뮤추얼펀드와 투자신탁:
현황 및 제도 분석

1998. 9.

연 구 위 원 고광수
선임연구원 김영갑

한국증권연구원

序 言

현재 우리나라 금융산업은 경제 환경이 급변하면서 처음으로 경험하는 구조조정의 시기를 맞고 있다. 이와 같은 현상은 외국 선진국에서 이미 겪었거나 진행 중인 빅뱅이 우리나라에서도 진행되고 있음을 의미한다고 할 것이다. 이미 국내 금융기관 중 다수의 금융기관들이 영업을 정지하였거나 도산하였다. 증권산업도 예외는 아니라고 본다. 벌써 몇 곳의 증권회사, 투자신탁회사, 투자신탁운용회사 등은 영업이 정지되었거나 양도되었다. 또 언제 영업정지나 퇴출과 같은 일들이 발생될지 모르는 상황이다. 이러한 시점에서 증권시장에서 중요한 역할을 담당하는 기관투자자 중의 하나인 투자신탁의 현황과 제도를 분석한다는 것은 매우 시의 적절한 것이라고 생각한다.

본 연구보고서는 뮤추얼펀드를 포함하여 투자신탁의 현황과 제도를 분석하는 것이 목적이다. 이를 위해 미국, 영국, 일본뿐만 아니라 동남아시아와 유럽 주요국의 뮤추얼펀드 및 주요 투자신탁제도를 정리하였다. 그리고 우리나라의 투자신탁제도와 산업을 심도 있게 분석하였으며, 새롭게 도입되는 회사형 투자신탁제도에 대해서도 기술하고 있다.

본 보고서를 작성하는 과정에서 우리나라와 일본에서는 투자신탁제도의 골격을 이루는 기본적인 틀뿐만 아니라 투자신탁 산업에서도 큰 변화가 있었으며, 현재도 진행 중에 있다. 특히, 우리나라의 경우 제도적 측면에서 여러 가지 변화가 있었다. 투자신탁 산업의 구조조정이 진행되고 있는 상황이며, 회사형 투자신탁제도의 도입을 위한 법안이 9월초에 국회를 통과하였다. 본 보고서에서는 격변하는 투자신탁 산업과 회사형 투자신탁의 내용을 포함시키기 위하여 노력하였으며, 이를 위해 본 보고서 발간이 다소 늦추어졌다. 결과적으로 국내외 투자신탁 산업

에 있어서 가장 최근의 동향과 통계를 소개할 수 있게 되었다. 따라서 본 보고서가 주요국 및 우리나라 투자신탁제도의 특징과 최근의 투자신탁 산업의 동향을 이해하는데 도움을 줄 것으로 생각한다. 이러한 노력들이 우리나라에 처음 도입되는 회사형 투자신탁의 성공적 정착에 조금이나마 보탬이 되기를 기대한다.

본 보고서는 본원의 고광수 박사와 김영갑 선임연구원의 책임하에 작성되었다. 어려운 여건 속에서도 연구를 마무리해 주신 이들 연구진의 노고에 감사의 말씀을 드린다. 또한 보고서를 작성하는 과정에서 국내외 투자신탁 산업 관련 종사자들의 많은 도움이 있었다. 이들이 제공한 투자신탁과 관련된 다양한 자료와 조언이 없었다면 본 연구보고서는 출간되지 못했을 것이다. 특히, 미국 뮤추얼펀드 협회 (Investment Company Institute)의 Mr. Robert Grohowski, Ms. Tamara Reed 등 여러 관계자, Templeton의 Mr. Douglas Lempereur 등 여러 관계자, SEC 여러분과의 대화와 답변은 귀중한 자료가 되었다. 저자들을 대신하여 이들에게 다시 한번 감사의 말씀을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

1998년 9월

한국증권연구원

원장 최 운 열

목 차

Ⅰ. 서론 3

1. 투자신탁의 개요 3
2. 연구의 목적 및 범위 6

Ⅱ. 미국의 뮤추얼펀드 11

1. 도입 배경 및 특징 11
2. 투자회사의 형태 13
3. 뮤추얼펀드의 현황 23
4. 구조 28
5. 규제 37
6. 펀드의 비용 체계 43
7. 순자산가치의 결정과 Forward Pricing 47
8. 공시제도 48
9. 과세 49
10. 뮤추얼펀드와 연금 53
11. 뮤추얼펀드의 정보 사냥 55

Ⅲ. 주요국의 투자신탁제도 61

1. 영국의 투자신탁제도 61
2. 일본의 투자신탁제도 86
3. 기타 국가의 투자신탁제도 116

Ⅳ. 우리나라의 투자신탁제도 129

1. 계약형 투자신탁제도 129
2. 회사형 투자신탁제도 148

Ⅴ. 투자신탁의 현황 및 재무분석 163

1. 규모의 현황 분석 163
2. 재무제표 분석 174
3. 신세기투자신탁의 교훈 188
4. 투자신탁 부실의 원인 190
5. 투자신탁운용회사 재무분석 193

Ⅵ. 투자신탁제도의 문제점과 개선 방안 197

1. 계약형 투자신탁제도 197
2. 회사형 투자신탁제도 207

참 고 문 헌 213

표 목차

<표 Ⅱ-1> 폐쇄형 투자회사의 규모 16
<표 Ⅱ-2> 주식형 뮤추얼펀드의 종류 19
<표 Ⅱ-3> 채권 및 소득형 뮤추얼펀드의 종류 20
<표 Ⅱ-4> MMF의 종류 21
<표 Ⅱ-5> 투자 목적에 따른 주식형, 채권 및 소득형 뮤추얼펀드 판매 실적 22
<표 Ⅱ-6> 뮤추얼펀드의 자금 유입 및 순자산 규모 26
<표 Ⅱ-7> 주식형, 채권 및 소득형 뮤추얼펀드의 운용자산 분포 추이 34
<표 Ⅱ-8> 뮤추얼펀드 비용 체계의 예 43
<표 Ⅲ-1> Investment Trust 와 Unit Trust의 비교 64
<표 Ⅲ-2> 영국 투자신탁의 규모 66
<표 Ⅲ-3> 영국 투자신탁의 구조 요약 75
<표 Ⅲ-4> 국내펀드 (Domestic Fund)의 종류 78
<표 Ⅲ-5> 전문형 펀드 (Specialist Fund)의 종류 79
<표 Ⅲ-6> 국제펀드 (International Fund)의 종류 80
<표 Ⅲ-7> 일본 투자신탁의 발전 추이 89
<표 Ⅲ-8> 일본의 투자신탁 보유현황 90
<표 Ⅲ-9> 일본의 개인 금융자산 구성비율 91
<표 Ⅲ-10> 일본 투자신탁의 현황 (순자산 총액) 93
<표 Ⅲ-11> 일본의 투자신탁 편입 주식 비중 94
<표 Ⅲ-12> 일본의 투자신탁 편입 공사채 비중 96

<표 Ⅲ-13> 일본 투자신탁의 운용 현황 97
<표 Ⅲ-14> 일본 주식형 투자신탁의 운용 현황 98
<표 Ⅲ-15> 일본 투자신탁의 구조 요약 107
<표 Ⅲ-16> 프랑스와 독일 투자신탁의 규모 123
<표 Ⅴ-1> 금융시장에서 투자신탁의 비중 164
<표 Ⅴ-2> 투자신탁 산업의 규모 167
<표 Ⅴ-3> 투자신탁 종류별 비중 169
<표 Ⅴ-4> 투신사별 설정 잔고 (1997년 말 현재) 170
<표 Ⅴ-5> 투신사별 설정 잔고 (1998년 8월 15일 현재) 171
<표 Ⅴ-6> 투자신탁 재산의 운용현황 173
<표 Ⅴ-7> 재경 3투신 및 지방 4투신의 손익 현황 요약 176
<표 Ⅴ-8> 재경 3투신의 손익 현황 178
<표 Ⅴ-9> 지방 4투신의 손익 현황 180
<표 Ⅴ-10> 주식 평가손 100% 반영시 지방 4투신의
손익 현황 181
<표 Ⅴ-11> 투자신탁의 재무 현황 요약 182
<표 Ⅴ-12> 재경 3투신의 재무 현황 183
<표 Ⅴ-13> 지방 4투신의 재무 현황 185
<표 Ⅴ-14> 투자신탁의 유가증권 보유 현황 186
<표 Ⅴ-15> 투자신탁운용회사의 손익현황 194
<표 Ⅴ-16> 투자신탁운용회사의 재무상황 194

그림 목차

<그림 Ⅱ-1> 미국의 뮤추얼펀드 수와 총자산의 추이 27
<그림 Ⅱ-2> 뮤추얼펀드의 구조 29
<그림 Ⅲ-1> 영국 Unit Trust의 구조 68
<그림 Ⅲ-2> 영국 Investment Trust의 구조 70
<그림 Ⅳ-1> 기존 투자신탁회사의 직접판매 형태 140
<그림 Ⅳ-2> 기존 투자신탁회사의 위탁판매 형태 140
<그림 Ⅳ-3> 신설 투자신탁운용회사의 위탁판매 형태 140
<그림 Ⅳ-4> 회사형 투자신탁의 구조 150

Ⅰ. 서론

1. 투자신탁의 개요

2. 연구의 목적 및 범위

Ⅰ. 서론

1. 투자신탁의 개요

우리나라 증권투자신탁업법 제2조에 의하면 '증권투자신탁은 투자자로부터 증권투자에 운용할 목적으로 자금 등을 수입하는 위탁자가 그 자금 등을 수탁자로 하여금 당해 위탁자의 지시에 따라 특정 유가증권에 대하여 투자·운용하고, 그에 따른 수익권을 분할하여 당해 투자자에게 취득시키는 것'이라고 정의되어 있다.[1] 즉, 투자자로부터 형성된 대규모 자금을 이용하여 증권투자 전문가들이 분산 투자하여 얻은 이익을 분배하는 것을 의미한다.

따라서 증권투자신탁은 증권투자에 전문적인 지식이 없거나 소액의 투자자금 또는 시간적 여유가 없는 일반투자자들을 위해 생성되었다고 할 수 있다. 투자신탁의 기능에는 산업자금 조달, 증권 대중화, 증권시장의 안정화, 가격조정 등이 있다. 따라서 증권투자신탁은 은행, 보험회사, 증권회사, 연기금 등의 다른 기관투자자들과 함께 증권시장을 형성하고 있는 주요 기관투자자로서 그 역할이 급속히 증대되고 있는 실정이다.[2]

투자신탁은 크게 회사형과 계약형, 단위형 (고정형)과 관리형, 개방

---

1) 1998년 9월 개정된 증권투자신탁업법에 의하면 이전의 '불특정 다수인'으로부터 자금을 모으도록 했던 것을 '투자자'로부터로 변경하여 특정인으로부터 자금을 모아 운영하는 사모 방식의 투자신탁도 허용하고 있다.

2) 개정된 증권투자신탁업법에 따르면 투자신탁이 보유하고 있는 주식에 대한 중립적 투표제도를 폐지하여 기관투자자로서 투자신탁의 역할을 강화했다.

형 (open-end)과 폐쇄형 (closed-end) 등으로 구분된다. 먼저 회사형과 계약형은 법률적인 분류인데 회사형 투자신탁은 회사법에 의거하여 증권투자신탁을 영업 목적으로 조직된 주식회사 형태의 투자회사로 신탁기금 자체가 회사가 된다. 투자자는 회사형 투자신탁의 주식을 매매하여 이익을 추구한다. 한편 계약형은 일종의 계약인 신탁계약에 따라 조직, 운영되는 투자신탁이다. 계약형은 위탁회사, 수탁회사, 수익자 등 3 당사자로 구성된다.[3] 즉, 당사자들간의 계약 자체가 투자신탁인 것이다.

둘째, 투자신탁은 운용면에서 단위형 (고정형)과 관리형으로 구분된다. 단위형은 한번 선택한 증권을 종류와 수량에 관계없이 계약기간 중에는 위탁자가 자유롭게 매매할 수 없는 것이다. 여기에는 미국의 단위형 투자신탁 (Unit Investment Trust)이 해당된다. 한편 관리형은 준수해야 할 몇 가지 사항을 제외하고는 위탁자의 자유로운 운용이 보장된다. 우리나라의 투자신탁과 미국의 뮤추얼펀드 등 대부분의 투자신탁이 이 범주에 포함된다.

셋째, 환매의 가능 여부에 따라 개방형과 폐쇄형으로 구분된다. 개방형은 수익증권의 환매를 수익증권의 발행회사인 위탁회사에게 청구할 수 있는 것이며, 폐쇄형은 미리 정한 요건 이외에는 환매 청구를 할 수 없다. 이런 이유로 폐쇄형은 증권거래소 등에 상장되어 거래되는 경우가 대부분이다. 이외에도 운용대상 증권에 따라 공사채형 (MMF형 포함)과 주식형으로 구분하기도 한다. 또한 투자대상의 수익 및 위험도에 따라 성장형, 안정형, 절충형으로도 구분한다.

---

3) 여기서 위탁회사라 함은 투자신탁의 위탁자가 됨을 업으로 하는 자를 의미하고, 수탁회사는 신탁업법에 의한 신탁회사 또는 신탁업을 겸영하는 금융기관으로서 투자신탁의 수탁자가 됨을 업으로 하는 자를 말한다. 그리고 수익자는 위탁회사가 발행한 수익증권을 보유하고 있는 자를 말한다. 다만 기명식 수익증권의 경우에는 수익자로 기명되어 있는 자를 말한다.

마지막으로 주요국의 투자신탁제도의 특징을 간략하게 소개하고자 한다.[4] 첫째, 투자신탁의 형태에 따라 미국은 1940년대 이전에는 계약형·폐쇄형이 발달하였다. 그러나 1940년에 투자회사법 (Investment Company Act of 1940)이 도입된 이후 회사형·개방형인 뮤추얼펀드가 발달되어 현재의 미국 투자신탁 산업의 대부분을 차지하고 있다. 일본은 회사형 투자신탁은 허용되지 않고 계약형 투자신탁만이 도입되어 있다.[5] 이에 비해 영국은 회사형·폐쇄형인 Investment Trust와 계약형·개방형인 Unit Trust가 있다.[6][7] 최근 규모면에서 Unit Trust의 신장세가 두드러져 Investment Trust를 능가하고 있다. 둘째, 계약 형태를 보면 미국과 영국의 투자신탁은 모집식이 대부분인 반면 일본의 경우는 매출식이 주류를 이루고 있다. 모집식은 그때그때 모집된 자금으로 펀드를 구성해 가는 것이고, 매출식은 투자신탁이 펀드 설립시 전체 펀드를 구성한 다음 투자자에게 매출하는 방식을 말한다. 셋째, 금융제도상 미국과 일본은 분업주의를 영국은 겸업주의를 선택하고 있으나 점차 겸업주의 추세가 확산되고 있다. 한편 우리나라 투자신탁제도는 계약형 투자신탁으로 개방형과 관리형이 주류를 이루고 있다.[8]

---

4) 미국의 투자신탁제도는 제Ⅱ장에서, 미국 이외의 주요국 투자신탁제도는 제Ⅲ장에서 구체적으로 다루고자 한다.

5) 일본의 경우 1998년 법률 개정으로 1998년 12월 회사형 투자신탁이 도입될 예정이다.

6) 영국의 경우에는 펀드의 특징을 우리나라의 투자신탁과 구별하기 위하여 펀드의 형태에 대한 번역 또는 한글 표기를 지양하고 영문 이름 그대로를 사용하였다.

7) 1997년부터 회사형·개방형인 Open-Ended Investment Company (OEIC)가 판매되기 시작하였다. OEIC는 미국의 뮤추얼펀드에 해당한다고 볼 수 있다.

8) 우리나라 투자신탁제도에 대해서는 제Ⅳ장에서 상세히 기술한다.

2. 연구의 목적 및 범위

최근 정부에서는 회사형 투자신탁제도의 도입 계획을 발표하였으며, 회사형 투자신탁 도입의 근거인 '증권투자회사법'을 제정하였다. 미국의 뮤추얼펀드로 유명한 회사형 투자신탁제도는 기존의 투자신탁과는 그 성격이나 특성이 다른 것으로 투자신탁 산업에 새로운 바람을 일으킬 것으로 생각된다. 또한 회사형 투자신탁의 도입은 국제정합성에 부합되는 바람직한 투자수단이 될 것이며 외국인 투자 유치에 도움이 될 것으로 기대된다. 그러나 아무리 좋은 제도가 도입되었다 할지라도 제도 시행과정이나 사후감독이 올바르게 실시되지 않는다면 도입의 효과가 반감되거나 역기능이 발생할 수도 있다. 따라서 향후 투자신탁 산업의 성장과 선진화를 위해서는 감독당국의 개혁적 의지가 요구된다고 할 수 있다. 현재 우리나라 투자신탁 산업이 부실화된 것도 제도의 미비에만 기인하지는 않는다고 본다. 관리·감독상의 문제점이 더 큰 부실화의 요인이라고 볼 수 있다.

본 연구에서는 먼저 세계 주요국의 대표적인 투자신탁제도와 현황 그리고 최근 동향을 분석한다. 또한 우리나라 투자신탁제도와 현재 투자신탁 산업이 처해 있는 상황과 문제점 등도 파악하고자 한다. 이를 통해 투자신탁 산업과 투자신탁제도에 대한 문제점과 개선 방안을 찾아보고자 하는 것이 본 연구의 목적이다. 나아가서 우리보다 회사형 투자신탁을 먼저 도입한 국가의 사례를 통하여 우리나라에 처음 소개되는 회사형 투자신탁에 대한 올바른 이해와 성공적 정착 및 발전을 위한 방안들을 제안하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅰ장에 이어 제Ⅱ장에서는 미국의 대표적 회사형 투자신탁인 뮤추얼펀드 제도에 대한 내용을 비교적 상

세히 살펴보고자 한다. 이는 우리나라에 새롭게 소개되는 회사형 투자신탁의 성공적인 정착 및 발전에 많은 시사점을 전해 줄 것으로 생각된다. 제Ⅲ장에서는 미국을 제외한 주요국의 투자신탁제도를 소개하는데 주로 영국과 일본의 투자신탁제도를 중심으로 언급하고자 한다. 그리고 동남아 국가의 투자신탁제도와 유럽 몇 나라의 투자신탁제도도 요약한다. 제Ⅳ장에서는 우리나라 투자신탁제도를 다룬다. 여기서는 먼저 기존의 계약형 투자신탁제도를 소개한 뒤 새로 도입된 회사형 투자신탁제도를 기술한다. 제Ⅴ장에서는 우리나라 투자신탁 산업의 현황과 재무분석을 다룬다. 또한 기존 투자신탁회사의 부실 원인을 살펴봄으로써 우리나라 투자신탁 산업의 경영에 대한 지침을 얻고자 한다. 마지막으로 제Ⅵ장에서는 투자신탁제도의 문제점과 개선방안을 살펴보고자 한다.

Ⅱ. 미국의 뮤추얼펀드

1. 도입 배경 및 특징
2. 투자회사의 형태
3. 뮤추얼펀드의 현황
4. 구조
5. 규제
6. 펀드의 비용 체계
7. 순자산가치의 결정과 Forword Pricing
8. 공시제도
9. 과세
10. 뮤추얼펀드와 연금
11. 뮤추얼펀드의 정보 사냥

Ⅱ. 미국의 뮤추얼펀드

1. 도입 배경 및 특징

제 1차 세계대전 이후 미국 국민들의 소득이 증대됨에 따라 투자신탁은 증권투자에 대한 전문적인 투자 대행기관으로서 정착하게 되었다. 이후 미국의 투자신탁은 성장과 시련을 거듭하면서 오늘에 이르고 있다. 미국 투자신탁의 성장 과정을 간략히 살펴보면 다음과 같다.

도입기인 1920년대에는 영국의 Investment Trust Company를 모방한 폐쇄형 투자신탁이 큰 성공을 거두었다. 그리고 현재 미국 투자신탁 산업의 대부분을 차지하는 뮤추얼펀드도 이 때 생성되었다. 1929년 대공황 이후 증권시장의 붕괴로 레버리지 효과를 추구하는 폐쇄형 투자신탁이 큰 타격을 입게됨에 따라 제도적인 변화를 모색하였다. 이때 등장한 단위형 투자신탁이 인기를 모으기도 했으나, 곧 투자자에게 유동성을 부여하는 개방형 투자신탁인 뮤추얼펀드가 미국의 주요 투자신탁업으로 등장하게 되었다. 그러던 중 1940년에 투자회사법 (Investment Company Act of 1940)과 투자자문법 (Investment Advisers Act of 1940) 등이 제정되어 투자신탁의 제도적 정비가 이루어졌다. 이와 같은 관련 법령의 정비는 건전한 투자신탁의 성장 및 발전의 토대를 제공하였다. 이후 미국의 투자신탁업은 뮤추얼펀드를 중심으로 순조로운 성장을 거듭하였다. 1970년대와 1980년대를 거치면서 주식시장의 활황과 Money Market Fund (이하 MMF) 등 다양한 신상품의 등장으로 미국의 투자신탁업계는 괄목할 만한 성장을 이루었다.

미국의 투자신탁은 형식적으로 모두 회사형을 취하고 있지만 실질적으로는 계약형 투자신탁과 회사형 투자신탁이 모두 존재한다. 1940년 투자회사법 Section 4에 따르면 미국의 투자신탁은 Face-Amount Certificate Company, Unit Investment Trust, Management Company 등으로 구분된다.[9] 단위형 투자신탁의 경우 투자회사로 분류되어 있으나, 주주총회와 이사회 등을 가지고 있지 않고, 신탁계약에 의해 설립되므로 계약형 투자신탁이라고 할 수 있다. 관리형은 다시 개방형(open-end type)과 폐쇄형 (closed-end type)으로 분류된다. 개방형 투자신탁인 뮤추얼펀드는 미국 투자신탁의 대부분을 차지하고 있다. 따라서 미국의 투자신탁은 뮤추얼펀드라고 해도 과언이 아니다.

9) Face-Amount Certificate Company는 액면증서회사, Unit Investment Trust는 단위형 투자신탁, Management Company는 관리형 투자회사라고 번역할 수도 있다. 여기서는 미국 제도를 원래 용어 그대로 이해하고자 원어로 기술하였다. 그러나 뒤에서는 원래 용어와 번역 용어를 혼용하여 사용할 것이다.

2. 투자회사의 형태

1940년 투자회사법에 의한 투자회사의 형태는 앞에서도 언급하였듯이 Face-Amount Certificate Company, Unit Investment Trust (이하 UIT), Management Company로 나눌 수 있다.

가. Face-Amount Certificate Company (액면증서회사)

Face-Amount Certificate는 투자자로부터 불입금을 납입 받아 액면증서 (face-amount certificate)를 발행하는 형태를 취한다. 이 불입금을 유가증권 등에 투자하여 만기일에 액면 금액을 분할 또는 일시에 지급한다. 액면 금액은 발행 당시에 정해진 수익률에 의해 계산된 금액으로 원금과 수익이 포함된 금액을 의미한다. 그러나 이러한 형태의 투자회사는 수익률과 환금성 측면에서 문제점이 인식되어 이제는 거의 존재하지 않는다.

나. Unit Investment Trust (단위형 투자신탁)

UIT는 뮤추얼펀드에 비해서 상대적으로 고정된 주식·채권 등의 포트폴리오로 운용되는 등록된 투자회사 (registered investment company: 이하 RIC)다.[10] 'Units'를 소유한 투자자 (unitholders)는 원

10) 여기서는 RIC가 등록된 투자회사의 개념이지만 과세와 관련되어서는 규

금과 이자 또는 배당을 수취하게 된다. 1940년 투자회사법에 의하여 회사로 분류되어 있지만 주주총회·이사회 등의 조직을 갖고 있지 않고 계약에 의해 설립되므로 우리나라의 계약형과 형태가 유사하다고 하겠다. UIT는 계약 기간이 존재하고, 만기가 도래하면 UIT는 해지되고 투자자에게 수익이 지급된다. 많은 UIT들이 20년 내지 30년 정도의 장기 계약 기간을 가지고 있다.

운용에 있어서 UIT에 의해 보유되는 유가증권들은 투자설명서에 기술되어 있다. 포트폴리오가 고정되어 있다는 의미는 제한된 경우를 제외하고는 UIT의 유가증권들이 매도되거나 새로운 유가증권이 매입될 수 없음을 말한다.[11] UIT를 소유한 투자자는 정기적인 (월별, 분기별, 6개월별, 연별) 배당과 장기 자본소득도 받을 수 있다.

Investment Company Institute에 의하면 1996년 말 현재 약 12,386개의 UIT가 존재하며, 이들은 정부채·지방정부채·회사채·국내외 주식·저당채권·외국채권 등에 다양하게 투자하고 있다. UIT의 종류는 투자목적에 따라 다음과 같은 7개의 종류로 분류할 수 있다: ① corporate bond UITs, ② equity UITs, ③ international bond UITs, ④ mortgage-backed securities UITs, ⑤ national municipal bond UITs, ⑥ state municipal bond UITs, ⑦ US government securities UITs. 이중에서 391개가 주식형 (equity)이고, 591개가 과세 채권형 (taxable debt)이며, 나머지 11,404개는 비과세 채권형 (tax-exempt debt)으로 추정되었다. 자산 규모에 있어서는 주식형이 $264억, 과세 채권형이 $85억, 비과세 채권형이 $431억으로 추정되었다.

UIT의 매입은 발행시장보다는 유통시장에서 주로 이루어진다. 만약

제되는 투자회사 (regulated investment company)로 쓰이고 있다.

11) 여기서 제한된 경우란 유가증권 발행자의 신용에 문제가 발생한 경우 등을 의미한다.

유통시장이 존재하지 않는다 하여도 UIT는 순자산가치에 의해 환매되는 것이 법으로 보장되어 있다. 과세 및 규제는 뮤추얼펀드와 같은 체계로 이루어진다.

다. Management Company (관리형 투자회사)

관리형 투자회사는 크게 환매가 가능한 개방형 (open-end) 투자회사와 폐쇄형 (closed-end) 투자회사로 나뉘어진다. 넓은 의미에서는 두 개 모두 뮤추얼펀드로 불리기도 하지만 일반적으로 뮤추얼펀드라 하면 개방형 투자회사를 일컫는다.[12]

1) 폐쇄형 투자회사

폐쇄형 투자회사는 거래소 또는 장외시장에서 거래되는 회사 형태의 펀드를 지칭한다. 따라서, 거래되는 다른 유가증권과 마찬가지로 수요와 공급에 의해서 가격이 결정된다. 물론 폐쇄형 투자회사도 순자산가치를 가지지만, 이 가치가 거래되는 가격과 틀릴 수도 있다는 것이다. 일반적으로 폐쇄형 투자회사는 순자산가치보다 할인되어 거래되는데 이를 'closed-end fund puzzle'이라고 한다. 여러 연구들에 의하면

12) 대학 교재 등에서는 개방형과 폐쇄형을 모두 뮤추얼펀드라고 부르지만 실무에서는 개방형 투자회사만을 뮤추얼펀드라고 칭한다. 여기서는 실무적 관습에 따라 개방형 투자회사를 뮤추얼펀드라고 하자. 그리고 여기서의 Management Company는 <그림 Ⅱ-2>에서의 Management company인 발기인과는 다른 투자회사법상의 투자회사 종류를 의미한다.

평균적으로 약 5% 정도 할인되어 거래되는데, 이의 원인은 환매의 제한성에 기인하는 것으로 보인다.

환매가 자유롭지 못하기 때문에 폐쇄형 투자회사의 투자는 유동성이 크게 강조될 필요가 없다. 즉, 개발도상국가의 유가증권에도 투자할 수 있고, 분산하여 투자되지 않을 수도 있다. Lipper Analytical Services에 의해 조사된 폐쇄형 투자회사의 개수와 규모 동향이 <표 Ⅱ-1>에 제시되어 있다.

<표 Ⅱ-1> 폐쇄형 투자회사의 규모

(단위: $10억, 개)

연도 / 종류	1991	1992	1993	1994	1995	1996
세계 채권펀드	3.0 (8)[a]	3.5 (13)	7.9 (22)	6.6 (27)	7.5 (27)	9.0 (27)
세계 주식펀드	7.9 (56)	9.2 (65)	17.6 (74)	21.7 (93)	22.3 (94)	27.2 (93)
미국 채권펀드	49.3 (177)	63.5 (249)	79.4 (329)	71.5 (339)	85.3 (342)	88.6 (343)
미국 주식펀드	9.6 (28)	10.7 (30)	12.0 (34)	11.8 (39)	14.8 (40)	16.1 (40)
합계	69.8 (269)	86.9 (357)	116.9 (459)	111.6 (498)	129.9 (503)	140.9 (503)

a. 괄호 안은 폐쇄형 투자회사의 개수
자료: Lipper Analytical Services, Inc.

폐쇄형 투자회사는 상장 또는 장외시장에서 거래되기 때문에 Wall Street Journal 월요일판에서 주별 정보를 얻을 수 있다. 여기에는 순자산가치, 시장가격, 할인 또는 프리미엄 등이 표시되어 있다. 어떤 신

문에는 지난 52주간의 고가와 저가, 배당 지급액, 전날의 고가, 저가, 종가 등이 기재된다.

2) 개방형 투자회사: 뮤추얼펀드

개방형 투자회사는 뮤추얼펀드라고 불리는 회사형 투자신탁이다. 초창기 뮤추얼펀드는 분산투자로 위험을 최소화하는 안정적인 운영으로 널리 보급되었다. 그러나 투자자들의 욕구가 다양해짐에 따라 전문화되고 매우 다양한 상품들이 제공되고 있다. 즉, 보수적인 포트폴리오를 구성하는 펀드에서부터 매우 공격적인 포트폴리오를 구성하는 펀드, 그리고 국내뿐만 아니라 국제 포트폴리오를 구성하는 펀드 등을 제공하고 있다.

뮤추얼펀드는 투자대상이 무엇인지에 따라 주식형 (types of equity mutual funds), 채권 및 소득형 (types of bond and income mutual funds), MMF (money market fund)로 나눌 수 있다.[13] 주식형은 주식에 중점 투자하는 펀드다.[14] 그 중에도 안정적 수익을 추구하기 위하여 우량기업 주식에 투자하는 펀드도 있고, 위험은 있지만 고수익이 가능한 성장 관련 주식에 투자하는 펀드도 있다. 채권 및 소득형은 채권에 집중 투자하거나 또는 채권과 주식에 균형적으로 투자하는 펀드로

13) 미국의 경우 주식형의 경우 주식과 현금자산만으로 운용되며 채권에는 투자하지 않는다. 채권과 주식에 모두 투자하는 펀드는 채권 및 소득형으로 분류된다.

14) 우리나라의 주식형은 주식과 채권에 동시에 투자되며 시장 상황에 따라 편입 비율을 바꾸기 때문에 미국 뮤추얼펀드 개념에서의 주식형과는 다르고, 오히려 여기서 분류한 채권 및 소득형 펀드의 한 형태라고 할 수 있다.

만기가 없고, 투자금액도 다양해서 편리하다. 비과세 채권에 특화하여 투자하는 펀드도 있다.

MMF는 안정적이고 유동성을 선호하는 투자자들에게 적합한 상품으로 은행의 CD보다 높은 수익과 조기 해약에 따른 위약금에 대한 부담도 없다는 특징이 있어 은행을 이탈하는 자금들에게는 매우 매력적이다. 투자대상으로는 재무성증권, CD, CP 등 안정적인 유가증권에 투자하고 있고, 기간은 보통 1주일이거나 90일 정도의 기간으로 짧게 운용하고 있으며 즉시 현금화가 가능한 상품들에 투자하고 있다. MMF 계정의 경우에는 개인수표의 발행이 가능하다는 장점도 지니고 있다. 고금리 시기에는 고수익과 유동성을 함께 얻을 수 있기 때문에 1973년에 도입된 후 폭발적인 성장을 거듭하여 1997년 말에는 뮤츄얼펀드 전체 자산의 24%인 1조 589억달러에 이르렀다.

<표 Ⅱ-2>~<표 Ⅱ-4>는 주식형, 채권 및 소득형 뮤추얼펀드와 MMF의 투자 목적별 종류와 성질을 보여주고 있다. <표 Ⅱ-5>는 투자목적에 따른 주식형, 채권 및 소득형 뮤추얼펀드 판매 실적의 추세를 나타내고 있다.

<표 Ⅱ-2> 주식형 뮤추얼펀드의 종류

상품의 종류	특 징
Aggressive Growth	자본소득 극대화를 추구하며 경상이익은 중요하지 않음. 신설 기업, 어려움을 겪는 기업, 일시적 비관심 기업 등과 같이 투자 주류에서 벗어난 기업에 투자. 평균적 위험보다 높은 위험 수준을 요구하는 투자기법 사용
Growth	자본소득 극대화를 추구하며 배당수익은 중요하지 않음. 이미 잘 정립된 기업의 보통주에 투자
Growth and Income	장기적 자본소득과 경상이익 추구. 주식의 가격이 상승하여 왔거나 확실한 배당 지급의 기록이 있는 기업의 보통주에 투자
Precious Metals / Gold	자본소득 추구. 주로 금과 귀금속과 관련된 주식에 투자
International	투자가치 증가 추구. 미국 이외에 위치한 기업의 주식에 투자
Global Equity	투자가치 증가 추구. 미국을 포함한 전 세계의 주식에 투자
Income-Equity	주로 배당 지급의 기록이 좋은 기업의 주식에 투자하여 높은 수준의 소득을 추구

자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

<표 II-3> 채권 및 소득형 뮤추얼펀드의 종류

상품의 종류	특 징
Flexible Portfolio	경제적인 변화에 의한 시장의 상황에 따라 주식, 채권, 또는 단기자금 시장 등의 상품에 투자
Balanced	투자자의 원금을 보전하고 경상이익 지불을 투자 목표로 하며, 원금과 소득의 장기적 성장 추구. 채권, 우선주 또는 보통주에 투자
Income-Mixed	높은 수준의 소득 추구. 주로 주식과 채권 등을 포함한 소득 추구 유가증권에 투자
Income-Bond	높은 수준의 경상이익 추구. 회사채나 국채에 투자
U.S. Government Income	경상이익 추구. 장기 재무성증권, 연방정부 보증 저당채권, 기타 정부채 등 정부에서 발행한 다양한 유가증권에 투자
GNMA (Ginnie Mae)	높은 소득 추구. GNMA에 의해 보증된 저당채권에 투자
Global Bond	높은 소득 추구. 이 펀드는 미국을 포함한 전 세계의 채권에 투자
Corporate Bond	높은 소득 추구. 대부분 회사채에 투자하며, 장기 재무성증권과 정부기관 채권에도 투자
High-yield Bond	회사채 펀드보다 고위험·고수익률 추구. 주로 저급 회사채에 투자
National Municipal Bond (Long-term)	연방세가 과세되지 않는 수입 추구. 이 펀드는 학교, 고속도로, 병원, 다리 기타 지방 정부의 사업을 위한 자금을 조달하기 위하여 주정부나 지방 정부에서 발행한 채권에 투자
State Municipal Bond (Long-term)	州稅와 연방세가 면제되는 수입 추구. 이 펀드는 특정의 한 주에서 발행한 채권에 투자

자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

<표 Ⅱ-4> MMF의 종류

상품의 종류	특 징
Taxable Money Market Funds	안정적인 순자산 가치의 증식 추구. 단기자금 시장의 재무성 단기채, 대형 은행의 CD, CP 등 단기·高신용 상품에 투자. 평균 만기는 90일 이내로 제한
Tax-exempt Money Market Funds (National)	위험 최소화와 함께 연방 정부 비과세 소득 추구. 상대적으로 만기가 짧은 지방 정부채에 투자
Tax-exempt Money Market Funds (State)	연방 정부와 거주자 해당 주의 비과세 소득 추구. 특정 주에 의해 발행된 상대적으로 만기가 짧은 지방 정부채에 투자

자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

<표 II-5> 투자 목적에 따른 주식형, 채권 및 소득형 뮤추얼펀드 판매 실적

(단위: $ 백만, %)

연 도 / 종 류	1995년		1996년		1997년	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
Aggressive Growth	61,728.3	12.9	95,308.6	13.9	109,011.7	12.5
Growth	81,963.2	17.2	127,831.8	18.7	163,907.7	18.7
Growth & Income	86,421.8	18.1	130,213.3	19.0	179,453.5	20.5
Precious Metals	1,921.4	0.4	2,389.6	0.5	2,352.3	0.3
International	39,318.7	8.2	61,869.4	9.0	86,648.5	9.9
Global Equity	16,603.3	3.5	2,8812.1	4.2	37,175.2	4.3
Income-Equity	18,767.2	3.9	24,028.9	3.5	30,577.9	3.5
Flexible-Portfolio	9,512.7	2.0	12,101.2	1.8	14,594.2	1.7
Balanced	16,678.8	3.5	23,513.8	3.4	29,820.2	3.4
Income-Mixed	23,185.9	4.9	25,818.9	3.8	25,285.2	2.9
Income-Bond	24,440.6	5.1	38,129.5	5.6	55,914.1	6.4
U.S. Government Income	18,848.3	3.9	18,130.6	2.7	19,379.9	2.2
Ginnie Mae	8,075.2	1.7	7,754.8	1.1	9,529.0	1.1
Global Bond	7,487.4	1.6	10,143.7	1.5	12,007.7	1.4
Corporate Bond	7,566.7	1.6	10,373.2	1.5	11,447.4	1.3
High-yield Bond	18,036.1	3.8	26,278.8	3.8	37,677.8	4.3
National Municipal Bond (Long-term)	20,127.4	4.2	22,439.3	3.3	27,187.2	3.1
State Municipal Bond (Long-term)	16,550.8	3.5	18,775.7	2.7	22,293.6	2.5
합 계	477,233.8	100	684,813.2	100	874,263.1	100

자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

3. 뮤추얼펀드의 현황

가. 최근의 동향

SEC에서는 1990년 투자회사법에 대한 전면적인 재검토를 실시하였다. 이에 따라 1992년 5월에 '투자자 보호의 바람직한 자세: 투자회사 규제 반세기'라는 보고서를 발표하였다. 이와 같은 전면적인 검토가 이루어지게 된 배경으로 첫째, 증권화 (securitization) 현상이 진전되어 투자회사법에서 투자자 보호를 규제하는 것이 적절하지 않다는 의견이 제기되었다. 둘째, 미국 투자회사의 규제·관리는 유럽이나 일본과 같은 계약형 투자신탁의 경우와 달리 연 1회 주주총회 개최 등을 요구하는 점에서 많은 비용을 초래하고 있다. 따라서 미국의 투자신탁업계가 다른 나라의 업계에 비해 경쟁 측면에서 불리하다는 여론이 있었다. 셋째, 외국투자신탁의 미국내 판매가 거의 불가능한 상태이므로 이를 개선할 필요가 있다는 주장이 강하게 제기되었다. 넷째, 사모 투자신탁 규제의 개선과 SEC의 예외 적용에 관한 절차의 신속화 등 폭넓은 검토가 있었다. 그 결과 발표된 보고서에서는 비교적 보수적인 결론이 도출되었고, 이는 미국의 투자신탁이 과거 50년간 투자회사법을 토대로 지속적인 발전을 해왔음을 보여준다.

이 보고서의 내용 가운데 본 연구의 주제와 관련된 두 가지 내용을 소개하면 다음과 같다. 첫째, 계약형 투자신탁의 도입에 소극적인 입장을 밝혔다. 이의 첫 번째 이유로는 이사회가 책임을 지고 있는 미국 특유의 관리 구조가 독특하다는 것이다. 다른 이유로는 주주총회와 이사회가 없는 계약형 투자신탁을 도입하면 누가 투자자에 대한 책임을 질

것인가 하는 문제다. 이 경우 결국 감독 관청의 책임이 되겠지만 그것은 무리가 있다고 지적하고 있다. 둘째, 외국투자신탁의 국내판매에 대해서는 규제 완화를 검토해야 한다는 것이다.

최근 논의가 되고 있는 한 가지 분야는 은행에 의한 투자신탁의 판매 문제다. 미국에서는 Glass-Steagall法에 의하여 은행은 개방형 투자신탁의 스폰서 (주로 투자관리회사임)가 되는 것과 투자신탁 상품의 인수•판매가 금지되었고, 그 이외 형태의 투자신탁과 관련된 업무를 영위하는 것은 허용되어 왔다. 최근에 은행이 지점에서 투자신탁을 판매하는 경우가 늘어나기 시작하였다. 1993년 SEC 조사에 따르면 은행의 투자신탁 판매로 인하여 2/3 정도의 일반투자자는 MMF가 예금보험의 대상이라고 오해하고 있다는 것이다. 이 문제는 일시적으로 광범위한 논의를 불러 일으켜서 입법 제안이 되고 또 금융기관의 감독당국은 여로모로 대응책을 강구하였다. 그 결과 1994년 2월 연방감독당국은 금융기관에 의해 판매되는 투신상품이 예금과는 상이하므로 예금보험이 적용되지 아니하고, 또한 투자 위험을 수반한다는 취지를 고객에 대해 구두 및 문서로 설명할 것을 금융기관에 요구하는 통일 지침을 제정하였다.

여러 가지 변화 가운데 일부를 소개하면 다음과 같다. 첫째, 1993년 7월 1일부터 개방형 투자신탁의 운용계획서 및 연차보고서에 의한 공시가 강화되었다. 구체적으로 과거의 운용성과 (performance)에 영향을 끼친다고 생각되는 요인 등을 설명하고 운용성과를 벤치마크가 되는 지표와 비교해서 표로 나타내 보여야 한다. 또 펀드매니저의 이름을 공시하고 대표이사가 과거의 성과에 대해서 간략하고 알기 쉽게 기술하도록 의무화하였다. 둘째, 투자조합 (limited partnership) 형태의 펀드에 대해서 투자조합 참여자 (limited partner)를 관계자로 보지 않는 등 펀드 설립을 쉽게 하는 취지의 규정이 제정되었다. (SEC 규정 2a19-2, 2a3-1) 셋째, 관계자간의 거래나 펀드의 순자산가치 계산 등에 대해 매

년 요구되었던 이사회에 의한 심사를 필요할 때 실시하도록 규제가 완화되었다.

뮤추얼펀드 이용자의 입장에서 가장 큰 최근의 움직임은 연금의 뮤추얼펀드 참가라고 할 수 있다. 개인연금 (individual retirement account: 이하 IRA)과 기업연금 (corporate pension)으로 대별되는 미국의 사적연금 (private pension)들의 대표적 투자 수단으로 뮤추얼펀드가 자리잡았다는 것은 매우 주목할 만한 일이다. 공적연금인 노령·유족·장애보험 (social security의 영역)의 문제점을 인식하기 시작한 미국인의 사적연금 적립 증가는 뮤추얼펀드 성장의 또 다른 일면이라고 볼 수 있다. 이에 대한 구체적 언급은 뒤에 다시 계속하기로 하자.

나. 시장 규모

뮤추얼펀드의 규모는 점진적인 성장을 해왔으며, 90년대에 들어서는 비약적으로 증가하였다. 1990년에 처음으로 1조달러를 넘어섰고, 그 후 비약적인 성장을 거듭하여 1997년 말에는 4조 4,897억달러에 이르렀다. <표 Ⅱ-6>에 의하면 자금 유입의 형태에 있어서도 약간의 특징이 보인다. 바로 90년대 이후 주식형 펀드에의 유입액 급증이 그것이다. 1993년 이후 주식형 유입액은 전체 펀드 유입액의 50%를 능가하면서 비약적 발전을 보이고 있다. 이는 90년대의 미국 주식시장 활황에 기인하는 것으로 추론된다. 이러한 주식형의 성장이 언제까지 지속될 지는 예측하기 어려우나 최근의 미국 주식시장 움직임으로부터 볼 때 지속적인 성장을 예측하기는 어려워 보인다.

<표 II-6> 뮤추얼펀드의 자금 유입 및 순자산 규모

(단위: 십억달러)

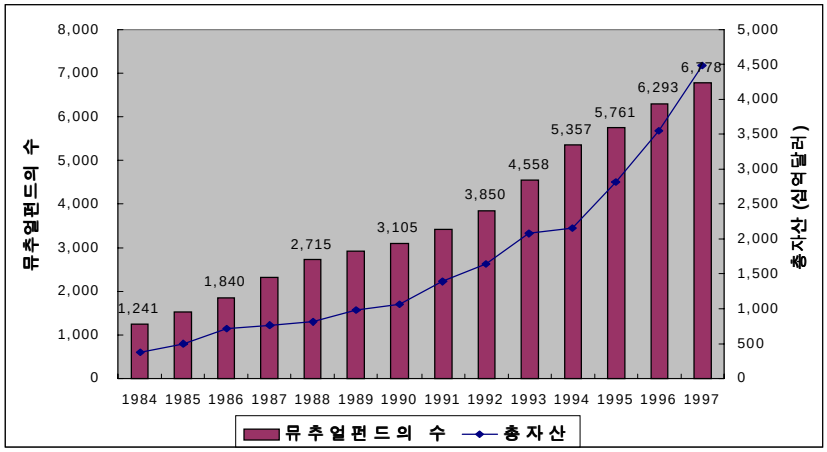
연도	주식형		채권형		MMF		총잔고
	유입액	잔고	유입액	잔고	유입액	잔고	
1984	5.9	83.1	13.3	54.0	35.1	233.6	370.7
1985	8.5	116.9	65.2	134.8	-5.4	243.8	495.5
1986	21.9	161.5	108.6	262.6	33.9	292.2	716.3
1987	19.1	180.7	10.9	273.2	10.2	316.1	770.0
1988	-16.2	194.8	-7.0	277.5	0.1	338.0	810.3
1989	5.8	249.0	3.1	304.8	64.1	428.1	981.9
1990	12.8	245.8	8.5	322.7	23.2	498.4	1,066.9
1991	39.5	411.6	67.2	441.4	5.5	542.4	1,395.4
1992	79.2	522.8	93.7	577.3	-16.3	546.2	1,646.3
1993	129.6	749.0	113.7	761.1	-14.1	565.3	2,075.4
1994	119.3	866.4	-43.4	684.0	8.8	611.0	2,161.4
1995	128.2	1,269.0	-4.8	798.3	89.4	753.0	2,820.3
1996	221.6	1,750.9	12.6	886.5	89.4	901.8	3,539.2
1997	231.1	2,399.3	44.5	1,031.5	102.0	1,058.9	4,489.7

자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

<그림 II-1>은 뮤추얼펀드 총자산 규모와 함께 펀드 수 증가를 동시에 보여주고 있다. 펀드의 숫자도 1995년부터 급속히 증가하고 있는데, 이러한 총자산 규모 및 펀드 수 증가에는 크게 2가지 원인이 있었다. 첫째는 앞서 설명하였듯이 주식시장의 꾸준한 성장이 그 요인이다. 장기적 성과에 있어서 주식이 앞선다는 생각이 주식형을 중심으로 한 뮤추얼펀드의 성장을 이끌어왔다. 두 번째 이유는 기업연금 (주로 401(k) plan)과 개인연금 (individual retirement account)의 성장에 있다. 뮤추얼펀드는 이러한 연금의 투자 대상으로 가장 적절한 성격을 가지고 있다. 즉, 장기적 성과의 우수성, 펀드간 이체의 자유로움 등이 연

금 투자를 유도하기에 충분하였다. 결국 1997년 12월 말 현재 펀드 수는 6,778개까지 늘어났고, 펀드의 총자산은 약 4조 4,490억달러로 성장하였다.

<그림 Ⅱ-1> 미국의 뮤추얼펀드 수와 총자산의 추이



자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

4. 구조

뮤추얼펀드는 투자회사법에 의해 분산 투자하는 개방형·관리형 투자회사로 미국 투자신탁의 주류를 형성하고 있다. 여기서는 뮤추얼펀드의 구조를 조직, 운용, 판매로 구분하여 각각에 대하여 살펴보고자 한다.

가. 조직

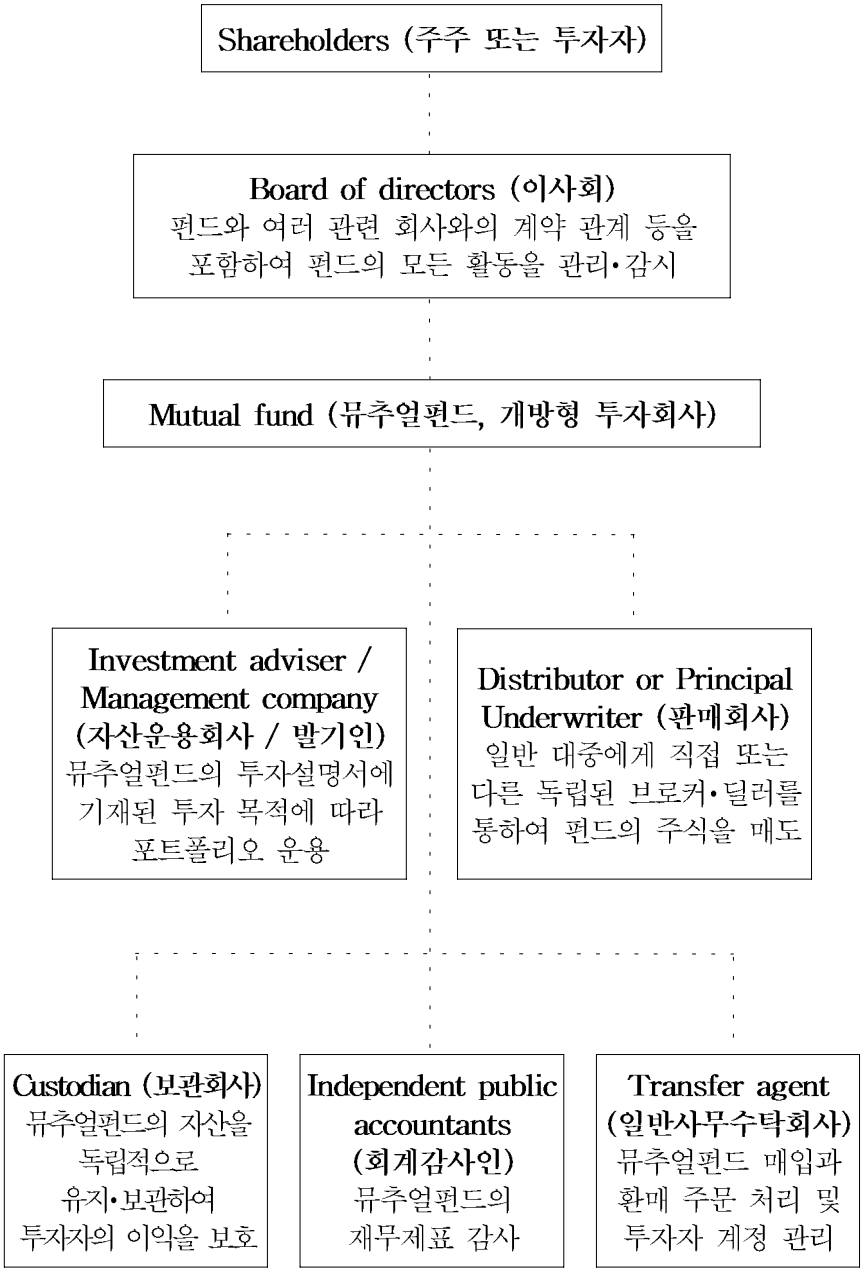
<그림 Ⅱ-2>는 뮤추얼펀드의 가장 일반적인 조직구조를 보여주고 있다. 주요 구성은 명목회사 (paper company)인 뮤추얼펀드 주위로 관리회사 (management company), 자산운용회사 (investment adviser), 보관회사 (custodian), 일반사무수탁회사 (transfer agent), 판매회사 또는 원인수회사 (distributor or principal underwriter) 등이 있다. 뮤추얼펀드는 명목상의 회사로 실체는 존재하지 않으며 단지 운용의 주체가 된다.

관리회사는 주로 투자회사인 뮤추얼펀드의 설립 발기인이 되며, 자격에는 제한이 없다. 발기인의 역할은 투자회사의 설립 및 경영전반을 총괄하므로 투자회사의 경영방침과 신용을 결정한다. 일반적으로는 투자은행, 보험회사 또는 그 지주회사 등이 관리회사를 설립하고 이 관리회사가 뮤추얼펀드를 설립하는 경우가 많다.[15] 다른 형태로는 뮤추얼펀드 전문 그룹이 있는데 템플턴 (Templeton) 등이 대표적인 예다. 이들은 지주회사를 중심으로 그 아래에 자산운용회사, 관리회사, 일반사무수탁회사 등을 거느린다.

---

15) 투자은행은 우리나라의 증권회사에 해당한다.

<그림 Ⅱ-2> 뮤추얼펀드의 구조



투자회사 (investment company)는 통상 주식회사의 형태로 제도상의 업무 주체이다. 그러나 실제업무는 관리회사, 자산운용회사, 원인수회사, 보관회사, 일반사무수탁회사 등에서 담당하므로 명목상의 회사다. 투자회사의 기관에는 이사회와 주주총회가 있다. 이사회는 투자회사와 이해 관계가 있는 이사와 이해관계가 없는 독립이사로 구성된다. 독립이사는 해당 펀드와는 아무런 관련이 없는 사람으로 펀드의 감사 기능을 담당한다. 이사회는 투자방침, 투자성과의 평가 및 검토, 업무위탁계약의 갱신 검토 등 주요한 사항을 결정하며, 보통 매 분기마다 개최된다. 주주총회는 연차총회와 특별총회가 있는데, 실제 모든 펀드가 백지 위임장으로 처리하고 있어 주주가 직접 출석하는 경우는 드물다. 임직원은 투자관리회사나 인수기관의 임직원 또는 펀드매니저가 겸하여 복수 펀드의 운영 및 관리를 담당하고 보수는 해당 회사로부터 지불된다. 그러나 독립이사에 대해서는 투자회사가 직접 보수를 지불한다.

관리회사 (management company)는 투자회사와의 투자관리 계약에 의해 펀드자산의 운용 및 투자회사의 관리를 담당한다. 투자관리 계약에는 업무위탁의 범위와 투자관리 수수료 등을 정하고 있다. 그리고 투자관리 계약에 의거 투자회사의 재무 및 업무관리를 행하며, 투자회사 정관에 기재된 투자정책 등을 기준으로 펀드를 운용한다. 인수기관은 펀드 주식의 총 판매 및 환매를 대행하는 기관이다. 투자회사법에 따르면 원인수회사는 크게 두 유형으로 구분하고 있다. 먼저 펀드 주식을 분매하기 위하여 자기계산으로 펀드 주식을 매입하거나 계약에 의해 수시로 매입할 수 있는 권리를 가지고 있는 인수인이 있다.[16] 그리고 펀드의 대리인으로서 딜러, 투자자 등에게 펀드 주식을 판매하거나 판매할 권리를 가지는 인수인이 있다. 한편 인수회사를 두지 않고 투자자에게 직접 펀드를 판매하는 투자회사도 있다. 이 경우에는 판매수수료

16) 여기서 펀드 주식이란 펀드가 발행한 주식을 말한다.

를 부과하지 않는 no-load fund에 한하여 허용되고 있다.

자산운용회사 (investment adviser)는 관리회사에 의해 투자회사와 계약을 체결하여 뮤추얼펀드의 운용을 행한다. 주식이나 채권의 매입 및 매도를 통하여 펀드를 운용하며, 운용에 대한 보상으로 수수료를 수취한다. 자산운용회사의 투자성과는 계약의 유지에 중요한 기준이 된다.

보관회사 (custodian)는 편입 증권의 보관 및 운용지시에 따르는 운용을 행하는 회사로 신탁은행이 이 임무를 수행한다. 보관회사의 업무는 계정별로 자산의 보관·관리, 일별 입출금 잔고의 보고, 증권 및 현금의 수도 등이다.

일반사무수탁회사 (transfer agent)는 뮤추얼펀드의 모든 사무업무를 취급하는 회사로 매우 중요한 역할을 담당한다. 매입 또는 환매 주문에 대하여 계정을 관리하고, 순자산가치의 기준가격 반영 등을 주로 행한다. 예를 들어, 그 날 접수된 매입 주문에 대해서 확인 도장을 날인하고, 주문 이후에 결정된 뮤추얼펀드의 기준가격으로 뮤추얼펀드를 매입하도록 한다. 이러한 과정을 Forward pricing이라고 한다. 환매에 대해서도 같은 과정을 거쳐 환매에 응하도록 계정을 관리한다. 일반사무수탁회사는 크게 내부·외부·혼합형으로 나뉘어진다.[17]

17) 일반사무수탁회사에서 취급하는 계정의 종류는 투자자에 따라 10가지 정도로 나눌 수 있다: ① individual account: 개인 명의로 개설되는 계정으로, 투자자 사망시 계정은 투자자에게 귀속됨, ② tenants by entirety (transfer on death, or TOD): 부부에 의해 개설되는 계정으로 한 쪽 사망시 모두 배우자에게 귀속됨, ③ joint tenants with rights of survivorship (JTWROS): 한 사람 이상에 의해 개설되는 계정으로 TOD와는 다르게 부부에 의해 개설될 필요는 없고, 전체 가족 또는 그룹이 구성할 수 있음. 모든 구성원이 동등한 권리를 가지고 한 사람 사망시 나머지 구성원이 계정을 나눠 가지고, 모든 사람이 사망하면 마지막 생존자에게 계정이 귀속됨, ④ community property: 부부에 의해 개설되어 소유권을 반씩 가지며, 한 쪽 사망시 절반의 소유권은 사망자에게 귀속되고, 나

나. 운용

앞에서도 언급하였듯이 뮤추얼펀드의 운용은 투자회사와 자산운용회사의 계약에 의해 자산운용회사에 위탁된다. 일반적으로 하나의 관리회사가 여러 개의 투자회사를 형성하여 펀드를 운용하고 관리한다.

1940년 투자회사법에 의하면 뮤추얼펀드 운용 대상은 제한이 없이 매우 다양하다. 즉, 기본적으로 유가증권, 실물자산 등 투자 대상이 되

머지 반은 계속 배우자의 소유가 됨, ⑤ tenants in common: 2명 이상의 계정으로 지분이 같을 필요는 없고, 한 명 사망시 그 소유권은 사망자에게 귀속되고, 나머지의 소유권은 계속 유지됨, ⑥ uniform gifts to minor act (UGMA)/uniform transfers to minors act (UTMA) accounts: 이 계정의 재산은 미성년자에게 귀속되어 있지만 성년이 될 때까지 보관자로서의 지정인이 투자 재산을 관리함. 미성년자에게 투자의 비과세 이전도 허용함. 물론, 미성년자도 과세의 의무가 있음. UGMA와 UTMA는 기본적으로 같지만 UGMA는 무형 또는 유형자산의 이전 (transfer)을 허용하고, UTMA는 투자 재산의 이전만을 허용함. ⑦ corporate account: 기업과 같은 조직, 비영리단체, 정부 등이 개설할 수 있는 계정으로 과세 또는 비과세 될 수 있음. 조직에 의해 개설된 계정에 대한 의사결정권은 신탁 책임자에 있음, ⑧ omnibus account: 종종 퇴직자를 위하여 만들어지는 계정. 여러 참가자의 자금을 모아 투자하는 계정으로 그 참가자들이 계정의 주인이 됨. 보통 펀드 일반사무수탁회사의 사업 단위 또는 독립된 조직(third-party administrator or "TPA")이 옴니버스 계정에 부속된 계정들의 업무를 처리함. 이는 각 참가자의 지분과 계정 관리를 의미함, ⑨ street name account: 브로거·딜러에 의해 개설된 계정으로 여러 수익자들의 자금을 모은다는 점에서 옴니버스 계정과 유사함. 그러나, 브로거·딜러 고객의 투자를 위해 만들어진다는 점이 다름. 브로커·딜러는 고객 계정에 관계된 부속 계정을 관리함, ⑩ retirement accounts: 펀드 그룹에 의해 제시될 수 있는 퇴직 제도에 따라 많은 계정 형태들이 있음. IRA와 같은 개인연금계정과 401(k) plan 같은 기업연금 계정이 있음. 옴니버스 계정에서와 같이 각 참가자의 부속 계정 등이 펀드 일반사무수탁회사나 TPA 등에 의하여 관리됨.

는 것은 무엇이든지 투자가 가능하다. 이러한 운용 대상의 다양성은 판매되는 상품의 다양화를 가져와 투자자들은 자신의 필요에 따라 상품을 선택할 수 있다. 운용 대상이 다양한 반면 운용에 대한 제한을 두어 펀드의 안정성을 기하고 있다. 이 제한은 투자자 보호 및 기타 공익 목적을 위한 최소한의 제한으로 크게 법률에 의한 제한과 사업설명서에 의한 제한으로 구분된다.

투자회사법에 따르면 분산 투자되는 뮤추얼펀드는 자산의 75% 이상을 현금 또는 유가증권으로 분산 투자된 회사로 정의하고 있다. 투자회사법에 따른 주요 운용 제한은 총자산의 5%를 초과하는 금액을 동일 발행자의 증권에 투자할 수 없으며, 동일 회사의 의결권 주식을 10% 초과하여 보유할 수 없다는 것이다. 둘째, 뮤추얼펀드는 자산의 10%를 초과하여 유동성이 없는 증권에 투자할 수 없다. 셋째, 총자산의 25% 이상을 그 회사가 지배하고 있는 동종 또는 유사 업무를 영위하고 있는 회사의 증권에 투자할 수 없다. 넷째, 뮤추얼펀드는 자산의 25%까지 증권 이외의 자산에 투자할 수 있다. 따라서 25% 이내에서 사업설명서에 명시만 되어 있으면 부동산, 귀금속, 선물•옵션 등에도 투자가 가능하다. 각 펀드는 사업설명서에 투자 목적 및 정책에 관한 사항을 명기하여야 하며 운용도 사업설명서에 부합되게 이루어져야 한다.

뮤추얼펀드의 성장에 중요한 역할을 담당한 Money Market Fund (이하 MMF)는 총자산의 25% 이상을 은행이 발행한 증권에 투자하여야 하고, 은행 이외의 특정 업종에 대한 투자는 25% 이내로 제한하고 있다. MMF가 투자 가능한 증권은 일반적으로 취득일로부터 1년 이내에 만기가 되는 증권으로 한정하고 있다. 이러한 조건의 투자 대상이 되는 유가증권으로는 재무성증권 (treasury bonds, notes, and bills), 정부기관채, CD, RP, CP, BA, 잔존기간 2년 미만인 비전환사채, 기타 현금 등이다. 운용 금지 자산에는 보통주, 우선주, 워런트채, 주채, 지방

채 및 회사채, 부동산 및 관련 증권, 증권의 공매 또는 옵션거래 등이다. 뮤추얼펀드의 자산운용 규모는 1990년 이후 비약적인 성장을 보였다. 1997년 말 현재 보통주, 회사채, 국채, 지방정부채 순으로 보유하고 있으며, 꾸준한 보통주 투자의 증가와 1997년 중 장기 정부채와 지방정부채 비중의 감소로 인한 회사채의 성장이 매우 인상적이다.

<표 II-7> 주식형, 채권 및 소득형 뮤추얼펀드의 운용자산 분포 추이

(단위: $ 십억, %)

연도	총 자산	예금 등	회사채	우선주	보통주	지방 정부채	장기 정부채	기타
1986	424,156	7.3	11.2	1.7	36.2	16.7	26.3	0.6
1987	453,842	8.4	9.2	1.2	38.9	15.1	26.4	0.8
1988	472,297	9.5	11.5	1.2	36.8	18.2	22.0	0.8
1989	553,866	8.1	9.6	0.8	43.6	15.3	21.3	1.3
1990	568,517	8.5	7.8	0.5	38.1	20.9	22.6	1.6
1991	853,057	7.1	10.2	0.8	44.3	17.5	19.1	1.0
1992	1,100,065	6.8	10.5	1.0	43.6	17.4	20.4	0.3
1993	1,510,047	6.6	11.3	1.1	46.1	16.5	18.1	0.3
1994	1,550,490	7.8	10.0	1.1	52.4	13.6	14.4	0.7
1995	2,067,337	6.9	9.3	0.8	58.2	11.9	12.6	0.3
1996	2,637,398	5.3	9.0	0.8	65.2	9.3	10.2	0.2
1997	3,430,795	5.1	8.5	0.9	69.0	7.8	8.4	0.3

자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book』, 1998.

펀드의 운용형태로는 먼저 펀드매니저에게 대부분의 권한을 부여하는 펀드매니저 중심의 운용 형태가 있다. 이는 주식 종류의 선택, 매매 타이밍 등이 각 펀드매니저의 판단에 따라 이루어지기 때문에 의사결정의 신속성과 각 펀드매니저들간의 경쟁 원리 도입이 가능하다. 이러한 유형의 운용은 수익률과 위험이 모두 높기 때문에 이를 조정하기 위하여 투자정책위원회나 투자전략위원회를 두고 있다. 다음으로 투자대상을 자산 종류별, 지역별, 업종별로 구분하여 운영하는 합의제 형태가 있다. 각 자산 담당 최고 책임자들은 자산 배분을 함으로써 포트폴리오를 구성하게 되며, 이 자산배분이 가장 중요한 투자운용 전략이 된다. 마지막으로 자료의 분석·관리 등이 컴퓨터 시스템을 이용하여 결정되는 시스템 운용 형태가 있다. 이는 최고 경영층의 운용 철학을 바탕으로 컴퓨터와 투자이론을 이용한 운용시스템으로 구성되며, 이를 의사결정의 가장 중요한 수단으로 사용한다.

다. 판매와 광고

<그림 Ⅱ-2>에서 보았듯이 뮤추얼펀드의 판매구조는 인수회사 또는 판매회사를 중심으로 이루어지고 있다. 그러나 인수회사를 통하지 않고 투자회사가 직접 판매하는 no-load 방식의 뮤추얼펀드가 있기도 하다. 따라서 뮤추얼펀드의 판매방식은 크게 no-load 방식인 직접판매와 인수회사를 중심으로 하는 간접판매가 있다. 간접판매는 다시 인수회사가 브로커·딜러를 통하여 판매하는 방법과 원인수인이 직접 투자자에게 판매하는 방법으로 구분된다.

no-load 펀드는 판매수수료가 없거나 조기 해지에 따르는 이연판매

수수료 (contingent deferred sales charges: CDSCs)가 없는 펀드를 말한다.[18] 이 경우 SEC 규정 12b-1에 의한 수수료 (ongoing 12b-1 fee)가 있다 할지라도 1년에 0.25%를 초과할 수 없다.[19] 만약 펀드가 12b-1 수수료가 없다면 완전한 no-load 펀드라고 불린다.

뮤추얼펀드의 판매수수료는 직접 판매시에는 부과되지 않으나 간접 판매인 경우 판매시 부과된다.[20] 즉, 판매수수료는 공모가격 또는 순자산가치에 일정 요율을 곱하여 투자자에게 펀드 주식을 매각할 때 부과된다. 이러한 판매수수료는 투자금액에 따라 체감되는 수수료율 체계를 유지하고 있다.

---

18) 조기 해지에 따른 이연판매수수료 (CDSCs)란 back-end loads라고도 하는데 상대적으로 비싼 12b-1 수수료를 수반한다. 이는 투자자가 뮤추얼펀드 매입 이후 첫 몇 년 이내에 환매를 할 경우 부과된다. 예를 들어, 첫해에 환매하는 경우에는 5%의 수수료가 부과되고, 매년 1%씩 감소하여 없어지는 형태를 취하기도 한다.

19) SEC 규정 12b에서는 펀드로부터 광고선전 비용, 브로커의 판매비용, 또는 주주 이외의 자에 대한 자료 제작 및 발송 비용 등을 지급할 수 없었다. 그런데 1980년 SEC는 12b-1을 채택하여 일정 조건하에서는 펀드가 광고선전비 등 마케팅 비용을 부담하는 것이 가능하게 되었다. 여기서 일정 조건이란 다음과 같다: ① 주주총회의 승인을 얻을 것, ② 이사회의 결의에 있어서 독립이사 전원이 찬성한 경우, ③ 당해 판매계획의 실효 기간을 1년으로 하고 그 후에도 계속되는 경우에는 둘째의 절차를 다시할 것, ④ 당해 계획은 이사회 및 비독립이사의 결정으로 언제라도 중지 가능할 것, ⑤ 당해 계획에 의한 판매비용 지출 금액은 새로운 주주총회의 승인과 둘째의 절차를 취하지 않으면 증가시킬 수 없다는 것이다. 일반적으로 12b-1 수수료는 1년에 0.25%~1% 정도인데 판매수수료가 있는 펀드는 적당한 정도의 12b-1 수수료가 부과된다. 12b-1 수수료가 부과되지 않는 펀드는 전체의 약 40%에 이른다.

20) 이를 front-end load라고 하는데 보통 3~6% 정도가 된다. 매입의 규모가 크거나 어떤 수준을 초과한 경우에는 할인이 적용된다. 할인율이 적용되기 위해서는 $50,000 또는 $100,000 정도의 투자가 요구된다. 더 자세한 사항은 수수료 부분을 보시오.

5. 규제

뮤추얼펀드 산업은 규제가 매우 엄격히 이루어지고 있는데, 주로 증권법들을 관장하는 증권거래위원회 (Securities Exchange Commission, 이하 SEC)의 규제를 받는다. 가장 중요한 규제법은 1940년 투자회사법 (the Investment Company Act of 1940)과, 뮤추얼펀드 관련 조직과 운용을 규제하는 3가지의 주요 증권 법들이 있다: 1933년 증권법 (the Securities Act of 1933); 1934년 증권거래법 (the Securities Exchange Act of 1934); 1940년 투자자문법 (the Investment Advisers Act of 1940). 또한 각 뮤추얼펀드는 1986년 내국세법 (the Internal Revenue Code of 1986)의 세밀한 규제의 대상이 되며, 판매가 이루어지는 州의 법들에 의해 보고 의무와 사기금지 등이 강제되고 있다. 한편, 뮤추얼펀드가 은행이나 수탁기관에 의해 판매될 경우에는 그 기관들을 규제하는 법들의 지배를 받아야 한다.

가. 1940년 투자회사법 (the Investment Company Act of 1940)

*1940년 투자회사법*은 SEC에 관계된 법 중에서 가장 복잡하다고 한다. 뮤추얼펀드의 운영은 대부분의 증권 관련법들에 의한 공시 및 사기금지 규정들을 넘어서 실질적으로 광범위한 규제를 받고 있다. 즉, 동법은 뮤추얼펀드 자체뿐만 아니라 자산운용회사, 판매회사 및 임직원의 활동에 대한 규제를 명시하고 있다. 동법에 의한 주요 규제 사항을 열거하면 다음과 같다.

① 분산 투자에 따른 분류

뮤추얼펀드는 관리형 투자회사로 분류되며, 분산형 (diversified)과 비분산형 (non-diversified)으로 나뉘어진다. 앞에서도 언급하였듯이 분산형은 총재산의 75% 이상이 적격한 유가증권 등에 투자되어야 하는 등의 투자 제한이 존재한다. 한편, 과세상의 불이익을 당하지 않기 위해서는 1940년 투자회사법에 의한 분산 투자 요건과는 상관없이 1986년 내국세법에 의한 분산 요건을 충족시켜야만 한다.

② 개방형의 환매

뮤추얼펀드는 개방형 투자회사 (open-end investment company)로 분류된다. 동법은 개방형 투자회사에 대해 언제든지 주주 (투자자)의 요구에 응하여야 하며, 환매 요구 7일 이내에 펀드의 순자산가치에 기초한 가격으로 환매해 줄 것을 의무화하였다. 반면, 폐쇄형 투자회사 (closed-end investment company)는 환매를 할 필요가 없도록 하였다.

③ 운용 제한

동법은 뮤추얼펀드 투자 및 차입에 대해서도 제한적 규제를 가하고 있다. 이는 원칙적으로 뮤추얼펀드의 투자에는 제한이 없지만 동법의 규제에 의해 많은 제약이 주어진다는 것을 의미한다.

④ 중요한 의사결정

뮤추얼펀드의 몇몇 중요한 의사결정에 있어서는 주주 (투자자)의 동의가 반드시 요구되도록 하였다. 예를 들어, 개방형과 폐쇄형간의 변경, 분산형과 비분산형간의 변경, 투자회사의 해지 등은 여기에 속하는 매우 중요한 의사결정이라고 할 수 있다.

⑤ 불공정 거래의 금지

불공정 거래도 동법에 의해 규제된다. 예를 들어, 펀드와 주인수회사·자산운용회사 등 다른 이해 관계자들과의 거래는 금지된다. 이는 이해 관계자들이 불공정한 거래로부터 부당한 이익을 취하지 못하게 하는데 그 목적이 있다. 따라서, 원인수회사·펀드의 이해 관계자·이해 관계자의 관계자들은 고의적으로 펀드와 매매거래를 할 수 없으며, 펀드로부터 자금 또는 재산 등의 차입을 해서는 아니 된다.

⑥ 뮤추얼펀드 재산의 안전성과 순자산가치의 결정

모든 재산의 독립된 보관회사 위탁과 펀드 임직원의 성실성에 의해 펀드 재산의 안전성이 유지되어야 한다. 또한 뮤추얼펀드 순자산가치는 매일 결정되어야 한다.

⑦ MMF에 관한 사항

MMF는 펀드 재산의 만기, 분산 정도, 신용평가 등에 있어서 추가적인 규제가 있다. 이러한 규제는 MMF 순자산가치의 안정성을 보장하기 위하여 존재한다.

⑧ 보고와 감사

동법은 모든 뮤추얼펀드가 보유 유가증권과 펀드 주식에 대한 기록과 장부를 유지하도록 요구한다. SEC에 반년마다 업무보고서를 제출하여야 하고, 주주들에게도 업무보고서를 보내야 한다. 펀드 연차보고서에 나타나는 재무제표는 반드시 독립된 회계감사인에 의해 감사되어야 한다. 추가적으로 독립된 회계감사인은 매년 내부 회계 통제에 관한 보고서를 제출하여야 한다.

나. 1933년 증권법 (the Securities Act of 1933)

*1933년 증권법*은 뮤추얼펀드를 포함하여 모든 유가증권 공모의 등록을 의무화하였다. 등록 서류는 포괄적인 공시문서로서, 준비부터 SEC에 의해 공포될 때까지 몇 개월이 소요된다. 동법에 의해 모든 예비 투자자들은 펀드의 내용을 소개하는 투자설명서 (prospectus)를 받아야 하고, 그들의 요청이 있는 경우 펀드는 더 자세한 서류를 제공하여야 한다.[21] 또한 동법은 뮤추얼펀드가 사용할 수 있는 광고의 형태도 규제한다.

뮤추얼펀드는 계속적으로 신주를 발행하여 판매하는 특수한 업무 성격 때문에 SEC의 특별한 등록 규정을 준수하여야 한다. 즉, 계속적 펀드 주식 판매를 위해 "evergreen" 투자설명서를 유지하고, 숫자에 제한 없이 주식을 등록하는 것이 동법에 의해 허용되었다.[22] 회계연도가 지나면 뮤추얼펀드는 판매 주식수에 기초하여 SEC에 등록세를 지불하여야 한다. 이 때 판매수량에서 환매 수량을 차감하는 것이 허용된다.

다. 1934년 증권거래법 (the Securities Exchange Act of 1934)

*1934년 증권거래법*은 뮤추얼펀드 주식을 판매하는 판매회사를 포함한 브로커·딜러를 규제하는데 그들의 SEC 등록을 요구한다. 브로거·딜러들은 이 산업의 자율규제 체계하에서 거래소 또는 NASD (National Association of Securities Dealers)에 가입하여야 한다.

---

21) 이를 "Statement of Additional Information"이라고 한다.

22) "evergreen" 투자설명서란 정기적으로 수정될 뿐만 아니라 중요한 변화가 있을 때도 수정됨을 의미한다.

동법은 브로커·딜러로 하여금 다음과 같은 사항을 요구하고 있다: ① 재무적 책임 요건의 충족, ② 그들의 재무 상태와 고객 거래를 반영하는 광범위한 장부와 기록의 유지, ③ 적절한 보관 계정으로 고객 유가증권의 격리 보관, ④ SEC와 자율규제기관에 매년 자세한 재무제표 보고. 또한 판매와 조사 담당 직원들은 NASD에서 주관하는 시험에 통과하여 자격을 취득해야 한다. 뮤추얼펀드 원인수자 (principal underwriter)는 Registered Principal 자격을 가져야 한다. 이 자격을 획득하기 위해서 NASD에서 주관하는 특별한 자격시험에 응시하여야 한다. 각각의 주는 브로커·딜러를 위한 자신들만의 자격 기준과 재무적 책임 요건을 가지고 있다.

라. 1940년 투자자문법 (the Investment Advisers Act of 1940)

*1940년 투자자문법*은 은행을 제외한 모든 뮤추얼펀드 자산운용회사의 등록을 요구한다. 동법은 자산운용회사에 대해 일반적인 신탁 의무와 여러 가지 광범위한 사기금지 조항을 부과하고 있다. 또한 자산운용회사가 기록 유지, 보고, 공시 등 다른 요구 조건들을 충족시키도록 하고 있다.

마. 1986년 내국세법 (The Internal Revenue Code of 1986)

*1986년 내국세법*은 뮤추얼펀드 투자자에게 유가증권을 직접 보유하고 있는 투자자와 비교하여 불리하지 않은 과세 혜택을 제공한다. 즉, 뮤추얼펀드는 회사로서 법인세를 부담하는 것이 원칙이지만 다음의 조건을 만족하면 회사 차원에서의 과세는 이루어지지 않는다: ① 규제되

는 투자회사 (regulated investment company)로서 분산 투자와 소득 원천에 관계된 여러 가지 요건을 만족, ② 배당 요건 만족.[23]

바. 주법 (State "Blue Sky" Laws)

뮤추얼펀드 주식의 州政府 등록은 요구되지 않지만, 어떤 州는 뮤추얼펀드가 펀드 주식을 판매하고자 하는 경우 신고의무를 부과하기도 한다. 제출되는 서류는 신고 양식서, SEC에 제출하는 서류의 사본, 서비스 제공 동의서 등이 포함된다. 한편, 뮤추얼펀드는 펀드 주식을 판매하려는 경우 해당 州에 수수료를 지불해야 하며, 그 州의 사기금지 규정을 준수해야 한다. 신고 서류 요건이 충족되면 뮤추얼펀드는 해당 州에서 펀드의 주식을 판매할 수 있다.

대부분의 州들은 해당 주에서 증권을 매매하려는 브로커·딜러에게 등록을 요구하는 증권 관계 법령들을 채택하여 왔다. 뮤추얼펀드의 자산운용회사는 신고를 하여야 하고, 업무 수행을 위하여 해당 州에 수수료를 납부하도록 되어 있다.

---

23) 과세에 대한 자세한 언급은 뒤에 다시 하기로 한다.

6. 펀드의 비용 체계

뮤추얼펀드를 매입하여 보유하는데는 비용이 소요된다. 이러한 소요 비용에는 두 가지 형태가 있다. 하나는 펀드 주식의 매매에 요구되는 거래수수료이고, 나머지는 펀드 운영에 요구되는 운영수수료라고 할 수 있다. 아래의 표는 표준적인 뮤추얼펀드 수수료 체계의 예를 자세히 보여주고 있다.

<표 Ⅱ-8> 뮤추얼펀드 비용 체계의 예

펀드의 비용			
주주의 거래수수료		연별 펀드 운영수수료	
① 판매수수료 (판매가에 비례)	3%	① 관리수수료	0.59%
② 배당 재투자 판매수수료	없음	② 12b-1 수수료	없음
③ 환매에 대한 이연 판매수수료	없음	③ 기타 비용	0.65%
④ 환매수수료 (90일 미만 보유로 인한 단기 매매수수료)	0.75%	펀드 운영 수수료 합계	1.24%
⑤ 교체수수료	없음		
⑥ 연별 계정 유지 수수료	$12.00		

뮤추얼펀드에 요구되는 이러한 비용 또는 수수료는 법에 의해 투자 설명서의 앞부분에 공시하도록 되어 있으며, 수수료 체계가 표 형식으

로 표준화되어 있어 펀드간의 비교에 용이하다. SEC는 최근에 수수료 표를 약간 수정하였는데, 이 수수료 표는 1999년 12월 1일까지 모든 투자설명서에 나타날 것이다.

먼저, 펀드 거래 비용에 해당하는 거래수수료부터 살펴보자.

① 판매수수료 (maximum sales charge imposed on purchase or front-end load): 뮤추얼펀드 매입시에 부과되는 수수료로 연방법에 의해 8.5%를 최대로 한다. 그러나 최고 수수료에는 못 미치는 것이 보통이고, 이러한 판매수수료가 면제된 펀드를 'no-load fund'라고 한다. 브로커를 통하지 않고 판매되는 펀드가 주로 이에 속한다. 요즘은 판매수수료의 크기에 따라 high-load fund, middle-load fund, low-load fund (3% 이내) 등으로 분류하기도 한다. 전통적인 no-load fund는 3% 이내의 판매수수료를 부과하는 low-load fund로 전환되는 경우가 많다.

② 배당 재투자 판매수수료 (sales charge on reinvested distributions): 배당 받은 금액으로 그 펀드에 다시 투자할 경우에 부과되는 수수료를 말한다. 대부분의 펀드는 이 수수료를 부과하지 않고 있다.

③ 환매에 대한 이연판매수수료 (deferred sales load or back-end load or contingent deferred sales charge: CDSC): 우리나라 계약형 투자신탁의 환매수수료에 해당하는 것으로 환매시 지불하여야 한다. 만약 펀드 주식 매입 후 1년 내에 환매한다면 최고 6%까지의 이연판매수수료를 지불할 수 있다. 이 수수료는 시간이 지남에 따라 감소하여 충분한 기간이 경과된 후에 해약하는 경우에는 부과되지 않는다.

④ 환매수수료 (redemption fee): 모든 펀드에 대해 부과되지는 않지만 어떤 펀드에 대해서는 부과되기도 하는데, 우리나라 계약형에서의 환매수수료와는 약간 개념이 다르다. 보통 환매액에 비례하는 금액을 수수료로 하며, 지불된 환매수수료는 펀드로 전입된다. 따라서, 여기서

의 환매수수료는 앞에서의 판매수수료와는 다르다.[24]

⑤ 교체수수료 (exchange fee): 같은 펀드 패밀리 내에서 다른 펀드로 이전을 할 때 부과되는 수수료를 말한다.

⑥ 계정유지수수료 (account maintenance fee): 계정내의 유지 금액이 일정액 이하로 떨어질 때 부과되는 수수료를 말한다.

운영수수료는 거래수수료와는 달리 투자자 계정에 직접 부과되지는 않고 운용수익 배당 전에 펀드 재산에서 차감되는데 크게 3가지로 구별된다.

① 관리수수료 (management fee): 펀드 운용에 대한 수수료로 자산운용회사에 의해 부과된다. 일반적으로 1년에 펀드 재산의 0.5% 내지 1%를 부과한다.

② 12b-1 수수료 (12b-1 fees): 펀드의 판매와 마케팅 등에 소요되는 비용으로 펀드 재산으로부터 차감된다. 이는 SEC 규정 12b-1에 근거한 수수료로 연평균 펀드 순자산가치의 1%를 초과하지 못한다. 펀드의 판매와 마케팅 등에 요구되는 12b-1 수수료는 1년에 평균 순자산가치의 0.75%를 초과할 수 없다. 다만, 서비스 제공과 주주의 계정 관리 등을 위하여 판매 전문가를 고용한 경우에는 1년에 평균 순자산가치의 0.25%까지 수수료를 부과할 수 있다. 따라서 전체 12b-1 수수료는 최대 1%까지 부과될 수 있다. 12b-1 수수료가 0.25%를 넘어서는 경우에는 no-load fund라고 부를 수 없다.

③ 기타 비용 (other expenses): 펀드 서비스에 요구되는 비용으로

---

24) 1997년부터 우리나라에서도 3일 환매 펀드에 대해 환매수수료를 펀드에 전입하는 경우가 있어왔다. 그러나 일반적인 경우는 아니므로 미국의 환매수수료는 우리나라와는 다르다고 보아야 할 것이다.

무료 전화 서비스, 고객 서비스, 전산화된 계정 서비스, 기록 유지관리, 법률적인 비용, 인쇄, 우편 또는 선전비용 등을 포함한다.

뮤추얼펀드는 같은 펀드에 대해서도 수수료 체계를 달리하는 주식을 발행할 수 있다. 예를 들어, 동일한 뮤추얼펀드가 Class A, Class B, Class C와 같은 3종류의 주식을 발행하는 경우도 있다.[25] Class A는 판매시에 판매수수료를 부과하고, Class B는 환매시에 이연판매수수료를 부과하며, Class C는 매년 순자산가치에 따르는 수수료를 부과할 수 있다. 이렇게 펀드 주식 종류에 따라 수수료 체계의 다양성을 제공함으로써 투자자에게 수수료 체계의 선택권을 부여하는 것이다.

25) 여기서는 예로써 3가지 종류의 주식을 발행하는 경우를 들고 있을 뿐이고, 종류의 수는 정하기 나름이다.

7. 순자산가치의 결정과 Forward Pricing

뮤추얼펀드의 순자산가치는 1940년 투자회사법에 의해 매일 계산되도록 하였다. 평가의 방법에는 시장에서 거래되는 유가증권 가격을 이용하는 시장가치 평가법 (market valuation)과 시장에서 가격을 얻을 수 없는 경우 투자회사 이사회의 신의성실의 원칙에 입각한 공정가치 평가법 (fair valuation)이 있다. 그러나 주식을 제외한 많은 유가증권들의 거래가 빈번하게 일어나지 않기 때문에 뮤추얼펀드의 순자산가치 결정에 주요 관심사가 되는 것은 공정가치 평가법이라고 할 수 있다.

뮤추얼펀드 이사회는 법적으로 순자산가치의 결정에 책임을 진다. 그러나 현실적으로 명목상의 회사인 뮤추얼펀드의 이사회 자체가 순자산가치 결정을 위한 업무를 수행할 수는 없으므로 제 3의 평가 전문기관에 의뢰하여 시가평가에 의한 순자산가치 결정을 하고 있다. 이에 관계된 SEC의 견해는 Accounting Series Release 118에 자세히 기술되어 있다.

이렇게 결정된 순자산가치를 총 주식수로 나누어 펀드 주식의 가격을 산출하고, 이를 이용하여 판매와 환매를 하게 된다. 환매시에는 Forward Pricing 방법을 사용하는데 이는 환매 요구 시점 이후에 결정되는 펀드 주가를 사용하여 환매를 행하는 것이다. 따라서, 주주는 환매 시점에 자기가 수취하게될 금액을 알지 못하게 된다.[26] 이러한 모든 계산과 확인은 일반사무수탁회사 (transfer agent)에 의해 이루어진다.

---

26) 우리나라에서는 기준가격이 전일의 종가에 의해서 이미 결정되어 있으므로 수취하게될 금액을 환매 시점에 미리 알게 된다. 이는 Backward Pricing 방법이라고 할 수 있다.

8. 공시제도

투자신탁과 관련된 공시에는 발행공시와 계속공시가 있다. 먼저 발행공시에 해당하는 것은 투자회사 주식의 발행인이 유가증권 등록신고서 (registration statement)를 SEC에 제출하는 것과 SEC 규칙에 따라 등록신고서를 요약한 사업설명서를 투자자에게 송부하는 것이 포함된다.

계속공시 사항으로는 등록신고서상 변경사항을 갱신하기 위해 SEC가 반년 또는 분기마다 요구하는 자료를 제공하여야 한다. 그리고 재무제표를 포함하여 투자회사 주식의 보유자에게 송부되는 정기 및 중간보고서 또는 이와 유사한 통지서의 사본을 SEC에 제출하여야 한다. 그리고 투자자에게는 재무제표, 수지보고서, 잉여금계산서, 투자가치 총액보고서 등을 공시하여야 한다.

9. 과세

미국의 투자신탁은 회사형이 주류를 이루고 있기 때문에 원칙적으로 법인세가 과세될 뿐만 아니라 주주 개인 차원에서 배당•이자 및 자본소득에 대해 과세되는 이중과세 구조를 가지고 있다. 그러나 내국세법의 규제되는 투자회사 (regulated investment company) 요건을 충족시키면 이중과세를 회피할 수 있다.[27]

즉, 규제되는 투자회사의 주주는 증권에 직접 투자하는 투자자와 동일한 입장에서 과세된다. 따라서, 발생한 수익을 모두 뮤추얼펀드 주주에게 배당하면 회사 차원에서의 법인세는 부과되지 않는다. 그러나, 만약 뮤추얼펀드 내에 유보시키는 부분이 있다면 이 부분에 대해서는 통상의 법인세율에 의한 법인세가 부과된다. 이러한 세법은 뮤추얼펀드에서 발생하는 수익을 대부분 배당으로 지급하게 유도하는 효과를 가진다.

규제되는 투자회사의 주주에 대한 과세는 일반적으로 이자소득, 배당소득 및 자본소득이 모두 他소득과 합산되어 종합과세의 형태로 과세된다. 그러나 소득의 종류에 따라 세율이 다르게 적용된다. 소득의

---

27) 내국세법에 의해 규제되는 투자회사의 요건은 다음과 같다:
① 내국법인 또는 내국기업으로 개인 지주회사가 아닐 것,
② 1940년 투자회사법에 의해 SEC에 관리형 투자회사 또는 단위형 투자회사로 등록되어 있을 것,
③ 당해 연도 총소득의 90% 이상이 유가증권으로부터 발생한 배당•이자 등일 것.
④ 보유기간이 3개월 미만인 증권의 매각에서 발생된 소득이 당해 연도 소득의 30% 이하일 것,
⑤ 자본소득을 제외한 당해 연도 순수익의 90% 이상을 분배할 것,
⑥ 당해 연도 각 분기 말 펀드 자금의 50% 이상이 현금, 현금 계정, 정부채, 다른 규제되는 투자회사의 유가증권 등으로 구성될 것.

종류에 관한 정보는 뮤추얼펀드가 1년에 한 번 $10 이상의 과세소득을 가지는 주주에게 보내는 'Form 1099-DIV'에 자세히 기술되어 있다. 여기에 나타나는 내용도 변경되는 경우가 매우 많다.[28]

먼저, 12개월 미만을 보유한 유가증권으로부터 발생되는 단기 자본소득을 포함하여 채권의 이자소득과 주식의 배당소득은 다른 소득과 합산되어 개인의 소득세율에 의해 과세된다.[29][30] 그러나 12개월 이상 보유된 유가증권으로부터 발생되는 장기 자본소득은 과세의 형태를 약간 달리한다.

1997년도의 경우 12개월 이상 18개월 미만 보유된 유가증권의 장기 자본소득은 28%의 자본소득세율에 의해서 과세되었다.[31] 18개월 이상 보유된 유가증권의 경우에는 20%의 자본소득세율에 의해서 과세되어 더욱 유리하였다. Form 1099-DIV의 28% 과세 부분에는 12개월 이상

---

28) 예를 들어, 1997년 현황을 보여주는 1998년 뮤추얼펀드 Fact Book에 나타난 일부 내용이 1998년에 변경되었다. 여기서 소개되는 내용은 미국 뮤추얼펀드 협회인 ICI로부터 최근에 입수된 내용에 근거하여서 뮤추얼펀드 과세 제도를 설명하려고 한다.

29) 현재 미국의 개인소득세율 표는 부부합산 신고를 할 경우 다음과 같다.

과세소득 (단위: 달러)		세율
초과	이하	
	40,100	15%
40,100	96,900	28%
96,900	147,700	31%
147,700	263,750	36%
263,750		39.6%

30) 여기서 보유기간은 뮤추얼펀드가 투자 행위로써 유가증권을 보유한 기간을 의미한다. 이는 투자자인 주주가 뮤추얼펀드 주식을 보유한 기간과는 아무런 관계가 없다.

31) 물론, 개인의 한계세율이 28%에 미달되는 15%인 경우 자본소득은 15%로 과세된다.

18개월 미만 보유된 유가증권으로부터 발생된 자본소득을 보여주었다. 만약 실제로 주주에게 1998년 중에 배당된다 할지라도 1997년 중에 발생한 장기 자본소득에 대하여는 이러한 과세가 적용되었다. 그러나, 1998년에는 과세 체계가 변경되어 28% 장기 자본소득 과세가 폐지되었다. 따라서, 12개월 미만 보유된 유가증권의 장기 자본소득은 일반 소득세율로 과세되고, 12개월 이상 보유된 유가증권의 장기 자본소득은 20%의 자본소득세율로 과세될 것이다.

자본소득은 크게 실현된 자본소득 (realized capital gain)과 미실현 자본소득 (unrealized capital gain)으로 구분될 수 있다. 자본소득 과세에 있어서는 실현된 자본소득에 대해서만 과세가 이루어지고 미실현 자본소득에 대서는 과세가 되지 않는다. 뮤추얼펀드의 주주가 자본소득에 대해서는 과세되는 경우는 2가지로 나누어 볼 수 있다. 첫째는 자본손익이 실현되어서 배당으로 지급되는 경우의 과세이고, 둘째는 주주가 뮤추얼펀드 주식을 매도할 때 실현된 자본손익에 대한 과세다.

예를 들어 어떤 사람이 1998년 12월 1일에 $100에 해당하는 뮤추얼펀드를 매입하였다고 하자. 그 주식의 순자산가치가 $130로 상승하였는데, $30의 소득 중 $10은 배당 및 이자소득이고, $10은 실현된 장기 자본소득이며, $10은 미실현 자본소득이었다. 펀드는 장기 자본소득 $10과 배당 및 이자소득으로 $10을 합한 $20을 뮤추얼펀드의 배당으로 지급하였다. 이 경우 뮤추얼펀드의 순자산가치는 배당을 조정하여 $110으로 조정된다. 이 투자자가 1999년 1월 30일에 뮤추얼펀드를 $110에 매도하였다면, 2개월간 펀드를 보유한 것이고, 과세는 다음과 같이 이루어질 것이다.

수입의 원천	과세
$10의 이자 및 배당소득 배당	개인소득세율에 의한 배당소득 과세
$10의 장기 자본소득 배당	20%의 장기 자본소득 과세
$10의 펀드 매도 수익	개인소득세율에 의한 단기 자본소득 과세

10. 뮤추얼펀드와 연금

연금시장은 1990년대 들어 뮤추얼펀드 성장에 매우 크게 이바지하였다. 3층 사회보장제도 중에서 Social Security의 투자는 특수한 재무성증권에만 투자되므로 관계가 없으나, 개인연금과 기업연금은 뮤추얼펀드와 매우 밀접한 관계가 있다.

먼저, 개인연금계정 (individual retirement account)부터 살펴보자. 1996년 말 현재 뮤추얼펀드에 투자된 개인연금계정의 비중은 전체의 47%에 이르고 있다. 1991년 말에 26%에 불과했던 뮤추얼펀드 투자액의 비중이 47%로 커진 것은 매우 인상적이다. 이는 전체 $1조 3,500억 중 $6,320억에 해당하는 금액으로 개인연금계정에 있어서 뮤추얼펀드의 중요성을 일깨워주고 있다.

개인연금계정과 함께 사적연금의 중추를 이루고 있는 기업연금에 있어서도 뮤추얼펀드의 역할은 두드러졌다. 기업연금의 가장 대표적인 형태라고 할 수 있는 '401(k) plan'의 경우 1990년 말에 $160억으로 전체 401(k) plan 자산의 4%에 불과하였으나 1996년 말에는 전체의 39%인 $3,340억으로 증가하였다. ICI의 추정에 의하면 2001년에는 전체 401(k) plan 자산이 $1조 5,000억이 될 것이고 그 중에서 45%인 $6,750억이 뮤추얼펀드 투자액이 될 것이라고 한다.

급속한 연금자산의 뮤추얼펀드 투자 증가에는 나름대로 이유가 있다고 본다. 첫째, 뮤추얼펀드는 개인연금계정과 401(k) plan이 필요로 하는 다양한 투자수단을 제공했다는 것이다. 즉, 뮤추얼펀드의 다양성은 수많은 사적연금 투자자의 기호에 부합하였기 때문이다. 둘째, 뮤추얼펀드의 경우 기준가격이 매일 공시되고 환매가 자유롭기 때문에 계

정 이전에 따르는 불편이 전혀 없었다. 셋째, 1933년 증권법에 의해 뮤추얼펀드가 제공하는 사업설명서와 연차보고서 등은 투자자에게 투명성이 보장의 수단이 되었다. 넷째, 기술의 발달은 사적연금 시장에서 뮤추얼펀드의 업무 처리를 쉽게 하였다. 다섯째, 뮤추얼펀드는 참여자 중심의 개인계정에 잘 부합하므로 개인연금계정과 401(k) 시장의 규제 요건을 쉽게 만족시켰다.

11. 뮤추얼펀드의 정보 사냥

미국의 뮤추얼펀드 관련 주요 정보를 제공하는 인터넷 사이트로는 우선 Investment Company Institute 사이트가 있다.[32] 이는 미국 뮤추얼펀드 협회에 해당하는데, 각종 통계·조사자료·규정뿐만 아니라 다양한 관련 자료를 제공받을 수 있다. 또한 지속적인 자료들의 갱신은 이 사이트의 장점이라고 할 수 있는데, 실제로 본 연구를 진행하면서 가장 많이 이용한 사이트였다. SEC 사이트는 뮤추얼펀드 관련 여러 규정들을 제공하고 있다.[33] 한편, NASD 사이트는 뮤추얼펀드 판매를 담당하는 브로커나 딜러에 대한 정보를 제공한다.[34]

영국의 뮤추얼펀드 관련 주요 정보를 제공하는 웹 사이트를 보면 Financial Services Authority (이하 FSA) 사이트가 있다. FSA는 영국 금융서비스국으로 투자신탁 관련 여러 규정 및 규제 사항들을 제공하고 있다.[35] 자율규제기관의 하나인 Investment Management Regulatory Organisation은 투자신탁과 관련된 자율규제 사항 등을 제공한다.[36] 영국의 Investment Trust에 관련된 자료와 여러 가지 홍보물을 제작하여 제공하는 Association for Investment Trusts Company (AITC) 사이트도 유익한 정보를 제공하여 준다.[37] Association of Unit Trusts and Investment Funds (AUTIF) 사이트에서는 회원명부, 영국의 Unit Trust와 Investment Fund에 관한 자료들을 제공하고 있다.[38]

---

32) www.ici.org
33) www.sec.gov
34) www.nasd.com
35) www.sib.co.uk
36) www.imro.co.uk
37) www.iii.co.uk/aiti
38) www.iii.co.uk/autif

일본의 뮤추얼펀드 관련 주요 정보를 제공하는 웹 사이트에는 증권투자신탁협회가 있다.[39] 이 사이트는 일본의 투자신탁을 일반인에게 홍보하는 자료들을 제공하는데, 투자신탁의 운용성과, 투자신탁 관련 통계 등도 함께 제공된다.

캐나다에는 Investment Funds Institute of Canada 사이트가 있다. 이 사이트는 캐나다 투자신탁의 동향, 법규, 회원사 명단, 각종 발간자료 등을 제공하고 있다.[40]

홍콩 투자신탁의 현황을 조사하기 위해서는 Hong Kong Investment Funds Association (HKIFA) 사이트도 추천할 수 있다.[41]

기타 뮤추얼펀드 관련 정보 이용 가능 사이트에는 Mutual Funds Online, Morningstar, Mutual Fund Interactive, Interactive Investor, Fund Library, 투신자료관 등이 있다. 먼저 Mutual Funds Online은 실시간으로 컴퓨터 상에서 뮤추얼펀드에 대한 광범위한 자료와 뮤추얼펀드 산업 현황을 알리는 Mutual Fund Online 잡지를 구독할 수 있다.[42] 이 사이트에서 일반적인 정보를 얻거나 잡지를 구독하기 위해서는 반드시 등록을 해야 하는데, 이에 소요되는 비용은 없다. 그러나, 좀 더 광범위한 개별 뮤추얼펀드 정보를 얻기 위해서는 구독료를 지불하여야만 정보사냥이 가능하다.

Morningstar는 뮤추얼펀드에 대한 가장 유명한 정보 제공원이다. 이곳에서는 수많은 미국의 뮤추얼펀드 관련 자료뿐만 아니라 폐쇄형 투자신탁, 연금, 보험, 국내외 주식 등에 대한 자료도 제공하고 있다.[43]

---

39) www.highway.or.jp/toushin/smf3.htm
40) www.mutfunds.com/ific
41) www.hkifa.org.hk
42) www.mfmag.com
43) www.morningstar.net

Mutual Fund Interactive는 일반인에게 뮤추얼펀드에 대한 유용한 정보를 제공하는데 대화식으로 정보를 교환할 수 있는 것이 특징이다.[44] Interactive Investor는 영국에서 개설한 것으로 주식과 Unit Trust, Investment Trust, 연금에 대한 성과와 가격정보 등을 제공한다.[45] Fund Library는 캐나다의 일반인에게 뮤추얼펀드를 홍보하고 교육하기 위하여 개설되었는데 실제 뮤추얼펀드에 투자하는 투자자에게 현실적인 투자정보를 많이 제공하고 있다.[46] 한편, 일본의 투자자에게 객관적인 투자신탁 정보를 제공하기 위해 투신자료관이 개설되었다.[47]

우리나라에서 투자신탁 관련 웹 사이트를 개설한 기관은 한국투자신탁, 대한투자신탁, 국민투자신탁, 중앙투자신탁, 교보투자신탁운용 등이 있다.[48] 이들 웹 사이트들은 각 회사의 소개와 함께 각종 투자신탁 관련 자료를 제공하고 있다.

---

44) www.fundsinteractive.com
45) www.iii.co.uk
46) www.fundlib.com
47) www.toushin.com
48) 한국투자신탁: www.kitc.co.kr,
대한투자신탁: www.ditc.co.kr,
국민투자신탁: www.citi.co.uk,
중앙투자신탁: www.tongyang.co.kr/ty/inv_trust/ceninv.htm,
교보투자신탁운용: www.kyoboitm.co.kr.

Ⅲ. 주요국의 투자신탁제도

1. 영국의 투자신탁제도

2. 일본의 투자신탁제도

3. 기타 국가의 투자신탁제도

Ⅲ. 주요국의 투자신탁제도

1. 영국의 투자신탁제도

가. 도입 배경 및 특징

영국의 투자신탁은 산업혁명 이후 축적된 잉여자본을 유럽 대륙 및 신대륙에 투자하기 위한 목적으로 19세기 후반에 생성되었다. 즉, 투자자들의 필요에 의해 잉여자금으로 공동기금이 조성되고 전문가에게 운용을 대행시키는 형태로 탄생되었다.

초기 영국의 투자신탁은 신탁계약에 의해 조직·운용되는 계약형 투자신탁이였으며, 편입 포트폴리오는 신탁약관에 따라 고정된 것을 원칙으로 하는 단위형 투자신탁이었다. 그리고 투자대상이 대부분 국공채 등 확정부 채권으로 구성되었기 때문에 실적배당보다는 확정이율을 배당하였다고 할 수 있다. 그러나 1879년 한 소송 사건에서 기존 계약형 투자신탁이 위법이라는 법원의 판결로 계약형 투자신탁이 회사형 투자신탁으로 전환되었다. 이후 영국의 투자신탁은 회사법의 적용을 받는 주식회사 형태로 설립되었다.

1930년대에는 대공황의 여파로 회사형 투자신탁이 퇴조하면서 미국에서 발전된 뮤추얼펀드의 개방형 투자신탁 특성을 도입한 Unit Trust가 도입되었다. 이때 Unit Trust는 편입 종목의 교체가 제한된 고정형의 성격을 지녔다.[49] 이후 영국 투자신탁 산업은 회사형 투자신탁과

49) 뮤추얼펀드가 회사형인데 비해 Unit Trust는 계약형 투자신탁이라는 점이

계약형 투자신탁이 병존하면서 발전하였다. 1950년대 이후 지속적인 세계 경제의 성장과 함께 투자신탁 산업도 장기적으로 지속적인 발전을 거듭하였다.

사실 영국에서 개방형으로 법률상 인가를 받은 것은 증권투자신탁인 Unit Trust뿐이다. 그러나 금융서비스법 (Financial Services Act of 1986)에 의해 증권 외의 다른 것에 투자 가능한 Unit Trust 인가를 받아 일반투자자에게 판매하는 것이 가능하게 되었다. 실제로 부동산에 투자하는 부동산 Unit Trust나 선물·옵션에만 투자하는 선물·옵션 Unit Trust가 많지는 않았으나 인가를 받아 일반투자자에게 판매되기 시작하였다. 영국의 개방형 투자신탁의 특징은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 인가를 얻은 후에 일반투자자에 대한 판매가 인정된다. 둘째, 국내에서의 개방형 투자신탁은 인가를 받아야 한다. 셋째, 운용회사와 수탁회사 (보통은 은행)는 별개의 회사이어야 하며 양쪽 모두 금융서비스법상의 인가를 받아야 한다. 또한 수탁회사는 운용회사의 행동을 감시할 권한과 의무를 지며 그 결과를 수익자 (투자자)에게 보고할 의무를 지고 있다.

Investment Trust는 회사형이면서 폐쇄형인 투자신탁이다. 즉, Investment Trust의 가장 큰 특징은 주식회사로서 자본의 차입이 가능하다는 것이다. 따라서 Investment Trust의 자본은 차입 자본, 우선주 자본, 보통주 자본 등으로 구성되며, 이들의 구성비율은 증시 상황이나 투자정책에 의해 변한다. 그리고 Investment Trust 주가는 펀드의 운용성과와 시장 상황에 의해 결정되며 일반적으로 펀드의 순자산가치보다 낮은 할인된 수준에서 거래된다.[50] 이와 같이 Investment Trust의 주가가 할인된 가격으로 거래됨에 따라 Investment Trust에 투자한 투

다르다.

50) Investment Trust 주식이 프레미엄을 가지고 거래되는 경우는 거의 없다.

자자들은 배당소득과 함께 순자산가치의 증가 측면에서 유리한 입장에 있다고 할 수 있다. <표 Ⅲ-1>은 영국의 대표적 투자신탁인 Investment Trust와 Unit Trust의 주요 특징을 비교한 것이다.[51]

51) <표 Ⅲ-1>에서 언급된 내용은 뒤에 구체적으로 다루기 때문에 여기서는 설명을 생략한다.

<표 III-1> Investment Trust 와 Unit Trust의 비교

구 분	Investment Trust (회사형)	Unit Trust (계약형)
설립 형태	폐쇄형 또는 개방형 (1997년부터)	개방형
설립 근거	회사법 적용	신탁약관 (trust deed)
자 본 금	고정 자본금 (보통주, 우선주, 사채) · 증자: 주주총회 의결 · 감자: 주주총회 의결+법원	가변 자본
신탁기간	신탁기간 없음	신탁기간 있음
가 격	증권시장 수급에 의해 결정	순자산가치에 따라 결정
비용[a]	매입시: 인지세 0.5%, 중개수수료 1.65% 매도시: 중개수수료 1.65%	매입시: 인지세0.5%, 중개수수료0.25%, 기본비용 5% 매도시: 중개수수료 0.25% 관리비용: 연간 신탁재산의 1~1.5%
수익의 재투자	전액 분배 수익 재투자 없음	분배 또는 재투자
차 입	차입 가능, 기어링 효과 발생	신탁재산의 10% 범위내에서 차입 가능
광 고	불가	승인 후 가능
해외투자	해외투자 의존도 높음	상대적으로 낮음
투자 대상	실물자산, 비상장주식도 포함 (자율성)	주로 상장주식, 채권 등 투자 제한
세 제	법인세	법인세 의제

a: 1991년 현재 자료.

나. 현황

<표 Ⅲ-2>는 영국 투자신탁의 순자산 총액을 요약한 것이다. 1980년 Unit Trust의 순자산 총액은 49억 6,800만파운드였고, Investment Trust의 순자산 총액은 83억 5,200만파운드로 Investment Trust가 약 1.7배 큰 규모였다. 그후 영국의 Unit Trust는 빠르게 성장한 반면 Investment Trust는 느린 속도로 규모가 늘어났다. 1984년까지는 Investment Trust가 Unit Trust보다 규모면에서 우위에 있었다.[52] 그러나 1985년 Unit Trust가 투자 목적의 다양화, 보험업계와의 연대, 정기예금제도 (Regular Savings Schemes)의 보급에 따른 소액판매 증대 등으로 자산규모 및 운용펀드 수에서 Investment Trust를 능가하게 되었다. 결국 1985년 Unit Trust의 순자산 규모가 203억파운드를 기록하고 Investment Trust는 180억파운드를 기록하면서 Unit Trust가 규모면에서 Investment Trust를 초과하게 되었다. 1996년 말을 비교해 보면 Unit Trust는 1,319억 500만파운드를 Investment Trust는 514억 900만파운드를 기록하고 있다. 규모면에서 약 2.5배 이상 Unit Trust가 큰 상황이다. 1997년 말 현재 Unit Trust는 1,575억 8,300만파운드의 순자산 규모로 1980년에 비해 약 32배 정도로 규모가 증가하였다.

영국에서 이렇게 Unit Trust가 주류를 이루게 된 것은 투자자의 입장에서 살펴보면 Investment Trust에 비해 Unit trust가 구입 및 환매에서 유리하기 때문으로 생각된다. 즉, Investment trust의 주식 매매에 비해 구입 및 환매가 유리하고, 판매상의 제약이 적으며, 운용 비용이 저렴하다는 것이다.

---

52) <표 Ⅲ-2> 영국 투자신탁의 규모를 참조하시오.

<표 III-2> 영국 투자신탁의 규모

(단위: £ 백만)

연 도	Unit Trust	Investment Trust
	순자산 총액	순자산 총액
1980	4,968	8,352
1981	5,902	8,904
1982	7,767	10,051
1983	11,689	13,371
1984	15,099	15,251
1985	20,307	18,085
1986	32,130	21,130
1987	36,339	20,524
1988	41,574	20,019
1989	58,159	24,468
1990	46,342	20,335
1991	54,891	23,317
1992	63,940	29,160
1993	95,646	36,354
1994	91,843	39,846
1995	112,624	44,138
1996	131,905	51,409
1997	157,583	-

자료: 日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998년 6월.

한편 최근 영국 투자신탁제도는 여러 가지 측면에서 빠른 속도로 변화하고 있으며, 그 중 중요한 것은 다음과 같다. 첫째, 전통적인 증권 투자신탁뿐만 아니라 부동산 Unit Trust, 선물·옵션 Unit Trust, MMF 등의 유형에 따라 자세한 운용 규제 등이 정해져 있다. 둘째, UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities) 규정의 영향으로 운용 규제가 완화되어 금융 파생상품에 대한 추가적인 편입 규제 등이 완화되었다.[53] 셋째, 개방형이며 회사형 투자신탁인

OEIC (Open-Ended Investment Company)가 도입되었다.

다. 구조

1) 조직

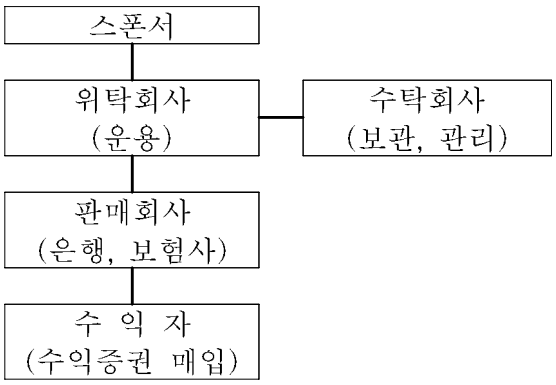
앞에서도 언급되었지만 영국의 투자신탁은 계약형인 Unit Trust와 회사형 투자신탁인 Investment Trust가 있다. 서로 다른 두 유형의 투자신탁은 방법상 뚜렷한 특성을 지니면서 발전하고 있다. Unit Trust는 불특정 다수인의 소액자금을 모아 전문적인 투자대행기관에 의하여 증권에 집합적으로 투자하는 계약형 투자신탁 (contract-type trust)이며, 추가설정 및 환매가 자유로운 추가형·개방형이다. 이는 우리나라와 일본의 투자신탁과 거의 동일한 형태이다. 즉, Unit Trust는 기본적으로 수익자, 위탁회사, 수탁회사의 3당사자들간의 계약인 신탁약관에 의해 설립되고 운용된다. 신탁약관 (trust deed)은 수탁자와 위탁자의 계약에 의해 생성되며 금융서비스국 (Financial Services Authority: FSA)의 인가를 받아야만 공인된다.[54] 이 신탁약관에서는 신탁재산의

53) UCITS는 1989년 10월부터 시행된 것으로 유럽 공동체 회원국들이 투자신탁에 관한 법률 및 규제를 조정하는데 공통적인 사항을 포함하고 있는 법령이다. 이는 회원국의 투자자를 보호하고 유럽 공동체 내에서의 투자신탁의 발행 및 유통을 촉진시킬 목적으로 제정되었다. 이에 따라 영국에서도 개방형 투자신탁이 새로운 전기를 맞이하게 되었다. UCITS에 대한 보다 구체적인 내용은 뒤에서 다루고자 한다.

54) 1997년 10월 증권투자위원회 (Securities & Investment Board: SIB)는 금융서비스국 (Financial Services Authority: FSA)으로 명칭이 변경되었다. 금융서비스국은 1986년 금융서비스법에서 증권투자위원회가 담당하는 모

운영 전반에 관한 사항과 계약 당사자들의 책임과 의무를 규정하고 있다.[55] 그리고 수익자의 이익에 크게 영향을 미치는 요소의 변경은 수익자 집회의 결의를 통과하지 않으면 안된다.

<그림 Ⅲ-1> 영국 Unit Trust의 구조



<그림 Ⅲ-1>은 영국의 Unit Trust의 기본 구조를 요약한 것이다. <표 Ⅲ-1>에서 스폰서 (sponsor)는 위탁회사의 설립 발기인으로서 대부분 상업은행이나 보험회사 등이 스폰서로 참여한다. 위탁회사 (manager)는 신탁재산의 운용·관리를 전문적으로 담당하는 관리회사다.[56] 주요 업무는 운용정책의 수립 및 시행, 수익증권의 판매 및 환

든 기능을 계속하여 수행한다.

55) 신탁약관의 필수적 기재사항은 다음과 같다: ① 판매가격 및 환매가격 산정방법, ② 수익증권의 양도 및 발행방법, ③ 수익증권 발행시 광고내용에 관한 규정, 수탁회사가 그 내용을 검토, 거부할 수 있는 권한, ④ 신탁재산 회계에 관한 사항, ⑤ 수탁자가 위탁자의 변경이 수익자에게 유리하다고 인정할 때, 그 변경에 관한 사항 등이다.

56) 금융서비스국은 위탁회사의 이사진과 주주의 적합성, 자본금 규모 등을 심사하여 설립 여부를 결정한다.

매, 이익분배금의 결정 등이다.[57] 최근 위탁회사는 그룹화하여 보다 나은 서비스와 전문적인 운용으로 관리비용을 절감하고 있다.

수탁회사 (trustee)의 주요 임무는 신탁재산의 보관 및 관리를 담당하는 유가증권 관리자 (custodian)의 역할과 위탁회사의 운용지시를 수행하는 것이다.[58] 그리고 수익자에 대한 수익증권의 발행은 수탁회사가 담당한다. 수탁회사는 위탁회사가 금융서비스국의 규정을 따르는지를 확인하고, 위탁회사가 수익자의 이익을 위해 행동하지 않는다고 판단될 때 위탁회사를 대체시킬 수 있는 권한을 지닌다. 또한 위탁회사가 행하는 광고를 사전 승인한다. 이외에도 위탁회사의 운용지시 감독, 부정적 운용 지시의 지정요구, 수익자 등록의 관리, 재투자 계약의 체결, 수익의 집계 및 분배 등의 업무를 수행한다.

판매회사는 수익증권의 판매를 담당하는데, 주로 은행, 증권회사, 보험회사 등이 판매업무를 수행하며 위탁회사와는 독립적인 관계다. 수익자 (unitholder)는 수익증권을 매입한 자로서 신탁재산으로부터 발생되는 분배금 또는 상환금을 취득할 수 있는 권리와 관련된 장부서류의 열람 청구권을 지닌다.[59] 또한 금융서비스법에 따라 방문판매와 자문을 받고 행한 거래에 한하여 거래를 취소할 수 있는 권리를 지닌다.

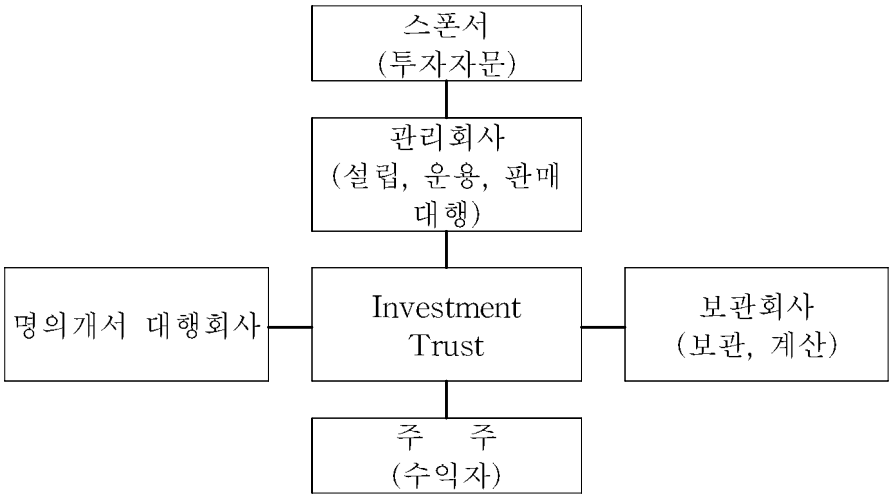
---

57) 영국의 Unit Trust의 판매방법에는 위탁회사가 직접 판매하는 방법과 판매회사를 통한 간접판매의 방법이 이용되고 있는데 간접판매를 많이 이용한다. 판매에 관한 구체적인 내용은 뒤에서 다룬다.

58) 수탁회사는 자본금 50만파운드 이상의 결제은행 (clearing bank)이나 보험회사가 담당하고 있다.

59) 수익증권은 위탁회사에 등록된 기명식으로 발행되며, 미성년자는 수익증권의 소유자로 등록하지 못한다.

<그림 III-2> 영국 Investment Trust의 구조



폐쇄형 Investment Trust는 설립 자본을 가지고 정관에 의해 규제되는 주식회사다. 즉, 이들의 주식은 거래소에 상장되어 거래된다. 따라서 폐쇄형 Investment Trust는 회사형이며, 추가설정 및 환매가 금지된다.[60] 미국의 경우 보통주만 발행하는 것과 달리 영국의 Investment Trust는 보통주, 우선주, 사채 등을 발행할 수 있는 것이 특징이다.[61]

<그림 Ⅲ-2>는 영국 Investment Trust의 기본 구조를 설명한 것이다. <그림 Ⅲ-2>에 나타난 스폰서는 관리회사와 Investment Trust에 대한 운용의 대행 및 투자자문을 행하는데 주로 은행이나 보험회사가

60) 폐쇄형 Investment Trust의 자본 규모는 회사가 설립될 때 결정된다.
61) 따라서 영국의 Investment Trust의 자본은 보통주, 우선주, 사채 등으로 구성되며 자본금의 증감은 증자나 감자의 형태로 이루어진다. 그리고 정부의 정책에 따라 Investment Trust 자본 구성에 특수 형태가 생겨났다. 즉, 분할자본 Investment Trust (Split Capital Investment Trust), "B"주식, 전환사채 (convertible loan stocks), 주식매수청구권 (warrants) 등이 있다.

담당한다. Investment Trust는 회사법에 의해 규제되는 주식회사이므로 정관에 의해 설립되고 이사회, 주주총회 등의 기관이 존재한다. 주주총회는 매년 개최되며 회사의 해산, 합병 등 주요 사항의 변경에 대한 승인권을 갖는다. 이사회는 주주의 대표로 구성되며 회사의 일반적인 사항을 관장하고 책임을 진다.[62] 펀드의 운용은 이사회에서 직접 담당하는 경우는 드물며 계약을 맺은 관리회사가 운용을 담당한다.[63]

관리회사는 소규모의 독립적인 조직일 수 있으나 신탁회사나 상업은행 등과 같은 관리그룹에 의해 설립되는 독립된 주식회사의 형태를 띠고 있는 것이 일반적이다. 주주는 이사의 선임이나 펀드 운용의 중요한 사항을 결정하는데 의결권을 행사할 수 있다. 그리고 Investment Trust는 연 1회 또는 연 2회 (어떤 경우에는 분기별) 배당금으로 수익을 배분한다.

2) 운용

Unit Trust의 운용 주체는 위탁회사다.[64] 위탁회사는 신탁재산의 운용·관리를 전문적으로 담당하는 관리회사다. 이들 관리회사는 대부분 상업은행, 증권회사, 보험회사 등이 설립한다. 관리회사의 자산운용은 펀드의 성격과 투자 목적에 따라 결정되며 구체적인 운용은 관리회사

62) 이사회의 주요 기능 중의 하나가 펀드의 관리자를 지명하는 것인데 일반적으로 발기인이 펀드관리자가 되며 선임된 관리자는 펀드의 업무 전반에 관한 서비스를 제공한다.
63) 운영 사항은 독립이사회 (independent board of directors)에 의해 감독된다.
64) Unit Trust가 설정되기 위해서는 인가받은 신탁약관을 기초로 하여 위탁회사와 수탁회사간에 신탁계약을 체결함으로써 시작되며, 설정방식은 모집식을 취하고 있다.

의 운용 방침과 펀드매니저의 개인적인 의사를 반영한다.[65] 펀드의 전반적인 투자 방침은 관리회사내의 투자위원회에서 정기적으로 결정하고 일상적인 운용·관리는 펀드매니저에게 일임하는 형태를 띠고 있다.[66]

Unit Trust의 투자 대상은 주로 국내외 주식, 채권, 금리선물 등 유가증권과 현금 등 유동자산으로 운용된다. 금융서비스법은 Unit Trust에 대하여 차입금 규제 조치의 해제 등 투자 규제를 완화하였는데 투자 규제에 대한 주요 내용은 다음과 같다. 첫째, 영국의 비상장증권시장 (Unlisted Securities Market), 미국과 일본의 장외시장 및 프랑스 제2부 시장을 포함한 정규 증권거래소에 상장된 유가증권에 투자하여야 한다. 단 펀드의 10% 이내에서 비상장 유가증권에 투자할 수 있다. 둘째, 대부분의 Unit Trust는 신탁재산을 대부분 주식에 투자하고 있으나, 길트채권은 주식형 투자신탁에 35%까지 투자 가능하다. 셋째, 펀드에 포함된 종목 중 4개는 종목당 신탁재산의 10%까지 투자 가능하나 그 이외의 종목은 종목당 5%를 초과하지 못한다. 넷째, 차입금은 펀드 순자산 총액의 10%를 한도로 한다. 그리고 차입금 상당액은 차입 후 1개월 이내에 펀드에 편입되어야 한다. 다섯째, 환위험을 헤지하기 위하여 옵션·선물·선도계약을 제한적으로 이용할 수 있다.

Investment Trust 운용의 특징은 자본 차입에 의한 운용이다.[67]

---

65) 신탁약관에 신탁재산 운용에 관한 주요 사항 및 충분한 위험분산의 내용을 규정하고 있다. 따라서 신탁약관에 따라 당사자간의 권리와 책임, 투자목적 및 운용 방침, 보수 및 가격 계산에 관한 내용이 규제된다.

66) 펀드에 기존 편입증권 이외 신규로 종목을 추가시키는 결정은 이사회 또는 투자위원회에서 결정한다.

67) 차입 자본에 의한 자산운용 방법을 기어링 (gearing)이라 한다. 기어링 수준은 차입금 조달 수준을 의미하는데 활황 장세일 경우 높은 기어링 수준을 유지하고 침체 장세인 경우에는 낮은 기어링 수준을 유지한다. 따라서 펀드매니저는 기어링 효과를 극대화시키기 위하여 증시 상황에 따라 차입의 증감을 적절히 조절하여 주가 등락에 따른 충격을 완화시켜야 한다.

Investment Trust는 운용대상 자산의 종류와 규모에 대한 제약이 거의 없다.[68] 다만 해외투자에 따른 위험을 최소화하기 위해 편입 종목수가 많으며, 외환거래에서 발생되는 투자수익은 일정 범위내로 제한하고 있다. Investment Trust 관리회사는 신탁회사나 상업은행 등에 의해 설립되며 관리비용의 절감을 위해 한 관리회사가 여러 펀드를 관리하는 그룹화 경향이 나타나고 있다. 즉, Investment Trust는 전문가들에 의해 다양한 포트폴리오 투자가 가능하다는 것이다.

3) 판매

Unit Trust는 위탁회사가 직접 판매하거나 브로커를 통하여 판매한다. 브로커로는 은행, 증권회사, 보험중개인 등이며 이들은 판매뿐만 아니라 투자자에게 투자에 대한 서비스를 제공한다. 일반적으로 위탁회사의 직접판매보다는 브로커를 통한 간접판매가 대부분이나 판매의 주체는 위탁회사이며 위탁회사가 판매 경로를 결정한다.

위탁회사의 직접판매는 우편판매와 전화판매로 크게 구분된다. 광고에 의한 우편 주문시 투자자는 광고의 내용과 투자금액 전액을 위탁회사에 송부함으로써 계약이 성립된다. 전화판매는 위탁회사에 전화주문을 내는 것으로 일정한 금액 단위 또는 일정 수량 단위로 매입주문에 대한 의사를 표시한다. 브로커에 의한 간접판매는 브로커가 투자자와 위탁회사간의 거래에서 중개역할을 담당한다. 대부분의 경우 브로커는 투자자의 포트폴리오를 일임 또는 단순 자문하는 것보다는 투자자의 지시에 따라 투자자를 대신하여 수익증권의 매입과 환매를 행한다. 매

68) Investment Trust는 총자산의 15% 이상을 동일 종목에 투자할 수 없으나, 실물자산에 대한 투자는 가능하다.

매절차는 브로커에 따라 상이하다. 브로커를 통할 경우 투자자는 직접 거래를 하지 않으며, 가격협상도 가능하고 특별 할인을 받을 수도 있다.

브로커는 금융서비스법에 의하면 크게 종속브로커 (tied agents)와 독립브로커 (independent agents)로 구분된다. 종속브로커는 위탁회사 및 그 관계회사의 상품만을 판매하는 브로커를 의미한다. 독립브로커는 자율규제기관 또는 금융서비스국에 의해 인가된 자 또는 공인 전문직 단체 (Recognised Professional Bodies)의 회원이 해당된다. 이들 브로커가 제공하는 서비스에는 일임 운용 (discretionary), 단순 자문 (non-discretionary) 및 매매 자문 등이 있다. 그러나 모든 브로커가 모든 종류의 서비스를 제공하지는 않으며 제공하는 서비스 및 브로커에 따라 서비스 비용이 달라진다.

1986년 금융서비스법에서는 Unit Trust의 방문판매가 허용되었는데 직접적인 가정 방문 또는 전화에 의한 권유를 적절하고 상식적인 시간 내로 한정하고 있다. 또한 방문판매의 결과 투자자가 Unit Trust의 매입을 동의했더라도 이를 변경할 수 있는 기회가 부여되어 있다. 그리고 투자자가 보유 수익증권을 환매하고자 하는 경우에는 위탁회사나 브로커에게 주문을 내면 환매가 이루어진다. 또한 보유 수익증권의 일부를 환매하고자 하는 경우에는 매도 신청서 및 수익증권 배서란에 환매하고자 하는 수량을 표시하면 되고, 전화로 일부 환매 주문을 낸 경우에는 환매의 수량이 매도 신청서에 기재되어 송부된다.

Investment Trust 주식은 증권회사나 은행 또는 관리회사 등을 통하여 구입할 수 있다. 그러나 낮은 인지도로 인하여 개인보다는 보험회사나 연기금 등 기관투자자를 중심으로 매매되고 있는 실정이다.[69] 그

69) Investment Trust의 경우 금융서비스법에서 광고 행위를 금지하기 때문에 Unit Trust보다 인지도가 낮다.

리고 사적 판매에 제약이 있기 때문에 정기예금제도 (Regular Savings Scheme)를 도입하여 실시중이다. <표 Ⅲ-3>은 영국 투자신탁 관계자들의 주요 특징을 요약한 것이다.

<표 Ⅲ-3> 영국 투자신탁의 구조 요약

투자신탁의 형태	계약형과 회사형 모두 존재
판매자	금융서비스법에 의한 인가업자
자산운용자	위탁회사 (계약형): 금융서비스법상 인가업자만 허용 관리회사 (회사형): 회사법에 기초하여 설립된 주식회사로 금융서비스법에 따름
자산보관자	수탁회사: 일반적으로 주요 은행, 보험회사로 금융서비스법상 인가업자

라. 규제

1986년 금융서비스법 (Financial Services Act of 1986)이 제정되면서 투자신탁에 대한 체계적인 관리가 가능하게 되었다. 금융서비스법은 새로이 공동투자기구 (collective investment scheme)라는 개념을 도입하여 집단 투자조직이 투자자 보호를 위해 금융서비스법에서 정한 규제를 따르도록 규정하였다.

영국 금융서비스법은 금융서비스 산업의 분야별로 관리 책임을 지

는 자율규제기관 (Self-Regulating Organization: SROs) 제도를 채택하고 있다. 이 자율규제기관은 금융서비스국의 감독을 받는다.[70] 따라서 Unit Trust도 금융서비스법에 따라 금융서비스국과 자율규제기관의 규제를 받는다. Investment Trust는 사업을 영위하기 위해서 금융서비스국 (FSA) 또는 자율규제기관 중의 한 기관에 등록하여야 한다.

한편 Investment Trust는 회사법에 의해 설립되었기 때문에 회사법의 적용을 받으나 판매와 관련된 투자권유 행위는 금융서비스법의 통제를 받는다. 금융서비스법에서는 Investment Trust에 대하여 광고행위를 금지하고, 전화판매나 우편판매 등 사적 판매를 제한하고 있다. 그리고 Investment Trust가 공인을 받기 위해서는 다음과 같은 법인세법 (Income and Corporation Tax Act of 1987)의 일반적인 요건을 충족시켜야 한다. 첫째, 펀드가 영국내에 소재하고 주식 분산이 광범위하게 이루어져야 한다. 둘째, 수익 원천의 전부 또는 대부분이 주식이나 증권으로부터 생성되어야 한다. 셋째, 영국 증권거래소에 상장되어야 할 것 등이다.

마. 상품의 종류

Unit Trust는 투자 목적 및 투자 대상에 따라 다양한 상품을 판매하고 있다. 먼저 투자 목적에 따라 일반형, 성장형, 수익형, 해외투자형,

70) 자율규제기관 (SROs)에는 투자관리규제위원회 (Investment Management Regulatory Organisation: IMRO), 증권선물국 (Securities & Futures Authority: SFA), 개인투자국 (Personal Investment Authority: PIA) 등이 있다. IMRO의 주요업무는 투자관리 (investment management)에 대한 규제이고, SFA는 증권과 파생상품에 대한 규제, PIA는 개인연금, 생명보험 등과 같은 소매투자업 (retail investment business)을 규제한다.

전문형 등으로 구분할 수 있다. 일반형 (general trust)은 가장 오래된 유형으로 영국 주식에 분산 투자하는데 수익과 장기적인 자본증식 (income and long-term capital growth)을 동시에 추구한다. 이 펀드의 특징은 광범위한 분산투자, 우량 주식에의 투자 및 소극적 운용 전략 등을 들 수 있다. 따라서 일반형은 안정적인 반면 강세장에서는 상대적으로 높은 실적을 기대할 수 없다.

성장형 (growth trust)은 자본증식이 투자의 목적이다. 펀드의 성장을 위해서 집중 투자를 행하므로 위험이 높다고 할 수 있으며, 가격 상승 잠재력이 큰 소규모 기업의 주식에도 투자를 행한다.

수익형 (income trust)의 투자목적은 높은 배당수익이다. 편입 유가증권의 유형에 따라 수익형 Unit Trust는 우선주 신탁, 전환증권 신탁, 길트 및 기타 채권 신탁, UK 주식 신탁, 국제 수익형 신탁 등이 있다. 수익형의 평가는 연도별 총배당액의 증가 추세로 이루어진다. 따라서 가격이 급등한 주식의 경우 배당수익률이 낮아지므로 매각이 강제되는 경향을 가지며 배당수익률이 높은 주식을 신규로 편입하게 된다. 길트형은 우리나라 공사채형과 유사한데 주식형 Unit Trust에 비해 낮은 수익을 보여왔으나, 1987년 10월 주가 대폭락 이후에는 매우 안정적인 성과를 보여 주었다.

해외 투자형 (oversea fund)은 1979년 외환 통제가 폐지됨에 따라 크게 증가하였다. 해외 투자 펀드의 설립은 Unit Trust의 성장과 국제화에 중요한 역할을 담당하였다. 해외 투자는 범세계적으로 할 수도 있고 특정 지역에 국한하는 경우도 있다. 해외 투자에 있어서는 환율 변동이 중요한 변수로 작용하는데, 1988년 이후 환헤지를 위해 선물환 등의 이용이 허용되었다.

전문형 (specialist fund)은 자본증식이 투자 목적이며, 특정 대상에

투자하기 때문에 가격 변동이 심하다. 전문형은 투자 대상 지역이 매우 다양하며 투자 대상 종목도 상품, 원자재, 원유 및 에너지, 금융상품 등 다양하다. 따라서 위험이 큰 반면 단기간에 높은 수익을 기대할 수도 있다. 사실상 모든 성장형 Unit Trust는 전문형 펀드라고 할 수 있다. 일반형 및 수익형이 아닌 모든 Unit Trust는 성장형으로 분류될 수 있다. 그리고 투자지역 및 대상에 따라 국내펀드 (<표 Ⅲ-4> 참조), 전문형 펀드 (<표 Ⅲ-5> 참조), 국제펀드 (<표 Ⅲ-6> 참조) 등으로 구분된다.

<표 Ⅲ-4> 국내펀드 (Domestic Fund)의 종류

펀 드 명	내 용	비 고
U K General	영국 주식의 배당이익과 장기 자본이익을 동시에 추구. 75% 이상을 영국에서 투자하며 해외투자도 가능	일반형, 가장 보편적 형태
U K Growth	75% 이상을 영국 주식에 투자하며 투자목적은 배당수익이 아닌 장기 자본증식 추구. 자본증식을 기대하여 특정 대상에 대한 집중투자. 중소기업 투자 및 해외투자도 적극적	성장형
U K Equity Income	배당수익이 투자 목적이며, 고율의 배당이 기대되는 주식에 투자. 80%이상을 영국 주식에 투자	수익형
UK Gilt Fixed Interest	80% 이상을 확정 이자부증권에 투자, 정부채, 회사채, 우선주 등이 투자대상	공사채형
U K Balanced	확정 이자부증권과 주식 두 분야에 혼합하여 투자하며 한 분야에 80% 이상 투자하지 못함. 20% 이상 100%까지 전환사채에 투자한 펀드도 이 범주에 해당	혼합형

<표 Ⅲ-5> 전문형 펀드 (Specialist Fund)의 종류

펀 드 명	내 용	비 고
Commodity & Energy	80% 이상을 광산 및 석유회사의 주식에 투자. Gold Trust도 이 분야에 속함. 지역적 분산투자	성장형
Financial & Property	80% 이상을 금융 및 부동산 회사의 주식에 투자. 주로 영국 시장에 한정	성장형
Investment Trust Units	Investment Trust 회사의 주식에만 투자. Investment Trust 회사가 영국에 등록되어있지만 투자의 성격상 국제 분산투자 효과를 가짐	성장형
Funds of Funds	다른 Unit Trust에 투자. 동일 위탁회사의 Unit Trust에 대한 투자는 제한	성장형
Money Market	80% 이상을 단기 금융상품에 투자. 금리변동에 따른 이자 수입이 투자목적	수익형

<표 III-6> 국제펀드 (International Fund)의 종류

펀 드 명	내 용	비 고
International Equity Income	해외 주식투자에 대한 배당수익이 목적. 단일 국가에 집중 투자도 가능	수익형
International Growth	배당수익이 아니 장기 자본증식이 목적. 80% 이상을 외국 주식에 투자	성장형
International Fixed Interest	80% 이상을 확정 이자부증권에 투자	공사채형
International Balanced	주식과 확정 이자부증권에 혼합 투자. UK Balanced와 유사	혼합형
Japan Growth	80% 이상을 일본 증권에 투자	성장형
Far East Including Japan Growth	일본과 극동지역에 투자. 일본 지역 투자는 80% 이상 투자 불가	성장형
Far East Excluding Japan Growth	80% 이상을 극동지역에 투자. 일본에는 투자 불가	성장형
Australia Growth	80% 이상을 호주 및 뉴질랜드에 투자	성장형
North America Growth	80% 이상을 북미에 투자. 주로 미국이 투자 대상	성장형
Europe Growth	80% 이상을 유럽 증권에 투자	성장형

바. 공시

영국 투자신탁의 경우 위탁회사가 수익자에게 투자성과에 대하여 상세한 자료를 공시하도록 되어 있다. 즉, 부실 운용에 대한 감시 기능과 정부의 인위적 운용지시를 배제할 수 있도록 공시제도가 체계화되어 있다. 위탁회사는 Unit Trust에 대하여 연차보고서 및 반기보고서를 발행한다. 보고서의 형식은 위탁회사마다 다르며, 보고서에는 투자에 대한 실적 평가, 포트폴리오 변동, 손익 계산 및 분배금 지급에 관한 내용, 자본 계정에 대한 보고 등이 포함된다. 한편 Investment Trust는 연차보고서와 재무제표를 공시하여야 하며, 많은 관리회사들은 투자 대상이나 위험구조 그리고 투자 방법에 대해서도 공시하고 있다.

사. 과세

Unit Trust는 세법상 법인으로 의제되어 자체 운용에 의한 자본소득은 비과세되나 배당, 이자 등의 소득은 그 성격에 따라 과세 또는 비과세된다. 즉, 영국 기업이 지급하는 배당금은 과세후 소득 (franked income)으로 취급되어 과세되지 않는다.[71] 그러나 공사채, 해외투자 및 기타 자산에서 발생된 소득은 과세전 소득 (unfranked income)으로 위탁회사는 법인세율을 적용하여 과세된다. 수익자는 소득세 및 자본소득세의 납부 의무가 있다.[72] Investment Trust의 경우는 회사형이므로

71) 여기서 배당금은 이미 기업이 법인세를 납부한 후에 주주에게 지불되는 것이므로 과세 부담이 없다.
72) 소득세는 펀드로부터 지급받는 분배금에 대하여 부과된다. 즉, 분배금 지

일반기업과 마찬가지로 법인세가 부과되며, 배당소득에 대한 과세는 Unit Trust와 동일하다. 주주들은 일반적으로 자본소득에 대하여 자본소득세를 부담한다.[73]

아. 최근의 동향

앞에서 살펴보았듯이 영국의 투자신탁은 개방형 Unit Trust와 폐쇄형 Investment Trust로 크게 나뉘어졌다. 그러나 1997년 OEIC (Open-Ended Investment Company)가 판매됨에 따라 개방형의 회사형 투자신탁이 도입되었다. 영국에서의 OEIC 도입은 유럽의 UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) 법령의 영향으로 유럽의 개방형·회사형 투자신탁의 발전에 의해 도입되었다고 할 수 있다.[74] 이 UCITS가 EC 회원국 중 한 국가에서 인정되면 다른 회원국에서도 해당국의 광고, 조세법 등을 준수하면 판매가 허용되었다.[75] UCITS의 투자 대상은 양도가능한 유가증권으로 제한되어 있으며, 유가증권의 종류에 따른 투자 제한도 있다. 또한 투자자 보

급시 원천징수하고 세액 공제 증명서를 첨부하여 분배금이 지급된다. 그리고 수익자가 환매할 경우 자본소득이 비과세 한도액을 초과하면 초과부문에 대해서만 자본소득세를 지불한다.

73) PEP (Personal Equity Plan)로 Investment Trust를 보유하고 있는 투자자는 배당소득이나 자본소득은 면세된다.

74) UCITS는 투자자의 요청이 있으면 펀드로부터 직접 또는 간접으로 환매 또는 상환되는 개방형의 일종이다.

75) UCITS 법령을 만족시키는 회사형 투자신탁이 영국에서 판매가 가능하게 되자 영국 투자신탁회사는 영국을 벗어나 룩셈부르크나 아일랜드에서 개방형·회사형 투자신탁을 설립하여 영국 내에서 판매하는 현상이 나타나면서 영국에서 회사형·개방형인 OEIC의 도입이 촉진되었다.

호를 위하여 여러 가지 공시에 대한 규정을 준수해야 한다.

영국에서 OEIC는 1995년 관련법 제정과 함께 1996년 1월 시행되어 1997년 본격적으로 판매되었으며 UCITS 법령을 만족시키도록 설계되었다.[76] OEIC의 주요 특징을 요약하면 다음과 같다. 첫째, Unit Trust와는 달리 회사형 투자신탁이다. 둘째, 다양한 주식들을 보유할 수 있는 운용의 유연성 (flexibility)를 지닌다. 셋째, 공시 강화 등을 통해 투자자 보호를 강조한다.[77] 넷째, 단일의 가격결정 시스템을 이용한다.[78] 다섯째, 모든 OEIC는 반드시 규정과 사업계획서 (instrument of incorporation)에 따라 회사를 운영하는 ACD (authorised corporate director)를 선임해야 한다.[79]

이제 보다 구체적으로 OEIC를 살펴보자. OEIC의 설립은 EC법 (European Communities Act of 1972)의 OEIC 규제 (Open-Ended Investment Companies Regulations of 1996)에 따라 이루어지며 FSA의 인가를 필요로 한다.[80] OEIC은 이사, 예탁기관, 주주총회 등으로 구성되어 있다. 이사는 OEIC에 대한 모든 권한을 행사하고 일상 업무를 담당한다.[81] 이사는 최소 1인 이상 ACD와 기타 이사들로 구성된다.[82]

---

76) UCITS 법령을 만족시키는 펀드는 운용 대상이 일반적인 증권 등에 한정되며 파생상품 거래의 경우 위험관리 목적으로만 허용된다.

77) FSA에서는 투자자 보호 관점 공시를 중시하는데 핵심은 사업계획서와 일반 투자자용 신청서류인데 신청서류는 PIA (Personal Investment Authority) 규정에 의한다.

78) 즉, OEIC 주식은 매입 가격과 매도 가격이 동일한 하나의 단일가격 (mid-market valuation)에서 거래된다.

79) 사업계획서에는 펀드의 투자 방침, 수수료, 투자자문 계약이 있는 경우 그 내용 등을 명시하여야 하며 이사의 승인을 받아야 한다. 사업계획서에 승인한 이사는 사업계획서의 내용에 대해 책임을 져야 한다. 사업계획서의 사본은 FSA 및 예탁기관에 송부하고 OEIC의 투자자에게 제공하여야 한다.

80) Unit Trust는 OEIC로 전환할 수도 있다.

81) 이사의 명칭과 성명은 OEIC의 설립인가 신청서 기재사항이며, 설립 후

OEIC 운영의 중심인 ACD는 투자자 보호, 자산운용, 주식의 발행, 장부관리 등 일상 업무에 관한 책임과 의무를 진다.

OEIC 예탁기관은 OEIC 자산보관뿐만 아니라 OEIC 운영을 감시하는 책임이 있다. 그리고 OEIC의 이사가 공석일 경우 기능을 대행한다.[83] 한편 이사는 언제든지 주주총회의 소집이 가능하며 매년 연차 주주총회를 개최하여야 한다. 이사는 연차 주주총회에 연차보고서를 제출하여야 한다.

OEIC는 운용 대상 및 방법에 제한이 있다.[84] 즉, OEIC는 정관에 투자 대상이 되는 양도성 증권의 범위, 투자 대상별 투자비율의 상한, 운용기법, 차입 등에 대해 엄격한 제한을 둘 수 있다. OEIC의 투자 대상 중 양도성 증권이나 승인 증권 (approved security)이 아닌 경우에는 펀드 시가총액 10% 이내에서 투자가 가능하다. 그리고 공사채를 제외하고는 동일 발행 주체의 증권에 펀드 시가총액의 5%를 초과하여 투자할 수 없다.[85] 또한 OEIC 업무 집행에 직접 필요한 범위 내에서의 경우를 제외하고는 부동산은 보유할 수 없다. 그러나 OEIC는 파생상품이나 환거래 등을 할 수 있는데, 이용 가능한 파생상품의 종류에는 제한이 있으며 위험관리 목적인 경우 가능하다.[86] 그리고 OEIC의 정관에

이사의 선임과 해임은 주주총회의 결의사항이다. 주주총회의 이사 선임과 해임 절차는 정관에 정하도록 되어 있다.

82) ACD는 금융서비스법의 업무행위규정 (conduct of business rules), 자율규제기구의 규정, 금융서비스법 제65조에서 정한 법인이어야 한다. ACD 이외의 이사를 두는 것은 의무사항이 아니며, ACD 이외의 이사는 ACD의 감독기능을 가진다.

83) 예탁기관은 영국내에 영업 거점을 지닌 인가법인으로서 펀드 및 이사회와는 독립적인 위치에 있어야 한다.

84) UCITS 법령에 의해 승인된 펀드는 투자나 차입에 제한이 있다.

85) 기타 OEIC가 투자 대상 기업의 경영에 중대한 영향을 줄 수 있는 정도의 투자는 금지되어 있다.

86) 투기적인 파생상품의 거래, 방비되지 않은 (naked) 파생상품 거래 등은

특별한 제한이 없으면 증권 대부가 가능하며 펀드 총자산 시가의 10% 범위 내에서 3개월 이내의 단기 차입이 가능하다.[87]

한편 OEIC는 기명식 또는 무기명식 등의 주식 발행이 가능하며, 주식에 대한 평가는 ACD의 책임하에 이루어지며 전국적 일간지에 공표된다.[88] 투자자들의 매입 또는 환매의 청구가 있는 경우에는 ACD가 OEIC에 중개하거나 직접 자기의 계산으로 OEIC 주식을 매매하여야 한다.[89] 그리고 OEIC는 연차 및 반기 결산보고서를 작성하여야 한다. 이 보고서는 결산일로부터 4개월 이내에 공표하고, 주주에게 송부하여야 하며 주주총회에 제출하여야 한다. 연차 및 반기보고서에는 재무제표뿐만 아니라 감사의 감사보고서, 예탁기관의 보고서 등이 포함된다.[90]

할 수 없다.

87) 증권 대부의 경우 현금이나 공공채 등을 담보로 하여야 하며, 사채는 발행할 수 없다.

88) OEIC를 인가받기 위해서는 펀드의 시가에 따라 정관이나 FSA 규정에 의해 주식의 가격을 결정하고 이 가격으로 주식의 상환이나 매각이 이루어지거나 거래소에서 매각된다.

89) OEIC 주식은 펀드의 자산총액을 주식수로 나눈 단일가격을 이용하여 거래된다.

90) 재무제표의 내용은 IMRO가 정한 SORP (Statement of Recommended Practice)의 기준을 준수하여야 한다.

2. 일본의 투자신탁제도

가. 도입 배경 및 특징

일본에서 증권투자신탁은 제 2차 세계대전 직전 산업자금 조달 목적으로 민법과 신탁법 등을 근거로 설립되었다. 신탁계약에 의한 최초의 투자신탁은 1941년 노무라 증권을 위탁회사로 하고 노무라 신탁(주)을 수탁회사로 한 것이다. 이 신탁계약은 영국의 Unit Trust를 기준으로 한 계약형 투자신탁이다. 다음해인 1942년에는 6개 증권회사가 위탁회사로서 업무를 수행하여 투자신탁업을 영위하였다. 당시의 투자신탁은 운용자의 재량이 크게 제한된 한정 관리형이었으며, 수익증권은 일부 환매가 불가능하였고, 손실 일부 보상제도가 있었다. 따라서 현행 증권투자신탁의 성립은 1951년 증권투자신탁업법 제정 이후로 볼 수 있다.

일본의 경우 위탁자 업무는 증권회사가 겸영하는 형태로 시작하였다. 그러나 겸영으로 나타나는 폐해를 제거하기 위해 1959년 투자신탁 위탁회사가 증권회사로부터 분리되었다.[91] 1959년에서 1961년에 걸쳐서는 대단한 붐이 조성되었으나, 1964년 경기후퇴로 일본의 투자신탁업은 주식시장과 함께 기준가격의 하락, 설정의 부진, 해약의 급증으로 급속히 축소되었다. 그러나 1967년 증권투자신탁업법 개정과 1970년에 Unit Trust를 대신하여 패밀리펀드 (family fund)가 발족되어 운용면의 합리화가 이루어졌다.[92] 그후 투자신탁의 운용실적 향상과 내외채권 자유형펀드, 장기국채펀드, 이금펀드, FFF (Free Financial Fund),

91) 위탁자 업무를 증권회사의 이익에 이용한다든가, 수익자의 이익에 반하는 무리한 운용 등의 폐해가 지적되었다.

92) 패밀리펀드에 대한 설명은 상품의 종류에서 기술한다.

MMF (Money Management Fund), MRF (Money Reserve Fund) 등의 신상품 등장, 그리고 국채선물, 주식선물, 옵션 등 투자 대상의 다양화로 지속적인 발전을 거듭하였다.[93]

한편 1974년 이전에는 위탁회사가 발행한 수익증권을 순자산가격으로 환매를 청구할 수 있는 개방형만 존재하였다. 그러나 1974년 이후 신탁기간 전부 또는 일정기간 (1~3년) 동안 특정한 경우를 제외하고는 환매 청구가 불가능한 투자신탁이 속출하였다. 이 경우 환매금지 기간 중 공개시장에서의 매매가 금지되어 있어, 결국 일본의 투자신탁은 완전한 개방형도 아니고 완전한 폐쇄형도 아닌 혼합형으로 발전되었다. 한편 추가 설정 여부에 따라 단위형과 추가형으로 분류할 수 있다. 추가 설정이 금지된 단위형의 신탁기간은 3년, 5년, 7년, 10년이 보통이다. 추가 설정이 가능한 추가형은 항상 추가가 가능한 경우와 일정 기간 또는 일정 조건이 충족될 때만 추가 설정이 가능한 한정 추가형이 있다.

일본 투자신탁의 특징을 요약하면 회사형은 없고 증권회사의 자회사 형태인 위탁회사가 투자자에게 수익증권을 모집·판매하여 그 자금을 신탁회사에 신탁한다.[94] 신탁회사는 신탁재산을 운용·관리하며 그 수익을 수익증권 소유자인 투자자에게 지급한다. 그러나 1998년 증권

93) 이금펀드는 3년 미만의 만기를 가진 국채, 지방채, 정부보증채를 투자대상으로 운용하는 것으로 수익은 매월 말 재투자된다. FFF는 기관투자자 중심의 거액 투자자를 대상으로 한 공사채 투자신탁 중 추가형으로 2~4년 만기의 중기국채에 주로 투자되며, 수익은 매월 말 재투자된다. MRF는 1997년 10월에 소개되었는데 높은 안정성과 유동성을 유지하기 위하여 국채, 정부 보증채, 높은 등급의 회사채 (AA 이상) 등에 주로 투자된다. 그리고 엔 표시 채권에만 투자 가능하며, 선물 등과 같은 파생상품에는 투자하지 못하게 되어있다.

94) 일본의 경우 수익증권을 발행하여 먼저 모집을 한 후 그 자금으로 펀드를 설정하는 모집식 계약형 투자신탁이다.

투자신탁업법을 대폭 수정하여 계약형 투자신탁 이외의 투자신탁 설립이 허용되었다. 이에 따라 1998년 12월부터는 회사형 투자신탁의 설립이 있을 것으로 보인다. 한편 일본 투자신탁은 펀드 관리 측면에서 신탁약관에 따라 편입 유가증권의 자유로운 매매가 가능한 관리형 (융통형)이다. 그러므로 유가증권의 가격이 하락하는 경우 펀드매니저의 재량에 의해 수익증권의 가격 하락을 방지할 수 있다.

<표 Ⅲ-7>은 일본 투자신탁 산업의 발전 추이를 요약한 것인데 1950년대부터 1990년대까지 투자신탁의 제도, 운용, 판매 및 신상품을 요약하여 소개하고 있다.

<표 Ⅲ-7> 일본 투자신탁의 발전 추이

	신상품	판매	운용	제도
1950	· 단위형 투자신탁 (1951) · 추가형 투자신탁 (1952)		· 국내 주식 중심	· 증권투자신탁업법 시행 (1951) · 단위형 투자신탁 상환 연장
1960	· 추가형 공사채 신탁 (1960)		· 국내 채권의 편입 본격화 (1961) · 단위형: 주식편입 비율 70% 이하, 주가변동준비금 제도 도입 (1964)	· 위탁회사를 증권회사로부터 분리 (1960) · 증권 불황, 단위형 상환 연장 (1965) · 증권투자신탁업법 개정 (1967)
1970	· 패밀리펀드 (1970) · 증권저축펀드 (1972) · 전환사채투신 (1973) · 단위형 투자신탁 (1974) · 포뮬라 주식옵션 (1975)	· 외국 투신의 국내 판매 자유화	· 외국 증권의 편입 개시 (1970) · 제2부 주식 편입 (1972)	
1980	· 중기국채펀드 (1980) · 추가형의 조정·통합 (1981) · 이금펀드 (1982) · 내외채권펀드 (1984) · 주식지수펀드 (1985) · FFF (1985) · 장기국채펀드 (1986)	· 공개판매 전용펀드 (1984)	· 채권선물 거래 시작 (1985) · 장외주식, 상장 예정주식도 편입 · 신주인수권부사채 · 유로-엔 채권, 이중통화채권: 단기국채 편입 개시 (1986) · 주식선물거래 개시 (1987)	· 위탁회사가 투자자문업 진출 (1984)
1990	· MMF (1992) · Fund Family (1993) · LLF (1993) · Full Fair Fund (1995) · 일경 300 상장투신 (1995) · no-load 투신	· 은행계 위탁회사의 직접판매 개시 (1993) · 증권계 위탁회사도 직접판매 개시 (1995)	· 파생금융상품을 헤지 목적 이외에도 이용 가능 등 운용 규제 완화 (1995)	· 외국자본 투자신탁업 진출 (1990) · 단위형 상환 연장 (1992) · 은행계의 투자신탁업 진출 (1993) · 투자신탁 업무의 투자 일임업무의 병행 (1995)

자료: 노무라증권투자신탁위탁, 『필수투자신탁요람』, 1996.

나. 현황

이제 일본 투자신탁업의 규모 및 운용 현황을 살펴보고자 한다. <표 Ⅲ-8>은 일본에서 투자신탁을 보유하고 있는 주체들의 현황을 요약한 것이다.[95]

<표 Ⅲ-8> 일본의 투자신탁 보유현황

(단위: %)

	전국은행	중소기업금융기관	농임수산금융기관	보험	법인기업	개인
1980	3.2	1.0	0.0	0.3	1.5	88.7
1981	2.5	3.5	4.8	1.5	1.3	86.1
1982	2.2	3.1	4.1	1.3	1.4	87.7
1983	1.5	2.6	2.7	1.3	2.0	89.4
1984	1.4	2.8	2.6	2.0	2.4	88.5
1985	1.6	3.3	2.6	2.7	2.4	87.1
1986	4.1	3.9	2.9	3.2	10.0	75.6
1987	4.4	3.9	2.3	3.0	10.5	75.5
1988	4.5	3.7	2.5	2.9	10.9	75.3
1989	6.6	3.3	2.8	2.5	10.0	74.6
1990	6.8	3.4	2.6	2.5	9.7	74.8
1991	6.1	3.5	2.8	2.5	10.4	74.5
1992	5.2	4.1	3.4	2.5	10.1	74.3
1993	5.4	4.9	3.5	3.4	14.4	68.3
1994	6.0	4.0	3.7	3.2	18.32	64.5
1995	4.9	4.2	2.4	4.2	14.9	69.1

자료: 日銀,『資金循環勘定』

95) 여기서 보유 비율은 잠정적으로 계산된 것이다.

1980년의 경우 투자신탁은 개인이 전체의 88.7%를 보유하고 있었고 법인기업의 경우에는 1.5%에 불과하여 개인이 투자신탁의 대부분을 보유하고 있었다. 1980년 이후에는 법인기업의 투자신탁 보유비율은 점차 증가되었고, 개인의 비중은 점차 감소하는 모습을 보여주고 있다. 1995년 현재를 보면 법인기업의 보유비율은 14.9%이며, 개인은 69.1%를 기록하고 있어 여전히 개인의 비중이 다른 주체들에 비해 매우 높다. 그리고 다른 금융기관의 투자신탁 보유비율은 2~4% 정도를 차지하고 있는 것으로 나타났다.

<표 Ⅲ-9> 일본의 개인 금융자산 구성비율

(단위: %)

	투자신탁	현금과 요구불예금	저축성 예금	보험	주식	금융채
1980	1.5	12.5	51.3	13.0	7.3	3.6
1981	1.5	12.0	51.4	13.4	7.1	3.5
1982	1.8	11.6	50.9	13.9	6.8	3.5
1983	2.4	10.4	49.7	14.1	7.9	3.5
1984	2.9	10.2	48.3	14.5	8.4	3.5
1985	2.9	9.7	48.1	15.3	8.4	3.4
1986	3.6	9.5	45.8	16.1	10.8	3.1
1987	4.7	9.7	45.5	17.5	9.9	2.9
1988	4.9	9.5	43.2	18.6	12.6	2.5
1989	4.6	9.8	41.9	19.2	13.9	2.3
1990	4.2	9.5	44.4	21.0	9.0	2.5
1991	3.5	9.3	45.6	21.7	8.1	2.6
1992	3.7	9.3	46.1	23.0	6.2	2.6
1993	3.3	9.3	45.8	24.0	6.6	2.4
1994	2.8	9.4	45.9	24.7	6.6	2.2
1995	2.8	10.5	45.3	24.8	6.8	2.0

자료: 日銀, 『資金循環勘定』

<표 Ⅲ-9>는 일본 개인이 보유하고 있는 금융자산의 구성비율을 요약한 것이다.[96] 일본의 개인들은 금융자산 대부분을 저축성 예금, 보험, 그리고 현금과 요구불 예금에 투자하고 있으며, 투자신탁의 비중은 상대적으로 낮은 수준이다.[97] 1980년 개인 금융자산 중 투자신탁의 비중은 1.5% 정도였고, 저축성 예금의 비중이 51.3%로 나타났다. 1980년 이후 투자신탁의 비중은 1988년 4.9%까지 증대하였고, 1995년 현재 2.8%를 차지하고 있다. 다른 금융자산의 추이를 보면 저축성 예금의 경우 그 비중이 점차 감소하고는 있지만 1995년 현재 45.3%로 여전히 가장 높은 비중을 보여주고 있다. 보험의 경우는 1980년 13% 정도에서 1995년 현재 24.8%로 크게 증가하였다. 그 밖에 1995년 현재 주식이 6.8%, 금융채에 2% 정도 투자하고 있는 것으로 나타났다.

<표 Ⅲ-10>는 일본 투자신탁의 현황을 순자산 총액으로 나타낸 것이다. <표 Ⅲ-10>에서는 일본 투자신탁의 현황을 상품별로 살펴보기 위해 주식형, 공사채형, 중기국채 펀드, MMF, 그리고 패밀리펀드(family fund)펀드로 구분하였다. 1981년 일본 투자신탁의 순자산 규모는 7조 2,294억엔으로 주식이 4조엔, 공사채형과 중기국채 펀드가 3조엔 정도였다. 주식형이 55%정도로 투자신탁 상품 중 가장 높은 비중을 보여주고 있다. 1980년대에 일본 투자신탁의 규모는 빠르게 증가하여 1989년 58조 6,492억엔으로 가장 큰 규모를 기록하였다. 1989년 주식형은 전체의 78% 정도인 45조 5,494억엔이었다. 그러나 1989년 이후 주식형의 규모는 급격히 축소되어 1997년에는 9조 9,865억엔으로 1989년의 20% 수준으로 축소되었다.

96) 여기서 보유비율은 잠정적으로 계산된 것이다.
97) 1996년 말 현재 일본의 개인 금융자산은 약 1,200조엔 정도다.

<표 Ⅲ-10> 일본 투자신탁의 현황 (순자산 총액)

(단위: ¥억)

연 도	주식형	공사채형	중기국채 펀드	MMF	패밀리 펀드	합 계
1981	40,063	26,134	6,097	-	-	72,294
1982	47,818	32,161	13,297	-	-	93,276
1983	61,513	37,104	42,268	-	-	140,885
1984	80,127	51,748	51,102	-	-	182,978
1985	103,787	54,279	40,122	-	1,534	199,772
1986	191,183	72,561	55,209	-	1,799	320,753
1987	306,143	61,334	59,892	-	1,774	429,144
1988	392,525	76,735	57,635	-	2,076	528,972
1989	455,494	72,138	56,766	-	2,092	586,492
1990	350,722	66,222	41,399	-	1,595	459,939
1991	285,624	96,421	30,837	-	1,855	414,738
1992	211,030	136,639	30,861	54,137	335	433,005
1993	195,474	167,416	33,381	110,781	320	507,375
1994	174,514	140,493	27,100	91,731	243	434,083
1995	146,816	184,236	28,283	120,018	216	479,571
1996	127,797	188,569	27,584	142,191	537	486,680
1997	99,865	167,246	22,134	115,631	618	406,495

자료: 투자신탁협회, 『투신』, 1998년 5월.

반면 공사채 투자신탁은 1980년 이후 지속적인 증가세를 보였는데 1996년에는 18조 8,569억엔으로 최고치를 보였으며, 1997년 현재 16조 7,933억엔을 기록하고 있다. 그리고 1992년 5월 MMF가 도입되었는데 MMF의 순자산 총액은 도입 초기에 비해 2배 이상 증가하였다. 1997년 말 현재 MMF의 순자산 규모도 주식형 보다 큰 것으로 조사되었다. 1997년 현재 투자신탁 전체 규모는 1989년의 70% 수준인 40조 6,495억엔이다.[98] 그리고 1995년 이후 공사채형의 규모가 주식형의 규

98) 1998년 6월 현재 투자신탁의 순자산 총액은 44조 4,000억엔이며, 운용대상의 비중은 국내 채권이 42%, 국내 주식 10%, 외화 자산 11%, 국내 자산

모를 능가하는 것으로 조사되었다.[99]

<표 III-11> 일본의 투자신탁 편입 주식 비중

(단위: %)

연 도	주식수	시가총액	거래량	거래대금
1980	1.4	1.8	3.6	3.9
1981	1.3	1.6	3.0	3.2
1982	1.2	1.6	2.7	3.1
1983	1.0	1.6	2.5	3.0
1984	1.1	1.6	2.8	3.6
1985	1.4	1.7	3.4	4.0
1986	1.7	2.1	3.6	4.4
1987	2.6	2.7	4.0	5.1
1988	3.2	3.0	4.9	5.9
1989	3.8	3.5	7.5	7.8
1990	4.0	3.7	8.2	7.8
1991	3.5	3.4	9.1	9.2
1992	3.6	3.4	8.4	7.6
1993	3.4	3.1	8.3	7.5
1994	2.9	2.8	5.7	5.4
1995	2.4	2.3	3.5	3.3
1996	2.1	2.1	3.6	3.5
1997	1.6	1.6	2.7	2.3

자료: 日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998년 6월.

기타가 37%로 구성되어 있다.

99) 1998년 3월 현재 주식형 투자신탁의 규모는 10조 3,670억엔이며, 채권형 투자신탁은 38조 4,670억엔을 기록하고 있다.

<표 Ⅲ-11>은 일본 국내 주식의 투자신탁 편입비중을 정리한 것이다. 여기서 주식수, 시가총액, 거래량, 거래대금은 투자신탁에 편입된 주식을 일본의 모든 증권거래소에 상장된 전체 주식으로 나눈 것이다. 투자신탁에 편입된 주식수의 비중을 보면 1980년 1.4% 수준에서 1990년 4.0%까지 증가하였으나 1997년에는 다시 1.6% 수준으로 떨어졌다. 시가총액의 경우도 1990년 3.7%로 가장 높았으나 1997년에는 1980년 수준인 1.6%로 감소하였다. 한편 거래량과 거래대금을 보면 모두 1991년 9.1%, 9.2%로 가장 높은 비중을 보였으나 1997년에는 2.3% 수준으로 감소되었다. 이와 같은 추세는 주식형의 규모 변화와 밀접한 관계가 있다고 할 것이다. 즉, 주식시장의 상황에 따라 주식형의 비중과 투자신탁에 편입된 주식의 비중이 변하는데 이에 따라 기관투자자로서의 투자신탁의 영향력에도 변화가 있을 것이다.

<표 Ⅲ-12>는 투자신탁에 편입된 공사채의 비중을 요약한 것이다. 투자신탁 편입 공사채는 1980년의 1.9%였으며, 1987년 6.0%로 가장 높았으나, 1997년에는 4.2% 정도를 유지하고 있다. 이와 같은 현상은 우리나라 투자신탁과는 많은 차이가 난다.[100] 투자신탁에 편입된 전환사채는 1980년 6.9%에서 1983년 28.8%로 가장 높았으나 그후 지속적으로 감소하여 1997년 1.9%를 기록하고 있다. 한편 투자신탁이 단기금융시장에서 차지하는 비중은 주식이나 공사채보다는 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 1980년 17%에서 1987년에는 45.5%까지 상승하여 단기금융시장의 비중이 매우 높아졌다. 그러나 1987년 이후에는 오히려 감소하여 1997년 현재 13%를 점유하고 있다.

100) 우리나라 투자신탁의 현황은 제Ⅴ장에서 구체적으로 기술한다.

<표 III-12> 일본의 투자신탁 편입 공사채 비중

(단위: %)

연 도	국내 공사채	전환사채	단기금융시장
1980	1.9	6.9	17.0
1981	2.3	6.1	17.2
1982	3.0	10.0	18.7
1983	4.5	28.8	30.6
1984	5.1	27.8	29.9
1985	4.7	22.9	32.1
1986	5.8	23.4	35.6
1987	6.0	25.1	45.5
1988	5.6	21.4	31.2
1989	4.1	13.7	32.7
1990	3.4	10.8	25.6
1991	3.3	7.1	17.1
1992	4.3	5.8	20.8
1993	5.2	5.2	20.7
1994	4.4	4.3	15.8
1995	4.9	3.2	18.6
1996	4.7	2.2	16.0
1997	4.2	1.9	13.0

자료: 日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998년 6월.

<표 III-13>은 일본 투자신탁 상품의 주요 운용 대상의 현황을 보여주고 있다. 일본 투자신탁의 주요 운용 대상은 주식, 공사채, 그리고 콜론과 어음할인 (bills discount) 등이다.[101] 1980년의 구성비는 주식이 24.8%, 공사채 51.9%, 콜론과 어음할인이 22.2%이다. 즉, 공사채의 비중이 50%를 초과하고 있다. 이런 추세는 1987년까지 계속되는데 1987년의 운용 비중은 주식 22.6%, 공사채 50.8%, 콜론과 어음할인 20.4%였다. 주식의 비중이 가장 높게 나타난 1989년의 주식 비중은 38.4%였

101) 여기서는 주식, 공사채, 콜론과 어음할인의 비중만을 제시하기 때문에 이들 비중의 합은 100이 되지 않는다.

으며, 공사채는 30.4%, 콜론과 어음할인은 21.0%였다. 1989년 이후 주식시장의 약세로 주식 비중은 점차 줄어든 반면 공사채의 비중은 늘어나고 있다. 1997년의 운용 비중은 주식 13.2%, 공사채 56.5%, 콜론과 어음할인이 12.6%로 나타났다. 특히 1992년 MMF 도입 이후 주식의 비중은 빠른 속도로 감소하는 반면 공사채에 대한 운용 비중은 증가하고 있다.

<표 Ⅲ-13> 일본 투자신탁의 운용 현황

(단위: %)

연 도	주 식	공 사 채	콜론과 어음할인
1980	24.8	51.9	22.2
1981	22.5	60.6	16.1
1982	19.0	66.6	13.6
1983	15.6	73.1	11.3
1984	15.1	73.6	10.5
1985	17.4	70.4	11.2
1986	19.7	65.0	13.3
1987	22.6	50.8	20.4
1988	28.4	43.1	17.3
1989	38.4	30.4	21.0
1990	33.7	31.8	20.5
1991	33.7	37.0	19.0
1992	24.5	42.6	23.7
1993	23.2	42.7	18.5
1994	26.9	44.1	15.7
1995	20.7	47.7	15.0
1996	17.2	49.1	13.1
1997	13.2	56.5	12.6

자료: 日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998년 6월.

<표 III-14> 일본 주식형 투자신탁의 운용 현황

(단위: %)

연 도	주 식	공 사 채	콜론과 어음할인
1980	37.2	34.1	27.7
1981	40.6	35.8	23.1
1982	37.1	44.3	17.8
1983	35.7	48.8	15.2
1984	34.5	49.5	15.4
1985	33.4	48.9	16.9
1986	33.0	46.2	18.4
1987	31.6	36.1	24.7
1988	38.2	30.9	19.3
1989	49.5	18.8	22.4
1990	44.2	18.3	22.5
1991	48.9	17.1	22.8
1992	50.2	17.6	26.5
1993	60.2	11.8	21.4
1994	66.9	8.7	20.0
1995	67.5	8.7	19.0
1996	65.7	10.6	18.6
1997	53.6	20.1	19.4

자료: 日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998년 6월.

<표 III-14>는 일본의 주식형 투자신탁의 운용 현황을 보여주고 있다. 주요 운용 대상을 주식, 공사채, 콜론과 어음할인으로 구분하였다. 1980년 주식형 투자신탁의 운용 대상은 주식 37.4%, 공사채 34.1%, 콜론과 어음할인이 27.7%였다. 주식과 공사채가 비슷한 비중을 보여주고 있다. 1981년부터 1987년까지는 공사채의 비중이 주식의 비중보다 높았다. 1984년 공사채의 비중이 49.5%로 가장 높게 나타났다. 1988년부터는 주식의 비중이 다른 운용 대상보다 매우 높은 비중을 차지하고 있다. 특히, 1995년의 주식 비중은 67.5%로 가장 높았다. 1997년의 비중을 보면

주식이 53.6%, 공사채가 20.1%, 콜론과 어음할인이 19.4%를 기록하였다. 요약하면 1988년 이전 주식형 투자신탁의 운용 대상 중에서는 공사채의 비중이 높았다. 그러나 1988년 이후 주식형 투자신탁의 주요 운용 대상은 시장 상황에 관계없이 주식이 가장 큰 비중을 차지하고 있다.

다. 구조

1) 조직

일본 투자신탁의 특징은 계약형, 개방형, 관리형으로 축약할 수 있다. 계약형이란 일본 투자신탁이 위탁회사, 수탁회사, 수익자 등 3당사자로 구성되며 신탁약관에 기초하여 운영됨을 의미한다.[102] 그리고 개방형이므로 수익자가 수익증권을 해약 또는 환매를 원할 경우 위탁회사는 이에 응해야 하고, 관리형이므로 위탁회사는 포트폴리오 구성을 변경시킬 수 있다.[103]

일본 투자신탁은 신탁재산의 운용·관리 업무와 수익증권의 모집·판매

---

102) 신탁약관의 주요 내용은 다음과 같다: ① 위탁회사와 수탁회사, ② 수익자에 관한 사항, ③ 위탁회사와 수탁회사의 책임에 관한 사항, ④ 신탁의 원본액에 관한 사항, ⑤ 수익증권에 관한 사항, ⑥ 신탁 원본과 수익의 관리와 운용에 관한 사항, ⑦ 신탁 원본의 상환과 수익의 분배에 관한 사항, ⑧ 신탁 계약기간 및 연장 그리고 신탁 계약기간 중 해약에 관한 사항, ⑨ 신탁의 계산기간에 관한 사항, ⑩ 수탁회사와 위탁회사의 신탁보수 및 수수료에 관한 사항, ⑪ 신탁약관의 수정에 관한 사항, ⑫ 기타 투자자 보호를 위하여 필요하다고 인정되는 사항 등이다.

103) 일정 기간 환매를 허용하지 않는 단위형 투자신탁도 있다.

업무로 크게 구분할 수 있다. 위탁회사는 개별 펀드마다 신탁약관에 근거하여 수탁회사와 신탁계약을 체결하며 신탁재산의 운용을 담당한다.[104] 그리고 위탁회사가 되고자 하는 회사는 대장성의 면허를 받아야 한다.[105] 최초 위탁회사는 1960년 이후 증권회사로부터 분리 독립되었으나 증권회사의 자회사 형태로 운영되고 있다.[106] 수탁회사는 위탁회사의 운용지시에 따라 신탁재산의 관리·처분 및 신탁재산의 계산을 담당한다. 즉, 수탁회사는 신탁회사 또는 신탁업무를 영위하는 신탁은행이다.[107] 일본의 위탁회사는 1~7개의 수탁회사와 펀드마다 별도 신탁계약을 체결하고 있다. 그리고 1970년부터 외국 증권의 편입이 가능함에 따라 외화표시 자산을 현지에서 보관하는 보관기관을 두도록 되어 있다.

한편 수익증권의 판매는 대부분 증권회사가 담당한다.[108] 위탁회사는 신탁약관에 의하여 특정 증권회사와 판매계약을 맺고 이를 지정 증권회사로 지정한다. 지정되는 대부분의 증권회사는 대부분이 위탁회사

---

104) 신탁약관은 위탁회사, 수탁회사, 수익자 등 3당사자의 기본 관계를 정한 것이며, 사전에 대장성의 승인을 얻어야 한다. 그러나 승인을 얻은 신탁약관도 위탁회사가 수익자의 이익을 위해 필요하다고 인정될 때에는 수탁회사의 동의하에 대장성의 승인을 얻어 변경할 수 있다.

105) 위탁회사는 다음과 같은 업무를 수행한다: ① 대장성에 투자신탁 약관의 승인 신청, ② 수탁회사와의 투자신탁계약, 수익증권의 판매, 펀드 설정 업무, ③ 수익증권의 발행, ④ 신탁재산에 대한 운용지시, ⑤ 분배금과 상환금의 지급, ⑥ 신탁재산의 해약, ⑦ 신탁재산의 손익보고서 작성, ⑧ 신탁재산의 운용보고서 및 투자설명서 작성.

106) 1998년 4월 현재 일본 증권회사 계열 위탁회사가 16개, 투자자문회사 계열 위탁회사가 12개, 외국계 위탁회사 20개 등 총 48개의 위탁회사가 영업을 하고 있다.

107) 현재 14개의 신탁회사와 1개의 상업은행 등 총 15개의 수탁회사가 수탁업무를 담당하고 있다.

108) 여기서 증권회사는 증권거래법 (Securities and Exchange Law)과 외국증권회사법 (Law on Foreign Securities Firms)에 의해 대장성의 허가를 받아야 하며 투자신탁의 모집·판매 뿐만 아니라 딜러, 브로커, 인수업무 등도 수행한다.

의 모회사인 증권회사다. 즉, 증권회사는 신탁약관상의 당사자는 아니지만 수익증권의 매매·인수·모집 및 수익분배금이나 상환금 지급 등의 업무를 통하여 직접 투자자와 접촉하는 중요한 역할을 수행한다.[109] 또한 위탁회사와의 계약을 체결한 지정 증권회사는 소유 수익증권에 대한 해약 청구권을 갖는다.

투자자는 수익증권을 증권회사를 통하여 매입함으로써 수익자가 된다. 수익자의 권리로는 수익분배금 청구권, 상환금 청구권, 수익증권 환매 청구권, 위탁회사의 신탁재산 관계 장부서류의 열람 또는 복사 청구권 등이 있다.

2) 운용

신탁재산의 운용은 위탁회사가 담당한다.[110] 일본의 증권투자신탁업법 제2조 1항은 투자 대상을 증권거래법상의 유가증권으로 규정하고 있다. 그리고 증권투자신탁협회의 자율규제 규정에서 정하고 있는 투자할 수 있는 유가증권은 다음과 같다. 첫째, 국내외 증권거래소에 상

109) 수익증권은 증권회사 창구에서 판매하는 방식 이외에도 외무원이 투자자를 호별 방문하여 모집과 판매를 권유하는 방식도 있다. 일본증권업협회에 등록된 외무원에는 다음과 같은 종류가 있다: ① 모든 종류의 증권을 취급할 수 있는 집단, ② 주식, 채권, 국내외 투자신탁, 금예금구좌(gold-saving plans)와 저당채권 (mortgage-backed securities)을 취급할 수 있는 집단, ③ 채권, 국내외 투자신탁, 금예금구좌와 저당채권을 취급할 수 있는 집단 등이다.

110) 위탁회사는 운용보고서를 작성해야 하는데 운용보고서는 펀드가 어떻게 운용되고 그 결과가 무엇인지를 그리고 현재의 운용 내용을 설명한다. 주요 내용으로는 투자 환경, 운용 상황, 장래의 운용 방침, 기준가액 및 분배금의 상황 등을 포함하고 있다.

장된 모든 주식과 국내외 장외시장에 등록된 모든 주식이다.[111] 한편 투자신탁은 비상장·비등록 주식에도 투자할 수 있다.[112] 그러나 사모채권 (privated-placed bond)과 같은 비유동적 증권 (illiquid securities)에의 투자는 펀드 총 순자산의 15%를 초과할 수 없다.[113] 둘째, 국내 채권으로 국채, 지방채, 정부보증채, 회사채, 전환사채 등으로 상장 유무에 상관없다. 사모채권도 제한된 범위 내에서는 투자가 가능하다. 외국의 채권도 국내 채권과 동일하게 취급된다.[114] 셋째, 국내외 CP, 국내외 CD, 금전신탁, 콜론 (어음할인 포함) 등이다. 넷째, 국내외 시장에서의 금융선물거래, 주가지수 선물거래, 금융 옵션거래, 주가지수 옵션거래, 통화 스왑거래, 이자율 스왑거래, 선도거래 등 파생상품에 대한 투자도 가능하다.[115] 파생상품에 대한 투자는 파생상품의 추정 위험이 펀드의 총 순자산의 50%를 초과할 수는 없다. 이외에도 투자신탁은 증권대부, 신용거래, 전환사채나 교환사채 등을 제외한 채권의 공매, 외국통화에 대한 선도계약 등에 대해서도 투자 가능하다.

일본의 투자신탁은 유가증권에 투자하는 경우 몇 가지 제한을 두고 있는데 이와 같은 사항은 각 펀드의 신탁약관이나 투자설명서의 투자

---

111) 외국 증권거래소에서 거래되는 주식에 대한 투자는 증권투자신탁협회가 인정하는 외국 증권거래소에서 거래되는 주식으로 제한되어 있었다. 그러나 1995년 1월 이후 대장성의 허가를 받은 신탁약관에 기록된 외국의 어떤 증권거래소에서 거래되는 주식에 대해서도 투자가 가능하게 되었다.

112) 비상장·비등록 주식에 투자하기 위해서는 다음의 조건들을 만족시켜야 한다. 첫째, 이들 주식에 대한 가격정보를 브로커 등을 통하여 이용 가능해야 한다. 둘째, 이들 주식을 발행한 기업들이 기업 경영과 법에서 요구하는 정보를 정기적으로 공시하여야 한다.

113) 비유동적 증권에는 비상장·비등록 주식도 포함된다.

114) 외국 회사채의 경우 기업 경영과 기타 정보들이 공시되는 기업이 발행한 채권만이 가능하다.

115) 1994년 말까지는 증권투자신탁협회 자율규제에 의해 파생상품에 대한 투자는 헤지 목적으로만 가능하였으나, 1995년 1월 이후 헤지 목적 이외의 투자도 가능하게 되었다.

정책에 분명하게 제시되어야 한다. 먼저 위탁회사가 신탁재산으로 동일회사가 발행한 주식의 10%를 초과하여 투자할 수 없도록 하고 있다. 각 펀드의 신탁약관에 의해 각 펀드의 총 순자산의 10% 이상을 동일회사가 발행한 주식을 보유하지 못하게 하거나, 5% 이상 보유하지 못하게 하고 있다. 그러나 1995년 9월부터 특정 주식형 투자신탁의 경우에는 동일회사에서 발행한 주식을 10% 이상 보유할 수 있도록 허용하였다.[116] 그리고 모든 펀드는 총 순자산의 10% 이상을 동일회사가 발행한 전환사채를 보유할 수 없다.

신탁재산에 편입되어 있는 주식의 매매는 원칙적으로 당해 주식이 상장되어 있는 증권거래소를 통해 행한다. 신탁재산에 편입된 주식매매의 위탁매매 수수료는 당해 주식의 취득가격에 가산되거나 매도가격에서 공제되어 기장된다. 투자신탁은 매일 매일 순자산가치로 평가되며, 일별로 공시된다. 편입 주식의 평가는 원칙적으로 당해 위탁회사의 전체 신탁재산에 관련된 유가증권의 매매거래가 주로 행해지는 거래소에서의 계산일 최종시세에 의한다.

일본에서 투자신탁에 편입된 공사채에 대한 평가는 다음과 같다. 첫째, 증권거래소에 상장된 공사채는 시가로 평가한다.[117] 둘째, 증권거래소에 상장되지 않는 공사채는 취득가격 (acquisition value)에 의한다.[118] 그리고 일본에서는 현재 미상장 채권에 대해 가능한 한 공정가

116) 특정 주식형 펀드는 신탁약관에 총 순자산 중 주식의 최대 보유 비율을 정하는 경우도 있으며, 공격적인 성격의 펀드는 주식의 보유 비율에 제한을 두지 않는 것도 있다.

117) 그러나 매매가 활발한 일본 국채를 제외하고는 실제로 시가에 의해 평가되는 채권을 거의 없다.

118) 예외로 일부 공사채형 투자신탁의 경우 원가법 (amortized cost method)에 기초한 가액 (취득가액과 상환가액의 차액을 당해 기간 동안 일할 계산한 금액을 장부가액에 가감한 가액)과 일본 증권업협회가 공표한 장외기준 기배에 의해 평가한 것을 인정하고 있다.

치 (fair value)로 평가하는 것을 검토하고 있다. 외화표시 자산을 자국 화폐로 환산하는 환율은 일본 외국환 공인은행의 대고객 전신환 매매율 통일 매매 기준가격의 중간 시세에 의하고 있지만, 이것이 없는 경우에는 동경은행 (Bank of Tokyo-Mitsubishi)이 발표하는 계산일 대고객 전신환 매매율의 중간 시세에 따른다.

마지막으로 위탁회사는 선량한 관리자의 의무를 다하여 신탁재산을 가장 안전하고 유리한 방법으로 운용하되 수익자 보호를 위하여 다음과 같은 행위는 금지되어 있다: ① 위탁재산으로 유가증권의 인수 또는 금전의 대출을 지시하는 일 (단 콜론제외), ② 자기회사나 자기회사의 임원 또는 주요주주의 내부거래를 지시하는 일, ③ 신탁재산 상호간에 있어서 대장성령으로 정하는 유가증권의 거래행위를 지시하는 일, ④ 동일법인이 발행한 동일종목의 유가증권에 대장성령이 정하는 비율을 초과하여 투자하는 행위, ⑤ 펀드와 관계 증권회사간의 거래가 다른 제3자와의 거래조건과 차이가 나는 경우와 공정한 거래에 나쁜 영향을 미치는 거래 행위, ⑥ 관계 증권회사나 수익증권을 판매하는 증권회사의 브로커 수수료 증대를 위하여 단기거래를 하는 행위, ⑦ 선물과 옵션거래를 통해 펀드간의 수익을 이전하는 행위, ⑧ 관계 증권회사가 인수업무를 행한 주식 중 인수되지 않은 주식을 취득하는 행위, ⑨ 위탁회사가 일임매매 가능한 투자자문회사를 동시에 운용하는 경우 투자신탁 수익자의 이익에 나쁜 영향을 미치는 거래를 행하는 경우, ⑩ 일임매매가 가능한 투자자문회사와 임직원 및 장소의 공유하는 행위, ⑪ 펀드의 파생상품에 대한 추정 위험이 총 순자산의 50%를 초과하여 투자하는 행위, ⑫ 펀드의 총 순자산의 15%를 초과하여 사모채권과 같은 비유동적 채권에 투자하는 행위 등이다.

3) 판매

일본의 수익증권 판매는 크게 간접판매와 직접판매로 구분할 수 있다. 간접판매의 방법은 위탁회사가 지정하는 지정 증권회사가 담당하는 경우와 공개판매를 행하는 증권회사가 담당하는 경우로 구분된다. 지정 증권회사를 통한 판매는 수익증권의 매매를 위탁회사가 선정한 지정 증권회사가 담당하는 형태다.[119] 이 경우 지정 증권회사는 수익증권의 모집 및 판매뿐만 아니라 수익분배금 및 상환금 지급, 수익증권 교환 및 보호예탁, 위탁회사에 대한 환매 수익증권의 일부 해약청구 등의 업무를 수행한다. 공개판매는 위탁회사가 모회사인 증권회사에 종속되는 것을 방지하기 위해 수익증권의 판매가 계열회사가 아닌 타 증권회사에서도 수행할 수 있는 제도이다. 공개판매에 의해 모집·판매 업무를 취급하는 증권회사는 소정의 수수료를 받고 있으며, 위탁회사는 판매실적을 고려하여 신탁재산에 관계된 유가증권 판매의 위탁 발주를 주고 있다.

위탁회사에 의한 직접판매는 1995년 이후 본격화되었다.[120] 이는 위탁회사가 본점에서 수익증권을 판매하는 형태다.[121] 이와 같은 직접판매의 허용은 간접판매에 따른 위탁회사의 독립성 및 전문성 제고 문제, 판매수수료의 절감 등의 이유로 허용되었다고 할 수 있다.

수익증권을 판매하는 경우에는 위탁회사가 작성한 투자설명서(prospectus)를 제공하여야 한다. 이 투자설명서는 투자자들이 쉽게 인

119) 모회사인 증권회사가 판매업무를 담당하므로 자회사인 투자신탁 위탁회사의 독립성 문제가 제기되고 있다.
120) 대장성은 1992년 4월 위탁회사 허가에 관한 규정을 완화하여 위탁회사가 수익증권을 직접 판매하는 것을 허용하였다.
121) 1998년 3월 현재 25개의 위탁회사가 직접판매를 하고 있다.

지할 수 있고 이해 가능하도록 작성되어져야 한다. 그리고 증권거래법에서는 증권회사들이 수익증권을 판매할 때 불공정한 권유행위 (unfair solicitation activities)를 금지하고 있다.[122] 또한 수익증권을 판매하는 위탁회사와 증권회사가 행하는 광고나 선전에도 규제가 따른다.[123]

투자자들이 투자신탁의 만기 전에 수익증권을 유동화 시키는 방법에는 크게 두 가지가 있다. 첫째, 수익증권을 매입한 증권회사에 수익증권의 환매를 요구하는 것이다. 환매가격은 순자산가치를 기준으로 계산된다. 이때 투자자는 순자산가치에서 신탁의 원본을 초과하는 부분의 20%를 세금으로 원천징수를 당하므로 이를 공제한 금액을 수취한다.

또 다른 방법은 위탁회사에게 수익증권의 해약을 청구하는 것이다. 이 경우에도 순자산가치를 기준으로 가격을 결정한다. 실무에서는 증권회사를 통한 수익증권의 해약 청구가 많은데 어떤 투자신탁은 수익증권을 매입한 투자자가 직접 위탁회사에 환매나 해약을 청구하는 경우도 있다. 즉, 환매 방법에는 증권회사에 대하여 수익증권의 매수를 청구하는 매수청구제도와 위탁자에게 신탁계약의 일부 해지를 청구하는 일부해약청구제도 (또는 직접청구제도)가 있다.[124] 매수청구제도는 매수청구가 있는 경우 지정 증권회사는 매수 약정 성립일의 기준가격으로 산출된 매수가격으로 수익증권을 매수하는 것이고, 일부해약청구

---

122) 불공정한 권유행위 금지는 증권투자신탁업법에 의해 직접판매를 행하는 위탁회사에도 적용된다.

123) 이는 증권투자신탁협회의 자율규제 (The Business Rules of the Investment Trust Association)로 다음의 사항을 광고·선전에 표현하는 것이 금지되어 있다: ① 투자자의 원금이 보장된다는 것을 표현하거나 오해를 일으킬 수 있는 표현, ② 위탁회사, 수탁회사, 증권회사의 기능을 오해할 수 있는 단어나 문구의 사용, ③ 투자신탁의 성과와 대한 단정적인 판단과 관련된 표현 등이다.

124) 환매 방법에 따라 세율이 다르게 적용됨에 따라 투자자는 두 가지 중에서 유리한 방법을 선택할 수 있다.

제도는 환매 청구 수익자가 보유한 수익증권에 대한 신탁재산의 일부가 부분적으로 상환되는 제도이다. 수익증권의 환매는 신탁계약에 따라 제한되는 것이 있다.[125] 수익자가 신탁기간 중 환매할 때는 증권회사에 신청한 후 대금은 원칙적으로 4일 후 (중기국채펀드는 익영업일, 이금펀드는 당일)에 지불된다. 다만, 증권거래소의 거래정지, 외환거래정지 등의 부득이한 사정이 발생한 때는 환매가 중지된다. <표 Ⅲ-15>는 일본 투자신탁의 구조를 요약한 것이다.

<표 Ⅲ-15> 일본 투자신탁의 구조 요약

형태	계약형 투자신탁
판매자	증권회사 및 투신위탁회사 (모집의 취급은 증권거래법상 증권회사로 제한)
자산운용자	위탁회사: 대장성의 면허가 필요 (타업을 영업으로 한 경우에는 대장성의 승인 필요)
자산보관자	신탁은행

125) 예를 들어 패밀리 펀드 등은 설립 후 2년간은 원칙적으로 매수청구나 일부해약청구는 할 수 없게 되어 있다. 또한 단위형·주식형 투자신탁의 일부 및 단위형 공사채 투자신탁의 경우에는 전체 신탁기간 동안 환매청구를 할 수 없도록 되어 있다.

라. 규제

대장성은 위탁회사와 수탁회사에 대해 주요한 업무를 감독한다. 주요 감독업무는 임원의 겸직 제한 및 승인, 폐업·해산 등의 인가, 보고서의 요구 및 검사, 투자자 보호를 위한 감독 업무 등이다. 그리고 자율규제 기관으로 증권투자신탁협회가 있다. 증권투자신탁협회는 투자자 보호 및 증권투자신탁의 건전한 발전에 기여할 목적으로 업무를 추진하며 대장성의 감독을 받는다.[126] 증권투자신탁협회의 회원은 위탁회사와 수익증권의 매매 또는 기타 거래를 상시 행하는 증권회사로 구성되어 있다.

마. 상품의 종류

일본에서 판매되고 있는 투자신탁 상품은 자산구성, 추가설정 여부, 투자 목적 등에 따라 다양하다. 자산구성에 따라서는 주식형 투자신탁과 공사채형 투자신탁이 있다. 주식형은 투자 대상이 주로 주식인 경우이며, 공사채형은 펀드 자산을 중기국채, 장기국채, 회사채 등에 운용하는 투자신탁이다. 그리고 추가 설정 여부에 따라 단위형과 추가형으로 구분한다.

단위형은 추가 설정을 할 수 없는 형태로 패밀리펀드와 스팟형(spot)이 있는데 일정 기간 환매할 수 없는 환매 불가능 기간이 정해져 있다.[127] 추가형은 펀드 설정 후 자금의 유입에 따라 추가설정이 가능한

126) 대장성은 공익 또는 투자자 보호를 위해 필요 또는 적당하다고 인정되는 경우 협회에 업무에 관한 보고서를 요구하거나 법령 위반 등의 경우에 시정명령을 할 수 있다.

형태로, 추가 설정 또는 일부 해약에 의해 원본의 증감이 이루어지며 일정 기간 환매할 수 없는 환매 불가능 기간 (3개월)을 정할 수도 있다. 투자 목적에 따라서는 안정형, 성장형, 안정 성장형으로 분류된다.[128]

그리고 위험과 수익에 따라 투자신탁 상품을 5가지로 분류하고 있다. 다음에 제시되는 순서에 따라 위험과 수익이 점점 증가한다. 먼저 안정 중시형은 안정적 이자를 목표로 가치 변동이 작은 증권으로 운용되는 것인데 원금이 보장되지는 않는다. 둘째, 이자 추구형으로 이자의 증식을 목표로 공사채를 중심으로 운용되며 가치 하락의 위험은 있다. 셋째, 가치 증식 및 이자 추구형인데 이는 가치상승을 추구하고 이자 증식을 함께 추구한다. 이 유형은 주식과 공사채 등을 조합하여 운용하는데 가치 상승의 이익을 추구하는 반면 가치 하락의 위험은 공존한다. 넷째, 가치 상승 추구형인데 이는 가치 상승을 목표로 주식 중심으로 운용되며 큰 가치 하락의 위험에 노출되어 있다. 다섯째, 적극적 가치 상승 추구형이다. 이는 높은 가치 상승을 목표로 파생상품과 가격변동이 큰 증권 등에 적극적으로 투자하는데 매우 큰 가격 하락의 위험이 존재한다.

---

127) 패밀리펀드는 상품의 성격이 같은 펀드를 매월 계속적으로 모집, 설정하는 형태로 모펀드를 자펀드에 편입시키는 방법으로 설정·운용되는 단위형이며, 주식형과 국채형이 있다. 스팟형 (spot)은 증시 상황에 따라 또는 투자자의 필요에 따라 수시로 모집·설정되는 단위형으로 매기 말 운용수익을 분배하는 분배형과 신탁기간 중 운용수익을 재투자하여 상환시에 일시 분배하는 무분배형이 있다. 스팟형의 신탁기간은 2년부터 10년까지 다양하며 설정 후 2년간은 환매할 수 없다.

128) 안정형은 주식의 편입 비율이 50% 이하이며, 성장형은 주식 편입 비율에 제한이 없고, 안정성장형은 편입 비율이 50%~70% 정도이다.

바. 공시

증권투자신탁업법에 위탁회사는 수익증권 설명서를 작성하여 교부하도록 하고 있다. 수익증권 설명서는 모집 중에 있거나 판매 중에 있는 펀드의 개요를 설명한 것이다. 주요 내용에는 펀드의 특색, 모집•판매의 요령, 총 좌수, 설정일, 신청 방법, 수수료와 세금, 신탁약관에서 정해야 할 사항, 당해 투자신탁의 구조 및 운용 방침 등이 포함된다. 신탁재산에 관한 장부서류를 당해 신탁계약의 종료 후 5년간 보존하여야 하며, 수익자는 위탁회사에 대하여 영업시간에 신탁재산에 관한 장부서류를 열람 또는 복사를 청구할 수 있다.

그리고 위탁회사는 매 결산기마다 투자신탁 운용보고서를 작성하여 직접 또는 수익증권을 판매한 증권회사를 통하여 투자자에게 전달하여야 한다. 운용보고서에는 운용에 관한 정확한 정보들을 포함해야 하는데 증권거래 상황, 선물•옵션 거래보고서, 손익보고서, 펀드와 관계기관 간의 거래보고서 등이 포함된다. 이 운용보고서는 투자자 보호 측면에서 구체적인 운용 사항과 투자 결과를 투자자들이 쉽게 접근할 수 있고 이해 가능하도록 작성하여야 한다.

또한 증권투자신탁협회에서는 투자신탁 운용 실적을 상품 유형별로 발표하고 있다. 자율규제로는 적정한 권유 행위의 준수 및 부정 행위의 금지, 광고•선전의 규제 등을 적용하고 있다.

사. 과세

일본의 경우 크게 주식형 투자신탁과 공사채형 투자신탁에 따라 과세체계가 구분된다. 수익자에게 분배되는 분배금이 주식형에서 발생되면 배당소득으로, 공사채형에서 발생되면 이자소득으로 과세된다.[129] 주식형의 수익자가 개인인 경우는 배당소득의 20%를 원천 분리과세하고, 법인인 경우에는 20%의 원천징수 후 법인세에서 조정을 받는다.[130] 한편 수익증권을 매도시 매매차익에 대해서는 개인의 경우 비과세되나 법인은 과세된다. 그리고 수익증권을 매각하는 경우 매각대금의 0.10%가 유가증권 거래세로 부과된다.[131] 공사채형에서 발생되는 이자소득도 주식형과 마찬가지로 수익자를 개인과 법인으로 구분하여 동일하게 과세된다. 수익증권 매각익도 주식형과 동일하게 처리되는데 유가증권 거래세는 0.015%다.

수익자가 비거주자인 경우에는 개인과 법인 그리고 일본과 조세협약이 체결된 상대국의 거주자인지에 따라 각각 상이하게 적용되는데 일본에 영주하는 수익자는 일본의 개인 및 법인과 동일하게 과세된다. 그리고 1989년 4월 일본에서는 소비세 (consumption tax)가 부과되기 시작하였다.[132] 세율은 도입 초기에는 3%였으나 1997년 4월 5%로 인상되었다. 투자신탁 관련 소비세 부과 항목은 판매수수료, 주식형 투자신탁의 신탁보수, 브로커 수수료 등이다.[133]

---

129) 주식형과 공사채형 중 특정 펀드는 비과세 제도를 이용하여 세금 혜택을 받을 수도 있다.
130) 원천징수되는 세금은 소득세 15%와 지방세 5%로 구성된다.
131) 세율은 1998년 4월에 변경되었다.
132) 이 소비세는 상품 판매 뿐만 아니라 서비스 제공에도 부과된다.
133) 공사채형 투자신탁의 신탁보수는 소비세 과세 대상에서 제외된다.

아. 투자신탁의 발전 방향

일본 투자신탁의 최대 특징이자 문제점은 판매가 운용 성과에 의거하지 않는다는 것이다. 즉, 경쟁의 부족, 특히 투자신탁은 소액투자자를 대상으로 한 금융상품이라는 이유로 정책에 의해 보호되어 그 운용 및 판매에 다양한 경쟁이 도입되지 않았다. 그리고 투자자 보호를 위한 정보의 공시에도 문제가 있다. 특히, 성과 공시가 중요하나, 투자자가 신문상으로 투자신탁의 기준가격을 검토하는 것 이외에 운용 성과에 대한 정보를 얻을 수 없다. 또한 광고 제한 등은 경쟁 제한·정보 제한을 가져와 투자자 보호에 역행하는 효과를 가져오고 있다.

일본의 투신연구회에서는 신탁계약의 개별 승인제, 공시제도, 자산운용·수익 분배에 관한 규제, 투자신탁의 설정·운용 및 판매, 운용성과 평가, 회사형 투자신탁, 사모 투자신탁, 외국 투자신탁, 투자신탁 위탁업무와 투자 일임업무의 겸업 등에 관한 의견을 제시하였다. 특히, 펀드의 운용성과에 관한 정보와 투자신탁 업계의 경쟁 촉진이 강조되고 있다.

투자신탁의 운용 성과에 대한 정보와 관련해서는 투자신탁을 판매하는 증권회사가 판매한 펀드의 과거 수익률을 축적하고, 펀드의 성질과 운용 성과를 알 수 있도록 펀드별로 비교 가능한 지수 (index)의 사용을 권고하고 있다. 이를 위해 관계 기관들이 펀드의 적절한 분류와 쉽게 관련지울 수 있는 인덱스의 개발을 주장하고 있다. 그리고 펀드의 성과를 공정하게 평가하는 평가기관의 설립 필요성도 강조하고 있다.

다음으로 경쟁 제한적 요소의 철폐를 주장하고 있다. 홍콩의 경우 국내외의 구분이 거의 없는 금융시스템을 채용하고 있기 때문에 홍콩 투자신탁운용회사의 대부분이 세계적인 운용회사이거나 계열회사다.

따라서 협소한 개념에서의 투자신탁이 아니라 보다 넓은 투자회사로서 행동하기 때문에 경쟁도 매우 치열하다. 반면 일본 투자신탁에 대한 규제나 관행은 활동 범위를 크게 위축시켰다. 그러나 1994년 말 투자신탁제도 개혁에 의해 투자신탁과 투자자문간 겸업이 허용되고 투자 대상에 대한 규제도 완화되었다.

그리고 일본 금융시스템의 활성화 방안 중 증권투자신탁과 관련된 부분은 다음과 같다. 은행 등에 의한 투자신탁의 창구 판매를 허용하여 경쟁을 촉진하고, 이용자의 편익성을 제고시킬 계획이다. 그리고 증권투자신탁의 자산운용 등에 관한 규제의 완화·철폐, 사모 유가증권 등에 대한 운용 규제의 철폐, 증권투자신탁 약관의 개별 승인제도로부터 신고제로의 전환, 회사형 증권투자신탁의 도입을 위한 환경 정비 등이 포함되어 있다.

최근 (1998년 4월 1일) 일본은 본격적인 금융개혁을 실시하여 1997년에 개정된 외환관련법, 독점금지법, 중앙은행법 등이 일제히 시행에 들어갔다. 구체적으로 4월부터 금융업 상호참여 허용으로 은행, 증권, 보험간의 벽이 급격하게 무너졌다. 보험회사에서 은행 종합계좌를, 은행 창구에서 투자신탁 상품을 파는 종합금융 시대가 도래했다. 그리고 일임매매와 투자신탁을 접목한 "랏프로"를 비롯해 예금, 보험, 신탁, 채권의 성격이 다양하게 혼합된 신종 금융상품이 쏟아지면 금융계는 본격적인 가격파괴 시대로 돌입한다.

빅뱅의 핵심인 은행·보험의 투자신탁 판매는 1998년 12월 허용된다. 현재 일본의 투자신탁 시장은 상품개발 등 모든 부문에서 낙후되어 있으나 약 1,200조엔에 달하는 일본 개인자산이 향후 고수익의 투자신탁에 몰릴 것으로 예상됨에 따라 격렬한 시장 경쟁이 전망된다. 1999년에도 개혁은 지속되어, 증권회사와 신탁은행이 자회사를 통해 서로 상

대 업종에 진출할 수 있게 된다. 이에 따라 금융업계에는 투자신탁·은행·증권 업무를 모두 처리하는 종합금융회사가 잇달아 출현할 것으로 분석된다. 2000년에는 마지막으로 보험시장이 부분적으로 개방된다. 2001년에는 보험시장이 완전히 자유화되어 은행·증권이 자회사를 통해 진출할 수 있을 뿐 아니라 보험회사도 은행·증권 업무 수행이 가능해진다. 즉 업종간 진입장벽이 완전히 제거돼 금융시스템 개편이 마무리될 것으로 예상된다.[134]

최근 개정된 일본의 증권투자신탁업법에는 오는 12월부터 회사형 투자신탁을 허용하기로 하였다. 또한 공모 투자신탁뿐만 아니라 사모 투자신탁을 법률적으로 인정하는 근거를 마련했다. 회사형 투자신탁인 증권투자법인은 "자산을 주로 유가증권에 투자 운용하는 것을 목적으로 하는 법인"으로 정의되어 있다.[135] 그리고 증권투자법인을 설립하려

---

134) 일본판 빅뱅 관련법안 주요내용은 크게 외환규제의 철폐, 자산운용의 자유화, 서비스 자유화, 고객보호 강화 등으로 구분할 수 있다. 구체적인 내용은 다음과 같다. 외환규제 철폐: ① 외국환 은행간 취급할 수 있던 외환업무를 자유화 (98년 4월), ② 외화 환전업무 자유화 (98년 4월), ③ 해외 금융기관에 대한 개인-법인의 예금, 주식-채권투자 가능하도록 해외 예금보유 규제 완화 (98년 4월). 자산운용 자유화: ① 회사형 투자신탁 허용 (98년 12월), ② 투자모집인원 50명 미만의 사모 투신상품 허용 (98년 12월), ③ 은행의 투신상품 창구판매 허용 (98년 12월), ④ 증권 파생상품 규제 전면폐지 (98년 12월). 서비스 자유화: ① 손해 보험료율 자유화 (98년 7월), ② 5천만엔 이상 주식 매매 위탁수수료를 98년 4월부터 자유화, 98년 말까지 나머지도 전면 자유화, ③ 면허제인 증권회사 설립을 등록제로, 투신사 설립을 인가제로 개편 (98년 12월), ④ 은행계 증권자회사의 업무범위 제한 폐지 (98년 하반기 중), ⑤ 은행과 보험사의 상호진입 허용 (보험-은행은 2000년 3월, 은행-보험은 2001년 3월). 고객보호 강화: ① 금융기관 재무제표를 연결베이스로 작성, 정보공개 강화 (99년 4월), ② 보험계약자 보호기구 및 투자자 보호기금 창설 (98년 12월).

135) 증권투자법인의 순자산액이 법정액을 하회하는 경우에는 등록을 취소할 수 있다.

면 설립기획단을 구성해야 하는데 설립기획단의 범위는 다음과 같다: ① 증권투자신탁 위탁업자, ② 유가증권에 관계되는 투자자문업의 규제 등에 관한 법률 제24조의 인가를 받은 투자자문업자, ③ 기타 타인의 자산운용에 관계되는 업무 가운데 정령에서 정하는 것에 관하여 지식 및 경험을 가진 자로서 정령에서 정하는 자 등으로 제한하고 있다. 또한 설립기획단은 규약을 작성하여야 하며 설립 등기를 함으로써 성립되지만 총리대신의 등록을 받지 않으면 자산을 운용할 수 없다.[136]

그리고 회사형 투자신탁에는 주주총회에 해당하는 투자 주주의 총회와 집행임원, 감사 및 그들로 구성되는 이사회가 있다.[137] 그리고 증권투자법인은 자산운용을 운용회사에, 자산보관을 자산보관회사에 위탁하도록 의무화하였다.

136) 규약에는 설립 목적, 상호, 발행주식의 총수, 설립시 발행할 발행금액 및 주식수, 증권투자법인이 항시 보유해야 하는 최저한도의 순자산액, 자산운용의 대상 및 방침, 이익분배에 관한 방침, 운용회사·자산보관회사의 명칭 등을 기록하여야 한다.

137) 총회에서는 정관 변경, 임원이나 회계감사인의 선임, 해임, 합병, 해산 등의 결의, 자산운용회사의 선임 등에 결의를 한다.

3. 기타 국가의 투자신탁제도

가. 동남아시아 주요국의 투자신탁제도

1) 홍콩

홍콩의 자금운용 산업은 Unit Trust와 뮤추얼펀드로 크게 구분된다. Unit Trust는 1978년 Unit Trust법이 제정되면서 시작되었고, Unit Trust 관리위원회도 설립되었다. 그리고 1981년 뮤추얼펀드법이 발표되었는데 뮤추얼펀드를 Unit Trust와 동일하게 규제하도록 하고 있다. 또한 1986년에 홍콩 단위형 신탁협회 (Hong Kong Unit Trust Association: HKUTA)가 조직되었으며 1992년 홍콩투자기금협회 (Hong Kong Investment Fund Association: HKIFA)로 개칭되어 역할이 확대되었다.[138]

홍콩 Unit Trust의 특징은 운용회사의 본사가 홍콩 외부에 위치한 것이 대부분인데 이는 운용회사의 국제화를 반영한 것이다. 그리고 자본시장 자유화로 다양한 자금이 운용되며 운용회사들도 다양한 종류를 보여주고 있다. Unit Trust의 투자는 주로 장기 투자로 파악되고 있으며, Unit Trust의 성과는 부문별·기간별 수익률을 비교 가능한 지수를 개발하여 공시하고 있다. 그러나 위험은 평가의 어려움으로 공시되지 않고 있다.

---

138) 자율규제기관은 아니고 임의단체에 해당한다.

홍콩 자산운용 산업의 규제기관은 증권선물위원회 (Securities & Futures Commission: SFC)다. 증권선물위원회는 Unit Trust, 뮤추얼펀드 등의 인가권을 가진다. 증권선물위원회의 인가를 얻지 못한 펀드에 대해서는 투자자보호령 (Protection of Investment Ordinance)에 의한 투자자 보호 조치를 취해야 한다. Unit Trust법과 뮤추얼펀드법은 국제화의 진전에 따라 점차 규제가 완화되고 있다. 특히, 1991년 역외펀드 산업을 확대시켰으며 펀드의 광고에 대한 규제도 완화시켰다. 그리고 1992년 5월에는 선물옵션펀드가 승인되었다.

2) 싱가폴

싱가폴의 Unit Trsut 산업에는 투자신탁협회와 같은 조직은 없으나, Unit Trust의 가격 정보는 매일 신문에 공표되고 있다. 현재 30여개의 펀드 운용회사가 운용하는 펀드수는 약 100개 정도이며 Unit Trust 회사는 회사법을 근거로 설립된다. Unit Trust의 성장은 개인에 대한 정부의 강제적 저축 시스템인 중앙연금기금 (Central Provident Fund: CPF)을 중심으로 이루어졌다. 중앙연금기금은 고용자와 피고용자로부터 급여의 일정비율 (현재 20%)을 갹출하여 운용하는 기관으로 기금은 고용자의 퇴직 후 생활 보장 및 주택 취득 등으로 사용된다. 중앙연금기금의 자금운용은 국채로 한정되어 있으며, 적립금에 대한 이자율도 은행의 12개월 정기예금 이자율의 단순평균으로 규정되어 있다.

그러나 국영기업의 민영화로 주식시장이 확대됨에 따라 다양한 투자층이 필요해짐에 따라 가입자 개인이 원하면 적립금 중 일부를 인출하여 개별 주식을 구입할 수 있다. 그리고 CPF-Approved Funds라는 중앙연금기금 가입자 전용 Unit Trust가 인가되었다. 이는 면세 특전

이 주어지는 반면 매매에 제약이 있으며 최저 보유 기간도 정해져 있다.

3) 말레이지아

말레이지아 Unit Trust 산업은 1978년 수탁자위원회 (Board of Trustees) 산하에 말레이지아인 전용 Unit Trust인 YPB (Yayasan Pelaburan Bumiputera)가 설립되었다. YPB의 실행기관인 PNB (Permodalan Nasional Bdrhad)가 자산운용을 담당하였는데 PNB의 자회사인 ASN (Amanah Saham Nasional) Unit Trust를 통해 말레이지아 개인들에게 판매되었다. ASN의 구입단위는 1링기트이며 최저 투자액은 10링기트이고 최대 투자액은 4,990링기트였다.

ASN Unit Trust는 주식 등 위험이 있는 증권에 투자함에도 고정가격으로 판매되었다.[139] ASN에 대한 투자 제한으로 ASN이 포화상태가 됨에 따라 1990년 새로이 ASB (Amanah Saham Berhad)가 설립되었다. ASB는 허용된 위험 한도가 낮아 고정 가격 판매를 채택하였으며, 구입량 제한은 완화되었고, ASN으로부터 ASB로의 자금 이체도 허용되었다. ASN과 ASB의 수익률은 은행예금 금리와 장기국채 금리보다 상당히 높고 또 매우 안정적인 것이 특징이다. 한편 말레이지아인 전용 Unit Trust의 경우 정부계 펀드가 판매를 행하고, 민간펀드의 경우 직판하거나 계열 금융기관에서 판매를 행한다.

---

139) 1991년 초 시가판매로 변경되었다.

4) 태국

태국의 투자신탁은 뮤추얼펀드라고 할 수 있는데 1992년 자유화되었다. 자유화 이전에는 국영 'The Mutual Fund Public Company'가 유일한 회사였다. 그리고 1992년 7개, 1996년에 4개의 뮤추얼펀드가 면허를 얻었다. 민영화에 의해 새로운 운용회사 설립시 해외 금융기관의 자본 참가를 25% 이하로 제한하고는 있지만 자본 참가는 적극적으로 추진하고 있는 실정이다.

1994년 투자운용회사협회 (Association of Investment Management Companies: AIMC)가 설립되어 자율규제기관의 역할을 하면서 투자신탁업에 대한 입법 안건을 검토하여 건의하고 있다. 태국의 경우 뮤추얼펀드의 자산액은 타 금융기관의 예금액에 비해 매우 낮지만 육성 방침에 의해 증가되고 있다. 태국 증권시장도 기관화 경향을 보이면서 뮤추얼펀드에 대한 기대가 높아지고 있는 실정이다.

판매는 증권시장이나 은행을 통한 간접판매와 직접판매의 방법으로 이루어지고 있다. 그리고 법률상 새로운 뮤추얼펀드의 핵심 주주는 은행이나 보험회사여야 한다고 규정되어 뮤추얼펀드가 급성장하고 있다.[140] 투자 대상은 원칙적으로 국내 상장증권이지만 특수 펀드는 상장전 증권과 태국 이외의 아시아 지역내 증권에 투자할 수 있다. 그리고 투자운용회사협회가 전체 펀드에 대해 각각 펀드 형태별로 펀드가 설정된 이후의 수익률과 매년 또는 전기 1년의 경우 반기수익률을 공표하고 있다.[141] 그리고 뮤추얼펀드 운용회사의 각 펀드 형태별 순이익도

140) 태국에서 뮤추얼펀드의 핵심 주주는 전체 주식의 25%를 보유하는 주주를 의미한다.

141) 투자운용회사협회가 발간하는 'Mutual Fund Performance Report'에 공표되고 있다.

공표하고 있다.

5) 비교

홍콩, 싱가폴, 말레이지아, 태국 등 동남아시아 투자신탁의 특징을 비교하면 홍콩의 경우 투자신탁 운용에 대한 규제가 다른 나라에 비해 매우 적어 투자 목표도 다양화되어 있다는 것이다. 그리고 홍콩의 투자신탁업은 자유롭게 자산을 운용할 수 있는 환경에서 성장함으로써 운용 성과로 경쟁하는 것이 당연시되고 있다. 그러나 홍콩 이외의 경우 예외는 있지만 거의 국내 상장증권을 대상으로 투자하도록 규정되어 투자자는 위험 분산이 불충분한 자산을 보유하고 있다.

한편 4개국 모두 투자신탁의 성과를 평가하는 기관은 없다. 그러나 홍콩의 경우 운용 성과가 이용하기 쉬운 형태로 공표되고 있으며, 태국은 기관투자자 육성을 위해 투자운용회사협회가 비교적 간단한 성과 정보를 공개하고 있다. 반면 싱가폴은 신문에 게재되는 가격 정보가 전부이며, 말레이지아는 공개가 이루어지지 않는 실정이다.

나. 유럽 주요국의 투자신탁제도

1) 룩셈부르크

룩셈부르크의 투자신탁은 계약형에 해당되는 FCP (Fonds Communde Placement)와 개방형인 회사형 투자신탁 SICAV (Societé d′ investissement à capital variable)로 구분된다. FCP는 관리회사에 의해 운영된다. 관리회사는 IML (Institute Moṅetaire Luxembourgeois)의 인가를 받아 운영되며, FCP는 관리회사의 운영규정에 의해 설립된다. FCP 관리회사는 계약에 의해 보관기관을 지정하며 관련 법규 및 운영규정에 따라 펀드를 운영하는데 보관회사는 펀드의 재산을 보관하고 관리회사에 대하여 법에 따라 감독기능을 수행한다.[142] 관리회사는 실질적으로 투자정책의 변경이나 기타 펀드와 관련된 문제를 책임지나, 운영규정을 개정할 수는 없다.

SICAV는 IML의 승인에 의해 설립되며, IML의 인가에 의해 판매된다. SICAV 운영은 이사회가 책임을 지고 있으나 별도의 운영회사와 투자자문회사를 지명하여 운영한다. 그리고 별도의 보관회사도 필요하다.[143] SICAV 투자 정책의 수립은 이사회에서 결정되며, 보수 및 비용의 지급 등에 관한 조건도 이사회에서 결정한다.[144]

---

142) FCP 보관기관은 관리회사의 업무를 감독하며 펀드의 기준가 산정 및 평가의 적정성, 관리회사 운용지시의 이행 등을 감시한다. 그리고 보관기관은 관리회사와 법적으로 독립되어야 한다.

143) SICAV 보관기관은 수익증권의 판매 및 환매, 투자에 따른 결제, 펀드의 수입처리 등의 업무를 처리한다.

144) SICAV의 경우 주주의 결의로 이사회의 결정을 변경시킬 수 있으며 관리회사의 경영권 변화 또는 투자자문사의 변경 등은 IML의 승인이 필요하다.

2) 프랑스

프랑스의 투자신탁은 폐쇄형인 SICAF (Sociétés d' investissement á capital fixe)와 개방형인 SICAV가 있다. SICAF는 현재 미미한 실정이며 SICAV는 도입 초반에는 미미하였으나 여러 가지 유인책으로 인해 발전하게 되었다.[145] 특히 1982년 장기 주식 투자에 대한 세제혜택이 부여됨에 따라 빠른 속도로 성장하였다. SICAV는 유한책임회사이며 이사회가 위탁회사의 역할을 담당하며 투자자는 주주로서 주주총회에 참가할 수 있고 이사의 선임 및 변경을 할 수 있다. 한편, FCP (Fond Communs de Placement)는 계약형으로 관리회사에 의해 운영 및 관리된다. 프랑스 투자신탁의 감독기관은 COB (Commission des Operations des Bourse)이며 SICAV와 FCP는 COB의 인가를 필요로 한다. 보관기관은 운용과 관련된 사항, 투자 및 차입에 관한 행위, 펀드의 보관 업무 등을 수행한다.

<표 Ⅲ-16>에 나타난 프랑스 투자신탁의 규모를 살펴보면, 1980년 787억프랑이였던 프랑스 투자신탁의 총자산 규모는 1997년 현재 3조 59억프랑으로 38배 이상 그 규모가 증대되었다. 프랑스 투자신탁의 성장률도 꾸준한 증가세를 보이고 있다.

145) 투자신탁에 세제상의 유인책과 SICAV에 대한 설립 및 운영에 대한 규제가 완화되었다.

<표 Ⅲ-16> 프랑스와 독일 투자신탁의 규모

연 도	프랑스 (단위: 1억프랑)	독일 (단위: 백만마르크)
1980	787.0	42,374
1981	987.0	41,931
1982	1,570.0	50,673
1983	2,940.0	60,288
1984	4,588.0	71,669
1985	6,761.0	96,560
1986	10,163.0	119,375
1987	10,914.0	132,695
1988	14,323.0	174,917
1989	17,118.0	211,574
1990	19,430.0	219,971
1991	22,251.0	262,245
1992	24,708.7	278,888
1993	28,560.3	369,952
1994	26,650.0	430,615
1995	25,542.0	501,224
1996	27,719.0	605,610
1997	30,059.0	814,771

자료: 日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998년 6월.

3) 독일

독일의 투자신탁은 계약형·개방형 투자신탁인 KAG (Kapitalanlage-gesellschaften: 투자회사)만 허용되어 있다. KAG의 운용은 관리회사에 의해 이루어지며 대부분 은행을 통하여 판매되고 일반적으로 관리회사의 관계회사인 보관은행에서 보관한다.[146] KAG, 관리회사, 보관은행은 연방은행감독원 (Federal Banking Supervisory Authority)의 인

가를 요한다. 투자 정책, 보수 및 비용 등은 운영규정에 기술되고 투자설명서를 통하여 공시되며, 연방은행감독원의 승인을 얻어 관리회사의 변경이 가능하다. 한편 관리회사에 대한 감시 역할은 보관은행에서 수행하나 운용 성과에 대해서는 책임을 지지 않는다. 그러나 관리회사가 투자에 관한 지침 등의 위반으로 손실을 초래한 경우 보관은행에서 그 보상 등을 요청한다.

독일의 경우 투자신탁의 규모는 1980년의 423억 7,400만마르크에서 1997년 8,147억 7,100만마르크로 19배 이상 규모가 증가하였다. 특히, 1993년 이후의 총자산 규모를 보면 그 증가 속도도 매우 빠른 것으로 나타났다. 1997년의 경우 전년대비 34.5%의 증가율을 보이고 있다.

4) 아일랜드

아일랜드의 투자신탁은 Unit Trust만 존재하였으나 1989년 회사형 투자신탁인 OEIC가 도입되었다.[147] 아일랜드 투자신탁의 실질적인 감독기관은 중앙은행으로 신탁약관, 투자설명서, 관련기관 지정 및 지정조건 등을 인가한다.[148] 특히 OEIC는 중앙은행에 의해 승인된 정관에 의해 투자만을 목적으로 하는 회사이며, 이사회를 통하여 운영하는 형태로 되어있다.[149] 그리고 OEIC는 보관기관을 지정하여야 하는데 보관기관의 임원은 OEIC나 관리회사와의 관계에서 독립성이 요구된다. 이 보관회사는 자산보관과 OEIC의 정관 그리고 UCITS 제 규정의 이행

146) 보관기관의 지명은 관리회사의 권한이다.
147) UCITS 법령 적용
148) 중앙은행은 연 2회 이상 수탁회사 (보관기관), 관리회사와 회의를 갖고 업무 수행을 점검한다.
149) 이사회는 펀드의 운용 및 규정 준수에 대한 전반적인 책임을 진다.

여부를 감독한다.[150] 또한 각 회계연도마다 OEIC와 관리회사에 대한 감사를 수행하여 수익자에게 보고하여야 한다.

150) 이외에도 보관기관은 기준가격 산출의 적정성, 관리회사의 적법한 지시 수행, 펀드의 효율적이고 적정한 운용, 펀드 수입의 처리 등에 대한 감독을 수행한다.

Ⅳ. 우리나라의 투자신탁제도

1. 계약형 투자신탁제도

2. 회사형 투자신탁제도

Ⅳ. 우리나라의 투자신탁제도

1. 계약형 투자신탁제도

가. 특징

우리나라 투자신탁제도는 경제개발 초기 단계에서 실물경제의 고도성장에 따른 내자 조달 및 자본시장의 육성·발전을 도모하기 위해 정책적으로 도입하였다. 현재 우리나라 투자신탁제도의 가장 큰 특징은 계약형만 인정되었다는 것이지만 최근 회사형이 폐쇄형을 중심으로 도입되었다.[151] 계약형은 대부분이 관리형이다. 따라서 위탁회사, 수탁회사, 수익자 등 세 당사자로 구성되어 있으며, 위탁회사는 수탁회사와 증권투자신탁약관으로 신탁계약을 체결한다.[152] 이러한 우리나라의 투자신탁회사는 일본과 마찬가지로 투자기관보다는 저축기관으로 인식되어 온 측면도 있다.[153]

---

151) 9월 초에 국회를 통과한 '증권투자회사법'에 의하면 도입 초기에는 폐쇄형인 회사형 투자신탁만을 허용하는 것으로 되어 있다. 개방형의 도입은 5년 이내에 대통령령으로 도입이 가능하다.

152) 신탁약관에는 신탁재산의 운용 및 관리에 관한 사항, 수익증권에 관한 사항, 이익분배 및 환매에 관한 사항, 계약의 기간, 해지 및 변경에 관한 사항, 추가신탁에 관한 사항 등이 포함되어 있고 금융감독위원회의 승인을 받아야 한다.

153) 본 연구에서 우리나라 투자신탁회사라 함은 특별히 신설 투자신탁운용회사라는 명칭을 사용하지 않는 경우에는 기존 투자신탁회사와 신설 투자신탁운용회사를 의미한다.

우리나라 투자신탁업은 전업체제로 재정경제부 장관의 허가를 받은 위탁회사만이 증권투자신탁업무를 영위하도록 하고 원칙적으로 다른 업무를 영위할 수 없다. 한편 신설 투자신탁운용회사가 생기기 전에는 신탁의 설정·운용과 수익증권의 판매·환매 등의 업무를 단일 조직에서 영위하였다. 신설 투자신탁운용회사는 증권회사에서 판매를 대행하고 있다.[154]

나. 도입 배경 및 발전 과정

1) 도입 배경

해방 후부터 1961년까지의 우리나라는 낙후된 산업구조 및 외국원조 의존형 구조를 가졌다. 1962년부터 정부 주도하의 경제개발 5개년 계획을 시행하였다. 이런 상황에서 1960년대 초에 도입된 외국의 장기 저리차관에 대한 원리금 상환의 본격화 및 차입조건이 악화되었다. 이에 정부는 1960년대 후반부터 자본시장 육성을 주요 정책과제로 설정하여 증권시장 육성을 위한 각종 법률의 제정, 제도의 개선, 체제의 정비 등 다각적인 육성시책을 추진하게 되었다. 이 과정에서 1968년 11월 '자본시장육성에 관한 법률'로 증권투자신탁업 규정이 생기게 되었고, 1968년 12월 한국투자개발공사가 설립되었으며, 1969년 8월에는 '증권투자신탁업법'이 제정되어 공포되었다.

154) 증권회사는 위탁회사와의 계약에 의하여 수익증권 판매업무를 행한다.

2) 발전 과정

투자신탁회사는 1968년 한국투자개발공사 설립 후 1974년 한국투자신탁, 1977년 대한투자신탁, 1982년 국민투자신탁 등 3개의 서울 소재 투자신탁 전업회사가 설립되었다.[155] 그리고 1989년 중앙, 동양, 제일, 한남, 한일 (97년 2월 신세기투자신탁으로 상호 변경) 등 5개 지방 투자신탁 전업회사 설립되었다.[156] 또한 1996년 5월 '투자신탁의 설립 등에 관한 인가기준'에 따라 1996년 중 15개, 1997년 중 10개의 투자신탁 운용회사가 설립되었다.[157]

투자신탁 산업은 주식형 투자신탁, 공사채형 투자신탁, 母子型 투자신탁, 단위형 투자신탁, 신탁형 증권저축 및 재형 주식 투자신탁, 국제투자신탁 등을 도입하여 업무영역의 확대를 지속적으로 추구하여 왔다.[158]

그 동안 우리나라 투자신탁회사는 발행시장의 육성과 장기산업자본의 공급, 유통시장의 안정과 기관투자자로서의 역할, 다양한 저축수단의 제공, 증권 대중화에 기여, 자본자유화에 선도적 역할 수행 등의 기능을 수행하였다고 할 수 있다. 그리고 제도 도입 이후 투자신탁은 지속적인 성장을 거듭하였다. 최근 10년을 보면 1990년 총 수탁고는 23

155) 투자신탁회사들의 현황에 대해서는 제Ⅴ장에서 상세히 기술한다.
156) 이중 한남투자신탁은 1998년 8월 영업이 정지되었고, 신세기투자신탁은 1998년 1월 영업이 폐쇄되었다.
157) 1998년 8월 현재 동서, 고려, 동방페레그린, 장은, 보람, 으뜸 등 6개 투자신탁운용회사는 청산절차를 진행 중이거나 청산이 예정되어 있는 상태다.
158) 모자형 투자신탁의 경우 고객의 투자자금은 자펀드에 편입되고 이 자펀드는 모펀드의 수익증권을 운용 대상으로 한다. 투자신탁회사에 의해 설정된 모펀드 수익증권은 자펀드에 판매되며 모펀드는 이 자금으로 투자가능 유가증권에 투자한다. 수익자의 펀드가입 및 환매는 자투자신탁에서 이루어지며, 모투자신탁의 경우 환매수수료 및 신탁보수는 없다.

조 수준이었으나, 1997년 말 현재 총 수탁고는 94조를 상회하고 있어 4배 이상 증가하였다. 1997년 말 수탁고를 상품별로 보면 채권형이 87%, 주식형이 13% 정도를 점유하고 있어 채권형이 대부분을 차지하고 있다. 그리고 1997년 말 현재 우리나라 금융저축에서 투자신탁이 차지하는 비중은 10.42% 정도이고, 비은행 저축에서는 15.04% 정도의 비중을 차지하고 있다.[159]

다음으로 우리나라 투자신탁업의 국제화를 살펴보자. 1981년 11월 한국투자신탁이 우리나라 최초의 5백만달러 규모의 'Korea International Trust'를 발매하여 외수증권이 시작되었으며, 혼합형 수익증권으로는 1990년 한국투자신탁이 'Korea Pacific Trust'를 설정하였다.[160] 이는 국내 투자자용 수익증권과 별도로 외국인 전용 수익증권을 이용한 것인데 자본시장의 국제화 및 국내 투자신탁업계의 국제 경쟁력 강화의 관점에서 국내 투자자용 수익증권을 외국인에게 개방하면 실질적인 개방 효과를 얻을 수 있을 것으로 생각된다. 한편 외국투자신탁 상품의 국내 판매는 1997년에 허용되었다.[161]

그리고 외국 투자신탁회사로서는 미국 피델리티 투자회사 (Fidelity Investment Co.)가 서울사무소의 설치 허가를 받았다. 한편 현재 국내 투자신탁회사의 해외진출 현황을 보면 재경 3투신이 해외에 진출해 있

---

159) 우리나라 투자신탁의 규모에 대한 구체적인 논의는 제Ⅴ장에서 다룬다.

160) 1998년 3월 말 현재 주식형 외국인 전용 수익증권의 순자산가치는 2조 2,130억원이며, 채권형의 순자산가치는 9,418억원으로 순자산가치의 합은 3조 1,548억원이다. 한편 국내 투자자가 해외 유가증권에 투자하는 해외투자펀드는 1998년 4월 말 현재 주식형 순자산가치는 1,235억원이며 채권형의 순자산가치는 1조 3,045억원이다.

161) 국내증권사로는 LG증권이 최초로 1997년 4월 미국 메릴린치의 주식형 8종과 채권형 1종 등 총 9종의 수익증권을 판매했으며, 같은 달에 쌍용투자증권이 미국 템플턴의 주식형 수익증권 5종을 판매하였다. 1998년 4월 현재 외국투자신탁 상품의 국내 판매액은 1,300만달러 수준이다.

는데 1997년 말 현대 현지법인과 사무소 10여 곳을 운영하고 있다.[162]

다. 구조

1) 조직

우리나라 증권투자신탁은 위탁회사, 수탁회사, 수익자 3 당사자로 이루어져 있다. 위탁회사는 투자신탁 운용업무, 수익증권 판매업무, 투자자문업 등을 영위할 수 있다. 그리고 위탁회사는 선량한 관리자로서 신탁재산을 관리할 책임을 지며, 수익자의 이익을 보호하여야 한다.[163] 그리고 수탁회사에 신탁재산의 보관을 위탁하여야 한다. 한편 위탁회사는 신탁재산인 유가증권에 관한 의결권 등의 모든 권리를 행사할 수 있다.[164] 다만, 의결권 외의 권리는 수탁회사를 통하여 행사하여야 한다. 이 경우 위탁회사는 수익자를 위하여 신의에 따라 성실하게 권리를 행사하여야 한다.[165]

---

162) 1997년 12월 IMF 사태 이후 재경 3투신은 해외 현지법인 및 사무소의 규모를 축소하고 있으며 투자신탁 관계자에 의하면 1998년 8월 현재 겨우 명맥만을 유지하고 있다고 한다.

163) 위탁회사는 수익자의 계산으로 체결한 법률 행위로부터 발생한 제비용 및 보수를 신탁재산에서 인출할 수 있다. 그리고 자기 채무에 대하여 수익자의 명의로 이를 부담하게 하거나 신탁재산으로 이를 변제할 수 없으며, 위탁회사에 대한 채권은 그 위탁회사의 신탁재산에 속하는 채권과 상계할 수 없다.

164) 개정되는 증권투자신탁업법에서는 중립적 투표제도 (shadow voting)를 폐지하였다. 이는 경영 투명성 제고와 기관투자자의 대주주에 대한 견제 기능을 제고시키기 위함이다.

165) 금융감독위원회는 위탁회사가 이 규정을 위반하여 의결권을 행사하는 경

의결권 행사의 제한 사항은 다음과 같다. 첫째, 중립적 투표를 해야 하는 경우인데 여기에는 투자신탁회사 또는 그와 특수관계에 있는 자가 당해 기업을 계열사로 편입하려는 경우와 당해 투자신탁회사가 계열회사의 관계에 있는 경우다. 다만 합병, 영업의 양도·양수, 임원의 선임 기타 이에 준하는 사항으로서 신탁재산에 손실을 초래할 것이 명백하게 예상되는 경우에는 그러하지 아니하다. 둘째, 의결권을 행사할 수 없는 경우는 증권투자신탁업법상 투자 한도 (동일종목 10% 등)를 초과하여 보유한 주식의 경우와 자사주 펀드를 통하여 매입한 주식의 경우다. 그리고 의결권을 교차하여 행사하는 방법 등을 통하여 의결권 행사 제한을 면탈하는 행위도 의결권이 제한되고 있다. 한편 위탁회사는 원본의 감소를 초래할 경우 또는 미리 정한 최소액의 이익을 얻지 못할 경우에 그 보전 또는 이익의 부족분을 위탁회사가 부담하는 수익증권을 금융감독위원회의 승인을 얻어 발행할 수 있다. 한편 위탁회사는 수익증권의 기준가격을 매일 공시·게시하여야 한다.[166]

우에는 당해 주식의 처분 등 필요한 명령을 할 수 있다.

166) 투자신탁회사는 다음의 방법으로 유가증권을 평가하여 기준가격을 산정한다. 상장채권인 경우 유가증권 평가일이 속하는 달의 직전 월로부터 소급하여 계속 3개월간 매월 10일 이상 거래소에서 시세가 형성된 채권은 평가일의 최종시가로 평가한다. 비상장채권은 한국증권업협회가 매일 공시하는 최종 호가 수익률을 기초로 하여 보증여부, 발행기업의 신용도, 잔존기간 등을 감안한 시장에서의 유통수익률을 적용하여 평가한다. 부도채권 등은 당해 부도채권 등의 원리금 회수 가능성을 고려하여 평가하고 회수 불능이 확정된 경우에는 당해 신탁재산에서 상각 처리한다. 한편 상장주식은 거래소에서의 평가일 최종시가로 평가하는데, 평가일의 최종시가가 없는 경우에는 평가일로부터 순차적으로 소급하여 당해 주식의 최종시가로 평가한다. 비상장주식은 취득가액으로 평가하는데, 다만 협회 중개시장에서 시세가 형성되는 비상장주식은 평가일의 최종가로 평가하며, 최종시가가 없는 경우에는 순차적으로 소급하여 당해 주식의 최종시가를 평가한다. 주가지수선물과 옵션은 거래소가 발표하는 평가일의 선물 정산가격에 의해 평가한다.

수탁회사는 위탁회사의 지시에 따라 유가증권 구입 대금의 지급, 유가증권의 매각에 따른 증권의 인도, 투자유가증권의 이자 및 배당의 수령, 수익증권의 환매대금 및 이익금의 지급 등의 업무를 수행하고 있다.[167] 그리고 수탁회사는 수탁받은 신탁재산을 수탁회사의 고유재산 또는 다른 신탁재산과 구분하여 관리하여야 하며, 위탁회사의 신탁재산에 대한 운용지시가 법령을 위반하는 경우 변경을 요구할 수 있다.[168] 한편 수탁회사는 신탁재산에 속하는 유가증권을 증권예탁원에 예탁하여야 한다. 수익자는 위탁회사가 발행한 수익증권 보유자를 의미하며 위탁회사는 수익자에게 이익을 현금으로 분배하여야 한다.[169] 그리고 수탁회사가 그 업무를 사임하고자 하는 경우에는 위탁회사의 동의가 있어야 한다. 이 경우 위탁회사는 금융감독위원회의 승인을 받아 신규 수탁회사를 선임하여야 한다.

2) 운용

위탁회사는 투자신탁의 운용업무를 담당한다. 신탁재산으로 투자·운용할 수 있는 대상에는 유가증권, 금융기관이 발행·매출 또는 중개하는 어음이나 채무증서, 외화증권, 기타 재산적 가치가 있는 권리가 표시된 증서 중 투자의 대상으로 유통될 수 있는 것 등이다.[170]

---

167) 한편 수탁회사는 고유재산을 위하여 수탁받은 신탁재산을 이용하지 못한다. 그리고 위탁회사가 신탁재산의 매매를 지시한 경우에 당해 수탁회사의 고유재산 또는 다른 신탁재산 매매의 방법으로 그 목적을 달성할 수 없다.

168) 이 경우 위탁회사가 수탁회사의 요구에 응하지 않을 경우 수탁회사는 금융감독위원회에 이의를 신청할 수 있다.

169) 투자신탁의 수익자는 신탁원본의 상환 및 이익의 분배에 관하여 수익증권의 좌수에 따라 균등한 권리를 갖는다.

그리고 위탁회사는 수익자의 이익을 위하여 충실하게 수탁회사에 신탁재산에 대한 운용을 지시하여야 한다. 그러나 다음의 사항을 지시를 하여서는 아니 된다:[171] ① 각 신탁재산의 100분의 10을 초과하여 동일 종목의 유가증권에 투자하는 행위,[172] ② 동일 회사가 발행한 주식 총수의 100분의 20을 초과하여 투자하는 행위, ③ 재정경제부령이 정하는 비율을 초과하여 수익증권 또는 증권투자회사법에 의한 증권투자회사가 발행한 주식을 취득하는 행위,[173] ④ 위탁회사의 고유재산 또는 특수관계인의 유가증권 등을 신탁재산으로 취득하는 행위, ⑤ 위탁회사의 신탁재산인 유가증권 등을 그 고유재산으로 취득하거나 대여 받는 행위 또는 이를 특수관계인에게 매각·대출하는 행위, ⑥ 특정한 신탁재산의 이익을 해하면서 다른 신탁재산의 이익을 도모하게 하는 유가증권 등의 거래 행위, ⑦ 위탁회사의 계열회사와의 거래행위 및 계열회사가 발행한 유가증권 등의 과다 취득 행위 등 수익자의 보호 또는 신탁재산의 적정한 운용을 해할 우려가 있는 대통령령으로 정하는 행위 등이다. 또한 위탁회사의 임·직원은 대통령이 정하는 경우를 제외하고는

---

170) 위탁회사의 행위 제한사항은 다음과 같다: ① 신탁재산으로 그 수익자 외의 자의 이익을 위한 행위, ② 통상의 거래조건과 다른 불공정한 조건으로 거래하게 하는 행위, ③ 대통령령이 정하는 관계증권회사의 매매수수료를 증가시킬 목적으로 유가증권 등을 단기매매하게 하는 행위, ④ 관계증권회사가 인수하고 남은 유가증권 등을 취득하게 하는 행위, ⑤ 관계증권회사가 대통령령으로 정하는 간사회사를 담당한 기업의 주식 등 (주식을 인수하거나 주식으로 전환할 수 있는 권리가 부여된 사채를 포함한다. 이하 같다)에 대하여 인위적인 시세를 형성하기 위하여 당해 주식 등을 매매하게 하는 행위 등이다.

171) 다만, 수익자의 보호나 신탁재산의 운용을 저해할 우려가 없다고 재정경제부령이 정하는 경우에는 그러하지 아니하다.

172) 이 경우 동일 회사가 발행한 유가증권 중 주식을 제외한 유가증권은 동일 종목으로 본다.

173) 입법 예고된 시행규칙에 따르면 재정경제부령이 정하는 비율은 신탁재산의 100분의 5를 의미한다.

누구의 명의로 하든지 본인의 계산으로 유가증권의 매매거래 또는 그 위탁을 하지 못한다.

그리고 위탁회사는 다음의 경우를 제외하고는 자기가 소유하는 유가증권을 신탁재산이 매입하도록 수탁회사에 운용을 지시할 수 없다: ① 투자신탁회사가 소유하는 유가증권으로 증권투자신탁을 설정하는 경우, ② 일시에 특정 투자신탁의 5%를 초과하는 환매청구 (단위형 투자신탁의 상환금 지급의 경우를 포함)에 응하기 위하여 투자신탁회사가 소유하는 유가증권을 다른 신탁재산에 매각하는 것이 불가피한 경우, ③ 기타 불가피한 사유로 인하여 금융감독원장의 승인을 받은 경우 등이다.

또한 위탁회사는 다음의 경우를 제외하고는 신탁재산이 소유하는 유가증권을 자기에게 매각하도록 수탁회사에 운용을 지시할 수 없다: ① 일시에 특정 투자신탁의 5%를 초과하는 환매청구 (단위형 투자신탁의 상환금 지급의 경우를 포함)에 응하기 위하여 투자신탁회사가 당해 신탁재산의 유가증권을 매입하는 경우, ② 투자신탁의 일부 해지금의 지급을 위하여 당해 신탁재산이 소유하는 유가증권 (주식 제외)을 투자신탁회사가 매입하는 경우, ③ 투자신탁운용회사가 환매에 응하기 위하여 신탁재산의 유가증권 (주식 제외)을 매입하는 것이 불가피한 경우, ④ 기타 불가피한 사유로 인하여 금융감독원장의 승인을 받은 경우 등이다.

수탁회사는 신탁재산의 선량한 관리자로서 수익자의 이익을 위하여 최선의 노력으로 업무를 수행하여야 한다. 수탁회사는 금융감독위원회의 승인을 얻은 경우를 제외하고는 수탁한 당해 신탁재산의 판매회사가 될 수 없다. 그리고 수탁회사는 신탁재산을 관리함에 있어 위탁회사가 수탁회사의 고유재산이 상대방이 되도록 운용지시한 때에는 이를 거부하여야 한다.[174]

---

174) 수탁회사가 위탁회사의 운용지시를 거부해야 하는 사유는 다음과 같다:

투자자 즉, 수익자는 수익증권을 발행한 위탁회사에 이를 현금으로 환매할 것을 청구할 수 있다.[175] 그러나 판매회사로부터 매입한 수익증권의 경우에는 그 판매회사에 당해 수익증권의 환매를 청구하여야 한다. 다만, 증권거래법 등 기타 법률에 의하여 판매회사가 해산 등으로 인하여 당해 환매에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사에 환매를 청구할 수 있다. 투자자의 환매 청구를 받은 자는 신탁재산 일부 해지의 방법에 의하여 환매에 응하여야 한다.[176] 환매 청구를 받은 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사는 신탁재산인 유가증권 등의 매각이 지연되는 등의 사유로 인하여 증권투자신탁약관에 정하는 날까지 수익증권을 환매할 수 없게 될 경우에는 지체없이 이를 수익자에게 통지하여야 한다.[177]

---

① 인위적으로 형성된 불공정한 가격으로 유가증권을 거래하는 행위, ② 부당한 목적을 위하여 특정 유가증권의 시장 거래량을 증가시키거나 시장 가격을 등락시키는 행위, ③ 투자신탁협회에 등록된 운용 전문인력 중 특정 신탁재산의 운용업무를 수행하는 자가 자기 또는 제3자의 이익을 도모할 목적으로 하는 행위, ④ 위탁회사가 모집·매출한 수익증권의 수익자에 대하여 손실의 전부 또는 일부를 보전하여 주거나 수익자 또는 제3자에게 재산상의 이익을 제공하는 행위 등이다.

175) 다만, 위탁회사의 해산·허가취소 또는 업무정지 기타 대통령령이 정하는 사유로 인하여 환매에 응할 수 없는 경우에는 재정경제부령이 정하는 바에 의하여 수탁회사에 직접 이를 청구할 수 있다.

176) 환매청구를 받은 판매회사는 지체없이 위탁회사에 대하여 환매에 응할 것을 요구하여야 한다.

177) 입법 예고된 대통령령에 의하면 증권투자신탁약관에 정하는 날이란 공사채 투자신탁인 경우는 환매를 청구한 날로부터 3영업일에 해당하는 날이며, 주식형 투자신탁은 환매를 청구한 날로부터 4영업일을 의미한다.

3) 판매

우리나라 투자신탁의 판매구조는 크게 직접판매와 간접판매로 구분할 수 있다. 기존 투자신탁회사의 최초 판매구조는 직접판매 방식으로 투자신탁회사 자체 영업점을 통하여 이루어졌다. (<그림 Ⅳ-1> 참조) 그러나 투자신탁회사는 영업점 수가 적었기 때문에 이러한 영업망의 열세를 극복하고 판매 경로를 다양화하여 수요를 개발하기 위해 증권회사를 통한 위탁판매를 시도하기도 하였다.[178] 그러나 증권회사의 낮은 관심도로 실효를 거두지 못하자 투자신탁회사들은 지점을 계속 증설하여 자체 판매가 호조를 보임에 따라 위탁판매가 거의 이루어지지 않았다.

이런 상황에서 1996년 신설 투자신탁운용회사 설립에 따라 투자신탁 판매제도에 큰 변화가 생겼다. 즉, 신설 투자신탁운용회사들에 대해서는 1996년 5월 '투자신탁회사 설립 등에 관한 인가기준'에 의해 증권회사를 통한 간접판매 방법인 위탁판매만이 허용되었다.[179] 그리고 기존 투자신탁회사들에게도 증권회사를 통한 위탁판매가 허용되었다. (<그림 Ⅳ-2>, <그림 Ⅳ-3> 참조) 1998년 8월 현재 기존의 재경 3투신의 경우 증권회사를 통한 수익증권 판매는 미미한 실정이나 지방 4투신의 경우 증권회사를 통한 수익증권 판매는 호조를 보이고 있다. 그리고 수익증권 판매수익은 대형 증권회사들의 중요한 수입원으로 정착해

---

178) 시행사례는 다음과 같다.

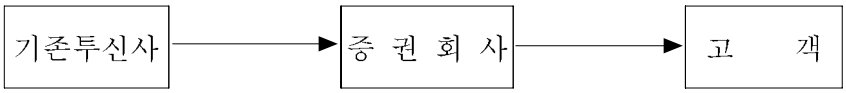
- 1974년 9월 한국투자신탁이 29개 증권사와 위탁판매 시행
- 1977년 2월 대한투자신탁이 7개 증권사와 위탁판매 시행
- 1987년 9월 BMF 수익증권 증권사에서 매매
- 1988년 2월 한국, 대한투자신탁 수익증권의 증권사 위탁판매 병행

179) 새로 통과된 증권투자신탁업법 개정안에 따르면 판매회사를 기존의 증권회사에서 증권사 외에 은행 및 대통령이 정하는 금융기관으로 확대하였다.

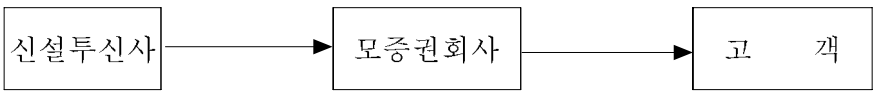
가고 있다.

<그림 Ⅳ-1> 기존 투자신탁회사의 직접판매 형태

<그림 Ⅳ-2> 기존 투자신탁회사의 위탁판매 형태



<그림 Ⅳ-3> 신설 투자신탁운용회사의 위탁판매 형태



한편 위탁회사 및 판매회사가 수익증권을 판매하면서 다음의 행위를 하지 못한다: ① 수익증권에 대하여 가격이 상승한다는 단정적 판단을 제공하여 권유하는 행위, ② 허위의 표시 또는 중요한 사항에 오해를 유발할 수 있는 표시를 하여 판매하는 행위, ③ 고객에 대하여 손실의 전부 또는 일부를 부담할 것을 약속하는 행위, ④ 고객에 대하여 특별한 이익을 제공할 것을 약속하고 판매하는 행위 등이다.

라. 규제

우리나라 투자신탁에 대한 규제는 크게 다음과 같이 구분되어 있다. 투자신탁업의 신규 진입 및 퇴출 관련 업무는 재정경제부 장관의 소관이며, 건전성 감독 등 경영감독 업무는 금융감독위원회, 자료요구, 검사 및 분쟁조정 업무는 금융감독원장 소관으로 조정되었다.[180]

금융감독위원회는 공익 또는 수익자의 보호를 위하여 필요하다고 인정할 때에는 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사에 대하여 위탁회사 또는 판매회사의 업무와 재정에 관한 자료의 제출이나 보고를 명할 수 있다. 그리고 금융감독원장은 위탁회사 또는 판매회사의 업무와 재산에 관하여 검사할 수 있다.[181] 감독원이 검사상 필요하다고 인정하는 때에는 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사에 대하여 위탁회사의 업무와 재산에 관한 자료의 제출·관계인의 출석 및 의견의 진술을 요구할 수 있다. 또한 금융감독원장은 위탁회사 또는 판매회사에 대한 검사의 결과 규정에 위반한 사실이 있는 때에는 다음의 조치를 할 수 있다: ① 재경부 장관에게 위탁회사의 허가취소 요청, ② 위탁회사 업무의 전부 또는 일부 정지, 판매회사의 등록 취소 또는 업무정지, ③ 임원의 해임 요구 등이다.

그리고 증권투자신탁업법상의 자율규제기관으로 투자신탁협회가 있다. 주요 업무는 회원간의 자율적인 업무 질서의 유지, 신탁재산 운용의 안정성 유지, 운용 전문인력의 등록업무, 투자신탁제도의 조사·연구

---

180) 1998년 4월 1일부터 시행되었다.

181) 부실 위탁회사 결정을 위한 재산과 채무의 평가 대상이 되는 위탁회사는 다음과 같다: ① 거액의 투자손실 등으로 자산의 건전성이 크게 악화되어 금융감독위원회가 채무초과 상태가 발생할 우려가 있다고 판단하는 위탁회사, ② 경영평가 결과가 극히 불량한 것으로 판단되는 위탁회사 등이다.

등이다. 협회의 정회원은 위탁회사로 구성되며, 준회원은 수탁회사와 판매회사로 구성되어 있다.

마. 상품의 종류

우리나라 투자신탁 상품은 크게 채권형과 주식형으로 구분할 수 있다. 채권형 투자신탁은 신탁재산에 주식이 전혀 포함되지 않는 것이다. 즉, 신탁재산을 주로 국채, 지방채, 특수채, 회사채 등 안정적인 수익을 확보할 수 있는 채권에 운용하는 투자신탁을 말한다. 따라서 주가의 움직임과는 상관없이 위험성이 거의 없으며 고정적인 투자수익을 기대할 수 있다.

채권형 투자신탁을 환매수수료 기간과 특수 목적에 따른 분류로 나누어 보기로 하자. 환매수수료 기간에 따른 분류에는 3년 단위형, 장기우대형 (1년 6개월 이상 경과시 환매수수료 없음), 장기형 (1년 경과시 환매수수료 없음), 중기형 (270일 이상 경과시 환매수수료 없음), 단기형 (180일 이상 경과시 환매수수료 없음), 초단기형 등이 있다. MMF는 1996년 처음 도입되었다. 특수 목적에 따른 분류로는 먼저 세금 감면 목적과 종합과세 대비 목적으로 구분할 수 있다.

주식형 투자신탁은 신탁재산에 주식이 포함되어 있는 것을 의미한다. 즉, 신탁재산을 운용함에 있어 운용대상 유가증권을 주식과 채권에 동시에 운용한다. 주식형 투자신탁은 상품 성격에 따라 다음과 같이 분류할 수 있다. 먼저 일반형은 불특정 다수인을 매각 대상으로 하는 것으로 증권투자신탁의 본질에 가장 가깝다고 할 수 있다. 둘째, 목적형으로 특수 목적에 따라 만들어진 상품을 의미한다. 다음으로 운용 방법

에 따른 분류가 있다. 여기에는 주식 편입비율을 80% 수준으로 유지하여 운용하는 성장형과, 주식 편입비율을 낮은 수준 (10% 수준)으로 유지하는 안정형이 있다. 그리고 안정성 장형은 주식편입비율이 30%~60% 수준으로 성장형과 안정형을 절충한 형태이다. 그리고 채권형과 주식형의 복합형이 있는데 이것은 전환형 상품으로 공사채형과 주식형 사이의 전환이 가능하다.

마지막으로 신탁형 증권저축이 있다. 신탁형 증권저축이란 금전신탁의 일종으로 저축자로부터 금전의 신탁을 받아 이를 유가증권 등에 투자·운용하고 저축자에게 미리 정해진 이율에 따라 이익금을 지급하는 저축을 말한다.

바. 공시

위탁회사는 매월의 영업보고서 및 해당 영업연도의 업무보고서를 금융감독위원회에 제출하여야 한다. 그리고 투자신탁설명서를 작성하여 수익증권을 취득하고자 하는 자에게 제공한다. 판매회사를 통하여 수익증권을 판매하는 경우에는 투자신탁설명서를 판매회사의 영업소에 비치하고 판매회사가 당해 투자신탁에 신규로 가입하는 수익자에게 이를 반드시 교부토록 한다. 또한 위탁회사는 신탁재산 운용보고서를 당해 영업소에 비치하고 작성 기준일로부터 1월 이내에 수익자에게 교부하거나 송부하여야 한다. 판매회사를 통하여 수익증권을 판매하는 경우에는 신탁재산 운용보고서를 판매회사의 영업소에 비치하고 판매회사가 작성 기준일로부터 1월 이내에 수익자에게 이를 교부하거나 송부토록 하고 있다.

위탁회사는 신탁재산 및 기타 그 업무에 관한 회계를 처리하고 장부·서류를 작성·비치하여야 한다. 수익자는 위탁회사에 대하여 영업시간내에 당해 수익자에 관련된 신탁재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있으며, 위탁회사는 정당한 사유없이 이를 거절하지 못한다.

위탁회사는 신탁약관을 영업소에 비치하여 수익자가 영업시간 중 언제든지 열람할 수 있게 하고 수익자의 청구가 있는 때에는 이를 교부한다. 판매회사를 통해 수익증권을 판매하는 경우에는 신탁약관을 판매회사의 영업소에 비치하여 수익자가 영업시간 중 언제든지 열람할 수 있게 하고 수익자의 청구가 있는 때에는 판매회사가 이를 교부한다.

사. 과세

현재 우리나라 증권투자신탁 신탁재산 관련 세금 구조는 다음과 같이 요약할 수 있다. 먼저 신탁재산에 대한 투자신탁회사 차원에서의 세금은 없도록 하여 이중과세를 방지하였다. 수익자 측면에서는 다음과 같은 두 가지 방법이 적용되고 있다. 첫째, 주식과 채권 등 유가증권의 매매에 의한 이익 (자본소득)은 비과세한다. 둘째, 공사채 투자신탁에 대한 이익은 이자소득으로 분류하고 공사채 외의 증권투자신탁 수익분배금은 배당소득으로 분류하여 과세한다. 따라서 수익자인 투자자는 투자자가 수익증권을 환매하거나 만기에 자금을 찾을 때 이자소득과 배당소득이 과세된다. 이 경우 이자소득과 배당소득은 원천징수되는데 원천징수 세율은 이익의 22%이며, 원천징수액에 대해 10%의 주민세가 부과된다.[182] 즉, 투자자는 증권투자신탁에서 자본소득 이외의 이익이

발생하는 경우 이익의 24.2%를 세금으로 납부하고 있다.[183] 이는 결국 개인이 수익증권에 투자하는 것과 유가증권에 직접 투자하는 것이 과세측면에서 동일함을 의미한다.

한편 투자신탁회사는 투자업무를 수행하는 중 이자소득과 배당소득이 발생하는 경우에는 원천징수로 과세되고 다음달에 환급을 받고 있다.[184] 이에 의해 환급된 세금은 다시 해당 펀드에 편입시키고 있다. 따라서 현재와 같이 이자소득과 배당소득을 투자신탁회사에 먼저 원천징수하는 방법을 취하는 경우 이자소득이나 배당소득이 발생하는 시점에 원천징수액만큼의 현금이 펀드에 편입되지 못한다. 즉, 투자자의 입장에서는 원천징수 시점부터 환급받은 세금이 펀드에 편입될 때까지는 이 부분에 대한 운용수익을 올릴 수 없게 된다. 그러므로 투자신탁회사에 대한 원천징수를 면제하여 투자자들의 수익을 보호해 주어야 할 것으로 생각된다. 투자신탁회사의 법인세 차원에서는 기관투자자 입장에서 배당소득에 대해 90%가 익금불산입되어 과세대상에서 제외된다.

---

182) 1998년 9월 현재의 세율을 말한다.

183) 현재 금융소득이 종합과세 되지 않기 때문에 이러한 원천징수의 방법을 취하고 있다. 향후 금융소득 종합과세가 실시될 경우에는 일정 금액 이상의 소득에 대해서는 개인의 소득세율에 따라 과세될 것이다.

184) 이는 대부분 다음달의 원천징수액과 상계된다.

아. 외국 위탁회사의 영업[185]

외국 위탁회사가 국내에서 위탁회사의 업무를 영위하기 위하여 지점 또는 영업소를 설치하고자 할 때에는 재경부장관의 허가를 받아야 한다.[186] 그리고 외국 위탁회사가 외국 수익증권을 국내에서 판매하고자 하는 경우에는 금융감독위원회에 신고하여야 한다.[187] 외국 위탁회사는 매결산기에 영업기금의 2분의 1에 달할 때까지 당기순이익의 10분의 1 이상을 이익준비금으로 적립하여야 하며, 이는 결손 보전과 금융감독위원회의 인가를 받은 경우 이외에는 사용하지 못한다. 한편 외국 위탁회사의 국내지점 또는 영업소가 업무 수행이 곤란하다고 인정될 때 재경부장관은 허가를 취소할 수 있고, 금융감독위원회는 업무의 정지 기타 필요한 조치를 취할 수 있다.

---

185) 여기서 외국 위탁회사는 외국법령에 의하여 외국에서 위탁회사의 업무를 영위하는 자를 말한다. 외국 위탁회사의 요건은 다음과 같다: ① 최근 사업연도 말 현재의 운용자산 규모가 1995년 말 이전에 설립된 위탁회사의 최근 사업연도 말 평균 운용자산 규모 이상일 것, ② 누적결손이 없을 것, ③ 최근 3년간 본국 또는 외국 감독당국으로부터의 벌금, 영업정지 등의 처벌을 받은 사실이 없을 것 등 이다.

186) 외국 위탁회사가 국내에서 위탁회사의 업무 영위와 관련된 정보의 수집 및 제공 기타 이와 유사한 업무를 수행하기 위한 사무소 설치는 재경부장관에 신고하여야 한다.

187) 여기서 외국 수익증권이란 외국 위탁회사가 외국법령에 의하여 외국에서 발행한 수익증권을 의미한다.

자. 투자신탁의 증권회사와 위탁회사 분리시의 전망

재경 3투신 중 국민투자신탁은 지난 3월 분리되었고, 지방 투자신탁 중 한남투자신탁은 1997년 7월에 분리되었으며, 동양투자신탁도 1998년 상반기에 분리되었다. 현재 제일투자신탁은 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리를 추진하고 있다. 이와 같이 투자신탁이 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리되는 경우 증권회사는 증권회사의 재무건전성준칙에 입각한 자기자본관리제도의 적용을 받는다. 1999년 4월부터 실시예정된 증권회사에 대한 자기자본규제는 금년으로 앞당겨 실시될 가능성이 있다. 따라서 기존 투자신탁의 손실을 분리되는 증권회사가 모두 인수하고 분리된 증권회사에 자기자본관리제도를 적용할 경우 분리된 모든 증권회사의 영업용순자본은 음의 값을 가질 것이 예상된다. 이 경우 분리되는 증권회사는 어떤 형태로든 증권관리위원회의 제재 조치를 받을 것으로 예상된다.[188]

188) 자기자본관리 규제에서는 증권회사의 영업용순자본비율이 100%에 미달되어서는 안된다고 규정하고 있다. (동준칙 제6조) 금융감독위원회는 영업용순자본비율이 100%에 미달하는 경우 다음과 같은 조치를 취할 수 있다: ① 관계법규 위반에 관련된 임원에 대한 문책, ② 경영 및 업무방법상의 개선을 요하는 사항의 명령, ③ 투자자보호를 위한 예탁금의 전부 또는 일부의 별도예치 명령, ④ 위험을 증대시킬 수 있는 일부 영업의 정지, ⑤ 주식회사의 외부감사에 관한 법률 규정에 의한 외부감사인의 지정, ⑥ 외부감사의 수감범위 확대 등이다.

2. 회사형 투자신탁제도[189]

정부는 투자신탁제도의 국제적 정합성을 제고하고, 자본시장의 질적 고도화를 도모하기 위하여 회사형 투자신탁제도를 도입하였다.[190] 증권투자회사법에 따르면 회사형 투자신탁 중 폐쇄형만을 우선 도입하였다.[191] 회사형 투자신탁의 도입으로 개인투자자들을 직접투자에서 간접투자로 유도하여 기관투자자의 육성 등을 통한 자본시장의 선진화를 도모할 수 있을 것으로 기대된다. 그리고 미국 등 외국에서 일반화되어 있는 주식회사 형태의 뮤추얼펀드의 설립이 가능하도록 하여 외국자본의 국내 투자를 유도하기 위하여 도입되었다.[192]

가. 조직

새로 도입된 회사형 투자신탁의 기본구조를 요약한 것이 <그림 Ⅳ

189) 회사형 투자신탁에 관한 법률로 '증권투자신탁업법'과는 별도로 '증권투자회사법'이 입법되었다.

190) 증권투자회사법은 증권투자회사의 설립, 자산운용의 방법, 주식의 발행 및 환매 등에 관하여 필요한 사항을 정함으로써 투자자에게 다양한 증권투자 수단을 제공하고 자본시장에서의 투자를 활성화하여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.

191) 증권투자회사법 부칙에 개방형 증권투자회사는 증권투자회사법 시행일로부터 5년 이내에 대통령이 정하는 날부터 투자 등록 및 변경신고를 할 수 있으며 시행일로부터 5년 이내에 대통령령이 정하여지지 않는 경우에는 증권투자회사법 시행일로부터 5년이 되는 날의 다음날부터 투자 등록 및 변경등록을 할 수 있다.

192) 또한 이번 증권투자회사법에는 중소·중견기업 등이 발행한 유가증권에 주로 투자하는 기업 구조조정 증권투자회사의 설립 근거를 마련하였다.

-4>다. 주요 관련 기관은 증권투자회사, 자산운용회사, 판매회사, 일반사무위탁회사, 자산보관회사, 투자자 (주주) 등으로 구성되어 있다. 증권투자회사는 자산을 주로 유가증권 등에 투자하여 그 수익을 주주(투자자)에게 배분하는 것을 목적으로 증권투자회사법에 의하여 설립된 회사다.[193] 이는 상법상 주식회사이나 본점 이외의 영업소를 설치할 수 없으며, 직원을 고용할 수 없는 명목상의 회사다.[194] 증권투자회사는 발기인에 의해 설립되는데 발기인의 자격에는 특별한 제한은 없으며 1인 이상이면 된다.[195] 발기인은 정관을 작성하여 발기인 전원이 기명날인 또는 서명하여야 한다. 정관에는 목적, 상호, 주주의 청구에 의한 주식의 매수 여부에 관한 사항, 발행할 주식의 총수, 증권투자회사가 유지해야 하는 최저 순자산액, 자산운용의 기본 방향, 자산평가에 관한 사항, 이익 등의 분배에 관한 사항 등을 기재한다.[196] 설립시 무액면으로 주식을 발행하는 경우 설립시 자본금은 주식 발행가액의 총액으로 한다. 그리고 발기인은 주식청약서를 작성하여 설립시에 발행되는 주식의 인수를 청약하고자 하는 자에게 제공하여야 한다.[197]

---

193) 증권투자회사는 대통령령이 정하는 바에 따라 순자산액으로부터 최저순자산액을 공제한 금액의 범위 안에서 주주에게 금전을 분배할 수 있다.

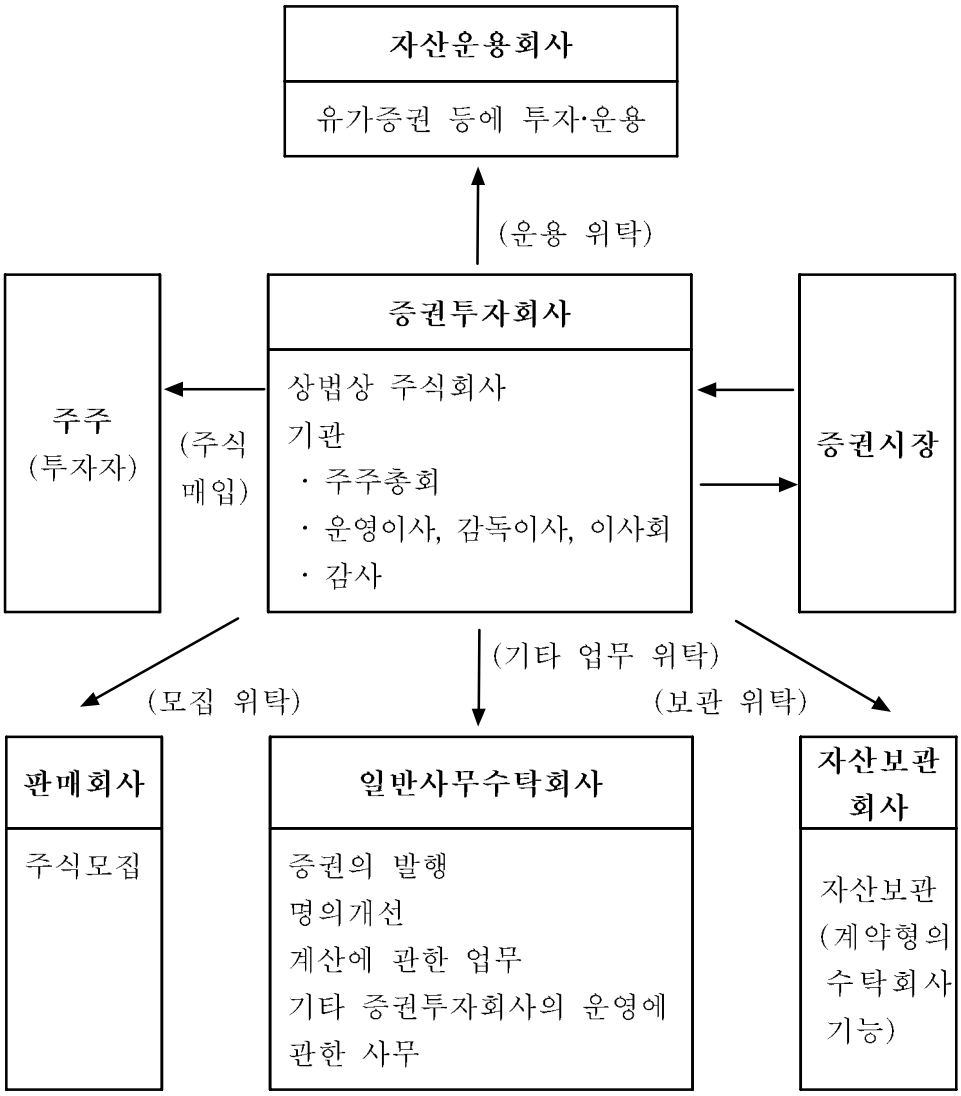
194) 증권투자회사는 자산을 유가증권 등에 투자하는 것 이외의 행위를 영업으로 할 수 없으며, 증권투자회사법과 이 법에 의한 명령 및 정관에 의하여 운영된다. 그리고 증권투자회사는 증권투자회사법에서 특별히 정한 경우를 제외하고는 상법의 적용을 받는다.

195) 미국의 경우에도 발기인에는 특별한 제한은 없으며, 일본의 경우에는 발기인 중 투자신탁회사·투자자문사가 1인 이상 포함되어야 한다는 요건만 있다.

196) 증권투자회사가 유지해야 하는 최저 순자산액은 10억원을 초과하지 아니하는 범위 안에서 대통령령이 정하는 금액 이상으로 한다. 현재 입법 예고된 대통령령에 의하면 최저 순자산액은 5억원으로 되어 있다. 미국의 경우 10만불, 일본은 1억엔 이상으로써 대장성령이 정하는 금액으로 규정하고 있다. 증권투자회사는 증권거래소에 상장되어 있는 유가증권 기타의 자산을 매일 시가로 평가하여야 한다.

197) 주식청약서에 기재된 이사후보자 및 감사후보자는 주식의 배정이 종료된 때에 각각 이사 및 감사로 선임된 것으로 본다.

<그림 Ⅳ-4> 회사형 투자신탁의 구조



증권투자회사가 자산운용을 하고자 하는 경우에는 금융감독위원회에 등록을 하여야 한다.[198] 등록시 첨부서류에는 정관, 등기부등본, 주금의 납입을 맡은 금융기관의 납입금 보관에 관한 증명서, 자산운용회사·자산보관회사·판매회사 및 일반사무수탁회사와 체결한 계약서 등이 포함된다. 금융감독위원회는 등록 요건을 갖추고 있지 아니한 경우에는 증권투자회사의 등록을 거부할 수 있으며, 미비한 사항이 있는 경우에는 기간을 정하여 보완을 요청할 수 있다.[199]

증권투자회사는 내부적인 기업지배구조를 통하여 이해상충 방지 및 투자자 보호를 도모하는 것이 큰 특징이다.[200] 증권투자회사는 주주총회, 운영이사·감독이사·이사회, 감사 등으로 구성된다. 주주총회는 상법상 주주총회이며 서면투표가 인정되는데, 서면에 의한 의결권의 수는 주주의 의결권 수에 산입한다.[201] 그리고 주주총회는 이사회가 소집한다.[202] 상법 제366조에 의해 발행주식 총수의 5/100 이상에 해당하는

198) 증권투자회사의 등록요건은 다음과 같다: ① 증권투자회사법에 적합하게 설립되었을 것, ② 등록신청 당시의 자본금이 대통령이 정하는 금액 이상일 것 (입법 예고된 대통령령에 따르면 최저자본금은 10억원이다), ③ 이사 및 감사가 결격사유에 해당하지 아니할 것, ④ 업무 위탁 계약을 체결한 자산운영회사, 자산보관회사 또는 판매회사가 규정에 적합한 자로서 업무정지 기간 중에 있지 아니할 것, ⑤ 등록 신청 서류의 내용이 증권투자회사법에 위반되지 아니 할 것, ⑥ 등록 신청 서류 중에 허위의 기재가 있거나 중요한 사실의 기재가 누락되어 있지 아니할 것 등이다.

199) 증권투자회사는 등록한 사항에 변경이 있는 때에는 그 내용을 금융감독위원회에 신고하여야 한다. 다만 금융감독위원회가 정하는 경미한 사항을 변경하는 경우에는 그러하지 아니하다.

200) 회사형 투자신탁은 투자자가 주주로서의 권리를 가지므로 기존 투자신탁제도가 지니는 이해상충의 문제를 최소화할 수 있을 것이다.

201) 서면에 의하여 의결권을 행사하고자 하는 주주는 서면에 의결권 행사의 내용을 기재하여 주주총회 전일까지 증권투자회사에 제출하여야 한다.

202) 증권투자회사는 주주총회를 소집함에 있어 당해 증권투자회사 주식의 1/100 이하를 소유하는 주주에 대해서는 정관이 정하는 바에 따라 총회를 소집하는 뜻과 회의의 일시·장소 및 목적사항을 회일 2주전에 2개 이상

소수주주는 임시 주주총회의 소집을 청구할 수 있다.

이사회는 운영이사와 감독이사로 구성되며, 운영이사와 감독이사는 주주총회에서 선임한다.[203] 그리고 이사회의 공정성 확보를 위하여 감독이사가 운영이사보다 많아야 한다고 규정하고 있다. 운영이사의 주요 업무는 증권투자회사의 업무를 집행하고 증권투자회사를 대표하는 한다.[204] 운영이사는 매 3개월마다 1회 이상 업무의 집행 상황을 이사회에 보고하여야 한다.[205] 또한 운영이사는 다음의 사항에 관한 업무를 집행하고자 하는 때에는 이사회의 의결이 필요하다: ① 자산운용회사, 자산보관회사, 판매회사 및 일반사무수탁회사와의 업무 위탁 계약 및 그 변

의 일간신문에 각각 2회 이상 공고함으로써 소집통지에 갈음할 수 있다.

203) 운영이사의 결격사유는 다음과 같다: ① 미성년자, 금치산자, 한정치산자, ② 파산자로서 복권이 되지 아니한 자, ③ 금고 이상의 실형의 선고를 받거나 이 법 기타 대통령령이 정하는 금융 관련 법령에 의하여 벌금 이상의 실형을 선고받고 그 집행이 종료되거나 면제된 후 5년이 경과하지 아니한 자, ④ 금고 이상의 형의 집행유예의 선고를 받고 그 유예기간 중에 있는 자, ⑤ 증권투자회사법, 증권투자신탁업법 또는 증권거래법에 의하여 허가 또는 등록 취소된 증권투자회사, 자산운용회사, 판매회사, 위탁회사, 증권회사 또는 투자자문회사의 그 당시 임원이었던 자로서 허가 또는 등록 취소일로부터 2년이 경과하지 아니한 자, ⑥ 증권투자회사법 기타 대통령이 정하는 금융 관련 법령에 의하여 해임되거나 면직된 후 5년을 경과하지 아니한 자 등이다. 그리고 감독이사의 결격사유는 다음과 같다: ① 운영이사의 결격사유, ② 당해 증권투자회사의 발기인, ③ 본인 및 그와 특수관계에 있는 자가 보유하고 있는 당해 증권투자회사의 주식의 합계가 그 발행 주식 총수의 100분의 10을 초과하는 경우 당해 본인 및 그 특수관계인, ④ 자산운용회사 또는 판매회사의 특수관계인, ⑤ 자산운용회사로부터 계속적으로 보수를 지급 받고 있는 자, ⑥ 감독이사로서의 독립성을 저해할 우려가 있다고 대통령이 정하는 자 등이다.

204) 이 경우 정관으로 운용이사 중에서 대표이사를 정하거나 수인의 운영이사가 공동으로 증권투자회사를 대표한다는 것을 정할 수 있다.

205) 이사회는 자산운용회사로부터 보고 받은 자산운용 내역 등을 평가하고 그 결과를 매년 1회 이상 주주총회에 보고하여야 한다.

경 계약의 체결, ② 자산운용 보수, 자산보관 수수료 기타 자산의 운용 또는 보관에 따르는 비용의 지급, ③ 기타 증권투자회사의 운영상 중요하다고 인정되는 사항으로서 정관이 정하는 사항 등이다. 감독이사는 운영이사의 직무 집행을 감독한다. 감독이사는 필요한 경우 증권투자회사 관련 기관에 대하여 업무 및 재산 상황에 관한 보고를 요구하거나 조사할 수 있다. 그리고 감독이사는 직무를 수행함에 있어서 필요하다고 인정될 때에는 감사에 대하여 감사에 관한 보고를 요구할 수 있다.

이사회 소집은 운영이사 또는 감독이사가 행하는데 이사회를 소집하고자 할 때에는 회일을 정하고 그 3일 전까지 각 운용이사 및 감독이사에 대하여 통지하여야 한다.[206] 이사회는 증권투자회사법과 정관에서 정하는 사항에 한하여 의결할 수 있으며, 의결 방법은 이사 과반수 출석에 출석 이사의 과반수 찬성에 의한다. 이 경우 출석한 이사에는 감독이사가 1/2 이상이어야 한다.

감사는 주주총회에서 선임되는데 회계법인에 소속된 공인회계사이어야 한다.[207] 감사는 그 직무를 수행하기 위하여 필요한 때에는 당해 증권투자회사의 업무를 위탁받은 자산운용회사, 판매회사, 자산보관회사 또는 일반사무수탁회사에 대하여 당해 증권투자회사의 업무와 관련된 회계에 관한 보고를 요구할 수 있다. 한편 감사는 운영이사가 직무수행과 관련하여 법령이나 정관을 위반하거나 증권투자회사에 대하여 현저하게 손해를 미칠 우려가 있는 사실을 발견한 때에는 지체없이 감독이사에게 보고하여야 한다.

증권투자회사는 본점 외의 영업소를 설치할 수 없으며, 직원을 고용하거나 상근 임원을 둘 수 없는 명목회사이므로 자산의 운용·보관 등의 업무를 위탁하여야 한다. 즉, 증권투자회사의 관련된 기관에는 자산

206) 다만 통지기간은 정관으로 단축할 수 있다.
207) 회계감사인의 자격에도 몇 가지 제한규정을 두고 있다.

운용회사, 자산보관회사, 판매회사 그리고 일반사무수탁회사 등이 있다. 자산운용회사는 유가증권의 투자 및 운용업무를 담당한다.[208] 따라서 증권투자회사법에서는 적정한 인적·물적 요건을 설정하여 자산운용회사의 난립을 방지함으로써 투자자 보호를 도모하고 있다. 자산운용회사로 업무를 영위하고자 하는 자는 금융감독위원회에 등록하여야 한다.[209] 자산운용회사는 고유재산으로 유가증권을 취득하는 것을 엄격하게 금지하고 있으며 선량한 관리자로서 임무를 성실히 수행하여야 한다.[210] 만약 임무를 소홀히 하여 손해를 발생시킨 때에는 손해를 배상할 책임이 있다. 자산운용회사가 외국에서 자산운용회사의 업무를 영위하고자 하는 경우에는 금융감독위원회에 신고하여야 한다.[211]

자산보관회사는 자산보관 및 이와 관련한 업무를 수행한다. 자산보관 업무는 신탁업법에 의한 신탁회사 또는 신탁업을 영위하는 금융기관으로 규정하고 있다. 이는 현행 증권투자신탁업법상의 수탁회사와 동일하다고 할 수 있다. 보관회사는 보관을 위탁받은 증권투자회사의 자산에 속하는 유가증권을 증권예탁원에 예탁하여야 한다. 그리고 보

---

208) 위탁에 관한 계약은 주주총회의 승인을 받아야 하며, 자산운용회사의 겸업은 법으로 제한되어 있다.

209) 자산운용회사 등록요건은 다음과 같다: ① 상법상의 주식회사일 것, ② 납입자본금이 5억원 이상으로써 대통령령이 정하는 금액 이상일 것, ③ 근무하는 임직원 중 대통령령이 정하는 기준에 해당하는 운용전문인력이 대통령이 정하는 수 이상일 것, ④ 임원 중 발기인의 결격사유에 해당하는 자가 없을 것, ⑤ 기타 재무 건전성 등 증권투자회사의 건전한 자산운용을 위하여 대통령이 정하는 요건 등을 충족할 것 등이다. 입법 예고된 대통령령에 의하면 자본금 요건이 100억원이고, 전문인력은 7인으로 하였다.

210) 자산운용회사는 다른 법령에 의하거나 금융감독위원회의 승인을 얻는 경우를 제외하고는 다른 업무를 겸영하여서는 아니된다.

211) 외국 자산운용회사가 국내에서 자산운용회사의 업무를 영위하기 위하여 지점 또는 영업소를 설치하고자 하는 때에는 금융감독위원회에 등록하여야 한다.

관회사는 운용회사가 증권투자회사 자산의 매매를 지시한 경우에 당해 보관회사의 고유재산 또는 다른 수탁받은 자산으로 지시를 실행할 수 없다. 보관회사에는 고유재산을 다른 수탁자산과 별도로 관리해야 하는 등 신의성실의 의무를 부여하고 있다. 한편 보관회사는 금융감독위원회의 승인을 얻은 경우를 제외하고는 수탁한 증권투자회사의 주식의 판매회사가 될 수 없다.

증권투자회사의 주식은 판매회사를 통하여 판매된다.[212] 판매회사의 주요 업무는 증권투자회사 주식의 모집 또는 판매 그리고 환매관련 업무다.[213] 판매회사는 증권회사, 수익증권 판매업무를 행하는 투자신탁, 자산운용회사 (당해 증권투자회사에 자산의 운용을 위탁한 증권투자회사의 주식을 모집 또는 판매하는 경우에 한한다), 은행 등이다. 그리고 판매 업무를 수행하기 위해서는 금융감독위원회에 등록하여야 한다.[214]

그리고 일반사무수탁회사는 다음의 업무를 수행한다: ① 증권투자회사 주식의 명의개서에 관한 사무, ② 주식의 발행에 관한 사무, ③ 당해 증권투자회사의 운영에 관한 사무, ④ 계산에 관한 사무, ⑤ 기타 대통령이 정하는 사무 등이다.[215] 한편 일반사무수탁회사에 대해서는 특별한 자격제한이 없으나, 손해배상의 책임이 따른다.

---

212) 판매회사라 함은 증권투자회사의 위탁을 받아 증권투자회사가 발행하는 주식을 모집 또는 판매하는 업무를 행하는 자로 금융감독위원회에 등록한 자를 의미한다.

213) 판매회사도 손해배상의 책임이 따른다.

214) 입법 예고된 시행령에 따르면 금융감독위원회는 판매회사의 광고 등 판매행위가 투자자의 이익을 해하거나 공정한 경쟁을 저해할 우려가 있다고 판단되는 경우 이를 제한 할 수 있다

215) 입법 예고된 '기타 대통령이 정하는 사무'는 다음과 같다. ① 법령 또는 정관에 의한 통지 및 공고, ② 이사회 또는 주주총회의 소집 및 운용에 관한 사무, ③ 기타 증권투자회사로부터 위탁받은 사무.

나. 운용

증권투자회사는 자산을 유가증권 등의 매매, 대통령령이 정하는 금융기관에의 예치이나 대출기간 30일 이내의 단기대출 등의 방법으로 투자·운용한다. 증권투자회사의 투자에는 다음과 같은 제한이 따른다:[216] ① 증권투자회사 총자산의 10%를 초과하여 동일 종목 유가증권에 대한 투자, ② 특정기업이 발행한 주식 총수의 10%를 초과하여 취득하는 행위, ③ 당해 증권투자회사의 주요 주주가 발행한 유가증권에 대하여 일정비율 이상 투자하는 행위, ④ 재정경제부령이 정하는 비율을 초과하여 증권투자신탁업법·신탁업법에 의한 수익증권 또는 다른 증권투자회사가 발행한 주식의 취득, ⑤ 기타 주주의 이익을 해할 우려가 있는 행위 등이다. 그리고 증권투자회사는 자금을 차입하거나 채무보증 또는 담보 제공을 하지 못한다.[217] 또한 당해 증권투자회사의 이사, 당해 증권투자회사의 업무를 위탁받은 자산운용회사와는 유가증권 매매 등의 거래를 하여서는 아니 된다.

그리고 자산운용회사는 자산운용 업무에 관하여 다음의 행위를 하지 못한다:[218] ① 자산운용 업무를 위탁한 증권투자회사에 대하여 일정

---

216) 다만 주주의 보호를 위하여 필요하거나 증권투자회사의 건전한 자산운용을 저해할 우려가 없는 경우로 재정경제부령이 정하는 경우에는 그러하지 아니한다.

217) 다만 주주의 이익을 해할 우려가 없는 경우로써 대통령이 정하는 경우에는 자금을 차입할 수 있으며, 자금 차입의 한도·방법 등에 관한 사항은 대통령령이 정한다. 그러나 개방형 증권투자회사는 증권투자회사법 시행일로부터 5년 이내에 자금 차입에 관한 대통령령이 정해지면 자금 차입이 가능하며, 동 기간내에 정해지지 아니하는 경우에는 증권투자회사법 시행일부터 5년이 되는 날의 다음날에 자금 차입이 가능하다.

218) 자산운용회사는 3개월마다 증권투자회사의 이사회에 자산운용 내역 등을 보고하여야 한다.

한 이익을 보장하거나 이를 약속하는 행위, ② 위탁받은 자산의 운용으로 인하여 발생한 손실의 전부 또는 일부를 자산운용회사가 부담하거나 자산운용 업무를 위탁한 증권투자회사에 대하여 이를 약속하는 행위, ③ 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산을 이용하여 행하는 행위,[219] ④ 유가증권의 거래질서 또는 증권투자회사의 주주의 이익을 해할 우려가 있는 행위로서 대통령이 정하는 행위 등이다.

그리고 증권투자회사는 주식을 발행하는데 주식은 기명식으로 발행되며 무액면으로 발행할 수 있다.[220] 개방형 증권투자회사가 아닌 증권투자회사는 그 주식을 한국증권거래소 또는 협회 중개시장에 상장 또는 등록하여 거래할 수 있다. 증권투자회사가 성립 후에 주식을 발행하는 경우에는 이사회가 이를 결정하는데 이는 계약형의 신규모집에 해

219) 여기에는 다음의 행위가 속한다: ① 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 자기 또는 제3자의 이익을 도모하는 행위, ② 자산운용회사와 관계 증권회사의 이익을 도모하기 위하여 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 유가증권 등을 단기 매매하는 행위, ③ 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 관계 증권회사가 인수하고 남은 유가증권 등을 취득하는 행위, ④ 관계 증권회사가 인수 및 청약업무를 담당한 유가증권 등에 대하여 자산운용회사가 인위적으로 시세를 형성하기 위하여 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 당해 유가증권 등을 매매하는 행위, ⑤ 자산운용을 위탁한 증권투자회사의 특수관계인의 이익을 위하여 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 당해 증권투자회사의 특수관계인이 발행하는 유가증권 등을 매매하는 행위, ⑥ 자산운용회사의 특수관계인의 이익을 위하여 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 당해 자산운용회사의 특수관계인이 발행하는 유가증권 등을 매매하는 행위, ⑦ 증권투자회사로부터 운용을 위탁받은 자산으로 자산운용회사의 특수관계인이 발행한 유가증권을 일정비율을 초과하여 매입하는 행위 등이다.

220) 증권투자회사는 몇 가지의 경우를 제외하고는 자기가 발행한 주식을 취득하거나 질권의 목적으로 하지 못한다. 다만 담보권의 실행 등 권리행사에 필요한 경우와 주식을 환매하는 경우는 예외로 한다. 그러나 이 경우에도 대통령이 정하는 바에 따라 지체없이 취득한 주식을 처분하여야 한다.

당한다고 할 수 있으며, 발행 주식수·발행가액 등은 이사회 결의사항이다.[221] 그리고 증자할 때는 주식청약서와 함께 투자설명서를 제공하도록 의무화되어 있다.[222]

환매는 개방형의 경우에만 인정되고 폐쇄형에는 인정되지 않는다. 개방형 증권투자회사의 주주는 당해 주식의 판매회사 (불가피한 경우 자산운용회사 등 정관이 정하는 자)에 대하여 환매를 청구할 수 있다.[223] 환매를 청구 받은 자는 지체없이 증권투자회사에 대하여 당해 주식의 매수를 청구하여야 한다. 이 때 증권투자회사는 보유중인 현금이나 그 자산을 매각하여 확보한 현금으로 주식의 매수 대금을 지급하여야 한다.[224] 그러나 보유 유가증권의 매각지연 등으로 환매 청구를 받은 날로부터 15일 이내의 범위 안에서 정관이 정하는 날까지 매수 대금을 지급할 수 없는 경우에는 지체없이 그 사실을 환매를 청구한 주주에게 통지하여야 한다. 여기서 매수가격은 순자산액에 기초하여 산정한 금액으로 한다. 이와 같은 보유 유가증권의 매각을 통한 환매제도는 환매에 따른 미매각 수익증권의 과다 보유로 인한 기존 투자신탁회사의 경영부실화 문제의 재발을 방지하기 위하여 도입되었다고 할 수 있다.

---

221) 증권투자회사가 성립 후에 주식을 발행하는 경우 동일한 발행일의 발행가액 기타 발행 조건은 균등하게 정하여야 한다. 이 경우 주식의 발행가액은 당해 증권투자회사가 보유하는 자산의 순자산액에 기초하여 산정한다.

222) 투자설명서에는 운용대상 및 투자전략 등과 함께 실적배당 및 자산의 시장 매각에 의하여 환매한다는 내용을 명시하여야 한다.

223) 주주가 환매를 청구하는 경우 주권이 발행된 때에는 환매청구서에 주권을 첨부하여 판매회사 등에게 제출하여야 한다.

224) 보유자산의 매각이 지연될 경우 환매도 지연된다.

다. 규제

금융감독원이 증권투자회사, 자산운용회사, 판매회사에 대해 검사를 담당한다. 금융감독위원회는 공익 또는 증권투자회사 주주의 보호를 위하여 필요하다고 인정할 때에는 증권투자회사와 증권투자자회사 관련 기관에 대하여 업무 등에 관한 자료의 제출이나 보고를 명할 수 있다.[225] 그리고 금융감독위원회는 자산운용회사 또는 판매회사의 등록 취소, 증권투자회사의 등록 취소, 자산운용회사·증권투자회사 또는 판매회사의 업무정지, 임원의 해임 요구 등 대통령령이 정하는 조치 등의 조치권을 지닌다.[226] 등록 취소 요건으로는 해산한 경우, 증권투자회사의 순자산액이 3월 이상 계속하여 최저 순자산액에 미달하는 경우, 부정한 방법으로 등록한 경우, 규정에 의한 등록 요건을 갖추지 못한 경우, 기타 법령 및 명령 위반의 경우 등이다.

라. 공시

증권투자회사는 주식발행시 투자설명서를 교부하여야 한다. 투자설

---

225) 금융감독원 원장은 등록증권투자회사, 자산운용회사 또는 판매회사의 업무와 재산에 관하여 검사를 할 수 있다.

226) 입법 예고된 '기타 대통령이 정하는 조치'는 다음과 같다: ① 주식의 신규발행 또는 증권투자회사와 관련된 업무의 신규취급 정지, ② 증권투자회사의 정관 또는 계약의 변경 명령, ③ 당해 회사에 대한 경고 및 주의, ④ 당해 회사 임원에 대한 직무정지, 경고 또는 주의의 요구, ⑤ 직원에 대한 정직·감봉·견책 또는 주의의 요구, ⑥ 보유 유가증권의 처분 등 시정명령 또는 변상의 요구.

명서 기재사항은 다음과 같다:[227] ① 증권투자회사의 설립 취지 및 그 성격, ②증권투자회사의 구조·자산 평가방법·운용 대상 및 계획, ③ 투자원금이 보장되지 아니한다는 사실, ④ 개방형 증권투자신탁의 경우 증권투자회사가 보유한 유가증권 등의 매각이 지연되는 경우에는 환매에 응할 수 없다는 사실, ⑤분배 방침 및 이익을 유보한 경우 유보이익의 운용 방침 등 수익 분배에 관한 사항, ⑥ 자산운용회사의 회사 개요 및 운용 실적, ⑦ 자산보관회사·판매회사 및 일반사무수탁회사의 개요, ⑧당해 증권투자회사의 자산을 운용하는 운용 전문인력에 관한 사항, ⑨ 자산운용회사·자산보관회사·판매회사 및 일반사무수탁회사에 지급되는 비용, ⑩ 기타 주주의 보호를 위하여 필요한 사항.

그리고 매월 영업보고서 및 매 사업연도의 사업보고서를 금융감독위원회 및 투자신탁협회에 제출하고, 본점·판매회사·자산운용회사에 비치·공시하도록 하였다. 또한 운영이사는 결산서류 및 부속명세서, 감사보고서, 회사의 정관, 주주총회 의사록, 주주명부와 이사회의 의사록 등을 본점, 자산운용회사 및 판매회사의 영업소에 비치하여야 한다.[228] 주주와 회사 채권자는 영업 시간내에 언제든지 서류를 열람할 수 있으며 서류의 등본 또는 사본의 교부를 청구할 수 있다. 그리고 투자신탁협회는 증권투자회사별 순자산가치의 변동내역이 포함된 운용실적을 비교·공시하도록 의무화하고 있다.

---

227) 입법 예고된 증권투자회사법 시행령에 제시된 사항이다.

228) 결산서류에는 대차대조표, 손익계산서, 자산운용보고서, 금전 배분에 관한 계산서 등이 포함된다. 이 결산서류 및 부속명세서는 운영이사가 작성하여 이사회와 주주총회의 승인을 받아야 한다. 한편 감사는 결산서류를 받은 날로부터 4주 이내에 감사보고서를 작성하여 운영이사에게 제출하여야 한다.

Ⅴ. 투자신탁의 현황 및 재무분석

1. 규모의 현황 분석

2. 재무제표 분석

3. 신세기투자신탁의 교훈

4. 투자신탁 부실의 원인

5. 투자신탁운용회사 재무분석

Ⅴ. 투자신탁의 현황 및 재무분석

1. 규모의 현황 분석

가. 금융시장과 투자신탁

본 연구에서는 우리나라의 투자신탁 산업을 재경 3투신, 지방 4투신 그리고 신설 투자신탁운용회사로 크게 구분한다.[229] <표 Ⅴ-1>은 금융시장에서 투자신탁의 비중을 요약한 것이다. 전체 금융저축 중 투자신탁의 비중을 살펴보면 1980년 3.4%에서 1997년 말 현재 10.42%로 증가하였다.[230] 투자신탁의 비중이 가장 높았던 해는 1993년으로 11.13%였다. 금융저축 중 투자신탁 비중의 추세를 살펴보면 1985년 9.58%를 기록한 후 9%~11% 내외에서 움직이는 모습을 보여주고 있다. 이는 1985년 이후 전체 금융저축에서 투자신탁의 비중이 큰 증감 없이 일정 수준을 유지하고 있음을 의미한다. 따라서 투자신탁이 금융 투자의 한 분야로 정착하여 꾸준히 일정한 역할을 담당하고 있다고 할 수 있을 것이다.[231]

---

229) 국민투자신탁, 동양투자신탁, 한남투자신탁은 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리되었다. 본 연구에서는 국민투자증권을 재경 투신에 그리고 동양투자증권과 한남투자증권을 지방 투신에 포함하여 분석한다. 또한 투자신탁운용에는 고려투자신탁용과 동서투자신탁운용도 포함되어 있다.

230) <표 Ⅴ-1>에서는 투자신탁의 규모는 매각잔고를 이용하였는데 여기서 매각잔고는 설정액에서 미매각 잔고를 차감한 값이다.

231) 한편으로는 1985년 이후 투자신탁의 비중이 증가하는 추세를 보이지 못하고 정체되어 있어 투자신탁이 적극적으로 활성화되지 못했다고 볼 수

<표 Ⅴ-1> 금융시장에서 투자신탁의 비중

(단위: %)

	금융저축 대비 비중[1]	비은행저축 대비 비중[2]	주 식		채 권[5]
			시가총액[3]	거래량[4]	
1980	3.40	8.99	0.44	0.03	26.41
1981	5.21	12.75	0.84	0.22	36.77
1982	8.38	18.34	1.32	0.89	48.30
1983	8.95	18.75	3.02	1.15	49.67
1984	8.73	17.23	4.91	1.66	44.47
1985	9.58	18.17	6.43	2.25	43.13
1986	10.80	18.98	7.63	1.54	38.79
1987	9.96	16.88	7.57	1.13	36.56
1988	9.62	16.05	6.25	2.19	31.43
1989	9.20	15.48	6.25	2.59	30.08
1990	9.58	15.90	6.27	3.16	32.11
1991	9.18	15.42	6.79	4.42	29.71
1992	9.85	15.98	6.19	5.24	29.71
1993	11.13	16.88	6.22	5.29	43.97
1994	10.91	16.06	6.61	6.73	43.74
1995	9.90	14.28	6.32	6.63	38.42
1996	9.25	13.32	5.04	7.43	32.13
1997	10.42	15.04	5.28	6.28	28.66

1) 투자신탁순매각잔고 / 금융저축
2) 투자신탁순매각잔고 / 비은행저축
3) 투신 편입 주식 시가총액 / 상장 주식 시가총액
4) 투신 편입 주식 거래량 / (상장 주식 거래량×2)
5) 투신 편입 채권 잔고 / 상장 채권 잔고
주: 지방 투자신탁회사는 90년부터 신설 투자신탁운용회사는 96년부터 포함되었음.
자료: 투자신탁협회, 『투신』, 1998년 5월.

도 있다. 따라서 회사형 투자신탁과 사모 투자신탁 등의 도입에 따라 투자신탁에 대한 적극적인 홍보와 시장 개척을 통하여 투자신탁에 대한 인식을 높일 수 있는 여지가 많다고 생각된다. 이를 통해 투자신탁이 금융시장에서 차지하는 비중은 올라갈 것이며, 한 단계 발전된 모습의 투자신탁이 우리나라에서 꽃피울 것으로 기대된다.

다음으로 비은행 저축 중 투자신탁의 비중을 살펴보자. 이 비중은 1980년 8.99%에서 1997년 말 현재 15.05%로 많이 높아졌다. 그러나 이 비중도 1980년 이후 지속적으로 증가된 것은 아니다. 1982년 18.34%로 급격히 증가한 후 15%~18% 내외에서 투자신탁의 비중을 유지하고 있다. 1996년에는 13.32%까지 하락하기도 하였다. 이와 같은 현상은 1980년 이후 여러 종류의 비은행 저축기관들이 생겨나고 이들간의 치열한 자금 유치경쟁 때문으로 생각된다. 이런 과정에서도 비은행 저축기관 중 투자신탁의 비중은 상당한 부분을 차지하고 있으며 그 규모면에서도 중요한 위치를 점하고 있다.

다음으로 투자신탁에 편입된 주식과 채권의 비중을 살펴보자. 1980년 투자신탁에 편입된 주식의 시가총액은 0.44%, 채권은 26.41%였다. 1997년은 각각 5.28%, 28.66%로 나타났다. 상대적으로 투자신탁에 편입된 채권의 비중이 매우 높은 것으로 조사되었다. 1980년 이후 투자신탁 편입 주식의 비중은 1987년 7.57%까지 증가한 후 1997년 말 현재 5.28%를 기록하고 있다. 채권은 1983년 49.67%로 투자신탁에 편입된 채권의 비중이 모든 채권의 절반 가량을 차지한 적도 있었다. 이는 채권의 최대 수요처를 투자신탁이 담당하고 있음을 의미한다.[232] 주식의 거래량을 보면 1980년 0.03%에서 꾸준히 증가하여 1997년 6.28%까지 증가하였다. 이는 투자신탁이 주식시장의 중요한 기관투자자로 성장했음을 의미한다.

232) 이는 정부의 강제 할당 등의 영향도 무시할 수 없다.

나. 투자신탁 산업의 규모 분석

<표 Ⅴ-2>는 투자신탁의 설정 규모를 요약한 것이다. 먼저 총 설정 규모를 살펴보자. 1980년 6,659억좌에서 1997년 94조 1,200억좌로 약 140배 정도 증가하였다. 즉, 1980년 이후 18년 동안 투자신탁은 우리나라 자본시장의 발전과 함께 규모면에서 급격하게 성장하였다. 설정 잔고의 증가율을 보면 연평균 36% 정도 꾸준히 성장한 것으로 나타났다. 이는 다른 금융 분야의 성장에 비해 매우 높은 성장률이라 할 것이다. 설정 종목수도 1980년 73개에서 1997년 5,436개로 증가하여 투자신탁 산업의 양적 성장을 알 수 있다.

주식형을 보면 주식시장이 침체되었던 1991, 1992, 1997년을 제외하고는 설정 규모가 지속적으로 증대하는 모습을 보여주었다. 특히, 1982년, 1984년, 1988년의 경우에는 100% 이상 설정 규모가 증대되었다. 이는 주식형의 경우 주식시장의 상황에 민감하게 움직임을 알 수 있으며, 투자자들이 시장 상황에 따라 움직인다는 것을 쉽게 파악할 수 있다. 1996년 15조 1,342억좌를 최고로 1997년 말 현재의 설정 규모는 12조 4,125억좌로 1996년에 비해 18% 가량 감소되었다.

공사채형은 주식형이 급격히 증가한 1988년을 제외하고는 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 1980년 6,225억좌에서 1997년 말 현재 81조 7,074억좌를 기록하고 있다. 공사채형 중 장기형은 1982년 이후 단기형보다 설정규모가 커져 공사채형의 주류를 이루고 있다. 이는 투자자들이 장기 공사채형을 선호하고 있음을 보여주는 것이라고도 할 수 있으며, 한편으로는 투자신탁회사들의 설정 상품이 장기 공사채형에 치중하고 있음을 나타내는 것이라고도 할 수 있다. 단기 공사채형의 경우 1996년의 증가율은 99%였고, 1997년은 155%였다. 이는 우리나라에

MMF가 소개됨에 따라 나타난 현상이라 할 것이다. 1997년 말 현재 단기 공사채형의 설정액은 주식형을 2배 가량 초과하고 있다.

<표 V-2> 투자신탁 산업의 규모

(단위: 억좌)

	종목수	설정규모			총설정규모
		주식형	공사채형		
			장기	단기	
1980	73	434	2,222	4,003	6,659
1981	76	574 (0.32)	6,603 (1.97)	6,930 (0.73)	14,107 (1.12)
1982	76	1,510 (1.63)	16,469 (1.49)	10,566 (0.52)	28,545 (1.02)
1983	91	2,590 (0.71)	23,456 (0.42)	11,546 (0.09)	37,592 (0.32)
1984	112	7,005 (1.70)	26,841 (0.14)	10,432 (-0.10)	44,278 (0.18)
1985	128	8,996 (0.28)	36,475 (0.36)	12,564 (0.20)	58,035 (0.31)
1986	137	16,422 (0.83)	52,886 (0.45)	13,033 (0.04)	82,341 (0.42)
1987	140	27,877 (0.70)	56,956 (0.08)	11,973 (-0.08)	96,806 (0.18)
1988	161	56,989 (1.04)	52,660 (-0.08)	13,649 (0.14)	123,297 (0.27)
1989	184	88,342 (0.55)	54,377 (0.03)	23,172 (0.70)	165,890 (0.35)
1990	363	99,755 (0.13)	101,316 (0.86)	32,617 (0.41)	233,688 (0.41)
1991	511	87,239 (-0.13)	144,190 (0.42)	35,229 (0.08)	266,658 (0.14)
1992	705	79,998 (-0.08)	218,600 (0.52)	47,542 (0.35)	346,138 (0.30)
1993	1,149	83,695 (0.05)	353,812 (0.62)	44,190 (-0.07)	481,698 (0.39)
1994	1,404	141,438 (0.69)	388,422 (0.10)	44,298 (0.00)	574,158 (0.19)
1995	1,943	144,416 (0.02)	452,388 (0.16)	49,093 (0.11)	645,897 (0.12)
1996	2,869	151,342 (0.05)	494,626 (0.09)	97,591 (0.99)	742,827 (0.15)
1997	5,436	124,125 (-0.18)	568,092 (0.15)	248,982 (1.55)	941,200 (0.27)
1998.8*	9,265	91,150 (-0.26)	1,424,770 (0.74)		1,515,920 (0.61)

( )는 전년대비 증감율
*는 1998년 8월 15일 현재임.
자료: 투자신탁협회, 『투신』, 1998년 5월.

최근의 동향을 살펴보면 1998년 8월 15일 현재 주식형의 설정 규모는 9조 1,1150억좌, 공사채는 142조 4,770억좌 총 설정규모는 151조

5,920억좌 기록하고 있다. 1997년 말에 비해 주식형은 주식시장의 침체로 26% 감소되었으나, 공사채형은 1997년 말 대비 61% 이상 급증하였다. 이는 MMF 등 단기 공사채형의 수탁고가 급증하였기 때문으로 분석된다. 이와 같이 단기 공사채형에 시중 자금이 집중되는 것은 안정적인 자금흐름에 역효과를 가져올 수도 있을 것으로 생각된다.

다. 투자신탁의 종류별 규모 분석

다음의 <표 V-3>은 투자신탁의 종류별 비중을 정리한 것이다. 1980년에는 주식형이 7%, 공사채형이 93%를 차지해 대부분의 투자신탁 상품이 공사채형이었다. 그후 주식시장의 규모가 증대됨에 따라 1989년에는 전체의 53%가 주식형이였고, 47%가 공사채형으로 주식형의 규모가 오히려 공사채형을 초과하게 되었다. 그러나 1989년 이후 주식형의 비중은 점차 하락하여 1997년 말 현재 13% 정도를 차지하고 있다.

한편 공사채형은 1989년을 제외하고는 주식형의 규모보다 월등히 높은 비중을 보여주고 있다. 그리고 최근 몇 년간은 공사채형의 설정규모가 주식형에 비해 꾸준히 증가하여 1997년 말 현재 87%를 차지하고 있다. 앞에서도 언급되었지만 1996년 이후 단기 공사채형의 설정규모는 급격히 증가하여 1997년 말 현재 비중이 26%로 주식형을 초과하고 있는 실정이다. 현재의 시장 상황 아래서 주식형과의 이러한 격차는 좁혀지지 않을 것으로 생각된다. 최근의 동향을 보면 1998년 8월 15일 현재 전체 투자신탁 중 주식형은 6%에 불과하며 공사채형이 94%를 차지하고 있다. 주식시장의 침체가 지속되면서 주식형의 규모는 매우 축소된 반면 공사채형의 비중은 많이 증가하였다. 자료 부족으로

단기 공사채형의 비중은 알 수 없으나 1997년 말 26% 보다는 큰 비중으로 증가했을 것으로 사료된다.

<표 Ⅴ-3> 투자신탁 종류별 비중

	주 식 형	장기 공사채	단기 공사채	공 사 채
1980	0.07	0.33	0.60	0.93
1981	0.04	0.47	0.49	0.96
1982	0.05	0.58	0.37	0.95
1983	0.07	0.62	0.31	0.93
1984	0.16	0.61	0.24	0.84
1985	0.16	0.63	0.22	0.84
1986	0.20	0.64	0.16	0.80
1987	0.29	0.59	0.12	0.71
1988	0.46	0.43	0.11	0.54
1989	0.53	0.33	0.14	0.47
1990	0.43	0.43	0.14	0.57
1991	0.33	0.54	0.13	0.67
1992	0.23	0.63	0.14	0.77
1993	0.17	0.73	0.09	0.83
1994	0.25	0.68	0.08	0.75
1995	0.22	0.70	0.08	0.78
1996	0.20	0.67	0.13	0.80
1997	0.13	0.60	0.26	0.87
1998.8*	0.06	n.a.	n.a.	0.94

*는 1998년 8월 15일 현재임.
자료: 투자신탁협회, 『투신』, 1998년 5월.

라. 투신사별 규모 분석

<표 Ⅴ-4>는 1997년 말 현재 재경 3투신과 지방 4투신 그리고 신설 투자신탁운용회사의 종류별 설정규모를 보여주고 있다. 주식형의 경우 재경 3투신이 9조 1,734억좌, 지방 4투신이 1조 4,148억좌, 신설 투자신탁운용회사는 1조 8,240억좌를 설정하였다. 이는 각각 전체 설정규모의 74%, 11%, 15%에 해당하는 것이다. 신설 투자신탁운용이 지방 4투신보다 점유율이 높으며, 재경 3투신과 지방 및 신설 투자신탁운용회사는 7대 3의 비율로 주식형이 설정되었다. 즉, 재경 3투신이 절대적으로 설정 규모가 크다는 것을 알 수 있다.[233]

<표 Ⅴ-4> 투신사별 설정 잔고 (1997년 말 현재)

(단위: 억좌)

	주식형	공사채형
재경 3투신	91,737 (0.74)	533,394 (0.65)
지방 4투신	14,148 (0.11)	178,575 (0.22)
신설 투자신탁운용	18,240 (0.15)	105,105 (0.13)

(　　)는 해당 상품의 전체 투신 잔고에 대한 비중을 의미함.
자료: 투자신탁협회, 『투신』, 각호

공사채형의 경우는 주식형보다는 좀 덜하지만 재경 3투신이 전체 설정액의 65%를 차지하고 있으며, 지방 4투신이 22%, 신설 투자신탁운용회사가 13% 정도를 차지하고 있다. 지방 4투신은 상대적으로 주식

233) 1997년 말 현재 상장주식의 시가총액은 약 71조로 재경 3투신이 설정한 주식형의 규모는 시가총액의 12.6% 정도이다.

형보다는 공사채형에 중점을 두고 있는 것으로 나타났다. 규모를 보면 재경 3투신이 53조 3,394억좌, 지방 4투신이 17조 8,575억좌, 신설 투자신탁운용회사가 10조 5,105억좌다.

<표 Ⅴ-5> 투신사별 설정 잔고 (1998년 8월 15일 현재)

(단위: 억좌)

	주식형	공사채형
재경 3투신	73,920 (0.81)	686,584 (0.49)
지방 4투신	9,193 (0.10)	234,457 (0.17)
신설 투자신탁운용	8,041 (0.09)	478,021 (0.34)

(　　)는 해당 상품의 전체 투신 잔고에 대한 비중을 의미함.
자료: 투자신탁협회,『수익증권』, 각호

<표 Ⅴ-5>는 최근의 투자신탁회사별 설정 잔고를 요약한 것이다. 주식형의 경우 1997년 말과 비교하여 살펴보면 전체적으로 규모는 감소하였다. 전체 주식형에 대한 비중을 재경 3투신이 81%, 지방 4투신이 10%, 신설 투자신탁운용이 9%로 나타났다. 신설 투자신탁운용회사의 경우 1997년 말 15%에서 9%로 감소하여 주식형의 비중이 많이 축소되었다. 규모면에서도 50% 이상 감소되었다. 이는 신설 투자신탁운용회사들이 기존의 투자신탁보다는 시장 상황을 보다 신속하게 반영하고 있는 것으로 생각된다. 이는 규모면에서 보다 탄력적인 운용이 가능하기 때문으로 생각된다.

공사채형을 살펴보면 재경 3투신, 지방 4투신, 신설 투자신탁운용 모두 규모에서 큰 증가를 보여주었다. 이는 시중의 자금이 투자신탁의 공사채형으로 집중되면서 투자신탁 산업 전체의 규모가 증가하였기 때

문으로 해석된다. 여기서 주목할 만한 것은 신설 투자신탁운용회사의 규모 증대다. 1997년 말 10조좌 수준에서 1998년 8월 15일 현재 47조좌 수준으로 3.5배 이상 급증하였다. 신설 투자신탁운용의 공사채형 비중도 전체의 34%를 차지하고 있다. 이는 지방 4투신의 공사채형 수탁고를 능가하는 비중이다. 한편 재경 3투신의 경우 규모는 증가하였으나, 비중은 65%에서 49%로 축소되었다.

마. 투자신탁의 운용 분석

<표 V-6>은 투자신탁의 운용 현황을 요약한 것이다. 주식형의 운용대상은 크게 주식과 공사채 그리고 예금이나 콜론 등이며, 공사채형은 공사채와 예금이나 콜론 등이다. 1980년대 초반에는 주식형 상품이지만 주식보다는 공사채로 운용되는 부분이 더 많았다. 1985년까지 주식형 중 주식의 비중은 40% 미만인 반면 공사채가 40% 이상을 차지하고 있었다. 1985년 이후 주식형에서 주식이 차지하는 비율이 높아지기 시작했으나 1997년에 28.2%로 급격히 감소하였다. 1990년 이후 주식형의 경우 투자비중을 보면 예금이나 콜론 등 단기 금융상품의 비중이 증대되고 있다. 특히, 1997년에는 45.8%를 차지하고 있는데, 이는 주식이나 공사채 보다 높은 비율이다.

공사채형의 경우를 보면 대부분이 공사채에 투자되고 있다. 투자대상의 비중을 보면 1996년 이전에는 약 20% 미만만이 예금이나 콜론 등에 투자되었다. 그러나 1997년에는 예금이나 콜론에 투자된 비중이 34.1%에 달해 단기 금융상품의 이용이 매우 빨리 증대하였음을 알 수 있다. 1998년 8월 15일 현재의 운용현황을 보면 주식형의 경우 주식의 비중이 다소 증가한 반면 예금·콜론 등의 비중이 다소 축소되었다. 공

사채형은 공사채가 59.3%, 예금·콜론 등이 40.7%로 나타나 예금·콜론 등의 비중이 증가하였다.

<표 Ⅴ-6> 투자신탁 재산의 운용현황

(단위 : 억원, %)

	주 식 형				공 사 채 형		
	자산총액	주식[1]	공사채[2]	예금·콜론 등[3]	자산총액	공사채	예금·콜론 등
1980	501	22.3	68.2	9.5	7,004	92.5	7.5
1981	681	36.3	42.9	20.8	14,955	94.0	6.0
1982	1,691	25.7	65.3	9.0	29,094	92.3	7.7
1983	3,006	35.0	51.0	14.0	37,169	93.0	7.0
1984	8,066	31.3	61.1	7.6	39,583	91.9	8.1
1985	11,184	37.9	48.0	14.1	52,322	86.8	13.2
1986	20,829	44.0	45.9	10.1	70,190	87.0	13.0
1987	36,298	53.2	42.0	4.8	73,818	94.2	5.8
1988	75,343	53.5	40.7	5.8	71,350	92.6	7.4
1989	106,309	56.1	40.7	3.2	84,900	92.7	7.3
1990	101,087	49.1	33.3	17.7	143,142	86.4	13.6
1991	87,337	57.4	24.9	17.7	196,653	80.5	19.5
1992	83,580	62.4	24.1	13.5	306,910	84.7	15.3
1993	99,833	67.4	15.1	17.5	468,607	82.7	17.3
1994	160,613	63.0	21.4	15.0	488,357	81.2	13.1
1995	150,279	62.3	19.0	18.8	571,023	83.2	16.8
1996	118,076	55.4	21.0	23.6	696,251	80.0	20.0
1997	86,100	28.2	26.0	45.8	953,744	65.9	34.1
1998.8**	61,990	35.5	26.1	38.4	1,460,710	59.3	40.7

* 자산총액은 시가총액을 의미함
** 1998년 8월 15일 현재임
1) 주 식 / 자산총액
2) 공사채 / 자산총액
3) 예금·콜론 등 / 자산총액
자료: 투자신탁협회, 『투신』, 1998년 5월.

2. 재무제표 분석[234]

가. 현황[235]

본 장에서는 우리나라 투자신탁회사들의 재무제표를 분석하고자 한다. 현재 우리나라 투자신탁 산업은 재경 3투신, 지방 4투신, 그리고 신설 투자신탁운용회사 등으로 구성되어 있다.[236] 여기서는 먼저 재경 3투신과 지방 4투신의 재무제표를 분석하고자 한다.[237]

---

234) 1998년 7월 29일 매일경제신문 증권면을 참조하시오.

235) 투자신탁회사의 재무분석을 위하여 이용된 각 투자신탁회사의 재무제표는 1998년 3월 31일 현재의 재무제표다. 그리고 추정된 부분은 1998년 3월 31일 현재 재무제표에 근거하여 추정하였음을 밝혀두고자 한다.

236) 여기서 재경 3 투신은 한국투자신탁, 대한투자신탁, 국민투자증권을 포함하며, 지방 4 투신은 제일투자신탁, 동양투자증권, 한남투자증권, 중앙투자신탁을 의미한다. 본 연구에서는 편의상 국민투자증권, 동양투자증권, 한남투자증권을 국민투자신탁, 동양투자신탁, 한남투자신탁으로 표현한다. 한편 국민투자신탁은 이미 현대그룹에 편입되었고, 1998년 3월 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리되었다. 지방 4투신 중 제일투자신탁은 경영권이 제일제당으로 넘어갔으며, 동양투자신탁은 1998년 상반기 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리되었으며 삼성생명에서 인수하였다. 한남투자신탁은 1997년 7월 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리되었고, 경영권은 거평그룹이 지니고 있었으나 1998년 8월 14일부터 영업이 정지되었다. 영업이 정지된 한남투자신탁의 신탁재산은 8월 말 현재 국민투자신탁이 인수하기로 결정된 상태다. 중앙투자신탁은 현재 동양그룹에 포함되어 있다. 한편 1997년 12월 영업이 정지된 지방 투자신탁회사인 신세기투자신탁의 영업은 한국투자신탁에 양도되었다.

237) 신설 투자신탁운용회사에 대한 재무분석은 뒤에서 간단히 언급한다.

1) 재경 3투신 및 지방 4투신의 손익

<표 Ⅴ-7>는 재경 3투신과 지방 4투신의 손익 상황을 요약한 것이다. 재경 3투신과 지방 4투신은 1997년 회계연도 중 총수익 2조 2,010억원, 총비용 5조 6,195억원으로 총 3조 2,667억원의 당기순손실을 기록하였다. 이 중 재경 3투신의 당기순손실이 2조 9,661억원이며, 지방 4투신의 당기순손실이 3,006억원이다. 그러나 영업수지 측면에서는 투자신탁 산업 전체적으로 795억원의 영업이익을 달성하였다. 재경 3투신은 1,539억원의 영업손실을 기록한 반면 지방 4투신은 2,334억원이라는 영업이익을 달성하였다.[238] 그럼에도 불구하고 투자신탁 산업이 1997 회계연도 동안 막대한 당기순손실을 보게된 것은 <표 Ⅴ-7>에서 보는 바와 같이 막대한 영업외비용 때문이다. 투자신탁 산업 전체 총비용 5조 6,195억원 중 영업외비용은 3조 6,816억원으로 총비용의 67% 이상을 차지하고 있다. 즉, 투자신탁 산업 측면에서 볼 때 영업외비용을 축소시키지 못하면 향후 막대한 당기순손실은 지속될 것으로 예상된다. 뒤에서 구체적으로 언급되겠지만 각 투자신탁회사의 영업외비용은 차입금에 대한 지급이자와 유가증권평가손이 대부분을 차지하고 있다.

---

238) 재경 3투신 개별 투자신탁회사의 손익상황은 <표 Ⅴ-8>에 제시되어 있다. 재경 3투신 중 대한투자신탁과 국민투자신탁은 영업이익을 달성했지만 한국투자신탁은 영업손실을 보았다. 한국투자신탁의 영업손실 규모가 다른 2곳의 투자신탁회사의 영업이익보다 크게 나타나 전체적으로 재경 3투신의 1997 회계연도의 영업이익은 (-)의 값을 보이게 되었다. 지방 4투신 개별 투자신탁회사의 손익상황도 <표 Ⅴ-9>에 제시되어 있다. 지방 4투신 모두 영업에서는 이익을 보이고 있다.

<표 Ⅴ-7> 재경 3투신 및 지방 4투신의 손익 현황 요약
(1997. 4. 1 ~ 1998. 3. 31)

(단위: 억원)

	재경 3투신	지방 4투신	합 계
총 수 익	14,686	7,324	22,010
영업수익	13,482	6,692	20,174
영업외수익	1,204	632	1,836
총 비 용	45,627	10,568	56,195
영업비용	15,021	4,358	19,379
영업외비용	30,606	6,210	36,816
영업이익	-1,539	2,334	795
당기순이익	-29,661	-3,006	-32,667

2) 재경 3투신의 손익

다음의 <표 Ⅴ-8>는 재경 3투신의 개별적인 손익 상황을 요약한 것이다. 재경 3투신은 각각 4,665억원, 4,463억원, 4,355억원의 영업수익을 얻었다. 이는 각 투자신탁의 수탁고 규모가 크기 때문이다. 이들 재경 3투신의 경우 수탁고가 급격하게 감소되지 않는다면 향후 안정적인 영업수익이 지속될 것으로 예상된다. 영업비용을 보면 각각 7,640억원, 3,029억원, 4,352억원이다. 영업수익에서 영업비용을 차감한 것이 영업이익인데 이 영업이익은 정상적인 영업에서 달성되는 것이다. 각 투자신탁의 영업이익을 보면 대한투자신탁과 국민투자신탁에서 양의 값이 나타났으나, 한국투자신탁의 경우는 영업손실을 기록하였다. 대한투자신탁의 영업이익은 1,434억원인데 이는 자본금의 70%를 초과하는 것이다. 그러나 한국투자신탁은 막대한 유가증권처분손을 기록하면서 재경

3투신 중 유일하게 2,975억원이라는 영업손실을 기록하였다.

재경 3투신의 당기순손실을 보면 한국투자신탁과 대한투자신탁은 각각 1조 4,440억원, 1조 2,560억원의 당기순손실을 기록하였다. 이와 같이 양 투자신탁에서 엄청난 당기순손실을 기록한 것은 1997 회계연도 중 유가증권평가손 100%를 손익에 반영하였기 때문이다. 국민투자신탁의 경우 상대적으로 작은 2,661억원의 당기순손실을 보았다. 이는 국민투자신탁의 경우 1996 회계연도에 유가증권평가손을 이미 반영하였고 1997 회계연도에는 보유 주식의 평가손 중 50%만을 반영하였기 때문이다. 한편 재경 3투신 모두 영업외비용 중 지급이자가 차지하는 비중이 매우 높다는 것이다. 시장의 상황에 따라 발생하는 유가증권평가손과는 달리 지급이자는 각 투자신탁회사의 차입금 규모를 축소하지 않는다면 향후 지속적으로 투자신탁회사의 손익에 악영향을 미칠 것이다. 이 지급이자의 규모는 재경 3투신 자본금의 1.7배 이상의 규모로 그 폐해가 엄청나다. 따라서 재경 3투신은 차입금 축소를 최우선 경영과제로 삼아야 할 것이다.

이제 신세기투자신탁을 인수한 한국투자신탁의 경우를 좀 더 살펴보고자 한다. 한국투자신탁은 대한투자신탁이나 국민투자신탁에 비해 영업비용이 약 2배 가량 높은 것으로 조사되었다. 이는 5,388억원이라는 유가증권처분손이 영업비용의 70% 이상을 차지하기 때문이다. 이 같은 현상은 1997년 12월 중순 신세기투자신탁의 재산이 한국투자신탁으로 양도되면서 신세기투자신탁의 환매에 대응하기 위해 유동성 확보 차원에서 보유 유가증권을 처분하여 발생되었다고 할 수 있다.[239] 이와 같은 과다한 영업비용으로 한국투자신탁의 영업손실은 2,975억원 발생하였다.[240] 즉, 신세기투자신탁의 영업 양수로 인하여 한국투자신탁의

239) 한국투신은 1997년 12월 신세기투자신탁의 영업 양도를 준비하기 시작했으며, 1998년 2월 12일 신세기투자신탁의 재산을 인수하였다.

영업손익이 다른 재경 투자신탁에 비해 악화되었으며, 이런 상황은 향후 한국투자신탁의 손익에 지속적으로 영향을 미칠 것으로 생각된다.

<표 Ⅴ-8> 재경 3투신의 손익 현황
(1997. 4. 1 ~ 1998. 3. 31)

(단위: 억원)

	한 국	대 한	국 민	국민_1
영 업 수 익	4,665	4,463	4,355	4,355
영 업 비 용	7,640	3,029	4,352	4,352
(유가증권처분손)	5,388	1,113	2,092	2,092
영 업 이 익	-2,975	1,434	3	3
영업외 수익	473	400	331	331
영업외 비용	11,938	14,385	4,283	4,513
(지급이자)	3,445	3,202	3,943	3,943
(평 가 손)	8,461	11,138	288	518
경 상 이 익	-14,440	-12,550	-3,950	-4,180
당기순이익	-14,440	-12,560	-2,661	-2,891

한편 국민투자신탁은 1997 회계연도에 보유 주식의 평가손을 50%만 반영하였다.[241] 보유 주식의 평가손을 100% 반영한다고 가정하여 국민투자신탁의 손익을 추정한 것이 <표 Ⅴ-8>의 국민_1이다.[242] 이

240) 참고로 살펴본다면 한국투자신탁의 1996 회계연도의 영업비용은 1,500억원 정도였으며, 이 중 유가증권처분손은 150억원 수준이었다.

241) 재경 3투신의 유가증권 시가 반영 비율은 다음과 같다.

구 분	한투	대투	국투
주 식	100%	100%	50%
수익증권(주식)	100%	100%	100%
외 화 증 권	100%		50%

242) 국민투자신탁의 1997 회계연도 감사보고서 주석사항 2에 따르면 1997 회계연도 중 발생한 주식의 평가손은 총 45,990,999,000원이다. 이중 50%만을 증권감독원의 결산지침에 의거 계상하였다고 지적하고 있다. 따라서

경우 국민투신의 당기순손실은 2,891억원으로 증가한다.

3) 지방 4투신의 손익

<표 Ⅴ-9>는 지방 4투신 개별 투자신탁의 손익 상황을 요약한 것이다. 각 투자신탁회사의 영업이익은 제일투자신탁이 806억원, 동양투자신탁이 1,050억원, 한남투자신탁이 200억원, 중앙투자신탁이 279억원으로 나타났다. 이는 정상적인 영업에서는 이익을 보고 있음을 의미한다. 특히 동양투자신탁은 자본금의 1.75배, 제일투자신탁은 자본금의 1.34배 이상의 영업이익이 보고되었다.

당기순이익을 보면 동양투자신탁을 제외하고는 모두 당기순손실을 기록한 것으로 조사되었다.[243] 동양투자신탁도 영업이익에 비해 당기순이익은 상당히 축소되었다. 이는 영업외비용 특히 지급이자의 부담 때문이다. 지방 4투신의 경우 지방 4투신 전체 자본금의 1.5배 이상 되는 지급이자를 부담하고 있다. 그리고 전체 영업외비용 중 70% 이상이 지급이자다. (평균 1,094억원) 따라서 지방 4투신이 경영을 정상화시키기 위해서는 재경 3투신과 마찬가지로 과다한 차입금 처리를 해야 함을 쉽게 알 수 있다.

평가손이 100% 반영한다면 추가적으로 평가손 230억원을 반영하여 손익을 계상하여야 할 것이다.

243) 동양투자신탁도 유가증권평가손을 100% 반영하는 경우 당기순손실이 나타난다. <표 Ⅴ-10> 참조.

<표 Ⅴ-9> 지방 4투신의 손익 현황
(1997. 4. 1 ~ 1998. 3. 31)

(단위: 억원)

	제 일	동 양	한 남	중 앙
영 업 수 익	1,568	1,886	1,982	1,257
영 업 비 용	762	836	1,782	978
(유가증권처분손)	338	471	1,095	620
영 업 이 익	806	1,050	200	279
영업외 수익	51	75	395	111
영업외 비용	1,351	1,106	2,222	1,531
(지급이자)	1,240	1,070	1,102	964
(평 가 손)	102	26	1,062	552
경 상 이 익	-494	19	-1,627	-1,141
당기순이익	-494	12	-1,380	-1,144

<표 Ⅴ-10>은 지방 4투신이 유가증권평가손을 100% 반영했다고 가정하고 손익을 추정한 것이다.[244] 중앙투자신탁은 유가증권평가손을 100% 반영했기 때문에 <표 Ⅴ-9>와 차이가 없다. 그러나 제일투자신탁과 동양투자신탁의 경우 각각 378억, 234억원 가량의 추가적인 비용

244) 제일투자신탁은 1997 회계연도에 주식 평가손을 10%만 반영하였다. 10% 반영시 주식 평가손의 총액은 42억원이다. 만약 주식 평가손을 100% 반영한다면 1997 회계연도의 주식 평가손은 420억원이 될 것이다. 따라서 총 유가증권평가손은 480억원이 될 것으로 예상된다. 동양투자신탁은 유가증권평가손을 10%만을 반영하였다. 만약 100% 반영한다면 추가적으로 약 234억원의 주식 평가손을 반영하여야 한다. 한남투자신탁의 경우는 1997 회계연도에 주식 평가손을 50%만 반영하였다. 만약 주식 평가손을 100% 반영한다면 추가적으로 300억원 가량의 비용이 발생될 것으로 예상된다. 위에서 제시된 수치들은 각 사의 재무제표에 나타난 수치들을 중심으로 추정한 것이므로 정확한 수치와는 다소 차이가 있을 것으로 생각한다. 지방 4투신의 1997 회계연도 중 유가증권 시가 반영 비율은 다음과 같다.

이 발생한다. 따라서 당기순손실은 각각 872억, 222억원으로 나타난다. 한편 한남투자신탁은 50%의 유가증권평가손의 반영으로 인하여 추가적인 비용은 300억원 정도이며, 당기순손실은 1,680억원으로 증가된다.

<표 Ⅴ-10> 주식 평가손 100% 반영시 지방 4투신의 손익 현황
(1997. 4. 1 ~ 1998. 3. 31)

(단위: 억원)

	제 일	동 양	한 남	중 앙
영 업 수 익	1,568	1,886	1,982	1,257
영 업 비 용	762	836	1,782	978
(유가증권처분손)	338	471	1,095	620
영 업 이 익	806	1,050	200	279
영업외 수익	51	75	395	111
영업외 비용	1,351	1,106	2,522	1,531
(지급이자)	1,240	1,069	1,102	964
(평 가 손)	480	260	1,362	552
경 상 이 익	-872	-215	-1,927	-1,141
당기순이익	-872	-222	-1,680	-1,144

4) 재경 3투신과 지방 4투신의 재무상태

<표 Ⅴ-11>은 재경 3투신과 지방 4투신의 재무 상황을 요약한 것이다. <표 Ⅴ-11>에 나타난 바와 같이 현재 투자신탁회사들의 총자산

구 분	제일	동양	중앙	한남
주 식	10%	10%	100%	50%
수익증권(주식)	10%	10%	100%	100%
외 화 증 권		100%	100%	

이 10조 3,711억원이고, 총부채가 13조 9,977억원이어서 자기자본이 (-) 3조 6,266억원이 된다. 투자신탁 산업 전체로 볼 때 자본잠식이 매우 심각한 상태다.[245][246] 재경 3투신의 자기자본은 (-) 3조 5,594억원, 지방 4투신의 자기자본은 (-) 672억원으로 상대적으로 재경 3투신의 자본잠식이 매우 심각한 상태다.

<표 Ⅴ-11> 투자신탁의 재무 현황 요약
(1998. 3. 31 현재)

(단위: 억원)

	재경 3 투신	지방 4 투신	합 계
총 자 산	65,700	38,011	103,711
총 부 채	101,294	38,683	139,977
자기자본	-35,594	-672	-36,266

5) 재경 3투신의 재무상태

<표 Ⅴ-12>은 재경 3투신의 재무 현황을 요약한 것이다. 재경 3투신 의 평균 자기자본은 (-) 1조 1,865억원으로 자본금의 5배 이상 되는 수준이다. 이는 재경 3투신의 재무상태가 매우 심각한 자본잠식의 상태에 있음을 의미한다. 한국투자신탁의 총자산은 3조 4,424억원인 반면

245) 재경 3투신과 지방 4투신의 단기차입금 규모는 전기 (8조 8,406억원)보다 49% (4조 3,669억원) 증가한 13조 2,075억원이다.

246) 이러한 자본잠식 규모는 단순히 재무제표에 기초한 내용이고, 보유 재산의 부실 및 시가평가시의 손실 등을 감안한다면 자본잠식 규모는 더욱 확대될 것이다.

총부채는 4조 7,604억원이다.[247] 대한투자신탁과 국민투자신탁의 총자산은 각각 1조 4,160억원, 1조 7,116억원이고, 총부채는 각각 2조 4,523억원, 2조 9,167억원이다. 재경 3투신의 재무구조에서 가장 큰 문제인 차입금을 보면 한국투자신탁이 4조 6,727억원, 대한투자신탁이 2조 3,601억원, 국민투자신탁이 2조 7,951억원이다. 이를 자본금 대비로 살펴보면 각각 23배, 12배, 13배 이상 되는 금액이다. 따라서 다시 한번 강조하지만 재경 3투신의 경영 정상화는 차입금의 축소에 있다고 해도 과언이 아니다.

차입금 규모에서 한국투자신탁의 차입금이 다른 투자신탁에 비해 2배 가량 많다. 이는 한국투자신탁의 차입금에는 신세기투자신탁의 차입금이 1조 7,000억원 정도이며, 한국투자신탁이 신세기투자신탁의 영업을 인수함에 따른 지원금 8,100억원이 포함되어 있기 때문이다.

<표 Ⅴ-12> 재경 3투신의 재무 현황
(1998. 3. 31 현재)

(단위: 억원)

	한 국*	대 한	국 민
총 자 산	34,424	14,160	17,116
총 부 채 (차입금)	47,604 46,727	24,523 23,601	29,167 27,951
자 본 금	2,000	2,000	2,101
자기자본	-13,180	-10,363	-12,051
자기자본_1	-13,180	-10,363	-12,281

* 신세기투신의 재산을 합한 것임.

247) 한국투자신탁의 신세기투자신탁 인수로 인하여 재경 3투신의 자본잠식의 정도가 더욱 심화되었다.

한편 <표 Ⅴ-12>에서 자기자본_1은 유가증권평가손을 100% 반영했다고 가정한 경우의 자기자본이다. 한국투자신탁과 대한투자신탁은 100% 반영하였기 때문에 변화가 없으나, 국민투자신탁은 유가증권평가손을 50%만 반영하였기 때문에 자본잠식 상태가 더 악화되었다.

6) 지방 4투신의 재무상태

<표 Ⅴ-13>은 지방 4투신의 재무 현황을 요약한 것이다. 지방 4투신의 총자산은 3조 8,011억원이며, 총부채는 3조 8,683억원이다. 지방 4투신의 자본잠식은 전체 672억원 수준이다. 자기자본 측면에서 볼 때 한남투자신탁과 중앙투자신탁은 음의 자기자본을 보이고 있으나, 제일투자신탁과 동양투자신탁은 각각 32억원, 794억원으로 양의 값을 보여주고 있다. 지방 4투신의 평균 총자산은 9,495억 수준이며, 평균 총부채는 9,671억원이고, 차입금은 평균 8,468억원이다. 총부채 중 차입금의 비율은 87% 이상이며, 자본금의 13.8배 이상이다. 즉, 재경 3투신과 마찬가지로 지방 4투신도 차입금에 대한 지급이자가 향후 손익과 경영활동에 막대한 악영향이 될 것으로 우려된다. 즉, 각 투자신탁회사들은 차입금 축소가 최우선 과제다. 한편 유가증권평가손을 100% 반영한 경우의 자기자본을 <표 Ⅴ-13>의 자기자본_1이 보여주고 있다. 유가증권평가손을 전액 반영하는 경우 제일투자신탁의 자기자본은 (-) 346억원이고, 동양투자신탁의 자기자본은 564억원으로 자본금 600억원보다 작아 자본잠식의 상태가 된다.

<표 Ⅴ-13> 지방 4투신의 재무 현황
(1998. 3. 31 현재)

(단위: 억원)

	제 일	동 양	한 남	중 앙
총 자 산	9,769	11,313	9,785	7,144
총 부 채 (차입금)	9,737 9,476	10,519 8,049	10,156 9,634	8,271 6,718
자 본 금	600	600	1,000	600
자기자본	32	794	-371	-1,127
자기자본_1	-346	564	-671	-1,127

7) 투자신탁의 유가증권 보유 현황

다음의 <표 Ⅴ-14>는 1998년 3월 말 현재 투자신탁들이 보유하고 있는 유가증권의 현황을 요약한 것이다.[248] 이들의 유가증권은 총 6조 2,622억원으로 조사되었다. 이 중 수익증권이 3조 4,446억 (55%), 채권 1조 5,417억원 (24.6%), 주식 1조 2,759억원 (20.4%)다. 유가증권 중 가장 큰 부분을 차지하는 각 투자신탁회사들의 수익증권은 미매각 수익증권을 의미한다. 이 미매각 수익증권은 고유자산의 유동성을 크게 제한하고 있으며, 장부가격으로 계산된 것이므로 실제가치보다는 크게 과다 계상되어 있을 것으로 생각된다.

248) 이는 1998년 3월 31일 현재 재무제표에 나타난 유가증권을 의미한다.

<표 Ⅴ-14> 투자신탁의 유가증권 보유 현황
(1998. 3. 31 현재)

(단위: 억원)

	한 국	대 한	국 민	재경 3투신	지방 4투신	합계
유가증권	22,450	5,637	6,196	34,283	28,339	62,622
수익증권	11,919	1,343	1,889	15,151	19,295	34,446
주 식	3,463	3,674	3,585	10,722	2,037	12,759
채 권	7,068	620	722	8,410	7,007	15,417

재경 3투신의 경우 미매각 수익증권은 한국투자신탁이 신세기투자신탁의 수익증권을 책임지게 됨에 따라 다른 투자신탁에 비해 상당히 크게 나타나고 있다. 한국투자신탁, 대한투자신탁, 국민투자신탁의 경우 각각 1조 1,919억, 1,343억, 1,889억원이다. 지방 4투신의 경우 평균 미매각 수익증권이 4,824억원으로 재경 3투신에 비해 상대적으로 과다한 상태로 재경 3투신보다 심각한 실정이다.

주식의 경우 주식 평가손의 반영과 주식의 처분으로 지난해에 비해 상당히 감소되었다. 재경 3투신의 경우 평균적으로 3,500억원 정도의 주식을 보유하고 있으며, 지방 4투신은 평균적으로 500억원 정도의 주식을 보유하고 있는 것으로 조사되었다. 한편 채권은 재경 3투신과 지방 4투신 모두 1997 회계연도 중에 그 규모가 크게 증가하였는데 이는 한국은행으로부터 RP 자금을 공급받기 위해 신탁재산으로부터 편출한 결과로 해석할 수 있다.

나. 투신사의 수익구조

현재 투자신탁의 주요 수익구조는 신탁보수와 환매수수료다. 투자신탁보수 중 위탁회사 보수는 공사채형과 MMF의 경우 6.5/1,000이상 19.5/1,000 이하 범위 내에서 위탁회사가 자율적으로 정하고, 수탁회사 보수는 0.5/1,000 범위 내에서 위탁회사와 수탁회사가 협의하여 자율적으로 정한다. 주식형의 경우 위탁회사 보수는 13.5/1,000 이상 29.5/1,000 이하 범위 내에서 위탁회사가 자율적으로 정하고, 수탁회사 보수는 0.5/1,000 이하 범위 내에서 위탁회사와 수탁회사가 협의하여 자율적으로 정한다.

투자신탁의 환매수수료는 자유화되었다.[249] 추가형인 경우 90일 미만, 단위형인 경우 180일 미만의 환매는 제한되고 있다. 한편 환매 제한 기간 중의 환매 신청에 대해서는 이익금의 70% 이상을 중도해지수수료로 징구하여 신탁재산에 편입하고 있다.[250] 환매수수료 자유화에 따라 기존사의 주식형 상품에 대하여도 신설 투자신탁운용회사와 같이 3일 환매제가 적용되고 있다.[251] 이는 투자신탁회사의 미매각 수익증권 과대 보유에 따른 부실화 요인을 일부 제거할 수 있으며, 적용 대상은 주식이 50% 이상 편입되는 상품 (적립식은 제외)으로서 시행일 이후 신고 (인가)되는 상품이다.

---

249) MMF의 경우 기간 구분이나 환매수수료는 위탁회사가 자율적으로 정한다. 환매수수료의 신탁재산 편입 여부는 위탁회사 또는 판매회사가 자율적으로 정하도록 하였다. 이에 의해 일부 펀드에서 환매수수료를 신탁재산에 편입시키고 있지만 그 규모는 크지 않다.

250) 징수한 환매수수료의 신탁재산 편입 여부는 다음과 같이 결정한다. 첫째, 당일 환매제를 적용하는 투자신탁은 위탁회사 또는 판매회사가 자율적으로 정한다. 둘째, 3일 환매제를 적용하는 투자신탁은 전액 신탁재산에 편입한다.

251) 3일 환매제는 고객이 환매신청시 신탁재산이 보유하고 있는 주식을 시장에서 매각하여 3영업일 후에 결제하는 제도이다.

3. 신세기투자신탁의 교훈

1997년 말 신세기투자신탁 영업정지로 인하여 신탁재산이 한국투자신탁에 인수되었다. 한국투자신탁이 신세기투자신탁을 인수함에 따라 가장 큰 영향을 받게 된 것은 차입금의 급격한 증가였다. 신세기투자신탁 인수 이전에도 한국투자신탁의 차입금은 2조 1,000억원 수준이었으나, 인수 후 1998년 3월 말 현재 차입금은 4조 6,000억원 수준으로 엄청난 증가를 보였다.[252] 이로 인한 지급이자의 증가는 한국투자신탁의 경영을 더욱 악화시켰으며, 향후 손익에도 막대한 악영향을 미칠 것으로 전망된다. 한편 신세기투자신탁 인수에 따라 인수 시점의 신세기투자신탁 수탁고는 2조 9,000억원 정도였다. 그러나 1998년 8월 현재 약 4,000억원 정도로 감소되었다. 이 때문에 미매각 수익증권이 과다하게 발생되었으며 수탁고 증가 효과는 미미하게 되었다. 즉, 한국투자신탁의 신세기투자신탁 인수는 재무구조 악화와 향후 손익구조에 명백한 악영향을 미쳤다.

신세기투자신탁 영업을 한국투자신탁에 양도한 사례에서 얻을 수 있는 가장 큰 교훈은 부실 투자신탁회사의 영업을 타 투자신탁회사에 양도하는 것이 부실 투자신탁회사를 처리하는 최선의 해결 방안이 아니라는 것이다. 현재 우리나라 투자신탁회사 중 부실한 투자신탁회사의 영업을 인수할 여력이 있는 투자신탁회사는 전혀 없다고 판단된다. 즉, 영업을 양도받은 투자신탁회사 또한 부실화가 가중될 것이라는 것은 너무나 명백한 사실이다.[253] 따라서 부실 투자신탁회사의 영업을 타

252) 여기에는 신세기투자신탁 차입금 1조 7,000억원과 인수에 따른 지원금 8,100억원이 포함되어 있다. 지원금 중 3,600억원은 1%의 이자율로, 4,500억원은 10%의 이자율로 차입한 것이다.

253) 이러한 판단은 외부적인 도움이 전혀 없을 경우를 가정한 것이다.

투자신탁회사에 양도하는 것은 전체 투자신탁 산업의 부실을 초래할 수 있는 가능성이 매우 높다고 생각된다.

1998년 8월 14일에는 한남투자신탁의 영업이 정지되었다. 영업이 정지된 한남투자신탁의 신탁재산은 국민투자신탁이 인수하기로 결정되었다. 그러한 결정이 국민투자신탁의 외형적인 규모를 늘려주기는 하겠지만 경영상 막대한 부담을 초래할 것으로 보인다. 물론 장기 저리 여신의 제공으로 부담은 축소될 수 있겠지만 근본적인 문제의 해결이 가능한 지는 미지수다.

신탁재산의 투자 손실 발생은 고객의 책임이어야 한다. 따라서 고객재산의 손실은 고객이 책임을 져야지 다른 투자신탁이 책임질 문제는 아니다. 다만 실정법을 위반하여 고객 재산을 유용한 사실이 있다면 이 부분에 대해서는 감독당국의 책임을 간과하여서는 안될 것이다.[254]

254) 한남투자신탁의 신탁계정 연계콜의 규모는 1조 398억원 수준이다. (매일경제신문 8월 18일)

4. 투자신탁 부실의 원인

가. 재경 3투신의 부실화 원인

재경 3투신의 부실화 원인으로는 먼저 과다한 주식 보유를 꼽을 수 있다. 특히, 1조원씩의 정부 저금리 주식 매입 자금을 공급받은 이후 주식을 과다하게 보유하게 되었다. 이렇게 과다 보유된 주식의 평가손이 주식시장의 침체에 따라 엄청나게 증가하였다. 그리고 자금 차입에 따른 이자비용 급증으로 재경 3투신의 부실은 대형화되었다. 이후 계속되는 정부의 증시 부양책들에 의해 재경 3투신은 보유 주식의 매각과 차입금 축소에 실패하였다. 그러나 다른 한편으로는 투자신탁의 경영 오류에도 책임이 있다. 1994년 주식시장 활황기에 보유 주식의 처분도 가능하였으나, 회사별 경쟁 등의 이유로 주식 보유를 더욱 확대시킨 것은 매우 치명적인 경영 실패로 보인다.

둘째, 보장형 펀드의 설정이다. 증시부양을 위하여 정부와 재경 3투신사들은 3년 만기의 보장형 수익증권을 만들어 증시 부양을 도모하였다. 그러나 결국 증권시장 침체의 지속에 의한 투자신탁회사들의 보장수익 보전으로 이어져 투자신탁 부실화의 심화를 초래하였다.

셋째, 인사의 공정성 부재다. 이는 최고 경영진의 낙하산식 임명을 의미한다. 계속되는 낙하산식 최고 경영진 임명으로 경영의 효율성을 추구할 수 없었다. 즉, 빈번한 최고 경영진의 교체는 장기적 안목에서의 경영을 불가능하게 하였다. 또한 노동조합의 경영 간섭이 혼재하여 자율 경영을 통한 올바른 경영정책 수립이 어려웠다.

넷째, 투자신탁회사간의 과다한 수탁고 및 수익률 경쟁이다. 각 투자신탁회사들이 외형적인 수탁고와 수익률 경쟁에만 치중하여 내실있는 경영을 하지 못했다.

나. 지방 4투신의 부실화 원인

지방 4투신 부실의 근본적 원인은 방만한 경영에 있다고 할 수 있다. 즉, 그 동안 주인 없는 기업으로 경영자가 경영 결과에 대해 책임을 지는 책임경영이 이루어지지 못했다. 최근 경영 주체의 등장으로 책임경영의 가능성 증대하기도 하였으나, 너무 늦었다는 생각이 든다.

지방 투자신탁회사들은 설립 시점부터 재경 투자신탁회사들의 경영관습을 그대로 답습하여 대부분 단기 차입금으로 과다한 유가증권을 보유하게 된 것도 부실의 큰 원인이라 할 것이다. 보장형 투자신탁의 설정도 부실의 한 원인이다.

다. 공통적 부실화 원인

첫째, 투자신탁회사들은 주식에 대한 순매수 우위 정책을 강요받았다. 이는 주식과 관련된 모든 금융기관에 함께 적용되는 요인이다. 투자신탁회사의 경우 지나친 차입 구조와 대표적 기관투자자라는 입장에서 순매수 우위 정책에 대한 강요가 더 부담스럽게 작용하였다.

둘째, 신탁재산과 고유재산간의 방화벽 해이다. 신탁재산의 자금을

위탁회사가 사용하여 고객재산의 부실화가 확대되었다. 즉, 신탁재산으로부터의 자금 인출은 경영 효율성 추구에 걸림돌로 작용하였다.

셋째, 모든 투자신탁회사들이 동일한 상품으로 경쟁하였다. 획기적인 신상품 개발의 경우 신탁상품 인가에 많은 제약이 있어서 차별화된 상품에 의한 경쟁이 없었고, 단지 기존의 시장 점유율에 의한 수탁고 증가에만 몰두하였다.

넷째, 위험 관리에 대한 경영진의 인식이 부족하였다. 대표적으로 유가증권 평가손 반영비율 등에 대한 명확한 법 적용이 없었기 때문에 경영진의 자의적인 해석에 따라 위험이 방치되었다.

다섯째, 시장 환경 급변에 대응할 수 있는 내부 위험관리시스템의 부재다. 막대한 고유재산 및 신탁재산을 보유하고 있으면서도 시장 환경 변화에 따른 재산의 위험 변화를 전혀 고려하지 않았다.

여섯째, 당일환매 제도로 투자신탁회사의 고유재산에 큰 손실을 가져왔다. 환매된 수익증권의 고유재산 인수는 미매각 수익증권의 규모를 확대시켰고 이로 인해 자금 유동성을 저하시켰다.

5. 투자신탁운용회사 재무분석

분석 대상의 투자신탁운용회사는 모두 23개사였다. 다음의 <표 Ⅴ-15>는 이들 투자신탁운용회사들의 1997 회계연도의 손익 상황을 요약한 것이다. 총수익은 1,265억원이고 총비용이 1,006억으로 259억원의 경상이익을 기록하였다. 이를 각 투자신탁운용회사로 평균하면 11억원 정도다. 한편 투자신탁운용회사의 경우 영업수익은 460억원인 반면 영업비용이 984억원이어서 영업손실이 524억원이 되었다. 이는 평균적으로 각사당 23억원의 영업손실을 기록하였음을 의미한다. 투자신탁운용회사의 영업비용은 크게 유가증권처분손 (175억원), 인건비 (288억원)와 제경비 (488억원)로 구성되어 있다. 그러나 투자신탁운용회사의 경우 영업외수익이 984억원으로 영업수익을 크게 상회하는 것으로 나타났다. 영업외수익은 이자수익, 임대료, 처분이익 등으로 구성되어 있다. 투자신탁운용회사들은 영업에서는 손실을 기록한 반면 영업외수익으로 당기순이익을 실현하였다.[255] 비록 투자신탁운용회사들이 당기순이익을 실현하였으나 안정적인 수익이라 할 수 있는 신탁보수 등이 경상비용인 인건비와 제 경비의 50% 수준으로 불안정한 수익구조를 보여주고 있다.

<표 Ⅴ-16>은 투자신탁운용회사의 재무상황을 요약한 것이다. 총자산이 7,535억원, 총부채가 406억원이고 자본금이 6,900억원이다. 따라서 자기자본은 7,129억원이며 이 중 이익잉여금이 229억원으로 조사되었다. 한편 투자신탁운용회사의 경우 차입금이 31억원 정도로 매우 낮아 기존 투자신탁회사와는 달리 지급이자를 거의 지불하지 않고 있다. 보유

255) 투자신탁운용회사들의 영업외수익 중 이자 수입이 740억원이다.

유가증권을 보면 채권이 대부분을 차지하고 있으며 주식은 없는 것으로 나타났다.

<표 Ⅴ-15> 투자신탁운용회사의 손익현황
(1997. 4. 1- 1998. 3. 31)

(단위: 억원)

항목	투신운용 합계
총수익 (A+B)	1,265
영업수익 (A)	460
영업외수익 (B)	805
총비용 (C+D)	1,006
영업비용 (C)	984
영업외비용 (D)	22
영업이익 (A-C)	-524
경상이익 (A+B)-(C+D)	259
당기순이익	188

<표 Ⅴ-16> 투자신탁운용회사의 재무상황
(1998. 3. 31 현재)

(단위: 억원)

항목	투신운용 합계
총자산 (A)	7,535
유가증권*	309
총부채 (B)	406
차입금	31
자본금	6,900
자기자본 (A-B)	7,129

* 유가증권은 채권이 306억원, 수익증권 3억원

Ⅵ. 투자신탁제도의 문제점과 개선 방안

1. 계약형 투자신탁제도

2. 회사형 투자신탁제도

Ⅵ. 투자신탁제도의 문제점과 개선 방안

1. 계약형 투자신탁제도

가. 유가증권의 평가: 시가평가의 필요성

현재 신탁재산에 편입된 주식의 경우에는 종가를 기준으로 하여 시가로 평가하고 있다. 그러나, 채권의 경우에는 장부가액을 기준으로 하여 매일 이자액을 더해 가는 원가법을 사용하고 있다. 이러한 원가법의 사용은 이자율 변동에 따르는 채권 가격의 변동을 전혀 반영할 수 없다. 이로 인하여 이자율 하락기에는 투자신탁으로 시중 자금이 몰리고, 이자율 상승기에는 투자신탁으로부터 자금이 이탈되는 바람직하지 못한 자금 흐름을 보여 왔다. 또한 원가법에 의한 불공정 가격에 의해 다른 신탁재산으로 채권이 편출되는 경우에는 신탁재산간에 부의 이전이 발생하게 된다. 만약, 과대평가된 채권이 계속적으로 신규 펀드에 편입되고 수탁고가 계속적으로 증가되지 않는다면 투자신탁은 고유재산 고갈로 도산의 가능성이 높아질 것이다.

이러한 문제점을 해결하기 위해 정부는 증권투자신탁업 감독규정을 통해 2000년 4월부터는 시가평가를 의무화하고 있다.[256] 그러나 현재 투자신탁 산업 위기 상황의 한 원인이 시가평가 부재로부터 왔다는 것을 부정할 수 없는 상황이라는 점과 회사형 투자신탁 도입 등으로 시가평가를 더 이상 미룰 수 없는 상황에 직면해 있다. 이에 금융감독위

256) 증권투자신탁업 감독규정 부칙 제4조에 의하면 "채권은 2000년 3월 31일까지 취득가액에 발행이율에 의한 경과이자를 가산하여 평가할 수 있다."

원회에서는 올 11월부터 시가평가 실시를 시행할 예정으로 있다. 시가평가의 시행에는 많은 문제점이 있으리라고 생각되므로 충격을 최소화하면서 실시할 수 있는 방안이 강구되어야 할 것이다. 시행의 방법과 규모에 대해서는 현재 논의가 진행되고 있다.

시가평가가 시행이 된다면 현재 수익률 변동에 따라 계속해서 신규 펀드를 만드는 실무적 관행이 사라질 것으로 보인다. 현재 재경 투자신탁의 경우 펀드의 숫자가 1,500~3,000개에 이르고 있다. 펀드 숫자의 증가는 이자율 변동에 따라 유리하거나 또는 불리해진 기존 펀드를 마감시키고 신규 펀드를 만들어왔기 때문이다. 이는 시가평가 부재에 의해서 발생하는 문제를 편법적으로 해결하려는 과정에서 생겨난 현상이다. 사실상 이렇게 수많은 펀드에 대해 운용의 개념이 있을 수 없다. 시급히 시가평가 제도가 정착되어 이러한 문제점도 해결되어야 할 것이다.

나. 환매 방법의 개선

현재 투자신탁은 고객이 환매를 청구하면 펀드의 유가증권 중 주식은 전일종가로 채권은 만기수익률로 평가한 기준가격으로 당일환매를 실시하고 있다. 1997년 중반 이후부터는 주식형 펀드 중 주식 편입비율이 50% 이상인 펀드에 대해서는 3일 환매제를 적용하고 있기도 하다.[257] 하지만, 당일환매가 안될 경우 일시적으로 자금 이탈 가능성이 있기 때문에 대부분의 펀드가 당일환매 제도를 채택하고 있는 것이 현실이다.

257) 3일 환매제인 경우 환매수수료는 전액 신탁에 편입된다.

공사채형 펀드의 경우에는 기준가격 평가에 원가법을 적용하기 때문에 당일환매의 문제가 심각하게 제기되지는 않았지만 주식형의 경우에는 극심한 주가 변동이 있을 경우 문제가 커진다.[258] 고객은 매입의 시점을 주가가 급등한 날로 정할 것이고, 환매의 시점을 주가가 급락한 날로 정할 것이다. 이러한 매매 행위는 고객의 입장에서 매우 합리적인 의사결정이지만 투자신탁의 입장에서는 당일환매에 의해 발생하는 부담으로 작용하게 된다. 왜냐하면 구성된 펀드를 저가에 판매하고 고가에 미매각 수익증권으로 되사기 때문이다. 이러한 실무가 일견 고객에 대한 서비스로 이해될 수도 있겠지만, 결국 투자신탁의 부실을 초래하는 하나의 요인이 될 것은 자명한 사실이다. 이러한 문제점이 투자신탁의 규모가 작고 투자자의 관심이 크지 않았을 때에는 크게 부각되지 않을 수 있었다. 그러나, 투자신탁 전체 수탁고가 140조를 넘어서는 1998년 9월 현재에는 반드시 개선되어야 할 과제라고 본다.

미국의 경우를 보더라도 뮤추얼펀드의 매매에는 Forward Pricing 방법을 사용하고 있다. 즉, 고객의 매매 요구가 있으면 그 시점 이후에 결정되는 순자산가치에 의해 매매가 이루어지도록 하였다. 따라서, 매매 시점에는 펀드의 정확한 가격을 알 수 없다. 우편 주문을 하는 경우에는 매입과 환매에 적어도 2~3일의 기간이 요구된다.

다. 과세 방법의 개선

현재와 같이 이자소득과 배당소득을 투자신탁회사에 먼저 원천징수

258) 채권의 시가평가가 실시되면 공사채형 펀드의 경우에도 중요한 문제가 될 것이다.

하는 경우 이자소득이나 배당소득이 발생하는 시점에서 원천징수액 만큼의 현금이 펀드에 편입되지 못한다. 투자자의 입장에서는 원천징수 시점부터 환급받은 세금이 펀드에 편입될 때까지 이 부분에 대한 운용수익을 올릴 수 없다. 따라서, 투자신탁회사에 대한 원천징수를 면제하여 투자자들의 수익을 보호해 주어야 할 것으로 생각된다.

라. 지나친 수탁고 경쟁의 지양

현재 각 투자신탁회사는 신상품 개발에 의한 투자신탁 산업 전체의 규모 확대보다는 주어진 시장 규모에서 수탁고를 증대시키려는 지나친 수탁고 경쟁을 하고 있다. 이러한 경쟁은 회사간 경쟁은 말할 것도 없고 회사내의 지점간 경쟁에서도 심각하게 발생하고 있다. 여기서 여러 가지 불공정 거래 행위가 이루어지면서 도덕적 문제가 제기된다.

예를 들면 수탁고 증대를 위해 달성될 수 없는 고수익률을 제시하여 영업함으로써 펀드간 부의 이전 등을 초래하고 있다. 특히, 기관에 대해 지나치게 높은 수익률을 제시하여 개인 고객들의 수익률이 불이익을 보는 경우도 종종 발생하고 있다.

이러한 수탁고 경쟁은 단기적으로 수탁고 증대에 도움을 줄지는 모르지만 투자신탁 경영의 부담을 가중시키고, 불공정 거래를 조장하며, 개인 고객들의 불신감을 확대시킬 것이다.

마. 광고 규제의 필요성과 투자 개념으로서의 투자신탁

투자신탁은 운용 실적에 의해 수익이 발생하는 투자 수단으로 저축과는 명백히 구별되어야 하나, 투자신탁 산업의 육성을 위하여 저축 수단으로 인식시켜온 측면도 부정할 수 없는 사실이다. 사실 신탁형 등 몇 가지 상품은 저축형 상품이다. 그럼에도 불구하고 대부분의 상품은 운용 실적에 근거하는 투자신탁 상품으로 명백히 분류되어진다.

이런 상황에서 신문이나 TV 등의 광고 등을 통하여 운용수익률을 지나치게 광고하여 마치 타금융권에 비해 항상 높은 수익률을 제공하는 것처럼 선전하는 것은 투자자를 호도하는 결과를 초래하고 있다. 또한 고유계정의 연계콜 사용 등으로 신탁재산의 부실 가능성이 고조되는 현 시점에서 투자신탁의 안전성을 강조하는 광고와 달성하기 어려운 당기순이익의 과장 광고 등은 다시 한 번 투자자를 호도할 가능성이 높다. 이러한 과장 광고 등은 규제의 차원을 넘어서 금지되어야 하는 것이 적절하다고 본다.

바. 저리 자산의 신탁재산 편입 개선

표준약관 제정 세부사항에 의하면 “MMF 투자신탁의 경우 한국증권금융(주)가 발행·매출하는 어음 및 채무증서에의 투자는 10% 이상이어야 한다.” 이러한 규정은 명백히 신탁재산의 수익률 증대에 방해가 된다. 특히, 1998년 상반기의 경우에는 증금어음과 시중 실세금리와의 차이가 매우 심하여 MMF 수익자의 수익률 저하를 가져왔다. 따라서, 어떠한 규제에 있어서도 신탁재산의 정당한 수익률 극대화를 방해하는

조항이 있어서는 투자신탁 산업의 발전을 도모할 수 없다고 본다.

사. 공시의 개선

투자신탁의 공시에 관해서는 증권투자신탁업법에 의해 신탁재산에 관한 보고서를 금융감독위원회에 제출하도록 되어 있다. 여기에는 매월 보고하는 영업보고서와 매년 보고하는 업무보고서가 포함된다. 또한 동법 제27조에 의하면 수익자에 대한 위탁회사의 투자신탁설명서 등 작성·제공에 대한 조항이 있고, 동법 제28조는 위탁회사의 장부 비치를 규정하고 있으며, 동법 제29조는 수익증권의 가격 공시를 명하고 있다. 그러나 실질적으로 이러한 규정에 대한 실행이 원활하게 이루어지지 못하고 있음은 주지의 사실이다. 공시를 발행공시와 계속공시로 구분하여 실제적으로 수익자에게 정보 공시의 효과를 거두어야 할 것이다.

한편, 펀드 운용자에 관한 내용과 펀드의 운용 내역에 관한 공시는 전혀 이루어지지 않고 있다. 경쟁사와의 관계 때문에 공시가 어려운 면도 있겠지만 펀드에 관한 사항은 어느 정도 수익자에게 공시되어야 한다고 본다. 그렇게 될 경우 수익자는 자기의 책임하에 펀드를 선택할 수 있을 것이다. 지금처럼 펀드에 대한 구체적인 정보 없이 펀드를 선택한다면 수익자의 투자 책임을 강요하기에도 약간의 문제가 있을 수 있다.

아. 신탁재산의 연계콜 문제 개선

현재 위탁회사의 고유재산과 신탁재산과의 현금자산 거래 관계를 명확히 금지하고 있지 않기 때문에 이의 해악이 현재 매우 걱정스러운 단계에 있다. 문제가 되고 있는 것은 신탁재산을 고유재산이 차입하여 사용하고 있는 연계콜이다. 이미 신세기투자신탁과 한남투자신탁의 영업정지에서도 알 수 있었듯이, 연계콜은 부실 투자신탁회사의 자금 차입을 위한 마지막 수단으로 고객 재산 부실화의 핵심이었다. 이에 감독당국에서는 1998년 6월까지 연계콜을 모두 해소하라는 명령을 내렸으나 현실적인 문제로 인하여 다시 그 기간이 연장되어 있는 상황이다. 그러나 현재 연계콜은 재경 3투신과 나머지 지방 3투신의 자금 원천으로 매우 중요한 역할을 하고 있다.

법적인 측면에서 이러한 연계콜 문제는 증권투자신탁업법 제32조에 의한 위탁회사의 행위 제한 규정에 위배된다고 확대 해석할 수도 있다. 제1호에 의하면 신탁재산으로 그 수익자 외의 자의 이익을 위한 행위가 제재되며, 제2호에서 통상의 거래조건과 다른 불공정한 조건으로 거래하는 행위 등이 규제받도록 되어 있다. 자금 차입이 어려운 투자신탁회사에 대한 연계콜은 신탁재산 부실화를 조장할 가능성을 확대시키면서 수익자 외의 자의 이익을 위한 행위라고 볼 수 있다. 또한 위탁회사에 의한 차입이므로 공정한 조건으로의 차입이 될 수는 없을 것이다. 법적인 해석을 확대하지 않는다 할지라도 연계콜이 신탁재산의 보호에 큰 걸림돌이 되고 있는 것은 자명한 사실이다. 빠른 시일 내로 이러한 연계콜이 사라져야 할 것이며 법적으로도 금지되어야 할 것이다.

자. 판매 수익증권의 운용회사에 관한 정보 문제

신설 투자신탁운용의 경우 판매회사가 판매하는 MMF 등 투자신탁 상품을 투자자가 매입하는 경우 어느 회사의 상품인지를 투자자가 인지하지 못하는 경우가 많다. 예를 들면 A 증권에서 판매하는 MMF가 AA 투자신탁의 상품인지, BB 투자신탁의 상품인지, CC 투자신탁의 상품인지를 고객들은 잘 모르고 투자하는 경우가 많다. 상이한 상품명이 있기 때문에 구분이 가능하기도 하지만 판매회사에서 투자자에게 적극적으로 인지시키지 않고 있다. 현재와 같이 각 회사의 상품들이 유사한 수익률로 운용되는 경우에는 큰 문제가 없으나 수익률에 차이가 있거나, 해당 투자신탁회사의 건전성에 차이가 나는 경우 투자자들이 선의의 피해를 볼 수도 있을 것이다. 따라서 수익증권을 판매하는 증권회사는 고객에게 이를 반드시 인지시켜야 할 것이다. 또한 고객이 원하는 회사의 수익증권을 구입할 수 있도록 하여야 한다.

차. 운용회사와 계열사의 방화벽

그룹의 계열사로 속해 있는 투자신탁회사의 경우 계열사와의 방화벽 문제는 심각하다고 할 수 있다. 일부 투자신탁회사의 경우 계열기업의 유가증권을 과도하게 보유하여 계열기업의 부실이 고객에게 그대로 전달될 가능성이 크기 때문이다. 얼마 전에 영업정지된 한남투자신탁의 경우에도 거평그룹 계열사의 부도가 한남투자신탁에 직접적으로 영향을 주어 큰 문제가 되고 있다. 현재 증권투자신탁업법 시행령에서 정하고 있는 기준 자체도 하향 조정되어 계열사에 대한 투자를 줄여야 할 것이

다. 또한 시행령에 명시되어 있는 기준의 준수도 엄하게 지켜져야 한다.

카. 단기 매매에 대한 환매수수료 제도 변경

투자신탁에의 투자 자금은 MMF를 제외할 경우 일정 기간 동안의 투자가 보장되어야 안정적인 투자가 이루어질 수 있고 비정상적인 자금 흐름을 방지할 수 있다. 그러나 단기 환매에 대한 수수료 부담이 적은 경우 환매가 과도하게 발생하여 운용상의 문제뿐만 아니라 기존의 투자자에게도 불이익을 줄 가능성이 크다. 이러한 단기 환매는 건전한 산업자금 모집이라는 투자신탁의 목적에 배치된다고 할 수 있다. 따라서, 단기 환매에 대한 수수료 제도를 변경하여 과도한 단기 환매를 방지할 필요가 있다고 본다.

현재의 표준약관에 의하면 추가형의 경우 90일 미만 환매에 대해서는 이익금의 70% 이상 범위 내에서, 90일 이상에 대해서는 위탁회사가 자율적으로 정하도록 되어 있다. 즉, 환매수수료는 이익금의 범위 내에서 이루어지도록 되어 있다. 그러나 환매에 대한 불이익을 높이기 위해서는 순자산가치에 비례하는 환매수수료를 부과하여야 한다. 이 경우 이익금이 없더라도 환매수수료가 부과되어 원금이 보존되지 않을 수도 있다. 물론, 추가적인 환매수수료 부담은 신탁재산에 편입되어야 하는 것이 당연하고, 위탁 기간이 증가함에 따라 환매수수료 부담이 감소되어야 하며, 일정 기간 후에는 없어져야 한다.

타. 펀드간의 불공정 거래 행위의 금지

신탁재산간의 유가증권 거래는 적정한 가격에 의해서 이루어져야만 투자자인 고객을 보호할 수 있다. 그러나 신탁재산간의 수익률 수준 평준화를 위하여 신탁재산간에 불공정한 거래가 이루어지고 있는 것이 사실이다. 주식의 경우에는 큰 문제가 없지만 채권의 경우에는 그 폐해로 말미암아 고객간 부의 이전이 심각하게 발생하고 있다. 이러한 문제점은 시가평가의 도입으로 대부분 해결될 것으로 보이지만 불공정 신탁재산 거래에 대한 감독당국의 엄중한 처벌도 강화되어야 할 것이다.

파. MMF의 유가증권 투자 제한의 필요성

MMF는 단기 유동성을 추구하는 투자신탁 상품이라고 할 수 있다. 미국의 경우에도 1940년 투자회사법에서 MMF가 투자할 수 있는 유가증권의 범위를 한정하여 MMF의 단기 유동성을 극대화하고 있다. 그러나 우리나라의 MMF는 투자 유가증권의 종류에 있어서 일반 공사채형 투자신탁과 차이점이 거의 없다고 할 수 있다. MMF의 투자 대상이 채권 및 유동성 자산으로 되어있기 때문에 각 투신사들은 운용 수익률을 높이기 위하여 MMF의 경우에도 회사채 비중을 높이고 있다. 만약 MMF의 대량 환매 사태가 발생한다면 투신사의 단기 유동성 부족 위험이 심각할 것으로 보인다. 따라서, 조속한 시일 내로 MMF의 유가증권 투자 제한이 강화되어, MMF의 운용은 단기 유동성 자산을 중심으로 이루어져야 할 것이다.

2. 회사형 투자신탁제도

가. 개방형 증권투자회사의 등록 등에 관한 특례

증권투자회사법 부칙 제2항에 의해 개방형 증권투자회사의 허용은 5년 이내에 대통령령으로 정하도록 하였다. 이는 개방형 증권투자회사의 허용으로 인해 기존의 계약형 투자신탁이 큰 타격을 받을 것을 염려하여 취한 조치라고 보인다. 이 조항은 우리나라 상황에서 나름대로 정당성을 가진다고 보인다. 기존 투자신탁사의 타격은 곧바로 금융위기로 옮겨갈 것이기 때문이다. 그러나 다른 한편으로는 폐쇄형만을 허용하는 회사형 투자신탁제도는 그 존재의 의의가 크지 않다고 할 수 있다. 또한, 개방형 증권투자회사의 허용을 5년 이내로 늘려만 놓는다고 기존 투자신탁회사의 부실 문제가 해결될 수는 없다.

기존 투자신탁사의 문제를 먼저 해결하지 않는다면 문제는 더욱 심각해질 가능성이 크다. 그런 이유로 개방형을 허용하지 않는다면 투자신탁제도의 국제 정합성 추구도 달성할 수 없을 것이다. 그러므로 기존 투자신탁사의 문제는 1~2년 이내에 해결하여야 할 것이고, 그 이후에는 개방형 증권투자회사도 허용되어야 함이 마땅하다. 따라서, 대통령령의 제정도 2년 이내에 이루어져야 한다고 본다.

나. 차입 등의 제한

증권투자회사법 제29조에 의하면, 증권투자회사는 자금을 차입하거나 채무 보증 또는 담보 제공을 하지 못한다. 다만, 주주의 이익을 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령이 정하는 경우에는 자금을 차입할 수 있다. 그리고 부칙 3항에 의해 개방형 증권투자회사의 경우 5년 이내에 자금 차입을 허용하는 대통령령을 정하도록 하였다.

증권투자회사가 원칙적으로는 차입을 할 수 없는 것은 일리가 있다. 그러나 고유재산을 가지지 않는 개방형 증권투자회사가 대량 환매가 발생할 경우 등에 대비하여 여유 자금 등을 보유하는 것은 어느 정도 인정되어야 한다고 본다. 미국의 경우 순자산가치의 최고 50%까지 차입이 허용되나, 차입 이후로는 유가증권 매매에 제한이 생긴다.[259] 홍콩의 경우도 레버리지 펀드를 제외하고는 순자산가치의 10%까지 차입이 허용된다.

증권투자회사법에서는 개방형 증권투자회사와 관련지어 5년 이내에 대통령령에 의한 자금 차입을 허용하려고 한다. 따라서, 개방형 증권투자회사가 허용되는 시점에 차입의 허용도 함께 이루어져야 할 것이다. 이는 개방형 증권투자회사의 유동성 증대에 크게 도움이 될 것으로 생각된다.

---

259) 펀드의 차입이 순자산가치의 5%를 초과하면 그 때부터 유가증권의 매입을 할 수 없다.

다. 소수의 투자자를 대상으로 하는 증권투자회사에 관한 특례

증권투자회사법 제79조에 의하면, 소수의 투자자를 대상으로 하는 증권투자회사에 대해서는 동법 제13조 제1항 제4호 등의 규정을 적용하지 않도록 하고 있다. 소수의 투자자에 대한 정의는 증권거래법 시행령 제2조의 4에 의해 50인을 기준으로 한다. 즉, 50인 미만이면 소수의 투자자가 되고, 50인 이상이면 소수의 투자자가 아니다.

이 조항은 이미 현실성을 잃어가고 있다고 하겠다. 개정된 증권투자신탁업법에서도 '불특정 다수'라는 표현을 '투자자'로 바꾸어 여기서 말하는 소수의 투자자에 의한 사모 형태도 계약형 투자신탁으로 인정하고 있다. 이는 이미 현실적으로 존재하고 있는 소수 투자자 펀드를 정식으로 인정하는 것이라고 할 수 있다. 따라서, 증권투자회사법에서 소수의 투자자를 대상으로 하는 증권투자회사라 할지라도 동법의 적용을 받는 증권투자회사로 인정하여야 한다고 본다. 즉, 50인 미만이 되더라도 공모의 형태를 취하고 금융감독위원회에 등록하는 증권투자회사는 당연히 증권투자회사법의 적용을 받아야 한다. 이는 투자자의 수가 증권투자회사의 적격성을 가름하는 척도로 이용되어서는 곤란하다는 것이다.[260]

260) 미국의 경우에는 100인 미만의 투자자를 가졌고 동시에 공모의 형태를 취하지 않은 경우만 증권투자회사로 등록할 수 없다. 그러나, 투자자 수가 100인 미만이라 할지라도 공모의 형태를 취하고 SEC에 등록하면 1940년 투자회사법에 의한 Investment Company로 인정한다

라. 다른 법률과의 관계

증권투자회사법 제84조 제4항에 의하면, 증권거래법 제2장 및 제9장(제2절 · 제191조의10제1항 · 제191조의13 및 제191조의14를 제외)의 규정은 증권투자회사에 대하여는 이를 적용하지 아니한다.

투자자 보호를 위한 증권거래소의 공시는 증권거래법 제186조 (상장법인의 신고의무 등)에 근거하고 있다. 그러나, 증권투자회사법 제84조 제4항에서 증권투자회사의 경우 증권거래법 제186조의 적용을 배제하고 있다. 따라서, 증권투자회사법에서 정하고 있는 영업보고서 등의 공시를 제외한 증자, 소송사항 등 중요 사항에 대한 공시가 어려워져 투자자 보호에 문제가 발생할 수 있다. 증권투자회사도 상장되는 경우, 주식의 가치에 영향을 미칠 중요한 사항은 당연히 공시되어야 함이 마땅하기 때문에, 증권거래법 제186조도 증권투자회사법 제84조의 적용을 받지 않아야 한다고 생각된다.

참 고 문 헌

1. 국내 자료

2. 국외 자료

3. Web site 자료

참 고 문 헌

1. 국내 자료

고광수, “기업연금제도의 도입 및 운영방안,” 한국증권경제연구원 연구자료 97-4, 1997.

_____, “회사형 투자신탁 도입 방안,” 한국증권연구원 issue paper 98-04, 1998.

국민투자증권, 『1997년 회계연도 감사보고서』, 1998. 3.

금융감독위원회, 『증권투자신탁업감독규정(안)』, 1998.

김광정, “주식형 펀드의 생존전략과 파생상품 활용,” 투신, 1997. 11.

나성섭, “일본 금융개혁의 현황과 과제,” KIEP 아주경제, 1998.

내외경제신문, 1998년 3월 30일

대한투자신탁, 『영업보고서』, 1998.

대한투자신탁 경제연구소, 『각국의 투자신탁제도』, 대한투자신탁, 1991.

_____, 『90년대 미국투자신탁업계 환경변화 및 향후전망』, 1991.

_____, 『주요국의 투자신탁 관계법령』, 1992.

_____, 『주요국의 투자신탁 상품』, 1993.

동양투자증권, 『영업보고서』, 1998.

매일경제신문 증권부, 한국증권연구원, 『선진증시 이래서 강하다』, 매일경제신문사, 1997.

매일경제신문, 1998년 7월 29일.

박무환, “투신산업의 경제성 분석,” 투자신탁, 1996. 6.

박병우, “주요국의 회사형 투자신탁제도,” 투신, 1998. 5.

양성국, “우리나라 투자신탁회사의 전략적 발전방향,” 증권투자신탁, 1995. 6.

윤용로,『금융개혁: 미국금융제도에서 배운다』, 매일경제신문사, 1997.

이용재, “한국과 일본의 금융개혁 비교,” 증권투자신탁, 1997.6.

임상엽, 『최신 세법개론』, 상경사, 1998.

장동헌, “2000년 한국의 투신 산업 전망 및 발전 방향,” 증권투자신탁, 1995. 9.

재정경제부, 『증권투자회사법(안)』, 1998. 8.

제일투자신탁,『영업보고서』, 1998.

조선일보, 1998년 3월 30일.

중앙일보, 1998년 8월 13일.

중앙투자신탁,『영업보고서』, 1998.

투자신탁발전협의회,『투자신탁의 경영정상화와 장기 위상정립』, 1995.

투자신탁협회, 투자신탁 현황 및 제도개선 방안, 1998.

_____,『증권투자신탁업법·시행령·시행규칙』, 1997.

_____,『투신』, 각호.

_____, “구미의 투자신탁제도,” 투신, 1997.9.

_____, “1997년도 미국의 뮤추얼펀드 현황,” 투신, 1998.3.

_____, “국내외 투신관련 인터넷 사이트 조사,” 투신, 1998.3.

_____, “서구의 투자신탁제도,” 1997.

_____, “외국의 회사형 투자신탁,” 1998.

_____, “외국이 회사형 투자신탁과 국내도입 방안,” 1998.

_____, 『주간 수익증권』, 각호.

한국은행, 『조사통계월보』, 각호.

한국증권업협회, 『증권관계법령편람』, 1997.

한국증권연구원, “투자신탁 현황과 전망,” 1998.

한국투자신탁, 『영업보고서』, 1998.

한국투자신탁 국제부, 『미국의 Mutual Fund』, 한국투자신탁, 1991.

_____, “UCITS 법령,” 1997.

_____, 『영국의 Unit Trust』, 한국투자신탁, 1991.

_____, 『일본의 투자신탁』, 한국투자신탁, 1992.

_____, “일본투신업계의 현황 및 전망,” 해외조사자료 98-9, 1998.

한국투자신탁 등, 『증권산업의 선진화와 투자신탁의 발전방안』, 1995.

한남투자증권, 『1997년 회계연도 감사보고서』, 1998. 3.

한청수, “금융선진국과 한국의 증권투자신탁제도 비교연구”, 증권투자신탁, 1992. 3.

홍은기, “투신사의 기업연금 취급 필요성,” 투신, 1997. 9.

2. 국외 자료

日本 證券投資信託協會, 『投資信託』, 1998. 6.

Accounting Series releas 118.

Albert J. Fredman and Russ Wiles, 『How Mutual Funds Work』, New York Institute of Finance, 1998.

Brian Reid and Jean Crumrine, “Retirement Plan Holdings of Mutual Funds, 1996,” ICI, 1998.

Fujiko Uchida, “Investment Trust Reforms: History and Results,” *The JSRI Journal of Financial and Securities Market,* 1997. 8.

Hong Kong Securities & Futures Commission, “Code on Unit Trusts and Mutual Funds,” 1997.

Investment Company Institute (ICI), “Brokerage Allocation Practice,” 1998. 3.

_____, “Valuation and Liquidity for Mutual Funds,” 1997. 3.

_____, “Implementation of the Institute's Recommendations on Personal Investing,” 1995. 4.

_____, 『Investment Company Institute Training Program for Foreign Securities Regulator』, 1998. 4.

_____, 『Mutual Fund Training Conference』, 1998. 6.

_____, 『Transfer Agent: Basic Training』. 1996.

_____, "Drafting Guides for Codes of Ethics Prevention of Insider Trading," 1993.

_____, 『Mutual Fund Fact Book』, 각호.

Investment Trusts Association, 『Investment Trusts in Japan 1998』, 1998.

Junko Maru, "The Performance of the Open-end Equity Funds after the Bubble Period: The Relationship between the Performance and the Flow of Fund Asset," *The JSRI Journal of Financial and Securities Market,* 1997.8

_____, "Reconsideration of the Function of Investment Trusts: Through the Experience of East-Asian Countries," *The JSRI Journal of Financial and Securities Market*, 1997.8

Megumi Suto, "Japanese Investment Trust Industry: How Can It Contribute to Assets Management of Household?," *The JSRI Journal of Financial and Securities Market,* 1997.8

Paul B. Farrell, 『Mutual Funds on the Net』, 1997.

The Internal Revenue Code of 1986.

The Investment Advisers Act of 1940.

The Investment Company Act of 1940

The Securities Act of 1933.

The Securities Exchange Act of 1934.

Yasuhiro Yonezawa, "Japanse Investment Trust: The Analysis of System Failure," *The JSRI Journal of Financial and Securities Market*, 1997.8

3. Web Site 자료

재정경제부: www.mofe.go.kr

證券投資信託協會 (Investment Trusts Association: 日本):

www.highway.or.jp/toushin

Association for Investment Trusts Company (AITC):

www.iii.co.uk/aitc

Association of Unit Trusts and Investment Funds (AUTIF):

www.iii.co.uk/autif

Financial Services Authority (FSA): www.sib.co.uk

Hong Kong Investment Funds Association (HKIFA):

www.hkifa.org.hk

Investment Company Institute (ICI): www.ici.org

Investment Management Regulatory Organisation (IMRO):

www.imro.co.uk

Morningstar: www.morningstar.net

Mutual Funds Online: www.mfmag.com

National Association of Securities Dealers (NASD): www.nasd.com

Securities Exchange Commission (SEC): www.sec.gov