 |
| HNWI 및 non-HNWI | 56.8 |
| 기관투자자 | 29.5 |

자료: Hung et al.(2007)

나. 자산구성

선진 자산운용회사의 사업구조를 자산구성면에서 살펴보면 전체 서비스에서 기관투자자 대상 서비스, 해외 자산, 뮤추얼펀드, 헤지펀드 등의 대체투자, 자산 클래스별 포트폴리오가 차지하는 각각의 비중을 확인할 수 있다. 여기서는 주요 선진 자산운용회사들 중에서 자료가 비교적 상세하게 공개되고 있고, 비교가 수월한 Franklin Resources, AllianceBernstein, BGI, BlackRock, Legg Mason 등 4개 자산운용회사의 자산구성에 대해 살펴보기로 하자(<표 IV-8> 참조). 참고로, 글로벌 자산규모 순위는 2006년 P&I 기준 Franklin Resources가 29위로 중대형 운용회사에 속하며, BlackRock은 10위, BGI는 2위, AllianceBernstein은 순위에서 빠져 있지만 규모로 볼 때 약 18위 정도를 차지하고 있다.

전체 AUM에서 기관투자자 자산은 뮤추얼펀드 비즈니스의 비중이 높은 Franklin Resources를 제외하면, 60%~80%로 상당히 높은 수준임을 알 수 있다. 자산운용회사가 대형화되고 사업을 다각화할수록 목표시장은 개인보다는 기관투자자 시장이 될 가능성이 높다는 것을 시사한다. 2006년 글로벌 2위 운용회사인 BGI도 기관투자자 자산비중이 80%에 이르며 2006년 AUM기준 글로벌 14위 운용회사인 Legg Mason도 기관투자자 자산이 78%로 높은 수준을 보이고 있다.

기관투자자 대상 서비스 비중이 높은 만큼, 전체 자산에서 뮤추얼펀드 자산의 비중은 높지 않은 편이다. BGI는 뮤추얼펀드 자산의 비중이 3%에 불과하였다. 개인고객 대상 서비스 비중이 낮은 것과 맥을 같이 한다. 그렇지만 BGI나 Legg Mason은 뮤추얼펀드 비중이 20%~30% 수준을 유지하고 있다. 그리고 Franklin Resources의 경우 기관고객 비중이 낮은 것을 반영하듯 뮤추얼펀드 비중이 69%에 달하였다. Franklin Resources는 자산운용회사 중에서도 개인대상 뮤추얼펀드 비즈니스에 높은 비중을 둔 회사라고 할 수 있다.

전체 AUM에서 미국 시장에서 모집된 금액은 58%~72%로 절반을 넘었다. Franklin Resources 72%, Legg Mason 67%, BlackRock 65%가 전체 AUM 중 미국시장에서 모집된 것이었다. 더구나 BGI는 영국에서 설립된 Barclays PLC의 자회사임에도 불구하고, 미국 시장에서 모집된 AUM이 전체 AUM의 57%에 달한다는 것은 놀라운 사실이다.

헤지펀드 투자를 위한 AUM은 1%~3% 수준이었다. AllianceBernstein과 BGI는 헤지펀드에 직접투자를 목적으로 투자자를 모집하였는데, 그 비중은 AUM의 1% 수준이었다. 그리고 BlackRock과 Legg Mason은 헤지펀드에 직접 투자하는 대신 BlackRock은 FoHF 자회사인 Quellos Group을 통해, Legg Mason은 FoHF 자회사인 Permal Group을 통해 전체 AUM의 각각 0.7%와 3%를 투자하고 있었다.

투자대상별 자산믹스(asset mix)는 Franklin Resources, AllianceBernstein, BGI의 경우 주식 익스포저가 압도적으로 높았다. 주식 비중은 BGI가 67%로 가장 높았고, AllianceBernstein이 53%, Franklin Resources가 59%를 차지하였다. 이들은 주식운용이 전문인 자산운용회사라고 할 수 있겠다. 이에 비해 BlackRock과 Legg Mason은 채권의 비중이 더 높다. BlackRock은 원래 채권운용 전문회사에서 출발하였기 때문에 주식 운용 중심의 MLIM과 합병 이후에도 채권투자 익스포저가 40%에 달하였으며, Legg Mason도 49%가 채권 익스포저였다.

마지막으로 포트폴리오 매니저의 수는 BGI가 361명으로 가장 많았고 AllianceBernstein은 173명이었다. 리서치 인력은 AllianceBernstein이 319명으로 가장 많았는데, 이는 앞서 살펴본 대로 조사연구 서비스 수수료가 다른 자산운용회사에 비해 높은 것과 관련이 있다고 하겠다. 그렇지만 AUM 규모를 고려하면 BGI의 펀드매니저 1인당 AUM 규모는 50억 달러로 4개 자산운용회사 중 가장 많다. 그리고 Franklin Resources가 펀드매니저 1인당 24억 달러로 규모가 가장 적었다. AUM 규모를 감안하면 Franklin Resources가 펀드매니저를 가장 많이 고용하고 있다.

<표 IV-8> 선진 자산운용회사의 자산구성(2006년)

| | Franklin Resources | Alliance Bernstein | BGI | Black Rock | Legg Mason |
|-------------------------------------|--------------------|--------------------|-----------|-------------------|---------------------|
| Total AUM (US million) | 552,905 | 716,895 | 1,813,820 | 1,124,627 | 957,558 |
| Total institutional AUM | 29.00% | 63.48% | 80.37% | 60.49% | 77.78% |
| Total U.S. client assets | 71.97% | 64.12% | 57.00% | 65.38% | 67.14% |
| Total U.S. tax-exempt assets | 26.47% | 32.66% | 42.85% | 18.58% | 47.84% |
| Total U.S. institutional tax-exempt | 15.45% | 26.08% | 42.85% | 17.94% | 43.18% |
| Internally managed | 15.45% | 26.08% | 42.85% | 17.94% | 43.18% |
| Worldwide mutual fund assets | 69.24% | 30.70% | 17.51% | 39.51% | 21.48% |
| Defined contribution assets | 6.32% | 2.27% | 10.37% | 2.21% | 3.43% |
| Hedge Funds (Worldwide assets) | 0.02% | 1.00% | 1.04% | 0.66% | 3.05% |
| Asset Mix(%) ¹⁾ | | | | | |
| Equity | 59 | 53 | 67.1 | 34.9 | 34.9 |
| Fixed income | 23 | 25 | 18.5 | 39.8 | 48.6 |
| Equity real estate | 0 | 0 | 0.1 | 0 | 0 |
| Cash | 0 | 0 | 10.4 | 21.0 | 0 |
| Other | 18 ²⁾ | 22 ³⁾ | 3.9 | 4.3 ⁴⁾ | 16.54 ⁵⁾ |
| No. of portfolio managers(명) | 230 | 173 | 361 | 258 | 266 |
| AUM/portfolio manager | 2,404 | 4,144 | 5,024 | 4,359 | 3,600 |
| Size of research staff(명) | 180 | 319 | 161 | 132 | 209 |

주: 1) BGI의 경우 2007년 9월 현재

2) 하이브리드 17%, 머니마켓 1%

3) 혼합형(blend strategies), 인덱스 및 구조화(structured)상품 4%

4) 대체투자

5) 유동성자산(liquidity)

자료: Pension&Investments, 각 사 annual report 2006, 2007

<표 IV-9>는 선진 자산운용회사의 자산구성을 보다 자세히 나타낸 것이다. Franklin Resources, AllianceBernstein, BGI, BlackRock, Legg Mason 등이 미국 내 기관투자자를 대상으로 모집한 운용자산 중에서 면세혜택이 있는 자산에 투자하기 위해 모집한 운용자산(internal U.S. institutional tax-exempt assets)의 구체적인 포트폴리오구성 내역을 나타낸 것이다.

먼저 주식에 대한 익스포저를 살펴보자. 크게 국내 주식과 해외 주식, 액티브 주식, 패시브 주식, 알파추구 인덱스펀드 등으로 주식투자 클래스를 세분할 수 있다. 전체적으로 국내 주식보다는 해외 주식에 투자하는 비중이 높았다. Franklin Resources는 해외 액티브 주식에 전체 자산의 70%를 투자하고 있고, AllianceBernstein은 전체의 38%를 해외 주식에 투자하고 있다. 해외 주식은 주로 액티브 펀드 형태로 투자하고 있었다. 다만, 영국계 자산운용회사인 BGI는 해외 주식보다 미국 주식에 많이 투자하고 있었으며, 주식형 액티브 펀드 비중은 낮은 대신 패시브 펀드 비중은 40%에 이르는 것으로 나타났다. 또한 미국 주식에 대한 알파추구 인덱스펀드도 14%로 높게 나타났다.

채권운용에 전문성이 있는 BlackRock과 Legg Mason은 포트폴리오에서 채권 비중이 높았다. 해외 채권보다는 미국 채권에 대한 투자비중이 높았다. 그리고 미국 채권 중에서는 패시브 펀드 비중은 높지 않았으며, 액티브 펀드가 절대적으로 많고, BlackRock의 경우 미국 채권을 대상으로 한 알파추구 인덱스펀드가 전체 AUM의 6% 정도를 차지하였다. Legg Mason은 하이일드본드(high-yield bond)에 대한 투자가 전체 AUM의 3% 정도였다.

결국, 글로벌 자산운용회사들은 미국에서 모집한 AUM을 가지고, 주식의 경우 미국 시장에서 유통되는 주식보다는 해외 주식에 많이 투자하여 포트폴리오를 글로벌하게 구성하고 있다는 것을 알 수 있다. 채권의 경우 미국의 방대한 채권시장 규모를 반영한 듯 미국에서 모집한 AUM을 대부분 미국 채권에 투자하고 있었다.

<표 IV-9> 선진 자산운용회사의 자산구성

| | Franklin Resources | Alliance Bernstein | BGI | Black Rock | Legg Mason |
|---|--------------------|--------------------|---------|------------|------------|
| Internal U.S. institutional tax-exempt assets in(백만 달러) | 85,436 | 186,931 | 777,292 | 201,801 | 413,464 |
| U.S. equity, active | 19.03% | 34.86% | 0.43% | 5.63% | 15.79% |
| U.S. equity, passive | 0.00% | 9.52% | 39.85% | 0.00% | 0.00% |
| U.S. equity, enhanced index | 0.00% | 0.69% | 13.45% | 3.22% | 3.17% |
| Foreign equity, active | 69.72% | 37.88% | 0.59% | 2.28% | 2.31% |
| Foreign equity, index | 0.00% | 0.43% | 10.89% | 0.00% | 0.00% |
| Foreign equity, enhanced index | 0.00% | 0.24% | 5.01% | 0.00% | 0.00% |
| REIT | 0.00% | 0.00% | 1.70% | 0.00% | 0.00% |
| U.S. bond, active | 4.65% | 13.51% | 1.45% | 46.84% | 39.08% |
| U.S. bond, passive | 0.00% | 0.35% | 6.79% | 0.00% | 0.00% |
| U.S. bond, enhanced index | 0.00% | 0.00% | 0.41% | 5.65% | 0.00% |
| Global/foreign bond, active | 0.97% | 0.82% | 0.001% | 1.45% | 3.94% |
| Global/foreign bond, index | 0.00% | 0.00% | 0.19% | 0.00% | 0.00% |
| High-yield bond | 0.10% | 0.12% | 0.08% | 0.37% | 2.90% |
| Mortgages | 0.53% | 0.00% | 0.00% | 2.09% | 2.32% |
| TIPS | 0.00% | 0.00% | 0.64% | 1.24% | 1.42% |
| CDOs | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.28% |
| Stable value | 0.00% | 0.84% | 0.00% | 12.32% | 1.83% |
| Convertibles | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.15% |
| Equity real estate, domestic | 1.45% | 0.00% | 0.00% | 6.37% | 0.0005% |
| Equity real estate, foreign | 0.02% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Hedge fund | 0.004% | 0.01% | 1.47% | 0.73% | 0.19% |
| Other private equity, domestic | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.04% |
| Mezzanine debt | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.002% |
| Commodities | 0.00% | 0.00% | 0.01% | 0.00% | 0.00% |
| Cash | 0.00% | 0.75% | 15.60% | 5.62% | 26.57% |

자료: Pension&Investments (2006년 말 기준)

4. 재무구조

가. 자본구조

<표 IV-10>은 자산운용회사들의 주요 재무지표들을 나타낸다. 우선 다른 금융업과 달리 자산운용회사는 고유재산이 회사운영에 필요한 최소한의 자산과 부채만을 보유하고 있다는 것을 확인할 수 있다. 실제로 고유재산 대비 AUM 크기는 50배~100배에 달하였다. Franklin Resources가 65배, BlackRock 50배, Legg Mason 100배, AllianceBernstein 85배 등이다. 고객자산을 관리하는 자산운용회사의 경우 이해상충의 가능성 등으로 자기계정을 크게 유지할 유인이 적으며, 투자에도 상당한 제약이 존재한다. 자기계정에서 투자자산 비중은 Franklin Resources가 12%로 비교적 높은 편이고, BlackRock 9%, AllianceBernstein 7%, Legg Mason 3% 등이다.

자기자본 대비 부채비율도 낮다. 자기계정을 통해 투자를 하기 어려운 상황에서 부채조달을 적극적으로 할 필요가 없는 것이다. 부채/자기자본으로 나타낸 부채비율은 Franklin Resources가 0.35, BlackRock이 0.90, Legg Mason이 0.47, AllianceBernstein이 1.06 이다. 부채의 구성도 장기부채보다는 일시적인 자금유통을 위한 단기부채의 비중이 압도적으로 높다. 장기부채 비중은 Franklin Resources가 6%, BlackRock이 9%이며, Legg Mason은 Citigroup과 합병 과정에서 Citigroup으로부터 받은 장기대출로 인해 총부채 대비 장기부채비율이 36%로 비교적 높은 수준이다.

<표 IV-10> 주요 자산운용회사의 자본구조

| | Franklin Resources | BlackRock | Legg Mason | Alliance Bernstein |
|------------|--------------------|------------|------------|-------------------------|
| AUM/자기자산 | 64.96 | 49.85 | 100.89 | 85.43 |
| 자기자산(천 달러) | 9,943,250 | 22,561,515 | 9,604,488 | 9,368,754 |
| 투자자산 | 12.12% | 8.86% | 2.84% | 6.62% |
| 부채(천 달러) | 2,569,571 | 10,386,350 | 3,062,998 | 4,827,528 |
| 장기부채 | 6.31% | 9.12% | 36.16% | - |
| 자본(천 달러) | 7,332,275 | 11,596,955 | 6,541,490 | 4,541,226 ¹⁾ |
| 보통주 | 0.33% | 0.01% | 0.20% | 1.01% ²⁾ |
| 우선주 | - | 0.001% | - | - |
| 부채/자본 | 0.35 | 0.90 | 0.47 | 1.06 |

주: 1) 파트너 전체 자본
 2) GP 보유비율
 자료: 각 사 annual report 2007

나. 수익구조

선진 자산운용회사의 수익성은 투자은행 못지않게 높은 것으로 나타났다. 자기자본이익률(Return On Equity: ROE)은 Franklin Resources가 22%, BGI가 27%, AllianceBernstein이 26%로 8.5%에 머문 BlackRock을 제외하면 평균적으로 높은 주주가치를 창출하고 있었다. 참고로, 2006년 투자은행의 ROE는 Goldman Sachs 31%, Merrill Lynch 27%, Morgan Stanley 18%, Lehman Broyhers 23% 였다. 이처럼 높은 수익창출 능력 뒤에는 선진 자산운용회사들이 수익을 창출할 수 있는 다양한 원천이 있기 때문이다.

수익구조는 크게 운용수수료와 판매수수료, 그리고 기타 수수료로 구분된다. 자산운용회사라고 하여 운용수수료에만 의존하지 않았다. Franklin Resources는 운용수수료가 전체 영업수익의 59%에 불과하며, BlackRock은 91%, Legg Mason 83%, AllianceBernstein 73% 등으로 회사마다 차이가 있었지만, 운용수수료 수입의 비중이 우리나라처럼 산업전체 평균이 90% 이상에 머물지는 않는다. 운용수수료에는 뮤추얼펀드 운용수수료와 일임서비스 수수료로 나눌 수 있는데, 회사의 사업전략에 따라 운용수수료의 구성은 달라진다. BlackRock은 운용수수료 91% 중에서 75%p가 뮤추얼펀드 운용수수료이고, 일임서비스 수수료는 16%p에 불과하다. 이에 비해 Legg Mason은 운용수수료 83% 중에서 뮤추얼펀드 수수료는 38%p인 반면 일임서비스 수수료가 성과수수를 포함하여 42%p에 달하였다. Legg Mason은 뮤추얼펀드 비즈니스보다 기관투자자 대상 일임서비스 비중이 더 높은 회사이다.

<표 IV-11> 주요 자산운용회사의 수익구조(2006)

| | BlackRock | Legg Mason | Alliance Bernstein | Franklin Resources |
|-----------------|-----------|---------------------|--------------------|--------------------|
| 영업수익 구성 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 운용수수료 | 90.7% | 83.0% ¹⁾ | 73.1% | 58.7 |
| 뮤추얼펀드 | 75.1%p | 37.6%p | - | - |
| 일임서비스 | 15.6%p | 41.6%p | - | - |
| 조사연구수수료 | - | - | 9.5% | - |
| 판매수수료 | - | 16.9% | 10.6% | 34.8% |
| 투자자서비스수수료 | - | - | 0.6% | 5.1 |
| 기타 | 9.3% | 0.1% | 6.2% | 1.4% |
| 인건비/영업비용 | 58.2 | 54.7 | 56.7 | 49.2 |
| ROE | 8.5% | 27.4% | 26.0% | 22.0% |

주: 1) 성과수수료 3.8% 포함

자료: 각 사 annual report

자산운용회사들은 운용수수료 비중이 낮은 대신 회사마다 고유의 수익모델을 구축하고 있다. 가령, 뮤추얼펀드와 자산관리 전문 자산운용회사인 Franklin Resources는 광범위한 판매채널을 확보하여 판매수수료에 대한 의존도를 높이고 있다. 전체 영업수익의 35%가 판매수수료이다. Franklin Templeton Distributors, Inc.(FTDI)는 판매 자회사로서 미국 지역에 대한 뮤추얼펀드 판매를 전담하고 있으며 미국 이외의 지역에 대해서는 별도의 판매 자회사도 두고 있다. Legg Mason과 AllianceBernstein도 전체 영업수익 중에서 판매수수료 비중이 각각 17%, 11%를 차지하고 있다. 미국의 독립계 중대형 자산운용회사들은 펀드판매 서비스를 통해 상당한 수익을 얻고 있다는 것을 알 수 있다.

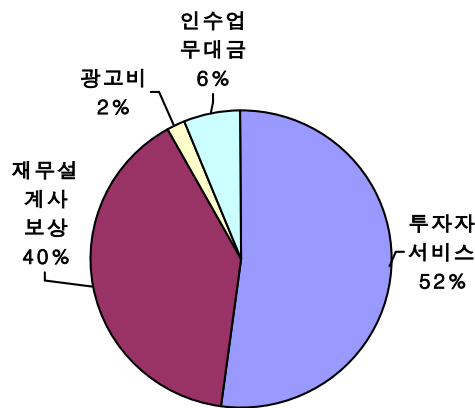
판매수수료와 관련하여서는 SEC의 판매수수료 정책을 함께 이해할 필요가 있다. 뮤추얼펀드의 판매수수료는 투자자 수수료(shareholder fees)라고 하여 펀드를 투자자가 매매할 때 지불하는 선취 혹은 후취 수수료인데, 초기 투자액의 최대 8.5%까지 부과할 수 있었다. 이것이 판매수수료 항목으로 주로 재무설계사에 대한 보상을 위해 사용되었다. 그러나 1980년 이후 SEC가 1940년 투자회사법에 rule 12b-1을 도입하면서 재무설계사에 대한 보상 방식은 변화하고 있다. 1940년 투자회사법 rule 12b-1에 근거한 수수료, 이른바 12b-1 수수료(12b-1 fee)는 펀드의 마케팅과 판매 비용을 충원하기 위한 재원으로 연간 평균 순자산의 최대 0.75%까지 책정할 수 있도록 하였으며, 재무설계사 같은 판매전문가들에 대한 보상을 위한 수수료로는 평균 순자산의 최대 0.25%까지 책정할 수 있도록 규정하고 있다.

12b-1 수수료는 1980년대 초까지만 해도 그 금액이 몇 백만 달러 수준이었으나 뮤추얼펀드 시장 규모의 성장에 힘입어 2004년 말 현재 100억 달러 규모로 크게 성장하였다. 이는 재무설계사에 대한 보상 메카니즘이 선·후취 수수료에서 12b-1 수수료로 이동하고 있음을 뜻하는 것이다. 실제로 1980년에 8%였던 선·후취 수수료는 2004년에 5%까지 떨어지는 대신

재무설계사에 대한 보상재원으로 12b-1 수수료가 크게 증가하는 양상이다. 2005년 ICI 조사에 따르면 12b-1 수수료의 40%가 재무설계사에 대한 보상에 쓰이고 있다(<그림 IV-5>).

한편 자산운용회사들은 운용수수료와 판매수수료 외에 투자자 서비스 수수료(shareholder service fees)와 조사연구 수수료 등을 수익원으로 하고 있었다. 투자자 서비스는 자산운용회사들이 투자자들에게 투자정보를 제공하는 서비스로 투자설명서 제공, 투자 관련 각종 리포트 제공 등이 이에 속한다. 12b-1 수수료에 의한 수입 중에서 투자자 서비스에 대한 대가로 징구한 수수료 비중은 52%에 달한다(<그림 IV-5>). Franklin Resources의 경우 투자자 서비스 수수료가 전체 영업수익의 5%를 차지한다. 그 외에도 AllianceBernstein은 광범위한 조사 인력을 바탕으로 수요 측면 조사연구 서비스를 제공함으로써 조사연구 수수료가 전체 영업수익의 10%를 차지하고 있다. 또한 BlackRock은 기타 수수료에 기관투자자 대상 위험관리프로그램인 BlackRock Solution을 판매한 수수료 3.7%가 포함되어 있다.

<그림 IV-5> 12b-1 수수료 지출 구성(2005년)



자료: ICI

V. 국내 자산운용시장에 대한 시사점

1. 성장잠재력 측면
2. 산업의 가치사슬 측면
3. 자산운용회사의 경영구조 측면
4. 자산운용회사의 사업전략 측면
5. 자산운용회사의 성장전략 측면

V. 국내 자산운용시장에 대한 시사점

1. 성장잠재력 측면

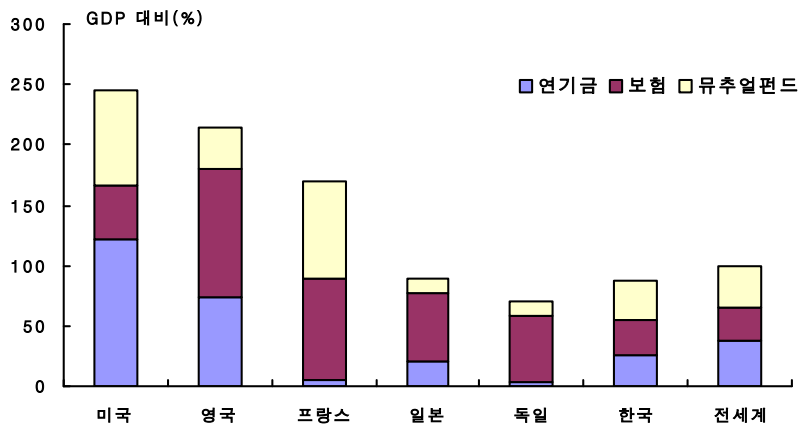
가. 전통 자산운용

우리나라의 전통 자산운용부문은 국민연금이 1988년 도입되고, 생명보험시장이 1970년대부터 성장하였으며, 투자신탁도 1980년대부터 영업을 하였으나, 이들이 실제 기관투자자로서 자본시장에서 적극적인 역할을 하기 시작한 것은 비교적 최근의 일이다. 투자신탁 등 뮤추얼펀드시장은 2002년 간접투자자산운용업법(이하 간투법)이 제정되면서 펀드산업이 제도적으로나 유동성면에서 활성화되기 시작하였고 2005년 기금관리기본법 개정으로 연기금의 주식투자에 대한 규제가 크게 완화되면서부터 연기금에 대한 투자가 활기를 띠기 시작했다. 생명보험도 외환위기 이후 저금리로 투자대상자산을 다변화하면서부터 활성화되기 시작하였다. 결국, 우리나라 전통 자산운용시장은 2000년대 들어서면서 비로소 본격적인 발전의 발판을 마련하였다고 볼 수 있다.

국내 전통 자산운용시장은 이처럼 짧은 기간 동안 비약적인 성장을 해왔다. 전통 자산운용의 전체 AUM은 2007년 기준 790조 원에 달한다. 연기금이 225조 원, 투자신탁 등 펀드가 298조 원, 보험자산이 267조 원에 달한다. 특히, 펀드시장은 2004년 이래 연평균 28%의 폭발적인 성장세를 지속하며 전통 자산운용시장의 성장을 견인하고 있다. 세 부문의 자산규모도 크게 차이가 나지 않는 등 전통 자산운용은 균형적으로 성장하는 모습이다. 그렇지만, 경제규모를 고려하면 국내 자산운용시장은 아직까지 저발전 단계에 머물러 있는 것으로 보인다. 우리나라의 GDP

대비 전통 자산운용의 AUM 기준으로는 88% 수준으로, IFSL(2007)에 따르면 전 세계 평균인 100%에 미치지 못하였다. 더구나 자산운용산업의 선진국인 미국은 GDP 대비 246%, 영국은 214%에 달하고 있다. 자산운용산업을 금융부문의 전략산업으로 육성하겠다는 것이 금융허브 비전의 주요 내용인 만큼 국내 전통 자산운용은 정책적 지원과 내부혁신 및 성장전략을 통해 지속적인 성장모멘텀을 모색해야할 것으로 보인다.

<그림 V-1> 전통 자산운용의 시장 성장성



주: 한국 2007년 기준, 주요국 2006년 기준
 자료: IFSL, 한국은행, 금융감독원

부문별로는 투자신탁을 포함한 펀드시장이 앞으로도 전통 자산운용산업의 성장을 견인할 것이다. 지난 수년 동안 가계의 저축 패턴이 간접투자의 확대로 나타나고 있으나, 이 같은 간접투자의 증가가 직접투자의 감소를 아직까지 수반하지 않고 있다는 점이다. 가계의 금융자산구성을 보면 펀드 투자는 2005년 가계금융자산에서 5.8%를 차지하였으나 2007년에는 9.6%로 약 4%p 증가하였는데, 이는 가계의 예금비중 감소와

정확히 일치하고 있다. 동 기간 예금은 47%에서 43%로 4%p 감소하였다. 예금이 간접투자자로 이동한 것이다. 반면 주식에 대한 직접투자는 거의 변화가 없다. 동 기간 가계의 주식 직접투자는 19.2%에서 20.1%로 오히려 소폭 증가하였다. 이 같은 특징은 미국의 경험과는 대비된다. 미국은 1990년대부터 주식형 뮤추얼펀드시장이 연금개혁 등으로 구조적으로 성장하였는데, 이때 가계금융자산의 구성은 직접투자가 1991년 17%에서 2007년 12%로 감소하는 대신 뮤추얼펀드 투자비중이 증가하였다. 직접투자에서 간접투자자로 이동한 것이다. 가계 금융자산의 포트폴리오는 가계의 위험선호가 장기적으로 안정된다고 볼 때, 간접투자시장이 성장할수록 가계의 직접투자는 위축될 수 밖에 없을 것이다. 이렇게 볼 때, 향후 국내 펀드시장은 가계의 예금이 간접투자자로 이동하는 포트폴리오 조정이 마무리되더라도, 가계의 직접투자가 간접투자자로 전환함에 따른 펀드시장의 추가성장 가능성은 아직 남아 있다고 판단된다.

두 번째 근거는 퇴직연금시장의 발전이다. 2005년 말 도입된 퇴직연금제도는 2008년 4월 현재 3.4조 원의 시장으로 단기간내 빠르게 성장하였다. 앞으로도 2010년까지 5인 미만 사업장으로 퇴직연금제도가 확대 적용되고, 법정 퇴직금제도의 퇴직연금제도로의 전환이 이루어지면 퇴직연금시장은 본격적인 성장 궤도에 진입할 것으로 보인다. 그런데 퇴직연금제도 중에서 DC형 퇴직연금과 IRA는 투자신탁 등 펀드시장의 성장에 중요한 동력으로 작용한다. 이런 유형의 퇴직연금은 종업원 개인이 개인계정을 통해 퇴직연금의 자산운용을 관리하기 때문이다. 따라서 전 세계적으로 확산되는 DC형 연금과 IRA가 확산되는 현상은 향후 국내 펀드시장이 퇴직연금시장에 거는 기대를 그 만큼 배가시킬 것으로 보인다. 미국은 뮤추얼펀드 주주의 20% 이상이 사적 연기금이다. 물론 현재까지 퇴직연금시장 구조를 보면 대부분이 2008년 4월 현재 자산기준 DB형 연금이 65%, DC형 연금이 28%, IRA가 7%의 비중을 차지하고 있어, DB형 퇴직연금시장이 압도적인 시장을 형성하고 있다. DB형 연금 중심의

퇴직연금시장은 비록 펀드시장의 성장에는 큰 도움이 되지 않겠지만, 그 자체로 주식과 채권 등에 대한 장기적인 기관투자자로 자산운용시장의 발전에 도움이 될 것이다.

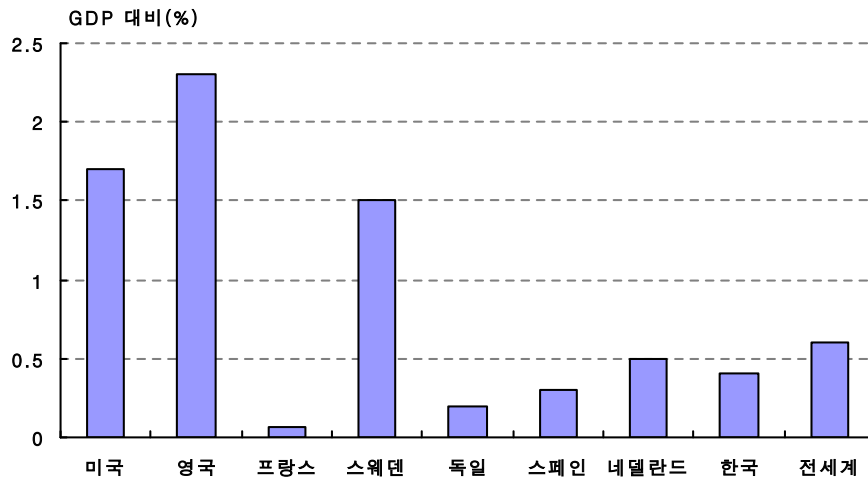
보험자산은 종신보험, 연금보험에 대한 수요 증대와 함께 성장세가 지속될 것이다. 현재 수입보험료 기준으로 세계 7위의 보험시장으로 다른 금융업권보다 시장규모는 크지만, 과거의 저축성보험에서 보장성보험으로의 시장흐름 변화, 고령화에 따라 펀드와 연금이 결합된 다양한 보험상품의 등장으로 종신보험, 연금보험, 변액보험 등을 중심으로 앞으로 성장세를 지속할 것으로 보여 보험자산의 자산운용시장에서의 역할도 지속될 것으로 보인다.

나. PEF

자산운용시장 중에서 기존의 전통적인 자산과는 상관관계가 약하여 기관투자자들의 포트폴리오 편입 대상으로 매력이 있는 투자대상이 대체투자이다. PEF, 헤지펀드, 부동산 등이 여기에 해당하는데, 헤지펀드는 아직 국내에 허용되어 있지 않고, 간접 부동산투자 시장도 규모가 크지 않다. 여기서는 대체투자시장 중에서 국내에서 의미 있는 시장이 형성되고 있는 PEF를 중심으로 살펴보기로 한다. 2004년 간접투자자산운용업법 개정으로 도입된 PEF는 2006년부터 대규모 국내 M&A 거래의 증가로 성장하기 시작하여 2007년 10월 말 현재 모집액 8.3조 원, 투자액 3.8조 원으로 성장하였다. 미래에셋맵스자산운용이 운용하는 미래에셋 제 1호가 2004년 처음 등록한 이래 현재 41개 PEF가 국내에서 등록하여 활동 중이며, 3개는 해산하였다. 그러나 PEF의 역사가 짧아 모집, 투자, 기업가치제고, 회수, 청산이라는 라이프사이클을 경험한 투자사례가 많지 않아 발전단계로 보면 시장형성 단계를 크게 벗어나지 못한 상태이다.

이렇듯 경험적인 측면에서 PEF 투자가 검증되지 못함에 따라 우리나라 경제규모 등을 감안할 때 시장규모는 미미한 수준이다. <그림 V-2>에서 알 수 있듯이 우리나라의 GDP 대비 PEF 투자액 비중은 0.4%에 불과하여 IFSL이 추정한 전 세계 평균 비중인 0.6%에도 미치지 못하고 있다. 더구나 전 세계 PEF 시장의 60%를 차지하는 미국의 GDP 대비 PEF 투자액 비중 1.7%, PEF 시장의 14%를 차지하는 영국의 GDP 대비 PEF 비중 2.3%와는 큰 차이를 보이고 있다.

<그림 V-2> PEF 비중



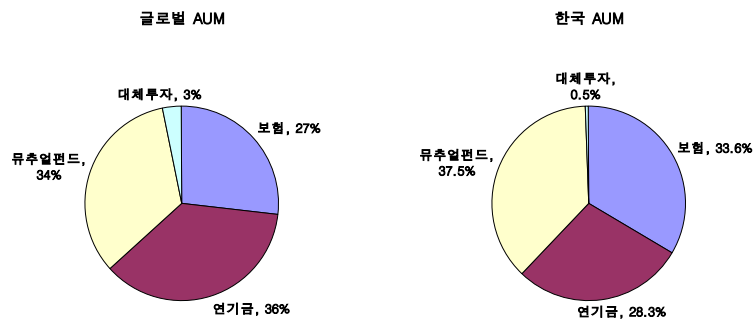
주: 주요국 2006년 기준, 한국 2007년 기준

자료: IFSL

이 같은 대체투자시장의 미발전은 그 자체로 자본시장의 후진성을 드러낼 뿐만 아니라 국가경제 전체적 자산포트폴리오면에서도 바람직한 모습이 아니다. <그림 V-3>은 전 세계 자산운용산업의 AUM 구성과 우리나라 자산운용산업의 AUM 구성을 나타낸 것이다. 전 세계 자산운용산업에서 PEF, 헤지펀드 등의 대체투자 자산은 2006년 현재 약 1.9조 달러로

보험, 연기금, 뮤추얼펀드, 대체투자를 합친 전체 자산의 약 3%에 해당한다. 그런데 우리나라의 경우 대체투자 비중이 0.5% 수준에 머물러있다. 주식, 채권과 상관성이 낮아 포트폴리오 편입의 장점이 있는 대체투자시장이 글로벌 AUM 수준으로 발전될 필요가 있다.

<그림 V-3> AUM 구성



자료: IFSL, 금융감독원

2. 산업의 가치사슬 측면

가. 판매채널

펀드와 관련하여 투자자는 펀드의 포트폴리오에는 간섭할 수 없지만, 수 많은 펀드들 중에서 어떤 펀드에 가입할 것인가는 직접 결정하게 된다. 따라서 소비자가 효용을 극대화하기 위해서는 소비자의 재무설계에 적합한 투자대상과 투자목적 등을 가진 펀드상품들이 빠짐없이 소비집합 속에 포함되어 있어야 한다. 선택의 폭 확대를 통한 투자자의 후생제고는

판매채널시장이 투자자에게 충분한 투자기회를 제공하도록 경쟁적으로 작동해야 하는 본질적인 이유가 된다.

그런데 우리나라의 펀드 판매채널은 투자자의 선택의 폭 측면에서 보면 매우 비효율적인 시장구조를 갖고 있다. 2008년 5월 현재 계열 판매회사를 통해 판매된 펀드는 전체 설정액의 65%를 차지한 것으로 나타났다. 처음 통계가 집계된 2007년 6월의 76.7%에 비하면 비중이 하락한 것은 사실이나 계열사 판매비중이 높다는 것은 투자자와 판매사간의 이해상충 문제에 노출될 가능성을 높이는 것이 분명하다. 왜냐하면 보상체계가 유인부합적으로 정렬되지 못한 상태에서는 지배구조의 속성상 계열 판매사는 계열 운용회사의 펀드상품을 더 잘 포장하거나 판매를 권유하는 경향이 경험적으로 관찰되고 있기 때문이다.

더구나 이 같은 펀드판매의 계열사 의존 현상은 투자자들의 선택의 폭 자체를 아예 제한하는 폐쇄적 채널에 의해 심화되는 측면이 있다. 우리나라의 대부분 판매회사들은 모든 펀드상품을 판매하는 것이 아니기 때문에 펀드 투자자들은 판매단계에서 이미 투자기회를 제한받게 된다. 물론 반론도 있을 수 있다. 모든 펀드상품을 판매하려면 판매사로서는 그만큼 마케팅 등에 따른 비용이 들어가기 때문에 반드시 판매사로의 이윤논리에 부합하지 않는다고 할 수 있다. 실제로 유럽 지역의 은행그룹이나 보험그룹들 중에서는 전략적으로 특정한 펀드상품들만을 선정하여 판매하는 재량적 판매채널 전략을 택하는 경우도 있다. 그런데 재량적 판매채널을 우리나라 판매사에서 활용하는 전략으로 보기는 힘들다. 우리나라 판매사들은 계열사 상품과 경쟁관계에 있는 펀드상품들은 판매하지 않는 경우가 많기 때문에 운용능력이 경험적으로 입증되어 투자자들로부터 신뢰를 얻는 펀드상품들만을 중심으로 전략적으로 진열하는 재량적 판매채널과는 구별된다.

투자자의 편익에 가장 부합하는 판매전략은 개방적 판매채널이다.

모든 펀드상품을 투자자들이 제한 없이 선택할 수 있도록 선택의 폭을 넓힘으로써 투자자는 최상의 투자 선택이 가능하고, 판매사도 더 많은 투자자에게 판매함으로써 매출을 극대화할 수 있다. 이 같은 개방적 판매채널은 이미 미국 뮤추얼펀드 시장에서는 지배적인 판매 전략이 되었을 뿐 아니라, 전통적으로 은행이나 보험그룹에 의한 계열사 판매비중이 우리나라처럼 높았던 유럽 지역에서도 확대되고 있다. 특히, 유럽의 경우 BNP Paribas 등 대형은행들이 선도적으로 개방적 판매채널을 도입하고 있다는 것이다. 기존의 광범위한 오프라인 판매채널과 인터넷을 통한 온라인 판매망까지 적극 활용함으로써 기존의 판매시장에서의 지배적 지위를 유지하고 있다. 유럽의 사례는 개방적 판매채널이 반드시 기존의 오프라인 판매망이 큰 우리나라 은행이나 보험 등의 판매회사에 불리한 판매전략이 아님을 시사한다.

최근의 금융상품전문판매업법 논의는 펀드 판매채널이 공급자 위주의 폐쇄적 판매채널에서 수요자 위주의 개방적 판매채널로 진화하고 있는 세계적 추세를 반영한 것이다. 물론 이런 추세는 IT 환경 개선에 따른 온라인 시장의 확대, 시장경쟁이 심화되면서 수요자 중심의 산업 패러다임으로의 전환 등에 힘입은 것이다. 따라서 향후 판매채널 시장은 이러한 추세를 염두에 두고 펀드상품, 나아가 금융상품의 판매전략과 자회사 전략을 수립하는 것이 바람직할 것이다.

나. Core AM

2000년대 들어 core AM은 전 세계적인 규제 완화로 펀드상품이 다변화되고 펀드운용의 전문성이 제고되면서 동종 펀드간의 수평적 합병과 이종 펀드상품 간 수직적 결합이 빠르게 진행되고 있다. 핵심 동인은 규모의 경제와 범위의 경제이다. 규모의 경제 논리는 AM의 수익모델로

볼 때 명백하다. 운용보수가 AUM에 비례하는 수익모델의 특성상 동일한 투자목적과 대상을 가진 펀드의 경우 AUM을 극대화하는 것이 이윤 극대화와 직결된다. 범위의 경제효과도 크다. 자산운용산업은 타금융업과 달리 규제가 매우 약해 상품과 서비스 혁신이 빠른 혁신주도적인 산업이다. 주식, 채권, PEF, 헤지펀드, 부동산 등 상품 스펙트럼이 넓고 연속적인 대신 개발 펀드마다 자산특수적인 운용 전문성을 요하기 때문에 satellite마다 전문 매니저에 의한 독립적인 자산운용이 중요하면서도 자회사 혹은 사업부 등의 형태로 겸업할 경우 범위의 경제효과도 높다.

이를 증명하듯 규모면에서 자산운용회사는 투자은행을 이미 능가하였다. 세계 최대 자산운용회사 UBS의 2006년 AUM은 약 1.8조 달러, 세계 10위 BlackRock의 AUM은 1.4조 달러로 글로벌 tier1 투자은행 Goldman Sachs의 총(고유)자산 1.1조 달러보다 많다. 뿐만 아니라 대형 자산운용그룹들은 다양한 상품 스펙트럼을 갖고 투자자의 맞춤형 자산관리 수요를 충족하고 있다. 주식, 채권, 부동산, PEF, 헤지펀드, 보험, 예금상품까지 모든 금융상품을 갖춘 종합자산관리서비스를 제공하는 것이 추세이다.

자산운용산업의 대형화·겸업화 흐름은 또한 소형 전문 부띠끄와의 전략적 제휴, 위탁의 확산으로 이어지고 있다. 대형 자산운용회들이 이를 통해 겸업화의 이점을 간접적으로 향유하기 위해서이다. 직접 자회사로 인수하는 대신 특정 투자전략을 추구하는 헤지펀드 운용사에 운용자산을 재위탁하는 FoF 등이 위탁 방식으로 활용되고 있다. 이에 따라 펀드상품의 혁신과 함께 FoF 등을 특정 전문 부띠끄에 위탁운용하거나 직접 전문 부띠끄와 전략적 제휴를 통해 자산을 위탁하는 사례가 늘고 있다.

국내 core AM은 그 동안 이러한 글로벌 추세에서 비켜 있었다. 펀드산업의 역사가 짧기도 하거니와 펀드시장의 축이 채권형에서 주식형으로 이동하는 것만으로도 국내 자산운용산업에서 큰 사건이었다. 이러하다보니 국내 자산운용회사들은 내부성장에 치중하였다. 그렇지만 앞으로는

많은 변화가 불가피하다. 주식형 시장의 성장 모멘텀이 둔화될 수 있는데다 자통법의 시행으로 새로운 투자기회들이 많아지고 있기 때문이다. 자통법으로 자산운용산업의 혁신능력이 크게 제고될 수 있는 여건이 마련되는 가운데 투자자들도 보다 신뢰하고 간접투자를 할 수 있게 되었다.

투자자보호의 사각지대가 없어지고 ‘투자자주권’이 강화되는 등 신뢰의 기반이 보다 공고해졌으며, 포괄주의와 기능주의 규제로 규제 패러다임이 이동함에 따라 행위규제가 사라지고 다양한 혁신이 가능하게 되었다. 자산운용산업의 질적 발전을 위해 이제 남은 것은 경쟁력 있는 자산운용회사가 출현하는 것이다. 경쟁력이 재무적으로는 AUM 크기, 조직역량으로는 수요 측면의 리서치능력, 매니저와 트레이더 능력 등에 의해 결정된다고 할 때 대형화, 상품 및 고객군의 다변화, 글로벌 네트워크 없이는 경쟁력 확보가 불가능하다. 그런데 자산운용회사의 대형화는 투자은행이나 은행처럼 정부소유 회사가 있는 것도 아니고 정부가 주도하기 쉽지 않은 면이 있다. 다만, 국부펀드나 공적연기금 등은 정부의 통제 변수가 될 수 있으나 자산운용회사 대형화는 기본적으로 시장 플레이어의 전략적 선택의 몫일 수밖에 없다.

3. 자산운용회사의 경영구조 측면

국내 자산운용산업이 발전하기 위해서는 자산운용회사의 경영구조도 새로운 변화를 적극 수용할 수 있도록 혁신되어야 한다. 혁신과제는 세 가지로 나누어 살펴 볼 수 있다. 첫째, 지주회사체제를 적극 도입할 필요가 있다. 국내 자산운용회사들은 대부분 은행, 증권, 보험그룹의 자회사로 되어 있다. 따라서 그룹차원에서 우선 지주회사 체제를 도입하고, 자산운용회사들은 독립적인 사업단위로서 독자적인 경영이 가능하도록

중간지주회사 혹은 자회사 등의 방식으로 재조직화될 필요가 있다. 현재 10여개의 국내 독립계 자산운용회사들은 회사규모나 펀드종류 등을 감안하여 중대형 자산운용회사의 경우 지주회사체제로 전환할 필요가 있다. 물론 여기서 회사의 경영체제는 원칙적으로 회사 여건에 맞게 자율적으로 결정해야 한다는 전제를 부정하는 것은 아니다. 다만, 자산운용산업의 특성과 규제 방향 등을 감안할 때 비교적 바람직한 경영 체제의 모델은 존재할 수 있는 것이다. 그런 점에서 지주회사는 몇 가지 점에서 우월한 면이 있다.

무엇보다, 지주회사 체제는 투자상품의 혁신과 core-satellite 전략을 구현하는데 비교적 우월한 제도이다. 투자대상과 목적, 투자전략에 따라 펀드매니저의 운용전문성과 능력이 차이가 나는 상황에서는 투자자에게는 최대의 수익을 안겨주고 회사에게는 최고의 평판을 가져다 주는 펀드매니저들에게는 그에 합당한 유인부합적인 보상체계를 만들어 주어야 한다. 이는 core-satellite 전략의 핵심 성공요인이라고 할 수 있다. 따라서 자산운용산업은 조직을 필요에 따라 구성하고 청산할 수 있는 지주회사체제와 같은 유연한 조직이 필요하다. 또한, 자산운용회사는 타인 자산을 운용하는 회사이므로 자회사에 대해 통제권을 일상적으로 행사할 수 있는 전문성과 회사자원을 보유해야 하는데, 그런 점에서 지주회사의 성격과 잘 부합된다.

그리고 은행, 증권그룹의 경우 산하 자산운용회사를 중간지주회사 형태로 재조직화할 경우 이해상충 문제를 완화하는데도 도움이 된다. 은행, 증권 등 일종의 판매 측면과 자산운용회사라는 수요 측면이 동일 지배하에 있을 때 생길 수 있는 이해상충 가능성과 그에 대한 부정적인 인식을 중간지주회사는 조금이나마 희석할 수 있다. 미국의 주요 자산운용회사들은 앞에서 살펴본 대로 대부분 지주회사 체제를 취하고 있다. 또한 Merrill Lynch 등 투자은행지주회사들은 자회사 혹은 중간지주회사 방식으로 자산운용회사를 거느리고 있다.

둘째, 자산운용회사의 법인격을 주식회사로 한정하는 현재의 간투법, 자통법조항을 재검토할 필요가 있다. 자통법 제12조2항에서는 금융투자업자의 요건으로 상법상의 주식회사일 것을 요구하고 있다. 앞서 살펴본 듯이 미국의 경우 corporation 외에도 LLC, LLP 등의 회사 형태가 많았다. 주식회사와 여러 파트너쉽 혹은 유한책임회사와의 주요한 차이는 유한책임 여부와 세제상의 혜택 여부 등이다.

국내에서도 파트너쉽제도가 갖는 무한책임의 부담을 덜어주고, 주식회사의 이중과세 부담을 덜어줄 수 있는 다양한 회사형태를 어디까지 허용할 것인가를 논의할 시점이 되었다고 본다. 더욱이 이번 자통법(182조)은 집합투자기구의 법적 형태로 기존의 투자신탁, 투자회사 외에 투자유한회사, 투자합자회사, 투자조합, 투자익명조합, 사모투자전문회사 등 다양한 회사 및 조합 형태의 집합투자기구를 허용하였다. 이런 상황에서 여러 법적 형태의 집합투자기구를 운용하는 자산운용회사에 대해 주식회사 형태만 고집할 필요가 있는지 검토해 볼 문제이다. 향후 상법 등에서 LLC 등 다양한 회사 형태를 도입할 경우 자산운용회사의 법인격을 주식회사로 한정할 이유는 없다고 본다.

셋째, 상장 제도도 부분적으로 정비할 필요가 있다고 본다. 집합투자기구나 자산운용회사가 주식회사 이외의 조합성격이 가미된 회사형태를 취할 경우 이들 집합투자기구의 유동성을 확보할 수 있는 수단으로 IPO를 허용할 필요가 있다. 조합의 경우 지분과 유사한 유닛을 상장하게 되는데, 증권이나 자산운용분야에서 조합 형태가 발달한 미국의 경우 1970년대에 조합의 유닛을 NYSE에 상장할 수 있도록 규정을 개정하였다. 현재 PEF와 헤지펀드 중심의 Blackstone Group과 뮤추얼펀드 중심의 AllianceBernstein이 LP 형태로 유닛을 NYSE에 상장하고 있다. 차제에 앞서 언급한 자산운용회사의 법인격을 주식회사에 한정하지 않은 방향으로 검토할 경우, LLC, LP 등의 법인격을 가진 자산운용회사들도 상장이

가능하도록 제도 개선을 함께 검토할 필요가 있다.

4. 자산운용회사의 사업전략 측면

국내 자산운용회사는 사업전략과 관련하여 두 가지 측면의 검토가 필요하다. 첫째, 수익원의 다변화이다. 국내 자산운용회사의 수익구조에서 펀드 운용수수료 수입이 차지하는 비중은 2006년 현재 93%이다. 그것도 대부분이 투자신탁의 운용수수료이다. 이러한 구조는 선진 자산운용회사의 수익구조와는 큰 차이를 보이고 있다. Franklin Resources의 경우 영업수익에서 운용수수료 수입의 비중은 59%, AllianceBernstein은 73% 수준이다. 대신 Franklin Resources는 판매수수료 비중이 35%로 높은 수준을 차지하고 있고, AllianceBernstein은 조사연구 능력을 바탕으로 조사연구 서비스로부터의 수수료 비중(10%)과 판매수수료 비중(10%)이 높다.

선진 자산운용회사의 수익구조는 국내 자산운용회사들이 진출해야 할 장래의 사업모델이 무엇인가를 암시한다. Franklin Resources나 AllianceBernstein 정도의 중대형 자산운용회사라면 판매채널시장으로의 진출을 적극 고려할 가치가 있다는 것이다. 또한 자산운용회사 펀드매니저의 운용능력은 수요 측면 애널리스트들의 리서치능력과 직결되는 만큼, 국내의 중대형 자산운용회사들은 판매 측면 증권회사들이 제공하는 리서치 보고서에만 의존할 것이 아니라 자체의 리서치인프라를 강화할 필요가 있다는 것이다. 리서치능력은 운용성과를 통한 자산운용회사의 평판 형성뿐만 아니라 중요한 수익모델의 역할도 하는 것이다.

자산운용회사는 고유재산을 통한 자기거래가 엄격히 제한되고 있고, 고객 자산을 대신 운용해 주는 대가로 운용수수료를 수취하는 수익모델의 특성상 운용수수료 비중이 높을 수밖에 없다. 그럼에도 국내 자산운용회사가

선진 자산운용회사의 수익구조와 차이를 보이는 점은 자산운용회사의 경영자나 자산운용시장의 규제를 담당하는 정책담당자가 되새겨야 할 부분이다. 정책담당자들은 국내 자산운용회사들의 수익구조 편중이 부가서비스의 활동을 가로막는 법제도적 제약과도 상당한 관련이 있음을 확인할 필요가 있다. 국내 자산운용회사는 펀드의 직접판매가 이해상충 등을 강조한 나머지 크게 제약되어 있고, 투자자서비스 등 부가서비스를 제공하더라도 그에 따른 수수료를 받을 근거 조항이 존재하지 않는다는 점은 자산운용회사의 수익구조 선진화를 위해서 수수료를 체계나 판매 채널에 대한 제도 개선이 필요하다는 것을 시사한다.³¹⁾

둘째, 투자상품의 다양한 상품군 확충 문제이다. 결론적으로 대형 자산운용회사들은 회사가 커버하는 투자상품의 상품군을 대체투자상품 등으로 확대하고, 소형 부띠끄들은 기존의 전통 자산보다는 대체투자상품에 대한 전문화를 추구할 필요가 있다. 2006년 이후 펀드시장의 성장축이 채권형 펀드에서 주식형 펀드로 이동하고, 2008년 5월 말 현재 상위 1대 자산운용회사의 주식형 펀드 점유율은 36%에 이르러 시장의 쏠림을 우려해야 할 수준이 되었지만, 투자자의 선택의 폭(투자대상, 투자기법, 맞춤형 투자서비스)은 크게 다변화되지 못하였다. 가령 2008년 5월 현재 국내 1위 자산운용그룹의 자산구성을 보면 주식형 75%, 혼합형 11%, 채권형 3%, MMF 3% 등으로 증권계 펀드상품의 비중이 92%에 이른다. 반면 파생, 부동산, 실물, FoF, 특별자산, PEF 등 비증권계 펀드자산은 8%에 불과하다. 일임서비스 업무 비중도 계열 증권회사를 감안하더라도 높지 않다. 투자자의 선택의 폭이 제약되어 있다는 것인데, 산업 전체로도 이러한 양상이 크게 달라지지는 않으나 상위 1위 자산운용그룹보다는 양호한 편이다. <표 V-1>은 펀드시장이 팽창하기 직전인 2005년부터 2008년 6월까지 집합투자기구별 설정액이 전체 집합투자기구 설정액에서

31) 펀드 직판 규제는 간투법 제43조3항에 명시되어 있으며, 투자자서비스 등에 관한 수수료 부과 근거는 존재하지 않는다(간투법 28조제2항, 법 60조제2항).

차지하는 비중을 나타내고 있다. 증권계 집합투자기구의 비중은 2005년 92.7%에서 2008년 6월 83.1%로 줄어들었다. 증권계 내부에서 채권형 펀드가 줄고 주식형 펀드 비중이 급격히 확대되는 가운데도 증권계 전체의 비중은 짧은 기간에 비교적 큰 폭으로 줄어든 것이다. 대신 파생상품 등 비증권계 집합투자기구의 비중이 2005년 7.3%에서 16.9%로 크게 증가하였다. 특히, 파생, 부동산펀드 등의 비중이 상대적으로 많이 증가하였다. 시장전체의 투자대상 포트폴리오가 개선된 것이다.

<표 V-1> 집합투자기구별 투자비중(설정잔액 기준)

(단위: %)

| | | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 증권계 | 주식형 | 7.1 | 18.0 | 28.0 | 36.9 |
| | 혼합형 | 18.5 | 21.5 | 16.3 | 13.2 |
| | 채권형 | 32.3 | 22.4 | 17.1 | 12.0 |
| | MMF | 34.8 | 26.5 | 21.4 | 21.0 |
| | 증권계 합계 | 92.7 | 88.5 | 82.8 | 83.1 |
| 비증권계 | 파생상품 | 4.5 | 6.5 | 7.5 | 8.6 |
| | 부동산 | 0.8 | 1.5 | 2.2 | 2.4 |
| | 실물 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | FoF | 1.6 | 2.7 | 5.3 | 2.4 |
| | 특별자산 | 0.4 | 0.9 | 1.8 | 3.1 |
| | PEF | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.4 |
| | 비증권계 합계 | 7.3 | 11.5 | 17.2 | 16.9 |
| 총계 | | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

주: 각 년도 12월 말 기준, 2008년은 6월 말 기준

그렇지만 펀드산업 전체로 볼 때 비증권계 집합투자기구의 비중은 더 커져야 할 것으로 보인다. 자동법에 따른 추가적인 사업기회는 전통적인 증권계 집합투자기구시장이 아닌 파생, 부동산, PEF, 헤지펀드 등 비증권계 집합투자기구부문에 발생할 것으로 보인다. 앞서 살펴본대로

기관투자자들이나 HNWI는 포트폴리오의 10% 이상을 PEF, 헤지펀드, 부동산과 같은 대체투자상품으로 구성하고 있다. 전체 집합투자기구에서 부동산 펀드는 2008년 6월 현재 2.4%, PEF는 0.4%에 불과하다. 헤지펀드시장은 아직 태생도 하지 않았다고 할 수 있다.

자산운용산업의 역할이 투자자들의 포트폴리오를 최적화하여 경제 전체의 위험-수익을 최적화하는데 있다고 할 때 향후 발전 방향은 명확하다. 산업차원에서는 편중된 상품구조를 다변화하여 산업의 단락을 극복하는 것이고, 개별 자산운용회사로서는 새로운 사업기회가 열려있는 비증권계 투자상품을 새로운 핵심역량으로 육성할 수 있도록 전문성을 강화할 필요가 있다. 내부적으로 인력을 육성하고 외부적으로는 전략적 제휴, M&A 등의 성장전략이 필요한 것이다.

대형 자산운용회사들은 비증권계 펀드시장의 경쟁력 강화를 통하여 맞춤형 투자서비스를 준비하고, 궁극적으로는 종합적인 자산관리서비스를 지향할 필요가 있다. 이 과정에서 기존의 뮤추얼펀드는 고객기반을 넓히는 일종의 기축 상품이 될 수도 있을 것이다. 우리나라의 경우 자산관리서비스의 기본인 고객 세분화가 되어 있지 않기 때문에 뮤추얼펀드 투자자 정보 자체가 중요한 고객기반이 될 수 있다고 본다. 한편 중소형 자산운용회사들은 신규진입자를 포함하여 비증권계 전문 자산운용회사를 지향할 필요가 있다. 기존의 증권계 펀드 시장은 경쟁이 치열한데 비해 비증권계 펀드시장은 국내시장에서는 어느 정도의 혁신성과 창의성만 갖추면 블루오션이 되는 기회의 시장이다. 빠른 시일내에 평판이 축적될 수 있으며, 대형 자산운용회사 등과의 전략적 제휴를 통해 빠르게 성장할 수 있는 시장이라고 할 수 있다.

5. 자산운용회사의 성장전략 측면

앞서 언급하였듯이 우리나라 자산운용회사들은 새로운 성장동력으로 경쟁회사를 M&A하는 방식보다는 2006년부터 주식형 펀드 중심으로 시장 규모가 폭발적으로 성장하는 시장흐름에 편승하여 내부성장을 주로 추구하였다. 주지하듯이 국내 자산운용시장의 성장은 폭발적이었으며 또한 구조적이었다. 2004년~2007년 평균 AUM 성장률은 미국 14%, 유럽 18%, 아시아 29%, 한국 29%로 세계에서 최상위이다.³²⁾ 이러한 고속 성장은 또한 저금리, 부동산 버블, 고령화, 가계의 위험선호 증가 등과 같은 구조적 요인을 반영하고 있다. 이러한 이유로 M&A 성장에 대한 전략적 필요는 크지 않았다. 외환위기 이후 국내 자산운용회사들간의 M&A는 총 7건에 불과하였다(<표 V-2>).

최초의 M&A는 외환위기 이후 투신사 구조조정과정에서 이루어졌다. 1999년 동안 Soros가 경영권을 가진 서울증권이 한일투신운용을 인수하였고, 세종증권이 동서투신운용을 인수하였으며 삼성투신운용과 삼성생명투신운용이 합병하여 삼성생명투신운용으로 새롭게 출발하였다. 2002년도 국은투신운용이 Morgan Stanley가 설립한 지주회사 LITMH에 인수된 후 랜드마크투신운용으로 상호변경하였다. 2007년 동안의 자산운용회사 M&A는 국내 펀드시장이 폭발적으로 성장하면서 국내로 진출하려는 해외 자산운용회사들이 주도하였다. 우선 하나금융그룹과 UBS가 컨소시엄으로 대한투자신탁을 인수하여 하나UBS자산운용으로 상호를 변경하였으며, ING그룹은 랜드마크투신운용을 Morgan Stanley로부터 인수하였다. Goldman Sachs는 맥쿼리IMM을 인수함으로써 글로벌 자산운용회사들이

32) 그렇지만 국내 자산운용시장의 순자산은 작년 말 기준 전 세계 뮤추얼펀드의 1.3%로 일본(2.7%), 홍콩(3.1%)은 물론 중국(1.7%)에도 미치지 못하였다(ICI, 2008). 자산운용회사의 평균 AUM도 6조원에 미치지 못하는 영세한 수준이다.

국내 자산운용시장에 진출하였다.

<표 V-2> 국내 자산운용회사의 주요 M&A 사례

| 년도 | 인수사 | 피인수사 |
|-------|---------------|----------|
| 1999년 | 서울증권 | 한일투신운용 |
| 1999년 | 세종증권 | 동서투신운용 |
| 1999년 | 삼성투신운용 | 삼성생명투신운용 |
| 2002년 | LITMH | 국은투자신탁운용 |
| 2007년 | 하나UBS | 대한투신운용 |
| 2007년 | ING | 랜드마크 |
| 2007년 | Goldman Sachs | 맥쿼리IMM |

자료: 자산운용협회, 신문기사 종합

그러나 국내 자산운용시장이 주식형 펀드 중심으로 급팽창함에 따라 자산운용시장에서의 경쟁력 격차가 확인되고 있다. 주식형 펀드로 성공한 자산운용회사들의 경우 시장지배력이 급속하게 확대되며 오히려 시장의 쏠림과 시장지배적 지위의 남용을 우려할 수준으로 시장이 집중화되었지만³³⁾, 반대로 채권형 펀드 중심의 자산운용회사는 시장의 절대 규모가 축소되면서 수익 및 이익 경쟁력이 매우 취약해 졌다. 규모별로는 수탁고 5~10조 원 수준인 중형 자산운용회사들이 비용측면보다는 수익 측면에서 취약한 경쟁력으로 인해 이익경쟁력이 취약한 실정이다. 중형 자산운용회사들의 비용은 판매관리비/AUM으로 볼 때 수탁고 10조 원

33) 상위 3대와 10대 운용회사의 시장집중도가 2005년에 각각 32%, 67%에 머물던 것이 2007년에는 각각 50%, 75%로 급격히 증가하였으며 HHI지수 역시 1,325를 기록하는 등 집중된 시장구조로 재편되고 있다. 50여개 자산운용회사 중에서 10개가 75%를 점유하고, 나머지 40개가 25%를 두고 경쟁을 하고 있는 것이다.

이상 대형 자산운용회사와 큰 차이가 없었으나, 영업수익은 대형 자산운용회사나 소형 자산운용회사에 비해 낮게 나타났다. 이러한 이유는 중형 자산운용회사들은 주로 채권형 펀드를 많이 취급하는 회사들이기 때문이다.³⁴⁾ 또한 소유구조별로는 국내의 독립계 자산운용회사가 이익경쟁력이 취약하였다. 이들은 중소형 자산운용회사와 달리 수익 측면보다 비용 측면에서 경쟁력이 취약하였다. 따라서 경쟁력으로 볼 때 중소형 자산운용회사와 독립계 자산운용회사들은 새로운 수익모델을 개발하거나 비용 효율성을 높여야 하는 상황이다. 1990년대 초반 미국의 자산운용시장에서 규모의 경제와 상품 다변화를 목적으로 이루어진 자산운용회사간의 M&A가 활성화될 여건이 만들어지고 있는 것이다.

한편 국내 자산운용산업은 자통법이 야기할 금융산업 전체의 구조변화로부터도 자유롭지 못할 것이다. 자통법은 자본시장 중심의 금융겸업화를 촉발하는 커다란 환경변수라고 할 수 있다. 은행이나 보험회사, 증권회사들은 자본시장을 둘러싼 제도변화가 야기하는 사업기회를 획득하기 위하여 증권, 자산운용시장에 대한 사업역량을 강화하고 있다. 가령, 은행이 증권 자회사를 인수할 경우, 당초 은행이 보유한 자산운용회사와 인수한 증권회사가 자회사로 보유한 자산운용회사는 불가피하게 합병하거나 계열관계를 유지하게 될 것이다. 자통법으로 인해 모회사가 사업재구축과정에서 자산운용회사들이 자연스럽게 인수합병되는 현상이 나타날 수 있는 것이다. 특히, 독립계 자산운용회사가 2006년 말 기준으로 11개에 불과하기 때문에 이러한 사업재구축 과정의 금융겸업화를 위한 M&A 가능성은 상존한다고 볼 수 있다. 그런데 이러한 모회사 사업재구축에 의한 자산운용산업의 M&A는 자산운용회사의 의지와는 무관하게 진행된다는 특징이 있다.

또한 국내 자산운용산업은 국내 자산운용회사들의 적극적인 글로벌

34) 송홍선·공경신(2008)

경영전략에 따라 아웃바운드 해외 M&A가 증가할 가능성이 있다. 아웃바운드 M&A 가능성은 단순히 국내 자산운용시장의 규모의 팽창(5월말 현재 일임서비스를 포함하여 AUM이 480조원에 이룸)에 따른 해외 포트폴리오구성 필요성 때문만은 아니다. 오히려 자통법으로 다양한 펀드상품이 등장할 수 있는 제도적 여건이 마련됨에 따라 해외의 운용 노하우를 적극적으로 습득하기 위한 목적도 무시할 수 없다. 앞으로 PEF, 헤지펀드 등 다양한 투자상품에 대한 국내 투자자의 수요가 늘어날 것으로 예상되지만, 국내 자산운용회사들 중에서 헤지펀드를 제대로 운용할 매니저가 있는 곳은 사실상 찾아 볼 수 없는 실정이다. 이 같은 전문 매니저에 대한 필요성으로 인해 자산운용산업 선진국의 자산운용회사를 인수할 수 있다는 것이다. 실제 유럽의 금융회사들은 1990년대 중·후반부터 미국의 자산운용회사를 적극적으로 인수하고 있다. 유럽의 자산운용시장이 팽창하는데 있어 미국의 자산운용회사를 적극적으로 인수하는데는 다양한 이유가 있겠지만, 이들의 전문적인 운용 노하우를 습득하기 위한 목적도 분명 고려되고 있는 것이다.

물론 국내 자산운용회사의 소유구조나 동질적인 운용서비스구조 등을 감안할 때 시장의 M&A 압력은 단지 압력으로 그칠 가능성도 있다. 투자은행이나 은행 등과 달리 정부소유 자산운용회사가 없기 때문에 정부가 주도할 수도 없다. 또한 국부펀드나 공적연기금 등이 정책적인 변수가 될 수는 있으나 자산운용산업의 성장전략은 기본적으로 60여개 자산운용회사 스스로 선택해야 할 전략적 선택의 몫이다. 선진국 자산운용시장에서 시간을 두고 진행되던 다양한 M&A 양상들이 국내에서는 언제, 어떻게, 얼마나 현실화될지 지켜볼 일이다.

참고문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 고광수, 2003, 『자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 03-07.
- 고광수·김근수, 2001, 『펀드산업 활성화를 위한 제도 개선 방안』, 한국증권연구원연구보고서 01-02.
- 고광수·김영갑, 2000, 『미국의 종업원 퇴직연금제도와 시사점』, 한국증권연구원 연구보고서 200-03.
- 김철배·박정훈·박철영·서종균·언창국·양중식·장봉기·정철, 2005, 『간접투자 해설』, 박영사.
- 노희진·김규림, 2008, 『헤지펀드의 국내 허용 방안』, 한국증권연구원 연구보고서 08-03.
- 송홍선, 2008, “펀드 오브 헤지펀드”, 『헤지펀드 투자전략 연구(1)』, 한국증권연구원, 207-231.
- 송홍선·공경신, 2008, 국내 자산운용업의 경쟁구조와 M&A 압력, 『계간 자본시장포럼』 겨울호, 한국증권연구원.
- 신보성·박경서, 2004, 『우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향』, 한국증권연구원 연구보고서 04-09.
- 신보성·빈기범·박상용, 2005, 『우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성: 금융구조가 산업성장에 미치는 영향을 중심으로』, 한국증권연구원 연구보고서 05-04.
- 신인석, 2002, 『집합증권투자 규제 연구』, 한국개발연구원 연구보고서 2002-05.

- 신인석, 2008, 현행 펀드 판매보수 규제의 고찰, 『증권법연구』 제 9권 제1호, 한국증권법학회, 301-327.
- 이행규, 2008, 미국의 Private Equity Fund와 Hedge Fund의 수렴현상에 대한 고찰, 『BLF』 제 27호.
- 임병철 · 김자봉, 2006, 『사모투자펀드(PEF) 활성화: 현황 평가과 향후 과제』, 한국금융연구원.
- 자산운용협회, 2008, 『자본시장통합법이 자산운용산업에 미치는 영향 분석 및 대응전략』.
- 조성일, 2005, 『자산운용산업의 성장전략』, 증권예탁.
- 진익 · 한지연, 2007, 『스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리』, 한국증권연구원 조사보고서 07-01.

<해외문헌>

- AllianceBeranstein, 2006, *Annual Report*.
- AllianceBeranstein, 2007, *Fact Sheet*.
- AllianceBeranstein, 2006, *Investor Presentations*.
- Arnott, R.D., Hsu, J.C., Moore, P., 2005, "Fundamental indexation", *Financial Analysts Journal* Volume 61, No. 2, 83-99.
- Barclays, 2006, *Annual Report*.
- Barclays, 2007, *Investor Presentations*.

- Barker, A., Asset management special report, Economist, 2008 (February 28)
- Berkowitz, M.K., Qiu, J., 2002, "Ownership, Risk and Performance of Mutual Fund Management Companies", *Journal of Economics and Business*, Elsevier, vol. 55(2), 109-134.
- Ben, A., Abonyi, G., 2000, *Structure of Asset Management Industry: Organizational Factors in Portfolio Investment, Decisions*, IDRC Visiting Researchers Series No.14.
- Benz, C., Teresa, P.D., Kinnel, R., 2003, *Morningstar Guide to Mutual Funds*, Wiley Finance.
- BlackRock, 2006, *Annual Report*.
- Coates, J.C., Hubbard, R.G., 2007, "Competition in the Mutual Fund Industry: Evidence and Implications for Policy", Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 592.
- Giles, M.St., Alexeeva, E., Buxton, S., 2006, *Managing Collective Investment Funds*, Wiley Finance.
- Goldman Sachs, 2007, *Private Equity Barbarians: Bigger and Bolder, Not Bad*, Goldman Sachs CEO Confidential.
- Huh, A.A., Clancy, N., Dominitz, J., Talley, E., Berrebi, C., Suvankulov, F., 2008, *Investor and Industry Perspectives on Investment Advisors and Broker-Dealers*, LRN-RAND Center for Corporate Ethics, Law, and Governance.
- Franklin Resources, 2006, *Annual Report*.
- Franklin Resources, 2006, *Investor Presentations*.

Franklin Resources, 1994~2006, 10-K.

ICI, 2008, *2007 Investment Company Fact Book*

IFSL, 2007, *Economic Contribution of UK Financial Services 2007.*

IFSL, 2007, *Fund Management 2007.*

IFSL, 2007, *Insurance 2007.*

IFSL, 2007, *International Private Wealth Management 2007.*

IFSL, 2007, *Private Equity 2007.*

IFSL, 2008, *Pension Markets 2008.*

Kruithof, M., 2005, *Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?*, Financial Law Institute, Universiteit Gent.

Legg Mason, 2006, *Annual Report.*

Legg Mason, 2007, *Investor Corporate Presentations.*

Lhabitant, F., 2006, *Hand Book of Hedge Funds*, Wiley Finance.

Maude, D., 2006, *Global Private Banking and Wealth Management*, Wiley Finance.

OECD, 2007, *The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Synthesis of Research About Private Equity Firms and Activist Hedge Funds*, OECD Steering Group on Corporate Governance.

Oxera, 2005, *Current Trends in Asset Management.*

- Peroni Pye, R., 2006, *The Asset Management Industry in EU Zone*,
Universidad ESAN Serie Documentos de Trabajo n.º17.
- Pozen, R.C., 2002, *The Mutual Fund Business*, Houghton Mifflin
Company.
- Roberts, R., 2008, *The City*, The Economist.
- UBS AG, 2006, *Brochure*
- UBS, 2006, *Annual Report*.
- UBS Global Asset Management, 2006, *Fact & Figures*.
- UBS Global Asset Management, 2006, *Hand Book*
- Singleton, J.C., 2005, *Core-Satellite Portfolio Management: a Modern
Approach to Professionally Managed Funds*, The Mcgraw-Hill.
- Stefanini, F., 2006, *Investment Strategies of Hedge Funds*, Wiley Finance.
- Vittas, D., Impavido, G., O'Connor, R., 2008, "Upgrading the
Investment Policy Framework of Public Pension Funds", *The
World Bank Policy Research* working paper 4499.
- Walter, I., The Asset Management Industry in Europe: Competitive
Structure and Performance Under EMU, Financial Times, 1997
(April 24)
- Yermo, J., 2008, "Governance and Investment of Public Pension Reserve
Funds in Selected OECD Countries", OECD.
- ZEW/OEE, 2006, *Current Trend in the European Asset Management Industry*.

<웹사이트>

| | |
|----------------------|---|
| AllianceBernstein | http://www.alliancebernstein.com/ |
| Barclays | http://www.barclays.com/ |
| Black Rock | http://www2.blackrock.com/ |
| Franklin Resource | http://www.franklintempleton.com/ |
| ICI | http://www.ici.org/ |
| IFSL | http://www.ifsl.org.uk/ |
| IMA | http://www.investmentuk.org/ |
| Legg Mason | http://www.leggmason.com/ |
| NYSE | http://www.nyse.com/ |
| Pension & Investment | http://www.pionline.com/ |
| UBS | http://www.ubs.com/ |
| Yahoo Finance | http://finance.yahoo.com/ |

부록: 선진 자산운용회사 사례분석

1. Franklin Resources, Inc
2. AllianceBernstein Holding L.P.
3. UBS Global Asset Management
4. BlackRock
5. Legg Mason

<요약표> 주요 자산운용회사의 개요

| | 조직 형태 | 소유구조 ¹⁾ | | 사업 구조 | 성장 전략 | 수익 구조 ⁴⁾ | 고객 구조 ⁵⁾ |
|-----------------------------|------------------|--|-----------------|---|-------|---|------------------------------------|
| | | A ²⁾ | B ³⁾ | | | | |
| Franklin Resources | 은행 지주회사 | 35% | 50% | -투자운용 및 -연계서비스 -뱅킹 및 -금융서비스 | M&A | -운용수수료 중심(57~59%) | 미국내:70% 해외:30% |
| Alliance Bernstein | 자산운용 지주회사 | 없음 | 43% | -기관투자자 -개인고객 -HNWI -기관대상리서치 | M&A | -운용수수료 중심(67~73%) -기관대상 리서치수수료 | 미국내:42% 해외:58% |
| UBS Global Asset Management | 금융그룹 내 사업부 | 기관 투자자와 이들이 설정한 펀드에 귀속(상위 10개사 보유 비중: 42%) | | -자산관리및 -비즈니스뱅킹 -투자은행 -자산운용 -기업센터 | M&A | -기관서비스 수수료(56%) , -중개수수료 (44%) | 기관: 60% 도매 중개업자 : 40% |
| BlackRock | 자산운용 지주회사 | 3% | 없음 | -주식부문 -채권부문 -현금투자 -대체투자 -솔루션제공서비스 | M&A | - 운용수수료 중심(88%) | 미국내:71% 해외:29% |
| Legg Mason | 자산운용 지주회사 | 2% | 80% | -뮤추얼펀드 /일임서비스 -기관투자자서비스 -자산관리 | M&A | - 운용수수료 중심(83%) | - |

- 주: 1) 전체 주식수에서 차지하는 비중
 2) 대주주 보유 비중
 3) 기관투자자 보유 비중
 4) 괄호 안은 영업이익에서 차지하는 비중
 5) AUM 유입 원천 고객

1. Franklin Resources, Inc

가. 개관

Franklin Templeton으로 더욱 잘 알려진 Franklin Resources는 미국 내 채권형 펀드의 선두주자인 Franklin과 글로벌 투자의 선구자로 명성을 쌓아온 Templeton 및 Darby, Mutual Series, Fiduciary Trust, Bisset 등 6개 회사의 합병을 통해 탄생하였다. Franklin Resources에 합병된 각 회사는 각각의 업무분야와 운용철학을 유지하면서 Franklin Resources라는 커다란 테두리 안에서 독립적으로 사업활동을 하고 있다.

미국 캘리포니아주 샌머테이오에 본사를 두고 있으며 전 세계 29개국에 자회사 관련 사무소 및 제휴사가 분포되어 있다. 종업원은 전 세계적으로 2006년 말 현재 7,982명에 달하며, 한국에서는 지난 1997년에 쌍용 템플턴 투신운용(주)을 설립하여 처음 진출하였고, 2007년 프랭클린 템플턴 투신운용(주)으로 사명을 변경하였다. 2006년 현재 한국에서의 AUM은 약 36억 달러이다.

Franklin Resources는 1986년에 NYSE와 LSE(London Stock Exchange)에 각각 상장되었다. 2007년 말 기준 시가총액은 236억 달러로 NYSE 상장 자산운용회사 중에서 시가총액 1위를 기록하고 있다. 2007년 말 기준 AUM 총액은 약 5,530억 달러로 P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Managers에 따르면 AUM 기준 전 세계 자산운용회사의 AUM규모 중 29위로 평가되었다. AUM의 60% 정도를 주식형 상품에 투자하는 주식형 펀드 운용 중심의 자산운용회사이다. 2006년 기준 약 95억 달러 가량의 자기자산을 보유하고 있으며, 12억 6,700만 달러의 순이익을 내고 있다.

한편 Franklin Resources의 운용철학을 만든 설립자 John Templeton 경은 1912년 미국 테네시주 윈체스터에서 태어나 예일대학을 수석으로 졸업하고, 영국 옥스퍼드대학에서 경제학을 전공하였다. 그는 1937년 37세의 나이에 월스트리트로 진출해 기업가치가 저평가된 주식들을 선별해 내는 뛰어난 안목으로 주목을 받았고, 이후에는 투자 범위를 전 세계로 확대해 '글로벌 펀드'라는 새로운 분야를 개척하였으며, '월스트리트의 살아있는 전설', '영적인 투자가' 등의 별칭을 얻었다.

나. 성장과정

1947년 Franklin Distributors, Inc. 라는 이름으로 설립된 Franklin Resources는 Franklin경의 투자명성을 바탕으로 투자자운용 및 관련 서비스를 제공하며 꾸준하게 내부성장을 추구하였다. 1973년에는 Winfield & Co.를 합병하기도 하였지만, 본격적으로 M&A를 통해 성장 활로를 모색한 것은 1992년 Templeton을 인수하면서부터 이다. Templeton을 인수하기 전 Franklin의 AUM은 579억 달러였으나 인수 이후 1994년에는 AUM이 1,182억 달러로 크게 늘어났다.

1992년 이후 Franklin Resources는 철저히 수익선 다변화를 추구하며 고객층과 시장영역을 확대하여 나갔다. 성장전략의 관점에서 Franklin Resources의 M&A 과정을 살펴보면 크게 글로벌 전략, 내수시장 전략, 기관 및 개인투자고객 강화 전략, 틈새 및 신흥시장 진출 전략 등으로 요약할 수 있다.

1) Templeton 인수: 글로벌 전략

Franklin은 1992년 투자관리 및 관련 서비스를 제공하는 Templeton, Galbraith & Hansberger(이하 Templeton)를 인수하였다. Templeton은 45년의 자산운용역사를 가진 회사로 리서치능력이 탁월하며, 이를 바탕으로 전 세계를 대상으로 저평가 기업에 투자하는 글로벌 가치투자부문의 대표적인 운용회사이다. Templeton과의 합병을 계기로 Franklin은 미국시장만을 대상으로 하는 로컬 자산운용회사에 벗어나, 글로벌 시장을 대상으로 가치주를 발굴하여 투자하는 상품운용을 통해 세계시장으로 진출할 수 있었다.

2) Heine Securities Corporation, Bissett 인수: 북미시장 진출

Franklin은 1996년 11월에 Heine Securities Corporation(현 Mutual Series)을, 2000년 10월에는 Bissett & Associates Investment Management Ltd.(이하 Bissett)를 잇따라 인수하였다. 주로 북미지역을 사업무대로 한 이들을 인수한 것은 북미지역의 베이비붐 세대의 은퇴에 따른 고객 확대와 밀접한 관련이 있었다.

7,700만 명에 달하는 미국의 베이비붐세대(1946~1964년 출생)가 80년대 들어 노후준비를 위해 뮤추얼펀드에 투자를 늘리기 시작한 것이다. 실제로 미국의 펀드시장은 1980년대 들어 10년 사이에 시장규모가 일곱 배 이상 커졌고, 15년 이상 1,000대에서 벗어나지 못하던 다우지수도 1990년대 말에는 1만으로 진입하게 되었다.

캐나다 역시 미국과 마찬가지로 베이비붐세대의 은퇴와 이에 따른 노후준비를 위한 투자상품에 대한 수요가 증가하고 있었다. 이런 상황에서 Franklin은 캐나다 시장 진출을 목적으로 Heine Securities Corporation인수와 캐나다지역 펀드(Canada-focused fund)를 운용하는 캐나다 자산운용

회사인 Bissett을 인수하였다. 이들과의 합병으로 Franklin은 미국 내 뮤추얼펀드시장에서 지배력을 강화함은 물론 캐나다의 기관투자자와 개인 투자자들에 대한 접근을 확대할 수 있었다.

3) Fiduciary Trust 인수: 기관 및 HNWI 부문 강화

Franklin은 2001년 4월 Fiduciary Trust Company International(이하 Fiduciary Trust)을 인수하였다. Fiduciary Trust는 글로벌 자본시장에 대한 리서치 능력과 기업 가치평가에 강점이 있었으며, 이에 근거한 장기 투자를 추구하는 회사였다. 이러한 이유로 기관투자자와 HNWI를 대상으로 하는 투자관리 및 연계 서비스에 강점을 가지고 있었다. Franklin은 본 인수를 통해 HNWI를 고객으로 하는 투자서비스분야에 진출할 수 있게 되었으며, Fiduciary Trust가 보유한 비 미국지역 대상의 뮤추얼펀드를 상품라인에 추가함으로써 더욱 다양한 상품군을 보유할 수 있게 되었다.

4) Pioneer ITI AMC, Darby, Bradesco 인수: 신흥시장 진출

Franklin은 2000년대 들어 신흥시장에도 진출하였다. 2002년 7월에는 인도의 자산운용회사 Pioneer ITI AMC를 인수하였고, 2006년 7월에는 브라질 자산운용회사 Bradesco를 인수하였다. 인도지역은 젊은층 인구가 증가하면서 장기투자에 대한 인식이 확대되고 있었고, 중남미 지역은 중산층 증가와 각종 투자관련 규제 완화로 인한 시장기회의 확대로 성장이 예상되는 지역이었다.

또한 2003년 10월에는 Darby Overseas Investments, Ltd.와 Darby Overseas Partners, L.P.(이하 Darby)를 인수하였다. Darby는 이머징마켓 펀드, PEF, 메자닌 펀드, 각종 섹터펀드 등에 강점이 있었기 때문에

이들 상품군을 새롭게 추가할 수 있게 하였다. Darby의 인수 결과 Franklin은 다양한 상품군을 보유한 통합서비스를 제공할 수 있는 글로벌 자산 운용회사로서의 면모를 갖추게 되었다.

다. 사업구조

Franklin Resources는 미국의 대표적인 투자운용회사로 설립 당시에는 1956년 은행지주회사법을 따르는 은행지주회사였으나 그램-리치-브릴리법(Gramm-Leach-Bliley Act)에 따라 금융지주회사로 전환하였다.

사업분야별 자회사는 각각이 제공하는 서비스로 구분하여 살펴볼 수 있는데 크게 투자운용 및 연계서비스(investment management and related service)와 बैं킹 및 금융서비스(banking and finance)로 나누어진다. 투자운용 및 연계서비스를 살펴보면 다시 1)투자운용부문(investment management service), 2)인수업무(underwriting and distribution), 3)거래 에이전시 서비스(shareholder and transfer agency service), 4)HNWI 서비스 부문(HNWI management and related services, 5)기관투자자 부문(institutional management), 6)신탁 및 보관업무(trust and custody), 7)PE 투자운용(private equity investment management)으로 나누어진다.

투자운용부문의 주요 자회사로는 기관과 개인을 대상으로 일임서비스를 제공하는 Fiduciary Investment Management International, HNWI 대상의 보관서비스 및 관련 상품을 제공하는 Fiduciary Trust, 캐나다 등록 펀드를 판매하는 Fiduciary Trust Company of Canada 등이 있다. 또한 한국, 홍콩, 일본 호주 등지에서 Franklin Templeton Investment 라는 이름으로 개인과 기관대상의 펀드상품 및 일임서비스상품을 포함, 각종 투자운용 서비스를 제공한다.

인수업무를 위해서는 Franklin/Templeton Distributors, Inc.를 자회사로 두고 미국등록 개방형 펀드에 대한 인수 및 판매업무를 담당한다.

거래 에이전시 서비스는 Franklin Templeton Investor Services, LLC를 자회사로 두고 각종 투자자 서비스와 미국등록 개방형 펀드에 대한 사무관리, 배당지급(dividend-paying) 에이전트 역할을 담당한다.

HNWI 서비스를 위한 자회사로는 Fiduciary Trust 및 산하 투자자문 자회사들이 존재하며, 이들은 HNWI와 이들의 가족들을 대상으로 프라이빗뱅킹 서비스, 세금관리, 보관업무와 같은 각종 투자운용 서비스를 제공한다. 캐나다의 HNWI를 위해 Fiduciary Trust Company of Canada를 별도로 두고 있다.

기관투자자 서비스를 위한 대표적인 자회사로는 Franklin Templeton Institutional이 있으며 이외에도 Franklin, Templeton, Mutual Series, Bisset, Darby 브랜드 산하에 존재하는 다양한 투자운용 자회사들을 통해 전 세계의 기관투자자에 대한 서비스를 커버한다. 광범위한 영역의 미국 및 비 미국 지역의 주식형 및 채권형 펀드를 비롯, 일임서비스, 개방형/폐쇄형 펀드와 같은 다양한 투자수단을 기관에게 제공한다.

신탁 및 보관업무는 Fiduciary Trust와 Franklin Resources의 각종 신탁회사에서 제공한다. 이들 자회사는 모두 미국 내에서는 주법상, 해외 설치 자회사의 경우 해당 국가에서 신탁회사로서의 허가를 받아 운영되며, 이들은 신탁업무, 보관업무와 함께 HNWI를 위한 투자운용 서비스, 외환, 유가증권 대차거래, 브로커리지 서비스 등을 제공한다.

PE 투자운용과 관련된 자회사는 Darby가 존재하며, 본 자회사에서는 이머징마켓에서의 PE투자, 메자닌 금융을 담당한다.

Franklin Resource의 두 번째 주요 사업영역인 बैं킹 및 금융서비스는 관련 자회사를 통해 리테일뱅킹, 프라이빗뱅킹, 대출서비스 등을 제공한다.

Fiduciary Trust는 HNWI 대상 프라이빗뱅킹 서비스, 기관 및 HNWI 대상 투자운용 서비스와 보관업무 등을 제공한다.

1) 자회사별 사업구조

Franklin Resource은 투자자에게 투자의 유연성을 제공하기 위하여 Franklin, Templeton, Mutual Series, Bissett, Fiduciary Trust, Darby로 구성된 6개의 브랜드를 유지하면서 약 200여 개의 상품을 제공하고 있다. 각각의 브랜드는 투자자산의 구성, 스타일, 해외 투자 여부 등에 따라 각기 다른 특성을 갖고 있다.

(가) Franklin

Franklin은 1947년에 설립된 미국 내 주식 전문 투자회사로 성장주 및 가치주 중심의 상품과 각종 섹터펀드를 제공한다. 성장주와 섹터펀드는 동일한 운용팀에 의해 운용되며 가치주 운영은 리서치 업무부서와 같은 업무팀에 의해 운용된다. 모든 투자는 리서치팀의 분석에 근거를 두고 진행되며, 이를 위해 35명의 애널리스트를 보유하고 있다. 이밖에도 채권형 펀드를 판매하고 있다.

(나) Templeton

Templeton은 1940년에 설립된 글로벌 뮤추얼펀드 운용에 전문성을 지닌 회사로 1992년에 Franklin Resource의 자회사로 편입되었다. 전 세계를 대상으로 가치주를 선별하며 이를 바탕으로 가치주 중심의 주식형 펀드를 운용하고 있다.

(다) Mutual Series

Mutual Series는 미국 내외의 가치주 중심의 주식형 펀드 운용회사로

1949년에 설립되었으며 1996년에 Franklin Resources에 합병되었다. 저평가된 주식을 선별·투자하여 장기적인 수익창출을 목표로 한다.

(라) Bissett

Bissett은 1982년에 설립된 캐나다 투자회사로 캐나다주식 및 채권관련 상품분야에서 상당한 명성을 가지고 있는 회사였다. 북미지역의 베이비붐세대의 은퇴에 따른 투자상품에 대한 시장수요의 증가에 대비한 전략에 따라 2000년에 Franklin Resources에 합병되었다. 성장주에 주로 투자하는 투자성향을 지닌다.

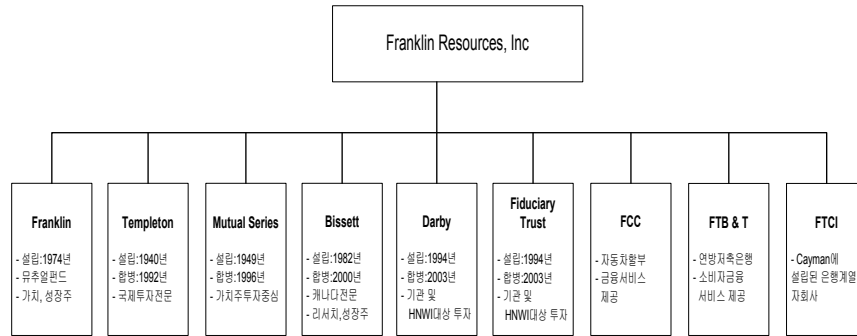
(마) Fiduciary Trust

1931년에 설립된 투자운용 및 보관 서비스를 제공하는 회사로 2001년에 Franklin Resources의 기관투자자 및 HNWI에 대한 전략에 따라 자회사로 편입되었다. 투자전략의 근원을 '세계 자본시장에 대한 철저한 분석'에 두고 있으며 이를 위해 미국뿐만 아니라 전 세계의 경제, 정치, 인구통계학에 이르는 전방위 리서치를 수행하고 있다.

(바) Darby

1994년도에 설립된 회사로 이머징마켓의 PEF와 메자닌 금융을 전문으로 하는 투자회사였다. Franklin Resources의 틈새시장 확보 전략에 의해 2003년에 합병되었다. Darby의 합병으로 대체투자부문에 대한 경쟁력을 보유하게 되었으며, 기관투자자나 HNWI에게 더욱 다양한 상품 구성을 제시할 수 있게 되었다.

<부록 그림-1> Franklin Resources의 조직구조와 자회사별 사업특성



자료: Franklin Resources annual report 2006 재구성

2) 고객별 사업구조

Franklin Resources는 고객을 크게 개인투자자, 기관투자자, HNWI로 분류하고, 고객별로 차별화된 서비스를 제공하고 있다. 개인투자자에 대해서는 투자운용 서비스와 컨설팅 및 자문 서비스를 제공한다. 투자운용 서비스로는 뮤추얼펀드, 랩어카운트, 보험신탁 등의 서비스를 제공하고, 자문 서비스로는 주로 개인퇴직연금 관련 서비스를 제공하고 있다.

마찬가지로 기관투자자에 대해서도 투자운용 서비스와 자문 서비스를 제공하는데, 투자운용 서비스로는 뮤추얼펀드, 일임서비스, 혼합펀드, 대체투자 등의 서비스를 제공한다. 컨설팅 서비스로는 퇴직연금 중 DC형 연금 번들상품 서비스와 자문 서비스를 제공한다.

HNWI에 대해서는 투자운용 서비스와 컨설팅 및 자문 서비스 외에 बैं킹서비스를 함께 제공하고 있다. 우선 투자운용 서비스로는 뮤추얼펀드, 일임서비스, 파트너쉽, 대체투자 등의 서비스를 제공하고, 컨설팅자문 서비스로는 퇴직연금 서비스, 부동산 플랜닝 서비스, 세금상담 서비스 등을 제공한다. बैं킹 서비스로서 보관 서비스, 프라이빗 बैं킹 서비스를 제공하고 있다.

<부록 표-1> Franklin Resources의 고객별 사업구조

| | 개인 | 기관 | HNWI |
|-------------|---------------------------------|--|--|
| 투자 운용 | - 뮤추얼펀드 - 랩어카운트 - 보험 트러스트 | - 뮤추얼펀드 - 일임서비스 - 혼합펀드 - 대체투자 | - 뮤추얼펀드 - 일임서비스 - 파트너쉽 - 대체투자 |
| 컨설팅 및 자문 | - 개인을 위한 각종 연금플랜 | - DC형 연금플랜 - 자문서비스 | - 신탁 - 세금상담 |
| 뱅킹 및 신탁 | | | - 보관업무 - 프라이빗 뱅킹 |

자료: Franklin Resources annual report 2003

라. 상품 및 고객구조

2006년 기준 Franklin Resources의 AUM은 5,529억 달러인데, 이를 6개 브랜드(Franklin, Templeton, Darby, Mutual Series, Fiduciary Trust, Bissett)별로 살펴보면 지주회사 전체 AUM의 77%가 Franklin과 Templeton에 의해 운용되고 있다.

6개 브랜드별 AUM을 보면 Franklin이 2,158억 달러로 비중이 가장 높고, Templeton이 2,116억 달러를 차지하고 있다. 뒤를 이어 Mutual Series가 664억 달러, Fiduciary Trust가 421억 달러, Bissett이 170억 달러를 운용하고 있다.

상품들은 크게 미국에 등록된 펀드들과 미국 이외 지역의 펀드로 구분되며 미국에 등록된 상품들은 개방형 펀드를 기준으로 1)주식형 펀드, 2)하이브리드 펀드, 3)과세채권 펀드(taxable bond fund), 4)비과세채권 펀드(tax-free bond fund), 5)MMF로 구분된다.

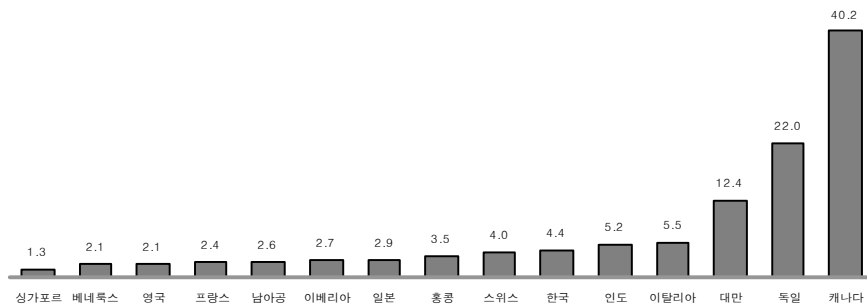
한편 펀드 스타일 별로는 주식형 펀드가 AUM의 60%로 가장 높은

비중을 차지하고 있다. 그 다음으로 하이브리드 펀드가 20%를 차지하고 있으며, 채권형이 18%, MMF 1%의 순서이다.

AUM의 원천에 대한 지역별 분포를 살펴보면 2006년 총 5,529억 달러의 AUM 중에서 약 70%에 해당하는 3,870억 달러가 미국 내 투자자로부터 모집되었다. 이는 2001년의 84%보다 비중이 줄어들었으나 총액 규모로 보면 2,244억 달러에서 3,870억 달러로 두 배 가까이 증가한 것이다.

미국 이외 지역의 상품판매 현황을 보면 2006년 미국에서의 판매규모 3,870억 달러를 제외한 전 세계 판매 규모 1,659억 달러 중에서 캐나다와 독일에서 각각 402억 달러와 220억 달러 규모의 펀드를 판매하였다. 아시아에서 가장 실적이 좋은 대만에서의 판매액이 124억 달러로, 이는 Franklin Resources의 동아시아 4개 지역(일본, 홍콩, 한국, 대만)에서의 총 판매액 232억 달러의 53%를 차지한다. 한국에서의 판매액은 44억 달러로 미국을 제외한 전 세계 지역에서 상위 6위, 동아시아 지역 내 2위에 해당한다.

<부록 그림-2> Franklin Resources의 국가별 AUM(미국 제외)
(단위: 십억 달러)



자료: Franklin Resources investor presentations 2006

마. 소유지배구조 및 위험관리

1) 소유구조

Franklin Resources의 총 발행주식수는 2007년 말 현재 238,277,000주로, 이 중 약 35%에 해당하는 주식이 내부자 및 5% 이상 소유한 대주주들에게 귀속되어 있다. 이러한 수치는 동종업계 경쟁사인 AllianceBernstein과 BlackRock이 전체 주식 중 내부자 및 5% 이상의 주식소유자들이 보유한 주식이 각각 0%와 3%인 것과는 상당한 차이를 보인다. 이는 Franklin Resources 주식을 보유한 상위 5위 모두가 설립자 및 그 자손들이라는 점에서 그 이유를 찾을 수 있다.

전체 발행주식의 50%를 기관투자자와 뮤추얼펀드가 보유하고 있으며, 476개의 기관투자자가 Franklin Resources의 주식을 보유하고 있다.

<부록 표-2> Franklin Resources의 주식소유구조

| | |
|--------------------------|--------------|
| 총 발행주식수 | 238,277,000주 |
| 내부자 및 5%이상 소유한 대주주 보유 비중 | 35% |
| 기관 및 뮤추얼펀드 소유 비중 | 50% |
| 기관투자자수 | 476개 |

자료: NYSE , Yahoo Finance, 2007년 기준

<부록 표-3> Franklin Resources의 개인 대주주

| 보유자 | 관계 | 보유주식수 | 보유비중 |
|----------------------|---------------|------------|-------|
| Johnson Charles B | Director | 35,873,594 | 15.1% |
| Johnson Rupert H Jr. | Director | 2,055,245 | 0.9% |
| Woodworth Louis E | Director | 1,028,751 | 0.4% |
| Burns Harmon E | - | 830,970 | 0.3% |
| Johnson Gregory E | Director, CEO | 581,565 | 0.2% |

자료: Yahoo Finance, 2007년 10월 기준

기관투자자별 보유주식수를 살펴보면 세계적인 투자 전문 그룹들이 Franklin Resources의 주식을 상당수 보유하고 있다. AXA, T. Rowe Price, BGI 등이 각각 전체 주식의 약 6.4%, 4.4%, 2.6%를 보유하고 있으며, 이외에도 Vanguard Group을 비롯한 유수의 투자회사들이 Franklin Resources 주식의 1~2%를 보유하고 있다.

<부록 표-4> Franklin Resources의 기관투자자별 보유주식수

| 보유사 | 보유주식수 | 소유비중 |
|--|------------|-------|
| AXA | 15,633,206 | 6.38% |
| T. Rowe Price | 8,325,293 | 3.40% |
| BGI | 6,254,959 | 2.55% |
| FMR Corporation (Fidelity Management & Research Corp) | 5,402,163 | 2.20% |
| Vanguard Group, Inc. | 4,846,804 | 1.98% |
| State Street Corporation | 4,817,918 | 1.97% |
| Northern Trust Corporation | 3,046,069 | 1.24% |
| Jp Morgan Chase & Company | 2,739,878 | 1.12% |
| Calamos Advisors Llc | 2,699,652 | 1.10% |

자료: Yahoo Finance

뮤추얼펀드별 Franklin Resources의 주식 보유 상태를 살펴보면 장기적인 고수익펀드로 유명한 Fidelity의 마젤란펀드가 0.86%를 보유하고 있다. 이 외에도 T. Rowe Price, Vanguard Group에서 설정한 각종 성장형 및 인덱스펀드에도 0.27%~0.83%까지 Franklin Resources의 주식이 포함되어 있다. Franklin Resources 주식 포함 비중이 높은 뮤추얼펀드 상위 10개사가 소유한 Franklin Resources의 주식은 전체 주식의 5.32%이다.

<부록 표-5> 뮤추얼펀드의 Franklin Resources 주식 보유현황

| 뮤추얼펀드 | 보유주식수 | 보유비중 |
|--|-----------|-------|
| Fidelity Magellan Fund Inc | 2,110,800 | 0.86% |
| T. Rowe Price Growth Stock Fund | 2,030,000 | 0.83% |
| Vanguard 500 Index Fund | 1,554,062 | 0.63% |
| T. Rowe Price Blue Chip Growth Fund | 1,460,000 | 0.6% |
| Calamos Growth Fund | 1,200,000 | 0.49% |
| College Retirement Equities Fund-Stock Account | 1,110,520 | 0.45% |
| Vanguard Total Stock Market Index Fund | 1,086,020 | 0.44% |
| Spdr Trust Series 1 | 958,208 | 0.39% |
| Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fd | 882,717 | 0.36% |
| Vanguard U.S. Growth Fund | 658,760 | 0.27% |

자료: Yahoo Finance

2) 지배구조

NYSE에 상장된 Franklin Resources는 NYSE의 기업지배구조 원칙에 따라 이사회를 조직하고 운용하여야 한다. 2006년 12월, 이사회는 총 12명으로 구성되며 이 중 사외이사 8명, 사내이사 4명이다. 이사회 산하에는 감사위원회, 보상위원회, 지배구조위원회가 구성되어 있다.

Franklin Resources의 감사위원회는 4명으로 구성되어 있으며, 이들은 1)이사의 재무보고서 작성에 대한 의무수행, 2)기업의 준법성 여부, 3)감사자의 적격성 여부 및 독립성 여부, 4)기업의 내부감사기능과 독립적인 감사 여부 등을 감독한다.

Franklin Resources의 보상위원회는 총 4명으로 구성되어 있으며 이들은 CEO의 연간 성과평가 및 보상 검토는 물론 기타 경영진의 성과평가 및 보상을 결정한다. 이와 함께 SEC 규정에 따라 연차보고서와 사업보고서의 위임장 권유 신고서(Schedule 14A)를 통해 경영진의 보상내역을 주주에게 공개할 의무를 가진다.

Franklin Resources의 지배구조위원회는 총 3명으로 구성되어 있으며

이들은 이사 후보들의 자질을 검증하고 지배구조 지침 실행, 개발과정 등을 모니터링한다.

ISS(Institutional Shareholder Services, Inc.)가 2008년 3월에 발표한 보고서에 따르면 Franklin Resources의 기업지배구조 평가지수(Corporate Governance Quotient: CGQ)는 S&P500에 포함된 기업들의 46.6%, Diversified Financials Companies의 86.8% 보다 우수하다는 평가를 받고 있다.

3) 내부통제체제

투자관리 과정은 리서치, 포트폴리오 운용, 트레이딩이 분리되어 독립적으로 이루어지지만 각각의 과정은 서로 유기적으로 맞물려 있다. 또한 각 과정의 역할이 사전적으로 정의되어 있어 주어진 책임범위를 뛰어넘는 의사결정은 할 수 없는 등 효율적인 위험관리가 가능하도록 조직되어 있다. 비록 포트폴리오 매니저라 하더라도 리서치팀이 구축해 놓은 투자가능 대상 종목과 매도·매수 가능가격, 목표 포지션을 벗어나는 투자의사결정은 철저히 금지된다.

이러한 각 과정별 책임주체와 의사결정 과정의 명확성은 위험관리에 도움이 될 뿐만 아니라, 의사결정 단계별 성과 측정이 가능하게 되어 운용과정 전반의 개선에도 기여하게 된다.

이밖에도 콜론, CD 등의 운용을 위한 거래상대 리스트(counter-party approved list)와 주식 및 채권거래를 위한 브로커 리스트(approved broker list)를 통하여 거래상대방 신용위험(counter-party credit risk)발생을 방지하고 있으며, 운용과 매매를 철저히 분리하여 운용리스크 발생 및 포트폴리오 매니저의 대리인 위험을 방지한다.

철저한 리서치를 통해 저평가된 주식에 장기적인 관점으로 투자하는 바텀업(bottom-up) 투자철학은 시장의 흐름에 의해 발생하는 투자관련

리스크를 줄일수 있을 뿐만 아니라 부서간의 철저한 역할분리 및 상호 통제 기능과 시너지 효과를 창출하여 더욱더 철저한 위험관리를 가능하게 한다.

운용에 있어서는 토론과 합의에 의한 운용을 원칙으로 하는 철저한 팀체제를 고수함으로써 기업분석 리스크를 최소화 하고, 분산운용을 실천함으로써 투자 리스크를 최소화 하며, 파생상품 투자를 금지하는 것을 원칙으로 하고 있다.

컴플라이언스 모니터링의 권한이 크고 그 기능이 매우 발달되어 있어 운용과정에서 잠재될 수 있는 각종 위험들을 사전에 차단하며, 이를 사후적으로 관리·통제하는데 이용하고 있다. 컴플라이언스 모니터링은 각 지역본부는 물론 본사의 통제를 동시에 받고 있어서 투자자보호 및 잠재위험 방지에 대한 준비가 철저하게 이루어진다. 이밖에도 이사회에 직접 보고하는 위험관리위원회를 통하여 잠재위험의 발생을 통제하거나, 기존에 발생한 위험의 영향을 최소화하고 재발방지를 가능하게 하며, 일정한 자격요건을 갖춘 위험관리 전문가들로 하여금 독립적으로 위험관리를 하게 함으로써 통제수준 이상의 위험발생확률을 최소화 한다.

바. 재무구조

먼저 대차대조표 항목부터 살펴보자. 2006년 말 기준 Franklin Resources의 총자산은 약 95억 달러이다. 우선 이 같은 총자산 규모는 2006년 말 AUM 5,530억 달러와는 비교할 수 없을 정도로 작은 규모로 AUM이 고유계정 총자산의 58배 수준이다.

총자산/부채의 구성에도 몇 가지 주목할 점이 있다. 다른 자산운용회사와 마찬가지로 총자산에서 자기자본의 비중이 70% 정도로 부채 비중이 매우 낮다는 것을 알 수 있다. 이는 고유계정 자산을 가지고 위험자산에

투자하는 것이 고객자산과의 이해상충으로 제한받기 때문이다. 총자산 구성에서 현금 및 현금등가물의 비중이 50%를 차지하고 있다. 매도가능 유가증권이나 트레이딩 목적의 유가증권은 각각 5.8%, 4%에 불과하는 등 대부분 안전자산에 투자하고 있다.

자기자본 구성에서도 특징이 발견된다. 총자산대비 자기자본 비중은 70% 수준이지만 보통주 비중은 총자산 대비 0.3%에 불과하다. 대신 자본잉여금 비중이 2%, 사내유보가 67%로 비중이 높다. AUM이 5,530억 달러이고 총자산이 95억 달러인 글로벌 자산운용회사의 납입자본금이 고작 2,500만 달러인 것이다. 이처럼 납입자본금 수준이 낮다는 것은 경제학적으로는 자산운용회사의 위험이 그 만큼 낮다는 것을 의미한다.

실제로 미국은 자산운용회사에 대해 연방차원의 자본규제를 하지 않는다. 자산운용업자로 등록할 때 초기 자본금 요건이 아예 존재하지 않으며, 계속영업과정에서도 마찬가지로 다른 금융회사처럼 자기자본의 규제를 받지 않는다.

<부록 표-6> Franklin Resources의 주요 재무지표 추이

| | 2000 | 2002 | 2004 | 2006 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Assets(백만 달러) | 4,042 | 6,422 | 8,227 | 9,499 |
| Assets | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Total current assets | 41.0% | 36.8% | 49.1% | 52.3% |
| Cash and cash equivalents | 18.2% | 13.2% | 34.2% | 34.8% |
| Receivables: | 6.6% | 4.6% | 4.9% | 6.6% |
| Investment securities, avail-for-sale | 15.7% | 17.5% | 5.3% | 5.8% |
| Investment securities, trading | 0.0% | 0.0% | 3.1% | 4.0% |
| Total banking/finance assets | 7.4% | 16.4% | 10.0% | 12.1% |
| Cash and cash equivalents | 0.3% | 2.0% | 1.3% | 3.2% |
| Loans receivable, net | 6.3% | 6.9% | 4.1% | 2.7% |
| Loans held for sale, net | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 4.1% |
| Investment securities, avail-for-sale | 0.7% | 6.7% | 3.2% | 1.8% |
| Non-current assets: | 51.6% | 46.8% | 40.8% | 35.6% |
| Intangible assets, net | 28.9% | 10.9% | 8.2% | 6.0% |
| Goodwill | 0.0% | 20.6% | 16.8% | 14.8% |
| Total liabilities & stockholder's equity | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Liabilities | 26.6% | 33.6% | 37.0% | 28.6% |
| Total current liabilities: | 12.1% | 7.1% | 11.2% | 10.1% |
| Total banking/finance liabilities: | 5.9% | 13.8% | 8.0% | 9.6% |
| Non-current liabilities: | 8.6% | 12.7% | 17.8% | 8.9% |
| Total stockholder's equity | 73.4% | 66.4% | 62.1% | 70.4% |
| Preferred stock | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| Common stock | 0.6% | 0.4% | 0.3% | 0.3% |
| Capital in excess of par value | - | 9.3% | 3.1% | 2.0% |
| Retained earnings | 72.5% | 57.6% | 57.7% | 66.7% |
| Assets / equity | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.4 |

자료: Franklin Resources annual report 2006

다음으로 손익계산서 항목을 살펴보자. 영업수익 구성을 통한 수익구조를 살펴보자. 영업수익의 대부분은 운용수수료이며 이것은 2000년 이래 전체 영업수익의 57%~59%의 비중을 안정적으로 유지하고 있다. 그 다음은 판매수수료이다. 판매수수료 역시 2000년 이래 총 영업수익의 30% 이상으로 안정적으로 유지하고 있다. 직접판매의 제한으로 인해 판매수수료의 대부분을 별도의 판매회사가 차지하는 우리나라 자산운용회사들과 달리 Franklin Resources는 펀드상품의 직접판매를 통해 상당한 수익을 얻고 있다는 것을 알 수 있다. 또 하나의 주요 수익창출부문으로 투자자 서비스 수수료가 있다. 투자자 서비스는 아직 우리나라에서는 개념화되어 수입이 창출되는 영역은 아니지만, 투자자에 대한 투자정보제공의 필요성과 잠재적 수요가 상당한 점을 감안할 때 향후 자산운용회사의 수익창출 부문으로 개발할 필요가 있는 부문이다.

판매관리비에서 가장 많은 비중을 차지하는 것은 인건비이다. 인건비는 전체 영업비용의 50% 내외를 차지하고 있다. 2006년에는 스톡옵션 같은 주식보상도 지급하여 전체 영업비용의 3.5%를 차지하고 있다. 그 외 임대료와 같은 고정비와 광고비 등이 영업비용을 구성하고 있는데, 특히, 광고비의 경우 Franklin Resources가 직접판매를 수행하기 때문에 영업비용에서 차지하는 비중이 2006년 8.8%로 다소 높은 수준을 유지하고 있다.

경쟁력 지표들을 살펴보자. 먼저 수익성 지표를 보면 영업수익은 평균 AUM의 0.7% 수준을 안정적으로 유지하고 있다. 그리고 영업수익 중에서 운용수수료는 평균 AUM 대비 2006년 0.61%로 운용수익의 대부분이 운용수수료임을 알 수 있다. 그리고 판매수수료는 평균 AUM의 2006년 0.36%를 기록하고 있으며, 투자자 서비스 수수료는 0.05%를 차지하고 있다.

비용지표를 보면 인건비(compensation and benefit)는 평균 AUM 대비 2000년 0.23%에서 2006년에는 0.18%로 하락하였다. 인건비 이외의

180 선진 자산운용회사의 경영구조와 전략

영업비용은 평균 AUM의 0.16%로 인건비 비중에 비해 근소하게 낮았다. 평균 AUM 대비 광고비 지출은 0.03% 내외 수준을 계속 유지하고 있다.

ROE는 해마다 다소 부침이 큰 편이었다. 2006년 ROE는 22%로 상당히 양호한 수준이었으나 2002년에는 10.25%, 2004년에는 14.71% 였다. 평균 AUM 대비 순이익은 2006년 0.26%로 이전에 비해 높은 수준을 기록하고 있다.

<부록 표-7> Franklin Resources의 수익 및 비용 구조

| | 2000 | 2002 | 2004 | 2006 |
|---|---------|---------|---------|---------|
| Operating revenues | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Investment management fees | 59.8% | 58.1% | 57.3% | 58.7% |
| Underwriting distribution fees | 30.3% | 31.5% | 33.5% | 34.8% |
| Shareholder servicing fees | 9.0% | 7.6% | 7.1% | 5.1% |
| Operating expenses | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Compensation and benefit | 50.8% | 53.0% | 54.0% | 49.2% |
| Stock compensation expense | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.5% |
| Information systems and occupancy | 20.3% | 24.2% | 19.2% | 17.0% |
| Advertising and promotion | 9.6% | 8.8% | 7.9% | 8.8% |
| Revenue drivers | | | | |
| Oper rev / avg managed assets | 0.8% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| Management fees / avg managed assets | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| Underwriting comm / avg managed assets | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| Shareholder svc fees / avg managed assets | 0.00% | 0.07% | 0.07% | 0.05% |
| Expense drivers | | | | |
| Comp & ben / avg managed assets | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| Non comp / avg managed assets | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| Advertising / avg managed assets | 0.04% | 0.04% | 0.03% | 0.03% |
| Key financial metrics | | | | |
| Return on equity | 20.0% | 10.3% | 14.7% | 22.0% |
| Return on avg managed assets | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% |
| Post-tax Net income(백만 달러) | 562.1 | 432.7 | 706.7 | 1,420.5 |
| Total AUM(백만 달러) | 229,900 | 247,800 | 361,900 | 511,300 |
| Avg. AUM(백만 달러) | 228,267 | 264,528 | 343,007 | 482,175 |
| Employees(명) | 6,489 | 6,711 | 6,696 | 7,982 |

자료: Franklin Resources annual report 2006

2. AllianceBernstein Holding L.P.

가. 개관

1971년 성장형 주식과 채권상품 운용에 강점을 가진 Alliance Capital Management Corporation, Inc.는 1971년 설립된 이후 2000년에 가치주 운용과 리서치 분야에 강점을 가진 Sanford C. Bernstein을 인수하여 리서치 및 개인고객업무 등의 종합서비스를 제공하는 AllianceBernstein을 탄생시켰다. Bernstein의 인수로 얻어진 강력한 리서치 능력을 투자 프로세스에 적절히 적용함으로써 수익창출에 크게 기여하고 있다.

본사는 뉴욕에 있으며 아틀랜타, 보스턴, 시카고, 클리브랜드 등지에 지사를 두고 있다. 또한 영국, 일본, 싱가포르를 비롯한 전 세계 24개국, 47개 도시에 투자관리 및 리서치 관련 사무소를 두고 있다.

AllianceBernstein은 1998년에 NYSE에 상장하였으며, 2007년 6월 현재 전체 AUM은 7,930억 달러로 이는 P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Managers의 AUM 기준 순위 16위에 해당하는 규모이다.³⁵⁾

나. 성장과정

AllianceBernstein은 주로 내부성장을 통해 규모를 확장하였다. 1971년 설립과 함께 성장형 주식과 채권분야에서 명성이 알려졌으며 1987년에는 지주회사로 전환하여 사업부문별로 독립성을 강화한 지주회사체제를 구축하였다. 지주회사체제로 조직을 개편한 AllianceBernstein은 안정된

35) 순위에는 AllianceBernstein 단독으로 등재되어 있지 않으며, AllianceBernstein의 최대지분보유자인 AXA Financial이 총 AUM 17,400억 달러로 4위에 랭크되어 있다.

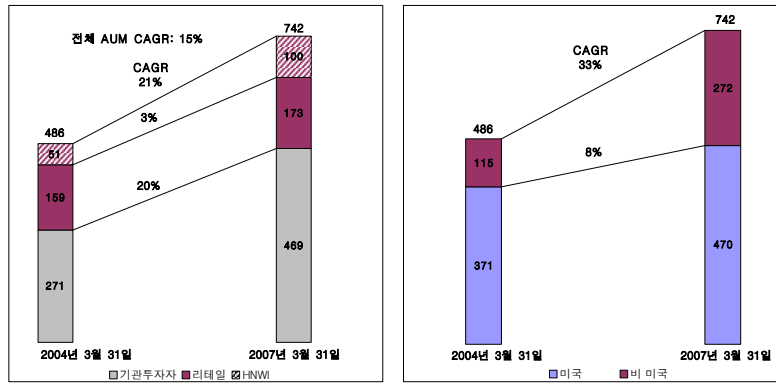
사업조직을 발판으로 2000년 Sanford C. Bernstein을 인수하였다.

Sanford C. Bernstein은 인수 당시 AUM이 858억 달러에 불과한 중소 자산운용회사였으나 리서치 및 개인고객 부문에서 명성을 얻고 있었기 때문에 당시 AllianceBernstein으로서는 상품구성과 리서치능력을 강화하는 높은 시너지를 기대할 수 있었다.

AllianceBernstein이 1992년 1,000억 달러에 불과하던 AUM을 2007년 6월 약 8,000억 달러까지 끌어올린 성장의 원동력은 개인고객 부문과 글로벌 기관투자자 고객의 확보였다. 본격적인 사업강화기에 접어든 AllianceBernstein의 최근 4년간의 AUM 성장 추세를 살펴보면 연간 15%의 성장률을 보이고 있다. 특히 HNWI를 대상으로 하는 개별고객부문과 세계 주요 기관투자자를 대상으로 서비스를 하는 기관투자자 부문은 각각 연간 21%와 20%로 성장하며 AllianceBernstein의 성장을 이끌고 있다.

또한, 이미 완벽한 성숙기로 접어든 미국 시장에서의 성장에 비해 미국 외 지역에서의 성장세가 눈에 띄게 증가하였다. 2007년 AUM의 63%에 해당하는 4,500억 달러가 미국 지역의 투자자들로부터, 37%에 해당하는 2,720억 달러가 미국 외 지역의 투자자들로부터 발생하였다. 이는 2004년도에 미국 지역의 투자자들로부터 발생된 AUM이 2004년 전체 AUM 4,860억 달러의 76%, 미국 외 지역의 투자자들로부터의 AUM이 2004년도 전체 AUM의 24%임을 고려해 볼 때, 사업 강화기 동안 전체적으로 사업 성장이 이루어졌으며, 그 중 미국 이외의 지역에서의 판매활동이 적극적이었음을 알 수 있다.

<부록 그림-3> Alliancebernstein의 AUM
증가(판매채널 및 지역별)



자료: Alliance Bernstein investor presentations 2006

다. 사업구조

AllianceBernstein은 지주회사로서 산하에 4개의 자회사를 보유하고 있다. 자회사들은 기관투자자, 개인고객, HNWI, 기관투자자 대상 리서치 부문 등 고객별 특성에 따라 나누어져 있다.

<부록 그림-4> Alliancebernstein의 자회사별
사업구조



1) 기관투자자부문: AllianceBernstein Institutional Investments

AllianceBernstein Institutional Investments는 전 세계 기관투자자를 대상으로 광범위한 투자서비스 및 투자솔루션을 제공하고 있다. 기관고객의 2/3는 전 세계의 각종 연기금이며, 이 밖에 퇴직연금, 보험사 및 45개국의 중앙은행과 정부를 고객으로 확보하고 있다.

2) 개인투자자부문: AllianceBernstein Investment

AllianceBernstein Investment는 전 세계의 개인투자자에게 투자상품 및 관련 서비스를 제공한다. 미국 내 고객에게는 뮤추얼펀드, 529 플랜, 퇴직연금상품, 일임서비스 등을 제공하고 있으며 미국 외 지역의 투자자들에게는 60여 개의 지역별로 등록된 다양한 펀드상품(주식형, 채권형, 하이일드펀드 등)을 제공한다.

3) HNWI 부문: AllianceBernstein Global Wealth Management

AllianceBernstein Global Wealth Management는 HNWI를 대상으로 맞춤형 자산관리 서비스를 제공한다. 고객별로 별도의 재무설계사들이 맞춤형 재무계획을 수립하고 다양한 상품군(전 세계를 대상으로 하는 주식, 채권, 부동산 투자상품 등)으로의 접근을 가능하게 한다.

4) 기관대상 리서치부문: Sanford C. Bernstein & Co., LLC

Sanford C. Bernstein & Co., LLC는 AllianceBernstein에서 기관대상 리서치를 담당하는 자회사로 높은 수준의 펀더멘털 리서치를 비롯, 포트폴리오 전략, 거래 및 브로커리지 서비스를 제공한다. 리서치 결과물은 미국, 유럽, 아시아 등지의 기관고객에게 전달된다.

<부록 표-8> AllianceBernstein의 서비스부문별 요약

| 서비스 부문 | 고객 | 제공 서비스 | 특장점 |
|--------|---|---|---|
| 기관 | <ul style="list-style-type: none"> - 약 1,700여 개의 기관투자자 - 미국 37개 주 Public Pension Funds를 고객으로 확보 | <ul style="list-style-type: none"> - 글로벌 리서치, 투자 및 고객서비스 플랫폼 제공 - 기관대상 퇴직연금 서비스 | <ul style="list-style-type: none"> - 다양한 고객층을 만족시키는 다양한 상품 보유 - Global Asset Allocation - 글로벌 리서치 및 포트폴리오 관리를 위한 인프라확보 - Fundamental and Quantitative 리서치 - 강력한 컨설팅 능력 |
| 개인 | <ul style="list-style-type: none"> - 4백만 명의 개인투자자 | <ul style="list-style-type: none"> - 41개 미국 뮤추얼 펀드 - 36개 비 미국 뮤추얼펀드 - 글로벌 투자서비스 - 개인 퇴직연금 | <ul style="list-style-type: none"> - 자산배분전략 전문성 - 모든 자산종류와 지역을 커버하는 투자 |
| HNWI | <ul style="list-style-type: none"> - HNWI | <ul style="list-style-type: none"> - 자산 플래닝 서비스 제공 | <ul style="list-style-type: none"> - 뛰어난 투자관련 리서치와 리서치 자료의 활용능력 - 30년동안 투자 노하우 보유 - 전문성을 갖춘 파이낸셜 어드바이저 보유 |
| 리서치 | <ul style="list-style-type: none"> - 투자매니저, 뮤추얼펀드, 헤지펀드 등 | <ul style="list-style-type: none"> - 업계 수위의 리서치 능력에서 얻어진 투자관련 리포트 - 글로벌 고객들을 위한 리서치에 지원확대 | <ul style="list-style-type: none"> - 업계 수위의 리서치 능력 - 독립적인 투자 리서치 (no investment banking) - 미국 내외의 리서치 및 트레이딩 - 높은 수준의 세일즈 능력 |

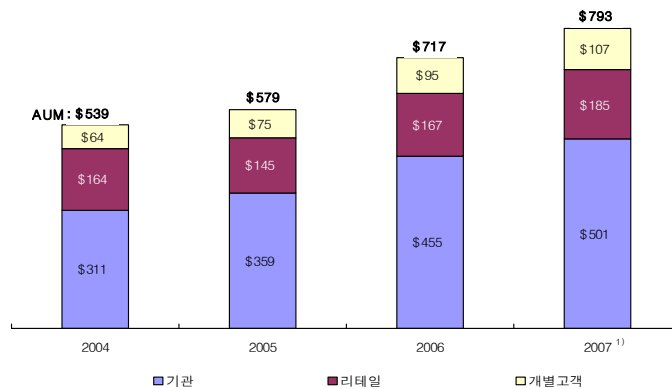
라. 자산운용현황

2007년 6월 기준 AllianceBernstein의 AUM은 7,930억 달러 이다. 52%가 주식상품에, 24%가 채권상품에 투자되고 있으며 그 외에도 자산운용 전략에 따라 통화, 상품, 증권화된 부동산 등과 관련된 상품에 투자·운용되고 있다.

판매채널별 투자규모를 살펴보면 2007년 2사분기 기준 전체 AUM 7,930억 달러의 63%에 해당하는 5,010억 달러가 연금, 투신, 기업, 정부 등 미국 내외의 기관투자자의 투자로부터 발생하였고 약 23%에 해당하는 1,850억 달러가 리테일, 14%에 해당하는 1,070억 달러가 HNWI를 대상으로 하는 개별고객 부문에서 발생하였다. 또한 전체 AUM에서 기관고객이 차지하는 AUM 총액은 가장 크지만 서비스 다각화에 의해 그 비중이 점차 줄어들고 있음도 알 수 있다.

<부록 그림-5> AllianceBernstein의 수익구조

(단위: 십억 달러)

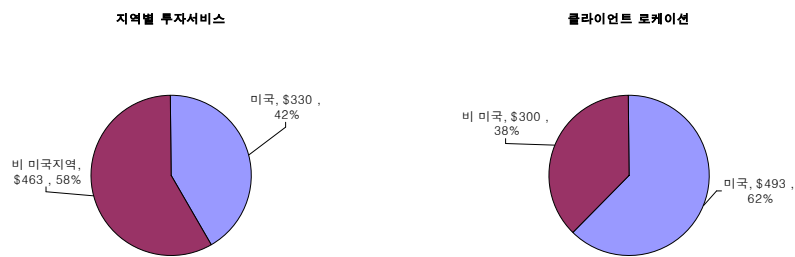


주: 1) 2007년 2사분기

자료: AllianceBernstein fact sheet 2007

2007년 2사분기 기준 AUM의 지역별 투자 서비스 현황을 살펴보면 전체 AUM 7,930억 달러의 58%에 해당하는 4,630억 달러가 해외에서, 42%에 해당하는 3,300억 달러가 미국에서 발생하였고, 지역별 고객분포는 비 미국 국적의 고객이 전체 AUM의 38%, 미국 국적의 고객이 전체 AUM의 62%를 차지하고 있다.

<부록 그림-6> AllianceBernstein의 지역별 투자서비스, 클라이언트 로케이션



자료: AllianceBernsteun fact sheet 2007

마. 소유지배구조 및 경영전략

1) 소유구조

AllianceBernstein의 총 발행주식수는 2007년 말 현재 86,948,000주이며, 이 중 약 43%에 해당하는 주식을 기관 및 뮤추얼펀드가 보유하고 있다. 내부자에게 귀속된 주식은 0%이며, 5%이상의 주식 보유자도 존재하지 않는다. 279개의 기관이 AllianceBernstein의 주식을 보유하고 있다.

<부록 표-9> AllianceBernstein의 주식소유구조

| | |
|--------------------------|-------------|
| 총 발행주식수 | 86,948,000주 |
| 내부자 및 5%이상 소유한 대주주 보유 비중 | 없음 |
| 기관 및 뮤추얼펀드 소유 비중 | 43% |
| 기관투자자수 | 279개 |

자료: NYSE , Yahoo Finance

AllianceBernstein의 주식을 보유한 279개의 기관투자자 중 Royce & Associates, Inc.가 전체 주식의 3.42%로 가장 많은 주식을 보유하고 있다.

기관투자자와 뮤추얼펀드가 보유한 주식은 전체 주식수의 43%이며, AllianceBernstein의 주식을 보유한 279개의 기관투자자 중 주식보유량 상위 10개사가 보유한 주식은 전체 주식의 약 22%에 해당한다.

<부록 표-10> AllianceBernstein의 기관투자자별 보유주식수

| 보유사 | 보유주식수 | 보유비중 |
|--|-----------|-------|
| Royce & Associates, Inc. | 2,966,100 | 3.42% |
| Mac-Per-Wolf Company | 2,277,242 | 2.63% |
| FMR Corporation (Fidelity Management & Research Corp) | 2,170,128 | 2.5% |
| Cincinnati Insurance Company | 2,048,600 | 2.36% |
| Banco Inc. | 1,931,100 | 2.23% |
| Cincinnati Life Insurance Company | 1,863,000 | 2.15% |
| Neuberger Berman, LLC | 1,471,220 | 1.7% |
| U.S. Bancorp (Minnesota) | 1,386,644 | 1.6% |
| Bank of America Corporation | 1,364,765 | 1.57% |
| Merrill Lynch & Co., Inc. | 1,304,149 | 1.5% |

자료: Yahoo Finance

뮤추얼펀드별 AllianceBernstein의 주식보유현황을 살펴보면 AllianceBernstein의 주식을 보유한 상위 10개 뮤추얼펀드들은 위험회피적이며 정기적인 수익을 추구하는 각종 인컴펀드(income fund)와 가치주 중심의 펀드들이다. 이들은 적게는 AllianceBernstein 전체 주식의 0.4%~2%까지 설정펀드에 포함하고 있다. 이들 상위 10개 뮤추얼펀드가 보유한 AllianceBernstein의 주식은 AllianceBernstein 전체 발행주식수의 10.67%에 해당한다.

<부록 표-11> 뮤추얼펀드의 AllianceBernstein 주식 보유현황

| 뮤추얼펀드 | 보유주식수 | 보유비중 |
|--|-----------|-------|
| Janus Mid Cap Value Fund | 1,700,000 | 1.96% |
| Royce Total Return Fund | 1,666,500 | 1.92% |
| Variable Insurance Products Fd III-Mid-Cap Portfolio | 1,545,428 | 1.78% |
| Baron Partners Fund | 1,214,000 | 1.4% |
| Pennsylvania Mutual Fund Inc | 899,400 | 1.04% |
| Baron Asset Fund | 600,000 | 0.69% |
| Calamos Growth Fund | 500,000 | 0.58% |
| Fidelity Advisor Mid Cap II Fund | 395,100 | 0.46% |
| First American Equity Income Fund | 379,959 | 0.44% |
| Thornburg Investment Income Builder Fund | 350,000 | 0.4% |

자료: Yahoo Finance

2) 지배구조

2007년 3월 기준 AllianceBernstein의 주식의 63%는 AXA Financial이 보유하고 있다. AXA Financial은 1816년 프랑스에서 설립된 회사로 1998년 포춘(Fortune)에 의해 세계 제 1의 종합금융그룹(보험부문)에 선정되기도 했던 세계적인 종합금융그룹이다. 1992년 AllianceBernstein의 전신인 Alliance Capital 주식의 56%를 보유하고 있던 Equitable Life와

합병함으로써 AllianceBernstein의 최대지분보유자가 되었다.

실질적인 기업경영과 관련해서는 상부 집행 조직으로서 최고경영위원회(executive committee)를 두고 있다. 최고경영위원회 구성원은 회장 1명, 부회장 5명이다. 최고경영책임자(CEO), 최고투자책임자(CIO), 최고집행책임자(COO)를 중심으로 경영, 운용, 집행, 재무, 영업의 최고책임자로 구성되었다.

최고경영위원회의 하부조직으로서 전략사업부문(strategic business unit)이 설치되었다. 전략사업부문은 상품별로 5개 부서(미국 성장형 주식, 미국 가치형 주식, 글로벌·성장형 주식, 글로벌·가치형 주식, 채권), 고객층별로 4개 부서(기관투자자고객, 리테일고객, HNWI, 기관투자자를 위한 리서치)로 나누어져 있다.

각 상품별로 최고투자책임자가 1명씩 배치되었고, 고객층별로 책임자가 1명 배치되었다. 사업부문마다 목표가 설정되어 있으며 독립적으로 운영된다. 또한 재무, 사무관리, IT 부문과 같은 경영 공통의 인프라 부문도 사업부문에 추가하였다.

3) 경영전략

(가) 브랜드

AllianceBernstein 본사의 조직은 크게 영업부문, 마케팅부문, 컨설팅부문 등 3부문으로 나누어진다. 영업부문은 AllianceBernstein의 주요 다섯가지 상품인 미국 성장형 주식, 미국 가치형 주식, 글로벌·성장형 주식, 글로벌·가치형 주식, 구조화 증권의 전 상품을 고객에게 소개하는 역할을 담당한다.

영업부문의 조직은 고객층별로 기업연금, 공무원연금, 기관투자자담당으로

나누어져 있고, 기업연급에 대해서는 규모별로 대규모(자산 20억 달러 이상), 중소규모(자산 20억 달러 이하)로 나누어져 있다.

영업조직에서는 상품스페셜리스트(products specialist)라는 직제를 만들었다. 상품스페셜리스트는 글로벌·성장형 주식담당, 글로벌·가치형 주식담당, 채권담당과 같이 상품별로 담당이 있어 영업담당자와 운용전문가사이의 가교역할을 담당한다.

상품스페셜리스트는 합병에 따라 과거에 비해 영업담당자가 취급해야 할 상품의 증가로 인한 업무부담을 줄이고, 합병전 회사의 상품 이외의 것에 대한 판매를 보다 원활하게 하기 위하여 만들어진 직급이다. 영업담당자는 당해 상품에 대해 불명확한 점이 있으면 먼저 담당 상품스페셜리스트에게 자문을 구한다. 상품스페셜리스트는 운용의 의사결정에 관한 전략회의에 참가하는 등 평소에 담당 상품의 운용전문가와 의사소통을 꾀하고, 영업담당자가 유지한 고객의 욕구를 운용전문가에게 전하고 시장의 상황변화에 따라 운용 동향을 영업담당자에게 알려주는 역할을 한다.

(나) 마케팅

사내에서는 영업담당자에 대해 세일즈맨이 아니고 어드바이저라는 호칭을 사용하고 있다.

주된 이유는 1)본질적으로 운용회사가 밀어붙이기식 영업을 하는 기관이 아니라는 점, 2)자산운용업은 소비재와 같은 형태의 상품을 판매하는 업종이 아니라 '신용'을 파는 업종이라는 점, 3)상품의 경제적 가치인 운용실적을 보증할 수 없다는 점 등이다.

어드바이저의 역할은 크게 1)고객의 욕구와 투자목적의 파악, 2)자본 시장의 특징 이해, 3)고객에게 솔루션 제공으로 나누어진다.

어드바이저는 단순히 상품을 소개하는 것만이 아니라 고객에게 자본

시장에 관한 독자적인 통찰과 고객 욕구에 대한 해결책을 제공하는 등 교육적 관점에서 고객과의 신뢰를 쌓는 것이 중요한 과제중의 하나이다.

이러한 어드바이저에 대한 인식은 처음에는 주로 HNWI 대상의 영업담당자에게 적용되었으나, 지금은 연기금을 중심으로 하는 기관투자자에 대한 영업에도 적용되고 있다.

(다) 리서치조직

AllianceBernstein의 상품은 자산종류별로 미국 주식, 글로벌 주식, 채권 등이 있으며, 주식 스타일별로 성장형, 가치형 등이 있다. 채권운용에서도 모기지, 보험회사자산, 하이일드, 이머징마켓 채권 등을 보유하고 있다. 이 밖에도 헤지펀드, 부동산 투자신탁 등 다양한 상품구성을 갖추고 있다. 운용조직은 크게 성장형 주식팀, 가치형 주식팀, 채권팀 등으로 분류되어 있다. 각각의 팀에 운용담당자와 애널리스트가 속해 있으며 영업마케팅 부문, 사무 부문, IT 팀은 이러한 세 개의 운용팀을 횡단적으로 지원하는 조직으로서 위치하고 있다.

전 세계를 포괄하는 리서치 능력을 바탕으로 산업리서치팀과 이슈리서치팀을 운용하고 있으며 이들이 창출한 광범위한 정보는 투자프로세스에 적용되어 수익을 창출하고 있다. 또한 리서치 분야에서의 성공은 전 세계를 대상으로 통합된 AllianceBernstein의 서비스를 제공함과 동시에 각국의 환율, 세제 등을 고려한 차별적인 전략적 서비스를 제공할 수 있는 발판이 되고 있다. 2007년 6월 말 현재 전체 고용인원은 4,322명인데, 이중 리서치 애널리스트는 276명으로 6.4%를 차지하고 있다. 이는 국내 증권사 중에서 리서치부문에 강점이 있는 대우증권의 2006년말 애널리스트가 66명으로, 전체 인원 2,374명의 2.78%인 것과 비교할 때도 높은 수준이다.

<부록 표-12> 리서치 관련 인력현황

| 리서치 애널리스트 | 성장형 | 가치형 | 채권형 | 복합형 | 총인원 |
|--------------|-----|-----|-----|------------------|-----|
| 퀀터멘탈 | 73 | 66 | 43 | - | 182 |
| 계량분석 | 8 | 22 | 10 | 27 ¹⁾ | 67 |
| 이코노미스트 | - | - | 8 | - | 8 |
| 전략적 변화 | - | - | - | 3 | 3 |
| 초기단계성장 | - | - | - | 10 | 10 |
| 중국 리서치 | - | - | - | 6 | 6 |
| 총인원 | 81 | 88 | 61 | 46 | 276 |

주: 1) 자산운용 계량분석부문, 핵심/분산형 계량분석부문, 글로벌분석, 상품개발 계량분석부문 포함, 2007년 6월 기준

자료: AllianceBernstein 웹사이트

바. 재무구조

1) 재무현황

AllianceBernstein은 뉴욕에 본사를 두고 있으며 세계 24개국 47개의 도시에서 4,000여명의 임직원을 두고 있다. 2006년 말 기준 자산총액은 약 106억 달러 이고, NYSE 2006년도 말 종가는 80.4 달러 이다. 2006 AUM이 약 7,000억 달러임을 볼 때 AUM이 고유계정 총자산의 66배 수준이다.

총자산대비 부채, 자기자본의 구성을 살펴보면 다음과 같다. 2006년 총자산에서 부채가 차지하는 비중은 57%로 자산운용회사들의 평균 부채비중에 비해 상대적으로 높다고 할 수 있다. 총자산 구성에서 현금 및 현금등가물의 비중은 2006년 6.53% 수준이다. 또한 매도가능 투자자산의 비중은 5.12%에 불과하다. 총자산 구성에서 가장 많은 비중을 차지하는 부분은 무형자산부분으로 총자산의 약 30%를 차지하고 있다. 특히 무형자산 중 영업권이 차지하는 비중은 전체 무형자산의 91%, 총자산의 27%를 차지한다.

194 선진 자산운용회사의 경영구조와 전략

자기자본 구성을 살펴보면 2006년 기준 자기자본은 약 46억 달러로 총자산 대비 자기자본은 43% 수준이다. 이는 자산운용회사들의 자기자본 비중이 약 70%인 것과 비교했을 때 AllianceBernstein의 자기자본비중은 상대적으로 낮은 편이다.

<부록 표-13> AllianceBernstein의 주요 재무지표 추이

| | 2000 | 2002 | 2004 | 2006 |
|---|----------|----------|----------|-----------|
| Assets(백만 달러) | 8,270.80 | 7,218.00 | 8,779.30 | 10,601.10 |
| Assets | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Cash and cash equivalents | 2.6% | 2.2% | 12.1% | 6.5% |
| Cash and securities segregated, at market | 15.79% | 16.27% | 16.96% | 17.58% |
| Receivables | | | | |
| Brokers and dealers | 15.92% | 13.26% | 16.94% | 23.07% |
| Brokerage clients | 2.27% | 3.03% | 4.01% | 4.58% |
| Fees | 4.86% | 3.80% | 4.04% | 5.26% |
| Other | - | - | - | - |
| Investments, avail-for-sale | 4.11% | 4.33% | 2.19% | 5.13% |
| PPE, gross | 4.08% | 6.59% | 6.07% | 6.66% |
| Accumulated D&A | -1.66% | -3.13% | -3.62% | -3.93% |
| PPE, net | 2.41% | 3.46% | 2.45% | 2.72% |
| Goodwill, gross | 37.30% | 42.83% | 39.09% | 31.26% |
| Accumulated amortization | -0.76% | -2.97% | -6.32% | -3.97% |
| Goodwill, net | 36.54% | 39.85% | 32.77% | 27.29% |
| Intangible assets, gross | 6.10% | 5.74% | 4.72% | 4.34% |
| Accumulated amortization | -1.16% | -0.65% | -1.00% | -1.65% |
| Intangible assets, net | 4.94% | 5.09% | 3.71% | 2.69% |
| Goodwill and intangible assets, net | 41.48% | 44.94% | 36.48% | 29.98% |
| Deferred sales commissions | 8.65% | 6.94% | 2.90% | 1.84% |
| Other investments | 0.64% | 0.40% | 0.70% | 1.92% |
| Other assets | 1.24% | 1.34% | 1.24% | 1.39% |
| Total liabilities & partner's capital(%) | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Total liabilities | 50.0% | 45.10% | 52.30% | 56.90% |
| Total Partner's capital | 49.98% | 54.91% | 47.65% | 43.12% |
| Assets / equity | | | | 2.3 |

자료: AllianceBernstein annual report 2006

다음으로 손익계산서 항목을 살펴보자. 영업수익 구성을 통해 수익구조를 살펴보면 먼저 영업수익의 대부분이 운용수수료임을 알 수 있다. AllianceBernstein은 2000년 이래 전체 영업수익의 67%~73%가 운용수수료에서 발생하고 있으며 이것은 매년 증가추세를 보이고 있다. 운용수수료 다음으로 영업수익에서 큰 비중을 차지하는 부분은 판매수수료로 2000년 이래 11%~25% 사이의 비중을 유지하고 있으나 매년 감소추세에 있다. 이는 AllianceBernstein이 과거에 비해 펀드의 직접판매 비중을 줄이고 있음을 뜻한다. 반면 기관투자자에 대한 리서치 서비스에서 얻어지는 수수료 수입은 2000년 전체 영업수익의 2%였던 것이 2002년에 11%로 폭발적으로 증가하여 2006년까지 전체 영업수익의 9%~10%를 유지하고 있다. 이는 2000년 리서치 부문에 강점을 지닌 Sanford C. Bernstein의 인수에 따른 결과라고 할 수 있다.

판매관리비에서 가장 많은 비중을 차지하는 것은 인건비이다. 인건비는 2006년 현재 전체 영업비용의 57%를 차지한다. 2000년 전체 영업비용 중 36%만이 인건비로 지출되었던 점, 그리고 2000년 전체 종업원수가 4,438명으로 2006년 4,410명에 비해 줄었다는 것을 감안할 때 인건비에 대한 부담은 매년 커지고 있음을 알 수 있다.

경쟁력 지표를 살펴보자. 먼저 수익성 지표를 살펴보면 영업수익은 평균 AUM의 0.6% 수준을 안정적으로 유지하고 있다. 운용수수료는 평균 AUM 대비 2006년 0.45%, 판매수수료는 0.19%를 차지하고 있으며 투자자 서비스 수수료는 비중이 미미하다.

비용지표를 살펴보면 인건비는 평균 AUM에 대해 0.2% 수준을 유지하고 있다. 인건비 이외의 영업비용은 AUM 대비 0.2% 수준을 유지해 오다가 2006년 0.1%로 다소 감소한 상태이다.

ROE는 해마다 변동이 큰 편이다. 2006년 ROE는 26%로 상당히 양호한 수준이지만 2002년은 15%, 2004년은 18%를 기록하기도 하였다. 평균

AUM 대비 순이익은 2006년 현재 0.57%로 이전과 비교했을 때 비슷한 수준을 유지하고 있다.

<부록 표-14> AllianceBernstein의 수익 및 비용 구조

| | 2000 | 2002 | 2004 | 2006 |
|--|----------|----------|----------|----------|
| Revenues(백만 달러) | 2,522.10 | 2,742.40 | 3,026.90 | 3,953.90 |
| Revenues | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Invmtg adv & service fees | 24.65% | 17.05% | 14.78% | 10.65% |
| Distribution revenues | 2.23% | 10.75% | 10.03% | 9.49% |
| Institutional research services | 3.39% | 3.70% | 2.89% | 0.62% |
| Shareholder servicing fees | 2.72% | 1.12% | 2.48% | 3.74% |
| Expenses(백만 달러) | 1,812.80 | 2,099.30 | 2,281.90 | 2,731.00 |
| Comp and benefits | 35.96% | 43.21% | 47.56% | 56.66% |
| Promotion/Servicing | - | - | - | - |
| Affiliated | 1.68% | - | - | - |
| Third party | 4.85% | - | - | - |
| Distribution payments to intermediaries | 26.26% | 18.71% | 16.40% | 10.73% |
| Revenue drivers | | | | |
| Advisory fees / avg AUM | 0.4% | 0.45% | 0.43% | 0.45% |
| Distribution / avg MF AUM | 0.3% | 0.30% | 0.27% | 0.19% |
| Shareholder servicing fee / avg AUM | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.00% |
| Net revenues / avg AUM | 0.51% | 0.57% | 0.54% | 0.57% |
| Expense drivers | | | | |
| Compensation / avg AUM | 0.20% | 0.20% | 0.20% | 0.20% |
| Non-comp / avg AUM | 0.20% | 0.20% | 0.20% | 0.10% |
| Distrib expense / distrib revenues | 76.60% | 84.00% | 83.70% | 69.60% |
| Affiliat. distr. exp. / total distrib. exp | 25.70% | | | |
| Non-comp/revs | 56.80% | 50.70% | 45.10% | 32.30% |
| Key financial metrics | | | | |
| ROE | 38% | 15% | 18% | 26% |
| Average AUM(백만 달러) | 403,799 | 413,584 | 490,422 | 637,470 |
| Employees(명) | 4,438 | 4,118 | 4,100 | 4,410 |

자료: AllianceBernsteun annual report 2006

3. UBS Global Asset Management

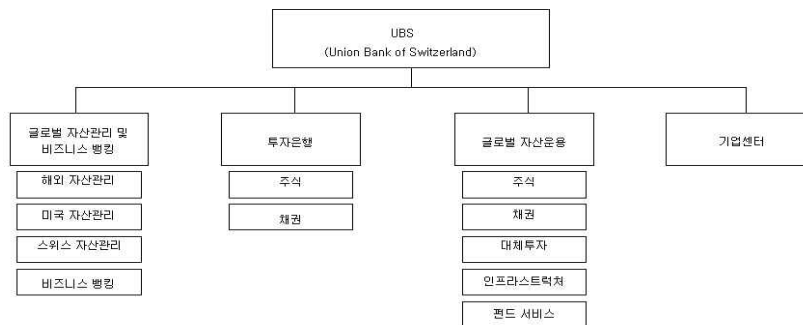
가. 개관

UBS Global Asset Management는 1998년 6월 스위스 양대 금융 그룹인 Union Bank of Switzerland(UBS)와 Swiss Bank Corporation(SBC)의 합병으로 탄생한 UBS AG의 자산운용 사업부문이다.

UBS AG는 글로벌 자산관리 및 비즈니스뱅킹 부문, 투자은행 부문, 글로벌 자산운용 부문, 기업센터(corporate center) 부문으로 구성되어 있다. 전 세계 50여 국에 진출해 있으며 직원수는 8만 명 이상이다. 지역별 직원 분포는 미주지역 39%, 스위스 38%, 유럽 16%, 아시아 태평양 지역 7%로, 특히 미주지역 직원이 스위스 직원보다 더 많을 정도로 월스트리트에 빠르게 정착하고 있다.

SWX(Swiss Exchange), NYSE, TSE(Tokyo Stock Exchange)에 상장되어 있으며, 투자은행 부문은 취리히에, 상업은행 부문은 바젤에 나뉘어 위치한다.

<부록 그림-7> UBS AG의 비즈니스 라인



나. 성장과정

1) 그룹의 성장과정

UBS AG의 성장과정은 그룹의 핵심인 UBS와 SBC의 발전과정과 일치한다.

SBC의 기원은 1856년 스위스 바젤에 위치한 6개의 프라이빗뱅크들이 주식 인수업무를 위해 Bankverein이라는 컨소시엄을 구성한 것에서 시작한다. 이후 1872년 Basler Bankverein이란 회사명으로 스위스 바젤에 설립된 SBC는 스위스 국내에서는 상업은행 업무를 제공하고, 해외 시장에서는 주로 기업고객을 대상으로 투자은행 업무를 제공해 왔다. 1898년 런던에 최초의 해외 지점을 설립하였고 이후 끊임없이 해외 시장으로의 진출을 모색하였다. 이러한 SBC의 사업전략 전반에는 Merrill Lynch 출신의 투자은행 업무 경력을 보유한 Marcel Ospel의 역할이 컸다. Marcel Ospel은 1990년 SBC의 상업은행과 투자은행 부문을 분리하는 기구 개혁을 단행하였고, 1995년 영국 최대의 머천트 뱅크인 SG Warburg를 인수하여 투자은행 부문을 강화하였다. Marcel Ospel이 SBC의 CEO로 취임한 1996년, SBC를 상업은행에서 투자은행으로 변신시켰다. 또한 1997년 미국 유력 증권회사인 Dillon Reed를 인수하여 투자은행 부문을 더욱 강화하였다.

SBC와 더불어 UBS AG의 또 하나의 중요 구성체인 UBS는 1863년에 창립된 Toggenburger Bank와 1862년에 창립된 Bank in Winterthur의 합병을 통해 1912년에 탄생하였다.

UBS는 SBC와 마찬가지로 스위스 국내에서는 상업은행 서비스를 제공하고 해외 시장에서는 기업고객들을 대상으로 투자은행 서비스를 제공하였다. UBS는 스위스의 여러 은행들을 합병하여 1962년 스위스 최고의 상업은행으로 자리 잡게 되었고, 1985년 Interhandel과 Phillips & Drew를

인수하여 영국시장 진출을 시작하였다.

1998년 UBS와 SBC의 합병으로 오늘날의 UBS AG가 탄생하게 되었다. UBS AG는 SBC의 투자은행 부문과 UBS의 자산운용 부문을 양측으로 설립되었으며, 두 회사의 결합으로 인해 UBS AG는 유럽 최대의 금융기관으로 자리잡게 되었다. 합병 당시 SBC의 총자산은 4,389억 스위스프랑이었고, 스위스 내 357개의 지점과 해외 82개 지점을 보유하고 있었으며, 2만 8,000명의 임직원이 업무에 종사하고 있었다.

<부록 표-15> 합병시기의 SBC와 UBS 비교

| | | SBC | UBS |
|--------------|-----|--------|--------|
| 총자산(억 스위스프랑) | | 4,398 | 5,576 |
| 지점수(개) | 스위스 | 288 | 357 |
| | 해외 | 77 | 82 |
| 임직원수(명) | | 27,565 | 27,611 |

UBS AG는 탄생 이후 지속적으로 타 금융기관을 인수함으로써 미국, 유럽, 중국 등지에서 경쟁력을 확보하고 있다. 2000년 11월 UBS AG는 미국 뉴욕에 본사를 둔 종합 증권회사인 Paine Webber Inc.와 합병하여 미국 자산관리시장에 본격적으로 진출하게 되었다. 2003년 9월, ABN Amro의 미국 브로커리지 영업부문을 인수하였고, 2003년 10월, 독일 Merrill Lynch 개인고객 사업부를 인수하여 유럽 내에서 종합자산관리 업무를 강화하기 위한 체계적인 노력을 기울이고 있다. 2003년, 중국증권위원회(China Securities Regulatory Commission: CSRC)에서 적격외국기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investor: QFII)로 인가를 받아 중국 증권시장에 진출하였다.

다. 소유지배구조

1) 소유구조

UBS AG의 대부분의 주식은 기관투자자와 이들이 설정한 펀드에 귀속되어 있다. 가장 많은 주식을 보유한 곳은 The Depository Trust Company로 이들은 UBS AG 전체 주식의 13.21%를 보유하고 있다. 뒤이어 Chase Nominees Limited가 8.55%의 UBS AG의 주식을 보유하고 있다. 보유주식수 상위 10개사가 보유한 주식은 전체 주식의 42.38%이다.

<부록 표-16> UBS AG의 주식 보유 현황

| 보유사 | 보유비중 |
|---|--------|
| The Depository Trust Company | 13.21% |
| Chase Nominees Limited | 8.55% |
| Self Owned | 7.66% |
| Nortrust Nominees Limited | 4.59% |
| Wellington Management Co L.L.P. via its funds | 2.17% |
| Credit Suisse Group via its funds | 1.76% |
| Jp Morgan Chase & Co. via Its Funds | 1.24% |
| Merrill Lynch & Co., Inc. via its funds | 1.17% |
| Thornburg Investment Management Inc via its funds | 1.02% |
| Deutsche Bank Ag via its funds | 1.01% |

2) 지배구조

UBS AG의 지배구조는 이사회와 경영위원회로 구성된다. 스위스 은행법에 따라, 두 그룹의 의장직은 각각 다른 사람이 맡도록 하고, 두 그룹 회원간의 겸직을 금지함으로써 권력분산과 동시에 각각의 독립성을 유지하도록 하고 있다.

이사회는 기업의 경영과 전략, 경영진의 감독에 대해서 궁극적인 책임을 갖는 최고의 기구로 감사위원회, 보상위원회, 인사위원회로 구성된다. 2006년 12월 말 기준, 이사회는 총 12명의 이사로 구성되어 있으며, 이중 사외이사는 9명이다. 일상적인 업무에 관한 사항은 경영위원회에 위임하고 경영진의 감독 및 통제권은 이사회가 보유한다.

라. Global Asset Management

1) 자산운용부문의 성장

UBS AG의 자산운용 사업부문을 담당하는 UBS Global Asset Management는 UBS AG의 M&A결과 피합병사에 산재되어 있던 자산운용부문의 통합에 따른 결과물이다. 2002년 4월, 피합병사에서 자산관리업무를 담당했던 사업부들인 캐나다 사업부 Brinson Partners, Brinson Advisors, 영국 내의 사업부인 Phillips & Drew와 유럽 기반 UBS AG의 자산운용 사업부 UBS Asset Management가 UBS Global Asset Management라는 단일의 통합브랜드로 재탄생 되었다. 통합에 따른 효과는 통합 바로 다음 해인 2003년에 European Fund Award 2003에서 Best Overall Group을 수상함으로써 성공적이었음을 알리게 된다. 이후 2005년도에 UBS에 존재하는 2개의 자산관리 부문을 글로벌 자산관리 및 비즈니스뱅킹 부문으로 통합함으로써 현 시스템을 완성하게 된다.

UBS의 자산관리 사업부문은 통합 이후에도 지속적인 M&A를 통해 업무영역을 확장하였다. 2005년, 브라질 자산운용회사 Banco Pactual의 합병을 통해 이머징마켓 시장에 진출하였으며, 2007년 1월, Standard Chartered의 인도지역 뮤추얼펀드 사업부문을 인수하였다.

2) 업무영역

UBS Global Asset Management는 UBS AG의 비즈니스 그룹 중 하나로 주식, 채권과 같은 전통적인 투자상품은 물론 대체투자, 부동산에 이르는 다양한 종류의 투자솔루션을 고객에게 제공한다.

2006년 12월 현재 8,660억 스위스프랑의 AUM을 보유하고 있으며, 이는 UBS가 세계 최대의 기관자산 관리자 중 하나임을 의미한다. 이와 함께 유럽에서 두 번째로 큰 규모이며, 스위스 최대의 뮤추얼펀드매니저이기도 하다.

UBS Global Asset Management의 사업영역은 투자지역, 서비스 등의 기준에 의해 크게 1)주식, 2)채권, 3)대체투자, 4)부동산, 5)글로벌 투자솔루션(global investment solutions), 6)인프라스트럭처, 7)펀드서비스(fund services)로 구분된다.

주식 부문은 고객의 다양한 위험수준과 기대수익률을 만족할 수 있도록 성장형, 패시브 등 다양한 스타일의 주식을 고객에게 제공한다. 투자시 모든 기본정보는 글로벌 리서치에서 주어지며 이를 바탕으로 투자처를 결정한다.

채권 부문에서는 UBS Global Asset Management의 투자규정을 준수하는 글로벌 시장과 로컬 시장을 겨냥한 다양한 스펙트럼의 시장 솔루션을 제공한다. 주식 부문과 마찬가지로 글로벌 리서치에서 얻어진 정보를 바탕으로 다양한 투자 가능 기회 중 가장 매력적인 투자처를 선별하여 투자에 임한다.

대체투자 부문은 크게 멀티매니저 비즈니스(multi-manager business)와 단일매니저 비즈니스(single-manager business)로 구분되는 두개의 비즈니스 라인으로 구성된다. 멀티매니저 비즈니스에서는 third-party 매니저에 의해 운용되는 헤지펀드의 포트폴리오를 다양한 고객층을 만족시킬 수

있도록 구성한다. 단일매니저 비즈니스는 주요 헤지펀드 스페셜리스트 중 하나인 O'Connor에 의해 운영된다.

부동산 부문은 유럽, 일본, 미국 등지의 사무실, 산업부지, 호텔 등의 부동산 상품과 관련 주식에 투자한다. 이러한 투자는 혼합펀드, 일임서비스, 상장펀드 등을 통하여 고객에게 제공된다.

글로벌 투자솔루션은 다양한 자산클래스, 전략, 통화를 이용하여 고객의 도전적 욕구에 부응하는 투자솔루션을 창출한다. 리스크 관리를 최우선으로 여긴다.

인프라스트럭처 부문은 UBS Global Asset Management의 새로운 사업부문으로, 전 세계를 대상으로 하는 인프라스트럭처 펀드를 구성하거나 관리한다. UBS의 투자은행 부문과 업무적으로 밀접한 유대관계를 형성하면서 상장된 인프라스트럭처 관련 증권으로 펀드를 구성하거나 관리한다.

펀드서비스는 UBS Global Asset Management의 글로벌 펀드 운영 및 관리부문으로 리테일, 기관, 헤지펀드 등을 위해 펀드설정, 국제적인 등록절차, 통합 리포팅과 같은 전문적인 서비스를 제공한다. 운영 및 관리센터는 캐나다, 케이만 군도, 아일랜드, 룩셈부르크, 스위스, 영국 등지에 위치해 있다.

3) 업무조직

사업본부는 바젤, 시카고, 프랑크푸르트, 케이만 군도, 홍콩, 런던, 룩셈부르크, 뉴욕, 리오 데 자네이루, 시드니, 도쿄, 토론토, 취리히 등지에 위치해 있으며, 아시아·태평양 지역의 23개국에서 3,500명의 임직원이 업무에 종사하고 있다.

UBS Global Asset Management는 2005년 이후부터 수번의 M&A와 지분참여를 통하여 세계 여러 지역으로 업무영역을 확장하게 되었고 보다

다양한 상품구성을 갖추게 되었다.

2005년 4월, UBS Global Asset Management는 중국의 국가개발투자청(State Development Investment Corporation: SDIC)과 합작해 심천시에 위치한 차이나 드래곤 펀드 매니지먼트(China Dragon Fund Management Co. Ltd.) 지분 49%를 매입, 중국 CSRC의 승인을 거친 후 합작 자산운용회사를 설립하였다. 차이나 드래곤은 외국 파트너에게 최대 49%의 지분을 허용하는 중국 최초의 합작 자산운용회사이다.

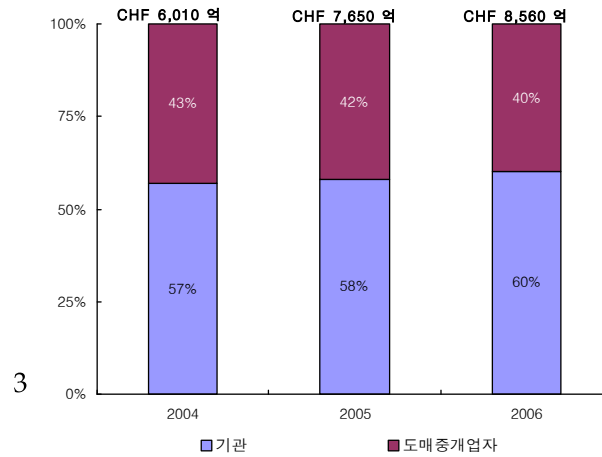
2005년 12월에는 브라질 자산운용회사 Banco Pactual과 합병을 완료하였다. 본 합병으로 UBS Global Asset Management는 이머징마켓에 진출하게 되었다. 2006년 12월 현재 총 AUM은 240억 스위스프랑으로 AUM 규모 순으로 브라질 내 상위 여섯 번째의 규모이다.

2007년 1월에는 Standard Chartered의 인도지역 뮤추얼펀드 사업부문 인수를 결정하였다.

4) 고객구성

UBS Global Asset Management의 고객은 크게 기관고객과 도매중개업자(wholesale intermediary)로 나뉜다. 2006년 12월 현재 전체 AUM은 8,560억 스위스프랑으로 이는 전년대비 약 12%가 증가한 금액이다. 고객별로 AUM을 살펴보면 2006년 AUM 총액 8,560억 스위스프랑의 60%에 해당하는 5,190억 스위스프랑이 기관고객으로부터 발생하였으며, 40%에 해당하는 3,470억 스위스프랑이 도매중개업자로부터 발생하였다.

<부록 그림-8> UBS Global Asset Management 고객별 투자금액

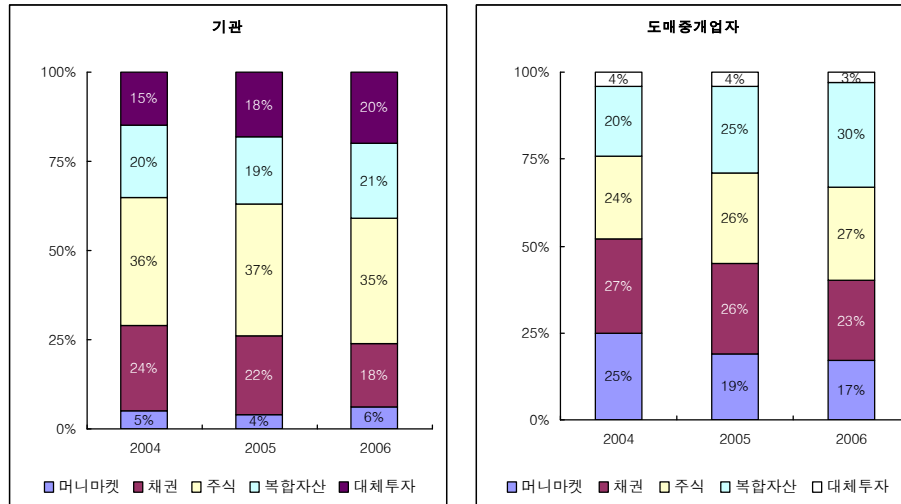


자료: UBS Global Asset Management hand book 2006

기관고객의 자산클래스별 투자현황을 살펴보면 2006년 12월 현재 기관고객의 AUM 5,190억 스위스프랑의 35%에 해당하는 1,820억 스위스프랑이 주식에 투자되었으며, 21%가 복합자산(multi-asset), 20%가 대체투자, 15%가 채권, 6%가 머니마켓에 투자되었다.

도매중개업자의 자산클래스별 투자현황을 살펴보면 2006년 12월 현재 도매중개업자로부터 발생한 AUM 3,470억 스위스프랑의 30%에 해당하는 1,040억 스위스프랑이 복합자산에 투자되고 있으며 27%가 주식, 23%가 채권, 17%가 머니마켓, 3%가 대체투자 상품에 투자되고 있다. 특히, 2005년까지만 해도 투자대상중 주식의 비중이 가장 높았으나 2006년에는 복합자산의 비중이 가장 높았으며, 2005년 26%에서 2006년 30%로 증가하였다. 주식으로의 투자는 2005년 전체 AUM의 26%에서 2006년에는 27%로 1% 증가하였다.

<부록 그림-9> 기관과 도매중개업자의 자산클래스별 투자비중



자료: UBS Global Asset Management hand book 2006

5) 수익성 분석

UBS Global Asset Management의 영업수익을 통해 수익구조를 살펴 보자. UBS Global Asset Management의 영업수익은 수수료 수입에서 발생한다. 영업이익을 발생시키는 수수료 수입은 기관투자자 대상의 서비스에서 발생한 수수료와 중개수수료로 양분된다. 2006년 현재 전체 영업수익에서 기관투자자 대상의 서비스에서 발생한 수수료는 56%, 중개수수료는 44%를 차지한다. 이러한 비율은 과거 2년 동안의 자료에서도 비슷한 양상을 보이고 있다.

판매관리비에서 가장 많은 비중을 차지하고 있는 것은 인건비로 2006년 전체 판매관리비의 82%가 인건비로 지출되었다. 이러한 수치는 2004년 61%, 2005년 69%였던 것과 비교했을 때 인건비 지출이 크게 증가했음을 알 수 있다. 이는 전체 직원수의 증가, 임직원에 대한 성과보상, 전략적

신규사업 진출에 따른 인건비 증가 등에서 기인한 것이다.

경쟁력 지표를 살펴보자. 수익성 지표를 보면 영업수익은 전체 AUM의 0.33%~0.37% 수준을 유지하고 있다. 동종업계에 있는 Franklin Resources와 AllianceBernstein의 평균 AUM 대비 영업수익 비중이 각각 0.7%, 0.6%인 것과 비교하면 상당히 낮은 수치이다. 2006년 현재 영업수익 중 기관투자자 대상의 서비스에서 발생한 수수료와 중개 수수료는 각각 AUM 대비 0.21%, 0.16%를 차지하고 있다.

비용지표를 보면 인건비는 2006년 현재 AUM 대비 0.17% 수준으로 2004년 0.15%, 2005년 0.13%에 비해 다소 증가하였다. 인건비를 제외한 영업비용은 AUM대비 0.04%로 인건비 비중에 비해 낮은 수준을 보이고 있다.

자기자본 대비 수입(return on allocated regulatory capital)³⁶⁾은 2004년 36.4%, 2005년 69.9%, 2006년 84.8%로 급격하게 증가하고 있다. AUM 대비 순이익은 0.16%로 2004년 0.09%, 2005년 0.14%와 비교해 볼 때 꾸준히 상승하고 있다.

36) 세전 영업이익/ 평균 자기자본

<부록 표-17> UBS Global Asset Management의 수익 및 비용구조

| | 2006 | 2005 | 2004 |
|--|--------|--------|--------|
| operating income(백만 스위스프랑) | 1,803 | 1,330 | 1,085 |
| operating income | 100% | 100% | 100% |
| Institutional fees | 56.00% | 53.00% | 54.00% |
| Wholesale Intermediary fees | 44.00% | 47.00% | 46.00% |
| operation expenses | 100% | 100% | 100% |
| personnel expenses | 82.00% | 69.00% | 61.00% |
| Cash components | 71.39% | 62.87% | 55.92% |
| Share-based components | 10.83% | 6.22% | 4.83% |
| General and administrative expenses | 22.00% | 21.00% | 20.00% |
| Services(to)/from other business units | -6.00% | 8.00% | 9.00% |
| Depreciation of property and equipment | 1.00% | 1.00% | 2.00% |
| Amortization of goodwill | 0.00% | 0.00% | 9.00% |
| Amortization of intangible assets | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Business Group performance before tax | 0.16% | 0.14% | 0.09% |
| Operating expenses/operating income | 56.8% | 57.5% | 72.7% |
| Return on allocated regulatory capital | 84.8% | 69.9% | 36.4% |
| Invested asset(백만 스위스프랑) | 866 | 765 | 601 |
| Personnel(명) | 3,436 | 2,861 | 2,665 |

자료: UBS AG annual report 2006

4. BlackRock

가. 개관

BlackRock은 전 세계적으로 투자관리 서비스를 제공하는 미국 내 가장 큰 자산관리회사 중 하나로, 채권상품과 기관투자자 서비스에 강점을 가지고 있다. 또한 BlackRock Solutions® 브랜드를 통하여 투자, 리스크 관리, 투자자문 서비스를 제공하고 있다.

BlackRock은 1988년 Blackstone Group의 계열회사인 Financial Management Group으로 설립되었다가 1992년 BlackRock이라는 이름으로 Blackstone Group으로부터 독립하였다. 이후 부단한 내부성장과 공격적인 영업활동을 통해 1999년 AUM 1,650억 달러로 NYSE에 상장하게 되었다.

BlackRock은 상장 이전과 달리 2000년대 들어서 M&A를 통한 성장을 적극적으로 추구하고 있다. 2005년에는 State Street Research Management를 인수하였고, 2006년에는 MLIM을 인수하였으며, 2007년에도 Quellos Capital Management를 인수하는 등 M&A를 통한 사세확장이 이루어지고 있다.

BlackRock은 2007년 10월 기준 약 1조 3,000억 달러의 AUM을 보유하고 있으며 이는 P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Managers에 따르면 세계 10위의 규모이다. BlackRock은 전 세계 18개국에 걸쳐 약 5,000여명의 임직원을 두고 있으며, 뉴욕에 위치한 본사를 중심으로 미국, 유럽, 아시아, 호주 및 중동 등 주요 시장에서 영업 네트워크를 보유하고 있다.

나. 성장과정

1) 사업기반 조성기(1988~1998년)

1988년 설립 후 10년 동안 BlackRock은 집중화 전략을 통한 수익성 확보를 목표로 사업활동을 진행하였다. 특히 채권투자 부문에 역량을 집중하였고 그 결과 1995년에는 PNC Financial Services Group의 채권전문 자회사로 편입되었으며, 1996년에는 PNC Financial Service Group의 개방형 뮤추얼펀드 운용 책임사로 선정되기도 하였다.

2) 사업 안정기(1999~2003년)

이 시기의 BlackRock은 IPO를 통해 장기적인 투자 재원을 마련하게 되고, BlackRock Solutions®를 개발하여 신규 사업모델을 창출하였다. 1999년 10월, BlackRock은 NYSE에 상장하였다. 본 IPO는 발행주식의 70%가량을 PNC Financial Services Group이 소유하고 나머지 30%를 종업원과 일반투자자가 소유하는 구조로 진행되었다.

BlackRock Solutions®는 기관투자자들을 대상으로 리스크 관리에 대한 이해를 높이고, 실무에 있어서 리스크 관리 서비스를 제공하기 위해 2000년에 개발되었다. BlackRock Solutions®는 기업대상 투자시스템인 Aladdin®, 리스크 관련 리포트 Green Package®, 본드 계산기 AnSer® 라는 3개의 툴로 구성되어 있다.

3) 사업 확장기(2004~현재)

2004년 이후 BlackRock은 M&A를 통하여 사업다각화에 들어간다. 2005년 MetLife로부터 State Street Research Management를 인수하였다.

State Street Research Management는 MetLife의 뮤추얼펀드 사업을 담당하고 있던 회사로서 인수가격은 2,740억 달러였다.

한편 2006년에는 MLIM을 인수하였다. 본 인수는 개인대상 뮤추얼펀드 운용에 전문성을 가지는 MLIM과 기관투자자 대상의 기금 및 연금운용에 특화하고 있는 BlackRock의 결합으로 막대한 시너지 효과가 창출될 것으로 예상되었다. 특히, BlackRock의 경우 인수 전 5년간 AUM이 두 배로 증가하는 등 폭발적인 확장세를 보였으며, 이 과정에서 채권운용 부문에서의 높은 전문성을 토대로 최상위 자산운용회사로서의 명성을 구축하고 있었다.

Merrill Lynch는 본 매각의 대가로 BlackRock의 지분 49.8%와 의결권 45%를 확보하게 되었으며, 통합 후 CEO는 BlackRock 측에서 맡는 대신 Merrill Lynch의 임원 3명을 이사로 영입하기로 하였다. BlackRock은 MLIM과의 합병으로 약 1조 달러의 AUM을 보유하게 되어 규모면에서 세계적인 자산운용회사로 도약할 수 있게 되었다.

한편 BlackRock은 부동산관련 투자서비스를 강화하기 위하여 2006년에 미국 최대의 부동산 자산관리 업체인 Tishman Speyer와 조인트벤처를 설립하였으며, 2007년에는 부동산전문 자산운용회사인 333 Starke Road, 빌딩임대업회사 Market Place I&II를 인수하는 등 부동산관련 투자업무를 강화하고 있다.

또한 2007년 6월에는 Quellos Group의 FoF 부문을 인수하였다. 이를 통해 BlackRock이 보유한 FoF의 AUM은 254억 달러에 이르러 세계 최대의 FoF를 운용하게 되었다. BlackRock의 Quellos Group의 FoF 부문 인수는 헤지펀드 등 대체투자 서비스 부문으로의 사업 확장을 가속화하는 계기가 되었다. Quellos Group은 세계 최대의 FoF회사 중의 하나로 1994년 Jeffrey Greenstein과 Bryan White가 공동 설립하였으며, 시애틀, 뉴욕, 런던, 홍콩 등지에 290여 명의 직원을 두고 있었다.

Quellos Group은 BlackRock과의 FoF 부문 거래로 현금 5억 6,200만 달러, BlackRock 보통주 1억 8,800만 달러 상당을 받게 되었으며, 계약 후 3년 6개월 동안 최대 9억 7,000만 달러 상당의 현금과 주식을 추가로 받을 수 있는 콜옵션을 받았다.

다. 사업구조

1) 채권운용

BlackRock이 운용하는 자산 중 채권 부문은 MLIM과의 합병에 의해 추가된 1,328억 달러를 포함하여 2006년 12월 현재 총 4,560억 달러 이다.

설립 초기부터 기관투자자를 대상으로 한 채권 운용에 있어 전문성을 보여 왔던 BlackRock은 MLIM과의 합병을 통해 개인 고객으로 고객층을 확대하였으며, MLIM의 글로벌 네트워크를 확보하여 글로벌 자산운용회사로서의 면모를 갖추게 되었다.

AUM의 구체적인 포트폴리오를 보면 2006년 현재 증시변동에 관계없이 꾸준히 투자하는 핵심펀드(core)에 29%를, 듀레이션(targeted duration) 29%, 비 달러표시 글로벌채권 15%, 지방채 12%, 특정 섹터 15%를 투자하고 있다.

2) 주식운용

BlackRock이 운용하는 자산 중 주식운용 부문이 차지하는 AUM은 2006년 3,927억 달러이다. 이 중 MLIM과의 합병에 의해 늘어난 규모는 3,144억 달러로 전체의 80% 수준이다. 이렇게 볼 때 BlackRock은 MLIM과의 합병으로 주식운용 부문이 획기적으로 보강되었다고 할 수 있다.

MLIM과의 합병은 BlackRock 주식운용 부문의 양적인 성장은 물론 질적인 성장을 가능하게 하였다. MLIM의 다양한 주식상품, 글로벌 시장으로의 진출 등이 가능하게 되었으며, 특히 기관투자자 위주의 업무에서 소매, HNWI를 대상으로 하는 서비스가 가능하게 되었다. 2006년 12월 현재 주식 부문 AUM 중에서 기관투자자로부터 일임받아 운용하는 AUM이 전체 주식 운용자산의 55%이며 나머지 45%는 소매 및 HNWI로부터 유입된 금액이다.

3) 현금투자(Cash Management)

BlackRock의 현금투자 규모는 2006년 12월 현재 총 2,278억 달러로 2006년 한 해 동안 1,417억 달러가 증가하였다. 이 중에서 MLIM과의 합병에 따른 증가액이 1,277억 달러로 대부분을 차지한다. 현금투자의 대부분은 MMF로부터 유입된 것으로, 전체 현금운용액의 81%를 차지하고 있으며 미국 기관투자자 대상의 일임서비스가 16%를 차지하고 있다.

4) 대체투자

대체투자 부문의 AUM은 2006년 481억 달러로 2006년 한 해 동안 약 228억 달러가 증가하였다. MLIM과의 합병으로 142억 달러, 신규 고객으로부터 68억 달러가 증가하였다.

대체투자의 자산배분을 보면 부동산이 43%로 가장 많은 비중을 차지하고 있다. 이는 부동산관련 투자서비스를 위해 2006년에 미국 최대의 부동산 자산관리업체인 Tishman Speyer와 조인트벤처를 설립하고, 2007년에는 부동산 전문 자산운용회사인 333 Starke Road, 빌딩임대업회사 Market Place I&II를 인수한 결과이다. 대체투자 부문에서 부동산 다음으로

비중이 높은 부문은 CDO(Collateralized Debt Obligations)로 전체 대체 투자의 28%를 차지하고 있다. 그 다음으로 헤지펀드(12%), PEF(8%) 등의 순으로 투자하고 있다.

5) 솔루션제공 서비스: BlackRock Solutions®

BlackRock은 2006년 기관투자자들을 대상으로 리스크 관리 서비스를 제공하기 위해 BlackRock Solutions® 를 개발하였다. 이 솔루션은 기업의 투자시스템인 Aladdin®, 리스크 관련 리포트를 작성하는 Green Package®, 채권 관련 AnSer® 라는 3개의 솔루션으로 구성되어 있으며 기본적으로 고객들의 투자 프로세스를 지원하기 위해 고안되었다.

2006년 12월 기준, 총 109개의 BlackRock Solutions® 사용계약이 체결되어 있으며, 이들 중 Aladdin® 이용 고객이 21건, 리스크 관리 서비스 이용 고객이 63건, 시스템 운영과 네트워크 관리, 응용 프로그램 개발 및 관리 등과 같은 솔루션 위탁 고객이 25건 이다. BlackRock Solutions® 를 이용하는 주요 고객들로는 은행, 보험사, 증권딜러, 자산운용회사, 헤지펀드, 각종 연기금, 기업체 등 매우 다양하다.

라. 소유지배구조

BlackRock은 PNC Financial Service Group의 비은행 자회사로, PNC Financial Service Group이 1956년 은행지주회사법에 따라 FRB의 규제를 받는 은행지주회사이자 금융지주회사이기 때문에 대부분의 은행법 및 관련 규정의 규제를 받으며, FRB가 감독권한을 갖는다. 2007년 12월 현재 Merrill Lynch가 주식의 약 49%, 이사회 발언권의 45.1%를 보유하고 있다. 이어 PNC Financial Service Group이 전체 주식의 34%를 보유하고

있다. 이는 2006년에 미국 최대 증권회사인 Merrill Lynch의 자산운용 부문과 당시 미국 3위의 채권관련상품 전문 운용사 BlackRock 합병결과이며, 이전까지는 BlackRock의 주식의 70%를 PNC Financial Service Group이 보유하고 있었다.

2007년 12월 현재 100여 개의 자회사를 두고 있는데, 미국 델라웨어에 위치한 28개의 주요 자회사를 비롯, 영국(20개)에 자회사가 있으며, 조세회피지역인 케이만 군도(6개), 룩셈부르크(6개), 맨섬(6개) 등에도 많은 자회사가 존재한다.

1) 소유구조

BlackRock의 총 발행주식수는 2007년 말 현재 116,824,000주 이다. 이 중 약 3%에 해당하는 주식을 내부자 및 5%이상의 주식소유자들이 보유하고 있으며, 대부분의 주식은 기관투자자가 보유하고 있다. 157개의 기관이 BlackRock의 주식을 보유하고 있다.

<부록 표-18> BlackRock의 주식소유구조

| | |
|--------------------------|-------------|
| 총 발행주식수 | 86,948,000주 |
| 내부자 및 5%이상 소유한 대주주 보유 비중 | 3% |
| 기관 및 뮤추얼펀드 소유 비중 | 없음 |
| 기관투자자수 | 157개 |

자료: NYSE, Yahoo Finance

BlackRock의 대부분의 주식은 기관투자자가 보유하고 있다. 최대 지분을 보유하고 있는 기관투자자는 Merrill Lynch로 BlackRock 전체 주식의 약 56%를 보유한다. 또한 PNC Financial Service Group이 BlackRock 전체 주식의 약 37%를 보유하고 있어 양사의 보유량이 BlackRock 전체 주식의 93%에 해당한다.

<부록 표-19> BlackRock의 기관투자자별 보유주식수

| 보유사 | 보유주식수 | 보유비중 |
|---|------------|--------|
| Merrill Lynch | 65,002,141 | 55.64% |
| PNC Financial Service Group | 43,372,140 | 37.13% |
| Highfields Capital Management L.P. | 2,480,570 | 2.12% |
| Wellington Management Company, LLP | 1,301,575 | 1.11% |
| Marsico Capital Management, LLC | 894,739 | 0.77% |
| Barclays Global Investors Uk Holdings Ltd | 856,317 | 0.73% |
| Kinetics Asset Management Inc. | 669,894 | 0.57% |
| State Street Corporation | 661,068 | 0.57% |
| MetLife | 549,223 | 0.47% |
| Putnam Investment Management, LLC | 546,595 | 0.47% |

자료: Yahoo Finance

뮤추얼펀드별 BlackRock 주식의 소유정도를 살펴보면 전체 주식의 93%를 기관투자자가 보유한 관계로 아직까지 뮤추얼펀드에 귀속된 주식 수준은 그리 많지 않다. BlackRock의 주식을 보유한 상위 10개 뮤추얼펀드들 중 최고의 지분을 확보한 펀드는 Columbia Fds Ser Tr-Columbia Marsico 21st Centry Fd로 BlackRock 전체 주식의 0.53%를 보유하고 있다. BlackRock의 주식을 보유한 상위 10개 뮤추얼펀드들의 주식 보유율은 전체 주식의 2.12%이다.

<부록 표-20> 뮤추얼펀드의 BlackRock 주식 보유현황

| 뮤추얼펀드 | 보유주식수 | 보유비중 |
|---|---------|-------|
| Columbia Fds Ser Tr-Columbia Marsico 21st Centry Fd | 621,536 | 0.53% |
| College Retirement Equities Fund-Stock Account | 351,161 | 0.3% |
| Putnam Voyager Fund | 334,240 | 0.29% |
| Munder Mid-Cap Core Growth Fund | 319,900 | 0.27% |
| Kinetics Port Tr-Kinetics Master New Paradigm Port | 180,000 | 0.15% |
| Hartford Mid Cap Fund | 171,000 | 0.15% |
| Hartford Midcap Fund Hls Fund, Inc | 165,000 | 0.14% |
| Franklin Capital Growth Fund | 111,800 | 0.1% |
| Dfa Tax Managed U.S. Marketwide Value Series | 111,100 | 0.1% |
| Hartford Growth Opportunities Fund | 110,000 | 0.09% |

자료: Yahoo Finance

2) 지배구조

BlackRock의 이사회는 CEO 포함 총 17인으로 구성되어 있다. 이들 이사회 구성원은 각각 BlackRock 이사회 산하 감사위원회, 운영위원회, 보상위원회, 기업지배구조위원회의 멤버로 활동한다.

기업지배구조위원회의 경우 이사회 구성원 중 최소 3인 이상으로 구성되며, 이들은 이사 후보들의 자질을 검증하고 지배구조 지침 실행, 개발과 정 등을 모니터링 한다.

ISS가 2008년 3월에 발표한 보고서에 따르면 BlackRock의 기업지배구조 평가지수는 Russell 3000에 포함된 기업들의 43.4%, Diversified Financials companies의 47.4% 보다 우수하다는 평가를 받고 있다.

마. 상품 및 고객구조

BlackRock은 앞서 살펴본 대로 2000년대 들어 잇따른 M&A를 통해 상품라인을 강화하고, 핵심 역량을 강화하는 시장점유율 확대 전략을 폈다.

특히, MLIM과의 합병으로 상품 및 고객구조에 상당한 변화가 나타났다. 2006년 BlackRock의 전체 AUM은 1조 1,250억 달러인데, 그 중에서 5,890억 달러가 MLIM과의 합병에 의해 늘어난 AUM이며, 합병 이후 신규로 유입된 액수는 830억 달러이다. 2006년 AUM 증가액의 52%가 합병에 의해 늘어난 것이다.

합병에 의해 신규로 발생한 AUM 5,890억 달러 중 50%를 상회하는 금액이 주식운용 부문에 유입됨으로써 채권운용이 중심이었던 BlackRock이 주식운용 부문에서도 채권운용액 수준의 AUM을 보유하게 되었다. 2006년 전체 AUM 1조 1,250억 달러 중 41%에 해당하는 4,660억 달러가 채권에 투자되고 있으며, 35%가 주식, 20%가 현금, 4%가 대체투자 상품에 투자되고 있다.

<부록 표-21> 상품별 합병 효과(기말 AUM 변동)

(단위: 십억 달러)

| | 2005년 | 합병 요인 | 기타 요인 | 2006년 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 채권운용 | 304 | 133 | 19 | 456 |
| 주식운용 | 37 | 314 | 42 | 393 |
| 현금투자 | 86 | 128 | 14 | 228 |
| 대체투자 | 26 | 14 | 8 | 48 |
| 전체 | 453 | 589 | 83 | 1,125 |

자료: BlackRock annual report 2006 재구성

한편 투자서비스의 구조에도 상당한 변화가 나타났다. 기관투자자, HNWI를 대상으로 하는 일임서비스 비중이 줄고 개인고객을 대상으로 하는

뮤추얼펀드의 비중이 크게 늘어났다. BlackRock의 전체 AUM 2,003억 달러 중에서 일임서비스와 뮤추얼펀드간의 구성은 66:34로 주로 일임서비스에 집중하였으나, 2006년 MLIM과의 합병으로 동 구성 비율은 37:63으로 거의 역전되었다. 이는 합병 이후 BlackRock의 사업방향이 기관투자자나 HNWI를 대상으로 하는 일임서비스에서 일반 고객을 대상으로 하는 뮤추얼펀드 업무로 크게 바뀌었음을 의미한다.

일임서비스 중에서는 AUM 비중으로 볼 때 채권운용 비중이 2007년 BlackRock 전체 AUM의 24.6%를 차지하여 주식운용 6.6%에 비해 상당히 높은 수준이다. 현금운용은 2000년에 8.8%였으나 2007년에는 0.02%로 일임서비스에서 차지하는 비중이 크게 줄어들었다.

MLIM과의 합병으로 뮤추얼펀드 비즈니스 비중이 2005년 25.3%에서 2006년 63.3%로 늘어난 BlackRock의 뮤추얼펀드 자산배분을 보면 일임서비스와 달리 주식이 전체 AUM의 32.1%를 차지하며 채권은 13.7%에 머물렀다. 그리고 뮤추얼펀드는 일임서비스와 달리 현금관리 비중이 17.5%로 높았다.

<부록 표-22> BlackRock의 AUM 구성

| | 2000 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|
| 전체 AUM(십억 달러) | 203.8 | 272.8 | 309.4 | 341.8 | 452.7 | 1,125.0 | 1294.5 |
| 전체 일임서비스 | 65.6% | 67.3% | 72.0% | 72.5% | 74.7% | 36.7% | 35.1% |
| 채권 | 50.8% | 57.4% | 61.6% | 63.2% | 61.7% | 25.5% | 24.6% |
| 현금운용 | 8.8% | 4.4% | 5.1% | 4.2% | 2.8% | 1.9% | 0.0% |
| 주식 | 4.3% | 3.6% | 3.1% | 2.7% | 4.6% | 6.5% | 6.6% |
| 대체투자 | 1.7% | 1.9% | 2.2% | 2.4% | 5.6% | 2.8% | 4.7% |
| 뮤추얼펀드 | 34.4% | 32.7% | 28.0% | 27.5% | 25.3% | 63.3% | 62.2% |
| 채권 | 6.5% | 7.0% | 7.7% | 7.2% | 5.4% | 13.7% | 13.9% |
| 현금운용 | 21.2% | 24.4% | 18.9% | 18.7% | 16.2% | 17.5% | 15.7% |
| 주식 | 6.6% | 1.4% | 1.4% | 1.6% | 3.6% | 32.1% | 32.6% |

자료: BlackRock 웹사이트

한편 고객별 AUM 구성을 살펴보면 BlackRock의 주 고객층은 여전히 기관투자자이다. 2006년 전체 AUM 1조 1,250억 달러의 60%에 해당하는 6,800억 달러가 기관투자자로부터 유입되었고, 나머지 40%인 4,450억 달러가 개인 고객으로부터 발생하였다.

AUM의 지역별 원천을 살펴보면, AUM의 71%인 6,800억 달러가 미주 지역에서 발생하였고, 유럽, 중동, 아프리카 지역에서 24%, 일본을 포함한 아시아 지역에서 5%가 유입되었다. 이렇게 볼 때 BlackRock은 AUM 규모에 비해 고객 구조가 미국에 편중된 미국 중심의 자산운용회사라고 할 수 있다.

마. 재무구조

1) 재무구조

2006년 말 현재 BlackRock의 총자산은 204억 6,900만 달러이다. 2002년 총자산 8억 6,400만 달러와 비교하면 약 24배가 증가하였다. 특히 2006년에 이루어진 MLIM과의 합병은 총자산, 자본총액, 기말현금흐름액 등 BlackRock의 각종 재무지표를 현저히 개선시키는 결과를 가져왔다. 2006년 말 AUM 대비 총자산 규모를 살펴보면 2006년 기말 AUM은 1조 1,246억 달러, 총자산은 204억 6,900만 달러로 AUM이 고유계정 총자산의 55배 수준이다.

총자산 구성을 살펴보면 총자산에서 현금과 현금등가물이 2006년 기준 11억 6,000만 달러로 약 5.7%를 차지하고 있다. 총자산에서 가장 많은 부분을 차지하는 것은 영업권 및 기타 무형자산으로 111억 3,900만 달러, 총자산의 54.4%를 차지하고 있다.

BlackRock의 자기자본은 2006년 총자산 대비 52%로 2002년 73%에서

매년 감소하고 있다. 동종업계의 다른 자산운용회사들이 70% 수준임을 감안해 볼 때 BlackRock의 총자산 대비 자기자본 비중이 매우 낮음을 알 수 있다. 자기자본 구성상의 특징을 살펴보면 총자산 대비 보통주의 비중은 0.0057%인 반면 자본잉여금이 48%, 사내유보가 4.9%의 비중을 차지한다.

<부록 표-23> BlackRock의 주요 재무지표

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|-------------------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Total assets(천 달러) | 8,578,520 | 916,143 | 359,714 | 252,676 | 229,534 |
| Total assets | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Cash and cash equivalents | 5.67% | 26.20% | 39.96% | 32.66% | 29.53% |
| Investments | 10.25% | 16.16% | 19.86% | 24.29% | 24.36% |
| Goodwill and intangible assets, net | 54.42% | 26.19% | 16.08% | 19.86% | 21.16% |
| Liabilities&Stockholders' equity | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Total Liabilities | 44.31% | 49.83% | 31.89% | 26.16% | 26.56% |
| Long-term borrowings | 1.31% | 13.81% | 0.43% | 0.59% | 0.76% |
| Stockholders' equity | 55.69% | 50.17% | 68.11% | 73.84% | 73.44% |
| Preferred Stock | 0.00% | - | - | - | - |
| Common Stock | 0.01% | - | - | - | - |
| Retained Earnings | 5.13% | - | - | - | - |
| Treasury Stock | -0.30% | - | - | - | - |
| Capital Surplus | 50.62% | - | - | - | - |
| Others | 0.23% | - | - | - | - |
| AUM(백만 달러) | 1,124,627 | 452,982 | 341,760 | 309,356 | 272,841 |
| AUM | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Fixed income | 40.54% | 67.09% | 70.43% | 69.29% | 64.35% |
| Equity and balanced | 34.92% | 8.23% | 4.33% | 4.44% | 4.93% |
| Cash management | 20.26% | 19.01% | 22.84% | 24.03% | 28.78% |
| Alternative investment products | 4.28% | 5.59% | 2.40% | 2.24% | 1.93% |

자료: BlackRock annual report 2007

영업수익 구성을 통해 수익구조를 살펴보자. BlackRock의 영업수익은 2006년 현재 20억 9,800만 달러로 영업수익의 88%가 운용수수료에서 발생한다. 2002년 이래로 85%~90%사이를 안정적으로 유지하고 있다.

판매관리비 부문에서는 인건비가 가장 큰 부분을 차지하고 있다. 2006년 현재 BlackRock의 인건비 지출액은 9억 5,600만 달러로 전체 영업비용의 58%를 차지하고 있다. 과거 영업비용 대비 인건비 지출이 적게는 62%, 많게는 70% 수준이었음을 볼 때 상당한 개선이 이루어진 것으로 보인다. 특히 2006년 9월에 성사된 MLIM과의 합병으로 인해 MLIM 임직원에게 대한 보상 등이 추가적으로 발생하였음에도 과거에 비해 영업비용에서 인건비가 차지하는 비중이 줄어들었음에 주목할 필요가 있다.

수익성 지표를 살펴보자. BlackRock의 AUM 대비 영업수익은 2006년 현재 0.19%로 2007년을 제외하고는 0.19%~0.21%수준을 유지하고 있다. 영업수익 중 운용수수료는 AUM의 0.16%로 영업수익의 대부분이 운용수수료에서 발생하고 있음을 알 수 있다.

비용지표를 보면 인건비는 AUM에 대해 2006년 0.08% 이다. 2004년과 2005년 각각 0.11%, 0.13%였던 것에 비해 그 비중이 상당히 하락한 수치이다. 인건비 이외의 영업비용은 AUM의 0.06%로 인건비 비중보다 다소 낮았다.

<부록 표-24> BlackRock의 수익 및 비용구조

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|--|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Investment advisory and administration fees: | 87.75% | 85.48% | 87.36% | 88.38% | 89.98% |
| Other revenue | 12.25% | 14.52% | 12.64% | 11.62% | 10.02% |
| Expense | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Employee compensation and benefits | 58.15% | 70.00% | 69.91% | 61.88% | 63.74% |
| Portfolio administration and servicing costs | 10.17% | 6.84% | 7.68% | 10.74% | 12.84% |
| General and administration | 29.38% | 22.27% | 21.16% | 27.13% | 23.19% |
| Amortization of intangible assets | 2.31% | 0.88% | 0.17% | 0.25% | 0.23% |
| Impairment of intangible asset | 0.00% | 0.00% | 1.09% | 0.00% | 0.00% |
| Net income | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Operating income | 146.25% | 145.59% | 115.83% | 146.89% | 161.46% |
| Non-operating income(expense) | 17.49% | 15.05% | 24.20% | 14.56% | 6.61% |
| Investment income | 20.57% | 18.44% | 24.79% | 15.02% | 7.12% |
| Interest expense | -3.07% | -3.39% | -0.58% | -0.46% | -0.51% |
| Per share data(천 달러) | | | | | |
| Basic earnings | 4.00 | 4.00 | 2.25 | 2.40 | 2.06 |
| Diluted earnings | 3.87 | 3.50 | 2.17 | 2.36 | 2.04 |
| Book value | 83.57 | 14.41 | 12.07 | 11.13 | 9.78 |
| Cash dividends declared per share | 1.68 | 1.20 | 1.00 | 0.40 | |

자료: BlackRock annual report 2007

5. Legg Mason

가. 개관

Legg Mason은 개인과 기관을 대상으로 자산관리 서비스를 제공하는 회사로 처음에는 브로커리지 전문 증권사로 시작하였으나 자산관리 전문회사들을 M&A 하면서 자산관리 전문회사로 변모하였다. 특히 2005년에 Citigroup의 자산관리 부문을 인수하면서 Legg Mason은 전 세계적인 자산관리 전문회사로 발돋움할 수 있게 되었다.

Legg Mason의 본사는 볼티모어에 위치해 있으며 뉴욕, 보스턴, 샌프란시스코 등지에 자회사 및 관련 사무소를 두고 있다. 해외에는 영국, 일본, 싱가포르, 홍콩 등에 리서치 및 투자관련 사무소를 두고 있다.

Legg Mason은 1983년에 NYSE에 상장하였다. 2006년 AUM은 약 8,680억 달러로 P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Manager 기준 14위에 랭크되어 있다.

Legg Mason이 제공하는 서비스는 고객층과 업무영역에 따라 크게 1) 뮤추얼펀드 운용 부문, 2)기관투자자 부문, 3)자산관리 부문으로 나뉜다. 뮤추얼펀드 운용 부문은 주식형 펀드, 채권형 펀드, MMF 등 다양한 펀드상품을 운용하며, 이와 함께 랩어카운트와 같은 일임서비스 프로그램을 리테일 고객에게 제공한다. 미국 외 지역의 HNWI를 대상으로 FoHF 상품을 제공하기도 한다.

나. 성장과정

1) 브로커리지 강화

Legg Mason은 1899년 설립된 볼티모어의 브로커리지 전문회사 Legg & Company와 1962년 설립된 버지니아에서 설립된 브로커리지 전문회사 Mason & Company의 합병을 통해 탄생된 회사이다. 이러한 이유로 사업 초기에는 개인과 기관을 대상으로 브로커리지 서비스를 제공하고, 이로부터 발생하는 중개수수료가 매출의 대부분을 차지하였다. 이후에도 1980년대 중반 채권 브로커리지 전문회사인 Western Asset Management를 인수하여 브로커리지 업무를 더욱 강화하였으며, 1983년에는 뉴욕 증권 거래소에 상장하였다.

2) 자산관리회사로 사업다각화

Legg Mason의 창업자겸 CEO인 Raymond Mason은 주식시장의 상황에 민감하게 매출이 급변하는 중개업무의 수익구조 불안정을 타개하기 위해 자산관리업으로의 진출을 결심하였다. 1985년부터 시작된 이러한 변화는 1990년대 들어 미국 내 중소규모의 자산관리회사들을 차례로 M&A 하면서 본격화 된다.

Legg Mason은 우선 특정분야에서 전문 운용능력을 인정받는 자산관리회사와 펀드들을 인수하기 시작하였다. 대표적인 M&A로는 1995년 Batterymarch Financial Management 인수, 1998년 Brandywine Asset Management 인수, 1999년 Berkshire Asset Management 인수 등이다. 이들 피인수 회사들은 특정 분야에서 뛰어난 운용능력을 갖춘 소규모 자산운용 전문회사들로 Legg Mason이 브로커리지 위주의 사업구조에서 자산운용 서비스 중심으로 사업구조의 재구축을 가능하게 하였다.

이러한 M&A의 성과는 지난 20여년 사이 증권 중개 수수료가 매출에서 차지하는 비중이 70%에서 30%로 감소한 반면, 고객으로부터의 자산수탁액은 1997년 440억 달러였던 것이 2005년(Citigroup과의 사업교환 이전)에는 3,750억 달러로 늘어난 것에서 확인할 수 있다.

<부록 표-25> 1990년대 Legg Mason의 주요 M&A 사례

| 피인수·피합병회사 | 시기 | 특징 |
|---|------|-----------------------------|
| Batterymarch Financial Management | 1994 | 미국 기관투자자 대상 주식형 투자관리 서비스 전문 |
| Bartlett & Co. | 1996 | 주식 및 채권 운용 전문회사 |
| Western Asset Management | 1996 | 미국 기관투자자 대상 채권 브로커리지 |
| Brandywine Global Investment Management | 1997 | 필라델피아지역 주식 및 채권 운용 전문회사 |
| Berkshire Asset Management | 1999 | 채권 운용 전문회사 |

자료: 블룸버그, Legg Mason 웹사이트

3) 해외진출 및 Citigroup 자산운용부문 인수

한편 1990년대 후반부터는 글로벌 자산운용회사로 사업영역을 확장하였다. 1999년 영국의 뮤추얼펀드인 Johnson Fry Holdings를 인수한 이후, 2000년에는 캐나다 뮤추얼펀드 운용사인 Perigee Investment Counsel을 인수하였으며, 2005년에는 프랑스 FoHF 운용사 Permal Group을 인수하였다.

<부록 표-26> Legg Mason의 해외 M&A 현황

| 피인수·피합병회사 | 시기 | 특징 |
|----------------------------|------|----------------|
| Johnson Fry Holdings | 1999 | 영국 뮤추얼펀드시장 진출 |
| Perigee Investment Counsel | 2000 | 캐나다 뮤추얼펀드시장 진출 |
| Permal Group | 2005 | 프랑스 펀드오브헤지펀드 |

자료: Legg Mason annual report 2006

해외 자산운용회사의 M&A와 함께 미국 내 자산운용회사와의 M&A도 이루어졌다. 2005년에 이루어진 Citigroup의 자산운용 부문과 Legg Mason의 브로커-딜러 부문의 전략적 맞교환은 Legg Mason이 세계적 규모의 자산운용회사로 발돋움하는 중요한 계기가 되었다.

2005년 6월 Legg Mason은 37억 달러에 달하는 Citigroup과의 전략적 사업교환을 발표한다. Citigroup의 자산운용 부문과 Legg Mason의 브로커-딜러 사업부문을 교환하는 것이다. 교환 당시 Citigroup의 자산운용 부문 AUM은 4,370억 달러였으며, Legg Mason은 동 AUM을 인수함으로써 합병 후 AUM이 약 8,300억 달러에 달하게 되었으며, 2005년 기준, 세계 11번째의 AUM을 보유한 자산운용회사로 도약하게 되었다. P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Managers에 따르면 Citigroup과의 합병 전인 2004년 12월의 AUM은 3,758억 7,000만 달러로 AUM기준 37위였다.

<부록 표-27> P&I/Watson Wyatt World's 300 Largest Managers

| 순위 | 운용사 | 국가 | AUM(백만 달러) |
|-----------|---------------------------|-----------|----------------|
| 1 | UBS | 스위스 | 2,016,000 |
| 2 | Barclays Global Investors | 영국 | 1,513,043 |
| 3 | Allianz Group | 독일 | 1,493,488 |
| 4 | State Street Global | 미국 | 1,441,058 |
| 5 | Fidelity Investments | 미국 | 1,421,903 |
| 6 | AXA Group | 프랑스 | 1,260,202 |
| 7 | Capital Group | 미국 | 1,165,754 |
| 8 | Credit Suisse | 스위스 | 1,128,365 |
| 9 | Deutsche Bank | 독일 | 1,026,875 |
| 10 | Vanguard Group | 미국 | 957,589 |
| 11 | Legg Mason | 미국 | 864,399 |
| 12 | JPMorgan Chase | 미국 | 847,369 |
| 13 | Mellon Financial | 미국 | 781,323 |
| 14 | ING Group | 네덜란드 | 647,867 |
| 15 | Northern Trust Global | 미국 | 617,915 |

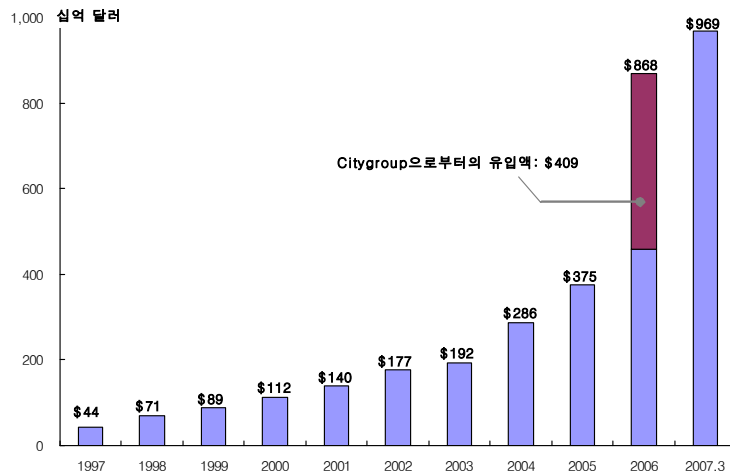
주: 2005년 12월 기준

자료: Pensions&Investments

맞교환의 대가로 Legg Mason은 약 1만 4,000개의 투자자문팀을 Citigroup에게 양도하였으며, 이로써 Citigroup은 Merrill Lynch에 이어 세계적으로 두 번째로 큰 투자자문팀을 보유하게 되었다. 이와 함께 Citigroup은 사업교환 후 3년 동안 Legg Mason의 주식관련 상품에 대해서 미국 내 독점적 판매권을 갖게 된다.

본 합병으로 Citigroup과 Legg Mason은 서로가 원하는 것을 얻을 수 있었다. Citigroup은 기존의 금융슈퍼마켓 전략 대신 소매금융과 투자은행 부문에 역량을 집중할 수 있었으며, Legg Mason은 기존의 브로커리지 중심 업무에서 탈피하여 세계적인 규모의 자산운용회사로의 지위를 확고히 할 수 있었다.

<부록 그림-10> Legg Mason의 연도별 AUM 증가추이



자료: Legg Mason annual report 2006

다. 소유지배구조

1) 소유구조

Legg Mason의 총 발행주식수는 2007년 말 현재 132,804,000주 이다. 이 중 약 2%에 해당하는 주식을 내부자 및 5%이상의 대주주들이 보유하고 있으며, 나머지 대부분의 주식은 기관투자자가 보유하고 있다.

전체 발행주식의 80%에 해당하는 주식을 기관과 뮤추얼펀드가 보유하고 있으며, 450개의 기관이 Legg Mason의 주식을 보유하고 있다.

<부록 표-28> Legg Mason의 주식소유구조

| | |
|--------------------------|--------------|
| 총 발행주식수 | 132,804,000주 |
| 내부자 및 5%이상 소유한 대주주 보유 비중 | 2% |
| 기관 및 뮤추얼펀드 소유 비중 | 80% |
| 기관투자자수 | 450개 |

자료: NYSE , Yahoo Finance

Legg Mason의 주식을 소유한 279개의 기관투자자 중 AXA가 전체 주식의 8.9%로 가장 많은 주식을 보유하고 있다.

기관투자자와 뮤추얼펀드가 보유한 주식은 전체 주식수의 80%이며, Legg Mason의 주식을 보유한 450개의 기관투자자 중 주식보유량 상위 10개 사가 보유한 주식은 전체 주식량의 약 34%에 해당한다. 상위 10개 사는 각각 많게는 9%, 적게는 2% 수준까지 Legg Mason의 주식을 보유하고 있다.

<부록 표-29> Legg Mason의 기관투자자별 보유주식수

| 보유사 | 보유주식수 | 보유비중 |
|---|------------|-------|
| AXA | 11,769,438 | 8.9% |
| Dodge & Cox Inc | 6,612,750 | 5% |
| Barclays Global Investors UK Holdings Ltd | 4,260,480 | 3.22% |
| Vanguard Group | 3,856,697 | 2.92% |
| State Street Corporation | 3,588,740 | 2.71% |
| T.Rowe Price Associates Inc | 3,530,966 | 2.67% |
| Franklin Resources, Inc | 3,084,454 | 2.33% |
| Third Avenue Management, LLC | 2,899,196 | 2.19% |
| TCW Group, | 2,753,725 | 2.08% |
| Goldman Sachs Group Inc | 2,408,075 | 1.82% |

자료: Yahoo Finance

뮤추얼펀드별 Legg Mason 주식 보유 현황을 살펴보면 Dodge & Cox Stock Fund가 Legg Mason의 주식의 3.29%인 4,350,200주를 보유하여 뮤추얼펀드 중 가장 많은 주식을 보유하고 있다. Legg Mason의 주식을 보유한 상위 10개 뮤추얼펀드들의 주식보유율은 전체 주식의 11.33%이다.

<부록 표-30> 뮤추얼펀드의 Legg Msson주식 보유현황

| 뮤추얼펀드 | 보유주식수 | 보유비중 |
|--|-----------|-------|
| Dodge & Cox Stock Fund | 4,350,200 | 3.29% |
| Fidelity Value Fund | 1,613,270 | 1.22% |
| T.Rowe Price Equity Income Fund | 1,500,000 | 1.13% |
| Third Avenue Value Fund, Inc. | 1,451,598 | 1.1% |
| Vanguard 500 Index Fund | 1,239,503 | 0.94% |
| Vanguard U.S. Growth Fund | 1,218,920 | 0.92% |
| Dodge & Cox Balanced Fund | 1,050,000 | 0.79% |
| Fidelity Equity-Income Fund | 897,250 | 0.68% |
| Franklin Mutual Ser Fd-Mutual Discovery Fd | 852,120 | 0.64% |
| Vanguard Total Stock Market Index Fund | 819,159 | 0.62% |

자료: Yahoo Finance

2) 지배구조

Legg Mason의 이사회는 CEO를 포함한 총 14인으로 구성되어 있다. 이들 이사회 구성원은 각각 Legg Mason 이사회 산하 감사위원회, 보상위원회, 기업지배구조위원회의 멤버로 활동한다.

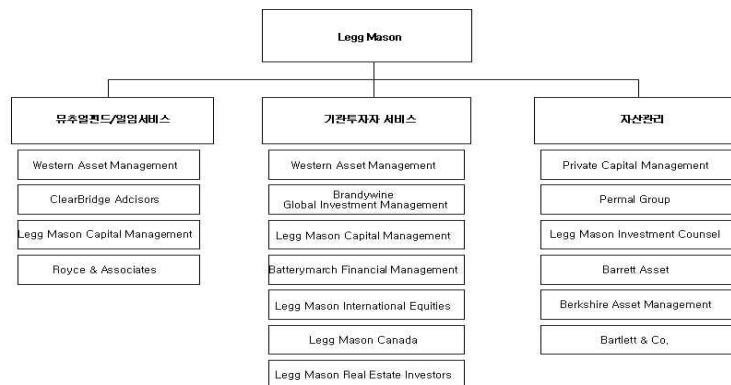
ISS가 2008년 3월에 발표한 보고서에 따르면 Legg Mason의 기업지배구조 평가지수는 S&P500에 포함된 기업들의 31.7%, Diversified Financials companies의 79.6%보다 우수하다는 평가를 받고 있다.

라. 사업구조

1) 기능별 사업구조

Legg Mason의 사업부문은 주 고객층과 업무에 따라 뮤추얼펀드/일임서비스, 기관투자자 부문, 자산관리 부문으로 나뉜다. 각각의 사업부문은 Legg Mason의 자회사에 의해 운영된다.

<부록 그림-11> Legg Mason의 사업부문별 주요 자회사



2) 자회사별 사업구조

자회사별 AUM을 살펴보면 2006년 AUM은 8,680억 달러이며, 이 중 약 70%에 해당하는 금액이 채권운용을 전문으로 하는 Western Asset에 의해 운용되고 있다.

<부록 표-31> Legg Mason의 자회사별 AUM

| 자회사 | AUM(십억 달러) | 비중(%) |
|-----------------------------------|------------|-------|
| Western Asset | 600 | 69 |
| ClearBridge Advisors | 110 | 13 |
| Batterymarch Financial Management | 26 | 3 |
| Brandywine Global | 42 | 5 |
| Permal Group | 30 | 3 |
| The Royce Funds | 32 | 4 |
| 기타 | 28 | 3 |
| 전체 | 868 | 100 |

자료: Legg Mason annual report 2006 재구성

(가) Western Asset: 뮤추얼펀드 운용, 기관투자자

Western Asset은 1971년에 설립된 세계 최대의 채권투자 전문회사 중 하나로, Legg Mason의 채권관련 브로커리지 서비스 강화 전략에 따라 1986년에 Legg Mason의 자회사로 편입되었다. 2006년 12월 현재 AUM은 약 6,000억 달러로, 이는 전체 Legg Mason AUM의 약 70%에 해당하는 금액이다. 캐나다 패서디나에 본사를 두고 있으며, 뉴욕, 런던, 도쿄, 싱가포르, 홍콩, 멜버른, 상파울로 등지에 사무소를 두고 있다. 2006년 12월 현재 약 950명의 임직원이 업무에 종사하고 있다.

2005년에 성사된 Citigroup과의 합병은 Western Asset 채권투자 부문의 통합을 가져왔으며, 통합 결과 다양한 상품군을 바탕으로 보다 폭넓은 고객층을 커버할 수 있게 되었다.

(나) ClearBridge Advisors: 뮤추얼펀드 운용

2006년 5월, Legg Mason은 Citigroup의 미국 주식 운용 부문의 인수를 위해 ClearBridge Advisors를 설립하였다. ClearBridge Advisors는 2006년 12월 현재 1,100억 달러의 AUM을 보유하고 있으며, 이는 Legg Mason의 전체 자회사 중 두 번째로 큰 규모이다. 2006년 현재 약 130명의 임직원이 업무에 종사하고 있으며 주로 미국을 거점으로 활동하고 있다.

(다) Legg Mason Capital Management: 뮤추얼펀드 운용, 기관투자자

Legg Mason Capital Management는 Legg Mason의 최초 주식형 뮤추얼펀드인 Legg Mason Value Trust가 설정된 1982년에 본 펀드의 운용을 위해 설립되었다. 이후 5개의 주식형 뮤추얼펀드가 추가로 설정되어 운용되고 있으며, 2006년 현재 총 680억 달러의 AUM을 보유하고 있다. 전체 AUM의 24%가 미국 외 지역의 투자자로부터 유입된 금액이다.

(라) Batterymarch Financial Management: 기관투자자

Batterymarch는 미국 기관투자자를 대상으로 주식형 자산에 대한 투자관리 서비스를 제공하기 위해 1969년에 설립되었다. 2006년 현재 50개국에서 넓은 범위의 주식형 자산 상품을 판매하고 있으며, 특히 지역별, 국가별, 섹터별로 특화된 다양한 상품구성은 물론 고객의 요구에 맞는 고객 특화 상품을 선보이고 있다.

2007년 3월 현재 약 260억 달러의 AUM을 보유하고 있다. 이 중 60억 달러는 2005년에 성사된 Citigroup과의 거래에서 유입된 금액이다.

보스턴과 런던의 사무소를 중심으로 약 85명의 임직원과 운용인력을 보유하고 있다. 전 세계 각국의 연기금을 주요 고객으로 확보하고 있으며, Legg Mason의 각종 펀드에 대한 자문역할도 담당하고 있다.

전체 AUM 260억 달러의 45%가 이머징마켓을 비롯한 세계 각처에서 유입되었으며, 투자자의 26%가 미국 이외의 지역에 거주하고 있다.

마) Brandywine Global: 기관투자자

Brandywine Global은 기관투자자 대상의 가치투자를 실현하는 회사로 1986년에 설립되었으며, 이후 1998년에 Legg Mason의 자회사로 편입되었다. 운용자산은 크게 채권과 주식으로 양분되어 운용된다. 대부분의 운용자산은 기관투자자로부터 유입되었으며, AUM의 약 15%는 미국과 캐나다 은행과 증권사들이 개인을 대상으로 제공한 투자상품으로부터 유입되었다. 2006년 AUM은 약 420억 달러이며, 이 중 2/3가 미국 외 지역으로부터 유입되었다.

필라델피아, 시카고, 샌프란시스코, 싱가포르를 중심으로 39명의 전문 운용인력을 포함, 약 150여명의 임직원이 업무에 종사하고 있다.

(바) Permal Group: 자산관리

Permal Group은 Legg Mason의 FoHF 부문으로의 사업영역 확장 전략에 따라 2005년 Legg Mason의 자회사로 편입된 회사로, 전 세계 상위 5개 FoHF 운용회사 중 하나이다. Permal은 리서치와 리스크 관리의 우수성을 바탕으로 극도로 다양화한 포트폴리오를 구성 및 운용한다. 30년 이상의 헤지펀드 운용경험을 가지고 있으며, 2006년 현재 세계 90개국에서 유입된 300억 달러에 달하는 투자자금을 운용하고 있다.

(사) Private Capital Management: 자산관리

Private Capital Management는 1986년에 설립된 회사로 미국 주식 관련 상품을 운용한다. Legg Mason의 사업확장 전략에 따라 2001년 Legg Mason의 자회사로 편입되었다.

(아) The Royce Funds: 뮤추얼펀드 운용

The Royce Funds는 30년의 운용경험을 보유한 전문 운용회사로, 뮤추얼펀드패밀리인 The Royce Funds로 더 잘 알려져 있다. 2001년 Legg Mason의 자회사로 편입되었으며, 자회사로 편입된 이후에도 기존의 상품 및 영업망을 편입전과 동일하게 유지하고 있다.

뉴욕의 사무소를 기점으로 25명의 전문 운용인력을 포함, 약 100여 명의 임직원이 업무에 종사하고 있다. 2006년 AUM은 320억 달러 이다.

마. 상품 및 고객구조

Legg Mason은 개인과 기관을 대상으로 자산관리 서비스를 제공하는 회사이다. 특히, 2005년 6월에 성사된 Citigroup의 자산운용 부문과(Citigroup Asset Management: CAM) Legg Mason의 브로커-딜러 부문의 전략적 맞교환으로 세계 상위 5위의 AUM을 보유한 규모로 성장하였다.

2006년 기준 Legg Mason의 AUM은 3,676억 달러이다. 이 중 4,206억 달러가 CAM과의 사업교환에 의해 유입된 액수이다.

<부록 표-32> 총운용자산액 중 CAM과의 사업교환에 의한 유입액
(단위: 십억 달러)

| | 2006년 | 2005년 |
|-----------------|-------|-------|
| 기초 AUM | 374.5 | 286.2 |
| 합병에 의한 유입액 | 420.6 | 6.2 |
| 기타 유입액 | 72.5 | 82.1 |
| 기말 AUM | 867.6 | 374.5 |
| 기말 AUM 중 합병의 비중 | 48% | 2% |

자료: Legg Mason annual report 2006 재구성

CAM과의 사업교환에 의해 유입된 4,206억 달러 중 뮤추얼펀드 운용 부문이 2,762억 달러, 기관투자자 부문이 1,315억 달러, 자산관리 부문이 129억 달러를 차지한다.

<부록 표-33> 비즈니스라인별 CAM과의 사업교환에 의한 유입액
(단위: 십억 달러)

| | 2005년 기말 AUM | CAM과의 사업교환에 의한 유입액 | 기타 | 2006년 기말 AUM |
|----------|-----------------|--------------------------|------|-----------------|
| 뮤추얼펀드 운용 | 71.4 | 276.2 | 8.9 | 356.5 |
| 기관투자자 | 254.1 | 131.5 | 59.2 | 444.8 |
| 자산관리 | 49.0 | 12.9 | 4.4 | 66.3 |
| 전체 | 374.5 | 589.0 | 83.0 | 867.6 |

자료: Legg Mason annual report 2006 재구성

Legg Mason은 운용자산을 크게 3개의 비즈니스라인별로 구분하여 관리하고 있다. 비즈니스라인별 AUM은 뮤추얼펀드 부문에서 전체 AUM의 41%, 기관투자자 부문이 51%, 자산관리 부문이 8%를 운용하고 있다.

이와 함께 글로벌 네트워크를 활용하여 다양한 글로벌 상품 서비스를 고객에게 제공하여 기관투자자에서 개인투자자에 이르는 다양한 고객층을 확보하고 있다. 이는 Legg Mason의 '장기적인 성장기회 확보'라는 시장확보전략에서 기인한 것이다. 이를 위하여 홍콩, 런던, 멜버른, 싱가포르를 포함 총 10개 도시, 9개 국가에 140여명의 투자관련 직원을 배치하고 있다. 이와는 별도로 펀드판매 및 고객지원을 위해 두바이, 프랑크푸르트, 룩셈부르크, 마드리드 등지에 사무소를 개설하고 있다.

Legg Mason의 글로벌 상품 서비스는 전 세계 25개국에서 180개의 펀드상품을 판매하고 있다. 미국을 제외한 아메리카, 유럽, 아시아 등지

에서 고른 판매율을 보이고 있으며, 이밖에도 호주에서도 판매가 이루어지고 있다.

바. 재무구조

대차대조표 항목을 살펴보자. 2006년 말 기준 Legg Mason의 총자산은 약 93억 300만 달러, AUM은 8,676억 달러로 AUM이 고유계정 총자산의 93배 수준이다.

총자산에서 자기자본의 비중은 2006년 기준 63%로 동종업계 평균이 70%정도인 것을 생각하면 약간은 낮은 수치이다. 총자산에서 현금과 현금등가물이 차지하는 비중은 2006년 11%로 2005년 9.6%였던 것에 비해 약간 상승하였다. 매도가능 유가증권이나 트레이딩 목적의 유가증권은 2006년 현재 총자산의 약 1.5%에 불과하다.

자기자본상의 특징을 살펴보자. 총자산에서 자기자본 비중은 2006년 현재 약 73% 수준이지만 보통주의 비중은 약 0.13%에 불과하다. 반면 사내유보가 총자산의 27%로 비중이 높다.

<부록 표-34> Legg Mason의 주요 재무지표 추이

| | 2005 | 2006 |
|--|---------|---------|
| Total Assets(백만 달러) | 8,219.5 | 9,302.5 |
| Total Assets | 100% | 100% |
| Cash and cash equivalents | 9.67% | 11.00% |
| Receivables | | |
| Investment advisory and related fees | 3.20% | 6.02% |
| Brokers, dealers and others | 0.53% | 3.11% |
| Investment securities, at fair value | 0.79% | 1.53% |
| Other current assets | 0.46% | 1.20% |
| Assets of discount ops held for sale | 65.06% | 0.00% |
| Total current assets | 79.71% | 22.86% |
| Restricted cash | 0.25% | 0.00% |
| Investment securities, at fair value | 0.11% | 0.28% |
| Investments of finance subsidiaries | 0.00% | 0.00% |
| Equip and leasehold improvements, net | 1.12% | 1.96% |
| Intangibles, net | 5.52% | 48.30% |
| Goodwill | 12.08% | 24.77% |
| Other | 1.20% | 1.83% |
| Liabilities & Stockholders' equity | 100% | 100% |
| Total Liabilities | 72.10% | 37.11% |
| Stockholders' equity | 27.90% | 62.89% |
| Common stock | 0.13% | 0.14% |
| Shares exchangeable into common stock | 0.08% | 0.06% |
| Additional paid-in capital | 9.32% | 35.34% |
| Deferred comp and employee note rec | -0.36% | -0.56% |
| Employee stock trust | -1.55% | -0.49% |
| Deferred comp and employee stock trust | 1.55% | 0.49% |
| Retained earnings | 18.54% | 27.74% |
| Accumulated other comp income, net | 0.19% | 0.16% |

자료: Legg Mason annual report 2006

손익계산서 항목을 살펴보자. 영업수익 구성을 통해 수익구조를 살펴 보면 Legg Mason은 2006년 영업수익의 약 83% 가량을 운용수수료에서 얻고 있다. 2005년 영업수익 대비 운용수수료의 비중은 82%였다. 운용수수료 다음으로 영업수익에서 비중을 차지하는 것은 판매수수료이다. Legg Mason의 2006년 기준 영업수익 대비 판매수수료의 비중은 약 16%로 2005년과 동일한 수준을 유지하고 있다.

판매관리비에서 가장 많은 부분을 차지하는 것은 인건비로 2006년 현재 전체 영업비용의 55%를 차지하고 있으며, 영업이익 대비 약 41% 수준을 보이고 있다. 인건비 다음으로 많은 부분을 차지하는 것은 판매 및 서비스와 관련된 비용으로 이는 직접판매 서비스를 수행하기 때문에 영업비용에서 차지하는 비중이 크게 발생한 것이다. 판매 및 서비스와 관련된 비용은 2006년 현재 영업비용의 29%, 영업이익의 21%를 차지하고 있다. 2005년 판매 및 서비스와 관련된 비용이 영업비용의 13%였음을 볼 때 두 배 이상 증가한 수치이다.

경쟁력 지표를 살펴보자. 먼저 수익성 지표를 살펴보면 영업수익에서 가장 큰 비중을 차지하는 운용수수료는 2006년 현재 평균 AUM의 0.38%, 판매수수료는 평균 AUM의 0.074%의 수준이다. 동종업계에서 상위 5개에 랭크된 Franklin Resources의 운용수수료가 2006년 평균 AUM 대비 0.61%, 판매수수료가 평균 AUM 대비 0.36%인 것과 비교하면 수익성 부분에서 아직 개선의 여지가 존재함을 알 수 있다.

비용지표를 보면 인건비는 2005년 현재 영업이익의 42.2%에서 2006년에는 40.6% 수준으로 하락하였다. 인건비 이외의 영업비용은 2006년 현재 전체 영업이익의 32%로 2005년 26.7%였던 것에 비해 약간 상승하였다.

ROE는 2005년 17.8%까지 하락했다가 2006년 24.6%를 기록하여 상당히 양호한 수준을 보이고 있다.

<부록 표-35> Legg Mason의 수익 및 비용 구조

| | 2005 | 2006 |
|---------------------------------------|----------|----------|
| Revenues(백만 달러) | 1,568.90 | 2,645.20 |
| Revenues | 100% | 100% |
| Investment advisory fees: | | |
| Separate accounts | 52.28% | 43.52% |
| Funds | 29.42% | 39.54% |
| Performance fees: | | |
| Distribution and service fees | 16.56% | 16.09% |
| Other | 1.75% | 0.85% |
| Expenses(백만 달러) | 1,080.1 | 1,965.5 |
| Expenses | 100% | 100% |
| Compensation and benefits | 61.26% | 54.65% |
| Stock compensation | 0.00% | 0.00% |
| Transaction related comp | 0.00% | 2.70% |
| Distribution and servicing | 23.32% | 28.58% |
| Communications and technology | 4.29% | 4.54% |
| Occupancy | 2.55% | 2.59% |
| Amortization of intangible assets | 1.97% | 1.96% |
| Other | 6.61% | 5.39% |
| Revenue drivers | | |
| Advisory fees / avg AUM | 0.39% | 0.38% |
| Advisory fees separate accounts mix | 64% | 52% |
| Advisory fees funds mix | 36% | 48% |
| Distribution & service fees / avg AUM | 0.08% | 0.07% |
| Other fees / avg AUM | 0.01% | 0.00% |
| Expense drivers | | |
| Comp & benefits / total rev | 42.20% | 40.60% |
| Distribution & svcng / total rev | 16.10% | 21.20% |
| Communications & tech / total rev | 3.00% | 3.40% |
| Occupancy / total rev | 1.80% | 1.90% |
| Other / total rev | 4.50% | 4.00% |
| ROE | 17.80% | 27.40% |
| Employees(명) | 5,580 | 3,800 |

자료: Legg Mason annual report 2006