

이슈보고서 23-19

ISSUE  
REPORT

자산운용업 경쟁력 강화 시리즈 1

# 공모펀드 판매대가에 대한 고찰과 시사점

권민경

# 공모펀드 판매대가에 대한 고찰과 시사점

저자 권민경\*

국내 공모펀드 판매대가 수취 방식은 충분한 논의를 거친 사회적 합의의 결과물로서 정립되었다기보다는 1990년대 펀드 산업의 운용·판매업 분리 당시 제도적 미비로 인한 역사적 우연의 산물에 가깝다. 국내 공모펀드 판매시장은 ① 판매보수를 펀드 재산으로부터 간접 수취하며, ② 판매수수료보다 판매보수의 비중이 높고, ③ 판매보수율이 운용보수율보다 높게 책정된다는 특수성을 가진다. 이러한 특징은 여러 가지 부작용을 낳는데, 대표적으로 고객과 판매사 간 이해상충 문제를 꼽을 수 있으며 이는 더 나아가 판매보수율의 상향 평준화, 저비용펀드 상품의 경쟁력 부재 등 다른 문제들을 일으키기도 한다. 그 밖에도 판매사 간 경쟁 제한, 서비스와 비용 사이의 불일치 등의 현상이 국내 공모펀드 산업 성장을 저해하고 있다.

국내 판매시장의 문제를 해결하는 방안은 다음과 같다. 첫째, 판매사가 판매보수를 펀드 재산이 아닌 고객으로부터 직접 수취토록 하는 것이다. 이러한 해결책은 영국, 네덜란드, 호주 등 몇몇 국가에서 이미 시행되고 있으며 고객과 판매사 간 이해상충 문제를 해결하는데 특히 효과적으로 알려져 있다. 판매시장에서 경쟁 확대, 투자 비용 부담 감소 등의 긍정적인 효과 또한 기대할 수 있다. 둘째, 비용의 언변들링을 통해 판매 서비스와 비용 간의 시점 일치를 이루는 것이다. 서비스 속성에 부합하도록 서비스-비용 간 매칭이 이루어지면 DIY 투자자, 장기투자자, 고액투자자 등이 기존에 겪던 상대적 불리함이 해소되어 투자자 저변이 확대될 수 있다. 다만 일부 정책은 커다란 변화를 수반하므로 온라인 판매채널에 우선 적용하여 부작용을 최소화할 필요가 있다.

---

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

펀드·연금실 연구위원 권민경 (mkkwon@kcmi.re.kr)

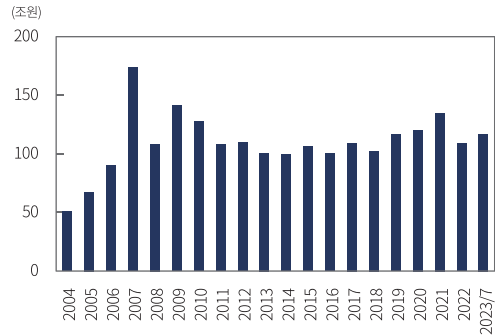
## 1. 연구배경

국내 공모펀드 시장 상황이 여전히 좋지 않다. 주류를 이루고 있는 기존 액티브펀드에서 여전히 많은 자금이 이탈하고 있기 때문이다. 2008년 금융위기 이후 오랜 기간 동안 자금 유출에 시달려왔던 공모펀드 시장은 MMF·ETF와 같은 특수 유형을 제외하면 <그림 1-1>에서 보듯 그 규모가 2007년 12월말 174조원으로 정점을 기록하였으나 2023년 7월말 현재 117조원으로 크게 쪼그라든 상태다.

정부는 시장 활성화를 위해 성과보수 요건 완화, 판매보수율 및 수수료율 인하 유도, 판매채널 다양화, 소규모펀드 정비 등 다양한 정책 수단을 시행해 왔지만 이러한 노력만으로 시장 침체라는 커다란 흐름을 막기에는 역부족이었다.

공모펀드 시장 확대를 위해서 과연 어떠한 정책이 필요할까? 공모펀드 시장이 기나긴 침체의 늪에서 빠져나오기 위해서는 평판이 우수한 ‘스타(star) 펀드’들이 충분히 등장하고 이에 따라 공모펀드에 대한 사회적 인식이 개선되는 과정이 필요하다. 이를 위해서는 무엇보다도 운용사의 자구적인 노력이 기본적으로 전제되어야 하고, 이들이 공모펀드 시장에서 더욱 활약하도록 유인 구조를 만들어 주려는 정책적인 노력도 함께 뒷받침되어야 한다. 본고에서는 그러한 노력의 일환으로 공모펀드 판매시장의 문제를 집중적으로 검토하고 이를 해결하는 방법을 모색하고자 한다. 공모펀드 투자자들은 이미 적지 않은 비용을 금융회사에 지불하고 있는데, 그중 상당 부분은 판매사의 몫으로 돌아가고 있다. 공모펀드 시장에서 스타 펀드가 더욱 많이 등장하기 위해서는 해당 상품 운용에 대한 충분한 보상이 해당 운용역에게 주어져야 하지만, 판매대가가 높게 책정된 현재의 판매구조 하에서는 그렇게 하기가 어렵다. 공모펀드 시장을 발전시키기 위해서는 투자자 비용 중 가장 높은 비중을 차지하는 판매대가의 본질을 파악하고 해결방안을 찾아야 한다. 이를 통해 공모펀드 산업이 경쟁력을 높이고 발전해 나갈 수 있을 것이다.

<그림 1-1> 공모펀드 순자산 규모 추이



주 : 공모펀드 순자산에서 MMF·ETF의 순자산을 제외  
자료: 금융투자협회 종합통계포털

## II. 공모펀드 판매대가에 대한 고찰

국내에서 공모펀드 판매사들은 판매 행위에 대한 대가로 ‘판매수수료’와 ‘판매보수’를 수취하고 있다. 판매수수료는 투자자가 펀드를 설정하거나 환매할 때 일회성으로 판매사에게 지급되고, 판매보수는 투자자가 펀드를 보유하는 동안 지속적으로 분배되는 대가다. 현재 자본시장법상 판매수수료는 투자자로부터 직접 받고, 판매보수는 투자자가 가입한 펀드 재산으로부터 간접 수취하도록 되어 있다.<sup>01</sup> 이러한 수수료와 보수에 대해 각각의 상한은 2%, 1%로 제한된다.<sup>02</sup> 본 장에서는 현재의 판매대가 수취 체계가 어떻게 형성되었는지를 조사하고, 판매수수료와 판매보수가 과연 적절한 방식으로 수취되는지, 그리고 그 수준이 올바르게 책정되고 있는가에 대해 살펴본다.

### 1. 역사적 배경

먼저 국내에서 판매수수료와 판매보수 제도의 탄생 과정을 들여다보자. 국내 최초 전업 자산운용사는 1974년 설립된 ‘한국투자신탁’이다. 초기 펀드 산업은 수익증권을 매각하여 펀드 자금을 모집하고 유가증권으로 운용한다는 점에서 펀드의 외형을 갖추기는 하였으나, 확정금리가 약속되었다는 점에서 실질적으로는 자산운용사라기보다는 ‘유사 은행’의 성격을 가지고 있었다. 기능적으로 별반 다르지 않았기 때문에 당시 영업하였던 총 8개의 투자신탁회사는 모두 은행과 마찬가지로 운용과 판매를 동시에 수행하였으며 ‘위탁자보수’를 서비스의 대가로 수취하였다.<sup>03</sup>

1995년에 정부는 「증권산업 개편 방안」의 일환으로 운용사와 판매사를 분리하는 정책을 도입하였다. 신설된 투자신탁회사는 운용업만 수행하고 수익증권의 판매 업무는 증권사에 위탁하도록 규정한 것이다. 기존 투자신탁회사에는 여전히 운용과 판매를 동시에 수행하는 방식이 허용

01 예를 들어, 투자자가 판매수수료율(선취)이 1%고 판매보수율이 0.7%인 공모펀드 상품에 1천만원을 투자했다고 가정하자. 투자자는 가입 금액 중 10만원을 판매수수료 명목으로 판매사에게 직접 지불하고 나머지 990만원을 펀드에 넣게 된다. 이후 성과에 따라 상품의 보유금액이 계속 변하는데, 투자기간 중 판매사는 투자자 보유금액의 연 0.7%에 해당하는 금액을 펀드 재산으로부터 간접 수취한다. 만약 보유금액이 990만원에서 1100만원으로 늘고 그 상태로 유지되었다면 그 중 7.7만원을 판매사가 가져가고, 투자자의 보유금액은 1092.3만원이 남게 되는 것이다.

02 판매보수와 판매수수료의 개념 및 상한에 대한 법적근거는 자본시장법 제76조와 시행령 제77조 제4항 참고

03 신인석(2008) 참조

되었지만 2000년 대우채 투자 손실이 촉발한 금융산업 구조조정의 여파로 이들 역시 운용사와 증권사로 분리되면서 판매 기능은 모두 증권사로 이관되었다. 운용업과 판매업이 분리되면서 운용사가 투자자로부터 수취하던 위탁자보수 중 일정 비율을 떼어 판매사에게 판매대가로 분배하였는데, 이것이 바로 판매보수의 시작이 된다. 당시 이러한 방식이 채택된 주된 이유는 운용과 판매 기능 분리라는 중대한 정책 변화에도 불구하고 이와 관련하여 펀드보수 수취 체계에 대한 제도적 변화가 수반되지 않았기 때문으로 보인다. 1993년 제정된 표준약관<sup>04</sup>에 따라 당시 금융회사가 펀드에 대해 징구할 수 있는 비용 명목이 ‘위탁자보수’만으로 고정되어 있었는데, 이 제도가 특별한 변화 없이 그대로 유지되었고, 결과적으로 운용사와 판매사는 ‘위탁자보수’만을 두고 서로 나누어 가져야 하는 상황이 된 것이다.<sup>05</sup> 즉, ‘판매보수’는 운용과 판매 기능 분리 초기 제도상 미비로 인하여 운용사가 판매사에게 관행적으로 지급하던 판매대가였다.

운용업과 판매업의 분리는 크게 두 가지 방식으로 이루어졌는데, 첫째는 기존 증권사가 주도하여 신규 운용사를 설립하는 방식이다. 증권사는 운용사를 신설하여 자회사로 편입할 수 있었으며, 이미 계열 내에 자문사를 소유한 증권사는 이를 운용사로 전환하는 것도 허용되었다. 둘째는 기존 운용사가 운용·판매조직을 분리하고 본체를 증권사로 전환하는 것이다. 동양, 제일, 중앙, 한남, 한일 등 지방 소재 투자신탁회사들이 가장 먼저 증자를 통해 이러한 절차를 밟았으며, 국민, 한국, 대한 등 서울 소재 투자신탁회사들도 뒤를 따랐다. 결과적으로 운용사들은 원칙적으로 증권사를 1대 주주로 두어야 했으며<sup>06</sup>, 모회사인 증권사를 통해 위탁 판매하는 것이 펀드 판매의 주요 경로가 되었다. 이러한 지배구조는 판매보수와 운용보수 간 배분 비율에 영향을 미쳤는데, 모회사인 증권사가 자회사인 운용사에 지배적인 영향력을 행사하는 경우가 많아 전반적으로 판매보수율이 운용보수율보다 높게 나타났던 것이다.

관행적으로 지급되던 판매보수의 개념은 1999년 금융감독원 주도의 표준신탁약관 개정을 통해 공식화되고<sup>07</sup>, 2003년 간접투자자산운용업법이 제정되면서 마침내 법적 지위를 획득하게 된다. 한편, 간접투자자산운용업법은 기존의 판매대가 수취 방식이었던 ‘판매보수’를 인정함과 동시에 새로운 판매대가 수취 방식으로 일회성 ‘판매수수료’를 허용한다.<sup>08</sup> 현재의 판매보수와 판매

04 재무부(1993. 6. 4)

05 재정경제원(1996. 5. 15)은 펀드 판매 업무에 따른 대가를 별다른 규율 없이 운용사와 판매사가 자율적으로 결정하도록 하였다.

06 다만, 기존 자문사 중 계열 내 증권사가 없는 경우, 운용사로 전환 시 예외적으로 기존 주주(은행, 보험, 개인)의 지위를 인정하였다.

07 금융감독원(1999. 7. 30)

08 간접투자자산운용업법 제60조

수수료 체계는 이때 완성이 된 것이다. 간접투자자산운용업법은 다른 금융투자 관련법들과 함께 2009년 자본시장법에 흡수되었지만, 판매보수와 판매수수료의 개념은 후속 법에도 그대로 유지되어 현재까지 효력을 발휘하고 있다.

<표 II-1> 1993~1999년 투자신탁 보수율 체계의 변화 양상

가. 보수율 고정(1993년 6월 ~ 1997년 10월)

구분	주식형(주식비중 기준 구분)			공사채형			
	70%이상	31%이상 70%미만	30%미만	장기 (1년 이상)	중기 (270일 이상)	단기	단위형
위탁자보수	1.85%	1.60%	1.35%	0.75%	0.95%	1.25%	0.65%

나. 일정 한도 내 자율화(1997년 11월 ~)

시행일자	구분	주식형		공사채형		비고
		하한	상한	하한	상한	
1997. 11. 1	위탁자보수	1.4%	1.9%	0.7%	1.3%	상·하한선 제시
1998. 6. 15	위탁자보수	1.35%	없음	1.0%	없음	하한선 인상, 상한선 폐지
1999. 9. 16	운용보수	없음	1.5%	없음	1.0%	운용/판매보수 구분, 하한선 폐지, 상한선 설정
	판매보수	없음	3.0%	없음	2.5%	

주 : 상기 보수 외에도 위탁자보수가 별도로 존재하지만 상대적으로 미미한 수준임

자료: 재정경제원(1997. 10. 29), 증권감독원(1998. 6. 15), 증권감독원(1998. 7. 25), 금융감독원(1999. 7. 30), 증권투자신탁업감독규정시행 절차 별지10

## 2. 국내 판매시장의 특수성

상기 역사적 배경으로 인해 국내 공모펀드 판매대가 수취 방식은 다음의 특수성을 가지게 되었다. 첫째, 판매사는 투자자가 보유한 펀드 재산으로부터 판매보수를 간접 수취한다. 판매보수는 개념적으로 ① 펀드 재산으로부터 간접 수취, ② 투자자로부터 직접 수취하는 방식이 가능한데, 국내에서는 전자만 허용되고 후자는 금지된다. 그 이유는 전술한 대로 1995년 펀드 산업에서 운용·판매업 분리 당시 관련 제도 미비로 인하여 위탁자보수 외에 판매사가 판매대가를 취할 원천이 없었기 때문이다. 위탁자보수는 운용사가 펀드 재산으로부터 수취하는 보수였으며, 따라서 판매사는 투자자가 아닌 펀드 재산으로부터 간접적으로 대가를 수취할 수밖에 없었다.

이러한 관행은 ‘판매보수’가 공식적으로 법률에 명문화되면서 고착되었으며 특별한 개정 없이 현재까지 유지되었다. 해외에서는 국내와 달리 판매보수를 투자자로부터 직접 수취하는 것이 가능한 경우가 많다. 영국, 네덜란드, 호주, 남아공 등 국가에서는 오히려 한국과 정반대로 판매보수를 펀드 재산에서 지급하지 않고 투자자로부터 직접 수취하도록 법으로 강제하고 있기도 하다.

둘째, 국내 판매사들은 공모펀드 판매대가를 일회성 ‘판매수수료’보다는 주로 지속적 ‘판매보수’의 형태로 수취한다. <표 II -2>에서 공모펀드 판매잔고 상위 증권사의 집합투자증권 판매수익 현황을 살펴보면 전체 수익의 82%는 판매보수에서 발생하였음을 확인할 수 있다. 이는 사모펀드 판매수익을 모두 포함한 값이기에 엄밀히 말하면 우리의 목적에 정확하게 부합하는 통계는 아니지만 공모펀드로 한정하더라도 판매보수에 대한 판매사의 높은 의존도는 큰 차이가 없을 것으로 추측한다. 과거 문헌에서 원승연·한상범(2011)은 한국에서 판매보수와 운용보수 간의 비율은 줄곧 7:3 정도가 유지되었다고 서술하였으며, Morningstar(2022)는 선취판매수수료를 부과하는 펀드가 전체의 12%에 불과하다고 하였는데, 후취판매수수료를 부과하는 경우가 거의 없음을 고려하면 결과적으로 한국에서 판매보수의 중요도가 높다는 사실을 시사한다.

<표 II-2> 공모펀드 판매잔고 상위 10개 증권사의 판매보수·판매수수료 현황

(단위: 억원)

회사명	판매수수료	판매보수	판매보수 비중
미래에셋증권	102	762	88%
한국투자증권	268	578	68%
삼성증권	82	459	85%
하나증권	66	292	81%
NH투자증권	-	-	-
신한투자증권	20	228	92%
한화투자증권	25	186	88%
KB증권	36	163	82%
교보증권	10	44	82%
신영증권	5	95	95%
합계	614	2,808	82%

주 : 1) 판매잔고는 2022년 12월말 기준으로 집계하였으며 각 사의 판매보수·판매수수료는 2022년 12월말 영업보고서에서 추출

2) NH투자증권은 판매수수료와 판매보수를 구분하여 공시하지 않음

자료: 금융투자협회 종합통계서비스 및 전자공시서비스

국내에서 판매수수료보다 판매보수의 비중이 높은 것은 1995년 펀드 운용·판매업 분리 당시 판매대가의 유일한 원천이었던 위탁자보수가 기간에 비례하여 수취되고 있던 상황에서 운용사가 판매사에게 일회성 수수료를 지급하기 어려웠던 것이 원인으로 꼽힌다. 만약 운용사가 판매대가를 일회성으로 지급한다면 투자자의 잦은 매매에 대해 위탁자보수만으로는 전혀 대응할 수가 없다. 예를 들어 운용사가 위탁자보수를 펀드 재산에서 매년 1.6%씩 수취하는 상황에서 펀드 설정 시마다 판매사에게 1%의 판매수수료를 지급한다고 가정해보자. 만약 투자자가 1년에 2회 이상 설정과 환매를 반복하면 운용사는 수입보다 큰 비용을 지출하게 되어 손해를 본다. 따라서 판매보수 형태의 지급방식은 당시의 규제 환경 하에서 어쩔 수 없는 선택이었던 것으로 보인다. 2003년 간접투자자산운용법 제정 시 뒤늦게 판매수수료 제도가 도입되었지만, 판매보수가 이미 판매사의 주된 수입원으로 정착한 터라 그 영향력은 제한되었다. 이미 상당한 수준의 판매보수를 수취하고 있던 상황에서 판매사들이 굳이 판매수수료로의 전환 필요성을 느끼지 못하였기 때문이다. 마케팅 측면에서 유리하여 판매사들이 판매보수를 선호한다는 견해도 있는데<sup>09</sup>, 판매보수는 기간에 비례하여 조금씩 펀드 재산으로부터 간접 지급되어 투자자들이 그 비용 부담을 체감하기 어려운 반면, 판매수수료는 한 번에 적지 않은 금액을 투자자 계좌에서 수취하여 투자자들이 부담을 느낄 수 있기 때문이다.

판매수수료 수취가 허용된 해외 국가에서는 오히려 반대로 판매보수보다 판매수수료가 판매사의 주된 수입원인 경우가 더욱 많다. 예를 들어, 미국에서 판매수수료를 수취하는 A클래스 펀드의 2021년 순자산규모는 2.6조달러로 판매수수료를 수취하지 않고 판매보수만 수취하는 C클래스 펀드(0.2조달러) 대비 13배나 크다. C클래스 판매 비중이 높은 한국과는 정반대의 상황이다. 또한 동일한 A클래스 펀드라 하더라도 판매수수료와 판매보수의 비율에서 큰 차이가 있는데, 주식형펀드를 기준으로 한국 판매사들은 통상 1% 수준의 선취수수료와 연간 70~80bp의 판매보수를 수취하는 반면, 미국 판매사들은 3.75~5.75% 수준의 선취수수료와 연간 25bp의 서비스보수(service fee)를 수취한다. 미국에서는 판매수수료의 중요성이 판매보수에 비해 훨씬 높다는 사실을 미루어 짐작할 수 있다. 이는 판매 행위의 속성상 투자자의 펀드 가입 초기에 서비스 대부분이 집중되므로 지속적 판매보수보다는 일회성 선취판매수수료를 취하는 것이 판매대가로 더욱 적합하다는 인식이 깔려있기 때문으로 보인다. 이 밖에도 원승연·한상범(2011)과 Morningstar(2022) 역시 유독 한국에서 판매보수의 비중이 판매수수료보다 높게 나타난다는 사실을 지적한 바 있다.

---

09 금융감독원(2005. 11. 10)

&lt;표 II-3&gt; 미국 뮤추얼펀드 중 A·B·C클래스 펀드의 순자산규모 추이

(단위: 십억달러)

	2000년	2005년	2010년	2015년	2020년	2021년
A클래스	1,485	1,750	1,926	2,053	2,297	2,550
B클래스	487	276	78	17	2	1
C클래스	145	288	381	429	211	191

주 : 1) 1% 이상 선취수수료를 받는 펀드를 A클래스로 분류

2) 선취수수료를 받지 않으면서 후취수수료(Contingent Deferred Sales Load: CDSL)를 2% 이상 받는 펀드를 B클래스로 분류

3) A 또는 B클래스로 분류되지 않으면서 12b-1보수<sup>10</sup>를 25bp 이상 받는 펀드를 C클래스로 분류

자료: Investment Company Institute, Lipper, Morningstar(IC(2022)에서 재인용)

셋째, 판매사가 수취하는 판매보수율은 운용보수율에 비해 상대적으로 높게 책정되는 경향이 있다. 금융투자협회 종합통계포털에 따르면 2023년 6월말 주식형 공모펀드 기준 총 61개 판매사 중 58개사에서 판매보수율이 운용보수율보다 높게 나타났으며 각각의 가중평균값은 70bp와 66bp였다. 해당 통계는 사모펀드와 기관 전용 클래스펀드를 모두 포함하는데, 만약 이들을 제외하고 순수하게 개인투자자 판매 공모펀드만 한정하면 판매보수율과 운용보수율의 격차는 더욱 커질 것으로 예상된다. 같은 맥락에서 Morningstar(2022)에서도 한국에서 판매보수가 총비용비율(Total Expense Ratio: TER)의 60~70%를 차지한다고 밝힌 바 있다.

판매보수율이 운용보수율보다 높은 이유는 과거 펀드 운용·판매업 분리 당시 판매사들이 운용사의 모회사 역할을 하는 증권사였던 경우가 많았으며 기존 위탁자보수의 분배 비율을 결정하면서 일방적 주도권을 행사할 수 있었기 때문이다. 이후 정부는 이러한 현상을 문제로 규정하고 위탁자보수를 ‘운용보수’와 ‘판매보수’로 명시적으로 구분하여 우월적 지위 남용 소지를 축소하였다.<sup>11</sup> 그러나 판매사들은 판매보수가 결정되는 과정에서 여전히 암묵적으로 그들의 우월적 지위를 이용하고 있으며 현재까지도 판매보수가 운용보수보다 더욱 큰 비중을 차지하는 경우가 많다. 이제는 모회사가 아닌 다른 판매사를 통해 운용사가 펀드를 판매하는 일이 충분히 가능해졌지만, 대형 판매사에 대한 시장 집중도가 매우 높아 운용사의 협상력이 상대적으로 떨어져 이러한 현상은 지속되고 있다. 반면 해외에서는 국내 상황과 반대로 펀드의 총비용에서 판매사에 배분되는 비중이 운용사보다 작은 경우가 더욱 많다. Khorana et al.(2009)에 따르면 해외 주요 17개국에서 펀드 TER 중 운용보수의 비중은 평균 80%를 기록하였다. TER에는 판매수수료가 포함되지 않는다는 점을 감안하여, 5년의 펀드 보유기간을 가정하고 판매수수료를 연율화한 다음

10 12b-1보수는 미국 1940년 투자회사법의 Rule 12b-1에 의거한 보수로 한국의 판매보수와 그 성격이 유사하다.

11 금융감독원(1999. 7. 30)

TER에 가산했을 때에도 운용보수의 비중은 여전히 대부분 50%를 상회하였다.

이처럼 국내 판매시장이 가지고 있는 상기의 특수성은 충분한 논의를 거친 사회적 합의의 결과물이라기보다는 1990년대 펀드 산업의 운용·판매업 분리 당시에 발생한 역사적 우연의 산물에 불과하다. 이러한 특수성은 현재 여러 가지 부작용을 야기하고 있으며 궁극적으로 공모펀드 산업 성장을 저해하고 있다고 판단된다.

### 3. 부작용

한국의 공모펀드 판매시장에서 가장 큰 부작용은 고객과 판매사 간 이해상충 문제다. 현재 국내에서 판매보수는 펀드 재산으로부터 수취하도록 규정되어 있으며, 고객으로부터 직접 받지 못한다. 펀드 재산은 투자자들의 공동 재산이므로 펀드 재산으로부터 판매보수를 지급하기 위해서는 형평성 유지를 위해 해당 펀드의 판매보수율을 사전에 집합투자계약으로 정하고 모든 투자자에게 동일한 판매보수율을 적용해야 한다. 여기서 이해상충 문제가 발생하는데, 예를 들어 전략·규모·속성 등 모든 면에서 성격이 서로 매우 닮은 펀드 A와 B가 있다고 가정해 보자. 동일한 벤치마크를 추종하는 유사한 규모의 패시브펀드를 떠올려봐도 좋을 것이다. 펀드 A의 운용보수율이 30bp고 펀드 B의 운용보수율이 50bp라고 할 때, 다른 조건이 같다면 고객로서는 비용이 저렴한 펀드 A를 선택하는 것이 수익률 측면에서 유리할 것이다. 그런데 만약 펀드 A와 B가 집합투자계약에서 판매보수율을 각각 50bp, 100bp로 정하여 판매사에게 대가로 지급하기로 했다고 하자. 이때 판매사는 펀드 A가 비용 측면에서 고객에게 더욱 유리하다는 사실을 알지만, 펀드 B가 자사 수익성에 더 큰 도움이 되기 때문에 펀드 A 대신 펀드 B를 권유할 가능성이 존재한다. 고객 상당수가 판매사의 권유에 크게 의존한다는 사실에 비추어 보았을 때<sup>12</sup>, 판매사가 수익을 늘리기 위해 고객의 성과를 희생하는 이러한 이해상충 문제는 펀드 시장에서 가장 심각한 문제로 꼽힌다.

이해상충 문제를 방지하기 위한 제도적 장치가 전혀 없는 것은 아니다. 금융투자업규정 제4-20조 제1항 제10호 가목은 ‘특정 집합투자증권 취급시 자기가 받는 판매보수 또는 판매수수료가 다른 집합투자증권 취급시 받는 판매보수 또는 판매수수료보다 높다는 이유로 일반투자자를

12 한국금융소비자보호재단(2021) 설문조사 결과에 따르면 펀드투자자의 58.6%가 투자할 펀드를 결정하지 않은 상태에서 금융회사에 방문하고 그곳에서 투자할 펀드를 고른다고 답변하였다. 또한 응답자의 55.6%가 투자 결정방법에 있어 ‘전문가의 의견에 영향을 받는다’라고 밝혔으며 ‘은행, 증권사 등 판매 직원들의 적극적인 권유가 펀드 투자의 직접적 계기가 되었다’라는 응답도 31.0%에 달하였다.

상대로 특정 집합투자증권의 판매에 차별적인 판매촉진노력(영업직원에 대한 차별적인 보상이나 성과보수의 제공 및 집중적 판매독려 등)을 하는 행위'를 불건전 영업행위로 규정하여 금하고 있다. 따라서 위의 예시는 법적으로 명확하게 처벌 대상이 된다. 그러나 현실적으로 이를 적발하여 잘못을 입증하고 처벌을 내리기란 매우 까다로워 해당 규정은 잘 작동하지 않는다. 무엇보다도 완벽하게 동일한 금융상품이 없고 저마다의 특성과 차이가 조금씩은 존재하므로 일반적인 상황에서 높은 판매보수율이 차별적 판매촉진노력의 결정 요인이 되었다고 단정짓기는 쉽지 않을 것이다.

판매사의 왜곡된 유인 구조는 판매보수율의 상향 평준화를 야기한다. 판매보수는 고객이 판매사에게 지불하는 비용이지만, 판매보수율을 결정하는 주체는 고객도 아니고 판매사도 아니다. 판매 서비스에 직접 관여하지 않는 제3자인 운용사가 판매보수율을 실질적으로 결정한다. 그러면 운용사는 어떻게 판매보수율을 결정할까? 운용사의 수익은 '운용자산규모×운용보수율'로 계산되므로 판매보수율은 운용사의 수익성에 직접 영향을 미치지 못한다. 운용사의 유일한 고려 사항은 '어떻게 판매보수율을 설정해야 시장에서 상품이 많이 팔릴까'다. 만약 판매보수율이 지나치게 낮으면 판매사들의 판매 유인이 작아지므로 결과적으로 판매량이 줄어들 수 있다. 만약 판매보수율이 지나치게 높으면 비용 수준에 민감한 투자자들이 해당 상품을 선택하지 않을 수 있다. 다른 금융투자상품도 마찬가지지만 특히 공모펀드 상품의 선택은 투자자 입장에서 매우 어려운 문제다. 수많은 상품이 존재하는 반면, 그들의 성과와 위험 수준, 상관관계, 운용역의 능력 등을 평가하기는 매우 까다롭다. 이러한 상황에서 운용사가 판매보수율을 단순히 낮게 설정하는 것만으로 투자자의 선택을 받기는 절대 쉽지 않다. 특별히 인지도가 뛰어난 운용역의 상품이 아닌 이상, 낮은 판매보수율로 인해 일단 판매사가 외면하게 되면 투자자들은 해당 상품이 존재하는지조차 모를 소지가 다분하다. 일부 대형 운용사를 제외하면 대다수 운용사는 규모가 그리 크지 않기 때문에 자체 마케팅 역량에도 한계가 있다. 투자자의 선택을 받는 가장 쉽고 빠른 방법은 판매사로 하여금 해당 상품을 고객에게 권유토록 하는 것이다. 그리고 이를 위해서는 판매사의 구미에 맞는 높은 판매보수율이 전제되어야 한다. 실제로 개인 판매잔고 상위 10개 판매사가 2022년 7월부터 2023년 6월까지 공시한 주식형 추천펀드 목록을 살펴보면 이들 중 전형적인 C클래스 펀드<sup>13</sup>는 총 10개였는데, 그 중 운용보수와 판매보수를 크게 낮춰 공익 마케팅을 실시한 'NH-Amundi 필승코리아'의 특수 사례<sup>14</sup>를 제외하고 나머지 9개 펀드의 평균 판매보수는 98.1bp로 법정 상한인 100bp에 근접하였다.

13 '체감식'과 같이 보유 기간에 따라 판매보수율이 변화하는 펀드는 제외하였다.

14 출시 당시 대통령을 비롯한 주요 사회 인사들의 가입으로 주목을 받았다.

<표 II-4> 개인 판매잔고 상위 10개 판매사의 주식형 공모펀드 추천 목록

(단위: bp)

펀드명	판매보수율
NH-Amundi 글로벌우주항공증권투자자산탁(H/UH)	100
NH-Amundi 필승코리아	50
더제이더행복코리아증권투자자산탁	95
미래에셋코어테크증권투자자산탁	100
삼성글로벌배당귀족ESG 증권투자자산탁H	100
에셋플러스글로벌리치투게더증권투자자산탁1호	93
타임폴리오마켓리더증권투자자산탁	95
트러스톤ESG 레벨업증권투자자산탁	100
한국밸류지속성장ESG증권투자자산탁	100
한국투자중소밸류증권투자자산탁	100
평균(전체)	93.3
평균(NH-Amundi 필승코리아 제외)	98.1

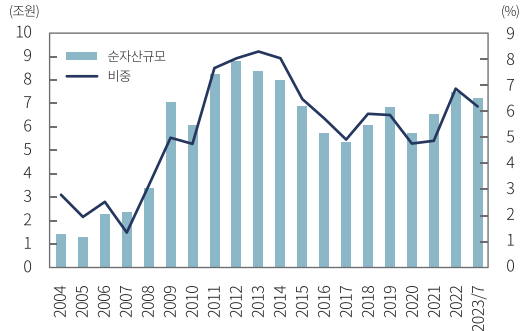
주 : 2022년 7월부터 2023년 6월까지의 기간 동안 집계  
 자료: 금융투자협회 전자공시서비스

판매사와 고객 간 이해상충 문제는 국내 저비용펀드 상품의 경쟁력 부재로도 이어진다. 저비용 펀드 중에서도 특히 인덱스펀드는 낮은 비용 수준에도 불구하고 성과 면에서 액티브펀드와 크게 차이가 없거나 오히려 앞서는 것으로 알려져 있다. S&P Dow Jones Indices사의 SPIVA(S&P Indices Versus Active Management) 분석 결과를 살펴보면<sup>15</sup> 2022년말까지의 누적 성과 기준 미국의 대형주 액티브펀드 중 지난 10년 동안 S&P500지수를 이긴 펀드의 비중은 8.6%에 불과했다. 미국뿐 아니라 유럽, 캐나다, 일본, 호주 등에서도 그 비율은 10~20% 수준에 불과하였다. 액티브펀드의 성과가 부진한 것에 실망한 투자자들은 저비용으로 벤치마크를 추종하는 인덱스펀드에 관심을 가지게 되었고, 해외 주요국에서는 관련 산업이 빠르게 성장하였다. 예를 들어, 미국의 인덱스 뮤추얼펀드의 시장 규모는 2022년말 기준 4.8조달러로 2010년말보다 4배 이상 증가한 것으로 나타났으며 전체 뮤추얼펀드 내 비중도 28%를 기록하여 상당한 크기를 차지하고 있다. 물론 미국에서도 인덱스펀드의 중심축이 뮤추얼펀드에서 ETF로 점차 변화하는 추세이긴 하지만 여전히 뮤추얼펀드 형태의 인덱스펀드도 중요한 위상을 지키고 있다. 반면, 한국에서 인덱스펀드 시장은 ETF를 제외하면 2023년 5월말 기준으로 순자산규모가 7.2조원에 그치며 크게 성장하지 못하였다. 그리고 그중에서도 지수를 1배로 단순 추종하는 순수한 인덱스펀드는 그리 많지

15 <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>

않다. 일정 수준 내에서 추종지수 대비 초과수익을 추구하는 ‘인핸스드 인덱스펀드(Enhanced Index Fund)’나 추종지수를 음의 배율 또는 1보다 큰 배율로 추종하는 ‘인버스·레버리지 펀드’가 다수를 차지하고 있는 것이다. 국내에서 인덱스펀드 시장 성장이 이토록 부진한 이유 중 하나는 저비용펀드의 특성상 판매보수율을 높게 책정할 수 없고 따라서 판매사들이 이를 고객들에게 추천할 유인이 작기 때문이다.

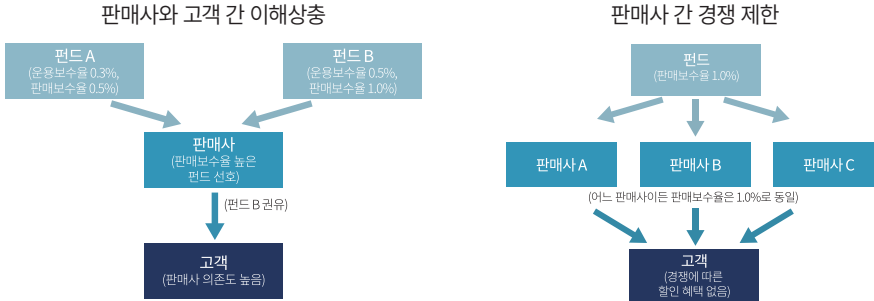
<그림 II-1> 인덱스펀드 순자산 규모 추이



주 : MMF·ETF를 제외한 공모펀드 순자산 규모와 대비하여 비중 집계  
 자료: 금융투자협회 종합통계포털

판매보수와 관련된 또 다른 부작용은 판매사 간 경쟁이 제한된다는 점이다. 앞서 설명한 대로, 펀드 재산으로부터 판매보수를 지급하는 한 판매보수율은 해당 펀드의 모든 투자자에게 동일하게 적용된다. 따라서 어느 판매사를 통해 펀드에 가입하든지 간에 투자자가 지불하는 판매보수는 모두 동일하다. 이러한 상황에서 판매사 간 가격 경쟁은 원천적으로 불가능하다. 다만, 판매보수가 아닌 판매수수료에 대해서는 가격 경쟁이 발생할 여지가 있는데, 판매수수료는 펀드 재산이 아닌 고객으로부터 판매사가 직접 수취하게 되어 있기 때문이다. 고객으로부터 직접 수취하는 방식에서는 다른 투자자와의 형평성을 고려할 필요가 없으므로 판매사는 가격(판매수수료율)을 자유롭게 조정할 수 있다. 실제로 일부 중소형 판매사들은 경쟁력 확보를 위해 판매수수료를 다른 판매사보다 작게 수취하기도 한다. 그러나 다수의 투자자가 활용하는 대형 판매사들에서 판매수수료를 할인하는 경우는 매우 드물며, 국내에서 판매수수료는 판매보수에 비해 그 비중이 월등히 작으므로 판매수수료에서의 가격 경쟁만으로는 그 효과가 매우 제한적이다. 따라서 고객들은 여러 판매사를 돌아보며 판매수수료를 비교하기보다는 단순히 가까운 곳에 지점이 있거나 주거래 관계에 있는 금융기관에서 펀드에 가입하는 경우가 대부분이다. 만약 투자자가 판매보수를 절약하고자 한다면 온라인 판매채널을 활용할 수 있다. 온라인 채널에서는 권유·상담 서비스를 받지 않는 대신 온라인 전용 상품에 가입할 수 있는데, 이는 오프라인 상품보다 판매보수가 저렴하다. 그러나 이러한 차이는 온라인과 오프라인 간의 채널 전환에서 비롯된 것으로 판매사 선택과는 무관하다. 다시 말해, 투자자가 온라인에서 판매사 A를 이용하든, 판매사 B를 통해 가입하든 판매보수는 여전히 동일하게 적용되고, 오프라인 채널과 마찬가지로 가격 경쟁은 발생할 수 없다.

<그림 11-2> 판매시장에서 이해상충 및 경쟁 제한 문제



마지막으로 언급할 문제는 판매 서비스와 비용 사이의 불일치다. 국내 판매시장에서 판매사는 판매와 관련된 세부 서비스들을 번들링(bundling)하여 주로 판매보수의 형태로 청구하는 경향이 있다. 이에 따라 현재 국내 판매업의 형태는 지속적 ‘자문’보다 일회성 ‘중개’에 훨씬 가깝지만, 실제로는 상당한 수준의 판매보수를 지속 수취하여 서비스와 비용 간 괴리가 발생하고 있다. 개념적으로 살펴보면 ‘자문’은 고객의 투자 목표, 예상 수입 및 지출, 현재의 포트폴리오, 위험 성향 등을 파악한 다음 재무 설계(financial planning)를 수행하고 여유 자금에 대해 새로운 투자 상품을 추천하거나 포트폴리오를 지속적으로 재조정하는 행위다. 반면, ‘중개’는 고객이 직접 선택한 상품을 단순 판매하거나 고객의 위험 성향에 따라 상품 가입을 권유하고 상담한 후 판매하는 행위다. ‘자문’은 지속적인 서비스이므로 판매보수를 주로 수취하고, ‘중개’는 일회성 서비스이므로 판매수수료를 주로 수취하는 것이 바람직하다. 물론 ‘중개’라 할지라도 펀드 계좌를 유지하고 관리하기 위한 기본적인 비용은 판매사가 부담하게 되어 있으므로 계좌관리 비용의 지속적인 청구는 필요하다. 그러나 이러한 비용이 과도한 수준에 이르지 않도록 해야 할 것이다. 참고로 미국에서는 이러한 비용을 서비스보수(service fee)로 별도 지칭하고 연간 25bp 수준의 보수율을 적용하는 것이 일반적이다.

서비스와 비용 간의 괴리는 구체적으로 다음 문제들을 야기한다. 첫째, 공모펀드 가입자들의 장기투자 유인이 감소한다. 예를 들어, 고객 A와 B가 판매사의 권유로 동일한 공모펀드 상품에 각각 1천만원씩 투자하였다고 가정하자. 펀드의 판매수수료율은 100bp, 판매보수율은 70bp로 설정되어 있다. 비용 공제 후 연 5%의 수익률을 가정했을 때, 고객 A와 B가 펀드를 각각 3년과 10년 동안 보유한다면 이들은 판매 서비스 대가로 각각 33만원과 100만원을 지불하게 된다. 만약 계좌관리 비용을 연간 25bp로 가정하여 상기 금액에서 제하면, 이들이 초기 권유·상담 서비스에 대해 지불한 비용은 각각 25만원, 68만원으로 추정할 수 있다. 즉, 고객 B는 동일한 서비스에 대해

고객 A보다 2.7배 정도 더 많은 비용을 부담하게 된 것이다. 현재의 판매시장은 고객이 장기투자를 할수록 동일한 판매 서비스에 대해 더욱 많은 비용을 치러야 하는 구조를 가지고 있다. 이러한 환경에서 투자자의 장기투자 유인은 줄어들 가능성이 있다. 둘째, 공모펀드에 큰 금액을 투자할 유인이 줄어든다. 서비스와 비용 간의 괴리는 투자기간뿐 아니라 투자규모에도 비례하므로 고객 투자자일수록 판매 서비스에 대해 더욱 많은 비용을 치러야 한다. 이러한 괴리는 고객자산가들의 공모펀드 시장 이탈 요인으로 작용한다.

### III. 올바른 판매대가 수취 체계 정립

국내 판매시장의 문제를 해결하기 위해서는 어떠한 정책적 노력이 필요할까? 본 장에서는 크게 두 가지 해결방안을 소개한다. 첫째, 판매사의 판매보수 수취 방식에 대한 근본적인 변화다. 즉, 판매보수를 펀드 재산이 아닌 고객으로부터 직접 수취토록 하는 것이다. 이 해결책은 이미 2013년부터 영국과 네덜란드, 호주 등 몇몇 국가에서 시행 중인 정책으로 실제로 효과가 상당 부분 검증되었다. 따라서 한국에서의 문제를 해결하는 데에도 큰 도움을 줄 것으로 판단한다. 둘째, 비용의 언번들링을 통해 판매 서비스와 비용 간의 시점 일치치를 이루는 것이다. 이 접근 방식은 장기투자자와 고객투자자, 그리고 직접 상품을 선택하여 가입하는 Do-It-Yourself(DIY) 투자자들의 공모펀드 투자 유인을 높여 현재보다 투자자 저변을 확대하는 효과를 가져올 것으로 기대된다.

#### 1. 판매보수의 직접 수취 허용

공모펀드 판매시장에서의 문제점을 해결하는 데 있어 가장 중요한 과제는 판매사가 판매보수를 펀드 재산이 아닌 고객으로부터 직접 수취토록 허용하는 것이다. 이러한 제도 개편은 고객과 판매사 간 이해상충 문제를 해소하고 판매시장에서 경쟁을 촉진하여 투자자들이 비용 완화 등의 혜택을 누릴 수 있도록 도와준다. 특히 온라인 판매채널에서 이러한 제도 개편의 효과가 가장 뚜렷하게 나타날 것이며 부작용도 상대적으로 적어서 이를 먼저 적용할 것을 제안한다.

## 가. 정책 효과

판매사가 판매보수를 펀드 재산이 아닌 고객에게 직접 수취하면 고객과 판매사 간 이해상충 문제 발생 소지가 대폭 줄어든다. 판매사가 제3자에 의해 정해진 판매보수율을 그대로 따르지 않고 자체적으로 판매보수율을 결정할 수 있게 되므로 유사한 펀드에서 판매보수율이 서로 다르게 책정될 이유가 없어지고 판매보수율은 더 이상 판매사의 유인 구조에 영향을 미치지 않게 된다. 앞서 <그림 II -2>의 좌측에서 제시한 상황을 다시 예로 들면, 판매사는 성격이 매우 유사한 펀드 A와 B에 대해 동일한 판매보수율을 책정할 것이며, 운용보수가 저렴한 펀드 A를 고객에게 추천하는 것이 고객뿐 아니라 판매사에도 유리한 선택이 된다. 그 이유는 판매보수는 고객의 펀드 보유 금액에 비례하여 증가하게 되는데, 고객이 운용보수율이 낮은 펀드에 투자하여 장기적으로 펀드 보유 금액을 늘린다면 판매사의 수익도 함께 증대되기 때문이다. 이처럼 판매사가 판매보수를 고객으로부터 직접 수취하게 되면 결과적으로 고객과 판매사 간 이해관계가 일치하게 된다.

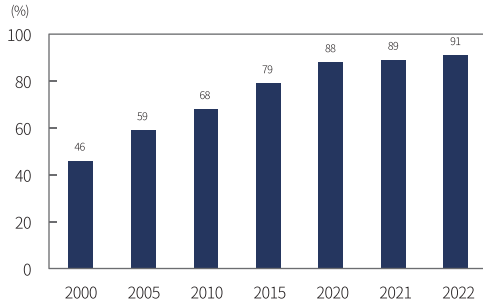
고객과 판매사 간 이해상충 문제는 해외에서도 심각한 문제를 일으키고 있으며 몇몇 국가에서는 이에 대한 대응으로 판매사가 고객에게 직접 판매대가를 수취하고 제3자(운용사)로부터 받지 못하도록 법을 제정하였다. 대표적인 사례로 영국, 네덜란드, 호주, 남아공을 들 수 있다. 특히 2013년에 가장 먼저 제도를 시행한 영국과 네덜란드에서는 해당 정책이 이해상충 문제를 해결하는데 효과적이었다는 분석 결과를 내놓은 바 있다. 예를 들어, European Commission(2023b)은 이들 국가에서 판매사(자문업자)가 판매대가가 높은 상품을 고객에게 주로 추천하는 기존 부작용이 해소되었으며 대신 저비용상품 또는 덜 복잡한 상품(less complex product)을 추천하는 경우가 늘어 장기적으로 투자자의 수익률에 도움이 된다고 평가하였다.<sup>16</sup> 스웨덴과 아일랜드에서는 해당 정책을 권고하는 보고서가 각각 2016년과 2017년에 국가기관에서 발간되어 논의가 활발하게 진행되고 있으며<sup>17</sup>, EU 차원에서도 논의가 진행 중인데 전면 금지를 앞세운 상기 국가들과는 달리 아직 부분적인 제한 조치만을 취하고 있다. 예를 들어, 2018년에 EU는 독립투자자문업자와 투자일임업자에 대해 제3자로부터의 대가 수취를 금지하였으며, 최근에는 자문 및

16 보다 구체적으로 네덜란드 금융당국(AFM, 2020)은 동 제도의 시행으로 인해 자국 펀드 산업 경쟁력이 Morningstar, ESMA 등 글로벌 유수 기관으로부터 최우수 등급을 받았음을 강조하면서, 이는 고객과 판매사(자문업자) 간 이해상충 문제 해소뿐 아니라 저비용상품 및 로보어드바이저 시장 확대, 상품 시장 내 경쟁 촉진에도 도움을 주었다고 평가하였다. 영국 금융당국(FCA, 2014) 역시 이해상충 문제 해소와 저비용상품 시장 확대, 투자자 비용 부담 완화 등의 효과가 있었다고 평가하였다. 다만, 영국에서는 '자문갭(advice gap)'의 부작용이 수반되었음을 보고하였는데(FCA, 2020) 이에 대한 자세한 설명은 다음 절에서 하겠다.

17 스웨덴 금융감독당국(Finansinspektionen, 2016)과 아일랜드 중앙은행(Central Bank of Ireland, 2017)이 각각 정책 권고안을 담은 보고서를 발간하였다.

권유를 수반하지 않은 단순중개(execution-only) 기능에 대해서도 같은 조치를 권고하는 보고서를 발간하였다.<sup>18</sup> 미국의 경우, 특별한 규제는 없지만 시장 자율적으로 판매대가 수취 방식의

<그림 III-1> 미국 뮤추얼펀드에서 No-Load 펀드의 판매비중 추이



자료: ICI(2023)

변화가 나타나고 있다. 일회성 권유가 아닌 지속적 자문 서비스를 수행하고 고객에게 직접 대가를 받는 ‘Fee For Advice’ 유형의 서비스가 점차 늘어나고 있는 것이다. ICI(2023)에 따르면 판매수수료가 전혀 없고 펀드 재산으로부터 연간 25bp 이하의 서비스보수만을 판매대가로 수취하는 No-Load 펀드가 2022년 뮤추얼펀드 전체 판매금액의 91%에 달했다고

한다. 이는 ‘Fee For Advice’ 유형이 크게 확산되고 있음을 나타내는 통계로, 미국에서도 판매사가 고객으로부터 직접 판매대가를 수취하는 방식이 대세를 이루고 있음을 확인할 수 있다.

판매보수 수취 방식의 변화는 판매사의 유인 구조뿐 아니라 다른 긍정적인 효과들도 가져온다. 첫째, 판매사 간 경쟁 강도에 영향을 미친다. 현재는 판매보수에 대해 가격 경쟁이 근본적으로 불가능하다. 그러나 판매사가 판매보수를 고객으로부터 직접 수취하게 되면 판매보수율을 자율적으로 결정할 수 있게 되고, 이미 스스로 정하고 있는 판매수수율과 함께 펀드 판매가격을 온전히 독자적으로 책정할 수 있게 된다. 동일 펀드에 대해 복수의 판매사가 서로 다른 판매가격을 제시할 수 있는 환경이 조성되면서 판매사 간 본격적인 경쟁이 나타날 것이다. 예를 들어, 판매사 A와 B의 판매보수율이 각각 100bp, 50bp라고 한다면 서비스 품질이 큰 차이가 없는 한 고객들은 판매사 B를 선택할 가능성이 높다. 둘째, 판매사 간 경쟁 확대는 결국 판매 서비스 가격 하락을 야기하여, 현재 투자자들이 지불하는 비용 부담을 다소 완화시킬 전망이다. 판매가격의 결정 주체가 기존 운용사에서 판매사로 새롭게 변경되면, 운용사가 판매사의 선택을 받기 위해 판매보수율을 높게 책정하는 관행이 자연스럽게 사라진다. 또한 판매사 간 가격 경쟁이 확대되면서 중소형사와 온라인 기반 판매사들이 현재 수준보다 가격을 낮게 책정하여 점유율을 확대하려는 시도가 나타날 가능성이 높다. 이러한 경향은 시장 전반에 가격 인하 압력을 증가시키며 투자자들이 체감할 수 있을 정도로 의미 있는 비용 감소로 이어질 것으로 예상된다. 셋째, 판매사가 고객별로 가격 차별화 전략을 시행할 수 있게 된다. 즉, DIY 투자자에게 낮은 판매보수율을 적용하거나,

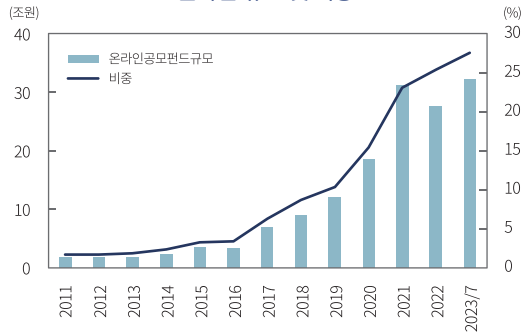
18 European Commission(2023a)

투자 자산이 많은 우량 고객에게 판매보수를 할인하는 등 새로운 가격 정책을 도입할 수 있다. 이는 다양한 투자자의 니즈를 충족시켜 공모펀드 투자자 저변이 확대되는데 도움을 줄 것이다.

### 나. 온라인 판매채널에서의 우선 적용 필요성

본 장에서는 판매보수 수취 방식의 제도 변경을 전면 시행하기보다는 온라인 펀드 판매채널에서 우선 시행할 것을 제안한다. 국내 온라인 펀드 시장 순자산 규모는 MMF를 제외하고 <그림 III-2>에서 보듯 2023년 7월 말 기준 32조원을 기록하고 있으며 MMF·ETF를 제외한 공모펀드 시장 대비 28%의 비중을 차지하고 있다. 전체 공모펀드 시장 대비 비중은 아직 낮은 편이나 절대 규모는 결코 작

<그림 III-2> 공모펀드 시장에서 온라인 전용펀드의 순자산 규모 및 비중



주 : MMF는 제외하고 집계  
 자료: 금융투자협회

지 않으며 전체 시장 상황과는 달리 전반적으로 성장 추세를 보이고 있다. 온라인 판매채널은 새로운 제도를 적용하였을 때 정책 효과를 불러일으키기에 충분한 여건을 갖추고 있으며, 여기에서의 변화는 향후 공모펀드 산업 전반의 경쟁력을 높이는 메기 역할을 수행할 것으로 예상된다.

온라인 판매채널에서 제도 변경을 우선 시행해야 하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 제도 변경 시 오프라인 채널에서는 판매 서비스에 대한 고객의 비용 인지도가 높아져 오히려 공모펀드 가입률이 낮아지는 부작용이 발생할 수 있다. 해외 문헌에서 ‘판매보수를 고객으로부터 직접 수취하는 방안’에 대해 반대론자들이 제기하는 대표적인 문제점은 바로 ‘자문갭’이다. 자문업이 발달한 해외 국가에서는 새로운 제도가 시행되면 기존에 전문가의 조언을 받던 투자자 중 상당수가 자문 시장을 이탈할 수 있다. 자문 서비스의 대가를 고객 계좌에서 직접 인출하게 되면 자문 비용에 대한 고객 인지도가 크게 높아지게 되고, 만약 서비스의 질이 기대에 미치지 못하면 고객은 더 이상 서비스를 받으려 하지 않을 것이기 때문이다. 특히, 자산이 많지 않은 일반투자자의 경우 자문 비용 부담이 상대적으로 크게 느껴져 이탈 가능성이 높는데, 이처럼 일반투자자가 자문 시장에서 소외되는 현상을 ‘자문갭’이라 부른다. 국내 오프라인 채널에서의 펀드 판매는 금융회사 직원들의 권유 및 상담을 통해 이루어지는 경우가 많다. 따라서 제도 변경 시 ‘자문갭’ 현상과

유사하게 일반투자자들이 권유 및 상담 과정에서 공모펀드를 기피하는 부작용이 발생할 수 있다. 반면, 온라인 채널에서는 그 특성상 권유·상담 기능이 상당히 제한되어 DIY 투자자들이 주로 활용하는데 이들은 비용 수준에 매우 민감하게 반응하므로 비용 인지도가 이미 상당히 높다. 따라서 이들에 대해 '자문갭'의 부작용이 나타날 개연성은 그리 크지 않다.

둘째, 오프라인 채널에서는 판매사가 공모펀드 대신 다른 금융상품을 판매하거나 계열사 펀드를 판매할 유인이 증가하므로 공모펀드 판매량이 감소하거나 계열운용사의 공모펀드 상품만 잘 팔리는 부작용이 있을 수 있다. 고객의 비용 인지도가 높아지게 되면 판매사가 고객을 설득하여 상품을 판매하기가 더욱 어려워진다. 따라서 오프라인 채널에서 판매사는 판매대가의 수취가 겉으로 드러나지 않는 다른 금융상품을 고객에게 권유할 가능성이 있다. 예를 들어, 공모펀드 대신 파생결합증권이나 신종자본증권을 판매할 수 있는 것이다. 또한 오프라인 채널에서는 판매사가 계열사 공모펀드 상품을 지금보다 더욱 적극적으로 권유할 가능성도 있다. 계열사 상품을 판매하면 간접적이긴 하지만 판매사가 펀드 운용 대가 중 일부를 추가로 취할 수 있기 때문이다. 기존에는 펀드마다 판매보수율이 각기 달랐으므로 판매보수율이 높은 펀드를 먼저 고객에게 권유할 유인이 강했고, 계열사 상품 여부는 그만큼 중요하지 않았다. 그러나 제도 변경으로 판매사가 자율적으로 판매보수율을 책정하게 되면 속성이 유사한 펀드에 대해 판매보수율을 동일하게 책정할 가능성이 높으므로, 판매보수율이 아닌 계열사 상품 여부가 판매사의 유인 구조를 좌우하는 핵심 요인으로 부상할 수 있다. 그러나 온라인 판매채널에서는 판매사의 권유보다는 투자자의 자발적인 의지와 선택으로 공모펀드에 가입하는 경우가 훨씬 많아 상기의 부작용이 나타날 개연성이 훨씬 작다.

셋째, 오프라인 판매채널에서는 판매사 간 경쟁 환경을 조성하기가 상대적으로 어렵다. 현재 국내 펀드 판매시장은 대형 금융기관들에 의해 과점화되어 있는데, 특히 오프라인 채널에서는 주거래 금융기관 혹은 가까운 곳에 지점을 둔 대형 금융회사에 대한 고객 의존도가 높은 편이다. 그러나 온라인 채널에서는 비용이 저렴하고 다양한 투자상품과 기능을 갖춘 판매사에 고객이 더욱 몰리는 경향이 있다. 온라인 채널에서는 비용에 민감하면서 투자할 상품을 직접 알아보고 결정하는 DIY 투자자들이 높은 비중을 차지하기 때문이다. 따라서 중소형 판매사 혹은 온라인에 특화된 핀테크 기업들이 경쟁력을 갖추기가 훨씬 수월하다.

넷째, 제도 변경에 따른 기존 대형 판매사의 부담을 줄일 수 있다. 제도 변경의 전면 시행 시 오프라인 지점을 통해 주로 판매하는 대형 판매사들은 고객에게 상품을 권유하는 과정에서 새로운 판매보수 수취 방식을 설명하고 충분히 이해시켜야 하는데 이는 상당한 노력과 시간이 드는

작업이다. 일부 고객은 이러한 과정을 견디지 못하고 도중에 공모펀드 투자를 포기할 수 있다. 또한 고객 중 상당수가 여전히 기존 판매보수의 개념을 충분히 인지하지 못한 상황<sup>19</sup>에서 선부르게 고객 계좌로부터 비용을 직접 수취하였다가는 향후 고객과의 분쟁이 생길 가능성도 있다. 반면, 온라인 판매채널에서는 판매 절차가 비교적 간단하고 이미 비용에 대한 투자자 인지도가 높아 판매사 입장에서 제도 변경에 따른 부담이 작다.

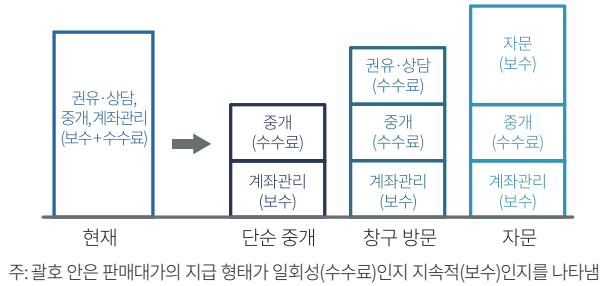
디지털 시대에서 온라인 채널은 단순히 상품 유통뿐만 아니라 예·적금, 대출, 주식, 보험 등 금융상품의 판매 분야에서도 큰 혁신을 가져왔다. 마찬가지로 향후 공모펀드 상품 중개에 대해서도 큰 변화를 야기할 수 있는 충분한 잠재력을 가지고 있다. 온라인 판매채널에서 판매대가 수취 방식의 변화는 제도 전면 시행에 따른 부작용을 줄이면서도 판매시장 내 경쟁 촉진, 기존 판매사의 부담 감소 등의 효과를 가져올 것이다. 이는 향후 온라인 채널이 공모펀드 산업에 가져올 혁신을 대비하여 사전에 준비한다는 측면에서도 중요하다.

## 2. 서비스와 비용의 발생 시점 일치

올바른 판매대가 수취 체계를 정립하기 위한 또 다른 과제는 서비스와 비용의 발생 시점을 일치시키는 것이다. 현재 판매사는 모든 서비스 비용을 번들링하여 판매보수 위주로 대가를 수취하고 있는데 이러한 관행은 바뀔 필요가 있다. 서비스 속성에 부합하도록 서비스-비용 간 관계를 매칭하고 이를 단순화하여 지표로 나타내면 <그림 III-3>과 같은 모습이 될 것이다. 단순 중개의 경우, 판매사는 중개 서비스에 대해 일회성으로 수수료를 부과하고 이후 계좌관리 서비스에 대해 상대적으로 낮은 수준의 보수를 지속 청구하면 된다. 만약 고객에게 권유나 자문 서비스를 추가로 제공한다면 권유에 대해서는 일회성 수수료를, 자문에 대해서는 지속적인 보수를 추가로 징구할 수 있을 것이다. 이러한 방식으로 서비스와 비용 간 매칭이 이루어지면 DIY 투자자는 지금보다 저렴한 비용으로 공모펀드에 가입할 수 있고, 전문가의 도움이 필요한 투자자는 추가로 비용을 들이되 그에 합당한 권유 혹은 자문 서비스를 받을 수 있어 지금보다 유리해질 것이다. 또한 현재 판매보수에 편중되어 있는 판매대가 수취 구조가 개선되어 장기투자자와 고액투자자의 불만이 해소되고 이들의 공모펀드 투자 유인이 증가할 것이다. 이와 같이 서비스와 비용의 발생 시점 일치는 공모펀드 투자자 저변 확대에 도움이 될 것으로 기대한다.

19 한국금융투자보호재단(2021)의 설문조사 결과에 따르면 응답자의 41.3%는 판매보수에 대해 모른다고 응답하였다.

<그림 III-3> 판매 서비스 유형별 판매대가 수취 구조의 변화 필요성



## IV. 맺음말

본고에서는 공모펀드 판매대가 수취 방식과 관련하여 역사적 배경과 국내 시장의 특수성, 이로 인한 부작용을 살펴보고, 해결방안을 제시하였다. 요약하면 국내의 공모펀드 판매대가 수취 방식은 역사적 우연의 산물에 불과하며 산업 경쟁력을 심각하게 저해하고 있다. 이러한 상황에서 2013년 이후 영국, 네덜란드, 호주 등에서 채택한 판매보수 수취 방식의 변화는 한국에도 시사하는 바가 크다. 판매보수를 펀드 재산이 아닌 고객으로부터 직접 수취하는 제도의 도입은 판매사와 고객 간 이해상충 해소, 판매시장에서의 경쟁 확대, 투자 비용 부담 감소 등 긍정적인 효과를 가져올 것이다. 더불어 판매대가의 언변들링을 통해 판매 서비스와 비용 간 괴리를 줄일 수 있다면 공모펀드 투자자 저변이 확대되는 효과를 기대할 수 있다. 물론 이러한 정책이 현재의 공모펀드 시장의 침체 상황을 곧바로 회복세로 반전시킬 것으로 단언하기는 어렵다. 공모펀드 시장 회복을 위해서는 궁극적으로 공모펀드에 대한 사회적 인식이 개선되는 과정이 필요한데, 이는 상당한 시간과 업계의 자구적인 노력을 필요로 하기 때문이다. 그럼에도 불구하고 올바른 판매보수 수취체계를 수립하는 정책은 현재 국내 판매시장이 지니고 있는 부작용들을 해소하고, 산업 경쟁력을 제고하여 운용사들이 더욱 좋은 상품을 출시할 수 있는 여건을 만들며, 장기적으로 스타펀드의 탄생을 촉진시켜 시장 확대를 위한 기반으로 작용할 수 있다는 점에서 매우 중요하다.

## 참고문헌

- 금융감독원, 1999. 7. 30, 투자신탁 운용보수와 판매보수 분리방안 마련, 보도자료.
- 금융감독원, 2005. 11. 10, 펀드 판매회사의 판매보수 체계 개선방안 추진, 보도자료.
- 신인석, 2008, 펀드 판매보수 규제의 평가 - 역사적 기원과 미국 제도를 중심으로 -, 『증권법 연구』 9(1), 301-328.
- 원승연 · 한상범, 2011, 펀드의 거래비용과 운용성과, 『한국경제의 분석』 17(2), 179-224.
- 재무부, 1993. 6. 4, 증권투자신탁 표준약관제 도입, 보도자료.
- 재정경제원, 1996. 5. 15, 투자신탁회사 설립등에 관한 인가기준, 보도자료.
- 재정경제원, 1997. 10. 29, 투자신탁제도 개선방안, 보도자료.
- 증권감독원, 1998. 6. 15, 투자신탁관련 제도개선 및 규제완화사항 시행, 보도자료.
- 증권감독원, 1998. 7. 25, '94. 2/4분기 증권투자신탁업 감독관련 위임업무의 처리결과 보고, 보도자료.
- 한국금융소비자보호재단, 2021, 『2020 펀드 투자자 조사 결과』.
- AFM, 2020, Working towards open and sustainable capital markets in Europe that serve the real economy - next steps for the CMU.
- Central Bank of Ireland, 2017, Intermediary inducements: Enhanced consumer protection measures, Consultation paper CP 116.
- European Commission, 2023a, Capital Markets Union: Commission proposes new rules to protect and empower retail investors in the EU.
- European Commission, 2023b, Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study.
- FCA, 2014, Post-implementation review of the Retail Distribution Review. Phase 1, December.
- FCA, 2020, Evaluation of the impact of the Retail Distribution Review and the Financial Advice Market Review.

Finansinspektionen, 2016, A necessary step for a better savings market.

ICI, 2022, Investment Company Fact Book.

ICI, 2023, Investment Company Fact Book.

Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2009, Mutual fund fees around the world, *The Review of Financial Studies* 22(3), 1279-1310.

Morningstar, 2022, Global investor experience study: Fees and expenses.