

펀드의 공정한 기준가격 결정에 관한 연구

2003. 4

연구위원 고 광 수

연구위원 박 기 홍

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

전 세계적인 자산운용 산업의 비약적 발전으로, 펀드 시장이 자본시장의 중요한 영역으로 자리 잡고 있다. 우리나라의 경우도 예외가 아니어서 펀드 산업은 금융권의 중요한 한 축을 형성하고 있을 뿐만 아니라 기관투자자로서의 적지 않은 역할이 기대되고 있다. 펀드 산업의 중요성이 인정되는 만큼 투자자에 대한 책임과 의무감이 뒷받침 되어야 하므로 펀드 산업의 투명성과 신뢰성이 절실히 요구된다고 하겠다.

펀드의 공정한 기준가격 결정은 매우 미시적인 측면이 있지만, 펀드 산업의 신뢰성 추구를 위해서는 아무리 강조하여도 지나치지 않은 문제다. 기준가격이 공정하게 계산되지 않으면 투자자간에 부당한 부의 이전이 발생하여 펀드의 매입보유 투자자로부터 신규 또는 환매 투자자에게로 부당한 부의 이전이 이루어지기 때문이다. 펀드를 매입하여 보유하려는 투자자에게 부당한 손실이 발생할 가능성이 있다면 펀드 투자를 꺼리게 될 것은 너무나 당연한 일이며, 누군가가 이를 이용하여 합법적으로 이익을 취할 수도 있다. 따라서 펀드의 공정한 기준가격 결정의 문제는 전 세계적으로 중요한 이슈로 부각되고 있으며, 이를 개선하려는 노력들이 끊임없이 진행되고 있다.

실무적으로 펀드의 기준가격을 결정하는 방법에는 forward pricing과 backward pricing이 있다. 양자는 각각 장단점을 가지고 있으나, 공정한 기준가격 계산을 위해서는 펀드 매매 시점으로부터 가장 가까운 미래의 기준가격을 사용하는 forward pricing이 바람직하다고 할 수 있다. 이러한 원칙 아래 본고에서는 주식형, 채권형, 국제 펀드 등 펀드 유형별 기준가격 결정 제도를 검토하여 이론적·실증적 측면에서 개선 방안을 제시하고자 하였다. 이와 함께 자산운용 산업에서 선진 시장을 구축하고 있는 미국의 펀드 기준가격 결정과 관련된 제도 변천사를 정리하여 우

리에게 주는 시사점을 찾고자 하였다.

가까운 미래에 펀드 산업 및 증권 산업의 환경이 크게 변화한다면 기준가격 결정에 대한 객관적 기준이 달라질 가능성도 있다. 예를 들어, ECN이 일반화되어 중요한 거래 수단이 되거나 정보기술의 발달로 빈번한 기준가격의 계산이 가능하다면 또 다른 개선 방안이 제시될 수도 있을 것이다. 하지만 본 보고서의 내용은 현재의 증권 산업 상황에서 국제정합성을 추구하는 가장 합리적인 개선안을 제시하였다고 생각된다. 아무쪼록 본 연구의 내용이 펀드 산업의 투명성과 신뢰성 제고에 도움이 될 수 있기를 기원한다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는 데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 고향수 박사와 박기홍 연구원에게 감사를 표하고자 한다. 또한 자료 및 원고 정리에 수고한 황은미 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다. 그리고 보고서 작성과 수정에 많은 도움을 주신 투신협회 관계자와, 국제 펀드와 관련된 자세한 정보를 아낌없이 제공해 주신 현투운용, 대투운용, 피델리티 한국 사무소, 씨티은행, 한투운용, 프랭클린템플턴투신운용, 국민은행의 관계자 여러분들께도 진심으로 감사드린다.

본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2003년 4월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

I. 머리말	3
II. 미국 뮤추얼펀드의 순자산가치 결정	9
1. 개괄	9
2. 투자회사법과 관련 규정	12
3. 순자산가치 결정에 있어서 이사회역의 역할	16
4. 순자산가치 결정의 여러 가지 논제	18
III. 우리나라의 기준가격 결정 제도	27
1. 법령 및 규제 개괄	27
2. 신탁재산의 평가	28
3. 판매 및 환매 기준가격 결정 시점	32
IV. 주식형 펀드의 기준가격	39
1. 미국 주식형 뮤추얼펀드의 기준가격과 실증 연구	39
2. 우리나라 주식형 펀드의 기준가격 결정과 연구 과제 및 분석 자료	44
3. 과거 backward pricing과 부당 이익의 가능성	54

4. Forward pricing과 비대칭적 부당 이익	57
5. 불완전한 forward pricing: backward pricing의 효과	63
6. 요약 및 개선 방안	72
V. 채권형 펀드의 기준가격	77
1. 채권형 펀드의 기준가격 제도	77
2. 문제점	77
3. 개선 방안	79
VI. 국제 펀드의 기준가격	83
1. 국제 펀드의 정의 및 종류	83
2. 외국투자신탁증권	86
3. 외수펀드	97
4. 해외투자펀드	106
5. 국제 펀드 기준가격 결정의 개선 방안 요약	112
VII. 맺음말	119
참고 문헌	123

부록 127

<부록 A> 증권투자신탁 기준가격 관련 법령 및 감독규정 127

<부록 B> 증권투자회사 기준가격 관련 법령 및 감독규정 147

<부록 C> 해외 투자 펀드의 가치 평가를 위한 주요국의 규제 ... 152

<부록 D> 해외 투자 펀드의 가치 평가시 주요국의 특징 155

표 목 차

<표 II-1> 미국 순자산가치 평가 규제의 역사	11
<표 III-1> 펀드의 판매 기준가격	33
<표 III-2> 펀드 환매 기준가격 및 환매 대금 지급일	34
<표 IV-1> 표본 펀드 특성	54
<표 IV-2> 과거의 backward pricing과 부당 이익의 가능성	56
<표 IV-3> Forward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물의 (종가 _{t-1} ~14:55 _t) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용	60
<표 IV-4> Forward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물의 (13:00 _t ~14:55 _t) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용	62
<표 IV-5> 불완전한 forward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물의(종가 _{t-1} ~종가 _t) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용	66
<표 IV-6> Backward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물의 (15:00 _t ~종가 _t) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용	68
<표 IV-7> Backward pricing의 대안적 가설 검증: KOSPI 200 현물 수익률을 펀드 매입 신호로 이용	70
<표 VI-1> 국내 펀드와 국제 펀드의 비교	83
<표 VI-2> 주요 판매회사별 판매 현황	87
<표 VI-3> 주요 외국투자신탁증권별 기준가격 결정 시점	91
<표 VI-4> 프랭클린템플턴 펀드의 지역 투자자별 각 시장내 유가증권 기준가격 결정 방식 비교	94
<표 VI-5> 외수펀드 형태별 설정잔고 및 순자산가치	98
<표 VI-6> 투신운용사별 외수펀드 현황	100

<표 VI-7> 해외투자펀드 형태별 설정잔고 및 순자산가치	108
<표 VI-8> 투신운용사별 해외투자펀드 현황	110
<표 VI-9> 국제 펀드의 기준가격 결정 및 문제점과 개선안 요약표 ...	113

그림 목 차

<그림 IV-1> 미국에서 비동시적 거래에 의한 뮤추얼펀드 Wild Card 옵션의 발생	42
<그림 IV-2> 주식형 펀드 기준가격 제도 변경의 역사	46
<그림 IV-3> 주식 및 펀드의 매매를 위한 미시구조와 시간대별 기준가격의 의미	48
<그림 VI-1> 외국투자신탁증권 가입 및 환매 절차 요약표	88
<그림 VI-2> 외수펀드 설정잔고 장기 추이 그래프	99
<그림 VI-3> 홍콩 투자자를 가정한 외수펀드의 매입 대금 흐름도	102
<그림 VI-4> LG투신운용의 해외투자펀드인 “LG-HSBC World Top 20 신종분리과세 혼합투자신탁” 펀드 운영 구조	107
<그림 VI-5> 해외투자펀드 설정잔고 장기 추이 그래프	109

약 어 표

ADR: American Depositary Receipt
AFG ASFFI: Association Francaise de la Gestion Financiere
ALFI: Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement
ASR: Accounting Series Release
COB: Commission des Operations de Bourse
CSFS: Commission for the Supervision of the Financial Sector
ECN: Electronic Communication Network
FSA: Financial Services Authority
ICI: Investment Company Institute
IFSA: Investment and Financial Services Association Limited
ISMA: International Securities Market Association
JITA: Japanese Investment Trust Association
KOSPI 200: Korea Composite Stock Price Index 200
MMF: Money Market Fund
NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated
Quotation
NAV: Net Asset Value
NYSE: New York Stock Exchange
OECD: Organization for Economic Cooperation and Development
OEICs: Unit Trusts and Open End Investment Companies
PER: Price Earnings Ratio
SEC: Securities and Exchange Commission

SORP: Statements Of Recommended Practice

UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

WTO: World Trade Organization

I. 머리말

I. 머리말

펀드의 공정한 기준가격 결정은 매우 미시적인 측면이 있지만, 펀드 산업의 신뢰성 추구를 위해서는 아무리 강조하여도 지나치지 않은 문제다. 이 주제가 중요한 이유는 기준가격이 공정하게 계산되지 않으면 투자자간에 부당한 부의 이전이 발생하기 때문이다. 즉, 펀드의 매입보유 투자자로부터 신규 또는 환매 투자자에게로 부당한 부의 이전이 이루어진다. 펀드를 매입하여 보유하려는 투자자에게 부당한 손실이 발생할 가능성이 있다면 펀드 투자를 꺼리게 될 것은 너무나 당연한 일이다. 기준가격 결정에 불합리성이 존재한다면 누군가가 이를 이용하여 합법적으로 이익을 취하려 하는 것도 당연한 귀결이 될 것이다.

미국에서도 뮤추얼펀드의 판매 및 환매 제도와 관련하여 차익거래의 가능성이 있다고 한다. 판매 및 환매 기준가격 결정의 허점으로 차익거래가 가능하고, 이로부터의 손실이 매입보유 투자자에게 전가된다는 것이다. Gremillion(2001)은 미국 뮤추얼펀드의 순자산가치 결정 방법과 실무에 대해 상세히 설명하고 있다. Pozen(1998)도 Japan Fund의 예를 들면서 국제 펀드 순자산가치(Net Asset Value 또는 NAV) 결정의 문제점을 지적하였다. 펀드의 공정한 매매를 위해서는 펀드 매매 시점의 기초자산 가격을 이용하여 기준가격을 결정하는 것이 가장 합리적이다.¹⁾ 왜냐하면 펀드란 펀드를 구성하는 기초자산에 대한 분할되지 않는 수익권으로, 매매 시점의 펀드 가치는 기초자산의 가치와 동일하여야 하기 때문이다. 이런 원칙에도 불구하고 펀드의 매매 시점에 기초자산의 가격을 정확히 산출하는 것은 현실적으로 거의 불가능하고 비용도 지나치게 많이 소요된다.

1) 매매란 판매와 환매를 말한다. 판매란 판매회사에 의해 투자자에게 펀드가 매도되는 것이고, 환매란 투자자에게 판매된 펀드가 다시 판매회사에 재매도되는 것이다. 판매 및 환매를 위한 기준가격은 동일한 경우도 있지만 그렇지 않은 경우도 있다.

4 펀드의 공정한 기준가격 결정에 관한 연구

기초자산의 공정한 가치인 기준가격 결정에 있어서 심각한 문제가 되는 것은 ‘어느 시점의 기초자산 가격을 이용하여 매매를 위한 기준가격을 결정하는 것이 가장 합리적인가’이다. 이를 설명하기 위해서는 펀드의 기준가격 결정의 두 가지 방법에 대한 이해가 필요하다. 첫째가 backward pricing으로 이는 이미 알고 있는 기초자산의 가격을 이용하여 펀드의 매매 기준가격을 결정하는 것이다. 둘째로 forward pricing이 있는데 이는 backward pricing과 반대로 펀드의 매매 기준가격 결정을 앞으로 정해질 기초자산의 가격을 이용하여 정하는 것이다. 즉, backward pricing이란 과거의 기초자산 가격을, forward pricing이란 미래의 기초자산 가격을 이용하여 펀드의 기준가격을 결정한다.

Backward pricing은 펀드의 매매시에 기준가격의 불확실성이 없다는 장점이 있지만, 이를 차익거래에 이용하려는 펀드 매입자(매도자)가 있는 경우에 매입보유 투자자에게 손실이 발생할 수 있다. 예를 들어 어제 의 주식 증가에 의해 오늘의 매매 기준가격이 결정된다고 하자.²⁾ 만약 오늘의 주가가 상승(하락)한다면 투자자는 어제의 낮은(높은) 주가 수준으로 주식형 펀드를 매입(매도 또는 환매)할 수 있다. backward pricing을 이용한 펀드 매입자(매도자)의 기준가격 희석 효과는 매입자(매도자)의 차익거래 이익이 됨과 동시에 매입보유 투자자에게는 부당한 손실로 나타난다.

Forward pricing이라고 해서 반드시 좋은 것도 아니다. 지나친 forward pricing은 불필요하게 기준가격의 불확실성을 높여 펀드 매입자나 매도자의 가격 위험을 증가시키게 된다. 결국 펀드 기준가격의 불확실성이 가격 위험을 높여 공정하고 원활한 펀드 매매가 이루어지지 못하도록 한다. 지나친 forward pricing은 펀드 시장의 위축을 가져올 가능성도 있다.³⁾ 결국 어떤 기준가격을 사용하는가는 정책적 의사결정이

2) 실제로 1998년 11월 30일 이전에 우리나라에서는 이 방법이 사용되었다. 미국에서도 1968년 이전에는 backward pricing이 사용되었다.

되겠지만, 의사결정을 위해서는 충분한 증거가 제시되어야 한다.

미국에서는 펀드의 순자산가치를 적어도 하루에 한 번 이상 결정한다. 여기서 순자산가치란 우리나라에서 사용하고 있는 기준가격과 정확히 같은 개념이다.⁴⁾ 시장의 빠른 가격 변동을 반영하기 위해서 하루에 두 번 이상 순자산가치를 공시하여 펀드 매매를 위한 기준으로 삼는 뮤추얼펀드도 있지만, 대부분 하루에 한 번만 계산하여 비용을 줄이고 업무의 간편성을 추구한다.

미국의 국제 뮤추얼펀드는 실무상 가격의 불확실성을 제거하는 backward pricing을 사용하고 있는데, 이것이 차익거래의 중요한 원인이라는 지적이 있다. 일부 헤지펀드들은 국제 뮤추얼펀드의 backward

-
- 3) 우리 해외 펀드의 경우가 이에 해당하는 경우가 많다. 해외에 투자하는 해외 펀드의 경우 일주일에 단 한 번만 환매가 가능하다. 예를 들어, 다음 주 화요일까지의 모든 환매 신청을 다음 주 화요일 마지막 주식 종가(미국의 경우 월요일 종가)에 의해 결정되는 수요일 기준가격으로 처리하는 forward pricing을 사용한다고 하자. 이 경우 이번 주 수요일에 환매 신청한 해외 펀드는 다음 주 수요일 기준가격에 의해 환매된다. 일주일에 가까운 기간 동안 환매 신청자는 환매를 위한 기준가격 위험을 감수해야 한다. 지나친 forward pricing이 해외 펀드 활성화의 유일한 제약이라고 할 수는 없지만 하나의 원인이 되는 것은 사실이라고 하겠다.
- 4) 우리나라에서는 매매 기준가격과 과표 기준가격이라는 두 가지 개념을 사용하였다. 매매 기준가격은 수익증권의 매매를 위해 사용되는 기준가격이고, 과표 기준가격은 과세를 위해 사용되는 기준가격이다. 세금을 고려하지 않을 경우 투자자의 입장에서는 매매 기준가격을 기준가격으로 생각하면 무리가 없다. 한편, 펀드의 가격을 나타낼 때에는 영국의 dual pricing 방법과 미국의 single pricing 방법이 사용된다. dual pricing에서는 판매회사가 제시하는 펀드의 가격을 매도 호가와 매수호가로 나누어 공시하여 호가 스프레드가 제반 수수료를 포함하도록 하고 있기 때문에, 판매회사의 업무가 시장조성으로 간주되기도 한다. 하지만 single pricing에서는 수수료를 무시한 펀드의 순자산가치만이 제시되기 때문에 제반 수수료가 따로 부과된다. single pricing은 펀드의 순자산가치와 수수료 등을 분리하여 펀드의 투명성을 높일 수 있다는 장점 때문에 전세계적으로 널리 이용되고 있다. 우리의 (매매) 기준가격은 single pricing을 따르는 순자산가치 개념이다.

pricing을 이용한 뮤추얼펀드 매매시점 포착(mutual fund timing)을 안 전한 투자 전략으로 채용하고 있기도 하다. 최근에 발표된 학술적 연구 논문들은 이에 대한 실증적 증거를 제시해 주고 있다.

우리나라의 경우에도 부당한 부의 이전을 방지하는 공정한 기준가격 결정 방법이 실무적으로 사용되어야 하지만, 실무적으로 그렇지 못한 것이 현실이라고 할 수 있다. 그동안 금융감독원과 투신협회는 기준가격 결정의 문제점을 시장 상황에 맞게 개선하기 위해 부단한 노력을 해왔다. 하지만 아직까지 기준가격 결정의 문제가 부당한 부의 이전을 방지할 정도로 안정된 상태라고 보기는 매우 어렵다. 이는 그동안 기준가격 결정의 합리성과 타당성에 대하여 체계적으로 연구된 적이 거의 없었기 때문으로 사료된다.

이에 본 연구에서는 미국과 우리나라의 기준가격 결정 제도를 검토하여 이론적·실증적 측면에서 개선 방안을 제시하고자 한다. 제Ⅱ장에서는 미국 뮤추얼펀드 기준가격 결정의 역사와 구체적인 절차를 설명하여 우리 문제에 접근하기 위한 기준으로 삼고자 한다. 제Ⅲ장은 우리나라의 펀드 기준가격 결정 방법을 법령과 감독규정 차원에서 개략적으로 설명하고자 한다. 펀드의 기준가격 결정 방법 개선을 위한 실증 분석 및 이론적 접근은 제Ⅳ장부터 이루어진다. 제Ⅳ장은 우리나라 주식형 펀드 기준가격 결정 방법의 타당성을 미국의 경우와 비교하여 실증적으로 분석하고 합리적인 개선 대안을 제시한다. 제Ⅴ장은 채권형 펀드의 기준가격 문제를, 제Ⅵ장은 국제 펀드의 기준가격 문제를 이론적 측면에서 살펴보고 구체적인 개선 대안을 추천하고자 한다.

II. 미국 뮤추얼펀드의 순자산가치 결정

1. 개괄
2. 투자회사법과 관련 규정
3. 순자산가치 결정에 있어서 이사회역의 역할
4. 순자산가치 결정의 여러 가지 논제

II. 미국 뮤추얼펀드의 순자산가치 결정⁵⁾

펀드를 구성하고 있는 증권의 정확한 가격 산정과 순자산가치의 계산은 뮤추얼펀드에 있어서 매우 중요한 영역이다. 주주들은 매일 매일 펀드 지분에 따라 손익이 실현되므로, 이에 사용되는 순자산가치를 정확하게 계산하여야만 부당한 부의 이전이 이루어지지 않는다. 미국의 경우에는 이에 대한 법적 규제가 뮤추얼펀드 산업의 발달과 함께 끊임없이 있어 왔다. 본 장에서는 미국의 순자산가치 결정에 대한 규제와 구체적인 절차에 대해서 살펴보고자 한다.

1. 개괄

포트폴리오의 적절한 평가는 뮤추얼펀드 산업의 초석이라고 해도 과언이 아니다. 펀드를 구성하는 증권의 가치 평가는 펀드 운용상 매일 매일의 중요한 업무이며, 펀드 이사회의 가장 중요한 책임 중의 하나다. 1940년 투자회사법(Investment Company Act of 1940)에 따르는 뮤추얼펀드의 경우 투자자들이 펀드 가입이나 환매를 요청하게 되면, 요청 직후 계산된 순자산가치로 펀드를 매입하거나 환매하도록 하고 있다. 뮤추얼펀드로 하여금 월요일에서 금요일까지 적어도 하루에 한 번씩 특정 시점에 펀드 순자산가치를 계산하도록 규정하고 있다.

펀드 증권들의 적절한 평가는 순자산가치 계산을 공정하게 수행하게 하는 핵심적 작업이다. 왜냐하면 펀드의 가격이 펀드의 순자산가치에 근거한 것이기 때문에 증권의 가치를 잘못 산정하면 펀드의 가격을 왜곡시켜 투자자에게 불리한 결과(혹은 희석화)를 발생시킬 수 있기 때문이다.⁶⁾ 거래소에서 거래되는 주식은 시장의 호가를 이용할 수 있어 가치

5) 순자산가치는 우리의 기준가격과 같은 개념이다.

6) 희석화는 펀드 기초 증권의 가치 산정 오류와 펀드의 판매 및 환매의 결과로

산정 업무가 상대적으로 용이하지만, 시장의 호가를 얻을 수 없는 상황에서는 문제가 복잡해진다. 거래량이 작은 해외 증권, 지방정부 리스채, 부실채권 등 유동성이 작은 증권이나, 특별한 사건 또는 자연 재해의 결과로 주식 시장이 폐쇄되는 경우가 이에 해당한다고 한다. 이러한 경우에는 펀드의 공정 가치 계산을 위해 적절한 절차가 요구되도록 미국의 규제가 이루어지고 있다.

펀드의 순자산가치를 평가하는 것은 다양한 요인에 의해 영향을 받을 수 있으므로, 투자회사법은 펀드 이사회에게 공정한 가치 평가의 책임을 부여하고 있다. SEC는 펀드 이사회가 매일 매일의 가치 평가에 관여하지는 않지만, 공정한 가치 평가 절차의 질을 보장하기 위해 중요한 역할을 해야 한다고 지적했다. 펀드 이사회가 공정한 가치 평가에 대한 감독 책임을 다하지 못했다고 판단되면 즉시 이들에 대한 제재 조치가 가해지도록 제도화되어 있다.

지금은 어느 정도 엄격한 순자산가치 결정 체계가 갖추어져 있지만, 미국에서도 1940년 이전에는 펀드 투자자 보호에 대한 개념이 거의 없었기 때문에 순자산가치의 공정한 평가를 기대하기는 매우 어려웠다. 1940년에 투자회사법이 제정되면서 뮤추얼펀드의 공정 가치 평가가 시작되었다고 할 수 있다.⁷⁾ 그

발생한다. 펀드 가격이 순자산가치에 비해 저평가되어 있다면, 신규 투자자들은 펀드를 실제 가치보다 저렴하게 매입할 수 있다. 이 경우 매입보유 투자자들의 펀드 지분이 희석화 되는데, 이는 자신이 투자하여 보유하고 있는 펀드의 가격이 저평가되었기 때문이다. 반대로 펀드 가격이 고평가되어 있다면, 환매를 요청한 투자자들은 실제 펀드의 가치보다 더 높은 가격으로 환매 받게 된다. 이 경우에도 펀드에 잔류하는 투자자들의 지분이 희석화 되는데, 이는 자신이 보유하고 있는 펀드의 가격이 고평가되었기 때문이다.

- 7) 우리나라에서 '시가평가'란 개념을 영어로 번역하기는 쉽지 않다. 직역을 한다면 'market valuation'이 되겠지만, 이는 거래되지 않아서 적당한 가격이 없는 자산의 경우에는 적합하지 않은 개념일 수 있다. 우리의 시가평가도 공정한 가치를 평가한다는 개념이기 때문에 'fair valuation'이라는 개념이 더 적합하다고 생각된다.

이후 최근까지도 SEC는 규정이나 지침들을 통해 순자산가치가 공정하게 평가 되도록 노력하였는데, <표 II-1>은 이를 시간 순으로 정리하고 있다.

<표 II-1> 미국 순자산가치 평가 규제 의 역사

연도	규 제 의 수 단
	규 제 의 내 용
1940	투자회사법 Section 2(a)(41) 공정한 가치 평가가 펀드 이사의 가장 중요한 책임 중의 하나로 강제화
1968	투자회사법의 SEC Rule 22c-1 펀드 순자산가치가 적어도 하루에 한 번 이루어져야 함을 규정
1969	Accounting Series Release 113 시장 호가의 부족으로 가치 평가가 제한적인 증권들에 대한 처리 지침을 제시
1970	Accounting Series Release 118 공정한 가치 평가와 신뢰에 기초한 펀드 이사회 의 평가 책임에 대하여 더 자세한 지침 제시
1981	Putnam 성장형 펀드와 국제 주식형 펀드에 대한 SEC의 No-Action Letter 펀드는 해외 시장 종료 이후의 시장 변동 상황을 고려하고, 외국 시장에서 거래되는 유가증권들에 대해서는 공정하게 가치를 평가할 수 있음 (안타깝게도 이에 의해 국제 펀드에 대한 backward pricing이 실무적으로 통용되기 시작하였다고 할 수 있음)
1984	투자회사법 Release No. 14244 펀드의 순자산가치가 계산되는 동부 시간 오후 4시와 외국 시장이 종료되는 시점 사이에 외국 시장에서 발생하는 사건들의 효과에 대한 견해를 피력
1999	SEC의 Interpretive Letter 긴급 상황이나 다른 특별한 상황(자연적 재해로 인한 시장 폐쇄 등)에서도 공정 가치 평가가 요구됨
2001	SEC의 Interpretive Letter 시장 호가의 즉시 이용 여부를 결정함에 있어서 중요한 사건들이 고려되어야 함

2. 투자회사법과 관련 규정

가. 투자회사법 Section 2(a)(41)

투자회사법의 Section 2(a)(41)은 펀드의 가치를 평가하기 위해 다음 두 가지 중 하나를 사용하도록 하고 있다. 거래소에서 거래되는 증권처럼 시장 호가를 즉시 얻을 수 있는 경우나 시장 조성자들에 의해 가격의 입수가 가능한 장외 거래 증권들은 시장 가격으로 평가한다. 그렇지 못한 경우에는 신뢰성을 바탕으로 펀드 이사회에 의해 가치가 평가되어야 한다. SEC는 유가증권의 공정한 가치를 '펀드가 지금 유가증권을 매도할 때 받을 것으로 예상되는 합리적인 가격'으로 정의했다.

나. 투자회사법의 SEC Rule 22c-1

투자회사법의 Rule 22c-1에 의하면 펀드가 각 영업일에 적어도 한 번은 순자산가치를 계산해야 하며, 주당 순자산가치로 즉시 그 펀드를 판매 및 환매할 수 있어야 한다. 펀드 증권들의 정확한 가치 평가는 투자자에게 펀드의 순자산가치 및 가격이 판매와 환매를 위해 정확히 계산되었다는 것을 보장하는 데 매우 중요하다.

다. ASRs 113과 118

SEC는 가치 평가 문제를 위한 일반적인 지침을 제공하기 위해 1969년 10월 21일에 Accounting Series Release 113을, 1970년 12월 23일에는 ASR 118을 발표하였다. 이 지침들은 금융시장이 다양하지 못했던 시점에서 채택되었지만, 최근에 SEC 관계자들은 ASR 113과 118의 적절성을 재확인했다.

라. Putnam 성장형 펀드와 국제 주식형 펀드에 대한 SEC의 No-Action Letter

SEC 관계자들은 1981년 no-action letter에서 처음으로 펀드가 해외 시장의 종료 이후에 발생하는 시장 상황들을 고려할 수 있다고 지적하여 해외 시장에서 거래되는 증권들의 공정한 가치 평가에 대해 언급하였다. 이것이 의미하는 바는 시장 상황을 고려하여 해외 증권의 가치를 적절하게 평가하라는 것이었다. 하지만 불행하게도 뮤추얼펀드 운용사들은 이를 backward pricing 사용의 규제적 근거로 인식하였고, 그로 말미암아 미국 국제 펀드를 이용한 부당 이익의 창출이 가능하게 되었다고 한다.

마. 투자회사법의 Release No. 14244

1984년 SEC는 해외 시장의 종료 시점과 펀드 순자산가치가 계산되는 시점 사이에 발생한 해외의 사건이 펀드 가격에 영향을 미친다면, 그 사건이 펀드 가격에 반영될 수 있도록 해외 증권들을 공정한 가치로 평가해야 한다는 견해를 표시했다. 하지만 실무적으로는 1981년의 no-action letter에 의한 backward pricing을 변경하는 효과는 없었다.

바. 1999년과 2001년의 Interpretive Letters

SEC 관계자들은 미국 뮤추얼펀드 협회(Investment Company Institute: 이하 ICI)에게 공정한 가치 평가에 대한 두 가지 서한을 보냈다. 이는 투자회사법의 공정한 가치 평가 요건에 대한 SEC의 견해로 하나는 1999년 12월 8일에, 나머지 하나는 2001년 4월 30일에 보내졌다. SEC는 1999년 서한에서 처음으로 긴급 또는 비정상적 상황에서도 공정한 가치 결정의 문제가 요구된다고 지적했다.⁸⁾ SEC는 긴급 또는 비정상

적 상황의 한 예로 1999년 9월에 지진 발생으로 며칠 동안 대만 증권거래소가 폐쇄된 사실을 인용했다. 거래소 폐쇄로 이 기간 동안 상장 증권들이 거래되지 못했으며 이들의 시장 호가도 얻을 수 없었다. SEC는 대만 증권거래소 폐쇄와 같은 특별한 상황에서도 증권들의 공정한 가치 평가에 대한 필요성을 제기했다. 2001년 서한에서 SEC는 시장 호가를 즉시 얻을 수 있는 경우와 특별한 상황으로 인해 해외 및 국내 시장 호가가 시장 가격으로 신뢰하기에 의심이 가는 경우에 대해서 설명했다. 시장 관행에 따르면 일반적으로 미국 펀드의 순자산가치는 주요 미국 시장의 종료 시점인 동부 시간 오후 4시 혹은 그 근처에서 계산되며, 펀드들은 증권들이 주로 거래되는 거래소의 종가를 사용해서 펀드 순자산가치를 계산한다고 덧붙였다.

많은 해외 시장들이 미국 시장이 개장하기 전에 종료하기 때문에 미국 시장의 종료 시점에 펀드 순자산가치를 계산한다는 것은 해외 시장에서 거래되는 증권의 종가가 결정된 지 12~15 시간이 경과된 이후일 수 있다. 2001년 서한에서 SEC는 해외 증권 가격에 영향을 주는 중요한 사건이 해외 시장의 종료와 펀드 순자산가치 계산 시점 사이에 발생했다면, 해외 증권의 종가가 펀드 순자산가치 결정 시점에 정확한 시장 가치가 반영되지 않을 수도 있다고 지적했다. 결론적으로 해외 증권들의 종가는 펀드 순자산가치 계산 시점의 시장 가격이 아닐 수도 있다는 것이다. 이 때문에 SEC는 펀드 순자산가치의 회석화에 대한 가능성과, 차익 거래자들이 거래를 위한 순자산가치와 실제 펀드 가치간의 차이를 이용할 수 있는가에 대해서 논의했다.⁹⁾ 해외 증권들의 가치가 시장 종

8) 긴급 또는 비정상적 상황이란 거래소가 개장되지 않았고 다른 시장 호가를 얻을 수 없는 경우를 말한다.

9) 1997년 10월 전세계의 주식시장은 극도의 변동성을 보여 주었다. 특히, 아시아와 미국 시장은 10월 27일에서 29일까지 극심한 시장 급등락을 경험했다. 이는 아시아 여러 나라에 투자하고 있는 미국 펀드들에게 중대한 가격 문제를 제기하였다. 아시아 시장의 종료 시점과 미국 뮤추얼펀드의 순자산가치 계산 시점과의

료 이후 펀드 순자산가치 결정 시점까지 변한다면 이것이 순자산가치에 반영되지 않기 때문에 상승장이나 하락장 모두 차익거래의 기회가 주어지는 것이 분명하므로, 이러한 상황에서의 차익거래는 차익거래자들에게 더 많은 보상을 주게 된다. 결국 남아있는 투자자들의 펀드 자산 가치가 감소하게 되므로 장기 투자자에게 불리하게 작용할 수밖에 없다.

2001년 서한에서 SEC는 펀드가 시장 가격을 즉시 얻지 못하는 증권들에 대해 공정한 가치로 가격을 결정한다면 투자자들의 이익을 보호할 수 있을 뿐만 아니라 차익거래를 저지할 수 있다고 지적했다. 따라서 SEC는 펀드가 시장 가격을 즉시 얻을 수 없는 유가증권들에 대해 공정한 가치를 정하고, 각 영업일에 시장 호가의 이용 가능성을 평가하도록 하는 것이 의무화되어야 한다고 결론을 내렸다.¹⁰⁾

차이가 12~15시간 정도였기 때문이다. 아시아 각국 증권거래소에서 제시되는 시장 가격이 펀드 순자산가치가 계산되는 동부 시간 오후 4시의 시장 가격으로 인정될 수 있는지에 대한 의문이 제기되었다. 결과적으로 펀드 가격 희석화에 대한 우려 등이 제기돼 투자자들의 혼란을 가중시켰으며, SEC로 하여금 면밀한 조사를 진행하게 했다. 이러한 상황에서 장기 투자자들을 보호하기 위해 공정한 가치 산정을 위한 계산 방식이 사용되어야 한다는 의견이 다시 제기되었다.

- 10) Doug Scheidt는 2001년 서한의 필자이며 SEC의 펀드 감독을 담당하는 Division of Investment Management의 Associate Director와 Chief Counsel을 동시에 역임하였다. 그는 펀드 순자산가치를 계산할 때 현재 가치를 반영한 유가증권의 가격을 사용해야 하며, 순자산가치 계산 시점인 동부 시간 오후 4시 이전에 증권 가격에 영향을 주는 사건이 발생했다면 그 사건을 순자산가치에 반영하는 것이 절대적인 원칙이라고 언급했다. 하지만 이 원칙이 실무적으로 잘 지켜졌다고 얘기하기는 매우 어렵다.

3. 순자산가치 결정에 있어서 이사회의 역할

가. 이사회가 승인한 가격 결정 절차

1999년 서한에서는 성실성에 대한 의무를 다하기 위해 이사회가 취해야만 하는 특별한 조치는 다음 내용에 기초하여 변할 수 있음을 지적하였다: ① 특정 펀드의 고유한 성격, ② 이사회가 공정 가치 결정을 하고 있다는 내용, ③ 펀드가 채택한 가격 결정 절차.

대부분의 펀드 이사회가 매일 매일의 가격 결정 문제에 간접적으로만 관여하기 때문에, SEC의 1999년 서한은 ASR 118의 지침처럼 공정 가치 결정 절차를 승인하는 이사의 역할이 이사회 신의성실 책임 중 매우 중요하다고 하였다. SEC는 펀드가 공정 가치 결정 과정을 문서화해야 하고, 문서화된 정보들은 SEC와 펀드 회계사들의 검사 자료로 유지되어야 한다고 강조했다. 1999년 서한은 펀드 이사들이 포괄적인 가격 결정 절차를 채택할 때, 제한적일 수는 있지만 이사회의 신의성실 의무를 만족시키기 위해 가치 평가 절차에 있어 펀드 이사의 참여가 요구된다고 지적하였다. 또한 포괄적인 가격 결정 절차는 시장 호가를 즉시 얻을 수 있는가에 대한 기준과, 긴급 상황시의 적절한 행동 요령을 포함한 펀드 운용사의 공정 가치 결정 방법론을 포함하여야 한다고 하였다.

SEC는 펀드 이사회가 관리 재량권을 상대적으로 더 많이 가지거나, 가격 결정 절차가 모호할 때에는 이사회의 관여가 더 많아져야 한다고 지적했다. 이러한 상황에서 이사회는 가격 결정 절차의 적절성, 운용사의 가격 결정에 대한 문의, 가격 결정시 운용사의 고려 사항, 중요한 사건들이 펀드 가격 결정에 어떻게 영향을 미치는가, 그리고 특별한 증권들의 가격이 어떻게 결정 되는가 등의 평가를 요구 받는다. SEC는 이사회가 제한된 공정 가치 결정 절차를 승인 또는 설정했을 때, 펀드 이사들은 그 방법론을 인가해 줄 필요가 있다고 경고했다.

나. 이사회에의 감시 책임

SEC는 공정한 가치 평가에 사용된 방법들의 적절성을 감시하도록 이사회에의 지속적인 책임을 강조했다.¹¹⁾ 펀드는 시장 호가를 즉시 얻을 수 있는가를 평가해야 한다. 이사회는 다른 가격 정보 제공자나 딜러들로부터의 호가뿐만 아니라 실제 거래 가격 또는 다음날 시가를 포함하여 나중에 다른 원천으로부터 입수되는 가치와 펀드가 결정한 공정 가치를 정기적으로 비교하여 가격 결정의 정확성을 검증하여야 한다.¹²⁾

2001년 서한에서 SEC는 펀드에서 결정된 공정 가치가 다음날 개장 가격이나 실제 증권의 매매 가격과 다를 수 있다고 하였다. SEC는 그러한 불일치가 반드시 펀드의 공정 가격이 부적절함을 나타내는 것은 아니라고 지적했다. 그보다는 펀드가 공정 가치 평가 방법론에 대해 어떤 조정이 필요한가를 재평가하여야 한다고 하였다.

11) 이사회는 가치 평가 위원회에 가격 결정 문제를 위임할 수 있다. 가치 평가 위원회는 이사회가 승인한 방법론에 기초하여 필요에 따라 이사회가 정기적으로 가격 결정 방법론을 개발하도록 도와줄 수 있다. 사실 가치 평가 위원회는 독립 이사 없이 펀드 운용과 관련된 직원, 관련 이사, 관리 직원들로 구성되기도 한다. 가치 평가 위원회는 이사회에 의해 설정된 가격 결정 정책에 따라 제기되는 문제에 대응한다. 가치 평가 위원회가 특별한 가격 결정 문제에 대응했을 때, 그 사안은 최선의 실무 지침과 이사회에의 신의성실 책임에 따라 다음 정기 이사회에서 검토되어야 한다. 이러한 과정들은 위원회가 고려한 사항과 취해진 조치를 이해할 수 있도록 하고, 필요하다면 위원회의 권한 조정이나 가격 결정 절차의 조정을 가능하도록 한다.

12) SEC의 Doug Scheidt는 가치 평가 절차를 조정하고 공정 가치를 구하기 위해 사용되었던 방법론들이 실제로 옳은 것인지 재평가하기 위해 매일 매일 유용한 정보와 시장으로부터의 피드백을 이용하여야 한다고 하였다.

4. 순자산가치 결정의 여러 가지 논제

가. 시장 폐쇄의 사례에 대한 지침

뉴욕증권거래소의 폐쇄는 공정한 가치 결정에 대한 의문을 제시할 수 있다. 이를 실제 사례를 통해 알아보면 다음과 같다. 2001년 9월 11일 테러리스트들은 뉴욕과 워싱턴을 공격하였는데 이는 전례 없는 비극이었으며 시장 붕괴의 극단적인 본보기였다. 뉴욕증권거래소는 당일 아침부터 다음 주 9월 17일 월요일까지 시장을 열지 않았다. 전례 없는 테러 사건에도 불구하고 관련 법령과 SEC 규제는 뉴욕증권거래소의 폐장에 대해 다음과 같은 지침을 제공하였다.

SEC의 1999년 interpretive letter는 시장 폐쇄에 대해 상당한 내용을 포함하고 있다. 이는 뉴욕증권거래소가 투자회사법 Section 22(e)의 목적상 하루 종일 폐쇄되면 펀드 운용사들은 펀드의 매입과 환매를 중지할 수 있다고 하였다. 펀드의 매입과 환매 여부의 결정에 가장 우선 고려해야 할 것은 투자설명서의 지침이다. 많은 펀드의 투자설명서는 뉴욕증권거래소가 폐쇄되었을 때 어떤 다른 주문도 받지 않을 것이라고 명시하고 있다. 그러한 경우에 펀드는 영업을 할 수 없다. 이러한 상황에서 Section 22(e)와 투자설명서의 공시에 따르면 다른 시장의 개장 여부와는 상관없이 뉴욕증권거래소의 폐장은 결정적인 사건이다. 펀드 운용사들은 모든 펀드의 판매와 환매를 거절할 수 있다. 채권이나 다른 시장이 개장되었음에도 불구하고 펀드 운용사들은 채권형, MMF 또는 주식형 펀드의 매매를 하지 않는다는 것이다. 다른 한편으로 뉴욕증권거래소가 폐장했다고 할지라도 투자설명서에 배제되지 않은 사건이라면 펀드 운용사는 어떤 종류의 펀드라도 매매 영업을 할 수 있다. 이 경우 유동성과 가치 평가 문제가 대두될 수 있으며, 적절한 평가를 위해 공정한 가치 평가 절차가 요구될 수 있다.

나. 시장 호가의 이용 가능성 결정¹³⁾

2001년 서한에서는 펀드가 시장 호가를 즉시 얻을 수 있는가를 결정함에 있어서 다음의 요건들을 고려해야 한다고 지적했다: ① 거래소 증권들의 경우에는 매매가 활발하게 이루어지지 못하는 thin market인가의 여부, ② 장외 거래 증권들의 경우 브로커 호가의 신뢰성 또는 브로커 호가의 수가 thin market을 의미하는가의 여부, ③ 해외와 국내 증권인 경우에는 그 증권들의 가치에 영향을 미칠 수 있는 중요한 사건이 시장의 종료 시점과 펀드 순자산가치 계산 시점 사이에 발생했는지의 여부, ④ 시장 호가의 신뢰성에 의문을 제기할 수 있는 다른 자료가 있는지의 여부.

공정한 가치를 결정함에 있어서 SEC는 펀드 이사들이 증권 가격과 관련된 모든 요소들을 고려해야 한다고 언급했다. SEC 관계자들은 시장 호가를 즉시 얻지 못할 때 펀드 이사회가 그 증권 가격과 관련된 적절한 모든 요소를 고려한 후 가장 최근의 총가가 공정 가치를 반영하거나, 그 이후의 개장가가 공정 가치를 반영한다고 결정할 수도 있다고 하였다. 공정한 가치 결정에 고려되는 정보가 주어진 사실이나 환경에 의존할 필요가 있기 때문에, SEC는 펀드 이사회와 운용사는 한정된 분석보다는 되도록 적절하면서도 많은 요인들을 고려하는 포괄적인 접근법을 이용해야 한다고 지적했다.

역사적으로 SEC는 증권에 관련된 기본적 분석 정보(주식은 PER, 채

13) SEC Division of Investment Management의 이사인 Paul Roye는 펀드를 운용할 경우 적절한 운영 절차와 감독 체계를 통해 시장 가치와 공정 가치 결정을 보장해야 한다고 하면서 다음과 같이 언급했다. 펀드는 대개 가격 정보 제공자와 딜러와 같은 제3자로부터 가격 정보를 얻는다. 그러나 제3자로부터 제공받은 가격 자료라 할지라도 적절히 통제되어야 하며, 통제는 가치 평가 과정의 각 단계에 반영되어야 한다. 가격 정보 제공자로부터 받은 가격은 주기적인 검토 작업이 있어야 하는데, 이러한 검토 작업은 가격의 신뢰성에 의문이 생길 때 위험 신호를 주어야 한다.

권은 만기수익률)가 증권의 공정한 가치 결정에 고려되는 가장 중요한 요인들이라고 강조하였다. 1999년의 서한에서 SEC 관계자들은 공정한 가치 결정을 위해 적절한 시점에 다음의 요인들을 고려해야 한다고 지적했다: ① 다른 시장이나 딜러들 사이에서 거래되는 파생상품을 포함한 다른 금융 상품의 가치, ② 시장, 거래소 또는 딜러들 사이의 거래량, ③ 시장, 거래소 또는 딜러들 사이에 거래되는 증권 바스켓의 가치, ④ 이 자율의 변화, ⑤ 금융기관으로부터의 관찰, ⑥ 국내외 정부 조치나 발표, ⑦ 기타 뉴스 사건, ⑧ 외국 시장에서 거래되는 증권과 관련해서는 외국 증권의 가치, ADR 거래, 폐쇄형 펀드의 거래, 외국 통화 거래, 외국 증권 바스켓과 연결돼 있는 금융 상품의 거래 가격.

다. 시장 거래 중단 사례

2001년 6월 29일 금요일 오후에 NASDAQ은 시장 거래 중단을 경험하였다. 동부 시간으로 오후 4시 직전에 거래를 재개하고 오후 5시까지 거래를 연장했다. 7월 2일 월요일에 NASDAQ은 약 80 종목의 29일 금요일 증가를 2~40% 조정하여 다시 발표하였다.

이 사건으로 NASDAQ 종목과 관련된 펀드 콤플렉스의 가치 평가에 다음과 같은 몇 가지 문제가 제기되었다:¹⁴⁾ ① 6월 29일의 순자산가치 산정이 어떻게 이루어졌으며 과연 적절했는가?, ② NASDAQ 시장의 가격이 사용되었는가? 그렇다면 어떤 시간을 이용했는가? 동부 시간 4시 또는 연장 시간 종료인 5시?, ③ 가치 평가를 위해 가격을 즉시 얻을 수 없어서 운용사와 이사회가 가격의 신뢰성이 없다고 하였나? ④ 투자설명서의 공시가 충분했나?¹⁵⁾ ⑤ 펀드 콤플렉스가 7월 2일 NASDAQ의

14) 펀드 콤플렉스에 대한 설명은 제VI장의 각주를 보시오.

15) 투자설명서가 공정한 가치 평가를 하도록 하는가? 투자설명서가 NYSE 종료 시점인 동부 시간 오후 4시에 가치 평가를 하도록 하는가, 아니면 시장 종료

가격 조정에 어떻게 반응했는가?¹⁶⁾ 하지만 이런 질문들에 대해 완전한 답을 얻기는 불가능하다고 할 수 있다.

라. 가격 정책의 공시

Form N-14는 뮤추얼펀드가 투자설명서에 포트폴리오 증권이 가격을 결정하기 위해 사용한 방법을 공시하도록 하고 있다. 이러한 공시에는 증권들이 평가되는 시점, 주요 가격 정보의 원천(예를 들면, 마지막 체결가, 가장 최근의 매수 호가 또는 매수 및 매도 호가의 평균), 마지막 체결가를 얻을 수 없을 경우에 차선의 가격 결정 절차, 단기 증권들에 대한 장부가 평가의 사용이 포함될 수 있다. Form N-1A는 펀드로 하여금 공정한 가치 평가를 할 수 있는 환경에 대한 설명과 함께 공정한 가치 평가 절차의 사용을 공시하도록 하고 있다. SEC는 이러한 방침을 설명하기 위해 쉬운 영어를 사용하도록 장려하고 있다.

마. SEC 준법감시 검사국으로부터의 가치 평가 지침

SEC의 준법감시 검사국의 이사인 Lori Richards는 펀드들이 가치 평가 분야에서 고려되어야 할 실무적 사항들을 다음과 같이 설명하였다.

- 가치 평가 절차상 적절한 견제와 균형의 원칙이 적용되는 지 확인하라

시점에 평가를 하도록 하는가?

- 16) 펀드 콤플렉스가 이것을 중대한 실수로 고려했는가? 펀드 콤플렉스가 6월 29일에 공정한 가격 결정 절차를 사용했다면, 그것이 최초의 조치가 적절했다고 할 수 있는가?

22 펀드의 공정한 기준가격 결정에 관한 연구

- 펀드 이사회가 가치 평가 문제를 특별히 쟁점화하기 위해 가치 평가 위원회를 설립하기도 한다. 이러한 위원회는 방침을 기술하여야 하며 정기적인 회의를 가져야 하고, 이에 따른 의사록도 유지해야 한다.
- 가치를 평가하기에 어려운 증권일수록 이사회는 가격 결정 방법론에 대해 관심을 가져야 한다.
- 만약 가격 정보 제공자를 이용한다면, 그들이 어떤 서비스를 제공하는지 정확히 이해해야 한다. 가격 정보 제공자들은 해당 펀드 매니저가 그들에게 제공했던 정보를 다시 제공할 수도 있다.
- 어떤 펀드들은 하나 이상의 가격 정보 제공자를 사용한다. 이는 펀드로 하여금 두 개의 독립된 가격 결정 기관의 의견을 듣고 가격 불일치를 검토할 수 있다.
- 포트폴리오 매니저는 증권들의 가치 평가에 대한 검토자로 이용될 수 있다. 그러나 포트폴리오 매니저는 태생적인 이해 상충의 문제가 있기 때문에 이들에게 전적으로 의존해서는 안 된다.
- 많은 운용사들은 매일 매일의 가격 변화에 대한 검토를 위해 자동화된 검토 절차를 가지고 있다. 가격의 증감의 원인에 대한 검토를 명심하라.
- 때때로 외부 원천으로부터 입수된 가격 정보가 운용사에 의해 무시된다. 언제 이렇게 무시될 수 있는가와 이에 대한 감독자의 승

인과 문서화가 있어야 한다는 사실을 명심하라.

- 준법감시인과 같이 가격 결정 절차에 관련이 없는 사람이 오류를 찾기 위해 검토할 수 있도록 하라.
- 왜곡된 가격을 감시하라. 누군가 오류를 범하고 있는가와 정보가 잘못 입력된 것인가를 감시하라.
- 공정한 가치를 사용한다면 정확성을 위해 공정 가치와 시장에서의 매매가를 비교해 보라. 공정한 가치 절차를 감시하고 있음을 보장할 수 있도록 이사회에 이러한 자료를 제공할 것을 고려하라.
- 대부분의 MMF는 증권의 가치 평가를 위해 장부가 방식을 사용하여 매일 매일의 순자산가치를 계산한다. 이러한 펀드들은 순자산가치에 시가평가가 적용되는 그림자 가격(shadow price)이 요구된다는 것을 기억하라. 장부가에 왜곡이 커지면 장부가와 그림자 가격을 비교하여 적절한 조치를 취하라.

III. 우리나라의 기준가격 결정 제도 및 법령

1. 법령 및 규제 개괄
2. 신탁재산의 평가
3. 판매 및 환매 기준가격 결정 시점

III. 우리나라의 기준가격 결정 제도

1. 법령 및 규제 개괄

우리나라의 펀드 관련 법령은 계약형 또는 회사형 여부에 따라 크게 증권투자신탁업 법령과 증권투자회사 법령으로 나눌 수 있다. 우리나라에서 주류를 이루며 수익증권이라 통칭되는 계약형 펀드의 경우 증권투자신탁업 법령에서 규제되고 있으며, 1998년 외자 유치를 목적으로 도입된 회사형 펀드인 증권투자회사의 경우 증권투자회사 법령에서 규제된다. 펀드 기준가격 결정과 관련된 내용 역시 이들 증권투자신탁업 법령과 증권투자회사 법령 내에 포함돼 있다. 증권투자회사 법령의 대부분은 증권투자신탁업 법령상의 내용을 준용하도록 하고 있기 때문에, 본 장은 증권투자신탁업 법령의 내용을 토대로 설명할 것이며, 구체적이고 자세한 법령 및 규정들은 <부록 A>와 <부록 B>에 수록되어 있다.¹⁷⁾

법령에서 “펀드 기준가격이란 기준가격 공고일 전일(이하 평가일)의 신탁계정 원장에 계상된 자산 총액에서 부채 총액과 신탁안정조정금을 공제한 금액을 공고일 전일의 수익증권 총 좌수로 나눈 금액”이라고 규정하고 있다.¹⁸⁾ 이와 함께 위탁회사는 수익증권의 기준가격을 매일 공고 및 게시하여야 하며, 1,000좌 단위로 셋째 자리에서 4사 5입하여 원 미

17) 증권투자신탁업 법령 및 규정에는 증권투자신탁업법, 동법 시행령, 동법 시행규칙, 증권투자신탁업 감독규정, 증권투자신탁업 감독업무 시행세칙, 투신협회 규정인 투자신탁 상품 및 판매에 관한 규정이 있으며, 증권투자회사 법령 및 규정에는 증권투자회사법, 동법 시행령, 시행규칙, 증권투자회사 감독규정, 증권투자회사 감독업무 시행세칙이 있다.

18) 투신협회 업무 규정인 「투자신탁 상품 및 판매에 관한 규정」의 별지 제8호에 따르면 “기준가격이라 함은 위탁회사 혹은 판매회사와 수익자간의 수익증권 매매에 적용하는 가격을 말한다”라고 규정되어 있다.

만 둘째 자리까지 계산하도록 명시하고 있다. 본 장에서는 기준가격 결정을 위한 신탁재산의 평가 방법과 펀드 판매 및 환매시 기준가격 결정 시점에 대해 법 규정을 중심으로 내용을 살펴보고자 한다.

2. 신탁재산의 평가

펀드는 불특정 다수의 투자자로부터 모은 자금으로 투자자의 수익률 제고를 위해 다양한 유가증권에 투자할 수 있다. 따라서 펀드는 신탁재산으로 다양한 유가증권과 현금을 보유하고 있으며 이들에 대한 평가가 기준가격의 결정 문제와 직결된다. 이제 신탁재산의 평가를 위해 규정하고 있는 법령의 내용을 자세히 검토하고자 한다.

가. 상장 및 등록 유가증권의 평가

펀드 기준가격 계산시 상장 주식 및 채권의 경우 기준가격 공고일 전일에 증권거래소에서 거래된 최종 시가를 이용한다.¹⁹⁾ 만일 특정 상장 주식이 2 이상의 증권거래소에 상장돼 있다면 그 주식은 당해 주식의 거래량이 가장 많은 증권거래소에서 거래된 평가일의 최종 시가로 평가하도록 한다. 이 경우 평가일에 최종 시가가 없는 상장 주식은 평가일로부터 순차적으로 소급하여 당해 주식의 거래량이 가장 많은 증권거래소에서 거래된 최종 시가로 평가하도록 한다.

주가지수 선물 및 옵션의 경우 증권거래소가 발표하는 평가일의 선물 정산가격 혹은 매매 증거금 기준가격을 이용하되, 평가일에 선물 정산가격 혹은 매매 증거금 기준가격이 없는 경우 평가일 직전일의 선물 정산가격 및 매매 증거금 기준가격에 의하여 평가한다.

19) 여기서 상장 채권이란 평가일이 속하는 달의 직전 월부터 소급하여 3월간 계속 매월 10일 이상 증권거래소에서 시세가 형성된 채권을 말한다.

협회중개시장에서 시세가 형성되는 비상장 주식은 평가일에 협회중개시장에서 거래된 최종 시가를 이용한다.

외화 표시 유가증권으로서 상장 주식 및 채권은 평가일의 최종 시가를 사용하되, 만일 우리 거래소 폐장 시간에 외국 시장에서 당해 유가증권의 거래가 종료된 경우에는 그 날을 평가일로 하고, 거래가 최종적으로 종료되지 않은 경우에는 전일을 평가일로 한다. 외국 시장에서 거래가 종료된 이후 평가 시점 전에 외화 표시 유가증권의 공정한 가치를 반영하지 못한다고 인정되는 경우에는 유가증권등평가위원회에서 그 평가 방법을 달리 정할 수 있다. 외화를 원화로 환산할 때 적용하는 환율은 평가일에 각 외화의 매매기준율로 하고, 2 이상의 국가에서 거래되고 있는 상장 주식 및 채권은 원칙적으로 당해 주식 및 채권을 취득한 국가에 소재하는 증권거래소의 최종 시가로 평가한다. 다만, 채권의 경우 최종 시가에 경과이자 포함되어 있지 아니한 경우에는 최종 시가에 경과이자를 가산하여 평가한다.

나. 상장 및 등록이 되지 않은 유가증권의 평가

유가증권시장, 협회중개시장 또는 이와 유사한 시장으로서 외국에 있는 시장에서 거래되는 유가증권을 제외한 유가증권의 경우에는 다음의 평가 규정들이 법령에 제시되어 있다.

비상장 주식은 취득원가를 사용하되, 취득원가로 평가하는 것이 당해 비상장 주식의 공정한 가치를 반영하지 못한다고 인정되는 경우 유가증권등평가위원회에서 평가 방법을 달리 정할 수 있다.

비상장 채권은 금융감독위원회 위원장에 의해 지정된 채권가격 평가기관 가운데 2 이상의 채권가격 평가기관이 제공하는 가격 정보를 기초로 하여 평가하여야 한다. 위탁회사는 비상장 채권을 평가할 때 그 세부적인 평가를 위해 회사 내부에 유가증권등평가위원회를 설치해서 운영

하여야 한다. 다만 이는 2001년 9월 1일 이후 신규로 제정되는 신탁약관에 의한 투자신탁(이하 펀드) 및 동 시행일 이전에 설정된 펀드에 신규로 편입되는 비상장 채권부터 적용한다.²⁰⁾

장외 시장에 등록 예정인 외화 표시 유가증권의 경우 역시 취득가액으로 평가하되, 일정 기간 계속적으로 장외 시장에서 거래가 이루어지는 경우에는 위탁회사가 지정하는 증권회사의 최종 매수 호가에 의하여 평가할 수 있다.

증권거래소에 상장되어 있는 외화 표시 유가증권이라도 주로 장외 시장에서 매매가 이루어지는 경우에는 위탁회사가 지정하는 증권회사의 최종 매수 호가에 의하여 평가할 수 있다. 다만, 법령에서는 최종 매수 호가가 일상의 거래 관행 등에 비추어 정당한 가격으로 인정하기 곤란한 때에는 이를 적정하게 조정하여 평가할 수 있도록 규정돼 있다.

이 밖에 수익증권 및 개방형 증권투자회사는 각 펀드 평가일 현재의 기준가격 및 매수 가격을 사용하고, 기업어음 및 양도성 예금증서는 발행 주체와 동일한 신용 평가 등급 및 잔존 만기의 무보증 채권 혹은 금융채 기준 수익률을 사용한다.²¹⁾

20) 금융상품인 수익증권을 법적인 용어로 증권투자신탁이라 표현하기 때문에 법령에서는 투자신탁이라 간결하게 표현하고 있다. 본문에서는 증권투자회사 혹은 증권투자신탁을 모두 펀드라 지칭하도록 한다.

21) 펀드가 펀드에 투자하는 경우 투자 대상인 펀드의 평가는 평가일 현재의 기준가격이 적용된다고 한다. 이는 오늘의 기준가격 계산을 위해 어제의 펀드 기준가격을 사용하는 것이다. 어제의 펀드 기준가격은 그제씨의 주식 및 채권 증가에 의해 계산되므로 backward pricing이 됨을 의미한다. 이러한 기준가격 계산 방법은 펀드에 투자하는 모든 펀드에 해당되므로 fund of fund도 backward pricing이 된다는 것이다. 본 연구에서는 이에 대한 분석은 하지 않았지만 주식형 및 채권형 펀드의 예로부터 추론할 때 forward pricing으로 전환할 필요가 있다. 하지만 기준가격 계산의 실무상 어려움 때문에 이를 forward pricing으로 전환하는 것이 현실적으로 어렵다는 업계의 견해도 있다. 여기에 대해서는 추후 자세한 연구가 필요하다고 본다.

기타 언급되지 않은 자산의 경우 주식회사의 외부감사에 관한 법률의 기업회계 처리 기준에 의해 당해 자산의 특성 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법을 따르도록 한다.

다. 평가일에 거래 실적이 없는 유가증권의 평가

평가일에 최종 시가가 없는 상장 주식 혹은 비상장 주식은 평가일부 터 순차적으로 소급하여 증권거래소 및 협회중개시장에서 거래된 최종 시가를 사용하되, 이 방법이 적정하지 못하다고 판단하는 경우 금융감독위원장의 승인을 얻어 평가 방법을 달리할 수 있다. 부도 유가증권일 경우 원리금의 회수 가능성을 고려하여 부실 우려 단계, 발생 단계, 개선 단계, 악화 단계 등 4단계로 분류하고 적정하게 평가해야 한다.²²⁾ 이에 대한 구체적인 규정은 증권투자신탁업 감독규정 제63조 제1항 및 증권투자신탁업 감독업무 시행세칙 별지(제14호)에 명시돼 있다.²³⁾

전환사채 및 신주인수권부사채에서 전환권 및 신주인수권을 행사하여 취득한 주식의 경우 시가가 형성되지 못하는 경우가 발생한다. 전환사채의 전환권 행사로 인하여 취득한 신주식의 경우 최초로 시가가 형성되는 날까지 다음의 두 가지 방법 중 하나로 평가한다: ① 이익이나 이자의 배당에 대해 전환을 청구한 때가 속하는 영업연도 말에 전환된 것으로 보는 경우, 구주식의 평가액에서 배당 차액을 감하고 1주당 받을

22) 증권투자신탁업법 시행규칙 제12조의2 제2항 제3호에서는 부도 유가증권을 발행인의 당좌 거래 정지, 화의 신청, 회사 정리 절차 개시 신청 또는 파산 신청 등으로 인하여 원리금의 전부 또는 일부를 회수할 수 없을 것으로 예상되는 채권·어음 등을 지칭한다고 규정돼 있다.

23) 기타 권리락, 배당락, 자본 감소 또는 회사 합병으로 인해 평가일 현재 최종 시가가 없을 경우 시가가 형성되는 날까지 증권투자신탁업 감독업무 시행세칙 별지 제15호에서 평가 방법을 규정하고 있다. 다만, 청약 기일이 도래하지 아니한 유상 신주로서 신주식의 평가액이 신주 발행가액에 미달하는 경우에는 평가 손실을 계상하지 아니한다.

수 있는 이자를 포함한 가치를 신주식의 평가액으로 한다. ② 이익이나 이자의 배당에 대해 전환을 청구한 때가 속하는 영업연도의 직전 영업연도 말에 전환된 것으로 보는 경우, 구주식의 평가액을 신주식의 평가액으로 한다.

신주인수권부사채의 신주인수권의 행사로 인하여 취득한 주식도 최초로 시가가 형성되는 날까지 역시 다음의 두 가지 방법 중 하나로 평가한다: ① 이익이나 이자의 배당에 대해 신주인수권을 행사한 때가 속하는 영업연도 말에 신주인수권이 행사된 것으로 보는 경우, 구주식의 평가액에서 배당 차액을 감한 가치를 신주식의 평가액으로 한다. ② 이익이나 이자의 배당에 대해, 신주인수권을 행사한 때가 속하는 영업연도의 직전 영업연도 말에 신주인수권이 행사된 것으로 보는 경우 구주식의 평가액을 신주식의 평가액으로 한다.

공모 신주식의 경우에는 최초로 시가가 형성되는 날까지 취득가액으로 평가한다.

3. 판매 및 환매 기준가격 결정 시점

앞에서 언급한 바와 같이 펀드내 신탁재산의 평가 방법이 결정됨에 따라 펀드 기준가격이 결정된다. 이제는 투자자가 펀드의 가입 및 환매 시 어느 시점의 기준가격이 적용되는가 하는 것이 문제가 된다. 일반적으로 펀드 설정 방식에는 모집식과 매출식이 있으므로 판매 기준가격의 경우에는 모집식과 매출식으로 나누어 살펴보고자 한다.²⁴⁾

24) 투신협회 규정인 투자신탁 상품 및 판매에 관한 규정에서는 “모집이란 향후 발행될 수익증권에 대한 매입의 청약을 권유하는 것이며, 매출이란 판매회사의 재산으로 펀드를 설정하여 발행된 수익증권에 대한 매도의 청약을 하거나 매입의 청약을 권유하는 것이다”라고 규정돼 있다.

가. 펀드 판매 기준가격 결정

채권형 펀드 및 MMF의 경우 최초 수익증권 판매 기준가격은 모집 시에는 모집 청약금의 최종 납입일 당일의 기준가격으로 하고, 매출시에는 수익증권 매입 청약일 당일의 기준가격으로 한다.²⁵⁾ 주식형 펀드의 경우 최초 수익증권 판매 기준가격은 모집시에는 모집 청약금의 최종 납입일 다음 영업일의 기준가격으로 하고, 매출시에는 수익증권 매입 청약일 다음 영업일의 기준가격으로 한다. 혼합형 펀드는 주식에 투자하지 않는 경우 채권형 펀드 기준가격 결정 시점 규정을 준용하고, 주식에 투자하는 경우 주식형 펀드 기준가격 결정 시점 규정을 준용한다. 이를 정리하면 <표 III-1>과 같다.

<표 III-1> 펀드의 판매 기준가격

펀드 형태	모집식	매출식
채권형, MMF, 채권 혼합형 ^{a)}	청약금의 최종 납입일 당일 기준가격	청약일 당일의 기준가격
주식형, 주식 혼합형 ^{b)}	청약금의 최종 납입일 다음 영업일의 기준가격	청약일 다음 영업일의 기준가격

a) 채권 혼합형은 주식에 투자하지 않는 펀드임

b) 주식 혼합형은 주식에 투자하는 펀드임

나. 펀드 환매 기준가격 결정

주식에 투자하지 않는 혼합형 펀드와 채권형 펀드는 판매회사가 수익자의 환매 청구일을 포함하여 제3 영업일의 기준가격을 적용하여 환매 청구일로부터 제3 영업일에 판매회사의 영업 점포에서 환매한다. 판

25) 채권형 증권투자회사는 forward pricing을 사용하고 있다.

매회사가 수익자에게 지급하는 환매 대금은 환매금 지급시 적용 기준가격에 수익권 좌수를 곱한 금액에서 환매 수수료 및 관련 세금 등을 공제한 금액으로 한다. 주식형 펀드의 경우 판매회사는 수익자의 환매 청구일을 포함하여 제3 영업일의 기준가격을 적용하여 환매 청구일로부터 제4 영업일에 판매회사의 영업 점포에서 환매한다. 다만, 환매 청구일이 한국증권거래소의 개장일이 아닌 경우에도 환매 청구일을 영업일에 포함하여 산정한다.²⁶⁾ MMF의 경우 판매회사는 수익자의 환매 청구일 기준가격으로 당일 판매회사의 영업 점포에서 환매한다.²⁷⁾

<표 III-2> 펀드 환매 기준가격 및 환매 대금 지급일

펀드 형태	기준가격 결정 시점	환매 대금 지급일
채권형, 채권 혼합형 ^{a)}	제3 영업일	제3 영업일
주식형, 주식 혼합형 ^{b)}	제3 영업일	제4 영업일
MMF	환매 청구 당일 기준가격 (환매 청구 전일 증가 반영)	환매 청구 당일

- a) 채권 혼합형은 주식에 투자하지 않는 펀드임
- b) 주식 혼합형은 주식에 투자하는 펀드임

다. 판매회사의 위탁회사에 대한 해지 청구

위탁회사가 판매회사로부터 펀드의 일부 해지 청구를 받은 경우 해지 금액은 청구일로부터 제3 영업일의 기준가격을 적용하며, 청구일로부터 제3 영업일에 위탁회사는 판매회사에게 현금으로 지급해야 한다. 해

26) 영업일에서 토요일은 제외한다.

27) 증권투자신탁업 감독규정 제49조 제5항에 근거하여, 신탁재산의 시가가 장부가의 1,000분의 5 이상을 하회하거나 하회할 우려가 있는 경우에는 지체 없이 당해 채권 등의 가격을 조정하거나 매각하는 등 적절한 조치를 취해야 한다.

지 대상 신탁재산 중 처분되지 아니한 재산이 있어 일부 해지에 응할 수 없는 경우 위탁회사는 지체 없이 그 사유 및 향후 일부 해지 계획 등을 구체적으로 명시하여 판매회사에 서면으로 통보해야 한다. 이 때 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일(주식형 펀드의 경우 제3 영업일)에 해지 대금을 판매회사에게 지급해야 한다.

단, MMF는 해지 청구일의 기준가격을 적용하여 청구일에 신탁재산의 일부 해지 대금을 판매회사에 지급해야 한다.²⁸⁾

28) MMF에 대해 판매회사가 해지를 청구할 경우 청구일의 기준가격이 적용되므로 이는 backward pricing이 된다. 이론적으로는 판매회사가 이를 이용하여 펀드에 손해를 끼칠 수도 있지만, 실제로 그러한 예는 아직 발견되지 않았다고 한다. 하지만 향후의 공정성 확보를 위해 MMF 환매 청구에 대해 청구일 다음날의 기준가격이 적용되도록 해야 할 것으로 판단된다.

IV. 주식형 펀드의 기준가격

1. 미국 주식형 무추얼펀드의 기준가격과 실증 연구
2. 우리나라 주식형 펀드의 기준가격 결정과 연구 과제
및 분석 자료
3. 과거 backward pricing과 차익거래
4. Forward pricing과 비대칭적 차익거래
5. 불완전한 forward pricing: backward pricing의 효과
6. 요약 및 정책적 제언

IV. 주식형 펀드의 기준가격

주식형 펀드는 backward pricing 또는 forward pricing의 사용 여부에 따라 매입보유 투자자로부터 신규 또는 환매 투자자에게로 부담한부의 이전이 가장 쉬운 펀드라고 할 수 있다. 왜냐하면 주식시장은 정보의 유입이 가장 활발하고 계속적으로 거래되기 때문이다. 본 장에서는 우리 주식형 펀드 기준가격 결정 방법을 가장 선진화되어 있다는 미국과 비교·분석하여 문제점을 인식하고 이를 실증 분석에 의해 검증한다. 여기서는 이론적 측면에 의한 분석과 실증 분석의 결과로부터 우리의 주식형 펀드 기준가격 결정 방법에 대한 정책적 개선 방안을 제시하고자 한다.

1. 미국 주식형 뮤추얼펀드의 기준가격과 실증 연구

앞에서도 언급하였듯이 미국의 국내 뮤추얼펀드는 주식형이나 채권형에 관계없이 forward pricing을 사용한다. 오늘의 주식형 뮤추얼펀드 매매를 위해서 사용되는 기준가격은 오늘의 증권시장 증가에 의해 계산되기 때문에 투자자는 기준가격을 미리 알 수가 없다. 따라서 backward pricing에 의한 문제점이 발생할 수 없는 뮤추얼펀드 매매 제도를 갖추어 놓았다. 더 나아가 주식시장의 빠른 가격 변동을 반영하기 위해서 하루에 두 번 이상 순자산가치를 공시하여 펀드 매매를 위한 기준으로 삼는 뮤추얼펀드도 있지만, 대부분 하루에 한 번만 계산하여 비용을 줄이고 업무의 간편성을 추구하는 경우가 대부분이다.

주식형 뮤추얼펀드의 구체적인 기준가격 결정은 다음과 같다. 미국의 대표적인 증권거래소인 뉴욕증권거래소가 동부 시간 오후 4시에 종료되므로 주식형 뮤추얼펀드는 오후 4시 주식 증가를 이용하여 기준가격을

계산한다. 즉 오후 4시 주식 종가를 이용하여 익일의 기준가격이 계산되는데, 이를 오후 4시 이전의 주식형 뮤추얼펀드 매매에 기준가격으로 사용한다. 실무적으로는 오후 4시가 되기 3~5분 이전에 뮤추얼펀드의 매매를 중지한다. 오후 4시 이후의 매매에는 익일의 주식 종가를 이용한 기준가격이 적용된다. 이러한 동부 시간 기준의 기준가격 결정은 중부나 서부에서의 뮤추얼펀드 매매에도 그대로 적용된다. 예를 들어, 동부 시간 오후 4시는 서부 시간으로 오후 1시에 해당하므로 오후 1시까지의 뮤추얼펀드 매매는 동부 시간 오후 4시의 주식 종가에 의한 기준가격이 적용되고, 그 이후에는 익일의 주식 종가에 의한 기준가격이 적용된다.

위의 기준가격 결정은 투자자가 브로커 회사를 방문한 경우인데, 서신 주문에 의한 기준가격 결정도 이와 거의 유사하다. 'mail order'라고 불리는 서신 주문은 사무수탁사(transfer agent)에 접수되는데, 사무수탁사는 서신을 접수한 시간을 기준으로 기준가격을 달리 적용한다. 서신을 접수한 시간이 동부 시간으로 오후 1시 이전인 경우에만 오늘 종가에 의한 익일의 기준가격을 적용한다. 이러한 업무는 사무수탁사의 중요한 업무로 인정되고 있다.

Forward pricing을 사용하기 때문에 거의 완벽하다고 인정되던 미국의 주식형 뮤추얼펀드 기준가격 제도에도 문제점이 있다는 지적이 Chalmers, Edelen, and Kadlec(2001, 이하 CEK)에 의해 제기되었다. CEK(2001)는 미국 국내 주식형 뮤추얼펀드에서도 매매에 의해 매입보유 투자자로부터 신규 또는 환매 투자자에게로 부당한 부의 이전이 있을 수 있다고 하였다.²⁹⁾ 차입 자금에 의해 주식형 뮤추얼펀드를 매입하고 주가지수선물을 매도하는 방법으로 차익거래를 행하면 아무런 위험 없이 부당한 이익을 취할 수 있다는 것이다. 선취 판매수수료를 징수하는 경우에는 거래 비용이 증가되어 이러한 차익거래가 불가능하겠지만, 판

29) 여기서 '부당'이라는 의미는 법적인 부당성이 아니라 투자자 입장에서 올바르지 못하다는 것을 말한다.

매수수료가 없는 'no-load' 펀드의 경우에는 얼마든지 가능하다고 한다. 반대로 뮤추얼펀드를 매도하고 주가지수선물을 매입하여도 차익거래를 할 수 있다. 여기서 뮤추얼펀드를 매도한다는 의미는 같은 펀드 패밀리 의 MMF나 채권형 펀드로의 전환을 의미한다. 보통 같은 펀드 패밀리 내에서는 1년에 4번 이상의 전환이 가능하므로 차익거래의 기회는 충분히 있다고 할 수 있다.

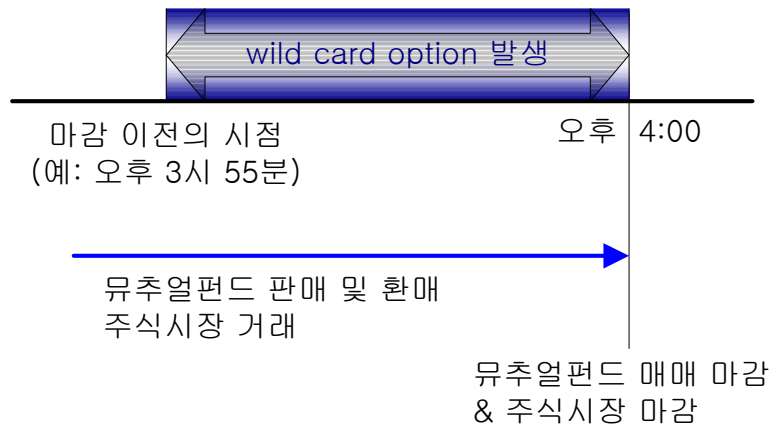
CEK(2001)가 주장하는 부당한 부의 이전은 비동시적 주식 거래 (non-synchronous stock trading)가 원인인데 <그림 IV-1>은 이를 알기 쉽게 그림으로 보여주고 있다. 비동시적 거래란 매 시점마다 모든 주식 의 거래가 이루어지지 않는다는 것을 의미한다. 결국 특정한 시점을 기준으로 볼 때 그 시점의 주가는 그때까지의 모든 정보를 반영하지는 못하게 된다. 따라서 특정 시점의 주가지수도 그때까지의 모든 정보를 반영하는 진정한 의미의 주가지수로 보기는 어렵다. 결국 비동시적 주식 거래로 인하여 이유로 주가지수를 사용하는 자본자산가격결정 모형의 일별 베타 계산에 심각한 문제가 있고 주가지수 수익률에 자기상관이 발생하게 된다는 것이 기존 연구에서 다루어졌던 내용이다.

CEK(2001)는 비동시적 주식 거래로 인해 뮤추얼펀드 매매에 'Wild Card' 옵션이 발생함을 실증 분석으로 보여주었다.³⁰⁾ 여기서 Wild Card 옵션이란 잠재적 또는 기존 투자자가 향후의 주가 방향을 예측하여 이에 따라 오후 4시 이전에 뮤추얼펀드를 매매할 수 있는 선택권을 의미한다. 그들은 오후 3시 55분의 S&P 500 선물 가격을 이용하여(진정한) 주식 증가의 방향 예측이 가능하기 때문에 Wild Card 옵션이 발생하는 데, 선물 가격에 의한(진정한) 주식 증가의 예측은 주식의 비동시적 거래 때문에 가능하다고 하였다. 오후 4시 이전에 거래가 되고 그 이후에

30) 'Wild Card 옵션'이란 미국의 옵션 거래에서 채무성 채권 중 가장 저렴한 채 권을 양도할 수 있는 권리를 말한다. CEK(2001)는 이 개념을 뮤추얼펀드에도 적용하여 사용하였다.

는 거래가 되지 않는 주식들이 많기 때문에 오후 4시의 종가는 진정한 주가를 반영하지 못한다는 것이다. 당일 매매에 이용되는 뮤추얼펀드의 순자산가치는 비동시적 거래에 의해 왜곡된 주식 종가(stale closing price)를 이용하여 결정된다. 이에 비해 3시 55분의 S&P 500 선물 가격은 오후 4시의 진정한 주식 종가를 반영할 것이므로 이를 이용하여 뮤추얼펀드를 매매하면 이익을 얻을 수 있다는 것이다. 여기서 얻어진 부당한 이익은 결국 매입보유 투자자의 손실이 되기 때문에, CEK(2001)는 순자산가치 결정 방법을 개선하여야 한다는 정책적 제언을 하였다. 그들의 연구는 미국 뮤추얼펀드 협회(Investment Company Institute: 이하 ICI)를 중심으로 하는 뮤추얼펀드 업계에 영향을 주어 순자산가치 결정 방법에 대한 개선 논의가 가속화되기 시작되었다.

<그림 IV-1> 미국에서 비동시적 거래에 의한 뮤추얼펀드 Wild Card 옵션의 발생



CEK(2001)는 1998년 2월 2일부터 2000년 3월 31일까지 484개의 국내 주식형 펀드, 139개의 국제 주식형 펀드, 295개의 채권형 펀드를 대상으

로 분석하였다. 뮤추얼펀드 매매의 신호(signal)를 위해 주식형 펀드에는 S&P 500 지수선물 수익률을, 채권형 펀드에는 5년 재무성 증권 수익률을 인디케이터 변수로 사용하였다. 인디케이터 변수가 최근 30개월의 일별 자료 중 상위 2.5%에 해당하면 뮤추얼펀드를 매입하고, 하위 2.5%에 해당하면 매도하는 전략을 사용하였다.³¹⁾ 분석 결과 채권형 펀드는 통계적으로 유의적인 초과 이익이 발생하지 않았지만, 국제 및 국내 주식형 펀드는 유의적인 초과수익률이 발생하였다. 이에 CEK(2001)는 주식형 펀드의 순자산가치 계산에 다음과 같은 방법의 사용을 제안하였다: ① 매입 및 매도 호가 스프레드의 중간값으로 순자산가치 계산, ② 상대적인 벤치마크를 사용하여 마지막 거래부터 시장 종료까지의 수익률을 추정하고 이를 이용하여 각 주식의 종가를 조정.

Greene and Hodges(2002)는 국제 뮤추얼펀드에서는 부당 이익의 창출이 가능하지만, 국내 뮤추얼펀드에서는 그러한 증거를 발견할 수 없다고 하였다. 그들의 결과는 CEK(2001)와는 상충되는데, '만약 부당 이익의 창출이 가능하다면 어떠한 조건이 있어야 하는가'를 향후 연구 과제로 제시하였다.³²⁾

Zitzewitz(2002)는 왜곡된 가격을 이용해 국제 뮤추얼펀드에서 일년에 40~70%의 비정상 수익률을 얻을 수 있으며, 이는 매입보유 투자자의 손실로 전가된다고 하였다. 국내 소형주 펀드, 하이일드 펀드 및 전환사채 펀드에서도 부당 이익의 기회를 발견하였다. 이의 해결 방안으로 단기 거래에 대한 수수료 부과와 매매 타이밍을 노리는 투자자를 감시하는 방안이 효과적이지만, 그보다는 순자산가치의 예측을 불가능하게 하는 가격 결정 방법을 도입하는 것이 바람직하다고 하였다.

31) 전일 시장 마감부터 당일 오후 3시 55분 또는 당일 오후 1시 55분부터 오후 3시 55분까지의 인디케이터 변수 수익률을 사용한다.

32) 그들에 의하면 몇몇 뮤추얼펀드 회사들이 부당 이익 창출을 방지하기 위해 변동성이 심한 날에는 매매 제한 등의 조치를 취하기 시작하였다고 한다.

이들의 연구로부터 볼 때 forward pricing을 사용하는 미국 국내 펀드의 경우에는 CEK(2001), Greene and Hodges(2002), Zitzewitz(2002)의 실증 결과가 달라 심도 있는 연구가 필요한 상황이다. 특히, Greene and Hodges(2002)의 언급대로 어떤 조건이 만족될 때 부당 이익이 발생하는가와, 미국과 다른 미시구조를 가진 국가의 순자산가치 결정에 대한 실증 연구가 있어야 학술적 결론이 나올 수 있다고 본다.

2. 우리나라 주식형 펀드의 기준가격 결정과 연구 과제 및 분석 자료

가. 주식형 펀드의 기준가격 결정

우리나라의 경우에도 증권투자신탁업법 제29조(수익증권 가격의 공고)에서 위탁회사가 수익증권 기준가격을 매일 시가로 평가하여 공시하여야 함을 규정하고 있다. 증권투자회사법 제54조(자산의 평가)에서도 개방형 증권투자회사(뮤추얼펀드)의 경우에는 증권투자회사가 시가로 평가된 순자산가치를 매일 공시하도록 하고 있다.

우리의 펀드 기준가격 결정이 미국의 규제와 다른 점은 법령과 감독 규정 어디에도 forward pricing에 대한 원칙이 없다는 것이다.³³⁾ 단지,

33) 증권투자신탁업법 제7조 제5항에 따르면 펀드가 환매에 응할 경우 일부 해지에 의하여 조성된 자금으로만 응하도록 하고 있다. 이 법령의 취지가 forward pricing 원칙을 적용하는 것으로 해석하는 실무자도 있다. 하지만 엄밀히 말하자면 forward pricing과 일부 해지에 의해 조성된 자금으로 환매하는 것은 본질적으로 다르다. forward pricing은 판매 및 환매의 기준가격을 정하는 것이고, 환매 자금의 반환은 기준가격보다는 환매 금액의 실질적 양도에 초점이 있기 때문이다. 극단적으로 backward pricing에서도 현재의 환매 원칙이 적용될 수 있다. 한편, 일부 해지에 의해 조성된 자금으로만 환매에 응하도록 되어 있는 현행 제도에도 문제는 있다. 이 조항이 판매회사의 미매각을 방지하자는 데 그 의도가 있다는 것은 충분히 이해할 수 있지만, 현실적으로 일부 해지에 의해 조성

투신협회 업무 규정인 「투자신탁 상품 및 판매에 관한 규정」에 포함돼 있는 '표준약관'에서 펀드 종류별로 기준가격 결정의 방법을 언급하고 있다. 채권형 펀드의 판매 경우를 제외하고는 모두 forward pricing이 적용되지만, 주식형 펀드의 판매 경우에는 아래에서 언급될 불완전한 forward pricing이 적용된다.

<그림 IV-2>는 우리나라 주식형 펀드의 기준가격 제도 변경의 역사를 보여주고 있다. 과거에 주식형 펀드는 판매 및 환매의 경우 전일 종가에 의해 결정되는 당일의 기준가격을 사용하여 당일의 매매를 했다. 이러한 backward pricing은 부당 이익 창출의 가능성을 충분히 내포하고 있었다. 예를 들어, 당일 주식시장이 상승하면 전일 종가에 의해 결정된 당일의 기준가격으로 펀드를 매입하여 당일 발생한 이익을 아무런 위험 없이 취할 수 있었다.³⁴⁾ 당일 주식시장이 하락하면 전일 종가에 의해 결정된 당일의 기준가격으로 환매하여 당일 발생한 손실을 회피할 수 있었다. 이렇게 회피된 손실은 모두 매입보유 투자자에게 전가될 수밖에 없었다. 판매 및 환매수수료가 과중하여 계속적으로 이런 매매 행위를 할 수는 없었지만, 매입 또는 환매의 시점을 찾을 경우에는 이것이 매우 유용한 전략이 될 수 있었다.

된 자금으로 환매하는 경우는 거의 없기 때문이다. 실제로 이 조항이 제정된 이후에도 아직 미매각 수익증권이 사라지지 않은 것만 보아도 이 조항이 큰 의미를 가지지 못함을 쉽게 알 수 있다. 펀드들은 통상 5% 이상의 유동성 자산을 보유하고 있으므로 이를 이용하여 일상적인 환매에 충분히 대응할 수 있다. 이 조항은 향후 세밀한 조사연구를 통해 폐지되어야 할 것으로 사료된다.

34) 1968년 이전 미국에서도 이런 현상이 있었는데 이에 대해서는 Gremillion(2001)을 참조하시오.

<그림 IV-2> 주식형 펀드 기준가격 제도 변경의 역사



금융감독원은 1998년 11월 30일에 표준약관을 변경하여 환매 기준가격에 forward pricing이 적용되도록 하였다. 즉, 환매 청구일을 포함하여 제3 영업일의 기준가격을 환매 기준가격으로 하였다. 제3 영업일의 기준가격은 환매 신청일 다음날의 주식시장 증가에 의해 결정되므로 이는 완벽한 forward pricing을 의미한다. 하지만 지나친 forward pricing에 의해 기준가격 위험이 존재한다는 단점도 있다. 판매 기준가격에는 계속 backward pricing을 사용하다가 1999년 9월 16일부터 불완전한 forward pricing을 도입하였다.³⁵⁾ 이는 당일 증가에 의해 계산되는 익일의 기준가격을 당일의 판매 기준가격으로 사용하는 것이다. 이 제도가 불완전하다는 이유는 오후 3시 이후에 펀드가 판매되는 경우에 backward

35) 채권형 펀드 판매의 경우에는 전일 증가에 의한 당일의 기준가격이 적용되는 backward pricing이, 환매의 경우에는 익일의 증가에 의해 계산되는 기준가격이 적용되는 forward pricing이 이용되고 있다.

pricing이 적용되기 때문이다. 즉, 오후 3시의 주식 종가에 의해 결정된 익일의 기준가격으로 오후 3시 이후에 펀드가 판매되므로 투자자는 이미 기준가격을 알고 있는 상태라는 것이다.

현행 판매 제도에 의하면 펀드의 매입은 오후 3시 이후에 하는 것이 이성적 행동임을 쉽게 알 수 있다. 만약 오후 3시 이후에 호재가 발생하여 익일 주가 상승이 예상되면, 투자자는 당일의 저렴한 종가에 의해 결정되는 익일 기준가격으로 오늘 펀드를 매입하여 이익을 취할 것이다. 이러한 이익 예상이 반드시 적중한다고 할 수 없지만 그 가능성은 매우 높을 수 있다. 반대로 악재가 발생하여 익일 주가 하락이 예상된다면 오후 3시 이후의 수익증권 매입이 감소할 것이다. 악재 발생에도 불구하고 환매가 증가하지는 않을 것이다. 왜냐하면 환매에는 익일 종가에 의해 계산되는 모래의 기준가격이 적용되기 때문이다.

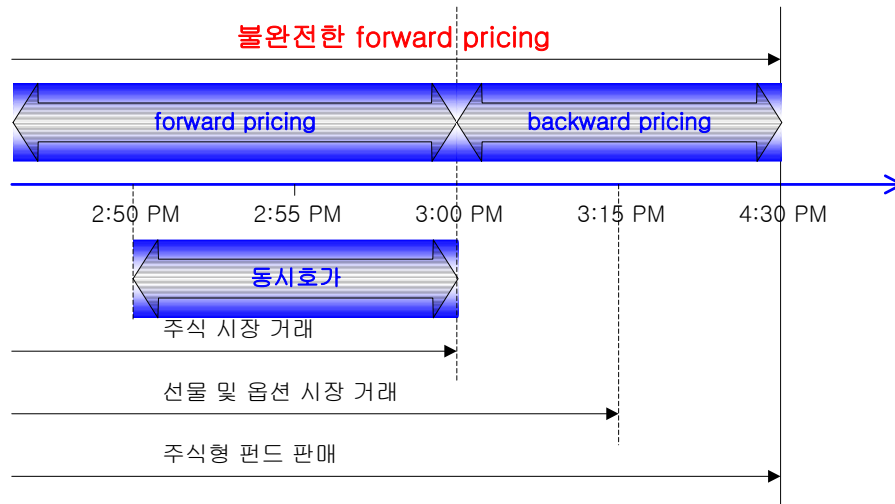
나. 연구 과제와 검증 가설의 도출

우리나라에는 아직 기준가격 제도의 타당성에 대한 학술적 증거 제시나 언급이 거의 없는 실정이다. 실무적으로는 국내 수익증권의 판매 및 환매 기준가격 제도 변경으로 forward pricing이 정착되고 있지만, 현행 기준가격 제도에 대한 학술적 평가는 이루어지지 않았다.³⁶⁾ 우리나라 주식형 펀드의 경우, 1999년 9월 16일 이후 판매는 불완전한 forward pricing을, 환매는 forward pricing을 사용하고 있다. 우리의 목적은 우리나라의 주식형 펀드 기준가격 결정에 있어서 부당한 이익 발생의 가능성을 실증적으로 검토하여 제도적 대안을 제시하는 것이다. 주요 실증 과제는 '미국과 같은 forward pricing의 문제점이 우리나라에서도 발생

36) 고평수(2002)는 일별 주식형 펀드의 현금흐름과 주가지수 수익률과의 관계 변화가 기준가격 제도의 변경 때문이라고 추론하였으나, 기준가격 제도에 대한 구체적인 검증을 하지는 않았다.

하는가?’와, 오후 3시의 주식시장 마감 이후에 오후 4시 30분까지 backward pricing이 이루어지는 펀드 판매 제도를 평가하는 것이다. <그림 IV-3>은 주식 및 펀드의 매매를 위한 미시구조와 시간대별로 기준가격이 주는 의미를 알기 쉽게 보여주고 있다.

<그림 IV-3> 주식 및 펀드의 매매를 위한 미시구조와 시간대별 기준가격의 의미



첫 번째 과제는 뉴욕증권거래소와 우리 주식시장의 거래 마감 방법 차이에서 발생하는 미시구조의 영향을 검증하는 것이다. 접속매매(continuous trading)에 의해 주식시장을 마감하는 뉴욕증권거래소에서는 forward pricing이라도 문제가 발생할 수 있지만, 동시호가(call auction)를 채택하는 우리나라에서는 그런 문제가 없을 수 있다. 왜냐하면 동시호가 거래에 있어서는 비동시적 거래로부터 발생하는 문제가 거의 해결될 수 있기 때문이다.³⁷⁾ 동시호가 제도가 비동시적 거래로부터 발생하는 문제를 해결한다면 CEK(2001)의 결과는 주식시장 미시구조 때문에 발생

하였다고 할 수 있다.

두 번째 과제는 '주식시장이 마감되는 오후 3시 이후의 펀드 거래가 경제적 타당성을 가지는가?'를 검증하는 것이다. 오후 3시 이후의 펀드 매매는 오후 3시에 결정된 기준가격을 이용하므로 backward pricing이 적용된다. 이러한 backward pricing의 경제적 효과를 평가하는 것은 펀드 거래의 활성화를 위해서 매우 중요하다.

위의 두 과제에 대한 검증은 미국과 다른 우리나라 펀드 및 주식시장의 미시구조를 반영하는 실증 연구라는 점에서 학술적 공헌이 있으며, 제도 개선에 대한 증거를 제시한다는 점에서 실무적 공헌이 있다고 본다.

위의 두 과제를 실증 분석으로 유도하기 위해서는 구체적인 가설의 제시가 필요할 것이다. 이제부터는 두 가지 구체적인 가설의 도출 과정을 살펴보고자 한다. 우리보다 더욱 철저한 미국 뮤추얼펀드의 forward pricing에도 부당 이익의 가능성이 존재한다는 CEK(2001)의 연구를 고려할 때, 우리 펀드 시장에도 부당 이익 창출의 가능성이 있을 수 있다. 예를 들어, 오후 3시 주식시장 마감 이전의 KOSPI 200 선물 수익률을 이용한다면 CEK(2001)에서와 같은 부당 이익이 발생할 수 있다는 것이다. 부당 이익의 가능성은 불완전한 forward pricing이 적용되는 판매의 경우에만 가능하고, 익일의 증가에 의한 기준가격이 적용되는 환매의 경우에는 전혀 가능성이 없다. 이는 우리나라의 펀드 매매에는 판매의 경우에만 적용되는 '비대칭적 부당 이익'만이 존재할 수 있음을 의미한다.

부당 이익 창출의 실증 결과 해석을 위해서는 뉴욕증권거래소와 우리의 주식시장 마감 제도의 차이를 먼저 고려하여야 한다. 뉴욕의 경우에는 접속매매로 주식시장이 마감되기 때문에 오후 4시에 모든 종목이

37) 실제로 주식시장 마감시의 동시호가에서는 정상적인 종목이라면 거의 모두 거래가 이루어진다고 한다. 충분한 거래량이 뒷받침된다는 증거가 없기 때문에 동시호가에 의한 증가가 진정한 증가라고 단언할 수는 없지만 계속거래보다는 훨씬 효율적인 가격발견 과정이 이루어진다고 할 수 있다.

거래되지는 못하면서 마감이 된다. 주식 증가에 의해 결정되는 그날의 기준가격은 결국 왜곡된 가격에 의해 결정되었으므로 부당 이익 창출의 가능성을 충분히 암시한다. 하지만 우리와 같이 동시호가에 의해 주식시장을 마감하는 경우에는, 정상적인 종목이라면 대부분 거래가 이루어지면서 시장이 마감되기 때문에 미국처럼 비동시적 거래에 의한 증가 왜곡은 없다고 보아야 할 것이다. 증가의 결정에 충분한 거래량이 수반되었는가의 여부에 따라 증가가 왜곡될 수도 있지만, 동시호가에 의해 거의 모든 종목이 거래되었다면 기준가격 결정에는 큰 문제가 없을 것임을 쉽게 예상할 수 있다. 이에 대한 해답은 실증 결과에 기초하여야 하므로 다음과 같은 가설을 제시하고자 한다.

<가설 1> 주식시장 마감에 동시호가를 사용하면 당일의 주식형 펀드 매매를 위해 당일의 주식 증가를 사용하는 forward pricing이 펀드 판매에 의한 비대칭적 부당 이익의 발생을 억제한다.

우리과 미국 제도의 또 다른 차이점은 펀드 매매 시간의 차이이다. 미국은 주식시장이 마감되는 동부 시간 오후 4시까지만 펀드의 매매가 허용된다. 오후 4시까지 접수된 펀드 매매 요청은 오후 4시의 증가로 계산된 기준가격에 의해 매매가 이루어지는 것이 일반적이다.³⁸⁾ 이러한 원칙에도 불구하고 우리나라에서는 주식시장이 마감하는 오후 3시 이후에도 길게는 오후 4시 30분까지 펀드를 매매한다는 것이 특이하다.³⁹⁾ 이러한 실무는 합리적 기준에 근거하였다기보다는 증권회사 및 은행의 영업시간 관행에서 비롯되었다.

우리의 주식 거래 시간과 펀드 판매 제도는 오후 3시 이후부터 backward pricing이 적용되도록 설계되어 있다. 만약 3시 이후에 중요한

38) 실제로는 4시 이전에 뮤추얼펀드 매매를 마감한다.

39) 펀드 판매가 허용된 증권회사나 은행에 따라 판매 시간이 4시에서 4시 30분까지 변할 수 있다. 하지만 기관의 대형 자금에 대해서는 4시 30분 이후에도 펀드 판매가 이루어지기도 한다.

정보가 알려지면 투자자는 이 정보를 이용하여 펀드의 매입보유 투자자로부터 부당 이익을 취할 수 있다. 호재가 유입되면 익일 주가 상승이 예견되므로 펀드를 매입하여 부당 이익을 취할 수 있지만, 악재가 유입될 경우에는 부당 이익을 취할 수 없다. 투자자가 펀드를 매도(환매)할 때에는 forward pricing이 적용되어 익일 증가에 의해 계산되는 기준가격으로 제3 영업일에 환매 대금을 수령하기 때문이다. 이는 펀드의 부당 이익 창출의 가능성이 비대칭적으로 이루어진다는 것을 의미한다. 오후 3시 주식시장의 동시호가 마감 이후에 발생하는 정보를 이용하여 비대칭적 부당 이익의 창출이 가능하다면 현행 펀드 판매 시간의 문제점이 지적될 수 있다. 이러한 비대칭적 부당 이익의 가능성에도 불구하고 오후 3시 이후 1시간 30분 동안의 정보 유입이 어느 정도의 심각성을 가지는가는 정확히 알 수 없으므로 다음의 가설을 실증적으로 검증하여야 판단할 수 있을 것이다.

<가설 2> 주식시장 마감 이후에 1시간 30분 동안(4시 30분까지) 이루어지는 backward pricing도 펀드 판매에 의한 비대칭적 부당 이익을 발생시키지 않는다.

다. 검증 자료

실증 분석에 사용된 자료 중 지수 관련 자료는 증권거래소로부터, 펀드에 관한 자료는 펀드평가사인 제로인으로부터 입수하였다. 현재와 같은 기준가격 결정 방법이 1999년 9월 16일에 정해졌으므로, 그 기준이 적용되는 1999년 10월부터 2002년 5월까지 설정된 모든 주식형 펀드를 분석 대상으로 하였고, 검증 기간은 1999년 10월부터 2002년 6월 말까지의 모든 가능한 기간으로 하였다.⁴⁰⁾ 실증 분석은 증권투자신탁(수익증

40) 1999년 9월 16일 이전에 설정된 펀드는 과거 기준가격 제도의 적용을 받으므로 본 연구에서 검증하려는 가설의 검증 대상이 될 수 없다. 현실적으로도 대우채

권)과 증권투자회사를 모두 대상으로 하되 판매 및 환매가 자유롭지 못한 단위형 수익증권과 폐쇄형 증권투자회사는 제외하였다. 해외에 투자하거나 외국인이 투자하는 국제 펀드도 판매 및 환매 제도가 다르므로 분석에서 제외시켰다. 결국 1999년 10월부터 2001년 5월까지 설정된 주식형 추가형 투자신탁과 개방형 증권투자회사(뮤추얼펀드)를 표본으로 1999년 10월부터 2002년 6월 말까지를 분석 기간으로 한다.

주식형 펀드의 매입 신호를 결정하기 위해서는 KOSPI 200 주가지수선물의 수익률을 주로 사용하고자 한다. 펀드의 매입 신호 결정을 위해 특정 시점의 선물 가격이 이용되므로 정해진 시간에 선물 거래가 이루어졌는지가 상당히 중요하다. 검증 대상 기간 중 여러 가지 원인에 의해서 주가지수선물이 정해진 시간에 거래가 이루어지지 못한 경우가 있었다.⁴¹⁾ 여기서는 거래 시간 불일치와 배당락의 영향이 커질 수 있는 매년 거래소 개장일을 분석 대상에서 제외하기로 한다. 정해진 시간에 선물 거래가 이루어진다고 할지라도 선물 수익률 계산의 의미가 약한 날이 있다. 그동안 차근월물이었던 주가지수선물이 새로운 최근월물이 되는 날이 이에 해당한다. 이 날 이전에는 유동성이 그리 높지 못했으나 이 날부터 최근월물로서 충분한 유동성을 가지게 된다. 따라서 전일 증가와 이 날의 증가로 계산되는 수익률은 큰 의미를 가지지 못하게 되므로 최근월물로 변경되는 첫 날도 분석 대상에서 제외하기로 한다. 또한 만기일에는 주가지수선물의 거래가 오후 2시 50분에 마감되는 자료의 한계 때문에 일부 검증에서는 이 날을 대상에서 제외시키고자 한다.

와 관련이 있는 1999년 이전의 거의 모든 펀드는 자료가 제공되지 않고 있다.

- 41) 첫 번째는 매년 거래소 개장일인 1월 첫날로, 2000년까지는 오전 10시에 거래가 시작하여 오후 1시 15분에 마감되었고 그 이후에는 오전 10시에 시작하여 오후 3시 15분에 마감되었다. 두 번째는 전산 장애에 의해 1999년 2월 23일의 거래가 오전 10시 20분에 시작하여 오후 4시 35분에(현물은 오후 4시 20분에) 마감한 경우다. 세 번째는 2001년 미국의 9.11 테러 사태로 인해 2001년 9월 12일의 거래가 12시에 시작하여 오후 3시 15분에(현물은 오후 3시에) 마감한 것이다. 마지막은 매년 대입 수확능력 시험일에 거래가 1시간씩 순연되는 것으로 오전 10시에 시작하여 오후 4시 15분에(현물은 오후 4시에) 마감되었다.

한편, 우리나라 펀드 산업 특징 중의 하나는 기관이 단독으로 가입한 펀드의 비중이 매우 높다는 것이다. 이 경우에는 기관의 판매 및 환매 의사결정이 운용사와의 합의에 의하는 경우가 많으므로 분석의 대상에서 제외하는 것이 타당하다고 할 수 있다. 하지만 기관 펀드의 여부를 확인할 자료가 제공되지 않고 있으므로 여기서는 설정액 변경 일수가 전체 펀드 생존 기간 중 20% 이상인 경우만으로 한정하였다. 주식 편입 비율이나 펀드 규모가 너무 작아도 적절한 주식형 펀드로 분류하기가 어려우므로 주식 편입 비율이 40% 이상이고 펀드 전체의 평균 순자산가치가 10억원 이상인 경우를 표본으로 삼았다.

이상의 기준에 의해 추출된 주식형 펀드 표본의 특성은 <표 IV-1>에 제시되는 바와 같다. 전체 대상 펀드의 수는 261개이고 소형, 중형, 대형 펀드의 수는 각각 116개, 116개, 29개로 구성되어 있다. 펀드의 매매일 비율은 평균 56.55%이지만 소형에서 대형으로 갈수록 커져서 대형 펀드의 경우 85.48%에 이르고 있다. 주식 편입 비율은 미국과 달리 매우 낮은 수준으로 평균 62.74%로 나타났다. 이러한 이유 때문에 펀드의 베타가 1보다 큰 경우는 거의 없으며 평균 베타는 0.69에 불과하다. 평균 순자산가치도 220억원 정도로 매우 낮은 상황이고 대형 펀드라 할지라도 평균 규모가 900억원에도 못 미치고 있다. 각 펀드의 전체 분석 대상 일수는 평균 370일이지만 대형 펀드의 대상 일수는 249일에 그치고 있는데, 이는 대형 펀드들이 최근에 조성되기 시작한데 그 원인이 있다고 하겠다.

<표 IV-1> 표본 펀드 특성

	전체	소형 펀드 ₩100억 미만	중형 펀드 ₩100~500억	대형 펀드 ₩500억 이상
펀드 수	261개	116	116	29
매매일 비율				
평균	56.55%	45.25%	61.62%	85.48%
중위수	56.00%	39.95%	61.45%	91.20%
주식 편입비				
평균	62.74%	64.41%	59.61%	68.55%
중위수	60.30%	63.85%	54.95%	70.60%
베타(β)				
평균	0.69	0.70	0.67	0.79
중위수	0.76	0.74	0.76	0.84
순 자산 가치 ($\times 10^6$)				
평균	₩22,095	₩5,288	₩22,150	₩89,102
중위수	₩11,254	₩5,062	₩18,011	₩75,827
분석 대상 일수				
평균	370개	373개	397개	249개
중위수	259개	370개	206개	203개

3. 과거 backward pricing과 부당 이익의 가능성

1998년 11월 30일 이전에는 펀드의 판매와 환매 모두에 backward pricing이 적용되어 펀드 매매에 의해 완벽한 부의 이전이 발생할 수 있었다. 당일의 주식시장이 큰 폭으로 상승(하락)하면 주식형 펀드를 매입(매도)하여 이익을 취할 수 있었고, 이는 매입/보유 투자자의 손실로 이어졌다. 그 당시 부당 이익의 규모를 지금 추정하는 것이 현실적인 의미는 없겠지만 backward pricing의 부당성을 보여주는 증거로는 나름대로의 의미가 있다고 할 수 있다. 그때의 펀드 기준가격 자료를 충분히 입수하는 것은 거의 불가능하므로 직접적인 추정은 어렵고, 여기서는

KSOPI 200 지수 수익률을 이용하여 간접적인 추정을 하고자 한다.

우리의 펀드 매매 제도에는 환매수수료가 상당히 높게 부과되었기 때문에 빈번한 매매 전략에 의해 부당 이익을 취하는 것은 매우 어려웠다. 추정된 부당 이익도 이미 펀드를 매입하거나 매도하려는 투자자의 매매 시점 선택에 의한 일시적 이익 정도만을 나타냈다고 할 수 있다. 이러한 매매 시점 선택에 의한 이익 실현도 부당한 이유는 매입/보유 투자자의 부를 유출시킨다는 데에 있으므로 이러한 부당 이익의 추정도 중요한 의미를 가진다고 할 수 있다.⁴²⁾

우리의 판매수수료 제도가 미국보다 부당한 부의 이전을 더 조장하는 요인도 있었다. 대부분의 펀드가 선취 판매수수료를 요구하지 않고 펀드 운용 기간에 비례하는 판매수수료 제도를 택하고 있었으므로 이는 부당한 부의 이전을 미국보다 더 쉽게 하는 요인이었다고 할 수 있다. 선취 판매수수료가 없었기 때문에 펀드 매매 전략을 다시 취하는데 큰 제약이 없었기 때문이다.⁴³⁾

<표 IV-2>은 과거의 backward pricing에 의한 부당 이익 창출의 가능성을 살펴보기 위하여 일별 수익률이 1% 이상 변화하였던 일수를 보여주고 있다. 여기서는 종합주가지수와 KOSPI 200 수익률을 대상으로 하는데, 이를 각 주가지수에 대한 베타가 1인 펀드 수익률의 결과라고 생각하면 된다. Panel A는 판매 및 환매 모두에 backward pricing이 적용되었던 1998년 11월 29일까지를 대상으로 하기 때문에 대칭적 부당 이익 창출의 기회를 주는 경우를 보여주고 있다. 가격제한폭이 6%, 8%,

42) 우리의 환매수수료가 아무리 크다고 할지라도 주식시장의 하락폭이 매우 클 경우에는 환매수수료를 지불하고도 환매에 의해 충분한 이익을 취할 수 있을 것이다. 이 경우에는 그동안 축적되었던 이익에 대해서도 환매수수료가 부과된다는 단점이 있기도 하다. 만약 그동안 축적된 이익이 거의 없고 하루의 하락폭이 매우 큰 경우 환매수수료에도 불구하고 환매를 하는 것이 훨씬 유리했을 것이다.

43) 지금은 선취 판매수수료가 도입되어 있다.

12%에 해당하는 각 기간에 대해 일별 수익률 절대값이 1~8% 이상인 일수가 상당히 많다는 것은 매우 놀라운 결과라고 할 수 있다.

<표 IV-2> 과거의 backward pricing과 부당 이익의 가능성

(단위: 일수)^{a)}

Panel A: 대칭적 부당 이익의 기회(95/4/1~98/11/29) ^{b)}									
일별 수익률 절대값		>1%	>2%	>3%	>4%	>5%	>6%	>7%	>8%
95/4/1~96/11/24 (487, 6%)	KAll ^{c)}	140	20	3	1	0	na ^{d)}	na	na
	K200	151	28	4	1	0	na	na	na
96/11/25~98/3/1 (366, 8%)	KAll	190	98	60	40	23	15	5	na
	K200	206	111	62	41	28	18	10	na
98/3/2~98/11/29 (225, 12%)	KAll	136	80	51	28	16	9	4	2
	K200	142	91	61	36	21	15	8	3
Panel B: 비대칭적 부당 이익의 기회(98/12/7~99/9/15) ^{e)}									
일별 수익률		>1%	>2%	>3%	>4%	>5%	>6%	>7%	>8%
98/12/7~99/9/15 (192, 15%)	KAll	74	45	30	19	12	6	2	0
	K200	73	43	32	20	12	10	4	1

- a) 17 단계의 기준가격대별 정액제를 실시하던 가격제한폭 제도(평균 4.6%)는 1995년 4월부터 6%의 정률제로 바뀌었고, 그 후 1996년 11월 25일에 8%로, 1998년 3월 2일에 12%로, 1998년 12월 7일부터 현재와 같은 15%의 가격제한폭 제도가 정착되었으므로 이를 고려하여 기간을 나누었고, 기간 밑에는(총 일수, 해당 가격제한폭)을 나타냄
- b) 판매와 환매의 모든 경우에 부당 이익의 창출이 가능했던 1998년 11월 29일까지만 대상으로 함
- c) KAll: 종합주가지수 수익률, K200: KOSPI 200 수익률
- d) na: not applicable
- e) 판매에 의한 비대칭적 부당 이익과 가격제한폭 15%가 동시에 적용되는 기간을 대상으로 함

예를 들어, 가격제한폭이 6%에 불과하였던 487일의 기간 중에도 종합주가지수 일별 수익률 절대값이 2% 이상인 일수가 20일이나 되고 있다. 이는 주식형 펀드 기준가격의 backward pricing을 이용하여 2% 부당 이익을 얻을 수 있었던 기회가 20번이나 되었다는 것이다. KOSPI 200의 경우에는 28번이나 부당 이익 창출의 기회가 있었다. 4% 이상인 기회가 주어진 경우도 1번 있었다. 가격제한폭이 12%였던 225일의 기간 중에는 종합주가지수와 KOSPI 200 일별 수익률 절대값이 7% 이상인 경우가 각각 4일과 8일 있었다. 극단적으로 8% 이상인 경우도 각각 2일과 3일 존재하였다. 이는 아무런 위험 없이 8% 이상의 부당 이익을 얻을 수 있었던 기회를 의미한다. 이러한 증거들은 과거에 주식형 펀드 기준가격을 이용한 부당 이익의 기회가 상당히 많았다는 것으로 backward pricing의 결정적인 약점을 보여주고 있다.

Panel B는 가격제한폭이 15%이면서 판매에만 backward pricing이 적용되었던 1998년 12월 7일부터 1999년 9월 15일까지의 비대칭적 부당 이익 창출의 기회를 보여주고 있다. 여기서도 부당 이익의 기회는 상당히 많아서 종합주가지수와 KOSPI 200의 일별 수익률이 7% 이상인 일수가 각각 2일과 4일이나 되었다. 즉, 베타가 1인 주식형 펀드를 매입하여 7% 이상의 부당한 이익을 취할 수 있는 기회도 있었다는 것이다. KOSPI 200의 경우에는 8% 이상의 부당한 이익을 취할 수 있는 극단적인 경우도 있었음을 알 수 있다.

4. Forward pricing과 비대칭적 부당 이익

이제부터는 주식시장 마감시에 동시호가 제도를 사용하는 우리의 경우에도 펀드 매매에 의한 부당 이익이 발생할 수 있는가를 실증적으로 분석하고자 한다. 앞에서 제시된 <가설 1>을 통계적으로 검증하기 위하여 CEK(2001)와 유사한 방법을 사용하고자 한다.

검증에 앞서 토요일의 펀드 매매를 고려하여야 한다. 증권거래소에서 이미 1998년 12월 7일부터 토요일 거래가 없었지만, 증권회사와 은행을 통해 토요일에도 펀드 매매가 이루어졌다. 어차피 토요일에는 주식 거래가 이루어지지 않았으므로 기준가격은 채권 가격 변경에 해당하는 만큼만 변했다. 결국 금요일의 예측은 월요일 증가로 계산되는 기준가격에 해당되므로, 토요일의 펀드 매매는 모두 없는 것으로 간주하여 실증 분석을 행하고자 한다.

<가설 1>의 검증을 위한 펀드의 매입 전략을 수립하기 위하여 먼저 펀드 매입 신호에 대한 정의가 있어야 한다.⁴⁴⁾ 매입 신호의 정의는 여러 가지로 할 수 있지만, 여기서는 CEK(2001)와 유사한 신호를 사용하고자 한다. 어제의 KOSPI 200 선물 증가부터 오늘 오후 2시 55분까지의 수익률이 이전 300일의 상위 2.5%, 5% 또는 10%에 해당하면 주식형 펀드를 매입한다. CEK(2001)는 검증 기간 이전 300일의 선물 가격으로부터 상하위 기준을 한 번 정하여 계속 사용하였으나, 여기서는 매일 기준이 바뀌기 때문에 더 현실적이다. 다른 매입 신호는 오후 1시부터 2시 55분까지 1시간 55분 동안의 KOSPI 200 선물 수익률이 이전 300일의 상위 2.5%, 5% 또는 10%에 해당하는 것으로 한다. 만약 두 가지 신호에서 모두 통계적으로 유의적인 양의 초과수익률 예측이 관찰된다면 부당 이익이 존재한다고 할 수 있을 것이다. 여기서 더욱 중요하게 고려하여야 할 것은 마지막 1시간 55분의 거래 정보다. 왜냐하면 비동시적 주식 거래에 의한 부당 이익의 창출이 가능하다면 전일 증가부터의 수익률보다는 최근의 시장 상황을 더욱 잘 반영하는 마지막 1시간 55분 수익률의 영향이 더 클 것이기 때문이다.

매입 신호에 따른 펀드의 익일 초과수익률의 날짜별 평균을 계산하고, 이렇게 계산된 시계열 수익률을 이용하여 검증한다.

44) 매매 제도상 비대칭적 부당 이익만이 타당하므로 환매를 위한 신호는 고려할 필요가 없다.

$$\bar{R}_{t+1} = \frac{\sum_{i=1}^{N_{t+1}} (R_{i,t+1} - r_t)}{N_{t+1}} \times I_t \quad (1)$$

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^{T-1} \bar{R}_{t+1}}{\sum_{t=1}^T I_t} \quad (2)$$

단, N_{t+1} : t+1일의 펀드 수

T: 총 관찰치 수

$R_{i,t+1}$: i 펀드의 t+1일 수익률

\bar{R}_{t+1} : t+1일의 초과수익률 평균

\bar{R} : 초과수익률 평균 시계열의 평균

r_t : t+1에 적용되는 t일의 알려진 콜 금리

$$I_t = \begin{cases} 1 & , \quad t \text{ 일 매입 신호면,} \\ 0 & , \quad \text{그렇지 않으면} \end{cases}$$

<표 IV-3>와 <표 IV-4>는 펀드 매입의 조건을 달리하면서 <가설 1>을 검증하고 있다. <표 IV-3>는 전일 종가부터 당일 오후 2시 55분까지의 주가지수선물 수익률을 이용한 전략의 익일 초과수익률을 보여주고 있다. Panel A는 개별 펀드의 수익률 자료에 기초한 것으로, 지난 300일 간의 선물 수익률이 각각 상위 2.5%, 5%, 10%에 해당하는 경우의 익일 평균 펀드 초과수익률을 보여주고 있다. 예를 들어, 2.5%의 경우 총 12일이 관찰되었는데 그 중에서 7일이 양의 수익률을 보였다. 12일에 해당

하는 날짜마다 대상 펀드의 초과수익률이 계산되고, 12개의 평균 초과수익률 시계열을 평균한 것이 익일 초과수익률 평균이다.

<표 IV-3> Forward pricing과 비대칭적 부담 이익: KOSPI 200 선물의(종가_{t-1} ~ 14:55_t) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용

Panel A: 개별 펀드 자료 이용 ^{a)}			
상위 기준	익일 초과수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	일별 평균 펀드 수
2.5%	.4700% (1.07)	7 / 12 (58.3%)	105
5.0%	.4392% (1.35)	14 / 21 (66.7%)	118
10.0%	.1484% (0.63)	29 / 49 (59.2%)	125
Panel B: 주가지수 이용 ^{b)}			
상위 기준	익일 수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	
2.5%	종합주가지수	.5839% (0.88)	7 / 12 (58.3%)
	KOSPI 200	.6430% (0.91)	7 / 12 (58.3%)
5.0%	종합주가지수	.4827% (1.10)	14 / 21 (66.7%)
	KOSPI 200	.4859% (1.06)	14 / 21 (66.7%)
10.0%	종합주가지수	.0976% (0.30)	25 / 49 (51.0%)
	KOSPI 200	.0756% (0.22)	26 / 49 (53.1%)

a) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 콜 이자율 초과수익률 평균

b) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 초과수익률 평균

펀드의 평균 초과수익률이 양의 값을 가지는 일수가 2.5%, 5%, 10% 기준에서 각각 58%, 67%, 59%를 보여주는 것은 부담 이익 창출의 가능성을 암시하는 듯하지만, 초과수익률 평균의 t-값이 이를 지지해주지 못하고 있다. 일별 초과수익률의 평균은 2.5%, 5%, 10% 기준에서 모두 양의 값을 보여주고 있지만, 통계적 유의성이 전혀 나타나지 않기 때문이다. 2.5%의 경우에는 관찰치 수가 12개로 부족하기 때문에 통계적 유의성이 약하다고 볼 수도 있겠지만, 5%나 10% 기준에서 통계적 유의성이 없는 것은 <가설 1>을 기각하기 어렵다는 것을 의미한다. 즉, 주식시장

마감에 동시호가를 사용하면 당일의 주식형 펀드 매매를 위해 당일의 주식 종가를 사용하는 forward pricing이 펀드 판매에 의한 비대칭적 부담 이익의 발생을 억제한다고 할 수 있다. 이는 비동시적 거래에 의해 부담 이익이 발생한다는 CEK(2001)의 문제를 동시호가 제도가 해결해 줄을 보여준다고 할 수 있다.

Panel B의 주가지수를 이용한 결과는 Panel A의 개별 펀드 결과를 뒷받침해 주고 있다. 익일 주가지수 수익률 평균은 Panel A의 익일 초과수익률 평균과 크게 다르지 않고, 통계적 유의성도 매우 유사하다. 양의 수익률을 기록한 일수도 10% 기준에서만 약간 다를 뿐 2.5%와 5% 기준에서는 정확히 일치하고 있다. 이는 기준가격 연구에 있어서 개별 펀드의 수익률을 굳이 사용할 필요 없이 주가지수 수익률을 사용하여도 큰 문제가 없다는 것을 암시한다고 하겠다.

오후 1시부터 오후 2시 55분까지의 선물 수익률을 이용한 부담 이익 창출의 결과를 보여주는 <표 IV-4>는 좀 더 정확한 추론을 가능하게 해 줄 수 있다. <표 IV-4>는 <표 IV-3>과 아주 대조적인 결과를 보여주고 있다. 개별 펀드(Panel A)와 주가지수(Panel B) 모두에서, 통계적 유의성은 떨어지지만 익일 초과수익률이 모든 기준에서 음의 값을 보여준과 동시에 양의 값을 가지는 일수도 50%에 미치지 못하고 있다. CEK(2001)의 미국 연구에서는 어떤 기간의 수익률을 사용하여 예측하는가에 관계 없이 통계적으로 유의적인 양의 수익률을 보인 것과 대조적이다. 자세한 분석은 피하겠지만, 이는 오후 1시간 55분간의 선물 수익률 정보가 익일의 현물 수익률과 음의 관계를 가질 가능성이 있다는 것을 의미한다.⁴⁵⁾

45) 이에 대한 한 가지 설명은 우리나라 선물시장 가격의 비효율성에서 찾을 수도 있다. 우리나라의 증권회사들은 전문적인 선물 트레이더들을 고용하여 고유재산의 선물거래 이익을 추구하고 있다. 이 과정에서 각 트레이더들에게는 손실 한도가 주어지는데, 이 한도를 넘어설 경우에는 고용 계약이 파기되어 트레이더는 직장을 잃게 된다. 그런 이유로 그들은 손실 위험이 매우 커지는 overnight position의 보유를 상당히 두려워 할 수밖에 없다. 이러한 위험을 방지하기 위

<표 IV-4>의 결과도 선물 수익률을 이용한 부당한 부의 이전이 존재하기 힘들다는 것을 보여주는 것으로 <가설 1>을 기각할 수 없다.

<표 IV-4> Forward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물의(13:00_t~14:55) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용

Panel A: 개별 펀드 자료 이용 ^{a)}			
상위 기준	익일 초과수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	일별 평균 펀드 수
2.5%	-1.269% (-0.21)	4 / 10 (40.0%)	171
5.0%	-5.590% (-1.47)	7 / 22 (31.8%)	160
10.0%	-2.982% (-1.17)	25 / 54 (46.3%)	132
Panel B: 주가지수 이용 ^{b)}			
상위 기준		익일 수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)
2.5%	종합주가지수	-1.200% (-0.15)	4 / 10 (40.0%)
	KOSPI 200	-1.960% (-0.23)	4 / 10 (40.0%)
5.0%	종합주가지수	-7.770% (-1.47)	8 / 22 (36.4%)
	KOSPI 200	-8.120% (-1.46)	7 / 22 (31.8%)
10.0%	종합주가지수	-4.030% (-1.12)	26 / 53 (49.1%)
	KOSPI 200	-4.460% (-1.18)	25 / 53 (47.2%)

a) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 콜 이자율 초과수익률 평균

b) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 초과수익률 평균

이상의 결과로부터 우리나라와 같이 주식시장 마감을 위해 동시호가 를 사용하는 경우에는 forward pricing에 의한 비대칭적 부당 이익 창출

하여 시장 후반에 포지션 청산을 하기 때문에 과도한 선물 가격 변동이 있을 수 있는데, 이는 익일에 다시 수정될 수밖에 없다. 이 경우 오후 1시간 55분의 주가지수선물 수익률과 익일의 현물 수익률간에 음의 상관관계수가 발생할 수 있다. 이러한 임시적인 가격의 불안정성은 여러 가지 다른 요인에 의해서도 발생할 수 있는데, 이를 선물시장 가격의 비효율성이라고 할 수 있다. 아주 효율적인 가격 발견이 이루어지는 시장에서는 이러한 현상이 발견되기 어려울 것이다. 더 이상의 추론은 본 연구의 범위를 벗어날 것으로 생각된다.

이 억제된다는 것을 기각할 수 없음을 알 수 있다.

5. 불완전한 forward pricing: backward pricing의 효과

<가설 2>는 불완전한 forward pricing이 부당한 이익의 원천이 되는가를 묻고 있는데, 불완전한 forward pricing의 근본 원인은 오후 3시 이후의 backward pricing이다. 따라서 오후 3시 이후의 backward pricing의 효과를 검증하는 것이 <가설 2>에 대한 해답을 줄 것이다.

만약 오후 3시 이후의 정보를 이용한 어떤 전략이 통계적으로 유의적인 이익을 창출한다면 <가설 2>는 기각되어 backward pricing의 부당성이 입증될 수 있다. 하지만 현실적으로 오후 3시부터 4시 30분까지의 시장 정보를 충분히 반영하는 정확한 정보가 거의 없기 때문에 가설 검증에 어려움이 있다. 따라서 여기서는 충분한 정보를 가진 검증보다는, backward pricing으로 인해 부당 이익 창출이 발생할 수 있는 증거를 찾는 것에 검증의 초점을 맞추고자 한다.

첫 번째 검증 대안은 KOSPI 200 선물 수익률을 사용하는 것이다. KOSPI 200 선물은 현물 종료 시점인 오후 3시 이후에도 거래가 되어 3시 15분에 종료가 된다. 선물의 추가적인 거래 시간인 15분간(오후 3시~3시 15분)의 정보를 이용한다면 <가설 2>에 대한 하나의 검증이 될 수 있을 것이다. 물론 15분간의 KOSPI 200 선물 수익률만을 이용하는 불완전한 측면이 있기 때문에 이 검증이 <가설 2>를 기각하지 못한다고 할지라도 주식시장 마감 이후의 backward pricing이 타당하다고 할 수는 없다.

두 번째 검증 대안은 우리나라 선물시장의 미시구조로부터 유추될 수 있는 것으로, 선물 및 옵션 만기일의 미시구조를 이용하는 방법이다. 현행 KOSPI 200 선물 및 옵션의 결제는 만기일의 KOSPI 200 현물 종가에 의해 이루어진다. 이러한 특성 때문에 만기일의 KOSPI 200 현물

증가를 인위적으로 조정하여 선물 및 옵션 거래로부터 부당한 이익을 취하려는 세력이 있을 수 있다.⁴⁶⁾ 만기일의 KOSPI 200 현물 증가가 인위적으로 조정된다면 익일에 다시 균형 가격으로 돌아올 것이 분명하다. 그러므로 만기일 오후 3시에 KOSPI 200 현물 증가가 지나치게 움직일 경우 익일 수익률이 그와 반대로 움직일 것을 예상할 수 있다. KOSPI 200 현물 증가는 오후 3시 이후에 알려지므로 이는 오후 3시 이후의 backward pricing을 이용한 전략에 충분한 정보로서의 가치가 있다. 이것 역시 4시 30분까지의 시장 정보를 모두 이용하는 전략은 아니지만 <가설 2>의 검증을 위해 제시될 수 있는 하나의 대안이 될 수 있다.

예를 들어, 만기일에 현재의 KOSPI 200 가격으로 선물 및 옵션 결제가 이루어질 경우 특정 세력이 크게 손실을 보게 된다고 생각해 보자. 가능하다면 이들은 시가총액이 큰 종목들을 매매하여 KOSPI 200 증가를 움직이려고 할 것이다. 2시 50분부터 3시까지의 동시호가 기간에 주요 종목들의 대량 매매 또는 프로그램 매매 등을 통하여 만기일의 KOSPI 200 현물 증가를 크게 상승 또는 하락시키는 방법이 이들의 목적 달성에 도움이 된다.⁴⁷⁾ 왜냐하면 접속매매는 매매 정보가 연속적으로 밝혀지지만 동시호가는 정보의 유출 없이 거래를 성사시킬 수 있기 때문이다. 이러한 행위는 시장에서 종종 관찰되는데, 대부분의 경우 KOSPI 200은 다음날 다시 조정되어 정상적인 수준으로 돌아오는 것이 일반적이다. 이는 만기일에 KOSPI 200 현물 가격이 크게 하락한 경우에

46) 실제로 증가의 인위적인 움직임이 언론에 언급된 적도 있지만 처벌이 되었던 적은 없다. 현행 증권거래법에 의하면 증가의 인위적인 움직임이 시세조정 행위로 인정되지 않기 때문에 이러한 행위가 근절되기는 어렵다고 하겠다. 미국과 영국 등지에서는 선물 및 옵션의 결제 가격 계산 방법을 변경하여 이러한 문제를 회피하기도 하였다. 여기서는 이러한 행위에 의해 발생하는 시장 수익률 현상에 관심을 가질 뿐이지 이의 합법성에 대해서는 언급하지 않기로 한다.

47) 만기일에는 선물 및 옵션의 거래가 오후 2시 50분에 접속매매로 종료되며, 오후 3시의 KOSPI 200 현물 증가에 의해 결제된다.

는 익일에 다시 상승하고, 크게 상승한 경우에는 익일에 다시 하락한다는 것으로 요약될 수 있다.

이를 펀드 매입 전략에 이용하면 오후 3시 이후의 backward pricing에 의한 부당 이익 창출이 가능할 수 있다. 앞의 검증에서는 비대칭적 부당 이익을 의식하여 익일 수익률이 상승할 경우만을 고려하였지만, 관찰치 수의 부족에 의한 통계적 추론의 어려움과 위와 같은 시장 행태가 정보의 역할을 할 수 있는가를 검증하기 위해 수익률 상승과 하락을 모두 고려하고자 한다. 선물 및 옵션 만기일인 매월 2번째 목요일의 동시호가 수익률의 절대값이 1%보다 큰 경우를 인위적인 수익률 움직임으로 인식하고자 한다. 여기서 동시호가 수익률이란 오후 2시 50분부터 3시(종가)까지의 KOSPI 200 현물 수익률을 말한다. 동시호가 수익률이 -1% 이하가 되면 익일의 KOSPI 200 현물 수익률에 통계적으로 유의적인 상승이, 1% 이상이 되면 통계적으로 유의적인 하락이 나타날 것을 기대할 수 있다. 이러한 현상은 주식형 펀드의 기준가격에 그대로 반영될 것이므로 이를 <가설 2> 검증 방법의 하나로 사용하고자 한다.

가. 불완전한 forward pricing의 검증: 선물의 종가 수익률 이용

먼저 KOSPI 200 선물의 종가 수익률을 이용하여 backward pricing 자체의 효과보다는 불완전한 forward pricing 효과에 대해 알아보기로 하자. 펀드 매입의 신호로 전일 종가부터 오늘 종가(3시 15분)까지의 KOSPI 200 선물 수익률을 이용하는 것이다. 선물 수익률이 이전 30일의 상위 2.5%, 5% 또는 10%에 해당하면 펀드 매입 신호로 인식하여, 3시 15분 이후에 펀드를 매입한다. 앞서서와 마찬가지로 선물 가격의 하락은 펀드 매도의 신호로 이용할 수 없기 때문에 상승의 경우만 이용하기로 한다.

<표 IV-5>은 전일 종가부터 3시 15분 종가까지의 선물 수익률을 이용한 검증 결과를 보여주고 있다. 선물 수익률 계산에 forward pricing이 적용되는 기간이 포함되기 때문에 backward pricing의 검증이라기보다는 불완전한 forward pricing의 효과 검증이라고 할 수 있다. 개별 펀드 자료를 이용한 Panel A의 결과는 <표 IV-3>의 Panel A와 비슷하게 통계적으로 비유의적인 양의 초과수익률을 보여주고 있다. 주가지수를 이용한 Panel B의 결과도 Panel A와 거의 유사하다. 따라서 불완전한 forward pricing 자체를 이용한 부당 이익 창출이 있었다는 증거는 발견되지 않는다고 할 수 있다.

<표 IV-5> 불완전한 forward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물의(종가_{t-1}~종가) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용

Panel A: 개별 펀드 자료 이용 ^{a)}			
상위 기준	익일 초과수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	일별 평균 펀드 수
2.5%	.4705% (1.07)	7 / 12 (58.3%)	107
5.0%	.2682% (0.81)	11 / 21 (52.4%)	126
10.0%	.2619% (0.99)	27 / 49 (55.1%)	126
Panel B: 주가지수 이용 ^{b)}			
상위 기준	익일 수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	
2.5%	종합주가지수	.5918% (0.89)	7 / 12 (58.3%)
	KOSPI 200	.6162% (0.87)	7 / 12 (58.3%)
5.0%	종합주가지수	.3739% (0.81)	12 / 21 (57.1%)
	KOSPI 200	.4026% (0.82)	12 / 21 (57.1%)
10.0%	KOSPI All	.3108% (0.84)	25 / 49 (51.0%)
	KOSPI 200	.3182% (0.82)	26 / 49 (53.1%)

a) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 콜 이자율 초과수익률 평균

b) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 초과수익률 평균

나. Backward pricing과 비대칭적 부당 이익

3시부터 3시 15분까지의 KOSPI 200 선물 수익률을 이용하면 불완전한 forward pricing이 되는 근본적 원인인 backward pricing의 효과를 검증할 수 있다. 펀드 매입의 신호로 오후 3시부터 3시 15분까지의 KOSPI 200 선물 수익률을 이용하는 것이다. 선물 수익률이 이전 300일의 상위 2.5%, 5% 또는 10%에 해당하면 펀드 매입 신호로 인식하여, 3시 15분 이후에 펀드를 매입한다.

backward pricing의 효과를 검증하는 <표 IV-6>은 backward pricing의 부정적 효과를 명확히 보여주지 못하고 있다. Panel A의 2.5%와 10% 기준에서는 통계적으로 비유의적인 양의 초과수익률이 나타나고, 5% 기준에서는 통계적으로 비유의적인 음의 초과수익률이 관찰되고 있다. 주가지수를 이용한 Panel B도 거의 유사한 결과를 보여주었다. 순수한 통계적 관점에서 판단한다면 backward pricing이 부당 이익의 발생을 유도한다는 증거를 <표 IV-6>에서 찾아낼 수 없기 때문에 <가설 2>를 기각할 수는 없다. 따라서 다음에 제시되는 검증 대안에 의해 <가설 2>를 종합적으로 판단하고자 한다.

<표 IV-6> Backward pricing과 비대칭적 부당 이익: KOSPI 200 선물익(15:00_t~종가) 수익률을 펀드 매입 신호로 이용

Panel A: 개별 펀드 자료 이용 ^{a)}			
상위 기준	익일 초과수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	일별 평균 펀드 수
2.5%	.3829% (0.83)	6 / 10 (60.0%)	98
5.0%	-.4212% (-0.78)	11 / 22 (50.0%)	117
10.0%	.0193% (0.06)	28 / 51 (54.9%)	113
Panel B: 주가지수 이용 ^{b)}			
상위 기준	익일 수익률 평균 (t-값)	양수인 경우 / 관찰치 수 (비율)	
2.5%	종합주가지수	.6385% (1.01) 8 / 10 (80.0%)	
	KOSPI 200	.7023% (1.07) 8 / 10 (80.0%)	
5.0%	종합주가지수	-.4830% (-0.64) 12 / 22 (54.5%)	
	KOSPI 200	-.4330% (-0.57) 12 / 22 (54.5%)	
10.0%	종합주가지수	.0502% (0.12) 29 / 51 (56.9%)	
	KOSPI 200	.0792% (0.18) 29 / 51 (56.9%)	

- a) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 콜 이자율 초과수익률 평균
- b) 선물 수익률이 최근 300일 상위 기준에 해당될 경우의 익일 초과수익률 평균

다. Backward pricing의 대안적 검증: 선물 및 옵션 만기일의 정보

앞서 언급하였듯이 여태까지는 비대칭적 부당 이익을 의식하여 익일 수익률이 상승할 경우만을 고려하였다. 하지만 여기서는 관찰치 수의 부족에 의한 통계적 추론의 어려움과 위와 같은 시장 행태가 정보의 역할을 할 수 있는가를 판단하기 위해 수익률 상승과 하락을 모두 고려하고자 한다.

<표 IV-7>은 선물 및 옵션 만기일을 이용한 가설 검증의 결과를 보여주고 있다. Panel A는 KOSPI 200 현물의 당일 수익률과 익일 수익률

의 상관관계를 보여주고 있다. 종가 대비 당일 수익률과 익일 수익률의 상관계수는 -0.1454 로 통계적으로는 비유의적인 음의 관계를 보여주고 있다. 반드시 그런 것은 아니지만 당일 수익률의 평균(0.1591%)은 양수고 익일 수익률의 평균(-0.3344%)은 음수이므로 음의 상관관계가 자연스럽게 이해될 수 있다. 하지만 마지막 2시간($13:00_t \sim$ 종가) 수익률과 익일 수익률은 모두 음수임에도 불구하고, 이들의 관계는 10% 수준에서 통계적으로 유의적인 음의 상관관계를 보여주고 있다. 이러한 음의 상관관계는 앞에서 언급한 인위적 종가 움직임의 존재에 대한 개연성을 보여준다고 할 수 있다.

좀 더 나아가 backward pricing 실증 검증의 핵심이 될 수 있는 당일 동시호가 수익률과 익일 수익률의 통계적으로 유의적인 음의 상관관계는 인위적 종가 움직임에 대한 신빙성을 더해주고 있다. 상관계수의 크기와 통계적 유의성으로 보아도 종가 수익률이나 마지막 2시간 수익률보다 10분간의 동시호가 수익률이 훨씬 더 큰 의미가 있다고 할 수 있다. 상관계수의 통계적 유의성이 종가 수익률에는 없고 마지막 2시간 수익률에는 나타나는 것도 동시호가 수익률의 강한 영향이라고 해석된다.

**<표 IV-7> Backward pricing의 대안적 가설 검증: KOSPI 200
현물 수익률을 펀드 매입 신호로 이용**

Panel A: 만기일 당일 수익률과 익일 수익률의 상관관계				
당일 수익률	당일 수익률 평균	익일 수익률 평균 ^{a)}	관찰치 수	상관계수
증가 _{t-1} ~증가 _t : 증가 수익률	.1591%	-.3344%	33	-.1454
13:00~증가: 마지막 2시간 수익률	-.2182%	-.3344%	33	-.3164 ^{*b)}
14:50~증가: 동시호가 수익률	-.3233%	-.3344%	33	-.3498 ^{**}
Panel B: 만기일 마지막 2시간 급등락 수익률과 익일 수익률의 관계				
마지막 2시간 수익률	익일 수익률 평균 (t-값) ^{c)}		관찰치 수 (비율)	
-1% 이하인 경우	.8035% (1.16)		11 (33.3%)	
1% 이상인 경우	1.6602% (2.65) ^{**}		7 (21.2%)	
절대값이 1% 이상인 경우	1.1366% (2.34) ^{**}		18 (54.5%)	
Panel C: 만기일 동시호가 급등락 수익률과 익일 수익률의 관계				
동시호가 수익률	익일 수익률 평균 (t-값)		관찰치 수 (비율)	
-1% 이하인 경우	.9413% (1.21)		10 (30.3%)	
1% 이상인 경우	2.0677% (3.67) ^{**}		6 (18.2%)	
절대값이 1% 이상인 경우	1.3637% (2.54) ^{**}		16 (48.5%)	

- a) 익일 수익률은 증가 대비 수익률을 의미함
- b) *,**: 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의적임
- c) 1% 이상인 경우에는 익일 수익률에 -1을 곱한 값으로 계산하였음

<가설 2>의 구체적인 검증 결과는 Panel B와 Panel C에 제시되어 있다. Panel B에서 마지막 2시간 수익률이 -1% 이하인 경우는 총 33일의 만기일 중 11일이며 이들의 익일 수익률 평균은 0.8035%로 상당히 높지만 t-값이 통계적으로 유의적이지 못하여 <가설 2>를 기각하기 어렵다. 하지만 마지막 2시간 수익률이 1% 이상인 경우에는 좀 더 정확한 증거를 얻을 수 있다. 마지막 2시간 수익률이 1% 이상인 경우는 7일밖에 안

되지만, 익일 수익률 평균 절대값이 1.6602%로 매우 높고 통계적 유의성도 커서 <가설 2>를 기각할 수 있다는 것이다.⁴⁸⁾ 이는 만기일의 KOSPI 200 현물 증가가 주식형 펀드 매매를 위해 충분한 정보가 될 수 있음을 의미하는 것이다.

한편, 이상의 결과는 특정 세력에 의한 만기일의 KOSPI 200 현물의 인위적 움직임이 1% 이상일 경우가 -1% 이하인 경우보다 익일 수익률과의 관계가 더 크다는 것을 보여주고 있다. 이러한 현상은 KOSPI 200 현물 가격의 인위적인 움직임이 가격 하락보다는 상승을 통해 이루어지기 쉽기 때문에 발생한다고 할 수 있다. 현실적으로 KOSPI 200 현물 가격을 낮추기 위해서는 시가총액이 큰 종목들의 보유 물량을 매도하거나 공매를 해야 하므로 상당히 어렵지만, 가격을 높이는 것은 적당한 자금만 있으면 그리 어렵지 않다. 이는 가격 상승을 통한 인위적 증가 움직임이 시장에서 좀 더 활발할 가능성이 있다는 것을 의미한다. 즉, 마지막 2시간 수익률 급등의 경우에 익일 수익률과의 상관관계가 더욱 뚜렷할 수 있다는 것이다.

마지막 2시간 수익률이 -1% 이하인 경우와 1% 이상인 경우를 모두 합하여 계산한 익일 수익률 평균도 1.1366%로 통계적 유의성을 보이고 있다.⁴⁹⁾ 이러한 경우가 전체 만기일 33일 중 18일이라는 것은 인위적 증가 움직임이 상당히 많이 존재할 수 있다는 것을 의미한다고 하겠다. 실제 펀드의 기준가격이 아니라 익일의 KOSPI 200 현물을 사용하였지만, Panel B는 <가설 2>를 기각하는 결과를 보여준다고 결론지을 수 있

48) 마지막 2시간 수익률이나 동시호가 수익률이 1% 이상인 경우에는 익일 수익률이 음수가 되는 경우가 기대되므로 실제 수익률에 -1을 곱하여 익일 수익률 평균을 계산하였다.

49) 앞서와 마찬가지로 마지막 2시간 수익률이나 동시호가 수익률이 1% 이상인 경우에는 익일 수익률이 음수가 되는 경우가 기대되므로 실제 수익률에 -1을 곱하여 익일 수익률 평균을 계산하였다. 이렇게 함으로써 -1% 이하인 경우와 동질성을 갖도록 하였다.

다.⁵⁰⁾ 즉, 오후 3시 이후의 backward pricing은 주식형 펀드의 매매를 통한 부당 이익 창출을 가능하게 한다고 할 수 있다.

Panel C는 KOSPI 200 현물의 인위적인 움직임에 가장 잘 설명하는 동시호가 기간의 결과이기 때문에 <가설 2>의 검증 결과를 더욱 확실하게 보여준다고 하겠다. 모든 경우에 있어서 익일 평균 수익률이 Panel B에서보다 크게 나타나고 있다. 또한 10분에 불과한 동시호가 수익률의 절대값이 1% 이상인 경우가 16번이나 된다는 것은 매우 놀라운 것으로 인위적 KOSPI 200 증가 움직임에 대한 신빙성을 더욱 높여주고 있다. 통계적 유의성 측면에서도 10분에 불과한 동시호가 수익률을 사용한 Panel C가 Panel B보다 강하게 나타난다는 것은 <가설 2>를 기각하기에 충분한 증거가 된다. 오후 3시 이후의 현행 backward pricing은 부당 이익 창출의 기회를 제공하는 주식형 펀드 매매 제도이기 때문에 개선의 여지가 있다고 하겠다.

6. 요약 및 개선 방안

본 연구의 결과는 다음과 같이 크게 3가지로 요약될 수 있다. 첫째, 과거의 backward pricing은 상당히 많은 부당 이익 창출의 기회를 제공했으며, 가격제한폭이 커지면서 가능한 차익의 규모도 대폭 확대되었다. 이는 backward pricing의 단점을 선명하게 보여주는 결과다. 둘째, 주식시장 마감에 접속매매를 사용하는 미국과 달리 동시호가를 사용하는 우리의 경우에는 forward pricing의 사용이 부당 이익 창출의 기회를 주지 않는다. 이는 동시호가 제도에 의해 비동시적 거래의 문제점이 해결되기 때문이다. 셋째, 주식시장 종료 시점인 오후 3시 이후의 주식형 펀드 매

50) 앞의 분석에 의하면 실제 펀드 수익률을 사용한 결과와 주가지수 수익률을 사용한 결과가 거의 일치하므로 가설 검증에 KOSPI 200 현물의 익일 수익률을 사용하는 데에는 큰 무리가 없다고 본다.

매는 backward pricing으로 인해 선물 및 옵션 시장의 미시구조를 이용한 부당 이익 창출의 기회를 제공한다.

전체적인 결론은 우리의 주식형 펀드 매매에 있어서 forward pricing 부분은 큰 문제가 없지만, backward pricing은 투자자간에 부당한 부의 이전이라는 문제점을 야기시킨다고 할 수 있다.

이러한 결론으로부터 우리의 주식형 펀드 매매에 대한 정책적 제언이 자연스럽게 유도될 수 있다. 먼저 오후 3시 이후의 현행 주식형 펀드 매매를 개선하여 투자자간 부당한 부의 이전을 방지하여야 한다. 이에는 두 가지 대안이 제시될 수 있는데, 첫째는 오후 3시까지만 주식형 펀드의 판매를 허용하는 것이다. 다른 하나는 환매 제도와 같이 당일 주식형 펀드의 판매를 위해 익일 주식 종가에 의해 계산되는 기준가격을 사용하는 것이다. 후자의 방법은 backward pricing에 의한 문제점을 해결할 수는 있지만 신규 투자자가 기준가격 위험에 노출된다는 측면에서 바람직한 방법은 아니므로, 전자의 오후 3시까지만 판매하는 방법이 추천될 수 있다.⁵¹⁾ 이때 남는 문제는 오후 3시 이후의 영업에 있는데, 3시 이후에 판매를 하지 않는 것보다는 익일의 주식 종가에 의해 계산되는 기준가격을 사용하여 판매하는 것이 나을 수 있다. 이는 주식형 펀드의 판매 축소를 방지하면서 backward pricing의 문제점을 해결하는 바람직한 대안이 될 수 있다.

두 번째 제언은 당일 주식형 펀드의 판매와 환매 기준가격이 동일하게 결정되어야 한다는 것이다. '탐색 과정을 통해 해소하여야 하는 정보의 비대칭성'이 존재하지 않는 동일 상품의 판매와 환매 기준가격이 다르게 적용되어서는 안 되기 때문이다.⁵²⁾ 이는 'law of one price'라는 경

51) 이를 위해서는 법령에 forward pricing의 원칙이 명시되어야 하고, 이를 위반할 시에는 엄중한 처벌이 있어야 한다. 법적 명시와 위반시의 처벌은 판매회사로 하여금 체계적인 시스템 구축을 하도록 하여 임의적인 판매 및 환매의 자의성을 배제할 것이다.

제학적 원칙에도 어긋나고, 현행 제도에서 익일에 상당한 주가 급등이 예상되는 경우 주식형 펀드를 매입하면서 동시에 매도를 하거나 다른 펀드로 이전하여 이익을 취할 수 있는 기회를 제공할 수 있다. 또한 현재 익일의 주식 증가에 의해 계산되는 기준가격에 의해 당일 환매가 이루어지면 투자자의 입장에서는 가격 위험에 너무 노출되는 단점이 있다. 이러한 이유 등으로 당일 주식형 펀드의 판매와 환매 기준가격이 동일하게 결정되어야 하며 기준가격의 계산은 첫 번째 제언에서 제시된 방법을 추천한다.

52) 본 연구에서는 환매 기준가격에 대한 실증적 증거는 제시되지 않았다.

V. 채권형 펀드의 기준가격

1. 채권형 펀드의 기준가격 제도
2. 문제점
3. 개선 방안

V. 채권형 펀드의 기준가격

1. 채권형 펀드의 기준가격 제도

이미 III장에서 언급되었듯이 투신협회 규정에 의해 채권형 펀드의 당일 판매는 해당 채권의 전일 증가에 의해 계산된 당일 기준가격으로, 환매는 익일 증가에 의해 계산된 신청일 포함 제3 영업일 기준가격에 의하여 이루어진다. 오늘 증가에 의해 계산되는 익일 기준가격에 의해 판매되고, 내일 증가에 의해 계산되는 모레 기준가격에 의해 환매되는 주식형 펀드와 비교하면, 판매 기준가격의 적용일만 다른 것이라고 할 수 있다.

2. 문제점

채권형 펀드 기준가격 제도의 문제점은 세 가지가 지적될 수 있다. 가장 큰 문제는 판매 기준가격에 backward pricing이 적용된다는 것이다. 당일 판매를 위해 전일 증가에 의해 계산되는 당일 기준가격이 사용되기 때문이다. 이러한 판매 기준가격 제도로 인해 채권 수익률의 등락이 심한 날에는 채권형 펀드의 판매에 혼란이 발생하기도 한다. 예를 들어, 채권 수익률이 급락한 경우에는 익일 기준가격 상승이 분명하므로, 당일 기준가격으로 채권형 펀드를 매입한 신규 투자자는 부당 이익을 취할 수 있다. backward pricing에 의해 이들이 취하는 부당 이익은 매입보유 투자자의 손실로 이어진다는 것이 큰 문제라고 할 수 있다. 채권 수익률이 급등한 경우에는 익일 기준가격 하락이 분명하므로, 잠재적 투자자는 채권형 펀드를 매입하지 않을 것이다. 오전에 채권형 펀드를 매입했다가 오후에 채권 수익률이 급등하면 매입을 취소하는 경우도 있다고 한다. forward pricing이 적용되었다면 매입보유 투자자의 손실이 경

감되었겠지만, backward pricing의 적용으로 매입보유 투자자에게 손실이 집중된다는 것이 문제가 된다.

극단적인 예를 들어 액면가인 10,000원으로 거래가 되는 만기 3년 할인 국고채의 이자율이 10%인데 당일에 50bp 하락하였다고 하자. 이때 가격의 변화는 136.4원이 된다.⁵³⁾ 이는 현재가인 10,000원의 1.36%에 해당하므로 상당히 큰 금액이라고 할 수 있다. 이 채권만으로 구성된 채권형 펀드를 생각할 때, 1억원 상당의 펀드를 매입하려던 잠재적 투자자의 입장에서는 1,364,000원을 아무런 위험 없이 취할 수 있는 기회가 제공될 수 있다. 이러한 부당 이익은 만기가 커지거나 이자율이 낮아질수록 더 커지게 되며, 이는 결국 매입보유 투자자의 손실로 전가된다.

두 번째 문제는 환매 기준가격이 지나치게 forward pricing이 된다는 것이다. 주식형 펀드에서도 지적하였듯이 매입 익일의 증가에 의해서 계산되는 제3 영업일의 기준가격으로 환매되기 때문에 투자자들은 환매 신청 이후에 이자율 변동 위험에 쉽게 노출되게 된다. 소액 투자자인 경우에는 큰 문제가 없을 수 있지만 환매액이 클 경우에는 forward pricing으로 인해 상당한 손해를 볼 수 있다.

세 번째 문제는 판매와 환매 기준가격이 다르다는 것이다. 이러한 문제는 이미 주식형 펀드에서도 지적된 바와 같이 'law of one price'의 원칙에 어긋나고 투자자의 혼란을 불러일으킬 가능성이 있다. 만약 채권의 이자율이 심하게 급락하는 사건이 발생한다면 채권형 펀드를 매입하면서 동시에 환매하는 방법을 사용하여 큰 위험 없이 부당한 이익을 취할 수도 있다.⁵⁴⁾ 여기서 약간의 위험은 매입과 환매가 동시에 이루어지는 익일의 이자율 변화로 인한 위험이다. 왜냐하면 환매는 익일의 증가에 의해 계산되는 제3 영업일의 기준가격에 의해 이루어지기 때문이다. 하지만 이자율 급락에 의해 이자율이 균형 가격을 찾았다면 익일의 이자

53) 가격 변화분=채권 가격×수익률 변동분×Mod. Duration=(-10,000원)×(-0.5%)×[3÷(1+0.1)]

54) 실무적으로 오늘 채권형 펀드를 매입해서 오늘 환매하는 것이 가능하다.

을 변화는 거의 없을 것이므로 이것을 위험으로 보기는 어렵다. 이때 문제가 되는 것은 환매 수수료 부과인데, 이익금의 70%를 지불하여야 한다면 이를 제외하고도 나머지 30%를 얻을 수 있기 때문에 매우 현명한 투자 전략이라고 할 수도 있다. 위의 예에서 136.4원 중 95.5원을 환매 수수료로 지불하여도 40.9원을 쉽게 취할 수 있다. 투자 금액이 1억원이면 약 40만이 되고, 10억원이면 약 400만원의 수익이 거의 보장된다고 해도 과언이 아니다. 결국 이자율 급락시 채권형 펀드를 매입과 동시에 환매하면 거의 위험 없이 이익을 취할 수 있다.

앞의 예에서 주식형 펀드를 매입하려던 투자자는 엠브렐러 펀드의 채권형 펀드를 먼저 매입한 다음에 주식형 펀드로 이전한다면 환매 수수료 없이 1,364,000원의 이익을 취할 수도 있다.

3. 개선 방안

이러한 문제점을 해결하기 위해서는 현행 판매 기준가격의 backward pricing을 forward pricing으로 전환하여야 한다. 이는 기존의 매입보유 투자자의 손실을 방지하는 유일한 방법이라고 할 수 있다. Chalmers, Edelen and Kadlec(2001)의 연구에 의하면 채권형 펀드에 당일 종가로 계산되는 익일의 기준가격을 적용하면 부당 이익이 발생하지 않는다고 하였다. 이 결과를 받아들여 당일의 채권형 펀드 판매에 익일의 기준가격을 적용하면 큰 문제가 없을 것으로 보인다.

환매에 있어서는 제3 영업일의 기준가격을 제2 영업일의 기준가격으로 변경할 것을 제안한다. 한편, 채권시장의 경우 오후 2시경에 주요 거래가 마감되는 경향이 있어서 환매 청구일에 익일 기준가를 예상할 수 있다고도 한다. 이는 환매 기준가격에 backward pricing이 적용되는 결과를 초래할 가능성이 있다는 것이다. 하지만 채권평가 회사들은 거의 오후 5시까지의 모든 정보를 이용하여 채권의 가격을 추정하기 때문에

backward pricing이 발생할 수는 없다고 본다. 이에 대한 실증 검증은 이미 Chalmers, Edelen and Kadlec(2001)에 의해 이루어졌으므로 여기서는 그들의 결과를 받아들이고자 한다. 이렇게 함으로써 자연스럽게 판매와 환매 기준가격의 일치도 추구할 수 있다.

VI. 국제 펀드의 기준가격

1. 국제 펀드의 정의 및 종류
2. 외국투자신탁증권
3. 외수펀드
4. 해외투자펀드
5. 국제 펀드 기준가격 결정의 개선 방안 요약

VI. 국제 펀드의 기준가격

1. 국제 펀드의 정의 및 종류

국제 펀드를 정의해 놓은 현행 법규나 규정은 없으나 일반적으로 국내 펀드를 제외한 나머지 펀드를 국제 펀드라 통칭할 수 있다. <표 VI-1>은 설립 근거법, 투자 주체, 투자 대상에 근거하여 국내 펀드와 국제 펀드를 분류하고 있다. 국내 펀드란 국내법에 의해 설립된 펀드를 국내 운용사가 국내 투자자들을 대상으로 자금을 조달하여 국내에 투자하는 펀드이다. 다시 말해서, 설립 근거법이 국내이고, 투자 주체가 내국인이며, 투자 대상이 국내 유가증권 등인 펀드를 국내 펀드라 한다. 만약, 설립 근거법, 투자 주체, 투자 대상 등 국내 펀드의 3가지 조건 가운데 어느 한 가지라도 예외적인 경우가 있으면 이를 국제 펀드의 범주에 포함시킬 수 있다. 여기서 구체적으로 소개될 펀드들인 외국투자신탁증권, 외수펀드, 해외투자펀드 등이 이러한 국제 펀드의 범주에 포함된다. 하지만 국내 기업들에 의해 해외 조세 회피 지역에 설립하여 계열사 지원이나 세금 회피 등을 주 목적으로 운용되는 역외 금융회사는 본 연구의 목적과 상이하므로 이를 제외하기로 한다.

<표 VI-1> 국내 펀드와 국제 펀드의 비교

구 분	국내 펀드	국제 펀드		
		외국투자신탁증권	외수펀드	해외투자펀드
설립 근거법	국내	국외	국내	국내
투자 주체	내국인	내외국인	외국인	내국인
투자 대상	국내	국내외	국내	국내외

우선 외국투자신탁증권이란 외국 자산운용회사가 조세 회피 지역에 있는 국가 등에 펀드를 설립하여 국내를 비롯한 해외 여러 국가에서 모은 자금으로 세계 각국 또는 각 산업에 투자하여 운용되는 펀드의 증권을 말한다. 우리나라는 금융감독원 감독규정을 통해 외국투자신탁증권의 적격 기준을 명시하고 있다.⁵⁵⁾ 외국투자신탁증권은 주로 개방형 증권투자회사인 뮤추얼펀드 형태가 대부분이나, 간혹 투자신탁 형태도 있다. 우리에게 알려져 있는 펀드로는 피델리티 펀드, 슈로더 펀드, 뱅가드 펀드, 메릴린치 펀드, UBS 펀드 등이 있다. 이들 펀드들은 보통 펀드 패밀리(fund family) 혹은 펀드 콤플렉스(fund complex) 형태로 이루어져 있어 투자자들은 이들 펀드 내에 존재하는 다양한 하위 펀드들에 투자할 수 있다.⁵⁶⁾

외수펀드라고 하는 외국인 수익증권은 1981년 정부가 자본 자유화를

55) 증권투자신탁업 감독규정 제77조에는 외국 수익증권(외국투자신탁증권)의 적격 기준에 대해서 간단하게 언급하고 있는데 다음의 내용은 제77조 제1항 각 호의 내용이다: ① 불특정 다수인을 대상으로 발행되고 총 발행금액의 100분의 25 이상은 한국 이외의 지역에서 판매될 것, ② 순자산총액의 100분의 80 이상을 외화증권에 투자·운용할 것, ③ 수익자의 요구에 따라 직·간접적으로 환매가 가능할 것, ④ 외국 수익증권을 발행한 나라의 법령이 국내법에 비추어 현저하게 형평성을 잃고 있지 않을 것, ⑤ 기타 공익 또는 투자자보호를 위하여 필요한 사항으로서 금융감독원장이 정하는 사항. 외국 수익증권 적격 기준의 보다 자세한 사항은 증권투자신탁업 감독업무 시행세칙 별지 제21호에 있다.

56) 예를 들면, 2002년 10월 말 현재 세계 펀드 수탁고(\$6,716억) 3위를 기록하고 있는 피델리티는 우리나라에서 39개의 주식형 펀드, 4개의 채권형 펀드, 1개의 혼합형 펀드, 2개의 현금형 펀드 등 모두 46개의 하위 펀드들을 판매하고 있다. 투자자들이 피델리티 펀드에 투자할 경우 투자 자금을 투자자 스스로가 선호하는 피델리티 펀드내 하위 펀드들에 분산 투자할 수 있으며, 투자한 특정 하위 펀드의 성과 및 투자 스타일이 만족스럽지 못할 경우 다른 하위 펀드로 전환이 가능하게 돼 있다. 이렇게 하위 펀드들을 두어 투자자의 투자 기회를 다양화 할 수 있도록 한 펀드를 미국에서는 펀드 패밀리(fund family) 혹은 펀드 콤플렉스(fund complex)라고 한다. 우리나라에서는 이와 유사한 형태의 펀드를 엄브렐러 펀드라고 표현하는데, 이는 유럽에서 소개된 명칭을 그대로 인용한 것이다.

위해 국내 증시의 점진적 대외 개방 방안을 발표하면서 외국 자금을 우리나라 증시에 유인하기 위한 목적으로 도입되었다. 당시 한국투신과 대한투신에 각각 \$1,500만씩 모집 자금을 허용해 국내 자본시장 개방의 효시가 됐다. 1995년부터는 종래의 주식형 펀드에서 벗어나 채권형 펀드도 허용하여 주식시장과 채권시장 모두 외국인들이 국내 증시에 간접 투자할 수 있는 창구가 되었다.⁵⁷⁾ 외수펀드는 국내 운용사가 국내법에 따라 설립된 펀드를 해외 투자자들에게 판매하여 모은 자금으로 국내에 투자하는 펀드이며, 투자신탁 형태가 일반적이다. 외수펀드로 들어오는 자금은 외국 기관투자자들에 의한 대규모 장기성 자금으로, 해외 중개기관들에 의해 모집된 자금들이 주를 이루며, 국내 산업의 기대 전망치가 좋을 때 많은 자금이 유입된다. 1981년 외수펀드가 도입된 이후, 투자 대상을 해외로 확대하고 투자 주체인 수익자도 외국인에서 내국인으로 확대한 펀드가 개발된 바 있는데, 이를 매칭펀드(matching fund)라고 한다. 다시 말해서 매칭펀드란 투자 대상과 수익자가 국내 및 국외 모두 허용되는 펀드인데 지금은 이런 매칭펀드가 존재하지 않는다.

마지막으로 해외투자펀드는 국내 운용사가 국내법에 따라 설립한 펀드로 국내 투자자들로부터 자금을 모아 국내외에 투자하는 펀드다. 국내 운용사들은, 특히 외국계 운용사 중심으로, 국내 시장에서 해외 시장으로 투자 대상을 확대하려는 차원에서 해외투자펀드 판매를 활성화하고 있다. 최근 수탁고가 급증하며 주목받고 있는 펀드 상품 중의 하나다.

본 장에서는 위에서 언급된 국제 펀드들(외국투자신탁증권, 외수펀드, 해외투자펀드)의 매매 제도 및 현황과 기준가격이 어떻게 결정되는지 살펴보고, 기준가격 제도의 문제점을 검토하고 적절한 개선 방안을 제시하고자 한다.⁵⁸⁾

57) 여기에 있는 내용은 매일경제신문사의 '경제신어사전 2000,' 한국투자신탁이 발행한 '한국투자신탁 20년사,' 대한투자신탁이 발행한 '대한투자신탁 20년사'에 있는 내용을 참고하였다.

2. 외국투자신탁증권

가. 특징 및 국내 현황

앞 장에서 언급했듯이 대부분의 외국투자신탁증권은 개방형 증권투자회사인 뮤추얼펀드로 펀드 패밀리의 형태를 띠고 있다. 외국투자신탁증권은 일반적으로 펀드 설립 이후 지역 투자자들의 이중 과세 방지를 이유로 조세 회피 지역인 룩셈부르크 등에 설립하는 경향이 많다. 따라서 펀드 설립 및 운용, 등록에 관한 사항들을 규정하고 있는 룩셈부르크의 「1988년 3월 30일자 집합투자기구에 관한 법률(The Law of 30th March 1988 on Collective Investment Undertakings)」을 따르고 있는 외국투자신탁증권들이 주류를 형성하고 있다. 아울러 룩셈부르크의 금융 분야 감독위원회(Commission for the Supervision of the Financial Sector, 이하 CSFS)가 이들 펀드들의 감독 기능을 담당하고 있다.

<표 VI-2>는 우리나라에서 판매되고 있는 외국투자신탁증권의 주요 판매사별 판매고 및 펀드 수를 보여주고 있다. 과거에는 외국투자신탁증권의 판매회사로 전환 증권사를 비롯한 증권회사가 대부분이었으나, 최근에는 은행권에서도 수익원의 다변화를 도모하기 위해 외국투자신탁증권의 판매를 적극 추진하고 있다. 특히, 글로벌 은행인 씨티은행이 은행권 판매회사로서 84개의 외국투자신탁증권을 판매하는 등 그 활약이 돋보인다.

58) 주요국의 해외투자펀드 순자산가치 계산에 대한 규제와 실무는 <부록 C>와 <부록 D>에 첨부하였다.

<표 VI-2> 주요 판매회사별 판매 현황

(2002년 11월 말 현재, 단위: 10억원, 개)

국내 주요 판매회사	판매고	펀드 수
한투증권	260.0	110
대투증권	1.0	35
제투증권	226.0	71
미래에셋증권	6.9	20
굿모닝신한증권	1.0	5
삼성증권	27.0	4
현대증권	0.2	47
씨티은행	18.1	84
합계	703.1	n.a.^{a)}

a) n.a.(not applicable)는 동일한 펀드가 여러 판매회사에서 중복 판매되고 있어 합계가 무의미함을 나타냄

자료: 각 증권회사 및 은행

나. 가입 및 환매 절차

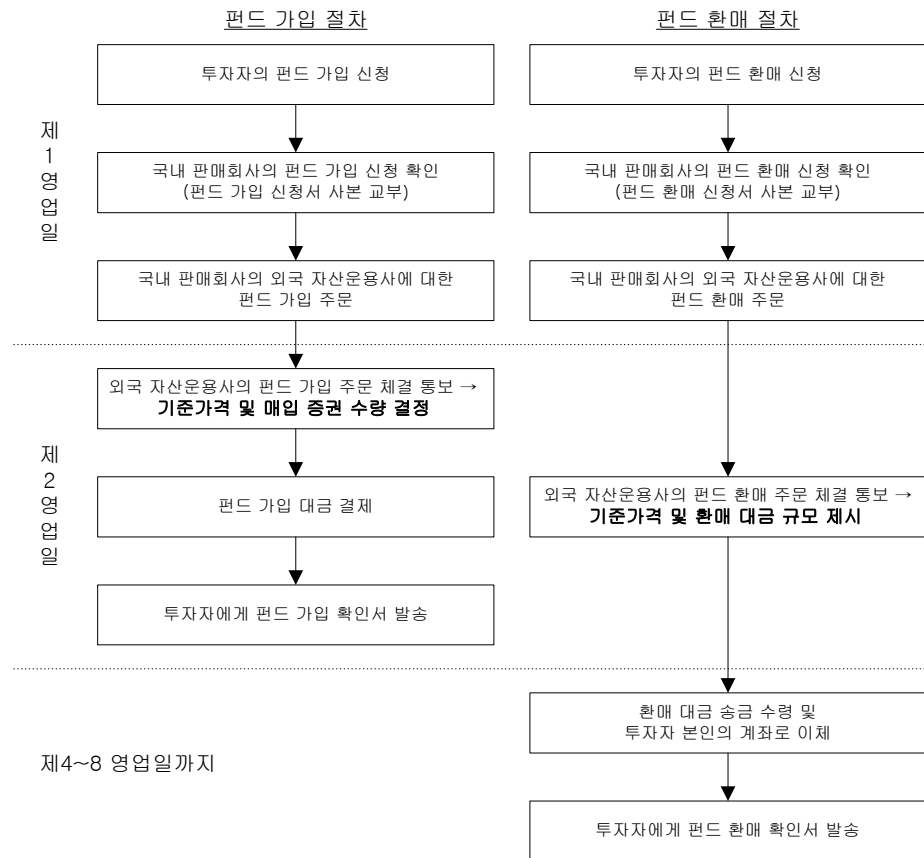
외국투자신탁증권은 국내법에 근거한 펀드가 아니며, 외국법에 의해 해외 운용사가 운용하는 펀드이므로 국내 펀드와 비교해 볼 때 펀드 가입 및 환매 절차에 있어 차이가 있다. 외국투자신탁증권의 기준가격 결정 문제에 대한 이해를 돕기 위해서는 각 영업일별로 일반적인 외국투자신탁증권의 가입 및 환매 절차들을 소개할 필요가 있다. 다음은 국내 투자자가 국내에서 판매되는 외국투자신탁증권의 가입 및 환매 과정을 열거하고 있다.

외국투자신탁증권은 펀드 가입(환매) 신청일의 종가로 계산된 펀드 가입(환매) 신청일 익일의 기준가격으로 매입(환매) 가격이 결정되는 경우가 일반적이다. 여기서 펀드 가입(환매) 신청일이란 우리나라 기준에 의한 날짜다. 예를 들어, 2003년 1월 23일에 국내 판매회사를 통해 펀드

가입(환매) 신청을 하였다면, 유럽 시간으로 1월 23일 종가를 이용한 24일의 기준가격이 적용된다.⁵⁹⁾

<그림 VI-1>은 외국투자신탁증권의 가입 및 환매 과정을 그림으로 간단하게 요약하고 있다.

<그림 VI-1> 외국투자신탁증권 가입 및 환매 절차 요약표



59) 이러한 기준이 적용되지 않는 펀드도 있다.

각 영업일별로 외국투자신탁증권의 가입 과정은 다음과 같다. 제1 영업일에는 투자자가 판매회사에 원화 계정을 개설하고, 판매회사가 지정하는 외국환 은행에 판매회사 명의를 부기한 투자자 명의의 외화 계정을 개설해야 한다. 다만, 국내 판매 대리인인 판매회사가 환전 업무를 볼 수 있는 경우에는 고객 명의의 외화 예금 계정을 개설하지 아니하고 판매회사 자신의 외화 계정을 통하여 매입 대금을 송금하거나 환매 대금을 수령할 수 있다. 우리나라 투자자들은 국내 판매회사의 영업시간 이내에 펀드 매입 대금을 국내 판매회사에 입금하고 직접 방문 또는 전화, 인터넷을 이용하여 매입 신청을 하면 펀드 가입 절차가 완료된다. 국내 판매회사는 펀드 매입 신청 즉시, 해당 펀드의 기준 통화로 환전하여 외화 계정에 예치하며, 투자 고객에게 펀드 가입 신청서 사본을 교부한다. 국내 판매회사는 펀드 가입 신청 당일, 펀드 매입 신청 대금에서 판매수수료를 차감한 후, 지역 총괄 판매회사 또는 외국 자산운용사에 펀드 매입을 주문한다. 예를 들면, 피델리티 펀드의 경우 국내 판매회사는 홍콩 시간으로 영업시간 오후 4시(한국 시각 오후 5시)까지 Fidelity Investment Management(Hong Kong) Limited에 펀드 주문 내역을 송부해야 한다.

제2 영업일에는 외국 자산운용회사가 펀드 가입 신청 당일의 종가로 계산된 순자산가치로 체결된 펀드 매입 가격(펀드 가입 신청 익일의 기준가격) 및 매입된 주식 수를 통보하고 펀드 가입 신청에 대한 확인서를 국내 판매회사에 송부한다. 국내 판매회사는 펀드 가입 주문이 확인되면 지정된 자산보관회사의 계좌로 매입 대금을 송금함으로써 펀드 매입 대금을 결제한다.

제3 영업일에는 고객에게 펀드 매입 거래 확인서를 송부한다.

외국투자신탁증권은 환매 신청일의 종가로 계산된 환매 신청일 익일의 기준가격으로 환매 가격이 결정되며, 각 펀드의 정관이나 약관에서 정한 바가 조금씩 다르지만 투자자에게 보통 제4~8 영업일날 최종적으

로 환매 대금이 지급된다. 다음은 각 영업일별로 외국투자신탁증권의 환매 과정에 대한 내용이다.

제1 영업일에 투자자가 국내 판매회사에 환매 신청을 하게 되면 국내 판매회사는 환매 신청서 사본을 투자자에게 교부한다. 국내 판매회사는 매도 신청을 접수한 당일에 지역 총괄 판매회사 또는 외국 자산운용사로 환매 내역을 송부해야 한다. 피델리티 펀드의 경우 홍콩 시간으로 영업시간 오후 4시까지 Fidelity Investment Management(Hong Kong) Limited에 환매 내역을 송부해야 한다.

제2 영업일에는 외국자산운용회사가 환매 신청 당일 증가로 계산된 순자산가치로 체결된 환매 가격(펀드 환매 신청 익일의 기준가격) 및 환매 대금과 환매 신청에 대한 확인서를 국내 판매회사에 통보한다.

환매 대금이 마련되면 외국 자산운용회사는 자산보관회사에게 환매 대금 결제를 지시한다. 결제되어 국내로 송금된 환매 대금은 원화로 환전되는 과정을 거쳐 국내 판매회사에 의해 환매 청구 이후 제4~8 영업일까지 투자자에게 지급된다.

다. 기준가격의 결정과 신탁재산의 평가

1) 기준가격 결정

외국투자신탁증권의 기준가격은 개별 펀드의 정관 및 약관상에 표시된 표준 통화로 계산되며, 국내 투자자들의 경우 외국투자신탁증권 가입 및 환매시, 가입 및 환매 신청일을 포함한 제2 영업일의 기준가격(펀드 가입 및 환매 신청 당일의 증가로 계산)으로 결정된다.

외국투자신탁증권의 기준가격 결정 시점은 펀드별로 조금씩 차이가 있다. 아래의 <표 VI-3>은 국내에 판매되고 있는 주요 외국투자신탁증권의 기준가격 결정 시점과 각 외국투자신탁증권이 투자하고 있는 해외

유가증권의 기준가격 반영 시점을 요약하고 있다.

<표 VI-3> 주요 외국투자신탁증권별 기준가격 결정 시점^{a)}

펀드 종류	기준가격 결정 시점	지역별 환산 시간	해외 유가증권의 기준가격 반영 시점
프랭클린 템플턴 펀드	룩셈부르크 시간 23시	미국 동부 시간 17시 (우리 시간 익일 7시)	전 세계 모든 시장의 당일 증가
피델리티 펀드	런던 시간 17시	미국 동부 시간 12시 (우리 시간 익일 2시)	- 아시아, 유럽: 당일 증가 - 미국 · 주식: 동부 시간 12시 · 채권: 전일 증가
슈로더 펀드, 메릴린치 펀드	룩셈부르크 시간 13시	미국 동부 시간 7시 (우리 시간 21시)	- 미국: 전일 증가 - 아시아: 당일 증가 - 유럽 · 주식: 룩셈부르크 시간 12시 · 채권: 전일 증가

a) '오전' 또는 '오후'의 표시가 없는 한 모두 24시 기준으로 시간을 표현함

프랭클린템플턴 펀드의 경우 룩셈부르크 시간으로 23시(우리 시간으로 익일 오전 7시), 또는 순자산가치 산정이 실행 가능한 시간으로 이들 시간에 가장 근접한 시간에 순자산가치를 결정한다.⁶⁰⁾ 룩셈부르크 시간으로 23시(미국 동부시간 17시)에 펀드 기준가격을 결정한다는 것은 전세계에서 가장 시장 종료 시간이 늦은 미국 주요 시장내 유가증권의 당일 증가까지 익일의 펀드 기준가격에 모두 반영되고 있음을 의미한다.

프랭클린템플턴 펀드와 달리, 피델리티 펀드, 슈로더 펀드, 메릴린치 펀드들은 시장 종료 시간이 가장 늦은 미국 시장내 유가증권 당일 증가까지는 펀드 기준가격에 반영하고 있지 않다. 피델리티 펀드의 경우 편

60) '오전' 또는 '오후'의 표시가 없는 한 모두 24시 기준으로 시간을 표현한다.

드 기준가격 결정 시점은 영국 런던 시간으로 17시(미국 동부 시간 12시, 우리 시간 익일 오전 2시)이며, 이 시간은 아시아 및 유럽 시장은 종료되었으나 미국 시장은 거래 중인 상황이다. 따라서, 피델리티 펀드는 미국 시장내 유가증권의 경우 미국 동부 시간으로 12시 시점에서 최대한 이용 가능한 유가증권 가격을 펀드 기준가격에 적용한다.⁶¹⁾ 슈로더 펀드와 메릴린치 펀드의 경우 펀드 기준가격 결정 시점은 룩셈부르크 시간으로 13시(미국 동부 시간 오전 7시, 우리 시간 21시)이며, 이 시간은 당일 아시아 시장은 종료되었으나, 미국 시장은 개장도 되지 않은 시점이며, 유럽 시장은 거래 중인 상황이다. 따라서 슈로더 펀드와 메릴린치 펀드의 경우 아시아 시장은 당일 증가를 반영하고, 미국 시장내 유가증권은 전일 증가를 사용하며, 유럽 시장내 유가증권의 경우 룩셈부르크 시간으로 13시 시점에서 최대한 이용 가능한 유가증권 가격을 반영한다.

2) 펀드내 신탁재산의 평가

외국투자신탁증권은 각 펀드의 정관 및 약관별로 신탁재산에 대한 평가 방법들을 기재하고 있는데 대체로 다음과 같은 내용들이 공통적으로 포함된다. 상장 주식의 경우 최종 유효 가격에 의해 평가되며, 특이한 거래 상황에서 펀드 이사나 그들의 대리인이 상기 가격이 공정한 시

61) 사실 확인을 위해 피델리티 한국 사무소 관계자에게 질의한 바에 따르면, 미국 시장의 유가증권 기준가격 결정 방법은 다음과 같다. 우선 주식의 경우, 미국 시장의 장 종료 시점이 아닌 미국 동부 시간으로 정오인 낮 12시(영국 런던 시간 17시)의 가격을 익일의 펀드 기준가격 계산에 이용한다고 한다. 한편, 채권의 경우 장중 가격을 사용하지 않고 전날의 증가를 익일의 펀드 기준가격 계산에 사용한다. 미국 채권의 경우 ISMA(International Securities Market Association)에서 발표하는 채권 가격 자료를 이용하는데, 만약 이 기관에서 발표하는 채권 가격 자료에서 펀드에 편입된 특정 채권의 가격이 없을 경우 브로커로부터 가격을 얻는다고 한다. 미국은 채권의 발행 규모나 유통 물량이 많아서 빠른 시간 내에 자료가 집계되지 않음을 감안할 때 장중의 채권 가격 자료를 신속히 사용할 수 없을 것으로 판단된다.

장 가격을 반영하지 못한다고 간주하는 경우, 주식은 펀드 이사 또는 그들의 대리인의 의견에 따라 공정한 시장 가격으로 평가한다. 증권거래소에서 거래되지 않는 주식으로서 다른 시장 등에서 거래되는 주식에 대해서는 펀드 이사 또는 그 대리인이 공정 가격을 반영하는 다른 가격을 결정하지 않는 한, 앞에서 기술된 방법과 가장 유사한 방법으로 평가한다. 전문 딜러와 기관투자자들 사이에 만들어진 시장에서 주로 거래되는 투자 자산, 즉 주식 또는 기타 자산 등의 가격 역시 최종 유효 가격의 기준에 따라 결정된다. 기타의 모든 자산은 펀드 이사나 그 대리인이 정하는 개별 추정 매도 가격에 의해 평가된다.⁶²⁾

라. 기준가격 결정의 문제점 및 개선 방안

지금까지 외국투자신탁증권의 기준가격 결정 시점에 대해서 살펴보았다. 이를 면밀히 검토하는 과정에서, 우리는 익일의 펀드 기준가격에 반영되는 전 세계 각 시장내 유가증권 가격이 다양한 시차를 두고 반영됨을 알 수 있었다. 프랭클린템플턴 펀드의 경우 당일 펀드 기준가격에 반영되는 유가증권 가운데 동아시아 시장내 유가증권과 미국 시장내 유가증권의 가격 반영 시간이 약 14~15시간 정도의 차이가 나게 된다. 즉, 각 지역 투자자가 동일한 환경에서 펀드 가입과 환매에 대한 결정을 내릴 수 없으므로 투자 형평성의 문제가 제기될 수 있다.

<표 VI-4>는 프랭클린템플턴 펀드의 투자자를 가정하고 지역 투자자별 각 시장의 유가증권 기준가격 결정 방식의 차이를 비교하고 있다. 조세 회피 지역 등 해외에서 설정된 펀드의 경우 미국인들에게 판매할 수 없도록 미국법에 의해 규제돼 있어 미국 지역 투자자를 전제하지 않았다.⁶³⁾

62) 이러한 사항은 피델리티 펀드의 한국 판매회사 중 하나인 씨티은행에서 비치돼 있는 '피델리티 펀드 투자설명서'에 기재돼 있는 내용이다.

63) 씨티은행의 판매 업무 지침에 의하면 다음과 같은 사항을 알 수 있다. 1994년 2월 15일, 미연방 통화관리국(Office of the Controller of the Currency), 미연방

**<표 VI-4> 프랭클린템플턴 펀드의 지역 투자자별 각 시장내
유가증권 기준가격 결정 방식 비교**

	미국 시장의 유가증권	유럽 시장의 유가증권	아시아 시장의 유가증권
유럽 지역 투자자	forward pricing	forward pricing	backward pricing
아시아 지역 투자자	forward pricing	forward pricing	forward pricing

미국 시장내 유가증권 및 유럽 시장내 유가증권의 경우 유럽 지역 투자자나 아시아 지역 투자자 모두 펀드 기준가격 결정 방식이 forward pricing이 되므로 사실상 문제가 없다. 하지만 아시아 시장내 유가증권

준비이사회(Federal Reserve Board), 미연방 예금보험공사(Federal Insurance Deposit Corporation), 미연방 예금감독청(Office of Thrift Supervision) 등 4개 미연방 감독기관이 공동으로, 개인 고객에 대한 미국 은행기관의 비은행 예금 상품 판매와 관련된 감독 지침인 Interagency Statement를 발표했다. Interagency Statement에서 판매가 규제되는 비은행 예금 상품이란 뮤추얼펀드, 연금, 증권, 파생상품 및 기타 투자 상품으로 간주될 수 있는 모든 상품이다. Interagency Statement에서는 미국 은행의 해외 지점에서 '미국인'을 대상으로 비은행 예금 상품을 판매할 수 없도록 했다. 이는 미국 세법에 의하면 뮤추얼펀드 투자자와 판매자는 세계 당국에게 세금 납부를 위한 소득 신고를 해야 할 의무가 있는데 반해, 미국 은행기관의 모든 해외 지점에서 세납용 소득 신고를 수행할 수 있는 시스템이 갖추어져 있지 않기 때문이다. 여기서 '미국인'이란 미국 여권을 소지하고 있는 미국 시민, 미국 영주권자, 미국 거주자로 정의될 수 있다. 미국 거주자는 미국내 거주하고 있는 자로서 미국 시민권의 획득 유무와는 관계가 없다. 따라서 '미국인'들은 미국법에 의해 미국에서 설정된 펀드에 투자할 수 있다. 피델리티, 프랭클린템플턴, 슈로더 등은 룩셈부르크 등 조세 회피지역에 설립된 펀드를 제외하고 별도로 해외에 투자하는 펀드를 미국 내에 설립하여 자국내 국민들에게 해외 투자 기회를 부여하고 있다. 캐나다와 중미를 비롯한 남미의 여러 국가들의 경우 미국과 함께 조세 협정을 맺고 있기 때문에 이들도 미국과 동일하게 룩셈부르크 등지에서 설립된 펀드에 투자할 수 없으며, 미국 내에 설립된 펀드에 투자할 수 있도록 돼 있다.

의 경우 펀드 기준가격 결정 방식이 아시아 지역 투자자에게는 forward pricing이 적용되는 반면, 유럽 지역 투자자는 backward pricing이 적용돼 문제가 발생하게 된다. 이는 아시아 시장에 투자하는 펀드에 가입하려고 하는 유럽 투자자의 경우 아시아 시장이 종료된 이후 약 7~8시간 정도 기다렸다가 투자할 수 있기 때문이다. 따라서 유럽 투자자는 펀드 가입 및 환매시 펀드 기준가격에 반영되는 아시아 시장의 장 종료 가격을 파악할 수 있으며, 그 이후 오랜 동안 장 종료 이후의 시장 동향을 살펴 본 뒤 투자 행위를 취할 수 있다. 이러한 사실은 유럽 투자자로 하여금 부당 이익을 가능하게 하여 지역 투자자간 기준가격 희석화 문제를 발생시킨다.

이해를 돕기 위해 아시아 시장에 투자하는 펀드에 관심이 있는 유럽 투자자 경우를 가정해 보자. 아시아 시장이 종료된 직후 아시아 시장에 반영될 만한 큰 호재가 갑자기 발생한다면 투자자는 이 호재를 알고서 펀드에 가입할 수 있을 것이다. 이 호재는 당일의 펀드 기준가격 산정에 포함되지 않으므로 이러한 사실을 알고서 펀드에 가입한 유럽 투자자는 그 호재가 익일의 시장 가격에 반영될 것이므로 이를 통해 이득을 얻을 수 있다. 한편, 아시아 시장이 종료된 직후 그 지역 국가의 정치·경제적 환경에 따라 유가증권 시장 가격에 반영될 만한 큰 악재가 발생했다고 가정하자. 아시아 시장에 투자하는 펀드에 가입해 있던 유럽 투자자라면 이 사실을 이용해 당일 환매 청구를 하게 되더라도 이러한 악재가 반영되지 않은 환매 대금을 지급받을 수 있다. 다시 말하자면, 아시아 시장에 투자하는 펀드의 기준가격 결정 방식에 있어 backward pricing이 적용되는 유럽 투자자가 forward pricing이 적용되는 아시아 투자자에 비해 펀드 가입 및 환매시 훨씬 유리한 입장에 있음을 알 수 있다.

외국투자신탁증권은 외국의 법과 규제에 의해 설정되었기 때문에 매매 제도의 문제점을 지적하는 것이 큰 의미가 없을 수 있지만, 국내 투자자의 입장에서는 이러한 문제점을 인식할 필요가 있다. 이렇게 열등한

투자 환경을 인식하고도 외국투자신탁증권에 투자하는 행위는 불합리한 매매 제도에 적응하는 것에 불과하므로 원칙적인 해결 방안을 찾을 필요가 있다. 원칙적인 해결 방안으로는 모든 지역 투자자들이 펀드 가입 및 환매시 forward pricing이 되도록 기준가격 결정 방식을 개편하는 것이 좋을 수 있다.⁶⁴⁾

이러한 문제를 완화하기 위한 하나의 방법으로 대부분의 외국투자신탁증권은 순자산가치 결정의 일시 중지⁶⁵⁾에 대한 내용을 펀드 정관 및 약관에 기재하고 있다. 예를 들어, 시장 폐쇄 등으로 순자산가치의 증대한 변동이 우려될 경우에 이사회는 순자산가치 결정을 일시 중지하고 펀드 매매를 제한하도록 하고 있다. 그럼에도 불구하고 이러한 조치들은 투자자의 불편을 초래하는 행위가 될 수 있기 때문에 현실적으로 실행되기는 매우 어려우며, 그런 사례도 거의 없다고 한다.

태생적으로 지역 투자자간 형평성의 문제가 발생할 수밖에 없는 외국투자신탁증권의 경우 이러한 문제를 최소화하기 위해서는 앞의 조치들이 실행될 수 있는 구체적 방안이 마련되어야 한다. 예를 들어, 매매 제한이 규정대로 실행되지 않을 경우 운용사가 손실을 입은 투자자에게 적절한 보상을 하도록 하는 등의 조치가 필요하다. 이렇게 함으로써 필요한 시점에 매매 제한 제도가 반드시 적용될 수 있는 환경을 조성하여야 한다. 또한 아시아 시장 종료 이후 시장 가격에 영향을 미치는 사건이 발생할 경우 이사회가 이를 적극적으로 기준가격에 반영하도록 하는 책임과 역할이 강화되어야 한다.

다른 대안으로는 모든 지역 투자자들이 펀드 가입 및 환매시 forward pricing이 되는 기준가격을 사용하도록 하는 것이다. 매매를 위

64) 해외 각 지역에 투자하며 다양하게 투자자가 분산돼 있는 외국투자신탁증권의 특성상 현행 제도에서는 backward pricing 문제가 발생할 수밖에 없는 것이 현실이다. 제2 영업일의 기준가격으로 펀드 기준가격을 산정하고 있는 현 제도에서는 유럽 지역 투자자가 아시아 지역에 투자하는 펀드에 투자할 경우 backward pricing의 가격 결정 문제가 매우 심각하게 발생할 수 있다.

한 기준가격을 현행 제2 영업일 기준에서 제3 영업일로 변경하면 된다. 프랭클린템플턴 펀드를 가정하면, 룩셈부르크 시간으로 당일 23시에 결정되는 기준가격 대신 익일 23시에 결정되는 기준가격을 사용하는 것이다. 제2 영업일의 기준가격으로 펀드 기준가격을 산정하고 있는 현 제도에서는 유럽 지역 투자자가 아시아 지역에 투자하는 펀드에 투자할 경우 backward pricing의 문제가 발생하기 때문이다. 제3 영업일의 기준가격으로 펀드 기준가격을 결정할 경우 유럽 투자자에게 backward pricing이 되는 문제를 해소할 수 있다. 하지만 제3 영업일의 기준가격으로 펀드 기준가격을 결정하게 되면 투자자에게 기준가격 변동 위험이 더 커질 수 있으므로 단점도 뒤따르게 된다.

여기서 중요한 것은 이러한 개선이 우리의 의지에 의해 실행될 수 없다는 것이다. 앞서서도 언급하였듯이 외국투자신탁증권의 매매 제도는 외국의 규제에 따라 외국 운용사가 결정할 문제이기 때문이다. 우리 금융당국은 그들과의 협상을 통해 펀드 판매에 이미 언급한 개선 방안이 전제되어야 함을 주장하는 데 그칠 수밖에 없다. 하지만 해외 투자가 크게 확대될 것을 감안할 때, 우리 금융당국의 올바른 협상은 투자자들의 부당한 손실 발생을 억제하는 데 크게 기여할 것이 분명하다.

3. 외수펀드

가. 국내 현황⁶⁵⁾

1980년대 초 외자 유치라는 명목으로 설립되었던 외수펀드는 추가형 증권투자신탁의 형태를 띠고 있다. 외수펀드의 설정잔고는 지난 2002년 10월 말 현재 1조2,700억원으로 전체 투신권 설정잔고 약 166조원과 비

65) 외수펀드 및 다음에 언급될 해외투자펀드의 경우 펀드 가입 및 환매 절차는 국내 펀드와 동일하여 외국투자신탁증권에서 밝혔던 자세한 절차는 생략하기로 한다.

교할 때 약 0.8% 수준으로 아직까지 전체 투신권 수탁고에서 외수펀드가 차지하는 비중은 작은 편이다. 다음의 <표 VI-5>는 1990년도부터 2002년 10월 말까지의 외수펀드 통계 자료를 보여 주고 있다.

<표 VI-5> 외수펀드 형태별 설정잔고 및 순자산가치^{a)}

(단위: 10억원)

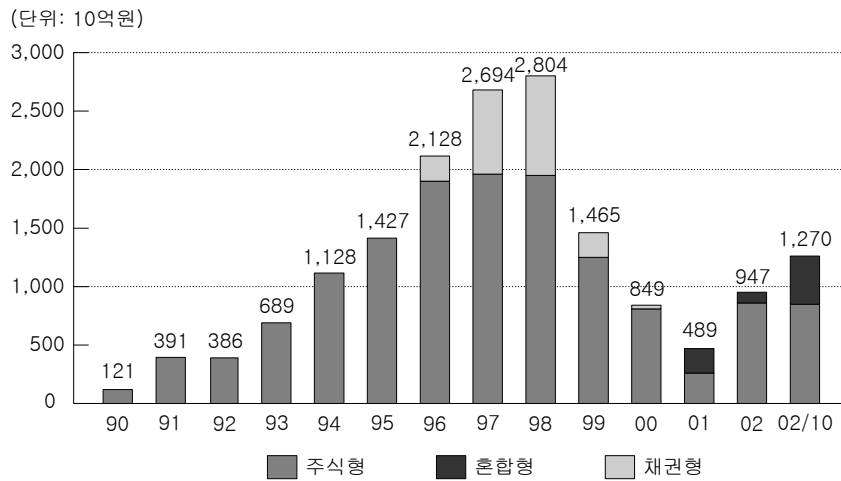
연도	주식형	혼합형	채권형	합계	순자산가치
1990	121	-	-	121	288
1991	391	-	-	391	655
1992	386	-	-	386	613
1993	689	-	-	689	882
1994	1,128	-	-	1,128	1,950
1995	1,427	-	-	1,427	2,465
1996	1,902	-	226	2,128	2,954
1997	1,960	-	734	2,694	3,056
1998	1,954	-	850	2,804	2,943
1999	1,249	-	216	1,465	2,000
2000	813	-	36	849	1,437
2001	275	214	-	489	555
2002	857	91	-	947	1,165
2002/10	853	417	-	1,270	1,225

a) 2002년 10월의 자료를 제외하고 자료의 집계일이 각 연도 3월 말인데, 이는 투신협회가 3월 말로 자료를 수집하기 때문임
 자료: 「투신」 각 호, 투신협회

<그림 VI-2>는 <표 VI-5>의 설정잔고 합계 자료를 그래프로 표현한 것인데, 1990년대 이후 2002년 10월까지 외수펀드 설정잔고의 장기 추이를 파악할 수 있다. <그림 VI-2>를 통해 과거 금융위기 기간이던 1997년과 1998년을 살펴보면, 외수펀드의 설정잔고가 상대적으로 높게 나타났는

데, 이는 당시 외자 유치에 외수펀드가 일조를 한 것으로 판단된다. 이후 감소했다가 최근 들어 다시 증가하고 있는 추세다. 외수펀드는 대부분이 주식형 펀드로 국내 시장 상황에 민감하게 반응해 온 것으로 판단되며, 2002년 들어서는 혼합형 펀드로 들어오는 자금 규모가 커지고 있다.

<그림 VI-2> 외수펀드 설정잔고 장기 추이 그래프



자료: 「투신」 각 호, 투신협회

<표 VI-6>은 2002년 12월 말 현재 국내 투신운용사별로 운용 중인 외수펀드 수와 펀드 규모에 대한 자료다. 우리나라는 30개의 외수펀드가 있으며, 대부분 대형 투신운용사 중심으로 설정돼 운용 중이다. 한국투신운용이 12개 펀드를 설정하여 5,100억원 규모의 외수펀드를 운용하고 있어 투신운용사 중에서는 최대 규모를 보이고 있다. 대한투신운용이 9개의 펀드, 3,700억원 규모의 외수펀드를 운용하고 있으며, 그 다음으로 삼성투신운용, 현대투신운용, 동양투신운용 순이다.

<표 VI-6> 투신운용사별 외수펀드 현황^{a)}

(2002년 12월 말 현재, 단위: 개, 10억원)

투신운용사	펀드 수	설정잔고
한국	12	510.0
대한	9	370.0
삼성	2	121.4
현대	6	60.0
동양	1	13.7
합계	30	1,075.1

a) 외수펀드는 모두 추가형임
 자료: 각 투신운용사

나. 외수펀드의 기준가격 결정

1) 펀드 가입시 기준가격 결정

외수펀드의 가입시 기준가격은 신청 익일에 국내 운용사의 매입 대금 수령을 전제로 하여 신청일 익일의 기준가격(신청일 당일의 종가를 이용)으로 한다. 이러한 외수펀드의 펀드 가입 기준가격은 주식형, 혼합형, 채권형 등 펀드 형태와 상관없이 적용된다. 단, 펀드의 매입 대금은 신청일로부터 제2 영업일 이내에 국내 운용사가 지정한 시간까지 수탁회사(국내 운용사 계정)로 보내져야 하며, 만약 운용사가 지정한 시간 내에 수탁회사가 매입 대금을 수령하지 못한다면 펀드 가입 신청이 자동적으로 취소된다.⁶⁶⁾

66) 외수펀드의 약관에 따르면 외수펀드의 가입시 기준가격은 수익권의 발행 신청일 익일의 기준가격 혹은, 펀드 매입 대금의 납입을 위탁회사인 국내 운용사가 접수하고 수탁회사가 수령한 영업일 바로 전 영업일의 종가로 산출된다고 명기하고 있으며, 펀드 매입 대금을 신청일로부터 제2 영업일 이내에 수탁회사가 수령하지 못하면 위탁회사의 수익증권 발행 신청 및 이에 대한 승낙이 자동적으로 취소되는 것으로 간주한다.

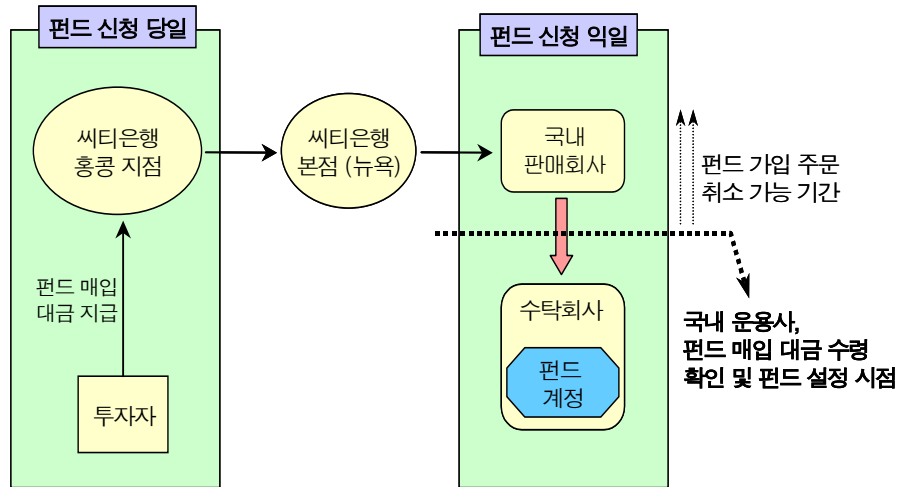
외수펀드는 우리나라 투신협회에서 규정하고 있는 표준 신탁약관을 따르는 금융상품이 아닌 국내 운용사에 의해 만들어진 개별적인 비표준 신탁약관을 따르는 펀드 상품이다. 따라서 국내 운용사들은 외수펀드 설정을 위한 조건으로 각 사마다 펀드의 비표준 신탁약관에서 수탁회사의 펀드 매입 대금 수령 시간을 지정해 두고 있다. 대한투신운용에서 운용하고 있는 외수펀드의 경우 약관에서 펀드 설정을 위한 수탁회사의 매입 대금 수령 시간을 펀드 매입 신청 익일의 장 종료 시점인 오후 3시로 하고 있다. 현대투신운용은 펀드 매입 신청 익일의 낮 12시로 정해 두고 있다. 국내 운용사는 해외 투자자가 입금한 펀드 매입 대금이 약관에서 지정된 시간에 수탁회사의 국내 운용사 계정으로 송금된 것을 확인하게 되면 펀드 설정에 들어간다.

외수펀드는 대부분 사모 형태로 설정되며, 해외 투자자와 국내 판매회사인 증권회사들 혹은 외수펀드를 운용하는 국내 투신운용사와의 개별적인 접촉을 통해서 구두로 펀드 설정을 예약하게 된다. 외수펀드 설정을 예약한 해외 투자자는 약속한 날짜에 펀드 매입 대금을 주로 글로벌 은행을 통해 국내 판매회사로 송금하게 되며, 글로벌 은행에서 국내 판매회사까지 송금 하는데 최대 20시간이 걸린다고 한다. 예를 들어, 글로벌 은행을 씨티은행이라고 하고 홍콩의 한 해외 투자자가 국내 외수펀드에 가입한다고 가정하자. 우선 홍콩의 해외 투자자는 국내 외수펀드 판매회사 혹은 투신운용사와의 접촉을 통해서 펀드 설정을 목적으로 특정일에 매입 대금을 보내기로 약속한다. 약속한 날짜에 홍콩 투자자는 씨티은행의 홍콩 지점을 통해 펀드 매입 대금을 국내 판매회사로 송금한다. 씨티은행의 홍콩 지점으로 입금된 펀드 매입 대금은 곧바로 국내 판매회사로 이체되는 것이 아니라, 뉴욕에 있는 씨티은행 본점의 판매회사 계정으로 이체되고, 이것이 다시 국내 판매회사로 이체된다. 이렇듯 본점으로 자금이 집중되는 글로벌 은행들의 관행 때문에 씨티은행의 홍콩 지점에서부터 국내 판매회사 계정으로 자금이 이체되기까지 약 20시간 정도가 경과

된다. 국내 판매회사로 들어 온 펀드 매입 대금은 즉시 국내 수탁회사의 국내 운용사 계정으로 이체되면서 외수펀드가 설정된다.

<그림 VI-3>은 외수펀드 매입 대금이 글로벌 은행을 통해 국내 수탁회사 내의 투신운용사 펀드 계정으로 들어오는 과정을 보여주고 있다. 투자 주체가 해외 투자자들이므로 외수펀드는 국내 수탁회사로 자금이 들어온 것을 확인한 이후 펀드를 설정하게 된다. 따라서 투자자들은 펀드 매입 대금이 수탁회사내 펀드 계정으로 자금이 이체되기 이전(펀드 가입 신청 익일의 정해진 시점)까지는 얼마든지 펀드 설정을 취소할 수 있다. 이는 펀드 가입 신청 당일에 한해서 펀드 설정 취소가 가능한 국내 펀드와의 차이라고 할 수 있다.⁶⁷⁾

<그림 VI-3> 홍콩 투자자를 가정한 외수펀드의 매입 대금 흐름도^{a)}



a) 홍콩 투자자가 국내 판매회사로 송금하는데 글로벌 은행인 씨티은행을 이용했다고 가정했음

67) 외수펀드나 국내 펀드 모두 펀드 신청 익일에 설정이 이루어진다는 원칙은 동일하다.

2) 펀드 환매시 기준가격 결정

대부분의 외수펀드 약관에서는 펀드 환매 대금이 환매 청구일을 포함한 제3 영업일의 기준가격(제2 영업일의 증가로 계산)으로 결정되며, 제3 영업일의 다음날부터 지급된다고 규정해 놓고 있다. 이대로 환매 절차가 진행되지 않으면, 환매 신청이 접수된 영업일부터 제4 영업일의 기준가격(제3 영업일의 증가로 계산)으로 제4 영업일의 다음날부터 환매 대금이 지급된다고 덧붙이고 있다. 운용사가 투자 대상 유가증권을 매각하여 환매를 위해 제출된 수익권 전부를 환매하기에 충분한 현금 자산을 보유하지 못하는 경우, 운용사는 충분한 현금 자산을 보유하게 되는 다음 영업일까지 수익권의 환매를 보류할 수도 있다. 다만 이는 수익자가 그날까지 환매 청구를 철회하지 않을 것을 조건으로 하며, 이 경우 이에 대한 사실을 수익자에게 통지해야 한다고 규정하고 있다. 외수펀드의 약관에서는 최종적으로 투자자의 환매 신청 이후 환매 대금 지급까지 15일을 초과할 수 없도록 명시하고 있다.⁶⁸⁾ 이 부분은 신탁재산의 해지를 통해 환매 대금을 마련할 때까지 환매 시기를 무기한 연장할 수 있도록 돼 있는 표준신탁약관의 경우와 차이가 나는 부분이다.

68) 외수펀드의 약관에는 다음의 경우처럼 환매 대금 지급 시한인 15일에 대해 예외적으로 적용되는 상황을 명기하고 있다. 다음의 경우 역시 투자자에게 환매 지연 사유에 대해서 지체 없이 통지해야 한다: ① 증권거래소 또는 한국의 공인된 장외시장이 통상의 휴무일 이외의 날에 폐쇄되어 있는 경우, ② 증권거래소 또는 한국의 공인된 장외시장에서 거래가 제한되거나 정지되어 있는 경우, ③ 위탁회사의 판단으로 신탁재산을 구성하고 있는 투자 대상 유가증권을 정상적으로 또는 수익자의 이익을 크게 저해함이 없이 처분할 수 없는 상황이 존재하는 경우, ④ 신탁재산의 순자산가치를 결정하는데 통상적으로 이용하는 통신수단이 고장나거나 기타 사정으로 인해 신탁재산을 구성하고 있는 투자 유가증권의 평가액을 신속하고 정확하게 확인할 수 없는 경우, ⑤ 신탁재산을 구성하고 있는 투자 대상 유가증권의 현금화 또는 당해 현금화에 관련한 자금의 이동이 통상적인 가격 또는 환율로 행하여 질 수 없다고 위탁회사가 합리적으로 판단하는 경우 등임.

다. 기준가격 결정의 문제점 및 개선 방안

해외 투자자가 국내 외수펀드에 가입할 경우 펀드 가입시 기준가격은 펀드 신청일 종가로 계산(펀드 신청 익일의 기준가격)되며, 소요되는 송금 시간으로 인해 펀드 신청일 익일의 지정된 시간 이후에 펀드 설정이 이루어진다. 앞에서 언급하였듯이 현대투신운용의 외수펀드는 펀드 설정 시점이 펀드 신청 익일의 낮 12시에, 대한투신운용의 외수펀드는 펀드 신청 익일의 장 종료 시각인 오후 3시가 된다. 이는 해외 투자자들이 자신이 가입한 외수펀드의 기준가격을 알고 있는 상황에서 펀드 설정을 결정할 수 있다는 것이다. 극단적인 경우 해외 투자자가 펀드 가입 신청을 한 뒤, 펀드 신청 익일에 펀드 설정 전까지 국내 시장이 투자자 입장에서 만족스럽지 못한 상황이라면 펀드 설정을 취소할 수도 있다. 즉 펀드 매입을 위한 기준가격 계산에 backward pricing이 적용된다는 문제점이 있다.

하지만 실제 외수펀드 업무를 담당하는 운용사 일선에서는 외수펀드의 기준가격 결정에 있어 이를 큰 문제로 인식하지 않고 있다. 그 이유는 외수펀드에 투자하는 해외 투자자들의 성격이 투자 규모가 크고 장기성을 띠고 있기 때문이다. 외수펀드에 투자하는 해외 투자자들은 국내의 장기 시장 상황을 보고 투자하는 것이지, 펀드 가입시 매일 매일의 시장 변동에 연연하지 않는다고 한다. 특히 외수펀드에 가입하는 해외 투자자들은 중개 기관들을 통해 국내 운용사와 긴밀한 관계를 맺고서 펀드에 들어오는 것이 일반적이다. 여기서 긴밀한 관계라 함은 펀드 가입 몇 주 전부터 중개기관들이 국내 운용사와 접촉해 특정 날짜에 펀드에 가입하겠다는 서로간의 의사 교류가 있는 후, 펀드에 가입한다는 의미다. 국내 운용사의 입장에서도 대규모의 자금이 자사의 펀드로 들어오기 때문에 일반 펀드처럼 규정에 얽매이는 것이 아니라, 해외 투자자의 편의를 최대한 배려하는 것이 일반적이다.⁶⁹⁾

지금까지 외수펀드의 backward pricing 문제가 발생시키는 손실이 큰 문제가 되지 않았기 때문에 이러한 문제가 제기되지는 않았지만, 외수펀드의 규모가 증가할 것으로 예상할 때 이에 대한 개선이 이루어져야 한다. 실무적인 업무 조율로 backward pricing의 문제점을 해결할 수 없는 경우가 발생할 수 있기 때문이다. 본 연구에서는 이러한 backward pricing의 문제점을 극복하기 위해 다음과 같은 개선안을 제안하고자 한다.

우선 펀드 가입 신청일에 대한 정의를 다시 내리고자 한다. 현행 제도에 의하면 펀드 가입 신청일이란 해외 투자자가 글로벌 은행에 펀드 매입 대금을 납입하는 시점의 영업일을 지칭하고 있다. 이것을 국내 판매회사가 매입 대금을 수령하기 전일로 정의한다. 하지만, 이 정의대로라면 실제로 펀드 가입 신청일에 대한 개념이 모호해질 수 있다. 홍콩의 투자자라면 우리와 시간대가 거의 같기 때문에 판매회사의 대금 수령일 전일이 실제 매입 신청일이지만, 미국 투자자의 경우에는 판매회사의 대금 수령일과 매입 신청일이 우리 시간으로 같을 수 있다. 이는 미국과 우리나라의 시차가 거의 하루에 가깝기 때문인데, 미국 투자자가 우리 시간으로 새벽(미국 시간으로 오후)에 매입 신청하여 송금한 대금을 판매회사는 우리 시간으로 당일에 수령할 수 있다. 물론 이 때문에 backward pricing 문제가 발생하지는 않지만, 신청일 정의 문제를 해결하면 backward pricing의 문제도 쉽게 해결할 수 있다.

외수펀드가 국내법에 의해 설정된 펀드이므로 영업일의 기준이 우리나라 시간 기준에 맞추어야 한다는 것을 해결의 실마리로 이용하고자 한다. 즉, 외국 시간에 관계없이 우리나라 시간 기준에 맞추어 기준가격을 결정하고 매입 취소도 국내 펀드와 같게 한다면 큰 문제가 없을 것이라고 본다. 따라서 펀드 가입 신청일의 정의를 국내 수탁회사가 펀드 매입 대금을 수령한 영업일로 바꿀 것을 제안하고자 한다. 이렇게 제안

69) 외수펀드 운용사 관계자들에 따르면 약관상에 지정 펀드 매입 대금 도착 시간도 경우에 따라 조정될 수 있다고 한다.

된 신청일의 정의에 의하면 펀드 가입 신청일에 대한 개념이 보다 명확하게 되어 현행 제도상에서 발생하는 backward pricing 문제 역시 해결될 수 있다. 즉, 국내 수탁회사가 펀드 매입 대금을 수령한 국내 영업일을 신청일로 함에 따라 영업일의 개념이 국제 시간 기준의 영업일이 아닌 우리나라 시간으로 변경되어 신청일에 대한 개념이 보다 명확해진다. 아울러 신청일 익일의 기준가격으로 결정되는 펀드 매입 대금은 수탁회사의 자금 수령일 익일의 기준가격(수령일 종가로 산정)으로 결정되기 때문에 backward pricing의 문제점이 해소될 수 있다. 동시에 신청일 당일에 한해 펀드 가입 주문의 취소가 가능하도록 한다면 국내 펀드와 동일한 조건이 갖추어진다.

두 번째 문제는 주식형 및 채권형 펀드를 다루는 장에서도 지적했듯이 환매 기준가격이 지나치게 forward pricing 된다는 것이다. 현행 제도에 따르면 환매 청구일을 포함하여 제3 영업일의 기준가격으로 환매되기 때문에 투자자들은 환매 신청 이후 시장 변동 위험에 쉽게 노출되게 된다. 대체로 사모 펀드이며, 자금 규모가 대규모인 외수펀드의 경우 소수의 투자자가 거액의 손실이 발생할 수 있는 위험에 노출될 가능성이 존재하는 것이다. 이로 인해 환매 대금을 환매 청구일을 포함하여 제2 영업일 기준가격으로 반영하도록 제안한다.

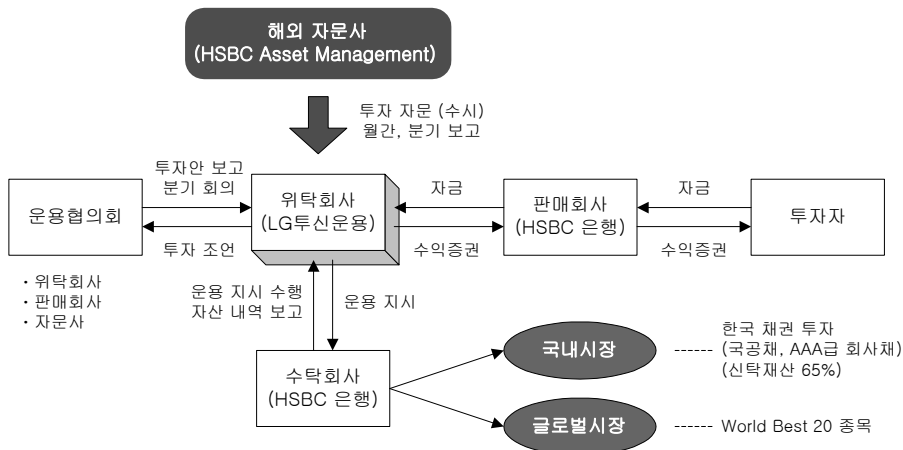
4. 해외투자펀드

가. 특징 및 국내 현황

앞에서 언급했듯이 해외 시장으로 투자 시장을 확대하려는 계획의 일환으로 국내 운용사들이 만든 상품이 바로 해외투자펀드 상품이다. 최근 들어 국내에 외국계 운용사 설립이 늘어나면서 해외투자펀드 수나 수탁고 규모가 증가하고 있다. 이는 본국의 해외 자산운용사와 해외 지

역의 투자 자문 및 유가증권 거래와 관련하여 협력 및 지원이 용이한 이점을 활용하려는 외국계 운용사의 의도 때문이다. 이에 비해 국내 운용사의 경우 별도로 해외 자산운용사와 해외 투자를 위한 투자 자문 계약을 맺어야 하는 추가적인 노력이 필요하다. <그림 VI-4>는 국내 LG투신운용사가 설립한 해외투자펀드의 펀드 운영 구조를 나타내고 있다. LG투신운용사가 해외 자산운용사인 HSBC Asset Management를 별도의 해외 투자 자문사로 두고 펀드를 운용하고 있는 것이 특징이다.

<그림 VI-4> LG투신운용의 해외투자펀드인 “LG-HSBC World Top 20 신종분리과세 혼합투자신탁” 펀드 운영 구조



자료: LG투신운용의 해외투자펀드인 “LG-HSBC World Top20 신종분리과세 혼합투자신탁” 투자설명서

최근 해외투자펀드 수탁고는 역대 최고 수준에 있다. 하지만 2002년 10월 말 현재 해외투자펀드 설정잔고가 약 2조8,510억원에 불과해 동 시점의 전체 투신권 설정잔고 약 166조원과 비교할 때 아직까지는 그 비

중(1.7%)이 작은 편이다. 다음의 <표 VI-7>은 1994년부터 2002년 8월 말까지의 해외투자펀드 통계 자료를 보여 주고 있다.

<표 VI-7> 해외투자펀드 형태별 설정잔고 및 순자산가치^{a)}

(단위: 10억원)

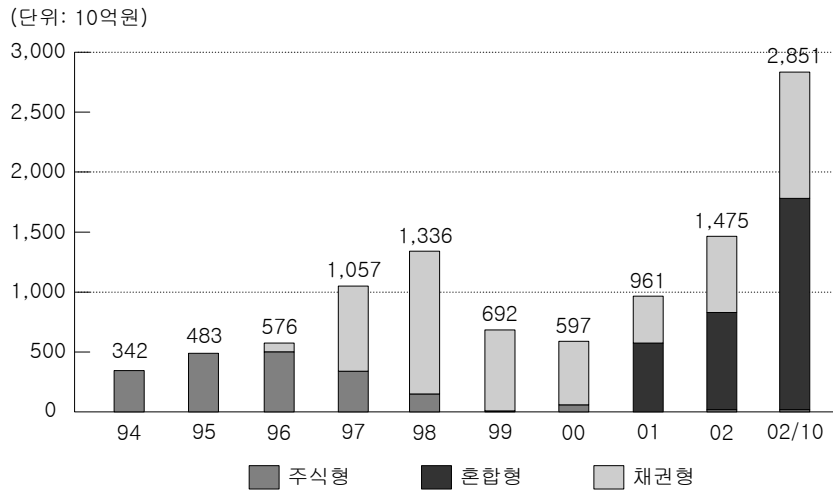
	주식형	혼합형	채권형	합계	순자산가치
1994	342	-	-	342	368
1995	483	-	-	483	458
1996	497	-	79	576	543
1997	338	-	718	1,057	1,144
1998	155	-	1,181	1,336	1,424
1999	14	-	678	692	757
2000	67	-	531	597	558
2001	-	574	388	961	978
2002	20	817	638	1,475	1,590
2002/10	20	1,763	1,068	2,851	2,936

a) 2002년 10월의 자료를 제외하고 자료의 집계일이 각 연도 3월 말인데, 이는 투신협회가 3월 말로 자료를 수집하기 때문임
 자료: 「투신」 각 호, 투신협회

<그림 VI-6>은 <표 VI-7>의 해외투자펀드 설정잔고 자료를 그래프로 옮겨 놓은 것인데, 해외투자펀드의 장기 설정잔고 추이를 보여주고 있다. 1997년 금융위기가 도래할 시점에 잠시 해외투자펀드의 설정잔고가 증가하다가 다시 주춤하는 듯 하더니, 2000년 이후 지속적으로 해외투자펀드 설정잔고가 급증하고 있는 모습을 볼 수 있다. 이는 국내 운용사들이 국내 시장의 수익 변동성 한계를 해외 시장을 통해 만회하려는 욕구와 국내 투자자들의 해외 투자 욕구가 일치되어 나타난 듯 하다. 특히, 2001년 WTO 가입 이후, 중국 시장의 잠재성을 인식한 국내 운용사들은 중국에 투자하는 해외투자펀드 설립을 적극 추진해 왔으며, 최근 해외투

자펀드 수 및 설정잔고 증가에 일조를 한 것으로 알려져 있다. <그림 VI-5>에서 1997년 이후 해외투자펀드 설정잔고를 살펴보면, 투자자들의 위험 회피 성향이 반영되어 주식형 보다는 채권형과 혼합형 펀드가 주류를 이루고 있음을 알 수 있다.

<그림 VI-5> 해외투자펀드 설정잔고 장기 추이 그래프



자료: 「투신」 각 호, 투신협회

아래의 <표 VI-8>은 2002년 12월 말 현재 투신운용사별 해외투자펀드의 펀드 수 및 펀드 규모를 나타낸 것이다. 총 31개의 해외투자펀드가 있으며, 추가형 펀드가 13개, 단위형 펀드가 18개로 구성돼 있다. 해외투자펀드의 특징은 주로 외국계 투신운용사(하나알리안츠, 슈로더, 프랭클린템플턴, 외환코메르쯔, PCA투신운용)가 주축이 되어 설립되고 있다는 것이다. 외국계 투신운용사가 설립한 펀드는 총 15개로 그 펀드 규모는 1조467억원에 이르며, 전체 해외투자펀드 설정잔고의 57%에 해당된다. 반면, 순수 국내 투신운용사가 설립한 해외투자펀드는 16개, 7,954억원

(전체 해외투자펀드의 43%)으로 외국계 투신운용사가 설립한 펀드 규모 수준에 미치지 못한다. 이는 외국계 투신운용사의 경우 해외에 근거를 두고 있는 자사 계열 해외 자산운용사를 통해 투자 여건이나 신속한 정보 취득이 가능해 상대적으로 순수 국내 투신운용사에 비해 해외투자펀드 설립이 훨씬 용이하기 때문인 것으로 판단된다.

<표 VI-8> 투신운용사별 해외투자펀드 현황

(2002년 12월 말 현재, 단위: 개, 10억원)

투신운용사	펀드 수			설정잔고 ^{a)}
	추가형	단위형	계	
하나알리안츠	6		6	656.0
슈로더		3	3	303.0
삼성	2		2	271.9
현대		5	5	231.8
대한		3	3	176.0
국민	2		2	105.0
프랭클린템플턴		3	3	51.6
외환코메르쯔	1		1	23.1
PCA		2	2	13.0
한국	2		2	7.8
LG		2	2	2.9
합계	13	18	31	1,842.1

a) <표 VI-7>의 10월 말 설정잔고와 크게 차이나는 것은 각 투신운용사별로 펀드는 존재하나 운용측면에서 사실상 펀드로써의 의미가 없다고 판단된 펀드의 경우 그 설정잔고를 포함시키지 않았기 때문임

자료: 각 투신운용사

나. 가입 및 환매 기준가격 결정

해외투자펀드 역시 외수펀드와 마찬가지로 운용사의 개별적인 비표준 신탁약관에 의해 규제되는데 펀드 가입시 펀드 형태별로 기준가격 요건이 포함돼 있지 않기 때문에 국내 펀드에 적용되는 표준 신탁약관을 준용해야 한다고 인식되어 있다. 표준 신탁약관의 내용을 준용한다면, 채권형 해외투자펀드의 경우 매입 신청 당일의 기준가격, 주식형 해외투자펀드의 경우 매입 신청 다음 영업일의 기준가격을 적용한다. 또한 혼합형 해외투자펀드의 경우 주식에 전혀 투자하지 않는 경우는 채권형에, 주식에 투자하는 경우는 주식형의 기준가격 계산을 준용하는 것으로 인식되어 있다.

해외투자펀드는 국내 운용사의 개별적인 비표준 신탁약관을 사용하기 때문에 환매 기준가격 역시 개별적인 펀드 약관에 따라 다를 수 있다. 일반적으로 환매 신청 후, 환매 신청일을 포함해서 제6~8 영업일 기준가격으로 제6~8 영업일에 환매 대금이 지급된다.⁷⁰⁾

해외투자펀드에 편입돼 있는 외화 표시 유가증권에 대한 평가 부분은 증권투자신탁업 감독규정 제68조~제71조에 있다.

다. 기준가격 결정에 대한 문제점 및 개선 방안

해외투자펀드의 경우 펀드 기준가격 결정에 있어 두 가지 문제점이 발생된다. 우선 해외투자펀드는 펀드 투자설명서 및 약관에 펀드 가입시 펀드 형태별 기준가격 요건이 포함돼 있지 않다. 따라서 기준가격 결정의 내용은 표준 신탁약관을 준용해야 한다고 앞에서 언급한 바 있다. 하

70) 슈로더투신운용의 '슈로더차이나밸런스드' 펀드를 한 예로 들어 보자. 이 펀드의 약관을 보면 환매 청구일을 제외하고 제7 영업일의 기준가격을 적용하여 신탁재산의 일부 해지에 의해 조성된 현금으로 환매 청구일로부터 제8 영업일에 판매회사의 영업 점포에서 환매 대금이 지급된다고 명기돼 있다.

지만 비표준 신탁약관을 따르는 이 펀드 상품에 대해 표준 신탁약관을 객관적인 법적 근거로 제시할 수 없다. 다시 말하자면, 펀드 가입시 기준가격 요건이 없는 사실을 이용해 투자자 및 운용사들이 이를 다르게 해석할 경우 분쟁의 소지가 될 수도 있다. 법적 용어로 이를 법적 불비의 부분이라고 표현하는데 조속한 시일 내에 약관이 개정되어 보다 명확한 법적 형태가 갖춰져야 할 것이다.

두 번째는 펀드 환매시 기준가격 결정 문제이다. 해외투자펀드의 경우 약관에서 환매 신청일 이후 6~8일이 경과한 시점에서 기준가격을 결정하도록 돼 있다. 이는 투자자 입장에서 지나친 forward pricing이 되는 것이 아니냐는 문제가 제기될 수 있다. 물론, 신탁재산의 일부 해지를 통해서 환매 대금이 마련되어야 하고 해외투자펀드가 투자하고 있는 해외 시장의 환경과 개별 해외 유가증권의 시장 유동성을 감안해서 환매 기준가격 결정 시점이 일반 펀드보다 차이가 발생할 수 있다. 하지만 해외투자펀드 환매 대금이 환매 청구일로부터 제6~8 영업일의 기준가격으로 적용되면 투자자가 원하는 시점에서 환매 대금을 받을 수 없다. 최근 시장 변동성이 커지는 상황에서, 환매 청구일 이후, 일주일이나 지난 시점에서의 시장 환경이라는 것은 투자자 입장에서 예상하기 어렵기 때문이다. 따라서 환매 기준가격 결정 시점을 현재의 제6~8 영업일에서 현실성 있게 줄일 필요가 있다. 즉 투자자 입장에서 예측 가능한 환매 대금이 지급될 수 있도록 환매 기준가격 결정 시점을 앞당겨져야 한다.

5. 국제 펀드 기준가격 결정의 개선 방안 요약

증권시장의 세계화 추세에 발맞추어 투자자들도 해외 투자를 통한 수익률 제고를 모색하면서 국제 펀드에 보다 큰 관심을 기울이게 됐다. 결과적으로 국제 펀드에 대한 수요가 증가하게 되면서 이에 대해 보다 자세한 연구가 요구되는 시점이 되었다고 하겠다. 본 장에서는 기준가격

결정의 측면에서 국제 펀드에 대해 심층적으로 분석하고자 하였다. 앞서서도 언급하였듯이 국제 펀드 범주에 포함되는 펀드로는 외국투자신탁증권, 외수펀드, 해외투자펀드 등이 있는데, 각 경우마다 약간의 문제점이 있음을 발견할 수 있었다. <표 VI-9>는 이를 정리하여 보여주고 있다.

<표 VI-9> 국제 펀드의 기준가격 결정 및 문제점과 개선안 요약표

구 분		외국투자신탁증권	외수펀드	해외투자펀드
펀드 기준가격 결정일	펀드 가입시 (신청일 포함)	제2 영업일 기준가격	제2 영업일 기준가격 (국내 운용사가 매입 대금 수령 확인 당일 기준가격 적용)	표준신탁약관 준용 (주식형 및 혼합형: 제2 영업일 기준가격, 채권형: 신청 당일 기준가격)
	펀드 환매시 (신청일 포함)	제2 영업일 기준가격	제3 영업일 기준가격	제6~8 영업일 기준가격
환매 대금지급일 (펀드 환매 신청일 포함)		제4~8 영업일	제4 영업일 (환매 지연시 15일을 초과할 수 없음)	제6~8 영업일
기준가격 결정에 대한 문제점		가입 및 환매시 지역 투자자간 투자 형평성 문제 발생	펀드 가입시 backward pricing 문제 발생	① 가입시 펀드 형태별 기준가격 결정 관련 법적 불비의 문제 ② 펀드 환매시 지나친 forward pricing 문제 발생
개선안		제도적 보완 및 적절한 매매 제한, 또는 제3 영업일의 기준가격 적용을 위한 협상 필요	① 신청일을 국내 수탁 회사가 펀드 매입 대금을 수령한 영업일로 변경 ② 환매시 기준가격 결정 시점을 제3 영업일에서 제2 영업일로 단축	① 가입시 펀드 형태별 기준가격 결정의 법적 불비 문제 해소 ② 환매시 기준가격 결정 시점의 단축 필요

외국투자신탁증권의 경우 펀드의 가입 및 환매 기준가격은 신청일 당일의 증가를 반영한 제2 영업일 기준가격이 적용되며, 판매회사 및 운용사마다 차이가 있지만 대체로 제4~8 영업일 이내에 환매 대금이 지급된다. 외국투자신탁증권은 투자 대상 및 투자자가 해외 각 지역에 분포되어 있는 본질적인 특성 때문에 기준가격 문제가 발생한다. 전 세계의 거래소 개장 및 폐장 시간이 다름에 따라 이를 이용한 backward pricing이 가능하다는 것이다. 우리나라에서 판매되는 외국투자신탁증권은 유럽 투자자들이 backward pricing을 이용하여 아시아 투자자들에게 손실을 입힐 가능성이 있다는 문제점이 있다. 물론 외국투자신탁증권의 정관 및 약관에는 기준가격에 영향을 미치는 사건 등이 발생할 경우 매매 중지 또는 이사회에 역할과 책임을 강조하는 내용을 두어 backward pricing 문제를 완화시키려는 노력이 있지만 실효성은 거의 없다. 매매 중지 등의 조치가 취해질 경우 펀드의 상품성이 크게 떨어질 수 있기 때문이다.

이 문제를 해결하기 위해서는 약관이나 정관이 바뀌어야겠지만 이는 유럽의 법적 규제와 운용사들의 의지에 달려 있으므로 매우 힘들다고 할 수 있다. 우리의 입장에서는 금융당국이 외국투자신탁증권의 국내 판매를 허가할 때 협상을 통해 우리 투자자들이 불리한 입장이 되지 않도록 하는 것이 현실적인 방법이라고 생각한다. 또는 OECD 회원국으로서 외국투자신탁증권의 기준가격 문제를 협상의 과제로 상정하는 것도 하나의 방법이 될 수 있다고 본다. 구체적인 협상 대안으로는 유사시에 매매 중지 등의 조치가 실행되지 않으면 운용사가 손실액을 배상하도록 하거나, 펀드 매매를 제3 영업일의 기준가격에 의하는 방법을 제시할 수 있다. 이러한 방법들이 유럽 투자자의 펀드 투자 매력을 저하시킬 수도 있지만, backward pricing으로 인해 발생하는 지역 투자자간의 형평성 문제를 해결하기 위해서는 바람직하다고 하겠다.

한편, 1980년대 초 외자 유치라는 명목으로 설립되었던 외수펀드의

경우도 국내 자본시장의 발전을 위해서 제도적 변화가 있어야 한다. 외수펀드의 기준가격은 가입시 제2 영업일의 기준가격, 환매시는 제3 영업일의 기준가격이 적용되며, 제4 영업일에 환매 대금이 지급된다. 외수펀드는 가입시 신청일 당일의 증가(제2 영업일 기준가격)가 판매 기준가격에 반영되지만, 신청일 익일인 펀드 설정 시점까지 가입 신청을 취소할 수 있어 여기서도 backward pricing 문제가 제기된다. 본문에서도 언급했지만 외수펀드 상품의 성격이 운용사와 투자자간에 긴밀한 관계를 통해 설정되며 장기 대규모성 자금이라는 특성이 있어 현재까지 실무에서 문제가 불거져 나오지는 않았다. 하지만 부당한 부의 이전을 방지하기 위해서라도 외수펀드의 매매 기준가격 제도는 개선되어야 한다. 개선 방안으로 신청일에 대한 정의를 국내 수탁회사가 펀드 매입 대금을 수령한 날로 변경하여 펀드 매입 대금 수령일 익일의 기준가격을 적용하면 backward pricing 문제를 제거할 수 있다. 아울러 환매시 지나친 forward pricing 문제를 개선하기 위해 제3 영업일에서 제2 영업일로 기준가격 결정 시점을 앞당겨야 한다.

수요가 급증하고 있는 해외투자펀드의 기준가격에도 개선이 요구된다고 하겠다. 해외투자펀드의 경우 약관에 판매시의 기준가격 결정에 관한 규정이 없으므로 표준신탁약관을 준용하며, 환매시에는 통상 제6~8 영업일의 기준가격으로 제6~8 영업일에 환매 대금이 지급된다. 이러한 판매와 환매 실무는 각각 한 개씩의 문제점을 내포하고 있다. 먼저, 펀드 가입시 기준가격 결정 규정이 없어 법적 불비의 문제가 발생한다. 이는 법적 분쟁의 소지가 있어 빠른 시간 내에 약관에 관련 내용을 갖추어야 할 것으로 보인다. 환매의 입장에서는 보통 제6~8 영업일의 기준가격이 적용되어 지나친 forward pricing의 문제가 있다. 투자자의 환매 기준가격 위험을 최소화하기 위해서는 환매 기준가격 결정 시점을 국내 펀드에 준하여 앞당겨야 한다.

VII. 맺음말

VII. 맺음말

펀드의 기준가격 결정은 해결하기 어려운 문제임과 동시에 반드시 해결해야만 하는 문제라고 할 수 있다. 앞서도 언급하였듯이 펀드의 기준가격은 펀드 매매 시점에 계산된 기준가격을 사용하는 것이 가장 올바른 방법이지만, 현실적으로 그런 가격을 계산할 수 없기 때문에 실무적으로는 forward pricing이나 backward pricing의 방법을 사용한다. 양자는 각각 장단점을 가지고 있음에도 불구하고 공정한 기준가격 계산을 위해서는 펀드 매매 시점으로부터 가장 가까운 미래의 기준가격을 사용하는 forward pricing이 바람직하다.

이러한 원칙 아래 본고에서는 펀드의 종류를 주식형, 채권형, 국제펀드로 나누어 기준가격 제도의 문제점을 살펴보고 이의 해결 방안을 제시하였다. 이를 간단하게 요약하면 다음과 같다.

주식형 펀드의 경우 오후 3시까지만 전일 종가에 의해 계산되는 당일의 기준가격에 의해 펀드를 판매하고, 오후 3시 이후에는 익일의 종가에 의해 계산되는 모레의 기준가격으로 펀드를 판매하는 것이 바람직하다. 또한 환매의 경우에도 판매와 같은 기준가격을 적용하여 판매와 환매의 일관성을 추구하여야 한다.

채권형 펀드의 판매 경우에는 당일 기준가격이 적용되는 backward pricing을 개선하기 위하여 익일 기준가격을 사용하여야 한다. 환매 기준가격은 현재 지나친 forward pricing이 되고 있으므로 판매의 경우와 같이 익일의 기준가격을 사용하여야 투자자의 기준가격 변동 위험을 방지할 수 있다.

국제 펀드의 경우에는 뚜렷한 해답이 제시되기는 어려우나 forward pricing이라는 대전제 아래 모든 투자자가 부당한 불이익을 당하지 않도록 외국투자신탁증권, 외수펀드, 해외투자펀드 순으로 개선 방안이 제시

되었다.

본 연구에서 제시된 개선 방안들은 모두 2003년 3월 현재의 펀드 산업 현황에 맞추어 작성되었다. 향후에 ECN(Electronic Communication Network)이 일반화되거나 우리 주식이 해외에 동시 상장되는 경우가 증가한다면, 실무적 그리고 제도적 변화에 맞추어 새로운 기준가격 결정 제도가 도입되어야 할 것이다. 정보기술의 발달 등으로 하루에 한 번 계산되는 기준가격 결정에 문제가 발생한다면 이 또한 기준가격 결정에 반영되어야 할 것이다.

참고 문헌

참고 문헌

1. 국문 자료

- 고광수, 2002, “주식형 펀드의 현금흐름과 주식시장,” 『증권학회』, 제31집, 71-107.
- 대한투자신탁, 1997, 『대한투자신탁 20년사』 .
- 매일경제신문사, 1999, 『경제신어사전 2000』 .
- 씨티은행 관계자들과의 서신 자료.
- 외국투자신탁증권(피델리티 펀드, 메릴린치 펀드, 슈로더 펀드, 머큐리 펀드, 프랭클린템플턴 펀드 등)의 펀드 투자설명서.
- 외수펀드의 각 펀드 신탁약관, 현대투자신탁운용, 대한투자신탁운용 소재.
- 증권투자신탁업 법령 및 감독규정, 2003년 2월 현재.
- 증권투자회사 법령 및 감독규정, 2003년 2월 현재.
- 투자신탁협회 관련 규정 및 규칙, 2003년 2월 현재.
- 투자신탁협회, 『투신』, 각 호.
- 피델리티 한국 사무소 관계자들과의 전자 메일 자료.
- 한국증권연구원, 『Fund Review』, 각 호.
- 한국투자신탁, 1994, 『한국투자신탁 20년사』 .
- 해외투자펀드(LG 투자신탁운용, 슈로더투신운용)의 투자설명서 및 신탁약관.

2. 영문 자료

- Chalmers, John, Roger Edelen and Gregory Kadlec, 2001, "On the perils of security pricing by financial intermediaries: the wild card option in transacting mutual-fund shares," *Journal of Finance* 56, 2209-2236.
- Deloitte & Touche, 2002, "The Valuation of Globally Invested Portfolios," presented in ICI Globalisation of Mutual Funds Conference 2002, Deloitte & Touche.
- Greene, Jason, and Charles Hodges, 2002, "The dilution impact of daily fund flows on open-end mutual funds," *Journal of Financial Economics* 65, 131-158.
- Gremillion, Lee, 2001, "A Purely American Invention: The U.S. Open-End Mutual Fund Industry," The National Investment Company Service Association.
- Paul Kraft, "Fair Valuing Portfolio Securities: Responsibilities of Fund Management and Directors," presented in ICI Globalisation of Mutual Funds Conference 2002, Deloitte & Touche.
- Pozen, Robert, 2002, *The Mutual Fund Business*, 2nd ed., MIT Press, Cambridge, MA.
- Zitzewitz, 2002, "Who cares about shareholders? Arbitrage-proofing mutual funds," Working paper, Stanford University.

부록

<부록 A> 증권투자신탁 기준가격 관련 법령 및 감독규정

1. 증권투자신탁업법

제6조 (수익증권)

- ⑩ 수익증권에는 다음 각 호의 사항을 기재하고 위탁회사의 대표이사
가 기명날인하여야 한다

11. 수익증권 기준가격의 계산 방법

제7조 (수익증권의 환매)

- ⑥ 제1항 내지 제5항의 규정에 의하여 수익증권을 환매하는 경우 환
매 가격은 제29조 제1항의 규정에 의한 기준가격에 의하여 산정한
금액으로 하여야 한다.

제29조 (수익증권 가격의 공고)

- ① 위탁회사는 수익증권의 기준가격을 매일 공고·게시하여야 한다.
- ② 제1항의 기준가격은 대통령령이 정하는 바에 따라 시가로 평가하
여야 한다.

2. 증권투자신탁업법 시행령

제4조 (수익증권의 환매)

- ② 법 제7조의 규정에 의하여 수익증권을 환매하는 경우 환매가격은
법 제21조 제1항의 규정에 의한 증권투자신탁 약관(이하 “신탁약

관"이라 한다)에서 정한 환매일의 직전 영업일을 기준으로 제14조 제1항의 규정에 의한 기준가격의 산정방식에 의하여 산정한 금액으로 하여야 한다. 다만, 신탁약관에서 주식을 운용 대상에 포함하고 있는 수익증권의 경우에는 신탁약관에서 정한 환매일의 전전 영업일을 기준으로 하여 산정한 금액으로 하여야 한다.

- ③ 위탁회사가 법 제7조 제7항의 규정에 의한 수익증권의 환매에 응하여야 하는 기간을 신탁약관에 정함에 있어서는 그 기간이 환매청구가 있는 날부터 15일을 초과하지 아니하도록 하여야 한다.
- ④ 수익증권의 환매와 관련하여 수익자로부터 받는 수수료는 신탁재산에 편입하여야 한다.

제14조 (수익증권 기준가격의 계산 방법)

- ① 법 제29조 제2항의 규정에 의한 수익증권의 기준가격은 공고일(이하 "공고일"이라 한다) 전일의 신탁계정 원장에 계상된 자산총액에서 부채총액과 신탁안정조정금을 공제한 금액을 공고일 전일 현재의 수익증권의 총좌수로 나눈 금액으로 한다.
- ② 제1항의 규정에 의한 자산 총액을 산정하기 위한 평가는 다음 각 호의 구분에 의한 시가에 의한다.
 - 1. 증권거래법 제2조 제12항의 규정에 의한 유가증권시장(이하 "유가증권시장"이라 한다), 협회중개시장 또는 이와 유사한 시장으로서 외국에 있는 시장에서 거래되는 유가증권의 경우에는 다음 각 목의 시가
 - 가. 상장 주식: 제1항의 규정에 의한 공고일 전일(이하 "평가 기준일"이라 한다. 이하 이 조에서 같다)에 증권거래소에서 거래된 최종 시가
 - 나. 비상장 주식으로서 협회중개시장에서 시세가 형성되는 비상

- 장 주식: 평가 기준일에 협회중개시장에서 거래된 최종 시가
- 다. 주가지수 선물: 증권거래소가 발표하는 평가 기준일의 선물 정산 가격
- 라. 주가지수 옵션: 증권거래소가 발표하는 평가 기준일의 매매 증거금 기준가격
- 마. 상장 채권(평가 기준일이 속하는 달의 직전 월부터 소급하여 3월간 계속 매월 10일 이상 증권거래소에서 시세가 형성된 채권에 한한다): 평가 기준일에 증권거래소에서 거래된 최종 시가
- 바. 외화 표시 유가증권으로서 상장 주식 및 상장 채권: 평가 기준일의 최종 시가
2. 제1호의 유가증권 외의 자산의 경우에는 재정경제부령이 정하는 바에 의하여 산정한 시가
- ③ 평가 기준일에 거래실적이 없는 등 제2항 제1호의 규정을 적용하기 곤란한 경우의 시가는 재정경제부령으로 정한다.

3. 증권투자신탁업법 시행규칙

제12조의2 (신탁재산의 시가 산정 기준)

- ① 영 제14조 제2항 제2호의 규정에 의한 자산의 평가는 다음 각 호의 방법에 의한다.
1. 비상장 주식(영 제14조 제2항 제1호 나목의 비상장 주식을 제외한다): 취득원가
 2. 채권(영 제14조 제2항 제1호 마목 및 바목의 채권을 제외한다): 증권거래법 제162조의 규정에 의한 한국증권업협회가 매일 공시하는 최종 호가 수익률 또는 금융감독기구의설치등에관한법률에

의하여 설립된 금융감독원의 원장이 채권가격 평가 기관으로 지정하는 자가 제공하는 가격 정보를 기초로 하여 보증 여부, 발행기업의 신용도, 잔존기간 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법

3. 제1호 및 제2호 외의 자산: 주식회사의외부감사에관한법률 제13조의 규정에 의한 기업회계 처리 기준에 따라 당해 자산의 특성 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법

② 영 제14조 제3항의 규정에 의하여 평가 기준일에 거래 실적이 없는 등의 경우의 자산의 평가는 다음 각 호의 방법에 의한다.

1. 평가 기준일의 최종 시가가 없는 상장주식: 평가 기준일부터 순차적으로 소급하여 증권거래법 제71조의 규정에 의한 한국증권거래소에서 거래된 최종 시가

2. 평가 기준일의 최종 시가가 없는 영 제14조 제2항 제1호 나목의 비상장 주식: 평가 기준일부터 순차적으로 소급하여 증권거래법 제2조 제14항의 규정에 의한 협회중개시장에서 거래된 최종 시가

3. 부도 유가증권 등(발행인의 당좌거래 정지, 화의 신청, 회사 정리 절차 개시 신청 또는 파산 신청 등으로 인하여 원리금의 전부 또는 일부를 회수할 수 없을 것으로 예상되는 채권·어음 등을 말한다): 원리금의 회수 가능성을 고려하여 금융감독위원회가 정하는 방법

4. 기타 자산: 가장 최근의 거래 실적과 당해 자산의 특성 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법

4. 증권투자신탁업 감독규정

제41조 (위탁회사의 고유재산과 신탁재산간 유가증권 매매 거래의 제한)

③ 위탁회사가 제1항 및 제2항의 규정에 의하여 유가증권을 매매하는 경우의 매매가격은 다음 각 호의 가액으로 하여야 한다. 다만, 자산유동화에 관한 법률 제31조의 규정에 따라 유동화 전문회사가 투자신탁으로부터 양도받은 채권 등을 기초로 하여 발행한 후순위채권으로서 제1항 제2호의 규정에 의거 금융감독원장의 승인을 얻은 경우에는 제3호의 규정에 불구하고 제62조 제4항의 규정에 의한 유가증권등평가위원회가 평가한 가액으로 할 수 있다.

1. 채권 이외의 유가증권의 경우에는 매매일 현재로 제4장 제3절(제2관을 제외한다)에서 규정한 방법에 의하여 평가한 가액
2. 상장 채권의 경우에는 매매일 전일 현재로 제61조에서 규정한 방법에 의하여 평가한 가액
3. 비상장 채권(제62조 제2항의 규정에 의한 채권을 포함한다)의 경우에는 매매일 전일 현재로 제62조 제1항에서 규정한 방법에 의하여 평가한 가액

제42조 (전환증권회사와 투자신탁간의 유가증권 매매 거래의 제한)

④ 운용회사가 제1항 및 제2항의 규정에 의하여 유가증권을 매매하는 경우의 매매가격은 매매일(채권의 경우에는 매매일 전일) 현재로 제4장 제3절에서 규정한 방법에 의하여 평가한 가액으로 한다. 다만, 채권을 매매하는 경우에는 제62조 제2항을 적용하지 아니한다.

제43조 (자전거래의 제한)

③ 위탁회사가 제2항의 규정에 의하여 채권의 자전거래를 하는 경우 그 매매 가격은 제61조 및 제62조(제2항을 제외한다)에서 규정하는 방법에 의한 평가액으로 하여야 하며, 대상 채권에 대하여는 제41조 제2항의 규정을 준용한다.

제44조 (신탁재산간 유가증권의 이체)

- ② 제1항의 규정에 의한 신탁재산간 유가증권의 이체시 적용되는 매매 가격은 제4장 제3절에서 규정한 방법에 의하여 평가한 가격으로 한다.

제60조 (신탁재산 평가의 기본 원칙) 수익증권의 기준가격 계산시 신탁재산의 평가에 관하여 법·시행령·시행규칙 및 이절에서 정하는 경우를 제외하고는 주식회사의외부감사에관한법률 제13조 제1항의 규정에 의한 기업회계기준 및 일반적으로 공정·타당하다고 인정되는 회계 관습에 따른다.

제61조 (상장 채권의 평가)

- ① 상장 채권 중 평가일이 속하는 달의 직전 월부터 소급하여 3월간 계속 매월 10일 이상 증권거래소에서 시세(기세를 포함한다. 이하 같다)가 형성된 채권은 평가일에 증권거래소에서 거래된 최종 시가에 의하여 평가한다.
- ② 제1항의 규정에 속하지 않는 상장 채권 및 평가일에 시세가 형성되지 아니한 상장 채권의 평가에 대하여는 제62조의 규정을 준용한다.

제62조 (비상장 채권의 평가)

- ① 비상장 채권은 금융감독원장이 채권 가격 평가기관으로 지정하는 자(이하 “채권 가격 평가기관”이라 한다) 중에서 2 이상의 채권 가격 평가기관이 제공하는 가격 정보를 기초로 하여 평가하여야 한다.
- ② 위탁회사는 제1항의 규정에 불구하고 금융감독원장이 따로 정하는 신탁약관에 의하여 설정된 투자신탁이 소유하는 채권(제61조 제1

항의 규정에 의한 상장 채권을 제외한다. 이하 이조에서 같다)에 대하여는 장부가로 평가할 수 있다.

- ④ 위탁회사는 다음 각 호의 업무를 수행하기 위하여 위탁회사 내부에 유가증권등평가위원회를 설치·운영하여야 한다.
 1. 제1항의 규정에 의한 비상장 채권을 평가하는 경우 그 세부적인 평가 방법
 2. 기타 신탁재산의 평가에 관한 사항
- ⑤ 위탁회사는 제4항의 규정에 의한 신탁재산의 평가 절차·방법 등에 관한 사항을 서면으로 작성하여 보관·유지하여야 하며 그 일관성이 유지되도록 하여야 한다.
- ⑥ 금융감독원장은 유가증권등평가위원회의 설치·운영 등에 관한 세부 기준을 정할 수 있다.
- ⑦ 제1항 내지 제4항의 규정에 의한 신탁재산의 평가 방법은 당해 투자신탁의 신탁약관 및 투자신탁설명서에 기재하여 수익자에게 사전 공시하여야 한다.

제63조 (부도 채권 등의 평가)

- ① 위탁회사는 신탁재산인 부도 채권 등을 당해 부도 채권 등의 원리금 회수 가능성을 감안하여 부실 우려 단계, 발생 단계, 개선 단계, 악화 단계 등 4단계로 분류하고 적정하게 평가하여야 한다. 이 경우 제62조 제1항 및 제2항의 규정은 적용하지 아니한다.
- ② 위탁회사는 제1항의 규정에 의한 부도 채권 등의 적정한 평가를 위하여 필요한 절차·방법 및 기준을 제정·시행하고 그 일관성이 유지되도록 하여야 한다.
- ③ 제1항의 규정에 의한 부도 채권 등의 분류 및 평가와 관련하여 필요한 세부기준은 금융감독원장이 정한다.

제64조 (상장 주식의 평가)

- ① 상장 주식 중 2 이상의 증권거래소에 상장된 주식은 당해 주식의 거래량이 가장 많은 증권거래소에서 거래된 평가일의 최종 시가로 평가한다.
- ② 제1항의 규정에 의한 상장 주식 중 평가일의 최종 시가가 없는 상장 주식은 평가일로부터 순차적으로 소급하여 당해 주식의 거래량이 가장 많은 증권거래소에서 거래된 최종 시가로 평가한다.
- ③ 권리락·배당락 등이 된 상장 주식, 시가 형성 전의 상장 신주식, 상장 신주인수권(분리형의 경우에 한한다) 등의 평가는 금융감독원이 정한다.

제65조 (비상장 주식의 평가) 비상장 주식(시행령 제14조 제2항 제1호 나목의 규정에 의한 비상장주식을 제외한다)은 취득원가에 의하여 평가한다. 다만, 취득원가로 평가하는 것이 당해 비상장 주식의 공정한 가치를 반영하고 있지 못하다고 인정되는 경우 제62조 제4항의 규정에 의한 유가증권등평가위원회에서 평가 방법을 달리 정할 수 있다.

제66조 (선물 거래·옵션 등의 평가)

- ① 선물 거래는 당해 거래소가 발표하는 평가일의 선물 정산가격으로 평가한다. 다만, 평가일의 선물 정산가격이 없는 경우에는 직전일의 선물 정산가격에 의하여 평가한다.
- ② 옵션은 당해 거래소가 발표하는 평가일의 매매증거금 기타 이에 준하는 증거금의 기준가격으로 평가한다. 다만, 평가일의 기준가격이 없는 경우에는 직전일의 기준가격에 의하여 평가한다.
- ③ 해외 선물거래의 평가에 대하여는 제1항 또는 제2항의 규정을 준

용한다.

제67조 (수익증권 등의 평가) 수익증권 또는 증권투자회사법 제45조 제1항의 규정에 의한 개방형 증권투자회사 주식(이하 이조에서 “수익증권 등”이라 한다)의 평가는 당해 수익증권 등의 평가일 현재의 기준가격(개방형 증권투자회사 주식의 경우에는 증권투자회사법 제54조 제2항의 규정에 의한 순자산가치)에 의하여 평가한다.

제68조 (평가기준일) 외화 표시 유가증권의 평가 기준일은 거래소 폐장 시각에 외국시장에서 당해 유가증권의 거래가 종료된 경우에는 그 날을 기준일로 하며 거래가 최종적으로 종료되지 않은 경우에는 전일을 기준으로 한다. 다만, 외국시장에서의 거래가 종료된 이후 평가일 전에 외화 표시 유가증권의 가격에 중대한 영향을 미치는 요인이 발생하여 당해 외화 표시 유가증권의 공정한 가치를 반영하고 있지 못하다고 인정되는 경우에는 유가증권등 평가위원회에서 그 평가 방법을 달리 정할 수 있다.

제69조 (적용 환율) 외화를 원화로 환산할 때 적용하는 환율은 평가일의 각 외화의 매매기준율(외국환 거래 규정 제1-2조 제6호의 규정에 의한 매매기준율을 말한다)로 한다.

제70조 (상장 채권의 평가) 상장 채권은 평가일에 제68조의 규정에 의한 평가 기준일의 최종 시가(둘 이상의 국가에서 거래되고 있는 상장 채권은 원칙적으로 당해 채권을 취득한 국가에 소재하는 증권거래소의 최종 시가)로 평가한다. 다만, 최종 시가에 경과이자 포함되어 있지 아니한 경우에는 최종 시가에 경과이자를 가

산하여 평가한다.

제71조 (상장 주식의 평가) 상장 주식은 평가일에 제68조의 규정에 의한 평가 기준일의 최종 시가(둘 이상의 국가에서 거래되고 있는 상장 주식은 원칙적으로 당해 주식을 취득한 국가에 소재하는 증권거래소의 최종 시가)로 평가한다.

제72조 (기타 유가증권의 평가) 상장 신주인수권 기타 외화 표시 유가증권의 평가는 금융감독원장이 정하는 바에 따른다.

5. 증권투자신탁업 감독업무 시행세칙

제21조 (부도 채권 등의 평가) 규정 제63조의 규정에 의한 부도 채권 등의 평가는 별지 제14호에서 정하는 바에 의한다.

제22조 (권리락 등이 된 상장 주식의 평가) 권리락 기준가 또는 배당락 기준가로 된 경우와 자본 감소 또는 회사 합병의 효력 발생으로 기준가가 된 경우 평가일에 최종 시가가 없는 때에는 시행규칙 제12조의2 제2항 제1호 및 규정 제64조 제2항의 규정에도 불구하고 시가가 형성되는 날까지 별지 제15호에 의하여 평가한다. 다만, 청약 기일이 도래하지 아니한 유상 신주로서 신주식의 평가액이 신주 발행가액에 미달하는 경우에는 평가 손실을 계상하지 아니한다.

제23조 (시가 형성 전의 상장 신주식의 평가)

- ① 전환사채의 전환권의 행사로 인하여 취득한 주식은 최초로 시가가

형성되는 날까지 다음 각 호와 같이 평가한다.

1. 이익이나 이자의 배당에 관하여 전환을 청구한 때가 속하는 영업 연도 말에 전환된 것으로 보는 경우

$$\text{신주식의 평가액} = \text{구주식의 평가액} - \text{배당차액} + \text{신주식 1주당 받을 수 있는 이자}$$

2. 이익이나 이자의 배당에 관하여 전환을 청구한 때가 속하는 영업 연도의 직전 영업 연도 말에 전환된 것으로 보는 경우

$$\text{신주식의 평가액} = \text{구주식의 평가액}$$

- ② 신주인수권부사채의 신주인수권의 행사로 인하여 취득한 주식은 최초로 시가가 형성되는 날까지 다음 각 호와 같이 평가한다.

1. 이익이나 이자의 배당에 관하여 신주인수권을 행사한 때가 속하는 영업 연도 말에 신주인수권이 행사된 것으로 보는 경우

$$\text{신주식의 평가액} = \text{구주식의 평가액} - \text{배당차액}$$

2. 이익이나 이자의 배당에 관하여 신주인수권을 행사한 때가 속하는 영업 연도의 직전 영업 연도 말에 신주인수권이 행사된 것으로 보는 경우

$$\text{신주식의 평가액} = \text{구주식의 평가액}$$

- ③ 공모 신주식은 최초로 시가가 형성되는 날까지 취득가액으로 평가한다.

제24조 (최근일 최종 시가 적용의 특례)

- ① 위탁회사는 상장 법인 및 협회등록 법인이 발행한 주식 중 평가일의 최종 시가가 없는 주식에 대하여 평가일로부터 순차적으로 소급하여 당해 주식의 최종 시가로 평가하는 것이 적정하지 못하다고 판단하는 경우 금융감독원장의 승인을 얻어 평가 방법을 달리 할 수 있다.

- ② 위탁회사는 제1항의 규정에 의한 승인 신청시 달리 평가하여야 하는 사유 및 내용을 기재한 서면을 첨부하여야 한다.

제25조 (신주인수권의 평가) 외화 표시 유가증권 중 상장 신주인수권(분리형의 경우에 한한다)의 평가는 규정 제61조의 규정을 준용한다.

제26조 (외화 표시 유가증권의 평가 특례)

- ① 장외시장에 등록 예정인 외화 표시 유가증권(사업설명서 등으로 등록이 확인되는 것에 한한다)은 취득가액으로 평가한다. 다만, 일정 기간 계속적으로 장외시장에서 거래가 이루어지는 경우에는 위탁회사가 지정하는 증권회사의 최종 매수 호가에 의하여 평가할 수 있다.
- ② 증권거래소에 상장되어 있는 외화 표시 유가증권이라 하더라도 주로 장외시장에서 매매가 이루어지는 경우에는 위탁회사가 지정하는 증권회사의 최종 매수 호가에 의하여 평가할 수 있다.
- ③ 제1항 및 제2항의 경우 최종 매수 호가가 일상의 거래 관행 등에 비추어 정당한 가격으로 인정하기 곤란한 때에는 이를 적정하게 조정하여 평가할 수 있다.

6. 투자신탁 상품 및 판매에 관한 규정

가. (별지 제8호) 채권투자신탁

제2조 (정의) 이 약관에서 사용하는 용어의 정의는 다음 각 호와 같다.

- 9. “기준가격”이라 함은 위탁회사 또는 판매회사와 수익자 간의 수익증권 매매에 적용하는 가격을 말한다.

제11조 (수익증권의 매각)

② 수익증권의 매각 가격은 다음 각 호에 따른다.

1. 모집에 의한 경우에는 모집 청약금의 최종 납입일 당일의 기준 가격으로 한다.
2. 매출에 의한 경우에는 수익증권 매입 청약일 당일의 기준가격으로 한다.

제12조 (기준가격의 계산 및 공시)

① 당일의 기준가격은 그 직전 일의 투자신탁 계정 원장에 계상된 투자신탁의 자산 총액에서 부채 총액을 차감한 금액(이하 “순자산 총액”이라 한다)을 직전 일의 수익권 총 좌수로 나누어 산출하며, 1,000좌 단위로 원 미만 셋째 자리에서 4사 5입하여 원 미만 둘째 자리까지 계산한다.

② 제1항의 기준가격 계산시 유가증권 등의 평가는 관계 법령 및 규정에서 정하는 바에 의하되, 비상장 채권(평가 기준일이 속하는 달의 직전 일로부터 소급하여 3월간 계속 매월 10일 이상 증권거래소에서 시세가 형성되지 아니한 채권을 포함한다. 이하 같다) 등의 평가는 다음 각 호의 방법을 기초로 하여 유가증권등평가위원회에서 정한다. 다만, 이 경우 일관성을 유지하여야 한다.

1. 비상장 채권: 금융감독원장이 채권가격 평가 기관으로 지정하는 자(이하 “채권가격 평가 기관”이라 한다) 중에서 2 이상의 채권 가격 평가 기관이 제공하는 가격 정보
2. 기업어음 등: 발행 주체와 동일한 신용평가 등급 및 잔존 만기의 무보증 채권 기준 수익률
3. 양도성 예금증서(CD): 발행 주체와 동일한 신용평가 등급 및 잔존 만기의 금융채 기준 수익률

(주) 제2항의 개정규정은 2001.9.1부터 시행하며, 비상장 채권의 평가는 2001.9.1 이후 신규로 제정되는 신탁약관에 의한 투자신탁 및 동 시행일 이전에 설정된 투자신탁에 신규로 편입되는 비상장 채권부터 적용한다.

- ③ 이 투자신탁을 최초로 설정하는 날의 기준가격은 ()원으로 하고 이 경우 1좌는 ()원으로 한다.

(주) 수익증권을 한국증권거래소에 상장하는 경우 전() 및 후()는 5,000으로 하고, 상장하지 않는 경우에는 전()는 1,000, 후()는 1로 한다.

- ④ 위탁회사는 기준가격을 매일 계산하여 판매회사의 영업 점포 등에 게시·공고하여야 한다.
- ⑤ 위탁회사는 증권투자회사법 제2조 제5호의 규정에 의한 일반사무수탁회사에 기준가격 계산 업무를 위탁할 수 있다. 이 경우 일반사무수탁회사는 기준가격을 판매회사의 영업 점포 등에 게시·공고하여야 한다.

제16조 (수익증권의 환매)

- ② 수익자가 제1항 본문의 규정에 따라 수익증권의 환매를 청구하는 경우에 판매회사는 환매 청구일로부터 제3 영업일의 기준가격을 적용하여 환매 청구일로부터 제3 영업일에 판매회사의 영업 점포에서 환매한다. 이 경우 환매 대금은 신탁의 일부 해지에 의하여 조성된 현금으로 지급한다.
- ③ 제1항 및 제2항의 규정에 의하여 환매 청구를 받은 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사는 천재·지변, 유가증권시장의 폐쇄·휴장, 유가증권 등의 매각 지연 기타 이에 준하는 부득이한 사유로 인하여 제2항에서 정하는 날까지 수익증권을 환매할 수 없게 된 경우

에는 지체 없이 그 사유 및 향후 환매 계획 등을 구체적으로 명시하여 수익자에게 서면으로 통지하여야 하며, 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일의 기준가격을 적용하여 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일에 환매대금을 지급한다.

- ⑤ 판매회사가 수익자에게 지급하는 환매 대금은 환매금 지급시 적용 기준가격에 수익권 좌수를 곱한 금액에서 환매수수료 및 관련 세금 등을 공제한 금액으로 한다.

제25조 (투자신탁의 일부해지)

<위탁회사가 판매회사를 통하여 수익증권을 판매하는 경우>

- ① 판매회사는 발행한 수익증권이 매각되지 아니한 때에는 이 투자신탁의 일부 해지를 위탁회사에 요청할 수 있으며, 수익자가 수익증권의 환매를 청구한 때에는 이 투자신탁의 일부해지를 위탁회사에게 요청하여야 한다.
- ② 위탁회사가 판매회사로부터 이 투자신탁의 일부 해지 청구를 받은 경우에 해지 금액은 해지 좌수에 해당하는 신탁재산의 처분 등에 의하여 현금화한 금액으로 하되, 해지 청구일로부터 제3 영업일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 해지 청구일로부터 제3 영업일에 신탁재산의 일부 해지 대금을 판매회사에게 현금으로 지급한다.
- ③ 제2항의 규정에도 불구하고 해지대상 신탁재산 중 처분되지 아니한 재산이 있어 일부 해지에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사는 지체 없이 그 사유 및 향후 일부 해지 계획 등을 구체적으로 명시하여 판매회사에 서면으로 통보하여야 한다. 이 경우 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일에 신탁의 일부 해지 대금을 판매회사에게 현금으로 지급한다.

나. (별지 제9호) 주식투자신탁

제11조 (수익증권의 매각)

② 수익증권의 매각 가격은 다음 각 호에 따르며 이 경우 영업일의 산정은 제2조 제10호의 규정에도 불구하고 판매회사의 영업일(단, 토요일은 제외한다)로 한다. 다만, 투자신탁을 최초로 설정하는 때에는 투자신탁 최초 설정일의 기준가격으로 한다.

1. 모집에 의한 경우에는 모집 청약금의 최종 납입일 다음 영업일의 기준가격으로 한다.
2. 매출에 의한 경우에는 수익증권 매입 청약일 다음 영업일의 기준가격으로 한다.

제16조 (수익증권의 환매)

② 수익자가 제1항 본문의 규정에 따라 수익증권의 환매를 청구하는 경우에 판매회사는 환매 청구일로부터 제3 영업일의 기준가격을 적용하여 환매 청구일로부터 제4 영업일에 판매회사의 영업 점포에서 환매한다. 이 경우 환매 대금은 신탁의 일부 해지에 의하여 조성된 현금으로 지급한다. 다만, 환매 청구일이 한국증권거래소의 개장일이 아닌 경우에는 제2조 제10호의 규정에도 불구하고 환매 청구일을 영업일에 포함(단, 토요일은 제외한다)하여 산정한다.

③ 제1항 및 제2항의 규정에 의하여 환매 청구를 받은 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사는 천재·지변, 유가증권시장의 폐쇄·휴장, 유가증권 등의 매각 지연 기타 이에 준하는 부득이한 사유로 인하여 제2항에서 정하는 날까지 수익증권을 환매할 수 없게 된 경우에는 지체 없이 그 사유 및 향후 환매 계획 등을 구체적으로 명시하여 수익자에게 서면으로 통지하여야 하며, 신탁재산이 처분되는

날로부터 제2 영업일의 기준가격을 적용하여 신탁재산이 처분되는 날로부터 제3 영업일에 환매대금을 지급한다.

제25조 (투자신탁의 일부해지)

<위탁회사가 판매회사를 통하여 수익증권을 판매하는 경우>

① 판매회사는 발행한 수익증권이 매각되지 아니한 때에는 이 투자신탁의 일부 해지를 위탁회사에 요청할 수 있으며, 수익자가 수익증권의 환매를 청구한 때에는 이 투자신탁의 일부 해지를 위탁회사에게 요청하여야 한다.

② 위탁회사가 판매회사로부터 이 투자신탁의 일부 해지 청구를 받은 경우에 해지 금액은 해지 좌수에 해당하는 신탁재산의 처분 등에 의하여 현금화한 금액으로 하되, 해지 청구일로부터 제3 영업일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 해지 청구일로부터 제4 영업일에 신탁재산의 일부 해지 대금을 판매회사에게 현금으로 지급한다.

③ 제2항의 규정에도 불구하고 해지대상 신탁재산 중 처분되지 아니한 재산이 있어 일부 해지에 응할 수 없는 경우에는 위탁회사는 지체 없이 그 사유 및 향후 일부 해지 계획 등을 구체적으로 명시하여 판매회사에 서면으로 통보하여야 한다. 이 경우 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 신탁재산이 처분되는 날로부터 제3 영업일에 신탁의 일부 해지 대금을 판매회사에 현금으로 지급한다.

다. (별지 제10호) 혼합투자신탁

제2조 (정의)

10. 영업일

【주식에 투자하지 않는 혼합투자신탁】 : 채권투자신탁을 준용한다. 【주식에 투자하는 혼합투자신탁】 : 주식투자신탁을 준용한다.

제11조 (수익증권의 매각)

【주식에 투자하지 않는 혼합투자신탁】 : 채권투자신탁을 준용한다. 【주식에 투자하는 혼합투자신탁】 : 주식투자신탁을 준용한다.

제16조 (수익증권의 환매)

【주식에 투자하지 않는 혼합투자신탁】 : 채권투자신탁을 준용한다. 【주식에 투자하는 혼합투자신탁】 : 주식투자신탁을 준용한다.

제25조 (투자신탁의 일부 해지)

【주식에 투자하지 않는 혼합투자신탁】 : 채권투자신탁을 준용한다. 【주식에 투자하는 혼합투자신탁】 : 주식투자신탁을 준용한다.

라. (별지 제11호) MMF

제12조 (기준가격의 계산 및 공시)

- ② 제1항의 기준가격 계산시 유가증권의 평가는 관계 법령 및 금감위가 정하는 바에 의하되, 비상장 채권에 대하여는 장부가(취득가액에 발행이율에 의한 경과이자를 가산하여 평가한 금액을 말한다. 이하 같다)로 평가한다. 다만, 이 투자신탁에 편입된 채권 등의 장부와 법 제29조 제2항의 규정에 의한 시가(이하 “시가”라 한다)의 차이를 수시로 확인하여야 하며, 신탁재산의 시가가 장부가의 1,000분의 5 이상을 하회하거나 하회할 우려가 있는 경우에는 지체 없이 당해 채권 등의 가격을 조정하거나 매각하는 등 적절한 조치를 취하여야 한다.

제16조 (수익증권의 환매)

- ② 수익자가 제1항 본문의 규정에 따라 수익증권의 환매를 청구하는 경우에 판매회사는 환매 청구일의 기준가격으로 당일 판매회사의 영업 점포에서 환매한다. 이 경우 환매 대금은 신탁의 일부 해지에 의하여 조성된 현금으로 지급한다.
- ③ 제1항 및 제2항의 규정에 의하여 환매 청구를 받은 위탁회사·수탁회사 또는 판매회사는 천재·지변, 유가증권시장의 폐쇄·휴장, 유가증권 등의 매각 지연 기타 이에 준하는 부득이한 사유로 인하여 제2항에서 정하는 날까지 수익증권을 환매할 수 없게 된 경우에는 지체 없이 그 사유 및 향후 환매 계획 등을 구체적으로 명시하여 수익자에게 서면으로 통지하여야 하며, 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일의 기준가격을 적용하여 신탁재산이 처분되는 날로부터 제2 영업일에 환매 대금을 지급한다.

- ④ 판매회사가 수익증권을 환매하는 경우에는 당해 수익증권의 소유기간(당해 수익증권의 매입일을 기산일로 하여 환매시 적용되는 기준가격 적용일까지를 말한다)별로 이익금의 범위 내에서 환매수수료를 받아 이를 전액 신탁재산에 편입한다.
(주) 환매수수료 징구기간 및 환매수수료율은 위탁회사가 자율적으로 정한다.

제25조 (투자신탁의 일부 해지)

- ② 위탁회사가 판매회사로부터 이 투자신탁의 일부해지청구를 받은 경우 그 해지금액은 해지 좌수에 해당하는 신탁재산의 처분 등에 의하여 현금화한 금액으로 하되, 해지청구일의 기준가격을 적용하여 해지하며, 위탁회사는 해지 청구일에 신탁재산의 일부 해지 대금을 판매회사에게 현금으로 지급한다.

<부록 B> 증권투자회사 기준가격 관련 법령 및 감독규정

1. 증권투자회사법

제47조 (발행 조건)

- ② 제1항의 경우 주식의 발행가액은 당해 증권투자회사가 보유하는 자산의 순자산액에 기초하여 대통령령이 정하는 방법에 따라 산정한다.

제50조 (환매의 청구)

- ⑤ 증권투자회사가 제4항의 규정에 의하여 주식을 매수하는 경우의 매수 가격은 순자산액에 기초하여 대통령령이 정하는 바에 따라 산정한 금액으로 하여야 한다.
- ⑦ 증권투자회사는 보유 유가증권의 매각 지연 등으로 제1항 또는 제2항의 규정에 의한 환매 청구를 받은 날로부터 15일 이내의 범위 안에서 정관이 정하는 날까지 제4항의 규정에 의한 매수 대금을 지급할 수 없는 경우에는 지체 없이 그 사실을 환매 청구를 한 주주에게 통지하여야 한다.

제54조 (자산의 평가)

- ① 증권투자회사는 유가증권시장에 상장되어 있는 유가증권 및 기타의 자산을 매일(개방형 증권투자회사가 아닌 경우에는 대통령령이 정하는 기간마다) 대통령령이 정하는 바에 따라 시가로 평가하여야 한다.
- ② 증권투자회사는 제1항의 규정에 의하여 평가한 순자산가치를 대통령령이 정하는 바에 따라 공고하거나 게시하여야 한다.

2. 증권투자회사법 시행령

제25조 (주식의 발행가액)

- ① 법 제47조 제2항의 규정에 의한 주식의 발행가액은 발행일 전일의 대차대조표상 자산 총액에서 부채 총액을 공제한 가액을 발행일 전일 현재의 발행주식 총 수로 나눈 금액으로 한다.
- ② 제1항의 규정에 불구하고 개방형 증권투자회사외의 증권투자회사의 주식의 발행가액은 제1항의 규정에 의한 금액 및 증권거래소 등에서 거래되는 가액을 고려하여 정할 수 있다.

제27조 (주식의 매수가액)

- ① 법 제50조 제5항의 규정에 의하여 증권투자회사가 주식을 매수하는 경우의 매수가액은 정관에서 정한 매수일 직전 영업일의 대차대조표상의 자산 총액에서 부채 총액을 공제한 가액을 발행주식 총 수로 나눈 금액(이하 이 조에서 “주당 순자산가치”라 한다)으로 한다. 이 경우 매수 자금 마련 등을 위하여 지급한 비용이 있는 경우에는 금융감독위원회가 정하는 바에 따라 이를 추가로 공제할 수 있다.
- ② 제1항의 규정에 불구하고 정관에서 주식을 운용 대상에 포함하고 있는 증권투자회사가 주식을 매수하는 경우의 매수가액은 매수일 전전 영업일의 주당 순자산가치로 한다.

제29조 (자산의 평가)

- ① 법 제54조 제1항에서 “대통령령이 정하는 기간”이라 함은 1주일을 말한다.
- ② 법 제54조 제1항의 규정에 의한 자산 평가는 다음 각 호의 기준에

의한다.

1. 유가증권시장·증권거래법 제2조 제14항의 규정에 의한 협회중개시장 또는 이와 유사한 시장으로서 외국에 있는 시장에서 거래되는 유가증권의 경우에는 다음 각 목의 시가
 - 가. 상장 주식: 평가 기준일에 증권거래소에서 거래된 최종 시가
 - 나. 비상장 주식으로서 협회중개시장에서 시세가 형성되는 비상장 주식: 평가 기준일에 협회중개시장에서 거래된 최종 시가
 - 다. 주가지수 선물: 증권거래소가 발표하는 평가 기준일의 선물 정산 가격
 - 라. 주가지수 옵션: 증권거래소가 발표하는 평가 기준일의 매매 증거금 기준가격
 - 마. 상장 채권(평가 기준일이 속하는 달의 직전 3월간 계속 매월 10일 이상 증권거래소에서 시세가 형성된 채권에 한한다): 평가 기준일의 증권거래소에서 거래된 최종 시가
 - 바. 외화 표시 유가증권으로서 상장 주식 및 상장 채권: 평가 기준일의 최종 시가
 2. 제1호의 유가증권 외의 자산의 경우에는 재정경제부령이 정하는 바에 의하여 산정한 시가
- ③ 평가 기준일에 거래 실적이 없는 등 제2항 제1호의 규정을 적용하기 곤란한 경우의 시가는 재정경제부령으로 정한다.
 - ④ 증권투자회사가 법 제54조 제2항의 규정에 의하여 순자산가치를 공고·게시하는 경우에는 제24조의 규정을 준용한다.

제30조 (투자 자산의 분배)

- ① 증권투자회사는 법 제55조 제1항의 규정에 의하여 이익을 초과하여 금전 분배를 하고자 하는 경우에는 정관에 분배 방법 및 시기

를 미리 정하여야 한다.

- ② 증권투자회사는 법 제55조 제2항의 규정에 의하여 이익금 전액의 배당을 새로이 발행하는 주식으로써 하고자 하는 경우에는 정관이 정하는 바에 따라 발행할 주식의 수, 발행 시기 등 주식 발행에 필요한 사항에 관하여 이사회 의 결의를 거쳐야 한다.

3. 증권투자 시행규칙

제8조 (자산의 평가 기준)

- ① 영 제29조 제2항 제2호의 규정에 의한 자산의 평가는 다음 각 호의 방법에 의한다.
 - 1. 비상장 주식(영 제29조 제2항 제1호 나목의 비상장 주식을 제외한다): 취득원가
 - 2. 채권(영 제29조 제2항 제1호 마목 및 바목의 채권을 제외한다): 증권거래법 제162조의 규정에 의한 한국증권업협회가 매일 공시하는 최종 호가 수익률 또는 금융감독기구의설치등에관한법률에 의하여 설립된 금융감독원의 원장이 채권가격 평가 기관으로 지정하는 자가 제공하는 가격 정보를 기초로 하여 보증 여부, 발행기업의 신용도, 잔존 기간 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법
 - 3. 제1호 및 제2호 외의 자산: 주식회사의외부감사에관한법률 제13조의 규정에 의한 기업회계처리기준에 따라 당해 자산의 특성 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법
- ② 영 제29조 제3항의 규정에 의하여 평가 기준일에 거래 실적이 없는 등의 경우의 자산의 평가는 다음 각 호의 방법에 의한다.
 - 1. 평가 기준일의 최종 시가가 없는 상장 주식: 평가 기준일부터

순차적으로 소급하여 증권거래법 제71조의 규정에 의한 한국증권거래소에서 거래된 최종 시가

2. 평가 기준일의 최종 시가가 없는 영 제29조 제2항 제1호 나목의 비상장 주식: 평가 기준일부터 순차적으로 소급하여 증권거래법 제2조 제14항의 규정에 의한 협회중개시장에서 거래된 최종 시가
3. 부도 유가증권 등(발행인의 당좌거래 정지·화의 신청·회사정리 절차 개시 신청 또는 파산 신청 등으로 인하여 원리금의 전부 또는 일부를 회수할 수 없을 것으로 예상되는 채권·어음 등을 말한다): 원리금의 회수 가능성을 고려하여 금융감독위원회가 정하는 방법
4. 기타 자산: 가장 최근의 거래 실적과 당해 자산의 특성 등을 감안하여 금융감독위원회가 정하는 방법

4. 증권투자회사 감독규정

제20조 (자산의 평가) 증권투자회사가 보유하고 있는 유가증권 기타 자산의 평가는 증권투자신탁업 감독규정 제4장 제3절의 규정을 준용한다.

<부록 C> 해외 투자 펀드의 가치 평가를 위한 주요국의 규제

<p>호주</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 호주의 도소매 펀드 운용사 및 생보사를 대표하는 비영리 국영 조직인 The Investment and Financial Services Association Limited(이하 IFSA)는 펀드 자산 및 부채의 가치 평가와 순자산 가치 결정에 대한 표준 규정 및 절차를 두고 있음 • IFSA 회원사들(펀드 운용사 및 생보사)의 이사회에서는 윤리 규정을 통해 각 회원사들이 IFSA의 기준가격 결정을 위한 표준 규정을 준수하도록 의무화 하고 있으며, 이를 위반시 제재를 받음 • IFSA Standard 9.00의 Section 9는 펀드 자산 및 부채의 가치 평가 원칙의 내용을 제공하고 있으며, Section 10은 Section 9에 대한 구체적인 활용 방안을 제시하고 있음
<p>버뮤다</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 버뮤다의 펀드 규제기관으로 Bermuda Monetary Authority가 있음 • 관련 법 규정은 The Companies Act 1981, Bermuda Monetary Authority Act 1969, the Bermuda Monetary Authority Regulations 1998이 있으나, 펀드의 가치 평가에 대한 규제 내용은 없음 • 펀드에 대한 자산의 평가, 환매 및 발행 가격 결정을 위한 규정은 개별 펀드들의 Offering Memorandum에 있으며, 일반적으로 펀드 산업의 Best Practice에 기초함

자료: “The Valuation of Globally Invested Portfolios,” presented in ICI Globalisation of Mutual Funds Conference 2002, Deloitte & Touche.

<앞에서 계속>

<p>케이만 군도</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 규제 기관으로 The Cayman Islands Monetary Authority가 있으나, 이 기관은 펀드의 가치 평가에 대한 규정을 두고 있지 않음 • 가치 평가에 대한 절차는 개별 펀드들의 Offering Memorandum에 있으며, 일반적으로 펀드 산업의 Best Practice에 근거함
<p>프랑스</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 미국 SEC와 같은 프랑스 규제 기관으로 The Commission des Operations de Bourse(이하 COB)가 있으며, 회계 문제를 다루는 기관으로 The Conseil National de la Comptabilite(이하 CNC)가 있음 • 만일 어떤 가치 평가 문제가 COB, CNC에서 규제되지 않는다면, 프랑스 펀드 매니저 협회인 The Association Francaise de la Gestion Financiere(이하 AFG ASFFI)가 이 문제와 관련해 권고안을 만들며, 이 역시 여의치 않을 경우 Best Practice가 활용됨 • 프랑스에서는 회계 실무 관행이 법으로 규제됨
<p>아일랜드</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 아일랜드의 투자 산업은 The Central Bank of Ireland에 의해 규제되며, The Central Bank of Ireland는 The UCITS Regulations 1989, The Unit Trusts Act 1990, The Companies Act 1990 과 같은 다양한 법률로부터 그 권위를 받음 • The Central Bank of Ireland는 집합투자기구 자산(the Assets of Collective Investment Schemes)에 대한 Guidance Note를 2000년 1월에 발간했음 • Guidance Note에서는 “자산의 가치는 이사(directors), 펀드매니저, general partner에 의해서 조정된다. 조정은 통화, 시장성, 거래 비용, 기타 다른 관련 사항의 내용을 감안해 공정한 가치를 반영하는데 필요하다.”고 명시하고 있음 • 가치 평가를 조정하기 위한 논리는 명백히 문서화해야 하며, 가치 평가에 대한 기본적인 내용과 정책은 투자설명서에 있음

<앞에서 계속>

일본	<ul style="list-style-type: none"> • 해외 포트폴리오의 가치 평가에는 업계 규제 기관인 일본 투신협회(Japanese Investment Trust Association: 이하 JITA)와 증권투자신탁 및 증권투자법인에 관한 법령이 적용됨 • B/S, P/L, Supplemental Schedules and Business Report of Investment Trust에 대한 규정은 Japanese GAAP에 있음 • Japanese GAAP 내의 Accounting Standards for Financial Instruments에는 펀드 포트폴리오의 가치 평가에 대한 세부적인 절차가 없으며, JITA에 의해 준비된 the industry guideline이 유일한 실무 규정임 • 필요하다면 일본 CPA(공인회계사) 기구가 항상 JITA와 상의할 수 있음 • 아직 미국의 SEC에 필적하는 기관으로서 공정한 가치를 평가하도록 하는 기구는 없음
룩셈부르크	<ul style="list-style-type: none"> • Best Practice 및 UCI(Undertakings for Collective Investment) Law에 의해 따르며, 그렇지 않을 경우 Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement(ALFI)가 지침을 제공
영국	<ul style="list-style-type: none"> • Venture Capital은 British Venture Capital Association guidelines, Unit Trusts and Open End Investment Companies(이하 OEICs)는 Financial Services Authority(이하 FSA), Investment Trusts는 Statements of Recommended Practice(이하 SORP)가 규제하며, 영국 회계 전문 자을 기구인 The Accounting Standards Board and Auditing Practices Board가 있음 • 펀드 가치 평가 시스템은 위의 정부 · 산업 규제 기관 및 업계 관행이 복합적으로 규제함 • 특정 상황이 위의 규제 기관으로 규제되지 않을 경우 FSA, Treasury 등과 업계가 연계돼 해결할 것임

<부록 D> 해외 투자 펀드의 가치 평가시 주요국의 특징

호주	<ul style="list-style-type: none"> · 펀드 유닛당 가격은 매일 매일 계산되며, 미국 주식의 경우 전일 종가를 펀드 가격에 반영함 · 펀드 가입 및 환매시 펀드 가격은 당일 종가를 반영함 (forward pricing)
케이만 군도	<ul style="list-style-type: none"> · 케이만 군도의 규정은 해외 각 지역에 근거를 둔 펀드들이 기관투자자들(sophisticated investors)을 만족시키도록 하려는 논리에 근거함 · 예를 들면, 각 펀드들은 그들의 투자설명서에 모든 것을 공시하도록 하고 있으며, 투자자들이 펀드 가입 전에 투자설명서의 모든 내용을 다 파악하고 있다고 전제함
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> · 시장 가격을 사용하는 것이 원칙이나, 펀드매니저가 판단하기에 많은 부분이 시장 가격에 반영되지 않았다고 생각될 때와 비상장 종목에 대해서는 공정한 가치를 사용함 · 프랑스 뮤추얼펀드의 경우 투자자가 거래일 T일에 가입하고자 할 경우 T일 오후 2시까지 가능하며, 이 때 적용되는 펀드 매입 가격은 T일의 개장가가 적용됨 · 따라서 시장이 상승할 경우 오후 2시 이전까지 펀드에 가입한 후, 2시 이후에 펀드를 환매하게 되면 차익이 발생할 수 있음 · 이러한 market timers를 줄이려는 한 방법으로 펀드 가입자에게 가입 수수료가 부과되고 있음 · 프랑스에서는 현재 펀드 가격 결정시 적시적인 가격이 반영되도록 하려는 것이 최근의 추세임

자료: "The Valuation of Globally Invested Portfolios," presented in ICI Globalisation of Mutual Funds Conference 2002, Deloitte & Touche.

<앞에서 계속>

<p>버뮤다</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 일반적으로 시장에서 가장 최근에 거래된 가격을 이용하지만 이러한 가격을 이용할 수 없거나 공정한 가격을 반영하지 않았다고 판단되면 이사회가 신의성실 원칙에 따라 공정한 가격을 결정함 • 가치 평가는 일반적으로 증권거래소나 다른 규제된 시장에서 결정된 시장 가치에 기초하며, 그러한 가격들을 이용할 수 없다면(상장되지 않았거나, 호가되지 않았을 경우), 현재의 시장 상황에 근거해서 계산되어야 함 • 증권이 한 개 이상의 증권거래소 또는 규제된 시장에서 거래 혹은 호가된다면, 가격 결정은 주요 시장(principal market)으로부터 얻은 자료를 이용해야 함 • 일반적으로 펀드 유닛당 가격 결정을 위해 독일 증권 등의 경우 유럽 중앙 시간으로 오전 12시의 시장 가격을 사용함 • 미국의 증권들은 전일 종가를, 아시아 증권들은 당일 종가를 사용함 • 어떤 펀드 관리자들은 차익거래를 예방하기 위해 forward pricing을 사용하지만, 모든 펀드 관리자들에 의해 적용되지는 않음
<p>아일랜드</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 펀드 가격을 결정하기 위해 그리니치 표준시간으로 오전 12시의 가격을 사용하되, 미국의 증권들은 전일 종가를 사용하고, 아시아 증권들은 당일 종가를 사용함 • 펀드 가입 및 환매시 일반적으로 펀드 가입일 다음 영업일 가격으로 결정됨 • 펀드 가입시 preliminary charge라는 수수료가 주당 순자산가치에 부과됨

<앞에서 계속>

일본	<ul style="list-style-type: none"> • 투자신탁의 가격은 일반적으로 도쿄 시간으로 오후 3시에 결정됨 • 거래소에 거래되는 증권들은 거래소가 종료되는 시점인 오후 3시의 종가를 사용하며, 비상장 증권들은 증권업협회, 증권회사, 은행, 또는 독립적인 가격 제공자(independent pricing vendors)들로부터 얻은 가격을 사용함 • 해외 증권들은 브로커가 제시하는 가격이나 블룸버그를 포함해서 가격 제공자(pricing vendors)들의 가격들을 이용함 • 비유동적인 증권들은 가장 최근에 결정된 가격을 사용함 • 대부분의 일본 투자신탁은 국내 채권과 주식에 투자하고 해외 증권에 투자하지 않음
룩셈부르크	<ul style="list-style-type: none"> • 만일 거래소에서 최종 가격을 알 수 없거나, 거래소 혹은 다른 규제된 시장에 상장 및 거래되지 않는 증권의 경우, 가치 평가는 이사회와 신의성실에 의해 추정된 가치를 이용함
영국	<ul style="list-style-type: none"> • Unit Trusts의 경우 가치 평가 시점이 공개되어야 하며, 오전 12시와 오후 4시가 일반적인 가치 평가 시점임