공모펀드 시장 침체의 원인과 대응 과제*

연구위원 권민경

공모펀드 시장이 오랜 침체 상황에서 벗어나지 못하고 있다. 지난 10년간 ETF를 제외한 공모펀드 시장에서 총 57조원의 자금이 순유출되었으며, 특히 주식형펀드에 대한 개인 판매잔고는 2009년말 107조원에서 2019년 11월말 29조원으로 73%나 감소하였다. 공모펀드 시장 침체의 주된 원인으로는 저조한 수익률과 판매시장의 경직성을 꼽을 수 있다. 시장 활성화를 위해서는 운용역량 강화를 통해 수익률을 제고하려는 자산운용사의 자구 노력이 무엇보다 필요할 것이다. 또한 별도의 자문이나 권유 없이 단순판매 서비스만 영위하는 신규 사업자의 진입을 유도하거나 저비용으로 자동화된 자문을 제공하는 판매채널을 확대하는 등 펀드 판매시장에서 경쟁을 촉진하려는 정책적인 노력 역시 동반되어야 할 것이다.

공모펀드 시장의 침체가 지속되고 있다. 공모펀드 시장의 순자산 지표를 살펴보면 2009년말 210조원에서 2019년말 242조원으로 지난 10년 동안 15% 성장하는데 그쳤다. 같은 기간 110조원에서 419조원으로 3배 이상 급증한 사모펀드 시장규모와 비교했을 때 초라한 외형임에 분명하다.

상장지수펀드(Exchange Traded Fund, ETF)를 제외하고 살펴보면 상황은 더욱 심각하다. ETF를 제외한 공모펀드 시장의 순자산 규모는 2009년말 207조원에서 2019년말 191조원으로 오히려 감소하였다.[1] 같은 기간 동안 해당 펀드에서 순유출된 자금 규모는 총 57조원(MMF 제외 시 50조원)에 달한다. 이는 대부분 개인투자자의 주식형펀드 환매에 의한 것으로 주식형펀드에 대한 개인 판매잔고는 2009년말 107조원에서 2019년 11월말 29조원으로 73%나 감소하였다.[2]

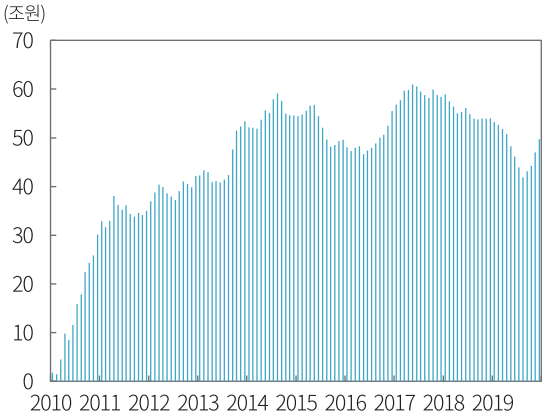
---

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

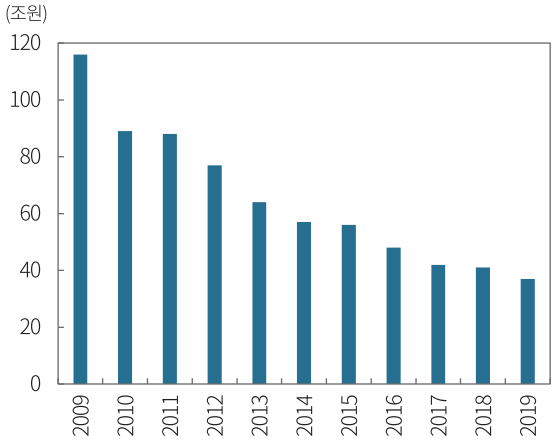
1) 반면 ETF 시장의 순자산 규모는 2009년말 3.7조원에서 2019년말 51.7조원으로 급증하였다.

2) 2019년 12월말 기준 판매잔고는 아직 공표되지 않았다.

ETF 제외한 공모펀드의 누적 순유출 자금 규모



개인투자자 대상 주식형 공모펀드의 판매잔고



주 : 1) 왼쪽의 그래프는 MMF를 제외하고 집계[3)]
2) 오른쪽 그래프에서 2019년 값은 11월말을 기준으로 함
자료: 금융투자협회

공모펀드 시장 침체의 원인

공모펀드의 유형은 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 첫째는 은행 · 증권사 등 펀드 판매회사를 거쳐 투자자에게 판매되는 전통적인 형태의 펀드(이하 '일반공모펀드'라 칭한다)이고, 둘째는 거래소에 상장되어 거래되는 ETF다. 과거에는 투자자들이 판매회사를 통해 공모펀드에 가입하는 첫 번째 방식이 일반적이었으나 최근에는 거래소에서 ETF를 매수하는 두 번째 방식도 많이 활용되고 있다. 앞서 제시한 통계에 따르면 시장 침체 현상은 일반공모펀드에 한정하여 나타나고 있다고 볼 수 있다.

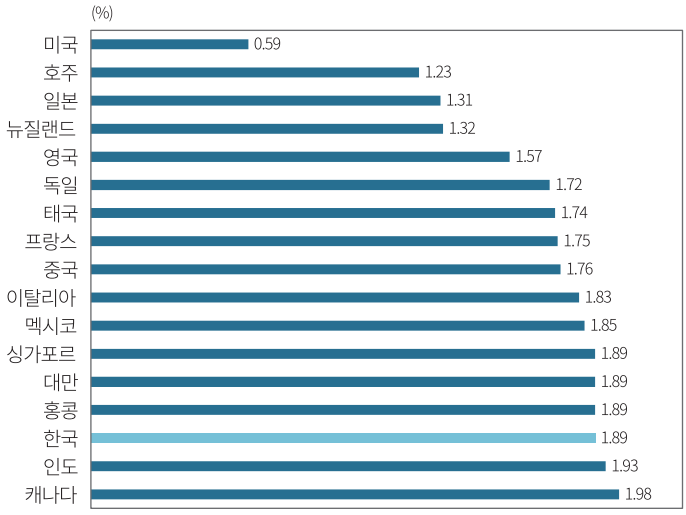
일반공모펀드 시장 침체의 원인으로 가장 먼저 꼽을 수 있는 것은 저조한 수익률이다. 지난 10년의 기간 동안 국내 주식시장은 '박스피'라는 별명이 붙을 정도로 정체되어 있었다. 부동산과 인프라 등 대체투자자산이 높은 수익률을 보인 것과는 대조적이다. 주식의 편입 비중이 높고 대체투자 비중이 낮은 일반공모펀드의 특성에 비추어 보았을 때 해당 기간 동안 수익률이 좋지 않은 것은 필연적인 결과라고 볼 수 있다. 거기에 더해 펀드매니저의 종목선택 및 타이밍 등 운용역량 문제도 원인으로 꼽을 수 있다. 일반공모펀드는 대부분 액티브 방식으로 운용되기 때문에 펀드매니저의 자의적 판단이 투자성과에 미치는 영향이 크다. 액티브펀드의 평균적인 운용 성과가 벤치마크 지수에 미치지 못한다는 사실은 여러 문헌을 통해 알려져 있으며 우리나라 역시 예외가 아니다. 그 결과 투자자의 상당수가 일반공모펀드의 저조한 성과에 실망하여 시장에서 이탈했을 가능성이 있다.

3) MMF는 자금 유출입 규모 및 변동성이 커서 추세를 파악하기 어려우므로 집계에서 제외하였다.

그러나 비단 저조한 수익률만이 시장 침체의 원인은 아니다. 또 다른 요인으로 판매시장의 경직성을 꼽을 수 있다. 일반공모펀드는 주로 은행 · 증권사를 통해 판매되며 이들 금융기관은 그 대가로 판매보수를 수취한다. 판매보수의 수준은 해당 펀드의 집합투자규약이 정하는 바에 따라 일률적으로 정해지며, 이에 따라 모든 판매회사는 동일 펀드 · 동일 클래스에 대해 동일한 판매보수를 수취해야한다. 즉, 판매회사 간 가격 경쟁이 전혀 일어날 수 없는 구조다.[4] 이에 따라 이미 폭넓은 고객기반을 확보한 대형 금융기관은 판매시장에서 손쉽게 우월한 지위를 확보하는 반면, 중소형 판매회사나 신규 플레이어들은 이들에게서 고객을 끌어오기가 쉽지 않다.

판매시장의 경직성은 일반공모펀드의 높은 판매보수 수준과도 연관되어 있다. 이미 굳건한 지위를 구축한 대형 금융기관의 입장에서는 판매보수가 높은 펀드를 전략적으로 밀어줄 유인이 크기 때문에 자산운용사는 판매보수를 높게 책정해야 자사의 펀드가 대형 금융기관에서 많이 팔릴 것을 기대할 수 있다. 결과적으로 판매시장의 경직성으로 인해 일반공모펀드 투자자는 많은 비용을 부담하게 된다. Morningstar(2019)에 따르면 국내에서 판매되는 주식형 공모펀드 총비용비율의 자산가중 중간값은 1.89%로 주요국 대비 높은 편이며 특히 호주 · 일본 · 뉴질랜드 · 태국 등 조만간 시행되는 아시아 펀드 패스포트 참가국과 비교해도 최상위 수준이다.[5] 공모펀드의 총 비용 중 판매보수가 가장 큰 비중을 차

주식형펀드 총비용비율의 국가별 비교



주 : 해당 국가에서 판매되는 펀드의 자산가중 중간값을 표시
자료: Morningstar(2019)

4) 일부 펀드에서는 판매보수 뿐 아니라 일회성으로 판매수수료를 부과하기도 한다. 판매수수료는 일정 수준 이내에서 판매회사가 자율적으로 조정하는 것이 가능하므로 동 펀드에 대해서는 가격 경쟁이 나타날 여지가 존재한다. 그렇지만 판매수수료는 일회성에 불과하므로 매년 부과되는 판매보수에 비해 영향력이 작고, Morningstar(2019)에 따르면 국내 펀드 중 판매수수료를 부과하는 펀드는 전체의 20~25%에 불과하다. 따라서 판매시장에서 실질적으로 가격 경쟁이 일어난다고 보기는 어렵다.

5) Morningstar, 2019, Global investor experience study: Fees and expenses.

지하고 있다는 점을 감안하면 판매시장에서의 경쟁 촉진을 통해 투자자의 전반적인 비용 부담을 낮출 필요성이 있다.[6]

향후 과제

공모펀드는 국민의 자산증식과 노후 생활 안정에 있어 중요한 역할을 수행한다. 가입요건이 까다롭고 접근성도 제한된 사모펀드 및 투자일임과는 달리 공모펀드는 최소가입금액 요건이 낮고 판매채널 접근성이 높아 일반인도 쉽게 투자할 수 있다는 장점을 가진다. 과거에는 주로 자산증식 목적으로 공모펀드를 많이 활용하였지만 근래에는 개인연금 및 퇴직연금을 통해 노후 자금을 마련하기 위해서도 널리 쓰이고 있는 추세다. 일반공모펀드 시장이 오랜 침체에서 벗어날 수 있도록 정부와 업계가 힘을 모아야 하는 이유다.

공모펀드 시장을 활성화하기 위해서는 우선 자산운용업계 스스로 수익률을 끌어올리기 위해 치열한 노력을 기울여야 할 것이다. 단기성과에 연연하기보다 장기수익률 향상을 통해 고객의 신뢰를 구축하는 것이 필요하며, 펀드매니저에 대한 성과보상 체계도 이러한 맥락에서 구축되어야 할 것이다. 또한 국내 시장에서의 낮은 기대수익률을 보완하기 위해 해외자산 투자역량을 쌓아나가야 하며, 연금 운용에 있어 반드시 필요한 자산배분 역량도 내재화하는 것이 필요하다.

다른 한편으로는 펀드 판매시장에서 경쟁을 촉진하려는 정책적 노력도 이루어져야 할 것이다. 우선 중소형 금융기관 또는 신규 플레이어가 펀드 판매시장에서 대형 금융기관과 대등하게 경쟁을 벌일 수 있는 환경을 구축할 필요가 있다. 이를테면 별도의 자문이나 권유 없이 단순판매 서비스만 영위하는 신규 사업자의 진입을 유도하거나 또는 저비용으로 자동화된 자문을 제공하는 판매채널을 활성화해야 할 것이다.[7] 이를 위해 자산운용사의 직판 확대나 핀테크 기업의 진입도 장려할 만하다. 또한 장기적으로는 판매보수를 펀드 · 클래스별로 획일화하지 않고 시장에서 판매회사가 자율적으로 조정할 수 있도록 하여 판매사 간 가격 경쟁을 유도하는 것을 고려해볼 필요가 있다.

---

6) 한편, 판매시장의 경직성은 로보어드바이저 등 투자자문 시장에도 악영향을 미친다. 높은 비용 수준으로 인해 일반공모펀드의 기대수익률이 낮아진 상황에서 자문사가 투자자에게 추가 자문 비용을 청구하기가 쉽지 않기 때문이다.

7) 비용 수준이 낮은 무권유저비용 · 온라인슈퍼 · 직판 클래스 등이 존재하지만 아직까지 활성화되지 못하고 있다.

21대 총선 관련 정치테마주 현상에 대한 우려*

선임연구위원 남길남

2020년 첫 거래일에 주가가 급등한 기업들을 보면 총선을 앞두고 정치테마주 현상의 재발이 우려되는 면이 있다. 기업의 본질가치와 관련이 없는 유력 정치인과의 인연을 매개로 해당 기업의 주식이 급등락을 보이는 정치테마주 현상은 지난 대통령 선거를 비롯해 주요 정치 이벤트마다 지속적으로 나타나고 있다. 다가오는 총선에서 정치테마주 현상의 재발과 그로 인한 투자자 피해를 막기 위해서는 투자자의 각별한 주의와 함께 해당 기업의 적극적인 해명공시 노력이 요구된다. 또한 규제당국은 대통령선거와 비교하여 후보자의 수가 많고 지역별로 분산되어 있는 총선의 특징을 고려하여 총선 정치테마주 현상에 대응할 필요가 있다. 보다 근본적인 해결을 위해서는 정경유착의 관행 해소와 시장구조의 체질 개선이 필요하다고 할 수 있다.

2020년 4월 15일 21대 국회의원 선거를 앞두고 주식시장에서는 또다시 유력 정치인들과의 특수한 인연이 있다고 여겨지는 기업의 주가가 급등하는 이른바 정치테마주 현상이 재현될 조짐이 나타나고 있다. 본고에서는 주요 선거 국면마다 반복하여 발생하고 있는 정치테마주 현상에 대해 특징과 시장참가자의 대응방안에 대해 짚어보고자 한다.[1)]

2020년 첫 거래일 주가 급등 종목의 공통점

2020년 새해 첫 거래일이었던 1월 2일 주식시장에서는 KOSPI지수가 연말대비 1% 하락하였음에도 유가증권시장과 코스닥시장 전체에서 상한가로 거래를 마감한 종목이 4개가 존재하였다. 그런데 이중 3개 종목과 상한가에는 미치지 못하였지만 23.66%로 수익률 상위 6위에 올랐던 한 종목에 대해서 주요 미디어는 유력 정치인과의 특수한 인연을 근거로 정치테마주로 분류하였다.[2)]

---

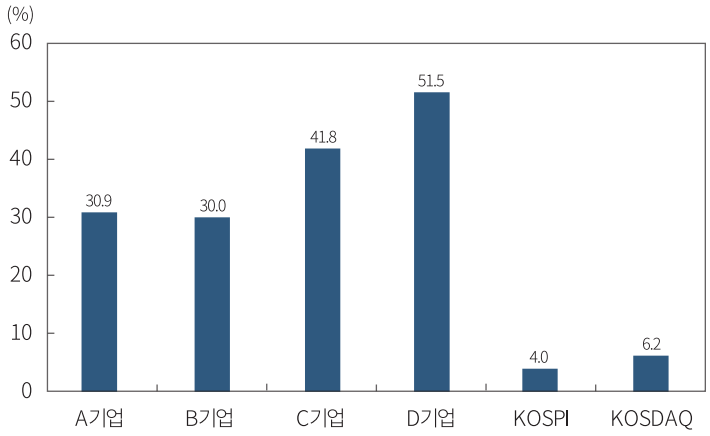
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 정치테마주에 대한 보다 자세한 내용은 16~19대 대선 국면의 정치테마주 현상을 분석한 "남길남, 대통령 선거 국면의 정치테마주 특징과 시사점, 2017, 자본시장연구원 이슈보고서 17-04"를 참조한다.

2) 중앙일보, 2020. 1.5., 총선다가오자 춤추는 정치테마주..."쳐다보지도 말아야", 이데일리, 2020. 1. 6., '총선 D-100...안랩 등 정치테마주 또 "들썩"'

실제로 이들 4개 종목[3]은 정치적 뉴스에 반응한 주가 급등, 개인투자자의 적극적 매수, 거래량 급증 등 여러 가지 점에서 정치테마주의 특성을 보이고 있다. 우선 기업가치에 대한 별다른 뉴스가 없었음에도 특정 정치인의 활동이 주목을 받으면서 덩달아 주가가 급등하였는데 2019년 12월 2일부터 2020년 1월 2일까지 한 달간 30~51.5%나 주가가 올랐다.[4] 특히 2020년 1월 2일 주가를 견인한 투자자들은 거의 대부분 개인투자자였으며[5] 평소에 비해 거래량이 9.5~39.2배나 급증[6]하였다.

〈그림 1〉 21대 총선 정치테마주 4개 기업 주식의 수익률(2019. 12. 2 ~ 2020. 1. 2)



자료: FnGuide 자료를 이용하여 저자 계산

그런데 위 4개 기업 중 3개 기업은 2017년 19대 대통령 선거 시기에서도 정치테마주로 분류된 전력이 있다. 당시 3개 기업의 주가는 2017년 초에서 3월말까지 A기업 55%, B기업 107%, C기업 173% 급등했으나 그 후 주가가 크게 떨어지면서 대통령 선거 다음날인 5월 10일에는 3월말과 비교하여 하락폭이 각각 55.8%, 60.8%, 61.7%에 이르렀다. 즉, 최근 급등한 정치테마주들 대부분은 3년 전에도 정치테마주로 분류되어 극심한 가격 등락을 거쳤으며 결과적으로 선거 기간 중 급등한 가격이 선거 종료시점에 급락했다고 할 수 있다.

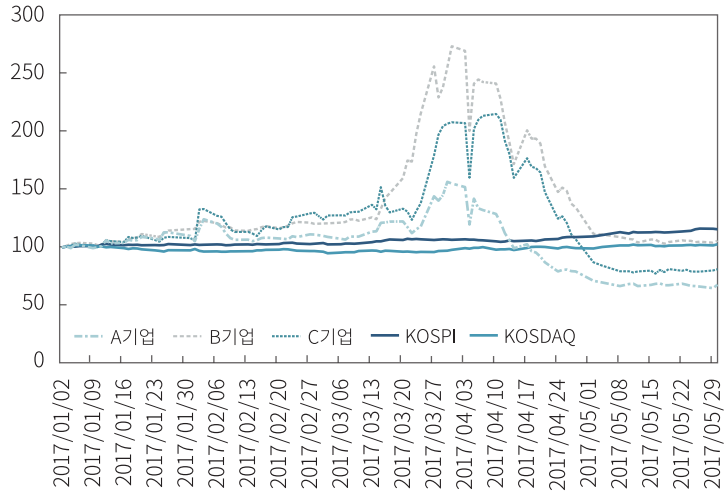
3) 편의상 A기업, B기업, C기업, D기업으로 표시한다.

4) 2019년 12월 2일부터 2020년 1월 2일까지 한 달간 수익률은 A기업 30.9%, B기업 30%, C기업 41.8%, D기업 51.5%로 KOSPI 지수 4%와 KOSDAQ지수 6.2% 상승에 비해 매우 높은 편이다.

5) 4개 기업 주가가 급등했던 2020년 1월 2일 전체 매수 주식의 개인투자자 비중은 A기업 94%, B기업 94%, C기업 96%, D기업 99% 이르고 있다.

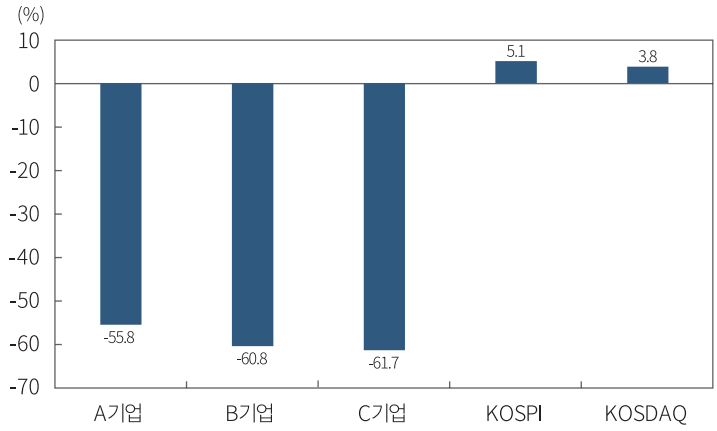
6) 4개 기업의 2020년 1월 2일 거래량은 52주 평균거래량과 대비하여 A기업 32.4배, B기업 39.2배, C기업 9.5배, D기업 15.1배나 높게 나타났다.

〈그림 2〉 19대 대선기간 주요 정치테마주 3개 기업의 주가 추이



자료: FnGuide 자료를 이용하여 저자 계산

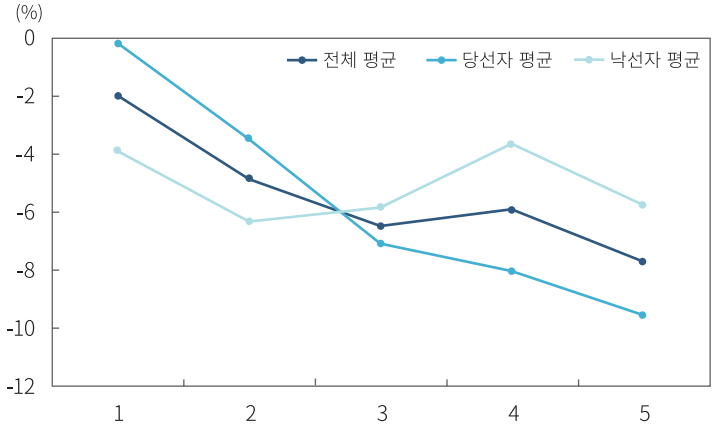
〈그림 3〉 19대 대선기간 주요 정치테마주 3개 기업의 수익률(2017. 3. 31 ~ 5. 10)



자료: FnGuide 자료를 이용하여 저자 계산

주식시장의 특성상 과거의 패턴이 기계적으로 반복하여 나타난다고 단정할 수는 없으나 기업의 본질가치와 동떨어진 채 가격이 급등하는 정치테마주의 경우에는 선거일 전후로 가격 하락이 나타날 가능성이 크다고 할 수 있다. 지난 16~19대 대통령 선거 기간 70개 정치테마주를 분석해 보면 낙선자 관련 정치테마주는 물론 당선자 관련 정치테마주도 선거일 직후에는 상대적인 가격하락이 관측되었다. 따라서 개인투자자들은 정치테마주의 이러한 주가 특성에 특히 주의를 기울일 필요가 있다.

〈그림 4〉 16~19대 대통령 선거 직후 정치테마주의 누적초과수익률 추이



자료: 남길남(2017)

관련 기업의 적극적 해명공시 노력 아쉬움

정치테마주에 대한 일반투자자의 주의가 요구되는 것과 별도로 정치테마주 현상의 재발을 방지하기 위해서는 정치테마주로 지목된 기업의 선제적이고도 적극적인 대응이 필요하다. 일반적으로 정치테마주로 분류된 기업들은 가격이 급격히 오르는 경우에도 거래소의 조회공시 요구에 수세적으로만 대응하는 경향이 크다. 실제로 지난 대선 국면에서 거래소의 조회공시요구에 정치테마주 기업들의 조회공시가 이어졌다.

그런데 정치테마주의 열기를 잠재우기 위해 해당 기업들이 조회공시와 별도로 보다 적극적으로 대응하는 방안도 가능하다. 정치테마주 관련 소문에 대해 해당 기업이 적극적으로 해명공시에 나선다면 투자자들에게 의미 있는 정보가 될 수 있다. 2017년 대통령 선거 국면[7]에서도 정치테마주 소문에 휩싸였던 16개 기업이 18건의 정치테마주 관련 소문들이 사실과 다름을 해명공시를 통해 밝힌 바가 있다.

그러나 19대 대통령 선거 당시 정치테마주 관련 기업이 지지율 상위 3명의 후보만 따져도 49개에 이르렀던 점[8]을 고려하면 16개 기업의 해명공시는 충분했다고 보기는 어렵다. 더욱이 최근의 가격 급등에도 불구하고 정치테마주 관련 해명공시가 없는 상황[9]은 기업의 적극적 대응이 아직 부족하다고 평가할 수 있다.

근본적으로는 정경유착 관행의 근절과 함께 주식시장의 체질 개선이 요구됨

관련 기업의 적극적 공시 노력과 함께 규제당국의 시장 모니터링과 불공정거래에 대한 단속 의지 표명도 필요하다. 규제당국은 지난 19대 대통령 선거 시기 정치테마주 현상에 대해 과거에 비해 매우

7) 2016년 12월 9일 국회 탄핵소추안 의결부터 선거일인 2017년 5월 9일까지 기간을 의미한다.
8) 남길남(2017)의 분석에 따른다.
9) 2020년 1월 14일 기준이다.

적극적인 조치를 취하였으며 의미 있는 성과도 거두었다. 다만 대선과 달리 총선은 선거에 입후보한 후보자의 수가 압도적으로 많고 지역별로 나뉘어 있다 보니 대선과 다른 양태의 정치테마주 현상과 불공정거래가 등장할 가능성이 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

한편 투자자, 상장기업, 규제당국의 적극적 대응을 아무리 강조하여도 국내 주식시장의 한계가 여전히 존재하는 한 후진적 행태라고 할 수 있는 정치테마주 현상이 근절되기는 요원하다고 할 수 있다. 근본적으로는 정경유착의 관행이 사라지고 기업의 본질가치에 대한 평가능력을 갖춘 투자자들이 시장을 주도하도록 체질이 개선되어야 할 것이다.

증권사 리서치 보고서 발간 감소 현상 및 시사점

□ 증권사 리서치 보고서 발간건수가 최근 몇 년간 추세적으로 감소하고 있으며 특히 중소형주에 대한 분석보고서 발간건수는 큰 폭의 감소세를 나타냄

□ 반면 상장기업수는 코스닥시장을 중심으로 최근 빠르게 증가함에 따라 투자정보 확충을 위해 2018년 중반부터 코스닥 기업에 대한 분석보고서 발간사업이 시행되어 2019년까지 약 1,500건 내외의 보고서가 발간됨

□ 증권사 리서치 보고서의 커버리지 감소는 리서치 보고서를 작성하는 증권사 애널리스트 수의 꾸준한 감소, 증권사 영업활동의 다각화에 따른 애널리스트 리서치 보고서에 대한 수요 감소 등에 기인한 것으로 보임

□ 한편 유럽에서는 2018년 1월부터 시행된 MiFID II의 영향으로 실질적으로 리서치 보고서가 유료화된 가운데 최근 국내에서도 국내 리서치 부문의 수익 사업화 논의가 진행되고 있음

□ 증권사 리서치 보고서 발간건수가 추세적으로 감소하고 있으며 특히 중소형주에 대한 분석보고서 발간건수는 큰 폭의 감소세를 나타냄

— FN가이드에 따르면 증권사 리서치 보고서 발간건수[1]는 2013년 95,215건을 전고점으로 계속 감소하여 2018년 70,694건을 기록한 후 2019년 74,148건으로 다소 증가한 모습

- 자기자본 상위 5개 증권사[2]의 리서치 보고서 발간건수 합계는 2017년 26,725건, 2018년 22,922건, 2019년 22,839건으로 나타나 전체 발간건수 대비 비중은 2017년 34.2%에서 2019년 30.8%로 감소

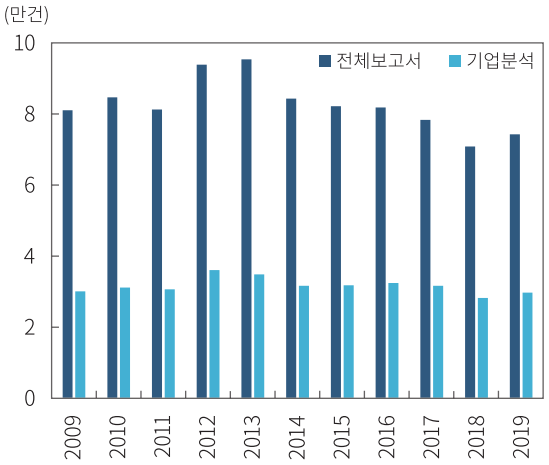
— 증권사 리서치 보고서 가운데 기업 분석보고서는 2012년 35,896건 이후 서서히 감소하여 2018년 28,059건을 기록한 후 2019년 29,532건으로 소폭 증가

— 전반적인 리서치 보고서 발간건수가 감소하고 있는 가운데 특히 시가총액 20% 이하 중소형주에 대한 분석보고서 발간건수는 2013년 515건에서 2019년 112건으로 큰 폭의 감소세를 나타냄

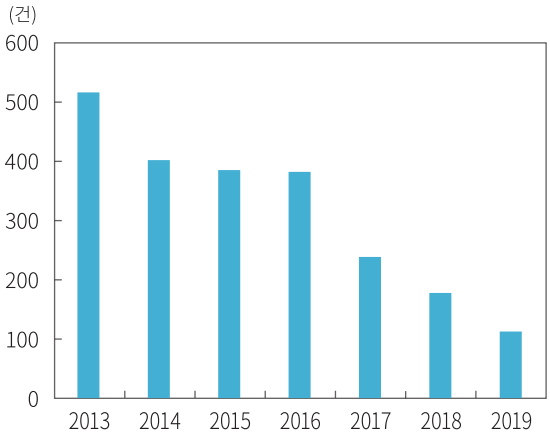
1) 기업, 산업, 경제, 주식, 채권, 파생, 외환, 중국, 펀드를 대상으로 한 리서치 보고서를 모두 포함한 전체 보고서 발간건수
2) 2019년 3/4분기 자기자본 기준, 미래에셋대우증권, 삼성증권, NH투자증권, 한국투자증권, KB증권

국내 증권사 리서치 보고서 발간 현황

증권사 리서치 보고서 발간건수



중소형주 대상 리서치 보고서 발간건수



자료: FN가이드

□ **반면 상장기업수는 코스닥시장을 중심으로 최근 빠르게 증가함에 따라 2018년 중반부터 코스닥 기업에 대한 분석보고서 발간사업이 시행되어 2019년까지 약 1,500건 내외의 보고서가 발간됨**

— 증권사의 기업 분석보고서의 분석대상이 되는 상장기업수는 코스닥시장을 중심으로 최근 빠르게 증가하는 모습

- 유가증권시장 상장기업수는 2019년말 기준 799개로 전년대비 11개사가 증가하며 이전과 비슷한 수준을 유지
- 반면 코스닥시장 상장기업수는 2019년말 기준 1,405개로 전년대비 94개 증가하며 큰 폭의 증가세를 나타냄

— 이에 따라 전체 상장기업수 대비 증권사 기업 분석보고서 발간건수는 2012년 20.1건에서 2019년 13.4건으로 감소

— 비상장 · 코넥스 · 코스닥 기업의 경우 분석보고서 등 투자 정보가 부족하여 투자 활성화에 장애요인으로 작용함에 따라 '코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안'[3]에는 이들 기업에 대한 투자정보 확충을 위해 증권유관기관 공동[4]으로 기업정보 활성화 사업을 실시하는 내용이 포함됨

- 기술신용평가기관(Tech Credit Bureau: TCB)[5]에게 기술기업 등 상장기업을 대상으로 증권사 분석보고서와 차별화된 투자자 친화적 '기술 분석보고서'를 생산 · 제공하도록 함
- TCB 기술 분석보고서 제외 업종 등에 대해서는 중기특화 증권사[6] 등이 '기업 분석보고서' 발간 · 제공

3) 금융위원회, 2018. 1. 11, 코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안, 보도자료.

4) 한국거래소와 한국예탁결제원이 공동으로 보고서 작성비용을 후원하고, 한국IR협의회가 발간사업을 주관

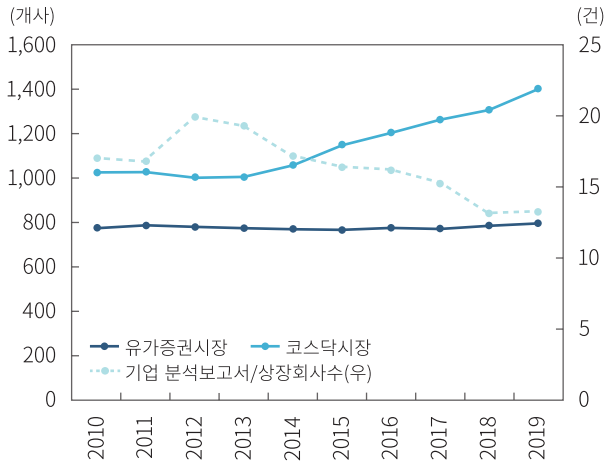
5) 1차년도에는 2개사(한국기업데이터(주), NICE평가정보(주))가 참여하였고, 2차년도에는 ㈜나이스디앤비까지 3개사 참여

6) 중기특화 증권사 6개사(IBK투자증권, SK증권, 키움증권, 유안타증권, 유진투자증권, 코리아에셋증권) 중 발간사업 1차년도에는 IBK투자증권, SK증권, 키움증권이 참여하였으나, 2차년도에는 키움증권이 빠진 상황

— TCB 기술 분석보고서 발간사업은 2018년 5월말부터 시행되어 2019년말까지 659개 코스닥 기업에 대해 918건의 보고서[7]가 발간되었고, 증권사의 코스닥 기업 분석보고서 발간사업은 2018년 7월부터 2019년말까지 596개 기업에 대해 513건의[8] 보고서가 발간된 것으로 조사됨

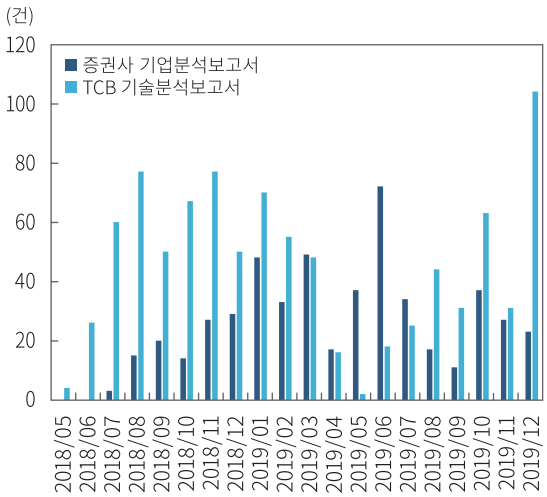
— 코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신방안의 일환으로 시행된 코스닥 분석보고서 발간사업을 통해 코스닥 기업에 대한 분석보고서가 양적으로는 보완된 것으로 판단되는 가운데, 증권사 커버리지 종목인 시가총액 상위기업에 보고서가 집중되거나, 단순한 기업소개 수준으로 구성된 경우가 많다는 지적도 나오고 있음[9]

주식시장 상장기업수 추이



자료: FN가이드, 한국거래소

증권유관기관 지원 코스닥 분석 보고서



자료: 한국거래소, 금융투자협회

□ **증권사 리서치 보고서가 전반적으로 감소하는 원인 중 하나는 리서치 보고서를 작성하는 증권사 애널리스트 수가 감소한 데에 기인한 것으로 보임**

— 2020년 1월 10일 현재 금융투자협회에 등록된 증권사 금융투자분석사[10] 수는 총 1,052명[11]으로 국내 증권사 소속 977명과 외국 증권사 국내지점 애널리스트 75명으로 구성됨

• 2018년말 1,013명 대비 39명 증가하였으나 1,500명이 넘었던 2010년과 비교하면 30% 가까이 감소한 수준이며, 소폭 증가세를 나타냈던 2016년을 제외하면 2010년 이후 증권사 애널리스트 수는 감소 추세

— 반면 국내 증권사 전체 임직원 수는 2019년 3/4분기 기준 35,234명으로 2013년말과 비슷한 수준을 유지하고 있음

• 2013년말 기준 35,801명에서 2015년 32,915명까지 감소하였다가 다시 서서히 증가

7) 산업 테마보고서 제외, 기업 분석보고서만 포함

8) 보고서 1건에 다수의 기업에 대한 분석이 포함된 경우가 존재하여 분석대상 기업수가 보고서 건수보다 많음

9) 이투데이, 2019. 10. 29, "스몰캡은 서럽다"…'기술분석 보고서' 무용론.

10) 정확한 애널리스트 수에 대한 통계가 따로 나와 있지 않아 금융투자협회에 등록된 '금융투자분석사' 수치 사용, 실제 증권회사(리서치센터)에서 조사분석업무를 담당하는 애널리스트 수와는 차이가 있을 수 있음

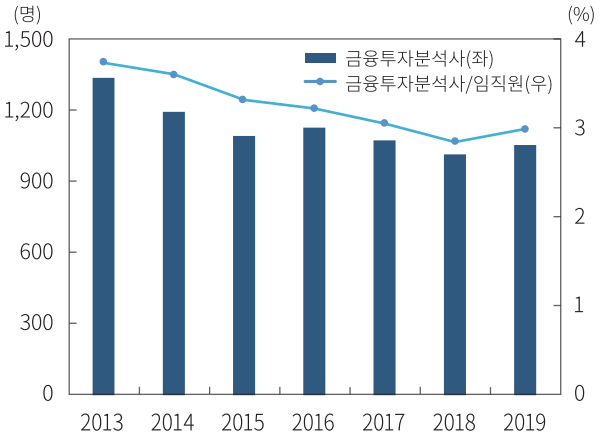
11) 46개 국내 증권사 및 11개 외국 증권사의 국내지점을 포함하고 있음

— 이에 따라 증권사 임직원 중 금융투자분석사 비중은 2013년 3.7%에서 2018년 2.8%까지 점차 감소한 후 2010년 1월 10일 현재 3.0%로 소폭 상승한 상황

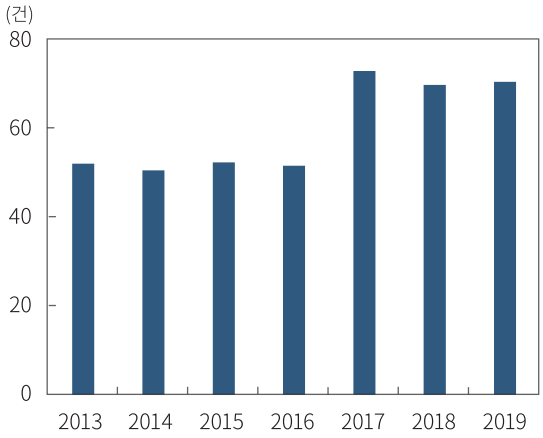
— 한편 금융투자분석사 감소율이 리포트 발간건수 감소율을 상회하면서 1인당 연평균 발간건수는 2013년 52건에서 2019년 70.5건으로 증가

국내 증권사 금융투자분석사 현황

증권사 금융투자분석사 수



금융투자분석사 1인당 보고서 발간건수



주 : 2019년 증권사 금융투자분석사 수치는 2020년 1월 10일, 임직원 수치는 3/4분기 기준

자료: 금융투자협회 전자공시서비스, 금융보험산업 인적자원개발위원회(2019), FN가이드

□ **또한 최근 몇 년간 증시 및 공모펀드시장 침체가 이어지면서 증권사 영업활동의 다각화가 진행됨에 따라 브로커리지 영업에 주로 활용되어 온 애널리스트 리서치 보고서의 수요가 감소**

— 과거에는 증권사의 영업활동 중 위탁매매 비중이 매우 높았으나 최근 몇 년간 주식시장 침체 및 공모펀드시장 위축으로 증권사 영업활동의 다각화가 빠르게 진행되면서 수탁수수료 비중은 지속적으로 하락

— 증권사 수탁수수료가 수수료수익에서 차지하는 비중은 2013년 59.4%에서 2019년 3/4분기 37.6%까지 감소하여 수수료수익 증가분의 대부분이 위탁매매 외의 부문(IB, 자산관리 등)에서의 수익 증가에 기인하고 있음을 알 수 있음

— 국내 애널리스트 리서치 보고서들이 펀드를 운용하는 자산운용사, 연기금, 보험사 등 기관투자자들을 상대로 증권사가 주식 위탁매매 영업을 하는 데에 많이 활용되어 왔으나 증시 및 펀드시장의 침체로 수탁수수료가 감소함에 따라 애널리스트의 역할과 규모가 축소되는 상황

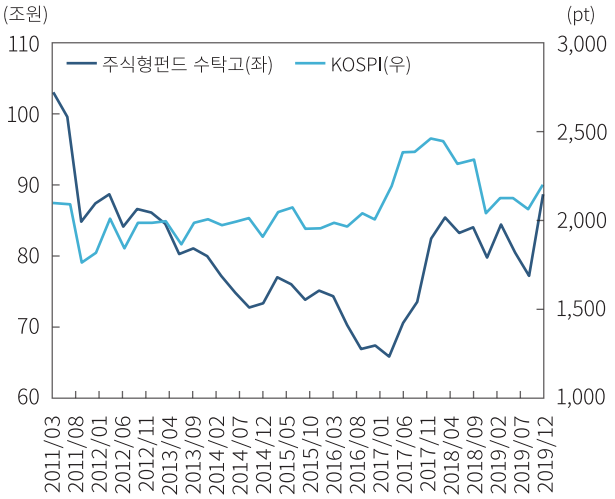
— 또한 개인투자자들의 정보접근성이 개선되고 홈트레이딩시스템(HTS), 모바일트레이딩시스템(MTS) 등의 발달로 직접투자도 증가하면서 애널리스트 보고서에 대한 의존도가 많이 낮아지고 있음

— 다만 2019년중 금융투자분석사 수가 소폭 증가한 것은 최근 해외투자에 대한 관심이 증가함에 따라 일부 대형 증권사 중심으로 글로벌 리서치 부문을 강화한 영향에 따른 것으로 보임[12)]

12) 연합인포맥스, 2019. 11. 20, [증권사 리서치①]올해 애널리스트 증가…'추세적 흐름은 아냐'.

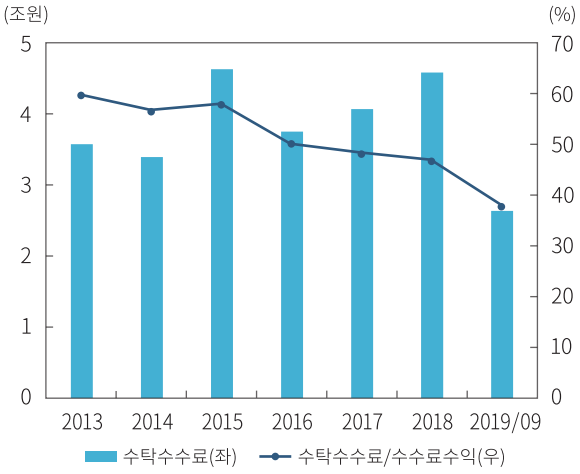
증권사 영업환경 변화

주식형펀드 수탁고 및 KOSPI 추이



자료: 금융투자협회

증권사의 수탁수수료 수익 비중 감소



자료: 금융감독원

□ **한편 유럽에서는 2018년 1월부터 시행된 MiFID II의 영향으로 실질적으로 리서치 보고서가 유료화된 가운데 최근 국내에서도 국내 리서치 부문의 수익 사업화 논의가 진행되고 있음**

— MiFID(Markets in Financial Instruments Directive) II는 투자자보호 강화, 시장교란 및 체계적 위험 완화, 금융시장의 효율성 확대 등을 주요 목적으로 하고 있으며, 핵심 방안의 하나로 자산운용사에게 관행적으로 무상 제공되던 리서치 서비스에 대한 보수를 분리(research unbundling)하여 증권사에 지급함으로써 이해상충을 방지하도록 요구하고 있음[13)]

- 증권사는 거래 서비스와 별도로 리서치 서비스에 대한 비용을 청구해야 하며, 자산운용사는 리서치 관련 예산을 책정하고 해당 비용을 사전계약을 통해 고객에 전가하거나 손익계정에서 비용으로 인식해야 함[14)]
- 미국 등의 비유럽국가는 물론이고 국내 증권사도 유럽 자산운용사에 리서치 보고서를 제공하게 되면 리서치 보수를 따로 수취해야 하는 상황

— 최근 국내에서도 대형 증권사를 중심으로 리서치 부문의 수익 사업화 움직임이 나타나고 있음

- 다수의 증권사들이 리서치 판매를 금감원에 부수업무로 등록하여 유료화 토대를 만들고 있으며, 일부 증권사의 경우 자사 고객들만 리서치 보고서를 열람할 수 있는 플랫폼을 만들거나, 외국계 자산운용사와 유료 리서치 서비스 계약을 맺은 경우도 있는 것으로 알려짐[15)]

선임연구원 심수연

---

13) 심수연, 2019, Mifid II 시행 1년: 리서치 업계에 미친 영향, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-09호.

14) 영국 FCA(Financial Conduct Authority)는 2019년 9월 19일, MiFID II 리서치 보수 분리 규정을 통해 비용에 대한 자산운용사의 책임을 강화하고 투자자들이 부담해야 하는 비용이 크게 절감됐음을 나타내는 조사 결과를 발표(*FCA, 2019, Implementing MiFID II - multi-firm review of research unbundling reforms*). FCA는 MiFID II 시행 이후 자산운용사가 외부에서 발간한 주식 리서치를 위해 책정하는 예산은 20~30% 감소하였으며, 예산 삭감에도 불구하고 대부분의 자산운용사는 필요한 만큼의 리서치를 구매하고 있고, 영국에 상장된 중소형주(SMEs)에 대한 리서치 커버리지는 크게 감소하지 않았으며, 리서치 가격은 제공업체에 따라 다양하게 나타나고 있다고 밝힘

15) 매경이코노미, 2019. 11. 4, NH·메리츠, 보고서 유료화 선언-증권사 리포트도 이제는 돈 내고 본다.

이사회 성별 구성 관련 각국의 규제와 국내 현황

□ 최근 자산 2조원 이상 상장기업의 여성이사 선임을 의무화하는 내용의 자본시장법 개정안이 통과

□ 유럽 국가를 중심으로 여성이사 선임에 대한 중요성이 강조되는 추세

□ 여성이사 선임은 기업지배구조 관점에서 다양성을 확보하고 경영진에 대한 감독 기능의 효율성 제고 및 회계투명성 강화의 효과를 창출

□ 국내 상장기업의 여성이사 선임 비중은 주요국 대비 낮은 편

□ 최근 2018년 국회에 발의되었던 자산 2조원 이상[1] 상장기업의 여성이사[2]를 반드시 선임하도록 하는 내용의 자본시장법 개정안이 통과됨

— 지난 1월 9일 자산총액 2조원 이상 상장기업이 이사회를 구성하는데 있어 특정 성(性)의 이사를 선임하지 않도록 하는 법안이 통과됨

• 수정안에서는 이사회 구성원 전원이 특정 성(性)의 이사로 구성하지 '아니하도록 노력하여야 한다'는 문구를 '아니하여야 한다'로 수정하여 의무사항으로 정하였지만[3], 미준수시 특별한 제재 규정은 없음

— 해당 규정은 2020년 7월부터 시행 예정이며 2022년 7월까지 개정 규정에 적합하게 이사회를 구성해야 함

— 법안은 통과되었지만 여성이사 선임 의무조항은 사외이사의 전문성, 임기제한 등의 자격 요건이 강화된 상황에서 여성이사의 요건으로 인한 부담이 가중될 수 있고, 경영 자율성을 침해한다는 점에서 재검토가 필요하다는 반대의견도 존재함[4]

□ 기업의 여성이사 선임에 대한 중요성이 세계적으로 강조되고 있는 가운데, 유럽 선진국을 중심으로 여성이사 할당제(Gender Quota System)를 의무 도입하거나 권고하는 추세임

— 이사회는 경영자를 관리·감독하는 업무 수행시 다양한 관점과 지식이 필요하기 때문에 여성이사의 선임은 이사회의 성별 다양성이 확보되어 보다 효과적인 감독기능 수행으로 기업가치를 제고시키는 결과로 이어질 수 있음

---

1) 비금융기업은 자산총액 2조원 이상, 금융업 또는 보험업 기업은 자본총액 2조원 이상

2) 본고의 여성이사란 이사회 내 여성 등기임원, 즉, 집행임원(미등기이사)을 제외한 여성 이사를 의미함

3) 민병두 외, 2020. 1. 9, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안에 대한 수정안.

4) 한국경제, 2020. 1. 17, '여성 이사 의무할당제' 도입…경제계 "기업 경영 자율성 침해" vs 여성계 "유리천장 깨기".

- 여성이사와 관련된 다수의 연구에서 이사회 내 여성의 비중이 높으면 여성의 위험회피 성향, 세심함 등의 생물학적인 특성과 성별 다양성 확보로 인해 다양한 관점 및 독립적인 의견 제공이 가능하고 의사결정 능력이 향상되어 회계투명성 강화 등의 긍정적인 효과를 나타내는 결과를 제시함[5)]

— 또한 사회책임투자(ESG)의 일환으로 성별 평등 및 다양성에 관한 요소에 대한 투자로써 여성인력을 활용한 기업에 대한 투자 사례도 있어 여성이사의 선임은 ESG 투자에 영향을 줄 수 있음[6)]

- 2017년 일본 공적연금(GPIF)은 여성인력 활용 기업으로 구성된 MSCI 일본주 활약지수에 투자하겠다고 발표함

— 여성이사 선임에 대한 규제는 노르웨이에서 가장 먼저 도입하였으며, 이후 다른 유럽 국가에서도 벤치마크하여 유럽 지역을 중심으로 도입 국가가 증가함

- 노르웨이는 이사회 구성원의 40%를 여성으로 선임해야 한다는 상장기업의 여성이사 할당제를 2006년 세계 최초로 도입하였고 준수하지 않을 경우 경고 및 상장폐지 또는 해산 등의 엄격한 제재를 적용함
- 제도 도입으로 노르웨이의 여성이사 수는 비약적으로 증가하여 2002년 여성이사의 선임 비중이 6%에 불과하였지만 2009년에는 40%까지 확대[7)]
- 2011년 유럽위원회(EC)의 '여성임원 유럽서약서(Women on Board Pledge for Europe)'에서 여성이사 비중을 2015년까지 30%, 2020년까지 40%로 자발적으로 확대할 것을 제안하였으나 1년 후 비중이 확대되지 않게 되자 2012년 11월 다시 2020년까지 여성이사 선임을 40%까지 할당하는 법안을 제시함[8)]

— 현재 유럽 8개국과 미국 캘리포니아주에서는 여성이사 선임을 일정 비율 이상 의무화하고 미준수시 강력한 제재를 적용하고 있음

- 노르웨이, 프랑스, 이탈리아, 오스트리아, 벨기에, 독일, 네덜란드, 미국(캘리포니아주)의 8개국은 여성이사 선임 요건을 충족하지 않는 경우 벌금, 선임무효나 상장폐지 등의 강력한 제재 규정을 적용하고, 스페인은 준수한 기업에 대한 인센티브를 부여하는 방법으로 의무화함
- 네덜란드는 2013년 여성이사를 30% 이상 선임해야 한다는 규정을 도입할 당시 미준수시 특별한 제재규정을 두지 않았으나, 조건을 충족하지 않는 경우 퇴임하는 남성이사의 자리는 반드시 여성이사를 선임하거나, 선임을 하지 못하는 경우 공석으로 남기도록 2019년말 제재 수준을 강화함[9)]

---

5) Adams, R.B., Ferreira, D., 2009, Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance, *Journal of Financial Economics* 94(2): 291-309; Gul, F.A., Srinidhi, B., Ng, A.C., 2011, Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics* 51(3), 314-338; Francis, B., Hasan, I., Park, J.C., Wu, Q., 2015, Gender differences in financial reporting decision making: Evidence from accounting conservatism, *Contemporary Accounting Research* 32(3), 1285-1318.

6) S&P Global, 2020. 1. 1, Change Pays, Episode 2: How Important Is Gender in ESG?, 조선일보, 2017. 7. 9, 일본 주식투자자들 '親여성 기업' 찾아 나선 까닭.

7) Storvik, A., Teigen, M., 2010, Women on Board: The Norwegian Experience.

8) 이지용, 2015, 유럽연합 정책이 프랑스 기업 이사회의 여성임원 비중 확대에 미친 영향, EU연구 제39호.

9) Reuters, 2019. 12. 3, Netherlands to force companies to have more women on boards.

— 이와 같이 여성이사 선임에 관한 규정은 여성이사 선임의 의무 비율이 확대되고, 제재 수준을 강화하며 규정이 변화되어 옴

국가별 여성 임원 할당제 규정

국가	도입 연도	내용	제재
노르웨이	2006	① 이사회가 2~3인으로 구성되는 경우 양성이 있어야 하고, ② 4~5인으로 구성되는 경우 양성은 2인 이상, ③ 6~8인으로 구성되는 경우 양성은 3인 이상, ④ 9인 이상인 경우 양성은 40%	경고, 벌금, 상장폐지, 해산 등의 제재 적용
스페인	2007	상장기업 및 임직원 250명 이상의 기업에서 이사회 구성원의 40%	미준수시 사유공시, 준수 기업에 대해 정부와 계약시 우선권을 제공하는 인센티브 부여
프랑스	2011	2014년 1월 1일까지 이사회 내 여성임원의 비율을 20%까지 확대하고 2017년 1월 1일까지 40%로 확대하는 단계적 확대 적용	여성을 제외한 임원 임명의 효력을 인정하지 않고 규정 충족시까지 이사들에 대한 보수 지급 중단
이탈리아	2011	상장기업에서 이사회 구성원의 33%	벌금, 선임 무효화 등
오스트리아	2011	상장기업에서 이사회 구성원의 30%	미준수시 공석으로 남겨둠
벨기에	2011	상장기업에서 이사회 구성원의 33%	미준수시 1년이 경과하면 이사회구성원의 보상 중단
영국	2011	FTSE100대 기업을 대상으로 이사회 구성원의 25%까지	-
말레이시아	2011	대기업 이사회 구성원의 30%	-
네덜란드	2013	상장기업에서 이사회 구성원의 30%	미준수시 공석으로 남겨둠 (2019년 법률안 통과)
인도	2013	상장기업의 여성임원을 1명 이상 선임하는 회사법 시행	-
독일	2015	상장기업의 감독이사회 중 양성 비율이 각각 30% 이상	미준수시 공석으로 남겨둠
일본	2015	이사회 내 여성이사를 1명 이상 선임하도록 규정	미준수시 주주들에게 설명의무
미국 (캘리포니아)	2018	주내 모든 기업에 대해 여성 이사를 한명 이상 선임(2019년까지), 이사회가 5인으로 구성되는 경우 2명 이상, 6인으로 구성되는 경우 3인 이상(2021년까지)	벌금 10만달러(2019년) 선임 건당 30만달러(2021년)
스위스	2019	상장기업에서 이사회 구성원의 30%	미준수시 사유공시
한국	2020	자산 2조원 이상의 상장기업에서 1명 이상의 여성 등기임원을 선임하도록 규정 (당초 국회 발의안에서는 1/3로 할당을 두었으나, 수정안에서는 해당 비율이 삭제됨)	-

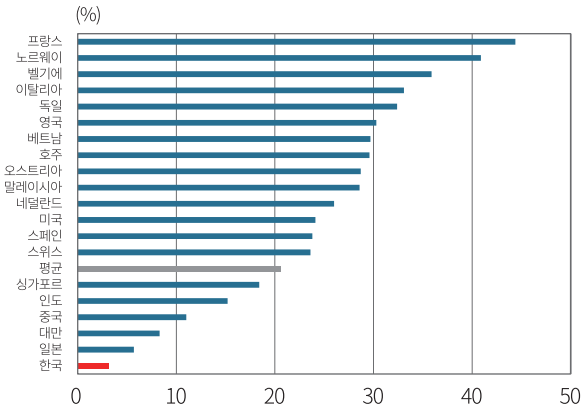
□ **해외 주요국가의 여성이사 선임 비중은 유럽 국가를 중심으로 높은 편이며, 국내 여성이사의 선임 비중은 주요국 대비 아직 낮은 수준임**

— 현재 유럽 국가의 여성이사 비중은 다른 국가에 비해 높은 편이며 특히, 여성이사 할당제를 의무화한 국가의 여성이사 선임 비중이 높음

• Credit Suisse 조사[10]에 따르면 40개국의 2019년 상장기업의 여성이사 비중은 프랑스가 44.4%로 가장 높고, 다음은 노르웨이(40.9%), 벨기에(35.9%), 이탈리아(33.1%), 독일(32.4%) 순으로 나타남

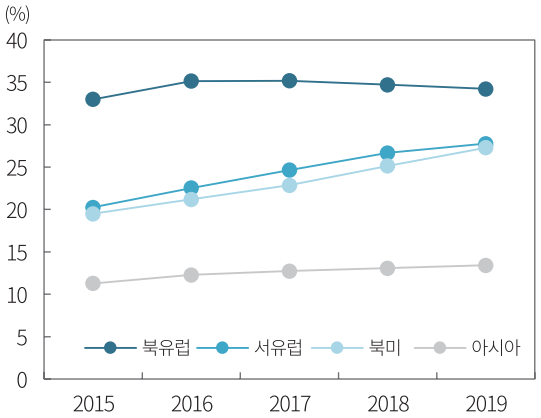
— 아시아 국가들의 여성이사 비중은 베트남(29.7%)과 말레이시아(28.6%)를 제외하고 모두 평균보다 낮으며 그중에서도 우리나라[11]는 3.1%로 최하위를 기록함

주요국의 이사회 여성 등기임원 비중 현황



자료: The CS Gender 3000 in 2019

지역별 이사회 여성 등기임원 비중 추이



주 : 북유럽 - 노르웨이, 스웨덴, 핀란드, 덴마크
서유럽 - 프랑스, 독일, 영국, 벨기에, 이탈리아, 오스트리아, 네덜란드, 스페인, 스위스, 룩셈부르크, 모나코
북미- 미국, 캐나다
아시아 - 싱가포르, 인도네시아, 중국, 대만, 일본, 한국, 베트남, 말레이시아, 필리핀, 태국, 인도, 파키스탄

자료: The CS Gender 3000 in 2019

□ **국내 상장기업의 여성이사 선임 비중은 매년 완만하게 증가하고 있으나 여전히 낮은 비중을 나타냄**

— 2018년 상장기업의 이사회 내 여성 등기임원 선임 비중 평균은 3.7%로 유가증권 기업은 2.5%, 코스닥 기업은 4.3%임

• 과거 5년동안[12] 이사회 내 여성 등기임원 선임 비중은 유가증권 기업에서는 2%대에 머무르며 거의 증가하지 않았고, 코스닥 기업은 2014년 3.1%에서 2018년 4.3%까지 증가함

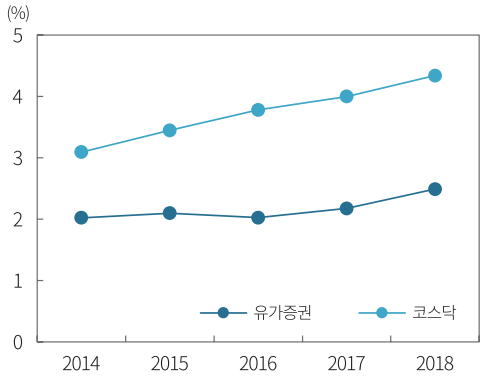
10) Credit Suisse에서 격년으로 이사회 내 여성임원에 대해 조사하며 대상국가는 40개이며, 총 기업수는 3,000개임

11) 73개 기업을 대상으로 함

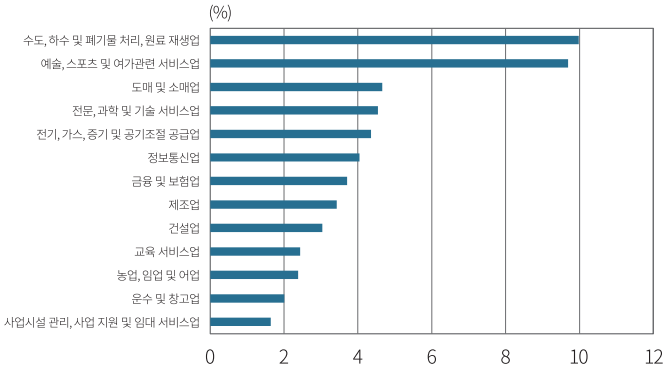
12) 국내 사업보고서 상 임원의 성별 공시가 2014년부터 시작하였기 때문에 조사 대상을 2014~2018년으로 선정함

— 산업별로는 2018년말 기준 수도, 하수 및 폐기물 처리, 원료 재생업에서 이사회 내 여성 등기임원 비중이 10%로 가장 높으며 그 다음은 예술 · 스포츠 · 여가관련 서비스업 9.7%이고, 다른 산업에서는 모두 5% 미만으로 나타남

국내 상장기업의 이사회 내 여성 등기임원 현황



산업별 여성 등기임원 비중



자료: TS2000

선임연구원 홍지연

고령화 시대에 따른 일본의 신탁업 변화 사례 및 시사점

□ 한국의 고령화는 세계와 비교해도 매우 빠르게 진행 중이며 기대수명 상승과 노년부양비도 장래에 크게 증가할 것으로 전망, 고령화 및 저성장 추세와 맞물려 신탁 활용의 필요성 대두

□ 2006년 초고령사회에 진입할 정도로 앞서 고령화를 경험한 일본은 고령화 시대의 니즈 및 시대변화에 대응하기 위해 신탁업법 개정, 새로운 신탁법 시행 및 세제 개정을 통해 유연한 신탁산업 구조 조성을 위한 기반 마련

□ 신탁시장의 제도적 정비를 기반으로 유언대용신탁, 특정증여신탁, 교육자금증여신탁, 결혼·육아 지원신탁, 후견제도지원신탁 등 고령화 관련 신탁상품이 등장하고 관련 신탁규모도 크게 성장

□ 우리나라도 2011년 신탁법 개정으로 유언대용신탁이 도입되고 고령화시대 대응 상품들이 출시 및 판매 중이나, 금전신탁 중심으로 발전하여 금융상품으로 인식되는 경향이 크고 종합 자산관리 수단으로서의 신탁이 대중화되지는 못하고 있음

□ 포괄적인 재산관리 서비스를 제공할 수 있는 신탁 본연의 기능이 고령화시대에 적합한 상품으로 활용될 수 있도록 진입규제를 완화하고 운용 및 자율성을 확대하는 방향으로 신탁업 제도 개편이 필요하며 신탁업자의 전문성 강화 및 수요 견인을 위한 지원 체계 마련이 필요

□ **한국의 고령화[1]는 세계와 비교해도 매우 빠르게 진행 중이며 기대수명 상승과 노년부양비도 장래에 크게 증가할 것으로 전망, 고령화 및 저성장 추세와 맞물려 신탁 활용의 필요성 대두**

— 한국의 고령인구 비중은 2018년 기준 일본보다 낮았으나 2050년에는 일본을 역전할 정도로 고령화 속도가 빠름

• 한국 고령인구 비중은 2018년 14.2%로 일본보다 13.8%p 낮았으나 2050년에는 일본을 역전, 2065년에는 42.1%까지 증가할 것으로 예상

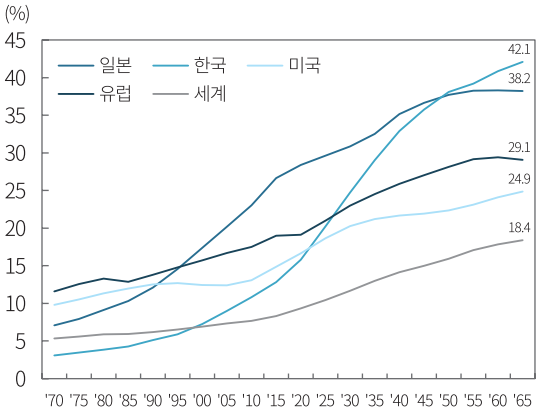
— 세계 기대수명은 2060~2065년에 평균 78.4세를 기록, 꾸준히 상승할 것으로 예상되며 한국의 노년부양비는 주요국과 비교하여도 가파른 증가세를 보임

• 2015~2020년 평균 기대수명은 한국(82.8세), 일본(84.4세), 미국(78.8세), 유럽(78.3세)를 기록하였으며 2060~2065년 평균 기대수명은 한국(88.5세), (일본89.6세), 미국(84.9세), 유럽(84.6세)까지 상승

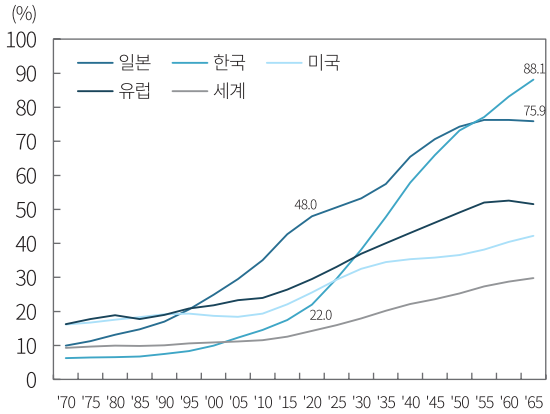
1) UN 기준으로 고령자는 65세 이상인 사람을 가리키며, 총인구에서 고령자의 비율이 7%면 '고령화사회', 14%를 넘으면 '고령사회', 그리고 20%를 넘게 되면 '초고령사회'로 분류

- 한국의 노년부양비[2]는 2020년 22명에서 2065년 88.1명까지 증가할 것으로 예상되며 동기간 일본 노년비가 48명에서 75.9명으로 상승하는 것과 비교하여도 매우 높은 증가 추세를 기록
- 고령화 사회로의 급속한 진입에 따른 재산승계, 부양·후견 등에 있어 종합자산관리 수단으로 활용 할 수 있는 신탁의 역할에 대한 기대 및 수요가 증가할 것으로 예상

주요국 고령화 지수 추이



주요국 노년부양비 추이



자료: OECD, UN

□ **2006년 초고령사회에 진입할 정도로 앞서 고령화를 경험한 일본은 고령화 시대의 니즈 및 시대변화에 대응하기 위해 신탁업법 개정, 새로운 신탁법 시행 및 세제 개정을 통해 유연한 신탁산업 구조 조성을 위한 기반 마련**

— 일본은 1990년대 중반 이미 '고령사회'로 진입하였고 2006년에는 고령인구 비중이 20.2%로 초고령화사회를 맞이하는 등 고령화와 수반된 이슈를 앞서 경험, 법이나 개인의 재무관리에 대한 신탁의 역할이 부각되면서 신탁산업 활성화를 위한 제도 개혁이 진행

- 2006년 한국 및 세계 고령인구 비중이 각각 9.0%, 7.3%를 기록한 것과 비교하여도 매우 높은 수치로 이른 고령화를 경험

— 2004년 12월 신탁업법 개정으로 금전, 유가증권, 금전채권 등으로 한정되어 있던 수탁가능 재산의 제한을 없애고 포괄주의로 변경함으로써 금전신탁과 재산 신탁의 구분 제거

- 2004년 신탁업법의 전면 개정은 경제사회의 다양한 신탁 요구에 대응하기 위해 수탁가능 재산의 범위 확대, 신탁업의 담당자 확대, 위탁자·수익자를 보호하여 누구라도 안심하고 이용할 수 있는 규제 마련을 목적으로 함[3]

— 2007년 새로운 신탁업법의 시행으로 유언대용신탁, 수익자 연속 신탁에 관한 규정이 신설되었으며 다양한 신탁상품이 등장할 수 있는 제도를 마련

2) 노년부양비는 생산연령인구 1백명당 고령인구 비율, 노년부양비=(고령인구/생산연령인구)×100.

3) 高橋康文,「詳解 新しい信託業法」(第一法規, 2005), 11-20頁; 阿部泰久/小足一壽,「新信託業法のすべて」(金融財政事情研究會, 2005), 3頁.

- 신탁법의 규정을 기본적으로 임의규정화하는 등 수탁자 의무 등의 합리화, 수익자에 대한 정보제공 의무 강화, 자기신탁, 한정책임신탁, 수익증권발행신탁 등 다양한 신탁을 이용하기 위한 제도를 정비[4)]

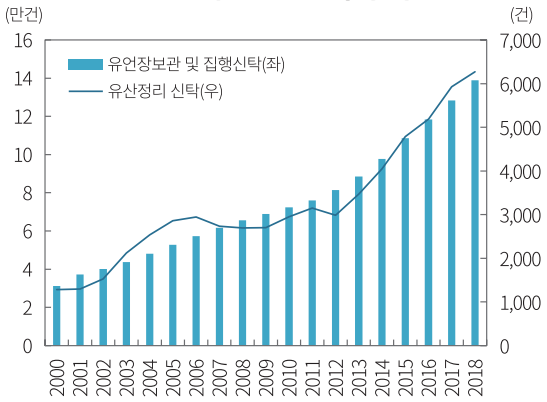
— 상속세 등 세제 개정을 통해 관련 신탁상품 수요가 증가하고 새로운 신탁상품의 개발 및 성장 지원

□ **신탁시장의 제도적 정비를 기반으로 유언대용신탁, 특정증여신탁, 교육자금증여신탁, 결혼·육아 지원신탁, 후견제도지원신탁 등 고령화 관련 신탁상품이 등장하고 관련 신탁규모도 크게 성장**

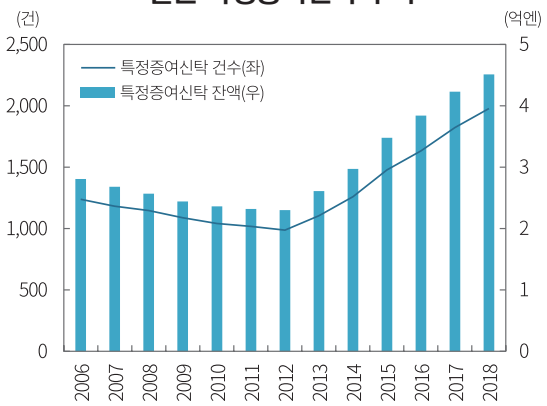
— 2006년 신탁법 개정이후 등장한 유언대용신탁은 매우 가파르게 성장하여 전통적인 유언신탁(유산정리신탁)보다 높은 규모로 성장하고 고령화의 영향으로 지속적으로 높은 증가세를 보임

- 유언대용신탁은 위탁자가 본인 사망 시 수익자에게 수익권을 귀속시키거나 수익자가 위탁자의 사망 시부터 신탁의 이익을 받을 수 있는 상품으로, 생전에 위탁자의 계획 및 설계에 따른 재산의 운용 및 사후 지급방법 설정이 가능
- 유언대용신탁은 2019년 3월말 138,951건으로 2007년 61,644건 대비 약 125% 증가
- 유산정리신탁은 2019년 3월말 6,271건으로 2007년 2,735건 대비 129% 증가하여 유언대용신탁 대비 비중은 작으나 2012년 이후 꾸준히 증가

일본 유산관련신탁 추이



일본 특정증여신탁 추이



주 : 회계연도는 3월 결산기준
자료: 일본신탁협회

— 2013년 상속세법의 개정으로 장애인의 범위 및 면세 혜택이 확대되면서 '특정증여신탁'의 규모도 꾸준히 성장

- '특정증여신탁'이란 장애인 부양의 목적으로 친족 등이 위탁자로서 장애인을 수익자로 하여 재산을 출연(신탁)하고 신탁은행이 수탁자가 되는 신탁
- 2013년 특정장애인 이외에 특정장애인에 대해서도 증여세 면세 혜택을 제공하도록 상속세법이 개정되면서 '특정증여신탁'의 수요도 크게 증가

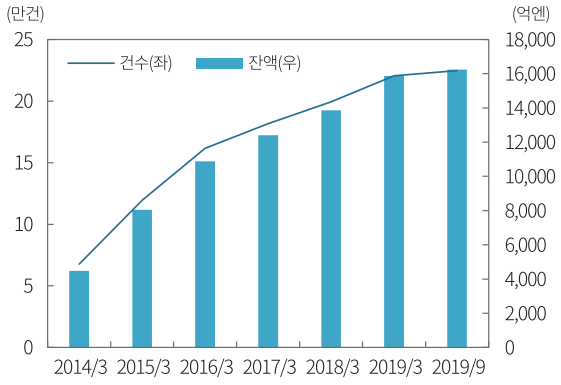
4) 금융투자협회, 2012. 7. 5, 우리신탁산업의 제도 변화와 신탁 신상품 활용방안 모색, 보도자료.

- 2018년 특정증여신탁 체결은 1,997건으로 2012년 988건 대비 60% 증가하였으며 동기간 특정증여신탁 잔액도 2억 8,00만엔에서 4억 5,100만엔으로 60% 증가

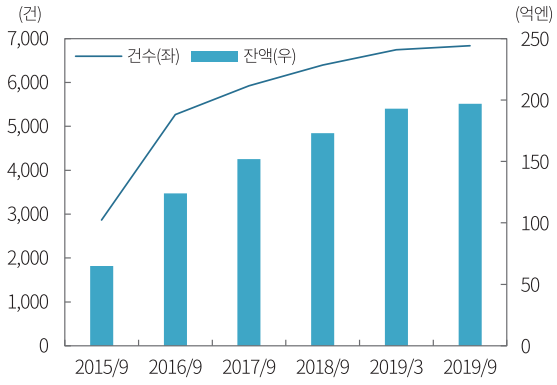
— 세대간 부의 이전을 돕는 '교육자금증여신탁'과 '결혼·육아지원신탁'은 2013년과 2015년 세제 개정을 통해 새롭게 등장한 신탁으로 고령자의 자산을 젊은층으로 이전시켜 부의 이전과 교육 지원 및 소비 활성화 역할을 수행

- 2013년 조부모가 손자에게 현금으로 교육자금을 증여하는 경우 1인당 1,500만엔까지 비과세 혜택을 제공하는 세제 개정의 실행으로 '교육자금증여신탁'이 등장
- 2019년 9월말 현재까지 224,775건의 '교육자금증여신탁' 계약을 통해 1조 6,247억엔이 고령층에서 손자녀 세대로 이동하였으며 2013년과 비교하여 계약 및 잔액은 각각 3.3배, 3.6배나 증가하며 높은 성장세 지속
- '결혼·육아지원신탁'은 2015년 '결혼·육아 자금의 일괄 증여에 따른 증여세 비과세 조치'에 따라 등장하였으며 세제 개정으로 조부모가 20세 이상 50세 미만의 자녀 및 손자에게 증여하는 경우 1,000억엔까지 비과세 혜택을 제공
- '결혼·육아지원신탁'의 2019년 9월말 현재 계약 수 및 수탁금은 각각 6,838건, 197억엔으로 상품 등장 이후 꾸준히 증가하였으며 2017년 3월 대비 계약 건수 및 수탁금은 각각 39.7%, 21.0% 증가

일본 교육자금증여신탁 추이



일본 결혼·육아지원신탁 추이



자료: 일본신탁협회

— '후견제도지원신탁'은 후견인의 재산 횡령 등 부정행위를 방지하기 위해 도입되었으며, 신탁을 통해 치매 등 노령화 질환에 대비하여 피후견인의 재산을 보호할 수 있도록 안전장치를 마련

- 일본에서는 2000년 성년후견제도가 도입되었으나 후견인이 피후견인의 재산을 임의로 유용하는 등의 문제가 지속적으로 발생, 이러한 현실을 바탕으로 후견인이 재산관리, 산상보호를 위하여 피성년후견인인 치매자의 재산으로 마음대로 관리·처분하지 못하도록 하기 위한 방지책으로 2012년 '후견제도지원신탁'제도를 도입[5)]

5) 정봉은·이선주, 2015, 경증치매자보호를 위한 보험사의 치매신탁 도입방안, 보험연구원 조사자료집 2015-2.

- 후견인은 중요사항에 대한 신탁은행 거래, 신탁 계약의 변경 및 해약 등에 대해서 사전에 가정재판소의 지시서가 필요하며, 가정재판소는 필요하다고 판단될 경우 후견인에게 피 후견인의 자산 관리 및 후견사무에 관한 상황 보고를 지시하여 감독
- 2012년 도입당시 98명에 불과했던 '후견제도지원신탁' 이용자는 2015년 1,008명, 2018년 말 현재 24,409명까지 크게 증가하였으며 신청자 중 치매환자들의 이용 비율이 높음[6)]

□ **우리나라도 2011년 신탁법 개정으로 유언대용신탁이 도입되고 고령화시대 대응 상품들이 출시 및 판매 중이나, 금전신탁 중심으로 발전하여 금융상품으로 인식되는 경향이 크고 종합 자산관리 수단으로서의 신탁이 대중화 되지는 못하고 있음**

— 우리나라도 2011년 신탁업법 개정으로 유언대용신탁이 등장하였고 치매안심신탁, 가족배려신탁, 펫신탁 등 신탁의 유연성을 고령화 시대 요구에 대응하는 상품이 출시

- 2011년 신탁업법 개정에서 자산관리의 다양성 및 편의성 증대를 위해 유언대용신탁을 도입하여 제도를 마련하였으며 '신영 패밀리 헤리티지 서비스', '100세 시대 대대손손신탁' 등 관련 신탁 상품들이 등장
- 치매 등 노인의 의사결정이 어려워지는 시기를 대비하여 자산을 관리·설계하고 치매판정 시에 병원비 등의 자금을 관리하는 '치매안심신탁', 본인 사망 시 장례비용 및 유산분할을 계획하는 '가족배려신탁', 사망 후 반려 동물을 돌볼 수 있는데 재산이 사용될 수 있도록 하는 'KB 펫신탁' 등 고령화 대응 상품들이 출시

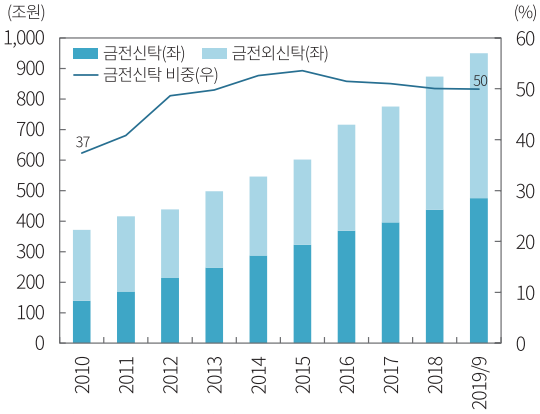
— 고령화시대 관련 신규상품이 출시되고 있으나 우리나라는 금전신탁이 높은 구조로 발전하여 신탁을 종합 재무관리수단으로 사용하는 것이 대중화되지 못하였고 여전히 금융상품과 같은 기능을 주로 수행

- 2019년 9월말 현재 총신탁고 950조엔에서 금전신탁의 비중은 50%(475조엔)로 2010년과 비교하여 13%p 증가
- 금융위기 이후 저금리·저성장 지속으로 중위험·중수익 상품에 대한 수요가 높아진 가운데 국내 신탁은 중수익 상품으로 각광을 받으며 빠른 성장세를 기록[7)]
- 금전신탁에서도 정기예금형, 채권형, 퇴직연금 등 특정금전신탁의 비중이 매우 높아 2019년 9월 기준 96.5%로 단순 운용형 금융상품의 비중이 높으며 자산의 보존 및 이전 등 종합관리수단으로서의 역할은 부족
- 일본의 금전신탁이 90년대 90%대였던 일본의 금전신탁의 비중은 2019년 3월말 38%까지 하락하여 일본이 포괄신탁 위주의 비금전신탁 중심으로 성장한 것과는 다른 방향으로 발전

6) 金融庁, 2019. 3. 18, 後見制度支援預貯金·後見制度支援信託 導入状況.

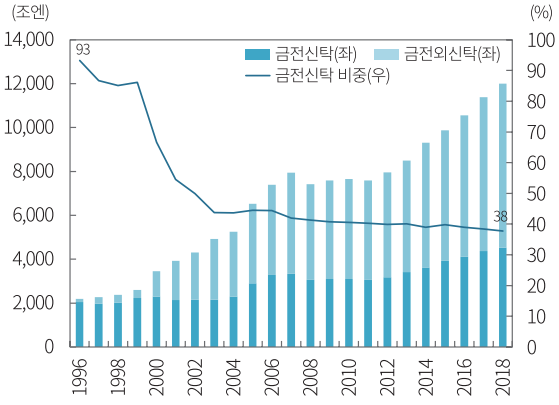
7) 금융위원회, 2017. 1. 12, 금융개혁 주요 추진과제.

우리나라 금전/금전외 신탁 규모 및 금전신탁 비중 추이



자료: 금융투자협회

일본의 금전/금전외 신탁 규모 및 금전신탁 비중 추이



주 : 금전신탁에는 금전신탁, 연금신탁, 대출신탁, 투자신탁 등이 포함

자료: 일본신탁협회

□ **포괄적인 재산관리 서비스를 제공할 수 있는 신탁 본연의 기능이 고령화시대에 적합한 상품으로 활용될 수 있도록 진입규제를 완화하고 운용 및 자율성을 확대하는 방향으로 신탁업 제도 개편이 필요하며 신탁업자의 전문성 강화 및 수요 견인을 위한 지원 체계 마련이 필요**

— 신탁이 고령화 시대에 새로운 종합관리 역할을 수행하기 위해서는 일본 사례에서 보듯이 신탁의 기능 및 다양성을 확대, 유연성을 갖춘 산업구조로 개편할 수 있는 있는 제도 정비가 필요

— 금융위에서도 2017년 금융개혁 5대 중점과제 중 하나로 '신탁산업의 전면'개편을 선정하여 별도의 신탁업법 제정 및 진입 규제 정비 및 규제 완화 방안을 발표[8)]

- 금융투자업에 준한 인가단위(수탁재산별)를 기능별(관리·처분·운용 등)로 전환하고, 자기자본 등 진입기준을 완화
- 수탁재산의 범위를 신탁법 수준에 맞추어 (자산에 결합된)부채, 영업(사업), 담보권, 보험금 청구권 등까지 대폭 확대하여 다양한 수요에 대응
- 수요자의 편의성은 제고하되, 운용 자율성 확대 등에 대응하여 신탁업자 책임성은 보다 강화

— 향후 규제 변경이 실행될 경우, 장기적으로 일본과 같이 신탁이 대중적으로 자산관리 또는 상속 및 증여에 활용될 수 있도록 적절한 세제지원을 통한 수요 견인도 고려해볼 필요가 있음

- 우리나라에도 신탁을 활용한 새로운 상품이 등장해 고령층 중심의 자산이 아래 세대로 이전시킴과 동시에 저출산 완화에 도움이 되도록 하는 세제정책과의 결합이 필요[9)]

— 다양한 상품이 개발될 경우 신탁업자의 전문성이 강화를 위해 신탁업자들은 신탁의 1:1 맞춤형 자산관리 기능을 활성화를 위한 운용방법을 모색하고 고객과의 장기적 관계 구축이 필요[10)]

연구원 한아름

8) 금융위원회, 2017. 1. 12, 금융개혁 주요 추진과제.

9) 하나은행리빙트러스트센터, 2019, '100세시대의 메가트렌드 신탁의 시대가 온다'.

10) 이경진, 2017, '신탁업제도 개편에 따른 영향', 하나금융포커스, 제7권 제8호.