

### Ⅲ. 국내외 자산관리서비스 현황

#### 1. 해외 자산관리서비스 현황

##### 가. 시장 규모

###### 1) 운용자산 성장

글로벌 자산관리서비스 시장 규모는 지난 4년 동안 3.8배 증가하였다. 아래 표는 지난 4년 동안 성장해 온 자산관리서비스 제공 스폰서 수와 운용자산 규모 추이를 보여준다. 2003년 4조 6천억 달러에 불과하던 자산관리서비스 운용자산 규모는 2007년 약 17조 4천억 달러까지 성장하였다. 이 규모는 전년도 대비 약 61.1%, 그리고 지난 4년간 연평균 39.5% 성장한 것이다.

<표 III-1> 글로벌 자산관리서비스 시장 규모

	(단위: 십억 달러, %, 개)				
	2003	2004	2005	2006	2007
총 운용자산	4,600	6,000	8,500	10,800	17,400
운용자산 성장률	-	30.4	41.7	27.1	61.1
스폰서 수	120	120	200	180	211

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

운용자산 규모를 기준으로 자산관리서비스 스폰서별 시장점유 비중을 살펴 보면 아래 표와 같다. 주요 대형 스폰서들은 복합금융그룹임을 확인할 수 있는데, 이는 복합성이라는 자산관리서비스의 특성에서 기인하는 것으로 보인다. 가장 규모가 큰 스폰서는 UBS로 2007년 말 기준 운용자산 규모가 1조 9천억 달러이다. 뒤를 이어 Citigroup이 1조 8천억 달러, Merrill Lynch가 1조 3천억 달러 규모의 자산을 운용하고 있다. Citigroup은 2004년 Smith Barney를 인수한 2004년 이후 2위를 유지하고 있다. 인수 합병 이전인 2003년에는 운용

자산 규모 기준으로 7위에 머물렀었다. 그외에 Credit Suisse와 JPMorgan이 상위권을 형성하고 있다.

<표 III-2> 글로벌 자산관리서비스 시장 성장률

(단위: 십억 달러, %)

	2007년 기준 운용자산규모	2006년 대비 성장률	2004년~2007년 연평균성장률
UBS	1,896	17.91	16.06
Citigroup	1,784	24.06	15.80
Merrill Lynch	1,309	8.27	8.32
Credit Suisse	745	16.04	12.43
JPMorgan	545	17.20	21.48
Morgan Stanley	522	16.00	15.14
HSBC	494	21.08	17.57
Deutsche Bank	286	14.86	13.89
Wachovia	285	38.35	-0.04
전체	17,400	61.11	42.60

주 : 대상은 4개년(2004년~2007년) 동안 상위 10위 안에 연속 포함되었던 9개사를 기준으로 하였음,

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

## 2) 시장구조

<표 III-3>이 보여주듯이, 최근 글로벌 자산관리서비스 시장의 집중도가 낮아졌다. 2007년 기준 상위 3개 스폰서가 보유한 운용자산 규모는 전체 운용자산 규모의 약 28.7%를 차지한다. 이는 2003년의 54.6%에 비해 절반 정도 낮아진 수준이다. 시장 집중도가 낮아진 이유는 스폰서의 수가 늘어났기 때문이다.

2003년에는 자산관리서비스 스폰서 수가 120개였으나 2007년에는 211개인 것으로 조사되었다. 지난 4년간 스폰서의 수가 1.8배 증가하였다는 것인데, 연성장률로는 15.2%에 이른다. 즉, 자산관리서비스에 대한 사회적 관심이 커지면서 동 영역에 새롭게 진입하는 금융회사의 수가 많아진 것이다. 다만

Scorpio와 같은 조사기관이 시장규모를 파악할 때 보다 많은 스폰서가 참여한 결과 나타난 증가분을 감안하면, 스폰서 수의 실질적 증가속도가 이보다 낮을 수 있다. 특히 대형 스폰서들 사이에서 인수 합병이 지속적으로 발생하였음에도 불구하고 집중도 지표가 낮아졌다는 점에 주목할 필요가 있다.

<표 III-3> 글로벌 자산관리서비스 시장 집중도

(단위: 십억 달러, %)

	2003	2004	2005	2006	2007
상위3개사 운용자산 규모	2,512	3,392	3,729	4,255	4,989
전체 운용자산 규모	4,600	6,000	8,500	10,800	17,400
CR3 (%)	54.6	56.5	43.9	39.4	28.7

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

자산관리서비스 시장의 집중도가 낮아졌다는 것은 시장경쟁이 치열해졌음을 의미한다. 시장경쟁률 상승은 다른 측면에서도 확인된다. <표 III-4>는 매년 운용자산 기준 상위 10개 스폰서들이 운용하는 자산 규모의 평균, 표준편차, 변동계수를 보여준다. 운용자산 규모들의 표준편차가 증가하였음을 확인할 수 있는데, 이로부터 스폰서들 사이의 편차가 커졌다고 해석할 수 있다. 그러나 평균 운용자산규모가 증가한 효과를 조정한 후의 편차를 보여주는 변동계수(coefficient of variation)를 보면 스폰서들 사이의 차이가 좁혀졌음을 확인할 수 있다.

<표 III-4> 글로벌 자산관리서비스 시장 경쟁도

(단위: 십억 달러)

	2003	2004	2005	2006	2007
운용자산 평균(A)	370	532	606	687	810
운용자산 표준편차(B)	362	428	454	531	625
변동계수(B/A)	0.98	0.81	0.75	0.77	0.77

주 : 각 년도 운용자산규모 기준 상위 10개사  
 자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

이 같은 결과는 맞춤형이라는 자산관리서비스의 특성에서 기인한 것으로 보인다. 표준형 프로그램에서는 동일한 내용의 서비스가 불특정 다수의 고객에게 제공된다. 이때 스폰서가 기존에 많은 자산을 운용하고 있다는 것은 고객들이 만족스러워하는 서비스를 제공할 수 있음을 시사한다. 따라서 새로운 고객이 스폰서를 탐색함에 있어서 운용자산 규모가 큰 회사를 찾을 유인이 존재하며, 이로 인하여 운용자산이 일부 스폰서에 집중되는 경향이 나타날 가능성이 높다. 반면 맞춤형 프로그램에서는 개별 고객의 특수한 이해를 수용할 수 있는지 여부가 중요한 만큼, 스폰서의 전체 운용자산 규모는 개별 고객에게 별다른 의미가 없다. 스폰서의 입장에서 보더라도, 고객별로 특수한 이해를 보유하고 있는 만큼 기존의 시장지배자와 직접적으로 경쟁하지 않으면서 성장기회를 찾을 가능성이 높다. 다만 자산관리서비스에서도 후선업무를 지원하는 자동시스템 구축이 요구되는 바, 이러한 점에서 규모의 경제가 작용할 수 있다.<sup>23)</sup>

요컨대, 자산관리서비스 시장에서는 시장지배력을 유지하기가 보다 어렵기 때문에 시장 경쟁도가 높아지고 있다고 볼 수 있다.

### 3) 수익성

<표 III-5>는 글로벌 자산운용시장에서 상위 9개 회사의 전체수익과 자산관리서비스 관련 수익의 비중을 보여준다. UBS, Citigroup, Merrill Lynch의 경우 글로벌 금융위기로 인하여 다른 부문에서 손실이 발생하였으나 자산관리 부문에서는 수익을 지속하였음을 알 수 있다. 이는 금융위기 과정에서도 결합보수를 기본으로 하는 자산관리서비스 모델이 어느 정도 작동하고 있음을 의미한다. 다만 금융위기 심화과정에서 자산관리서비스 관련 운용자산 규모도 축소되는 것으로 알려지고 있는 만큼, 자산관리서비스 모델의 최종적인 작동 여부에 대해서는 심층적인 검토가 필요할 것으로 보인다.

23) 자산관리서비스 스폰서의 후선업무를 지원하는 자동시스템에 관한 자세한 논의는 4장 5절에서 다룬다.

<표 III-5> 글로벌 자산관리서비스 수익성 (2007년 기준)

(단위: 백만 달러)

	자산관리수익	기타수익	전체수익
UBS <sup>1)</sup>	7,901	-10,792	-2,891
Citigroup	3,080	-1,379	1,701
Merrill Lynch	3,630	-16,461	-12,831
Credit Suisse <sup>1)</sup>	3,220	8,233	11,453
JPMorgan	3,138	19,667	22,805
Morgan Stanley <sup>2)</sup>	509	10,491	11,000
HSBC	1,511	22,701	24,212
Deutsche Bank <sup>3)</sup>	2,821	9,165	11,986
Wachovia	504	8,421	8,925

주 : 1) 적용환율은 1.20CHF/USD, 2) 2006년 실적, 3) 적용환율은 1.37USD/EURO  
 자료 : 각 회사 연차보고서

## 나. 전형적인 자산관리서비스 프로그램

### 1) 프로그램 유형 개관

해외 금융선진국에서 자산관리서비스가 분류되는 기준은 취급되는 금융상품의 종류가 아니라 프로그램이다(MMI, 2008). 다음 표는 MMI가 분류하는 전형적인 자산관리서비스 프로그램 유형들을 보여준다.

<표 III-6> 전형적인 자산관리서비스 프로그램

Program	약자	특 징
Traditional SMA	SMA	한 계좌에서 단일 운용전략 수용
Multi-discipline Portfolio	MDA	한 계좌에서 복수 운용전략 수용
Unified managed Account	UMA	한 계좌에서 복수 금융상품 유형 수용
Unified managed Household	UMH	한 계좌에서 복수 UMA 통합 관리
Mutual fund Advisory	MFA	한 계좌에서 복수 뮤추얼펀드에 투자
ETF advisory	ETFA	한 계좌에서 복수 상장지수펀드에 투자
REP as portfolio Manager	REPM	투자일임계좌
REP as Advisor	REPA	투자자문계좌

우선, 전통적인 SMA-프로그램은 하나의 계좌에서 하나의 운용전략만을 수용한다. 따라서 복수의 운용전략을 활용하고자 하는 고객은 복수의 계좌를 개설해야 한다. 동 프로그램은 고객 위험성향 파악, 보수 기반 서비스 제공, 투자기회 관련 리서치 제공 등의 특성을 갖는다. 한편, MDA-프로그램은 하나의 계좌에서 복수의 운용전략을 수용한다. 이에 따라 하나의 계좌에서 투자를 다변화할 수 있는 기회를 고객에게 제공한다.

다음으로, UMA-플랫폼은 하나의 계좌에서 다양한 유형의 금융상품(SMA, 뮤추얼펀드, 상장지수펀드 등)에 투자한다. 따라서 동 프로그램에 참여하는 고객은 보다 포괄적인 관점에서 포트폴리오를 운용할 수 있다. 한편, UMH-플랫폼은 한 계좌에서 복수의 UMA-플랫폼을 통합적으로 관리한다. 동 프로그램은 가족 단위의 재무설계를 원하는 고객에게 적합하다.

다음으로, MFA-프로그램은 하나의 계좌에서 복수의 뮤추얼펀드에 투자한다. 고객 위험성향 파악, 보수 기반 서비스 제공, 포트폴리오 배분조정 등의 특성을 갖는다. 한편 ETFA-프로그램은 뮤추얼펀드 대신 상장지수펀드에 투자한다.

마지막으로, REPM-프로그램은 스폰서가 보수를 기반으로 고객의 자산에 대한 운용재량권을 행사할 수 있는 투자일임서비스이다. 자산관리서비스 특성 대부분이 적용된다. 한편 PEPA-프로그램은 스폰서가 운용재량권을 갖지 못하

는 투자자문서비스이다.

해외 금융선진국의 경험에 비추어 볼 때, 자산관리서비스를 지향하는 프로그램의 전형적인 예는 SMA(separately managed account), MDA(multi-discipline account), UMA(unified managed account) 등이다. 자산관리서비스의 개념이 진화함에 따라 프로그램의 내용도 풍부해지고 있는데, SMA에서 시작하여 MDA를 거쳐 궁극적으로 UMA로의 발전이 시도되고 있다.

## 2) SMA-프로그램

SMA는 스폰서가 고객으로부터 약정된 수수료를 받는 대신 고객의 계좌를 개별적으로 설정하고 관리해주는 서비스이다. 이는 개별성, 복합성, 맞춤형이라는 특성을 충족시키는 프로그램으로서 자산관리서비스의 가장 기본적인 형태이다. 고객이 스폰서에게 결합보수(bundled fee)만을 지급한다는 의미에서 유일보수계좌(fee-only account)라고도 불린다.

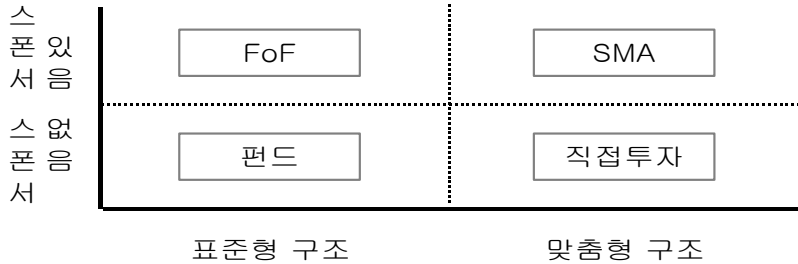
SMA의 대표적인 예는 랩어카운트(wrap account)인데, 투자대상에 따라 펀드랩과 ETF랩으로 구분해 볼 수 있다. 펀드랩은 스폰서가 고객과 함께 펀드 투자에 대한 최적 자산배분전략을 수립하고 이에 따라 펀드 포트폴리오를 구성해 주는 서비스이다.<sup>24)</sup> ETF랩은 다른 측면에서는 펀드랩과 동일하지만 포트폴리오 구성 대상이 ETF라는 특징을 갖는다.

SMA를 다른 간접투자 방식과 비교하자면 다음 그림과 같이 나타낼 수 있다. 펀드 운용자 이외에 스폰서가 존재한다는 점에서 펀드와 구분되며, 수익 구조가 투자자별로 차별화될 수 있다는 점에서 재간접투자펀드(Fund of Funds)와도 구별된다.

---

24) 자산배분전략이란 쉽게 말해 100% 주식으로 할 것인지, 주식 대 채권 비중을 80/20, 60/40, 50/50, 40/60, 20/80 또는 100% 채권으로 할 것인지 결정하는 것을 의미한다. 펀드랩은 펀드 상담 프로그램으로 불리기도 한다.

<그림 III-1> SMA와 다른 간접투자수단 비교



### 3) MDA-프로그램

MDA는 복수의 하위계좌를 보유한 SMA인데, 각 하위계좌가 별도의 운용원칙(discipline)을 추구한다는 특징을 갖는다.<sup>25)</sup> 개별 MDA-하위계좌가 각각 별도의 SMA로 간주될 수 있다는 점에서, MDA는 복수운용자-SMA(multi-manager SMA) 혹은 SMA-패키지(SMA package)라고 불리기도 한다.

MDA-스폰서는 하위계좌들을 적절히 조합함으로써 고객이 요구하는 복수의 재무목표를 동시에 충족시킬 수 있다. 한 예로서, 생애주기 단계별 재무목표에 따라 축적기를 위한 하위계좌, 전환기를 위한 하위계좌, 소진기를 위한 하위계좌로 구성된 MDA-프로그램 설계가 가능하다. 다른 예로서, 시장위험 관리를 위한 하위계좌, 인적자산위험 관리를 위한 하위계좌, 장수위험 관리를 위한 하위계좌, 저축위험 관리를 위한 하위계좌로 구성된 MDA-프로그램 설계도 가능하다. 또한 기본 생활수준보장을 목표로 하는 하위계좌, 현 생활수준유지를 목표로 하는 하위계좌, 생활수준개선을 목표로 하는 하위계좌로 구성된 MDA-프로그램 설계도 생각해 볼 수 있다.

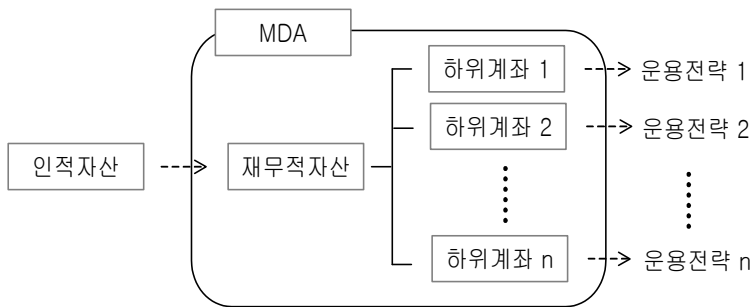
이처럼 MDA-스폰서는 다양한 운용원칙을 고객의 요구에 맞추어 조합함으로써 맞춤형 위험-수익 프로파일(risk-return profile)을 구성할 수 있다. 또한 MDA-스폰서는 고객을 대신하여 개별 운용자가 사전에 공시한 운용원칙을

25) 스폰서가 MDA의 각 하위계좌를 투자자와 사전에 약정한 운용전략 및 스타일(style)에 따라 운용한다는 점이 강조되어, multi-strategy account, multi-style account 등으로 불리기도 한다.



충실히 따르는지 감시함으로써 개별 운용자의 스타일이탈(style drift)을 억제할 수 있다. MDA-스폰서가 이러한 역할을 얼마나 잘 수행하는지에 따라 고객이 MDA로부터 얻는 혜택이 달라진다. 다음 그림은 복수의 하위계좌를 가졌을 때의 MDA 구조를 보여준다.

<그림 III-2> MDA 구조



자산관리서비스 프로그램이 SMA에서 MDA로 진화하게 된 계기도 단일 모계좌를 통해 다양한 운용원칙을 복합적으로 결합할 수 있는 유연성 때문이다. MDA-프로그램을 활용하면 다양한 운용원칙을 동시에 추구하는데 따르는 비용을 절감할 수 있으며, 다양한 재무계획들을 보다 체계적으로 관리할 수 있다. 앞서 논의하였듯이, 스폰서가 모든 분야에서 전문성을 갖추기는 쉽지 않다. 그런데 MDA-하위계좌를 관리하는 운용자들은 각자가 전문성을 갖춘 분야에 집중하도록 유도하는 대신 모계좌를 관리하는 스폰서가 하위계좌 운용자들을 적절히 통제하면 전문성 제고와 고객 선택범위 확대를 동시에 달성하는 것이 가능하다.

MDA-프로그램에서는 모계좌-스폰서의 통제를 통해 하위계좌-운용자가 사전에 약정된 운용원칙에서 이탈하는 것을 효과적으로 억제할 수 있다. 하위계좌-운용자는 자신의 성과를 향상시키기 위해 사전에 약정된 운용원칙이 아닌 다른 운용원칙으로 고객자산을 운용하려는 유인을 가질 수 있다.<sup>26)</sup> 예를 들

26) 개별 하위계좌-운용자는 단기간 내에 우수한 성과를 보여주어야 하는 관계로 과거 성과가 우수한 운용원칙을 추종하는 경향이 존재한다.

어, 기본 생활수준보장을 목표로 하는 하위계좌-운용자임에도 불구하고 성과가 좋지 못할 경우 수익률 개선을 위해 위험자산의 비중을 높이는 사례가 발생할 수 있다. 그런데 MDA-프로그램에서는 개별 하위계좌-운용자가 임의로 운용원칙에서 벗어나더라도 모계좌-스폰서가 해당 하위계좌의 비중을 조정함으로써 사전에 약정된 위험-수익프로파일을 그대로 유지하는 것이 가능하다.

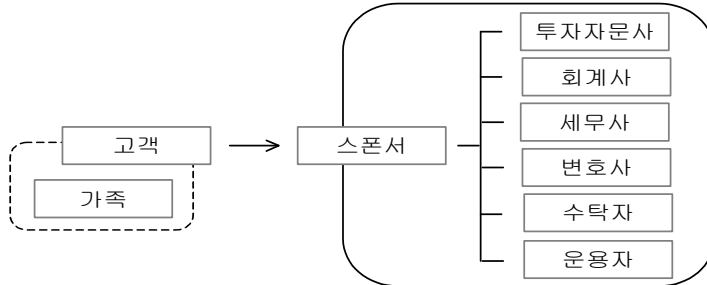
#### 4) UMA-프로그램

UMA는 MDA에서 보다 진화된 형태의 자산관리서비스 프로그램으로서, 대부분의 스폰서가 전략적으로 지향하는 비즈니스 모델이라고 할 수 있다. UMA-프로그램은 크게 두 가지 면에서 MDA-프로그램을 개선하고자 한다. 하나는 모든 유형의 투자대상에 대해 고객의 자산을 배분하고자 한다는 점이며, 다른 하나는 포트폴리오 구성을 넘어서는 부가서비스를 제공하고자 한다는 점이다.

우선 UMA-프로그램은 단일 모계좌에서 모든 유형의 자산으로 구성된 포트폴리오를 구성해 주는 원스톱 서비스(one-stop service) 제공을 지향한다. 이를 위해 투자대상이 유가증권에 한정되는 MDA-프로그램과 비교할 때 UMA-프로그램은 보다 다양한 유형의 자산을 투자대상으로 삼는다. 즉, UMA-프로그램에서는 주식, 채권, 펀드 등의 전통적인 유가증권과 더불어 ETF, 헤지펀드, 부동산, 실물자산 등의 대체투자자산을 대상으로 고객의 부를 배분한다.

다음으로 UMA-프로그램은 고객의 고유한 요구에 맞춰 자산을 운용하는 미시경영 극대화를 지향한다. 이를 위해 UMA-스폰서는 고객에게 다양한 분야의 서비스를 제공하는 하위계좌-대리인들을 통합적으로 관리한다(Partridge, 2004). UMA-스폰서가 고객의 다양한 재무계획들을 체계적으로 관리해주기 위해, 다양한 분야(자산운용, 투자자문, 상속, 세금, 건강관리, 자녀교육, 노후설계, 이민, 취미활동 등)를 전문적으로 다루기 위한 하위계좌들을 조합한다. 외국에서는 전체 가족이 보유한 계좌들을 하나의 그룹으로 구성할 목적으로 UMA-프로그램이 활용되기도 한다.

<그림 III-3> UMA-프로그램



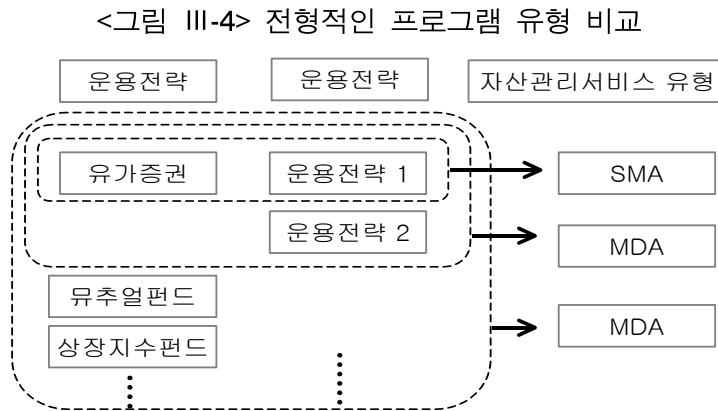
UMA-프로그램의 이상적인 모습은 개별 고객의 재무상황과 재무목표를 고려하여 해당 고객에게 거의 무한한 범위의 간접투자 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 그러나 현실에서는 UMA-프로그램이 본격적으로 제공되지 못하고 있다. 예를 들어, 현재 시장에 존재하는 UMA-프로그램은 다수의 SMA, ETF, 펀드 등을 하나의 계좌로 통합한 수준에 머무르고 있어 진정한 의미의 UMA-프로그램이라고 보기 어렵다. 무엇보다도 모든 유형의 자산을 투자대상으로 검토하여 체계적으로 분산투자하는 것은 많은 비용을 수반한다.<sup>27)</sup> 또한 각 하위계좌가 별도의 운용원칙에 따라 운용되는 만큼 그 과정의 수행은 노동집약적이기 마련이다. 예를 들어, 이상적인 UMA-프로그램이라면 각 고객이 처한 비용 조건, 세율 구간, 규제 등을 모두 감안하여 맞춤형 프로그램을 제공해야 하는데 이와 관련한 대부분의 과정이 자동화되어 있지 않은 상태이다.

이러한 이유로 UMA-프로그램의 제공은 기관투자자 및 거액자산가에 국한되어 왔다. 신탁회사, 전문컨설턴트, 패밀리오피스 등은 일정 규모 이상의 자산을 보유한 고객을 대상으로 노동집약적인 절차에 따라 UMA-프로그램을 제공하고 있다. UMA-프로그램의 최소투자액은 SMA-프로그램이나 MDA-프로그램의 최소투자액에 비해 높게 설정되는 것이 일반적이다.<sup>28)</sup>

27) 진정한 의미에서의 UMA가 제공되기 위해서는 비용문제뿐만 아니라 수수료 관련 규제, 기술적 특성, 투자자보호 등에 대한 개선이 선행되어야 한다는 주장이 존재한다. 일부에서는 높은 수수료 수준에 대해 비판이 제기되고 있으며, 하나의 통합 어카운트에서 다양한 투자자산을 관리하는 것에 대한 기술적 제약, 과장광고로 인한 투자자 손실 가능성 등의 문제점이 지적되고 있다.

### 5) SMA, MDA 및 UMA 비교

<그림 III-4>는 자산관리서비스를 지향하는 전형적인 프로그램들을 투자대상과 운용원칙을 기준으로 비교한 것이다. SMA-프로그램의 경우 투자대상은 전통적인 유가증권이고 운용원칙에 대한 명시적인 고려가 없다. MDA-프로그램의 경우 투자대상은 여전히 전통적인 유가증권에 한정되지만 다양한 운용원칙을 동시에 추구한다. 마지막으로 UMA-프로그램의 경우 전통적인 유가증권과 더불어 대체투자자산도 투자대상으로 포함하며, 다양한 운용원칙을 활용하는 한편 포트폴리오 구성 이외의 서비스도 포괄적으로 제공한다.



### 6) 프로그램별 현황

2006년 1분기부터 2008년 3분기까지 뮤추얼펀드 규모 대비 맞춤형 프로그램 규모의 상대적 비중은 완만하게 증가해 왔다. 이는 해당 기간 동안 맞춤형 프로그램이 뮤추얼펀드에 비해 보다 빠르게 성장했음을 의미한다. 특히 2008년 1분기 이후에는 글로벌 금융위기의 영향으로 맞춤형 프로그램 규모도 위축되어 음(-)의 성장률을 시현하였는데, 이때에도 뮤추얼펀드와 비교해 보면

28) 구체적으로 UMA에서 요구하는 최소투자액은 \$250,000~\$500,000 수준이다.

위축 규모가 상대적으로 작았다. 이러한 추세는 간접투자서비스를 제공하는 금융회사들이 전통적인 수수료 중심 사업모형에서 보수 중심 사업모형으로의 전환을 도모한 결과라고 보인다. 또한 고객들이 객관성이나 투자다변화 차원에서 뮤추얼펀드에 비해 맞춤형 프로그램을 보다 선호하게 된 결과라고 판단된다. 다음 표는 2006년 이후 맞춤형 프로그램 규모와 뮤추얼펀드 규모의 분기별 추이를 보여준다.

<표 III-7> 맞춤형 프로그램과 뮤추얼 펀드 비교

	뮤추얼펀드 (조 달러)	맞춤형 프로그램 (조 달러)	비 중 (%)
1Q 2006	7.1	1.0	13.8
2Q 2006	7.2	1.0	14.1
3Q 2006	7.5	1.1	15.3
4Q 2006	8.1	1.3	15.8
1Q 2007	8.3	1.3	16.0
2Q 2007	8.9	1.4	15.9
3Q 2007	9.1	1.5	16.1
4Q 2007	8.9	1.5	16.8
1Q 2008	8.3	1.4	17.1
2Q 2008	8.3	1.4	17.1
3Q 2008	7.2	1.3	17.8

주 : 뮤추얼펀드는 MMF와 MFA 제외, 맞춤형 프로그램은 RAA 제외함.  
 자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

한편, 맞춤형 프로그램 시장은 5개 부문(SMA, MFA, RAPM, RAA, UMA)으로 구분해 볼 수 있다(MMI, 2009). 이들은 객관성 제고, 위험관리의 개선, 투자과정의 체계화 등을 지향한다는 점에서 맞춤형 프로그램에 포함되는데, 제공하는 상품의 유형이나 재량권 범위를 기준으로 각 부문이 구별될 수 있다.

맞춤형 프로그램의 운용자산규모는 2006년 1분기부터 2007년 4분기까지 지속적으로 성장하였다. 해당 기간 동안 RAA를 제외한 자산규모는 9,790억 달

러에서 1조 4,950억 달러로 증가하였는데 누적성장률로는 34.5%에 이른다. 2008년 들어서는 자산규모가 2,110억 달러 감소하여 2008년 3분기 기준으로 자산규모는 1조 2,840억 달러이다. 2008년 3분기까지의 누적성장률은 31.2%이다. 증가규모 면에서 보면 MFA와 RAPM의 성장세가 두드러졌으며, 증가율 면에서 보면 UMA의 성장이 눈에 띈다. 다음 표는 2006년 이후 2008년 3분기까지 맞춤형 프로그램에 포함되는 부문별 규모의 성장세를 보여준다.

<표 III-8> 맞춤형 프로그램 부문별 성장 추이

	2006년 1분기 (십억 달러)	2008년 3분기 (십억 달러)	누적성장률 (%)
SMA	559	605	8
MFA	285	416	46
RAPM	114	214	88
UMA	16	40	148
기타	5	10	111
전체	979	1,284	31

주 : 2007년 4분기부터 포함된 RAA 규모는 제외함

자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

2006년부터 2008년 3분기까지의 자금유입 규모를 보면, MFA로의 자금유입이 1,730억 달러로 가장 많았다. RAA가 1,380억 달러, RAPM이 1,160억 달러로 그 뒤를 이었다. SMA에서는 790억 달러, UMA에서는 170억 달러의 유입이 발생하였던 반면, 기타의 경우에는 84억 달러의 유출이 발생하였다. 2008년 3분기를 기준으로 하면, 상대적으로 규모가 가장 큰 부문은 SMA이다. 그 다음은 MFA, RAA, RAPM, UMA 순이다. 다음 표는 맞춤형 프로그램에 포함되는 부문별 자금유입 추이와 2008년 3분기 기준 구성 비중을 보여준다.

SMA에서 자금유입이 상대적으로 작게 나타난 것은 다음과 같은 두 가지 이유에 기인하였다고 판단된다. 우선, SMA 자산 대부분이 국내 주식에 집중되어 있는 관계로 글로벌 금융위기의 영향을 가장 크게 받은 것으로 보인다. 다음으로, 맞춤형 프로그램을 제공하는 금융회사들이 전통적인 SMA-프로그

램을 UMA-프로그램으로 전환하려는 과정에서 SMA 성장세가 낮게 나타난 것으로 판단된다.

<표 III-9> 맞춤형 프로그램 부문별 자금유입 추이

	2006년 (십억 달러)	2007년 (십억 달러)	2008년 (십억 달러)	구성비중 (%)
SMA	47	49	-17	39
MFA	55	81	37	27
RAA	-	112	26	16
RAPM	32	57	27	14
UMA	4	5	8	3
기타	1	-9	0	1
전체	139	295	81	100

주 : RAA는 2007년 4분기부터 포함되었음. 2008년은 3분기까지의 자금유입 규모임.  
자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

## 2. 국내 자산관리서비스 현황

국내 간접투자 시장에서 현재 제공되는 자산관리 서비스는 아직 SMA 수준에 머무르고 있다고 판단되는데, 향후 맞춤형 프로그램에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것인바 MDA을 활용하려는 시도가 조만간 나타날 것으로 예상된다. 한편 국내에서 자산관리서비스는 주로 신탁계약을 통해 제공되어 왔는데, 이하에서 신탁업을 중심으로 자산관리서비스 현황을 파악한다.

국내 신탁업은 부동산신탁회사의 전업업무와 은행의 겸업업무로 영위되어 왔다. 2005년 6월 신탁업법이 개정되어 보험회사와 증권회사에게 신탁업 겸영이 허용되었다. 이후 동년 12월 9개 금융투자회사에 대해 신탁업 겸영이 인가됨에 따라 금융투자회사들이 신탁업에 진출하였다. 손해보험회사들 중에는 신탁업 겸영인가를 신청한 사례가 아직 존재하지 않는다.

2008년 3월 기준으로 전체 수탁고는 약 224조원이며, 이중 은행이 57.5%, 부동산신탁회사가 33.1%로 높은 비중을 차지하고 있다. 보험회사의 신탁은

보험의 특성을 활용하여 장애인 대상, 보장성, 재산권 전환, 보험금 신탁재원 재유치 등을 신탁상품에 가미한 반면, 은행과 금융투자회사 신탁은 각각 자신들의 고유 장점인 안전성과 투자성을 강조한 금융투자상품을 중심으로 개발하고 있다. 또한 영업적인 측면에서 법인고객 대상으로는 금융투자회사가, 개인고객 대상으로는 보험회사와 은행이 상대적인 우위를 보이고 있다.

<표 III-10> 업권별 신탁업 참가회사와 수탁고 현황

구 분	회 사	수탁고
은행	대부분의 은행	128.8조원
금융투자회사	교보, 굿모닝신한, 대신, 대우, 동양, 미래, 삼성 우리, 하나, 한국, 현대	21.0조원
보험회사	미래, 삼성, 교보, 흥국, 대한	0.1조원
부동산 신탁회사	KB, 다올, 생보, 대한토지, 한국토지 국제, 한국자산, 코람코	74.1조원

### 가. 은행의 신탁업 현황

은행은 2005년까지 독점적 경영신탁업자로서 신탁업을 영위하였다. 은행은 외환위기 전까지 신탁을 장기자산조달 및 수신기반 확충 수단으로 활용하였다. 상대적으로 높은 수익률을 제시하면서 금전신탁 위주로 신탁업을 운영한 것이다. 예를 들어, 1999년 9월 기준으로 전체 신탁 중 금전신탁의 비중은 99.7%에 달하였다.

그러나 은행 금전신탁 규모는 1999년 9월의 121조원을 정점으로 2004년 12월의 38조원까지 급속히 위축되었다. 이는 채권시가평가제도 적용으로 채권상각준비금을 적립하게 됨에 따라 금전신탁의 수익률이 낮아졌기 때문이다. 또한 간접투자자산운용법 실시로 원금보장형 불특정금전신탁의 취급이 금지된 것도 금전신탁 규모 위축에 기여하였다.



전체 금전신탁의 정체에도 불구하고 특정금전신탁은 지속적으로 성장하였다. 예를 들어, 전체 신탁 중 특정금전신탁이 차지하는 비중은 2003년 12월의 20%에서 2008년 3월의 40%로 높아졌다. 대부분의 특정금전신탁은 기업을 대상으로 하는 맞춤형 자산관리와 주가관리 목적의 특정목적형 신탁이었다.

한편 전체 은행 신탁 중 재산신탁의 비중은 증가하여 2007년 12월에 50.5%에 달하였다. 이는 ABS 발행 증가에 따른 금전채권신탁 규모가 증가하고, 부동산분양시장 호조에 따라 부동산신탁 규모도 증가하였기 때문이다.

은행의 경우 특정금전신탁을 제외하고 대부분이 연금신탁을 중심으로 판매되고 있다. 연금신탁 상품은 보험사의 연금보험, 증권사의 연금투자신탁과 유사한 상품으로 노후를 위해 일정기간 신탁금을 적립한 후 신탁원리금을 연금으로 받는 불특정금전신탁으로서 합동 운용되는 방식이다. 특정금전신탁은 모든 은행에서 취급되고 있으며 수탁자산이 금전인 신탁상품을 일컫는다.

<표 III-11> 은행의 신탁유형별 수탁고 현황

(단위: 조원)

신탁종류	2003	2004	2005	2006	2007
금전신탁	44.3	38.1	39.8	52.3	65.8
개인연금신탁	6.6	6.8	6.9	6.8	6.1
퇴직신탁운용	1.9	2.2	2.9	3.4	3.6
특정금전신탁	20.6	18.5	24.1	37.7	51.8
재산신탁	58.6	42.7	41.1	47.1	60.9
유가증권신탁	1.4	1.7	2.7	2.8	5.8
금전채권신탁	51	33.1	26.1	26.4	24.6
동산부동산신탁	6.2	7.9	12.3	17.8	30.5
전체	105.4	83	83	101.2	128.8

#### 나. 금융투자회사의 신탁업 현황

금융투자회사가 신탁업 겸영을 시작한 동기는 퇴직연금시장 출범에 대응하여 동 시장에서 자산관리업무와 운용관리업무를 수행하려는 것이었다. 또한

은행과 차별화된 우량고객을 대상으로 자산가치증식 위주의 자산관리서비스를 제공하기 위해서였다. 즉 자산관리서비스 시장에서 투자일임업인 랩어카운트 이외에 새로운 수단을 확보하려는 목적에서 신탁업 겸영을 추진하였다.

금융투자회사의 신탁업 수탁고는 2005년 12월 기준 658억 원에서 2008년 3월 기준 21조원으로 큰 폭의 성장을 보였다. 전체 수탁고 중 89.6%는 특정금전신탁 상품이며, 2008년 3월 기준으로 퇴직연금의 비중은 전체 수탁고 중 1.5%에 지나지 않는다. 이에 따라 금융투자회사가 퇴직연금시장에 진출하기 위한 수단으로 신탁업을 겸영하려던 목적은 크게 퇴색되었다.

재산신탁부문의 비중은 현재 매우 낮은 수준이지만, 자본시장법(자본시장과 금융투자업에 관한 법률)이 시행되면 그 비중이 증가할 것으로 예상된다. 투자은행업무 관련 경험과 장점을 살려 부동산신탁시장에 본격적으로 진출할 것이기 때문이다.

금융투자회사의 경우, 법인 고객 대상의 MMT, 금전신탁 중 정기예금매칭형이 판매고의 대부분을 차지하고 있다. 증권회사가 운영하는 신탁상품은 투자 금융 기능을 강조한 파생상품형 신탁상품 등 수익성 있는 자산을 발굴하려는 신탁을 출시하여 여타 신탁상품과의 차별성을 강조하고 있다. ELT(Equity Linked Trust)의 경우 ELS(Equity Linked Securities)를 신탁에 편입하여 운용하는 구조이며, 외화증권신탁은 헤지펀드, 뮤추얼펀드 등 외국간접투자증권에 투자하는 상품이다. 파생상품신탁은 금, 기타 실물자산 등에 대한 파생거래를 통해 자본차익을 추구하는 상품이다.

<표 III-12> 금융투자회사의 신탁 수탁고 현황

(단위: 조원, %)

신탁종류	금액	비중
금전신탁	19.1	91.1
특정금전신탁	18.8	89.6
퇴직연금신탁	0.3	1.5
재산신탁	1.6	7.4
기타	0.3	1.5
전체	21	100

## 다. 보험회사의 신탁업 현황

2007년 하반기에 신탁겸영 보험회사가 처음으로 출현하였으며, 2008년 현재 신탁겸영 보험회사는 총 5개사이다. 금융위원회에 따르면, 현재 미래에셋생명보험(2007년 9월), 삼성생명보험(2007년 12월), 교보생명보험(2007년 9월), 대한생명보험(2008년 5월), 흥국생명보험(2008년 5월) 등이 신탁업 겸영을 인가받았다.

생명보험회사들이 신탁업에 진출한 목적은 다음과 같다. 첫째, 퇴직연금 운용수단을 다양화함으로써 동 시장에서 경쟁력을 강화하려는 것이었다. 기존에 판매되던 퇴직연금보험은 확정급여형이나 확정기여형으로 운용대상에 적지 않은 제한이 존재한다. 반면 신탁상품에서는 예금과 적금, 유가증권, 사모펀드, 파생상품 등 운용대상에 대한 제한이 사실상 존재하지 않는다. 따라서 신탁업 겸영으로 퇴직연금 운용수단이 다양화될 수 있었다.

둘째, 보수기반(fee-based) 업무영역에 진출하려는 것이었다. 최근 펀드판매 활성화로 국내 금융산업 전체가 보수기반 업무를 중심으로 재편되는 추세에 있다. 그런데 보험회사들의 보수기반 금융상품 판매는 상대적으로 제한적이었다. 2007년 10월부터 개시한 수익증권 판매와 더불어 신탁업 영위를 통해 보수기반 업무영역으로 의 전환을 가속화하였다.

셋째, 보험금 신탁상품을 판매하려는 것이었다. 보험금 신탁이란 보험금 청구권을 신탁재산으로 설정하여 수익자인 자녀가 성장하기 전까지 안정적으로 관리해주는 서비스이다. 보험금 청구권과 연계된 신탁이 활용되면 보다 효과적인 생애설계가 가능하다는 점에 주목하였던 것이다.

이와 같은 진출 동기에도 불구하고 신탁업 겸영 생명보험회사의 시장점유율은 극히 미미하다. 더욱이 각 보험회사의 주요 진출 목적에 따라 수탁고 현황이 특정 유형에 편중되어 있다. 예를 들어, 삼성생명과 교보생명은 퇴직연금신탁에 주력하고 있으며, 미래에셋생명은 신탁을 활용하여 상품라인업 강화를 도모하고 있다.

보험회사의 경우, 신탁업에서 후발주자인 만큼 아직까지 주력 신탁상품은 MMT(Money Market Trust)가 대부분을 차지한다. 하지만 최근 들어 신탁상

품에 보험의 보장성과 전환성을 혼합한 자산관리형 신탁을 출시하는 등 은행, 금융투자회사와 차별화된 상품을 선보이고 있다.

새롭게 출시되고 있는 보험회사의 신탁상품들은 원칙적으로 고객이 지정한 투자자산을 지정한 방법으로 단독운용 하는 맞춤형신탁형으로, 주요 상품으로는 생전증여신탁, 특별부양신탁, 보험금신탁 등이 있다. 생전증여신탁은 위탁자 본인 생전에는 본인을 위해 신탁재산을 사용하고 본인 사후에는 수익자와 지급시기를 지정하여 그 시기가 도래할 때까지 수탁자에게 재산관리를 위탁할 수 있도록 해주는 상품이다. 특별부양신탁은 장애인 등이 증여받은 재산을 신탁으로 설정하여 증여자의 뜻에 따라 장애인의 생활안정과 재산보호에 도움을 주는 신탁상품으로서 기본적인 신탁상품에 보험의 보장성 기능을 추가한 상품이다. 보험금신탁은 보험금 만기도래 시 혹은 고객의 사망보험금 지급 시에 지급보험료를 재유치하여 운용·관리해 주는 상품으로서 최근 보험사들이 신탁상품의 수탁고를 확대하기 위한 방법으로 주력하고 있다.

<표 III-13> 보험회사의 신탁 수탁고 현황

(단위: 백만원)

회 사		금전신탁		기 타	전 체
		특정금전	퇴직연금		
삼성생명	2008.3	-	4,201	450	4,651
	2008.9	20,278	14,812	-	35,090
교보생명	2008.3	-	1,171	7	1,178
	2008.9	-	2,166	3	2,169
미래에셋생명	2008.3	42,823	1,160	180	44,163
	2008.9	123,929	2,288	870	127,087
대한생명	2008.3	-	-	-	-
	2008.9	5,856	-	-	5,856
전체	2008.3	42,823	6,532	637	49,992
	2008.9	150,063	19,266	873	170,202

### 3. 국내 자산관리서비스의 문제점

기본적으로 스폰서가 고객의 요구에 적합한 운용자를 보다 저렴한 비용으로 연결해 줄 수 있으면, 자산관리서비스가 활성화될 수 있다. 즉, 표준형 집합투자에 비해 자산관리서비스의 차별성이 잘 부각될 수 있도록 내용의 복잡성과 맞춤형 구조를 효율적으로 확보할 수 있어야 한다.

우선 스폰서가 고객의 요구에 복합적으로 대응할 수 있으면 자산관리서비스가 활성화될 것이다. 설사 프로그램을 효율적으로 설계할 수 있다고 하더라도 고객이 원하는 내용을 담지 못하면 수익성을 확보하지 못한다. 이는 복수의 재무계획을 복합적으로 결합하여 고유한 서비스 내용을 제시하거나, 고객의 요구에 따라 서비스 내용을 유연하게 변화시킬 수 있어야함을 의미한다.

다음으로 스폰서가 고객 확보와 운용자 선정 시 소요되는 비용을 절감할 경우, 자산관리서비스가 활성화될 수 있다. 이를 위해서는 표준화된 금융상품을 불특정 다수의 고객에게 제시하는 전통적인 마케팅과 다른 접근법이 요구된다. 맞춤형 프로그램에 적합한 고객 확보 및 관리방식이 요구된다. 또한 요구가 다양한 고객들을 개별적으로 관리하는 업무, 프로그램에 포함되는 개별 서비스의 공급자를 확보하는 업무 등이 자동화되어야 한다. 비용효율성이 높지 못하면 맞춤형 프로그램이 일부 부유층 고객에게만 제한적으로 제공될 가능성이 높다.

끝으로 스폰서가 고객의 요구를 수용하여 신속하고 정확하게 맞춤형 프로그램을 제시할 수 있을 때 자산관리서비스가 활성화될 것이다. 이를 위해서는 고객의 이해요구를 정확하게 파악하는 것과 고객의 요구에 따라 차별적인 포트폴리오를 구성하는 것이 중요하다.

그런데 현재 국내 현황을 살펴보면, 복잡성, 효율성, 맞춤형 관점에서 자산관리서비스가 본격화되지 못하고 있다고 판단된다. 이하에서 국내 자산관리서비스의 활성화가 미흡하다는 점과 그 이유를 검토한다.

<표 III-14> 국내 자산관리서비스 문제점

기 준	문 제 점
복합성	일부 재무계획(생활수준개선·시장위험관리·축적국면)에 치중
효율성	폐쇄적-판매플랫폼, 성과보고기준 미비, 노동집약적 업무처리
맞춤형	개별 관리에 치중, 실제적 맞춤형 프로그램 부족

## 가. 복합성 제한

### 1) 문제점

자산관리서비스가 활성화되려면 스폰서가 경쟁자와 차별화되는 고유한 내용의 프로그램을 제공할 수 있어야 한다. 이는 내용면에서 차별화(differentiation)<sup>29)</sup>시킬 수 있어야함을 의미하는데, 차별화는 서비스 내용의 고유성을 부각시키는 과정이다. 고객으로부터 고유성을 인정받으면 스폰서는 가격경쟁에서 벗어나 장기적 고객관계를 유지할 수 있다. 이때 중요한 점은 고객이 프로그램의 고유성을 판단하는 주체라는 것이다. 즉 스폰서가 특정 분야에서 고유한 내용의 서비스를 제공할 수 있다는 인지도를 확립하는 것이 중요하다.

그런데 국내 현황을 살펴보면, 대부분의 스폰서들이 표준형 집합투자와 차별화되기 어려운 재무계획에 집중하고 있다. 예를 들어, <표 II-3>에서 제시된 분류를 기준으로 할 때 생활수준개선과 시장위험관리에 적합한 프로그램에 집중하고 있으며, 생애주기를 기준으로 할 때 축적국면에 적합한 재무계획에 주력하고 있다. 반면 기본생활보장과 장수위험관리에 적합한 프로그램이나 생

29) 차별화는 매우 다양한 방식(서비스 내용의 차이, 서비스 질의 차이, 대상 고객의 차이, 홍보 방식의 차이, 서비스 제공 시기나 장소의 차이 등)을 통해 달성될 수 있다. 일부 요소만이 차별화되는 것이 일반적이지만 경우에 따라서는 모든 요소가 차별화되기도 한다. 또한 금융회사 자신이 제공하는 서비스 내용을 경쟁회사가 제공하는 서비스로부터 차별화하는 것이 일반적이지만, 때로는 금융회사 자신이 기존에 제공해 오던 서비스로부터 차별화된 서비스 내용을 설계하기도 한다.

애주기 중 소진국면에 적합한 재무계획은 활성화되어 있지 못하다.

한편 자산가치보전을 강조하는 부유층과 달리 잠재부유층은 자산가치증식을 추구하며 자신이 직접 자산을 운용하려는 경향이 상대적으로 높다. 따라서 잠재부유층의 경우 온라인서비스를 강화함으로써 복합적인 서비스를 제공하는 것이 가능하며, 일부 스폰서들이 이들을 대상으로 온라인서비스를 제공하고자 시도하고 있다. 그러나 본격적인 서비스는 여전히 오프라인에 의존하고 있는 것이 현실이다.

## 2) 원인

복합성의 제한은 스폰서들이 기존에 축적해 온 경험, 전문성, 고객관계를 토대로 단기에 인지도를 구축하려는 과정에서 초래된 결과로 보인다. 고객이 자산관리서비스로부터 기대하는 서비스 내용은 매우 복합적인 반면, 스폰서가 경쟁력을 가질 수 있는 분야는 제한적이다. 예를 들어, 어떤 스폰서가 자산가치보장을 추구하는 운용전략에서 전문성을 가지고 있을 때 해당 스폰서가 자산가치증식을 추구하는 운용전략에서도 능력을 인정받기는 쉽지 않다. 따라서 스폰서는 기존에 확보한 고객을 대상으로 자신이 비교우위를 가질 수 있는 분야에 집중하려는 유인을 갖는다. 이러한 전략이 해당 분야의 인지도 확보 차원에서 보다 유리할 수 있다.

스폰서가 보유한 인력의 전문성이 부족한 것도 복합성이 제한되는 이유라고 판단된다. 복합적 프로그램이 제공되려면 해당 내용을 체계적으로 관리할 수 있는 전담 직원이 확보되어야 한다.<sup>30)</sup> 예를 들어, 담당 직원이 구조화상품에 전문성을 갖추고 있으면 해당 상품을 선택범위에 포함하여 서비스를 설계하는 것이 가능하다. 그런데 국내에는 아직까지 복합적 프로그램을 관리할 수 있는 전문 인력이 부족한 실정이다.

다음으로 자산관리서비스 전담부서의 구조도 복합성을 확보하는데 장애요

30) 직원들의 전문성은 일정한 자격조건(관련 업무경력, 전문자격증 소지 등)을 갖춘 직원을 외부로부터의 선발하거나, 전문성(산업, 금융상품, 자산관리시스템 등)과 도덕성(상당기법, 관리자 리더십, 금융규제, 금융제도 등)에 대한 내부 교육프로그램을 통해 제고될 수 있다.

인으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 현재는 초부유층만을 목표고객으로 설정하여 일부 지점에 자산관리서비스 전담직원을 배치하고 본점에 이들을 총괄하는 센터를 설치하고 있다. 모든 지점에 자산관리서비스 전담인력을 두지 않은 상황에서 전문성이 부족한 지점의 직원이 고객을 관리하는 관계로 서비스 내용이 일부 내용으로 제한되는 것이다.

한편 국내에는 자산관리서비스의 복잡성을 제한하는 제도적 장애요인이 존재하는 것으로 보인다. 신탁은 고객이 원하는 투자목표와 위험목표에 따라 은행상품, 보험상품, 금융투자상품을 복합적으로 결합할 수 있는 만큼, 맞춤형 자산관리서비스에서 가장 효과적으로 활용될 수 있는 수단이다. 그런데 현행 자본시장법에서는 신탁업이 금융투자업으로 포괄됨에 따라 본연의 신탁 기능이 제한되고 자산관리서비스의 복잡성이 제한될 가능성이 높다.

앞서 살펴 본 원인들은 스폰서들이 주어진 시장 여건에서 최선의 선택을 한 결과라고 볼 수 있다. 향후 국내에서 자산관리서비스에 대한 수요가 확대되고 수익성이 개선되면 자연스럽게 해소될 수 있는 문제들이라고 생각한다. 그러나 자산관리서비스의 조기 활성화를 위해서는 시장참여자의 인식 제고와 함께 제도적 장애요인을 선도적으로 개선할 필요가 있다고 본다. 이러한 문제 의식에 따라 4장에서 자본시장법에서 규정된 신탁제도가 자산관리서비스와 관련하여 갖는 한계를 지적하고 국내에서 복합적인 자산관리서비스가 활성화될 수 있도록 보험신탁을 도입할 것을 제안하고자 한다.

## 나. 낮은 효율성

### 1) 문제점

국내 현황에 비추어 자산관리서비스 효율성과 관련하여 세 가지 사항이 검토될 필요가 있다고 생각한다. 우선 스폰서들이 개방형 판매플랫폼을 적극적으로 활용하지 않고 있다. 개별 스폰서가 프로그램에 포함되는 모든 서비스 분야에서 자체적으로 전문성을 갖추는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 예를 들어, 자산관리서비스가 종합금융서비스(자산운용, 세금, 신탁, 상속, 부동산 등)의 범위를 넘어 생애관리서비스(건강, 취미활동, 자녀교육 등)로 확대되고 있



는바, 개별 스폰서가 모든 서비스를 자체적으로 제공하는 것은 많은 비용을 수반한다.

그런데 개방형 판매플랫폼, 즉 스폰서 자신이 전문성을 갖춘 서비스는 직접 제공하되 다른 분야에 대해서는 전문성을 갖춘 외부 운용자가 제공하는 서비스를 중개하는 방식을 활용하면 비용을 절감할 수 있다. 그러나 국내 현황을 보면 스폰서들이 자신이 전문성을 갖추고 있는 금융상품을 핵심서비스로 구성하고, 계열회사로부터 공급받는 금융상품을 부수서비스로 제공하는데 그치고 있다. 또한 중개하는 외부 운용자의 서비스들을 고유한 방식으로 결합함으로써 차별화하는 것도 본격화되지 못하고 있다.

다음으로 스폰서가 고객을 만족시킬 만큼 신뢰할 만한 성과보고를 고객에게 제공하지 않고 있다. 현재 스폰서들은 고객이 영업시간 중 영업점에서 운용조건(운용자, 운용방식, 운용단위 요소, 계좌단위요소 등)을 수시로 점검할 수 있는 절차를 마련하거나, 인터넷이나 HTS를 통해 실시간으로 잔고내역(보유 잔고 현황, 매매단가, 손실수준 등)을 확인할 수 있는 시스템을 제공하고 자 시도하고 있다. 그러나 스폰서가 고객이 요구하는 방식에 따라 신속하고 정확하게 성과를 보고하는 관행이 정착되어 있지 못하다. 특히 운용전략이나 운용조건에 변화가 발생하는 즉시 방문, 전화 또는 인터넷을 통하여 그 내용을 고객에게 알려야 하지만, 성과보고의 빈도, 정확성, 신속성 면에서 아직 만족스러운 수준에 미치지 못하고 있다.

마지막으로, 맞춤형 프로그램 제공비용이 높아 자산관리서비스 활성화에 장애요인으로 작용하고 있다. 이는 자산관리서비스 관련 많은 업무가 수작업에 의존하여 노동집약적으로 처리되고 있기 때문이다. 자산관리서비스 프로그램은 고객특성 파악, 투자정책서 작성, 포트폴리오 구성, 성과보고의 과정을 거쳐 설계된다. 그리고 고객의 요구나 시장상황이 변하여 기존 서비스 내용이 소기의 재무목표와 부합하지 않게 되면, 스폰서와 고객은 이러한 프로그램 설계과정을 반복하게 된다. 이러한 반복과정은 수작업으로 진행되어 많은 비용을 수반한다.<sup>31)</sup>

31) 진정한 의미에서의 맞춤형 자산관리서비스가 제공되기 위해서는 비용문제뿐만 아니라 수수료 관련 규제, 기술적 특성, 투자자보호 등에 대한 개선이 선행되어야 한다는 주장이 존재한다. 일부에서는 높은 수수료 수준에 대해 비판이 제기되고 있으며,

## 2) 원인

우선, 국내 스폰서들이 개방형 판매플랫폼을 적극적으로 활용하지 않는 것은 아직 시장여건이 조성되지 않았기 때문이라고 판단된다. 개방형 판매플랫폼의 수익성이 확인되지 않은 상황에서 기존의 판매채널과 대체적 관계에 있는 새로운 판매채널을 시도할 유인이 크지 않다. 스폰서 입장에서 볼 때 자산관리서비스에서 얻을 수 있는 수익의 대부분은 일부 고객집단으로부터 발생한다. 따라서 각 스폰서는 기존에 수익성이 확인된 영역과 판매채널에 집중하는 경향이 있는데, 이는 '20:80의 법칙<sup>32)</sup>'을 활용하려는 전략으로 볼 수 있다. 이와 같은 상황에서 대부분의 서비스를 외부 공급자로부터 제공받는 개방형 판매플랫폼에 소극적인 것은 현실적인 선택일 수밖에 없다.

다음으로, 국내에서 충실한 성과보고가 정착되지 못하고 있는 것은 자산관리서비스에 대한 성과보고 기준이 정립되어 있지 않은 영향이라 볼 수 있다. 맞춤형 프로그램에서는 고객의 요구에 따라 고객별 포트폴리오가 개별적으로 운용되는 만큼, 포트폴리오들 사이의 성과를 직접 비교하는 것은 무의미하다. 또한 고객의 다양한 요구를 동시에 충족시킬 수 있도록 프로그램이 복합적으로 설계되는 만큼, 성과 평가 시 필요한 벤치마크를 시장으로부터 찾는 것도 쉽지 않다. 따라서 서비스설계 시점에서 고객과 스폰서 사이에서 관련 사항을 상호 합의한 다음 그 내용을 기준으로 추후 포트폴리오 성과를 평가할 수 있어야 한다. 그러나 국내에는 성과평가 시 스폰서가 고객의 이해요구에 따라 자산을 충실하게 관리하였음을 보여주고 고객으로부터 평가를 받을 수 있는 합리적인 기준이 부재한 상태이다. 더욱이 성과보고를 통해 현행 포트폴리오 구성이 소기의 재무목표와 부합하는지 여부를 판단하고자 하는 고객의 요구도 부족하다.

마지막으로, 맞춤형 프로그램 제공이 수작업에 의존하는 것은 관련 업무를

---

하나의 통합계좌에서 다양한 투자자산을 관리하는 것에 대한 기술적 제약, 과장광고로 인한 투자자 손실 가능성 등의 문제점이 지적되고 있다.

32) 이탈리아 경제학자 빌프레도 파레토(Vilfredo Pareto)가 제시한 원칙으로 80%의 결과를 만들어내는 중요한 20%를 찾아내어 그것에 집중해야 최대의 효과를 얻을 수 있다는 주장이다.

담당하는 일선부서, 후선부서, 운용부서(외부 운용자) 사이의 업무절차와 경로가 표준화되어 있지 않기 때문이라고 판단된다. 스폰서는 자동시스템 구축을 통해 비용을 낮추면 맞춤형 프로그램의 대량공급이 가능하다. 자동화를 위해서는 관련 부서들 사이에서 정보가 체계적이고 일관되게 교환될 수 있도록 업무절차와 경로가 표준화되는 것이 중요하다.

그러나 국내에서는 자산관리서비스 관련 업무 표준화 수준이 매우 낮은 것으로 보인다. 예를 들어, 일선부서는 고객의 요구를 파악하는 시점부터 서비스 내용이 최종적으로 확정되는 시점까지 전체적 맞춤형 프로그램 설계과정에 참여해야 한다는 점이 제대로 인식되지 못하고 있다. 일선부서가 고객의 요구사항이 관련 감독규정에 비추어 수용될 수 있는지에 대해 후선부서로부터 자문을 받는 절차가 명확히 정립되어 있지 않다. 또한 일선부서가 고객의 요구사항이 운용 시 수용될 수 있는지에 대해 운용부서로부터 자문을 받는 절차도 표준화되어 있지 않다. 따라서 고객이 바라는 운용대상을 시장에서 매입하기 어렵거나, 고객의 자산규모가 충분하지 않거나, 감독규정에 따른 제한이 존재하는지 여부를 일선부서가 사전에 확인하여 그 사실을 고객에게 알리는 것이 제대로 이루어지지 않고 있다. 많은 경우 운용부서가 고객별 포트폴리오를 운용함에 있어 포트폴리오에 편입된 자산 내역이 고객 지시내용에 비추어 적합한지 여부를 후선부서에게 확인받는 절차도 규정되어 있지 않다. 이로 인하여 향후 적합성 원칙이 강화되었을 때 자산관리서비스와 관련한 불완전판매 논란이 제기될 소지가 높은 상황이다.

또한, 국내 현황에 비추어 불 때 자산관리서비스를 효율적으로 제공할 수 있는 기반이 조성되었다고 보기 어렵다. 이는 관련 인프라가 부족하여 스폰서가 고객의 요구에 유연하게 대응하는 것이 어렵기 때문이다. 이를 극복하기 위해 맞춤형 프로그램 제공비용을 대량생산 수준으로 낮추면 자산관리서비스가 활성화될 수 있다(Wilcox et al., 2006). 이러한 문제의식에 따라 5장에서 판매플랫폼, 성과보고기준, 자동시스템 측면에서 국내 인프라가 갖는 한계를 지적하고 향후 이들 인프라를 개선할 것을 제안하고자 한다.

## 다. 맞춤형 프로그램 부족

### 1) 문제점

국내에서는 자산관리서비스의 핵심이라고 할 수 있는 맞춤형 프로그램이 본격화되지 못하고 있다. 대표적으로 대부분의 스폰서가 UMA-프로그램을 지향하고 있으나 서비스 내용을 볼 때 본격적인 UMA-프로그램이라고 보기 어렵다. 포트폴리오 구성 면에서 상호이질적인 대체투자자산까지 포함하기 때문에 다양한 유형의 운용대상에 대한 분산투자가 본격화 되지 못하고 있다. 또한 고객 요구 수용 면에서 고객별 비용조건, 세율구간, 규제 등을 감안하는 것도 제한적이다.

자산관리서비스가 활성화되려면 스폰서가 고객별로 맞춤형 포트폴리오를 구성하여 운용할 수 있어야 한다. 고객별로 운용 관련 요구사항(운용자, 운용전략, 자산배분, 운용대상, 신용등급, 관리종목 투자여부 등), 매매 관련 요구사항(매매대상, 가격, 중개인, 시기 등), 계좌 관련 요구사항(로스컷, 수익발생 시 전환여부, 수수료율, 수수료 징수시기 등)이 상이하기 때문이다. 그러나 국내의 현실은 포트폴리오 구성단계에서 매매, 운용, 계좌관리에 대한 고객의 요구가 실질적으로 반영되지 못하고 있다. 사전에 수립된 매매원칙에 따라 수행되는 시스템거래기법을 활용할 때에도 고객이 제시하는 종목선별과 매매체결에 대한 조건을 수용할 수 있는 시스템이 구축되어 있지 않다.

고객이 모든 의사결정을 포괄적으로 일임하거나 기본적인 내용(운용전략, 운용대상, 편입비율 등)만을 지시하고 구체적인 사항(투자제한종목, 손절매 기준, 분산투자, 최선의 매매정책 등)은 스폰서에게 위임하는 경우에는, 동일한 운용전략을 추구하거나 동일한 모델포트폴리오를 다수의 고객에게 제시하는 것이 대부분이다. 하지만 이러한 서비스는 본연의 맞춤형 프로그램이라고 보기 어렵다. 특히 자산관리서비스에서는 고객이 궁극적인 운용권한을 보유하기 때문에 고객이 원하면 언제든지 포괄적 운용지시가 철회되고 고객에 의해 포트폴리오 구성이 구체적으로 지시될 수 있어야 한다. 그러나 국내에서는 이와 관련하여 해당 내용의 변경절차를 사전적으로 규정하고 있는 사례가 많지 않다.

## 2) 원인

국내에서 맞춤형 프로그램이 부족한 것은 스폰서와 고객들 사이에서 투자정책서(investment policy statement) 활용이 정착되지 않았기 때문이라고 생각한다. 투자정책서는 맞춤형 프로그램 설계 시 고객과 스폰서 사이에 합의된 사항이 문서화된 것으로서, 고객의 수익목표, 위험수용수준, 제약조건 등을 주요 내용으로 한다.

적절히 작성된 투자정책서는 고객과 스폰서 모두를 보호할 수 있다. 운용의 관행이나 고객의 요구가 부적절할 소지가 있는 경우, 양자는 상충인식과 의견 조율을 위해 투자정책서의 내용을 참조하게 된다. 예를 들어, 고객이 제시하는 위험수용수준과 제약조건을 충족시키면서 고객이 원하는 수익목표를 달성하는 것이 불가능한 경우, 스폰서는 이를 고객에게 인지시키고 자문을 통해 고객의 요구를 조정하게 된다. 또한 투자정책서는 고객이 스폰서에게 위임하는 운용재량권의 범위를 규정하므로, 고객과 스폰서의 관계가 심각해지기 이전에 관련 사항을 식별하고 이견을 조율하는 것을 돕는다. 더 나아가 고객이 스폰서를 교체하거나 여러 스폰서를 함께 활용하고자 할 때에도 투자정책서가 중요한 역할을 한다. 자산관리서비스의 연속성이 유지되려면 고객과 스폰서가 합의한 내용이 제3자에게 쉽게 수용될 수 있도록 투자정책서가 작성되는 것이 바람직하다.

그러나 국내에서는 대형 기관투자자들만이 투자정책서를 작성하고 있으며, 개인 고객들에 대해서는 투자정책서의 활용이 제한적이다. 이로 인하여 맞춤형 프로그램이 제한적일 뿐만 아니라, 적합성원칙과 관련하여 불완전판매 분쟁이 발생할 가능성이 높다.

한편 스폰서가 고객의 요구를 정확하게 파악할 수 있는 역량이 제한적인 것도 맞춤형 프로그램이 본격화되지 못하는 이유라고 판단된다. 맞춤형 프로그램 설계의 시작은 고객의 요구사항을 파악하는 것이다. 표준형 집합투자에서는 고객의 개성, 경험, 사적 경험 등을 고려하지 않아도 된다. 반면 맞춤형 프로그램에서는 고객별 특성을 정확하게 파악하지 않고서 맞춤형 프로그램을 설계할 수 없다. 각 고객은 수많은 요인(사회경제학적 요인, 개인적 경험, 재

무적 상태 등)에 따라 고유한 재무목표(기대수익률, 위험선호도, 투자기간, 유동성 등)를 갖는다. 따라서 고객과의 면담을 통해 고객의 재무목표를 정확히 파악할 수 있는 역량이 요구된다.

국내 스폰서들은 고객특성의 파악을 위해 유형분류(segmentation)방법에 의존하고 있다. 예를 들어, 스폰서가 중요하다고 생각하는 분류기준을 설정한 후, 잠재고객들을 동 분류기준에 따라 하위집단으로 분류하고, 고객집단별로 차별적인 프로그램이 제공된다. 이러한 접근은 보다 저렴한 비용으로 고객의 대체적인 요구를 수용할 수 있다는 점에서 유용하다. 그러나 국내 현황을 보면 유형화를 위해 사용되는 분류기준의 적합성에 대한 고려 없이 형식적인 유형화에 머무르고 있는 것으로 보인다. 몇 가지 기준만을 사용하여 유형별로 고객의 요구가 잘 반영되도록 분류하는 것이 쉽지 않으며, 자의적이고 일관되지 않은 분류 기준을 사용하면 유형분류가 무의미하게 된다.

요컨대, 국내 현황에 비추어 볼 때 맞춤형 프로그램이 확산되었다고 보기 어렵다. 무엇보다도 고객별 이해요구를 파악하는 과정이 체계화되어 있지 못하며, 고객별 계좌가 개별적으로 관리된다는 점을 제외하면 표준형 집합투자와의 차별성이 거의 존재하지 않는 상황이다. 이러한 상황의식에 따라 6장에서 투자정책서와 유형화를 보다 효과적으로 활용할 수 있는 가이드라인을 제안하고자 한다.