

투신산업 신뢰성 회복을 위한
제도 검토 및 시사점
-가치평가 및 가격산정을 중심으로

2000. 10

연구위원 노 희 진
연구위원 오 혜 진

한국증권연구원

— <著者 註> —

최근 국내외 금융환경의 변화에 따라 국내 금융산업의 국제적 정합성 제고를 통한 경쟁력 강화 방안이 활발히 논의되고 있습니다. 그러나, 지난해 7월 이후 대우사태 및 현대그룹의 유동성 위기 등으로 금융시장의 불안요소가 증가하면서 시장의 불안정성이 증대되었습니다. 이와 함께 2000년 7월부터 채권의 시가평가가 시행됨에 따라 투신산업에 대한 각계의 우려와 기대가 모아지고 있습니다.

투신산업의 총설정잔고는 '91년 26조원에서 지속적인 상승세를 보여, '99년 7월에는 255조원을 기록하게 되었습니다. 그러나, 지난해 7월 대우사태 이후 계속적인 자금이탈이 이루어져 2000년 10월 17일 현재 154조원을 기록하고 있습니다. 대우 사태, 현대 유동성 위기 등으로 인해 자본시장의 불안감이 증폭되어, 투신산업에서의 지속적인 환매가 발생하였는 바, 재벌경제 체제가 경제전반에 미치는 부정적인 영향을 단적으로 보여준 예라고 할 수 있습니다.

직접금융시장의 규모는 전세계적으로 증가하고 있는 추세이며, 직접 금융시장을 통하여 기업에게 더 효율적으로 자금을 공급할 수 있다는 것은 잘 알려져 있습니다. 우리 나라도 자금 경색을 해소하고, 기업에게 더 효율적으로 자금을 공급하기 위해서는 자금의 흐름을 투신업계로 돌려 직접 금융시장을 활성화시킬 필요가 있습니다. 이를 위해서는 시장에서 투자자들의 투신산업에 대한 신뢰성 회복이 절대적으로 필요한 시점이라 생각됩니다. 신뢰성 회복의 필수요건으로 펀드의 가치평가 및 가격산정의 공정성 확보를 들 수 있습니다.

본 보고서에서는 시가 평가제도 실시 3개월여가 지난 시점에서 투신산업의 규모 변화와 그 주요 원인을 살펴 보고, 시장에서의 신뢰성 회복을 위한 관련제도 검토를 통하여 시사점 및 제언을 제시해보고자 하였습니다.

본 보고서가 투신산업의 신뢰성 회복에 조금이라도 도움이 되길 바라면서, 향후 관심 있는 독자 여러분과 함께 투신산업의 변화와 발전을 위한 다각도의 논의가 이루어지기를 바랍니다. 독자 여러분의 많은 지적과 의견을 기대합니다.

의견을 개진하여 주실 분은 아래의 연락처를 이용하여 주시기 바랍니다.

연락처 수신인 : 노 희 진
오 혜 진

e-mail: hjnoh@ksri.org

Tel: (02)3771-0682~3

Fax: (02)3771-0687

< 목 차 >

I. 서 론	1
II. 최근 투신산업의 규모 변화 및 그 주요 원인	3
1. 국내 투신산업의 규모 변화	3
2. 대우 사태가 투신산업에 미친 영향	8
3. 현대 유동성 위기가 투신산업에 미친 영향	14
III. 펀드 가치평가제도의 국내외 현황	19
1. 가치평가 및 가격산정에 대한 이해	19
2. 외국의 현황	36
3. 국내의 현황	43
IV. 국내의 채권시가평가제도 도입	50
1. 채권시장 현황	50
2. 채권 시가평가제도의 현황	53
3. 채권 시가평가 시행의 영향	65
V. 펀드 가격산정에 영향을 미치는 기타 사항	69
1. 펀드의 수수료	69
2. share/units의 상황	78

VI. 펀드평가산업의 활성화 필요	81
1. 국내 펀드 평가산업의 현황	81
2. 펀드 평가의 문제점	83
VII. 투신산업 신뢰성 회복을 위한 시사점 및 제언 .	87
1. 최근 재벌기업 부실로부터의 시사점	87
2. 국내외 펀드 가치평가제도 비교로부터의 시사점	88
3. 채권 시가평가제도 관련 제언	90
4. 국내 수수료 제도 관련 제언	91
5. 펀드 평가산업 관련 제언	92
<참고문헌>	93

<표 목차>

<표 II-1> 투신산업의 설정잔고	3
<표 II-2> 투자신탁 현황	4
<표 II-3> 신탁재산 운용현황	5
<표 II-4> 추가형 및 단위형 설정 현황	6
<표 II-5> 폐쇄형 증권투자회사 현황	6
<표 II-6> 증권투자회사의 재산운용 현황	7
<표 II-7> 최근 투신산업의 수탁고 증감 현황	7
<표 II-8> 1단계 금융시장 안정대책 주요 내용	11
<표 II-9> 2단계 금융시장 안정대책 주요 내용	12
<표 II-10> 현대 사태 일지	15
<표 III-1> 가치평가 기준	23
<표 III-2> 희석화(Dilution)	30
<표 III-3> 집중화(Concentration)	30
<표 IV-1> 채권 종류별 발행(상장)잔액	50
<표 IV-2> 종류별 채권상장 현황	51
<표 IV-3> 상장 채권 요약	51
<표 IV-4> 채권 장외거래 요약	52
<표 IV-5> 기준수익률 산정 방식	61
<표 IV-6> 채권 신용평가의 도입과정	63
<표 V-1> 수수료의 효과 I	70
<표 V-2> 수수료의 효과 II	71

<표 V-3> 계약형 펀드의 수수료	76
<표 V-4> 회사형 펀드의 수수료	77
<표 VII-1> 펀드 가치평가 관련 주요 내용 비교	89

<그림 목차>

<그림 II-1> 투신산업 설정잔고 변화 추이	4
---------------------------------	---

I. 서론

- 최근 국내외 금융시장의 세계화 및 개방화 추세에 따라 국내 금융산업의 국제적 정합성 제고를 통한 경쟁력 강화 방안이 활발히 논의되어 왔음.
 - 특히, 금융위기 이후 국내 금융산업과 관련된 금융환경은 경제주체의 자발적인 구조조정을 통한 변화와 개혁을 통해 금융산업의 구도를 선진화시킬 것을 요구하고 있음.
 - 따라서, 금융산업과 관련하여 각종 제도에 대한 정비와 함께 이를 보다 구체적으로 현실화시킬 수 있는 각 개별주체들의 노력이 필요한 시점임.

- 금융구조조정의 성공적인 수행을 통한 금융시장 발전방안에 대하여 각계의 논의가 진행되어 왔음에도 불구하고, 지난해 7월 이후 대우사태, 현대유동성 위기 등은 금융시장의 불안 요소를 증가시켜 시장의 불안정성이 증대되는 결과를 초래하였음.
 - 특히, 국내 금융산업에서 큰 비중을 차지하고 있으나 그간 수많은 문제점을 노정시켜 왔던 투신산업은 대우사태, 현대 유동성 위기 등 일련의 금융시장 불안 요소와 금융환경 변화로 영향을 받아 왔음.
 - 이와 함께, 정부가 금융산업의 선진화를 도모하기 위한 조치로써 국제적인 수준의 자산평가제도를 확립하기 위해 2000년 7월부터 채권의 시가평가를 시행함에 따라 투신산업에 대한 각계의 우려와 기대가 모아졌음.

- 본 보고서에서는 첫째, 시가 평가제도의 실시 이후 투신산업의 전반적인 규모 변화 및 그 주요 원인이라 할 수 있는 대우사태 및 현대 유동성 위기에 관하여 살펴 보았음.
 - 1990년대 이후 투신산업의 지속적인 성장이 이루어졌으나 1999년 7월 대우사태 이후 투신산업의 규모는 감소세로 돌아섰고, 시가평가제도가 실시된 2000년 7월 이후 다시 약간의 증가세를 보이고 있음.

- 둘째, 시장의 신뢰성 회복이 무엇보다도 중요한 바, 이와 관련된 투신산업의 주요 제도를 검토하였음.
 - 펀드의 가치평가 및 가격산정에 대한 개념적 이해를 바탕으로 가치평가제도의 국내외 현황을 검토하였음.
 - 합리적이고 체계적인 가치평가제도의 정착을 위해 2000년 7월부터 시행된 채권시가평가제도에 대해 분석하고 그 영향을 살펴 보았음.
 - 가치평가와 가격산정에 영향을 미치는 펀드 수수료 부과 및 상환과 관련하여 수수료의 일반적인 구조 및 국내 현황을 살펴 보았음.
 - 투신산업의 체계적 발전을 위한 기본 하부구조라 할 수 있는 국내 펀드 평가산업의 현황과 문제점을 고찰하였음.

- 마지막으로, 대우 사태 및 현대의 유동성 위기 등 일련의 사건들과 국내외 가치평가제도의 비교를 통해 국내 투신산업이 갖는 시사점을 파악하고, 채권 시가평가제도, 국내 수수료 제도 및 펀드 평가제도와 관련하여 제언을 제시하였음.

Ⅱ. 최근 투신산업의 규모 변화 및 그 주요 원인

1. 국내 투신산업의 규모 변화

- <표 Ⅱ-1>과 <그림 Ⅱ-1>은 1990년대 이후 국내 투신산업의 설정잔고 및 그 변화추이를 나타내고 있음.
- 90년대 들어 꾸준한 상승세를 보이다가 1998년부터는 급격한 상승세를 나타냈으나, 1999년 7월 대우 사태 등을 겪으면서 감소세를 시현하였음.
- 그러나, 시가평가제도가 실시된 2000년 7월 이후 다시 약간의 증가세를 보이고 있음.

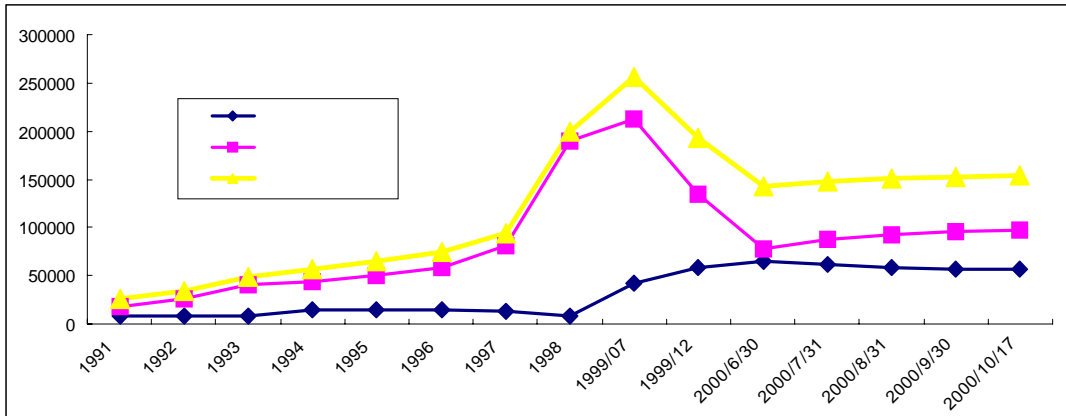
<표 Ⅱ-1> 투신산업의 설정잔고

(단위 : 십억원, 개)

일 자	펀드 수	운용사 수	주식형 펀드	공사채형 펀드	합 계
1991	511	14	8,723	17,941	26,665
1992	705	14	7,999	26,614	34,613
1993	1,149	14	8,369	39,800	48,169
1994	1,404	14	14,143	43,272	57,415
1995	1,943	14	14,441	50,148	64,589
1996	2,869	29	15,134	59,148	74,282
1997	5,436	49	12,412	81,707	94,119
1998	13,442	35	8,671	189,983	198,654
1999. 7	11,043	33	42,362	213,178	255,540
1999.12	14,063	33	57,868	134,452	192,320
2000. 6.30	13,742	32	64,966	77,350	142,317
2000. 7.31	13,340	33	61,023	86,908	147,931
2000. 8.31	13,187	32	58,371	92,847	151,218
2000. 9.30	11,921	32	57,348	95,889	153,237
2000.10.17	11,244	31	56,791	97,862	154,653

자료 : 투신협회.

<그림 II-1> 투신산업 설정잔고 변화 추이



○ <표 II-2>의 투자신탁 개황을 보면 2000년 10월 7일 현재, 펀드의 수는 총 11,228개이고 설정잔고는 145조원임.

— 공사채형 총 설정잔고는 86조 8,960억원, 주식형 총 설정잔고는 58조 6,230억원으로 공사채형이 주식형 보다 비중이 높음.

<표 II-2> 투자신탁 현황 (2000년 10월 7일 현재)

(단위 :개, 십억원)

	종목 수			설정잔고		
	주식형	공사채형	계	주식형	공사채형	계
투신운용	5,089	6,062	11,151	58,328	86,533	144,861
종합금융	16	61	77	295	363	658
계	5,105	6,123	12,228	58,623	86,896	145,519

자료 : 『주간 투자신탁 가격정보』, 투신협회, 2000.10.9.

○ <표 II-3>은 펀드의 유형별 신탁재산의 운용현황을 나타내고 있음

— 주식형 펀드는 약 53조원이고, 공사채형은 약 90조원임.

— 과거 설정된 국내의 주식형 수익증권은 미국의 혼합형 펀드

(balanced or hybrid fund)와 유사함.

- 전체 주식형 증권은 주식 22.44%, 공사채 47.64%, 기타 현금자산 29.92%로 구성되어 있음.
- 공사채형의 경우도 공사채 편입비율은 69.26%이고 나머지 30.74%는 기타 현금자산으로 이루어져 있음.
 - 현금자산의 비율이 큰 것은 환매를 대비하여 충분한 유동성을 확보하고자 했기 때문임.
 - 이러한 지나친 현금자산 보유는 수익성의 저해요인이 될 수도 있음.

<표 II-3> 신탁재산 운용현황 (2000년 10월 7일 현재)

(단위 : 십억원)

	주식형				공사채형		
	편입 주식	편입 공사채	기타	소계	편입 공사채	기타	소계
투신운용	11,929	25,145	15,816	52,890	62,337	27,672	90,009
종합금융	10	202	102	314	272	111	383
합 계	11,939	25,347	15,918	53,204	62,609	27,783	90,392

자료 : 『주간 투자신탁 가격정보』, 투신협회, 2000.10.9.

- <표 II-4>는 펀드를 매입과 환매가 자유로운 추가형과 만기까지 매입 및 환매에 제약을 받는 단위형으로 분류한 설정 현황임.
- 추가형 펀드의 경우, 공사채형은 5,638개로 전체 추가형 펀드 중 58.2%를, 주식형은 4,037개로 41.7%를 차지하고 있어 공사채형에서 비중이 더 높음.

<표 II-4> 추가형 및 단위형 설정 현황 (2000년 10월 7일 현재)

(단위 : 개, 억원)

	공사채형				주식형				합계	
	추가형		단위형		추가형		단위형			
	펀드	설정액	펀드	설정액	펀드	설정액	펀드	설정액	펀드	설정액
투신운용	5,578	821,779	349	41,317	4,034	399,789	758	175,608	10,670	1,438,489
종합금융	60	3,636	0	0	3	641	11	2,291	74	6,567
합 계	5,638	825,415	349	41,317	4,037	400,430	769	177,899	10,793	1,445,056

자료 : 『주간 투자신탁 가격정보』, 투신협회, 2000.10.9.

- <표 II-5>는 폐쇄형 증권투자회사를 요약한 것으로, 2000년 10월 7일 현재, 총 77개의 증권투자회사가 설립되었고, 총 설정잔고는 4조 1,440 억원임.

<표 II-5> 폐쇄형 증권투자회사 현황 (2000년 10월 7일 현재)

(단위 : 개, 십억원)

종목 수			총 설정잔고		
주식형	공사채형	계	주식형	공사채형	계
75	2	77	4,129	15	4,144

자료 : 『주간 투자신탁 가격정보』, 투신협회, 2000.10.9.

- <표 II-6>은 증권투자회사의 재산 운용 현황을 보여주고 있음.
 - 주식형 증권투자회사는 주식이 45.30%(1조 5,640억원), 채권이 3.19%(1,100억원), 기타 51.51%(1조 7,780억원)이고, 공사채형은 채권 93.75%(150억원), 기타 6.25%(10억원)로 구성되어 있음.

<표 II-6> 증권투자회사의 재산운용 현황 (2000년 10월 7일 현재)

(단위 : 십억원)

주 식 형				공 사 채 형		
총자산	편입주식	편입공사채	기타	총자산	편입공사채	기타
3,452	1,564	110	1,778	16	15	1

주 : 주1회 제출회사는 제외되었으며, 기타펀드로 분류하여 표시하였음.

자료 : 『주간 투자신탁 가격정보』, 투신협회, 2000.10.9.

○ 채권 시가평가가 실시된 2000년 7월 1일 이후의 수탁고 변화를 살펴 보면 다음과 같음.

— 6월 30일 현재 수탁고 142조원에서 7월 25일 현재 146조원으로 4조 원 정도 증가했고, 10월 17일 현재 151조원으로 약 9조원 정도 증가했음.

- 주식형에서 10조 정도 감소
- 혼합형에서 4조, 채권형에서 4조, MMF에서 10조, 신탁형에서 9천억 이상 증가

— 시가평가 대상외인 MMF가 10조 증가하고 시가평가대상인 채권 펀드에서도 4조 가량의 증가했음.

<표 II-7> 최근 투신산업의 수탁고 증감 현황

(단위 : 억원)

	99/12/30	2000/6/30	2000/7/31	2000/8/31	2000/9/30	2000/10/17
주식형	555,598	130,088	20,229	21,03021	21,726	21,964
혼합형	0	519,576	590,006	562,682	551,756	545,948
채권형	1,062,704	443,293	457,227	483,382	530,497	664,252
MMF	216,224	245,156	318,747	348,771	332,200	352,885
신탁형	48,524	85,057	93,105	96,320	96,191	99,155
합계	1,883,050	1,423,170	1,479,314	1,512,184	1,532,372	1,546,526

자료 : 투신협회.

2. 대우 사태가 투신산업에 미친 영향

가. 대우 사태 이후 투신산업의 동향

- 금융위기 이후 대우사태 이전까지 간접금융시장에서 직접금융시장으로의 자금 유입으로, 투신산업의 규모는 대폭적인 증가세를 시현해 왔음.
 - 투신산업(투자펀드와 증권투자회사)의 총 펀드 설정잔고는 1997년 말의 94조원에서 1999년 7월에는 255조원까지 대폭 증가했음.

- 대우 사태 이후 투신업계로부터의 자금유출이 지속되었고, 투신산업의 영업환경은 더욱 악화됨.
 - 특히 투신산업의 자금흐름에 큰 영향을 미쳐 대우 사태 이후 1999년 12월, 투신업계의 총 설정잔고는 192조원으로 감소하기 시작하였음.
 - 대우그룹의 무보증 채권이나 기업어음을 투신권에서 상당수 보유
 - 개별 투자자들의 조기 상환요구가 가열될 것으로 예상되었음.

- 1997년말 금융위기 이후, 대우그룹 계열사들은 회사채와 기업어음의 발행을 통해 필요한 자금을 증가시켜왔음.
 - 1998년중 그룹 전체 매출은 전년대비 25%증가¹⁾하였으나, 외상매출금 등 매출채권 급증에 따라 현금흐름은 오히려 크게 악화되었음.

1) '98년 대우그룹의 매출액 증가 실적을 살펴 보면, 그룹 전체적으로 61조원 증가하여 전년대비 25.0%의 증가율을 시현하였고, (주)대우 53.7%, 대우중공업 11.4%, 대우전자 21.8%의 증가율을 보였음.

- 이러한 자금부족을 만회하기 위해 자금을 회사채나 CP 등 금융차입으로 조달하였고, 금융위기 이후 2배 가량 증가한 금융비용으로 당기순이익은 큰 폭의 적자로 반전되었음.
- 결국, 1999년 7월 19일 대우그룹은 구조조정 가속화 계획을 발표하였고, 이후 금융시장의 불안이 급격히 증가하게 되었음.

○ 1999년 11월 현재, 대우그룹의 무보증채권은 18조여원으로 이 중 투신사가 1조 3천억원, 투신운용사 4천억원, 판매 증권사 1조 5천억원의 손실 분담이 추정되었음.²⁾

○ 투신권의 대우채권 비율이 높은 이유

- 펀드간의 수익률 경쟁 심화에 따라 위험이 높음에도 불구하고 대우채권과 기업어음 매입을 증가시켰음.
 - 1998년 이후 대우채권의 유통수익률은 다른 채권보다 2~3% 높았고, 기업어음 수익률은 연 15%에 달했음.

○ 대우 사태 이후 투신권의 자금이탈 현상

- 대우채권 편입 수익증권에 대한 부실 우려로 공사채형 수익증권에서 은행 저축성예금으로의 자금이동 현상이 나타났으나, 환매 속도는 점차 둔화되었음.
 - 은행 저축성 예금 잔액은 1999년 7월 18일 236조 3천억원에서 10월 4일에는 261조 5천억원으로 증가한 반면, 공사채형 수익증권 잔액은 같은 시기에 214조 9천억원에서 174조 3천억원으로 감소³⁾

2) 금감위 보도자료 1999년 10월 5일자 참조.

3) 한국은행, “일일 금융시장 동향” 참조.

나. 대우사태 이후 정부의 정책

○ 대우채권이 편입된 수익증권의 일정 부분에 대한 환매 연기 조치

- 환매제한의 법적 근거는 증권투자신탁업 감독규정 제47조의 “천재 지변 등 부득이한 경우엔 투신사들이 금융감독위원장의 승인을 얻어 환매를 연기할 수 있다”는 규정임.
- 1999년 11월 9일까지는 대우채권 편입 수익증권의 50%, 2000년 2월 7일까지는 80%, 2월 8일부터 6월 30일까지는 95%를 환매할 수 있도록 함.

○ 정부가 제시한 금융시장 안정화 대책

- 1단계 금융시장 안정대책은 대우 사태가 투명하고 실효성 있는 방향으로 해결되어 국내외 투자자의 신뢰도를 제고시켜 금융시장을 안정화시키고자 마련됨. (<표 II-8> 참조)
 - 금리 안정기조 유지
 - 투신사 환매대책의 원활한 추진
 - 금융권 자율협력 지속 추진
 - 채권 수요기반의 확충
 - 공적자금 추가지원 검토
- 2단계 금융시장 안정대책의 핵심적인 내용은 시중금리 수준의 안정, 투신사 수익증권의 환매억제, 대우처리의 조기 가시화 등임.(<표 II-9>참조)
 - 시장금리 안정을 위한 채권시장안정기금 확충 및 투신 매각채권의 무제한 매입방안 마련

- 기존 펀드에 대한 채권시가평가제 실시 유보
- 대우 무보증채에 대해 기간별로 50~95% 지급 보장
- 대우문제에 대한 불확실성 및 시장의 불안감 해소 노력
- 투신권의 수신제고를 위한 그레이펀드 조성 허용

<표 II-8> 1단계 금융시장 안정대책 주요 내용

-저금리 정책 기조 유지	-최근 회사채 금리가 상승하고 있지만 이러한 현상이 장기화되지 않도록 적극적으로 대응하여 한국은행은 콜금리를 낮은 수준에서 유지하고 충분한 유동성을 공급하는 등 저금리 기조를 견지할 것임
-기관투자자들의 수익증권 환매요구 자체	-수익증권 환매요청 사례가 일부 있으나 투신사가 신규로 인수하는 회사채와 CP에 대한 충분한 담보가 제공되는 점을 감안하여 지나친 기우로 봄
-채권 수요기반 확충	-금융기관의 채권형 뮤추얼 펀드 투자 촉진 및 국공채 전용 뮤추얼 펀드 설립 등 채권시장 활성화 방안 강구
-공적자금 추가지원 검토	-금융기관의 건전성 유지를 위해 필요할 경우 공적자금을 추가 투입할 것임 -개인 및 일반법인에 대한 수익증권 환매시 대우채권에 대해 50~95%까지 지급키로 한 조치가 차질 없이 시행되도록 함

자료 : 금감위 보도자료 1999년 8월 27일자 참조.

<표 II-9> 2단계 금융시장 안정대책 주요 내용

-금리안정대책	-경제 및 금융시장 여건 등을 종합적으로 감안, 통화신용정책은 금융시장안정에 최우선을 둠 -시장금리 한자리수 유지를 통해 기업의 투자활동을 뒷받침하고 금융시장 전반의 안정 도모
-수익증권 환매억제	-기존 펀드에 대한 채권시가평가제 전면 배제 -점진적인 투신 구조조정 -대우 무보증채의 기간별 50~95% 지급 보장 -이에 따른 손실분담은 1차적으로 증권사와 투신사가 부담하고 필요한 경우 공적 자금 투입
-투신·증권사의 충분한 유동성 확보	-투신·증권사의 환매 급증에 대비하여 유동성 지원방안 강구 -채권시장안정기금을 활용하여 투신사 보유 채권의 무제한 매입 -투신·증권사에 대한 한은 RP 등 적극 지원 -투신사에 대한 고수익펀드(High Yield Fund) 허용, 보유채권에 대한 자산담보부채권(ABS) 발행, 뮤추얼 펀드의 만기연장 허용

자료 : 금감위 보도자료 1999년 11월 4일자 참조.

다. 환매일 전후의 동향

- 대우채권의 환매비율이 증가함에 따라 자금시장의 불안정성이 커질 것이라는 우려가 제기되었음.
 - 11월 10일 이후, 대우채권이 편입된 수익증권의 대규모 환매사태로 투신권이 지급불능 상태에 빠지거나 투신권 수익증권의 수익률이 하락하여 금융시장의 혼란이 초래된다는 우려가 있었음.
 - 2월 8일 대우채권 환매비율이 95%로 높아짐에 따라 23조원에 달하는 환매자금이 일시에 몰려들 경우, 금융시장이 극도의 혼란에 빠

질 것이라는 일부 전망도 있었음.

- 대우채권의 대량 환매 사태에 따른 금융시장의 혼란을 우려한 이른바 ‘11월 금융대란설’, ‘2월 금융대란설’, 등은 실제로 발생하지 않았음.
 - 원래 예정인 2월 8일보다 앞당겨 대우채권의 95% 지급이 시작된 2월 2일 이후 금융시장은 동요 없이 순조롭게 환매가 이루어짐.
 - 정부와 투신업계가 대량환매에 대비해 충분한 유동성을 확보했다는 소식이 전해짐에 따라 투자자들의 불안심리가 크게 감소
 - 2월 13일, 금융감독원은 대우채권 펀드의 95% 환매 확대에 인한 상황이 종료됨에 따라 1월 24일 이후 비상사태에 대비해 운영해 왔던 “2.8 환매대책단”의 해체를 선언함.
 - 2월 2일부터 10일까지 환매된 개인 및 일반법인 소유 대우채 펀드는 14조9천97억원으로 2월 1일 잔액 27조7천6백18억원의 53.7%에 달하는 금액이었음.
 - 2월 14일 현재 남아있는 대우채 펀드는 12조8천5백21억원으로 10일까지 만기가 돌아온 대우채 펀드의 82%가 환매되었음.
- 금융감독원의 집계에 의하면 개인의 환매자금중 평균 60~70%는 투신사로 재유입되고 있다고 함.
 - 투신사들의 대우채권 95% 지급 이후, 주식형 펀드의 수탁고는 증가하고 있음.
 - 2월 들어 3일까지 전체 주식형 펀드의 잔고는 1조4천2백억원 증가했음.

3. 현대 유동성 위기가 투신산업에 미친 영향

가. 현대 유동성 위기의 현황

- 2000년 3월 중순경 현대 그룹의 경영권 분쟁에 따라 불거지기 시작한 현대 사태는 2개월 넘게 자본시장의 주요 이슈로 부각되어 왔음.
 - 2000년 5월 31일, 정주영 명예회장과 정몽구, 정몽헌 회장의 동반 퇴진 발표는 사실상 현대 사태의 종료를 의미하는 것으로 보였음.
 - 그러나, 정몽구 현대자동차 회장의 경영권 유지로 동반 퇴진의 가시화가 이루어지지 않고 있으며, 최근에는 현대중공업과 현대전자 간의 분쟁과 같이 새로운 문제점이 드러나고 있음.

- 현대 그룹의 강도 높은 자구계획에 따라 어느 정도의 신뢰도를 확보했다고는 할 수 있지만, 기업의 회사채나 기업어음이 정상적으로 유통되기까지는 상당한 시일이 소요될 전망이다.
 - 현대 그룹이 당장의 부도 위험에서는 벗어났지만, 자금력에 여유가 생겼다고는 할 수 없기 때문임.
 - 현대건설의 유동성 위기를 어떻게 극복하느냐가 향후 금융시장의 큰 변수가 될 전망이다.
 - 현대건설이 최근 하나은행, 기업은행 등 은행권에 신규 자금 지원을 요청했으나 해당 은행은 난색을 표명하는 등 추가적인 자금 유치가 불투명한 상태임.

<표 II-10> 현대 사태 일지

일자	내 용
3/14	-정몽구 현대회장, 이익치 현대증권 회장을 고려산업개발회장으로 전보시키는 내정인사 단행
3/15	-정몽헌 회장, 인사보류 지시
3/24	-현대 구조조정위원회, 정몽구 공동회장 면직 발표
3/26	-정몽구, 정몽헌 회장 인사문제 놓고 발표 거듭 반복
3/27	-현대경영자협의회 개최, 정몽헌 회장 단독회장 체제 승인
4/24	-참여연대, 현대투신운용 펀드 불법운용 제기
4/25	-정부, 현대투신에 대한 공적자금 투입 거부
4/26,27	-현대 계열사 주가 급락, 현대의 계열사 조기 정리방안 발표
5/3	-이기호 경제수석, 현대투신 부실은 현대가 책임져야 한다는 입장 발표
5/4	-현대, 사재출자 및 담보제공을 포함한 현대투신 경영정상화 방안 발표 정부, 현대 정상화 방안 수용 및 유동성 지원 방침 표명
5/25	-현대 정주영 명예회장 계열사 지분정리와 현대자동차 지분 매입 발표
5/26	-현대 계열사 주가 폭락, 현대 채권은행들 4천억원 긴급지원 방침 발표 정부 및 채권단, 현대에 지배구조개선과 경영진 문책 등을 요구 정주영 명예회장 계열사 지분정리와 현대차 지분매입 발표
5/27	-이익치 현대증권회장 이창익 현대투신 사장 주총에서 유임 정부, 긴급 경제장관회의 개최 및 현대에 고강도 구조조정 촉구
5/28	-현대, 유동성 확보방안 발표 및 정주영 명예회장 이익치 회장 퇴진과 계열사 매각은 거부, 채권단은 현대 발표 조건부 수용 발표
5/29	-현대와 채권단 후속 자구책 실무협상 착수
5/30	-현대, 외환은행에 6조원 유동성 확보방안 제시
5/31	-정주영 명예회장, 정몽구·정몽헌 회장 퇴진 포함한 경영개선 계획 발표
6/1	-정몽헌 현대회장 이사직 사직서 제출
6/2	-정몽구 현대자동차 회장 활동 지속, 정주영·정몽헌 이사직 말소
7/25	-현대중공업, 현대전자, 현대증권에 대해 외자상환 문제로 법정 소송 준비
7/27	-현대중공업과 현대전자, 현대증권 간 빚보증 각서 확인
7/28	-현대중공업, 현대전자와 현대증권 상대 손해배상 청구소송 제기 -현대 구조조정위원회, 현대중공업, 현대전자에 대한 중재 시도

자료 : 매일경제신문 일별 참조.

나. 현대 유동성 위기와 투신산업

○ 자금난을 겪고 있는 현대그룹에 대한 우려가 증폭되는 가운데 참여연대의 현대 투신 펀드의 불법운용에 대한 문제제기 이후, 2000년 4월 26일 현대그룹의 주요 계열사들의 주가는 하한가까지 급락하였음.

— 주가 급락의 가장 큰 이유 중의 하나는 현대투신에 2조원 이상의 자금이 그룹 차원에서 지원될 지 모른다는 불안감 때문임.

— 현대 투신의 문제는 대우 사태 이후 어려움이 가중되고 있는 투신 산업에 악영향을 미치는 요인으로 작용하였음.

○ 현대투신은 한국투신, 대한투신과 함께 국내 자본시장의 3대 큰손으로 불리우고 있으나, 이들 투신사와 마찬가지로 상당수의 부실채권을 보유하고 있음.

— 2000년 4월 27일 현재, 현대투신의 주요 현황⁴⁾

• 매출액(영업수익) : 7,157억원

• 영업이익 : 4,053억원

• 당기순이익 : -687억원

• 자기자본 : -8,843억원

• 대주주 현황 : 현대전자(27%), 현대증권(24.22%), 개인주주(28.71%), 우리사주(5.08%), 기타(14.99%)

○ 2000년 5월 3일, 현대 그룹은 다음과 같은 현대투신의 조기정상화 방안을 발표하였음.

4) 매일경제신문 4월 27일자 참조.

- 자기자본 잠식분 1조2천억원의 해소를 위해 정몽헌 회장이 보유한 비상장 계열사 주식을 전량 출자
- 현대 계열사가 보유한 현대정보기술, 현대택배, 현대오토넷 등 비상장 계열사 3사 주식(3조3천여억원) 중 1조7천억원 상당의 주식을 현대투신에 담보로 예탁하고 임의처분을 보장하는 위임장을 현대투신에 제출
- 올해말까지 현대투신이 약속한 경영정상화가 이행되지 않을 경우, 비상장사 담보주식을 현물로 출자하거나 매각해 출자
- 외자유치 2천억원, 공모증자 4천억원, 운용회사 지분매각이익 7천억원, 2002년까지 당기순이익 1조4천억원, 보유 유가 증권 매각 6천억원 등 3조3천억원 규모의 자구노력 추진
- 현대투신을 그룹과 독립적인 경영체제로 운영하고, 5월중 주주총회에서 이사회 중심의 경영체제를 확립하여 객관적인 사외이사가 이사회 50%가 되도록 함.
- 현대투신의 유동성 문제는 없으나 문제 발생시 관계당국에 지원 요청을 통해 투자자의 불안을 해소

○ 현대의 경영 정상화 방안에 대한 평가

- 현대그룹의 정상화 방안에 대해서는 정부와 증시 모두가 긍정적인 반응을 보였음.
- 그러나 앞으로 현대투신이 외자유치에 실패하거나 수익전망이 불투명한 경우, 다시 신뢰도가 하락할 것임.
- 현대 투신의 1조2천억원의 자기자본 잠식분을 연내로 마련하는 방안에 대해 투신업계는 증시 활성화가 전제되어야 한다는 견해임.

- 투신권은 국내 투신산업의 수급기반이 취약한 상태에서 현대 사태로 투자심리까지 불안해짐에 따라 외국인의 매도가 급증하여 주가 급락이 발생할 것을 우려하였음.
 - 현대 사태가 현대 그룹 차원의 문제에서 발전하여 금융 시장 전반의 문제로 비화될 가능성을 우려
 - 현대 문제가 큰 무리없이 해결될 것으로 전망되지만, 그 과정에서 증시가 흔들릴 가능성이 크기 때문에 보다 신중하고 소극적인 투자 행태를 보일 전망
 - 투신산업 전반에 걸쳐 불확실성의 정도가 증가

Ⅲ. 펀드 가치평가제도의 국내외 현황

1. 가치평가 및 가격산정에 대한 이해

가. 가치평가와 가격산정의 중요성

- 펀드의 가치평가와 단위 펀드의 가격산정은 투신업 운용에 있어 중심적인 부분이라고 할 수 있음.
 - 투자자들은 일반적인 펀드에 자금을 위탁할 때, 펀드의 가치평가와 가격산정이 공정하며 그들에게 어떠한 불이익도 주지 않을 것이라는 확신하에 투자함.
 - 가치평가와 가격산정 시스템을 구축하고 이를 규제함에 있어 세심한 주의를 기울이지 않을 경우 투자자들에게 매우 심각한 손실이 발생할 수도 있음.
 - 투자자들이 펀드 운용자들의 성과를 측정할 수 있는 유일한 수단이 펀드의 순자산가치이기 때문에 가치평가 상의 오류나 잘못된 가격산정이 발생할 경우 이러한 잘못된 정보에 기초한 투자결정이 이루어지게 됨.
 - 따라서, 적정한 가치평가와 가격산정 제도의 확립은 국내 투신산업의 신뢰성 회복에 기여 할 것임.

나. 가치평가와 가격산정에 대한 규제

○ 증권감독기관이 여러 가지 유형의 펀드를 적절히 고려하여 투자의 유형을 명확히 구분하고 가치평가와 가격산정 방법 모두에 해당하는 특정한 규제를 실행하는 것이 일반적이라고 할 수 있음.

— 특히, 개방형 펀드의 가격산정은 매우 세밀한 규정을 적용받고 있음.

- 투자자들이 매일 펀드를 매입하거나 상환할 수 있기 때문에 가치평가나 가격산정시의 오차는 투자자들에게 심각한 손실을 미칠 수 있음.

○ 특히 국내에서는 계약형 펀드의 가치평가와 가격산정에 대한 감시·감독제도가 불충분함.

— 보관 은행은 가치평가와 가격산정에 대한 적절한 조사를 시행하지 않고 있음.

— 1999년 10월부터 외부감사제도가 도입⁵⁾되었지만, 새로 설정된 고수익펀드를 포함한 일정범주에 드는 펀드만이 이를 시행하고 있음.

— 회사형 펀드의 경우, 내부 감사역은 두고 있지만 외부 감사는 면제 받음.

5) 1999년 9월 16일, 금융감독원은 공인회계사협회와 안진회계법인 및 투신업계 대표와 함께 펀드 외부감사 시행방안을 협의하여 1999년 10월부터 시행하기로 함. 외부감사는 "주식회사의 외부감사에 관한 법률"에 근거하고 있으며, 이 법률은 직전 사업연도 자산총액이 70억원 이상인 주식회사는 사업연도마다 외부감사를 받도록 규정하고 있음. 이들 법인은 상법상 규정에 따라 내부감사를 받을 뿐만 아니라 외부감사도 받아야 하는 것임. 외부감사인은 회계사로 구성된 감사반이나 회계법인만 선정될 수 있음. 이들은 재무제표 등 각종 회계장부를 감사하고 그 결과를 감사보고서로 작성함.

다. 가치평가의 주요 내용

1) 투자가능한 자산의 범주

- 가치평가에 영향을 미치는 펀드가 보유가능한 자산의 유형은 통상적으로 법률이나 규정으로 제정되어 있음.

가) 자산의 유형

- 일반적으로 각 자산의 유동성, 투명성, 발행자의 건전성 등의 특성에 따라 자산을 선택할 수 있도록 허용

- 현금과 채권

- 적정유동성의 확보가 중요함.
- 선진국의 경우에도 채권은 최초 발행 이후 부정기적으로 거래되고 있어 다음과 같은 문제점을 유발시키고 있음.
 - 시장가격에 기초한 빈번한 거래가 발생하지 않는 경우 시장 가치를 산출하기 어려움.
 - 자산의 양도가 필요한 경우, 실질적인 가격의 산출이 어려움.

- 주식

- 2~3주나 그 이상 거래되지 않은 주식에 대해 정확하게 시장가격을 평가하는 것은 어려운 문제임.
- 인위적인(synthetic) 해결책은 채권의 경우에는 적용될 수 있지만, 주식의 가치 평가에는 이용할 수 없음.

- 따라서, 대부분의 규제당국자들은 가이드 라인을 제시하고 운용자들이 적절한 판단을 하도록 하고 있음.

나) 분산 투자(Diversification)

- 투자자들이 펀드에 투자함으로써 얻게 되는 장점 중의 하나는 분산투자라고 할 수 있음.
 - 분산투자는 여러 종류의 서로 다른 주식이나 채권에 투자하는 포트폴리오 전략으로 하나의 기업에 투자를 집중함으로써 발생할 수 있는 위험을 피할 수 있음.
- 채권발행의 경우, 발행의 상당부분을 단일 펀드나 같은 그룹의 펀드들이 보유하지 못하도록 하는 데에는 다른 이유가 있음.
 - 유동성을 고려하는 것은 주식과 채권이 동일하지만, 채권발행의 높은 비율을 소유하는 것은 전과는 관계가 없음.
 - 따라서, 동일한 발행자에 의한 발행의 비율이 높아질수록 위험도가 높아지므로 이를 금지하고 있음.
 - 은행이나 투자은행은 기업의 투자에 대해 자문을 할 때, 자신들의 계열 펀드들을 이용하도록 하는 유인이 발생할 수 있음.

다) 펀드의 차입

- 포트폴리오 내의 자산의 시장가치 변화 및 주식 수의 변화에 의한 레버리지나 차입(gearing)은 예상치 않았던 주식 가치의 손실을 초래할

수 있기 때문에 개방형 펀드의 차입은 금지되어 있음.

○ 폐쇄형 펀드의 주당 자산가치 또한 시장가치의 변화에 따라 심각하게 영향을 받을 수 있음.

— 국내의 증권회사에 의해 설립된 역외 펀드 중 일부는 외국 은행으로부터 차입을 받은 경우가 있지만, 국내 펀드의 차입은 일반적으로 금지되어 있음.

2) 가치평가의 기준

○ 펀드의 포트폴리오는 대부분 증권으로 구성되어 있으며, 일반적인 가치평가의 체계는 다음의 <표 III-1>을 통해 알 수 있음.

<표 III-1> 가치평가 기준

자산의 유형	가치평가 기준
- 현금 및 단기에금	- 액면가
- 채권 (공인된 시장에서 거래되는)	- 일별종가 또는 가치평가 직전의 시가
- 주식 (공인된 시장에서 정상적으로 거래되는)	- 일별종가 또는 가치평가 직전의 시가
- 파생금융상품 (공인된 시장에서 거래되는)	- 일별종가 또는 가치평가 직전의 시가
- 주식 (비공식적인 시장에서 거래되거나, 비정규적으로 거래되는)	- 원가(펀드에 의해 지불된 가격) 또는 가장 최근의 거래가격
- 단기 어음(CD)	- 환매시의 정액법(straight line method)
- 채권 (거래되지 않는)	- 비교 기준(비교채권의 가격, 할인율)
- 주식 (거래되지 않는)	- 원가 또는 추정된 가치
- 자산(실체로 추정되는)	- 원가 또는 독립적으로 추정되는 시가

자료 : www.cadogonfinancial.co.uk.

3) 산출방법

- 가치평가는 모든 자산과 현금의 합에 순부채와 장기 부채를 빼서 시장 가치의 총합을 구하는 단순한 개념으로 증가액은 투자수입과 비용에 의해 발생되며, 이를 주당 순자산가치로 바꾸기 위해 계좌수로 나누어서 산출함.
 - 여러 종류의 자산 유형에 따라 서로 다른 가치평가 기준이 적용되고 있어 펀드 운용자는 보관자나 펀드 감독관으로부터 각각의 증권 유형에 따른 가치평가 기준에 대한 동의를 받아야 함.
 - 수입은 펀드에 의해 받은 것과 지난번 배분 이후 발생한 것으로, 수입의 정의는 지급일과 은행의 지급 시스템에 대한 확실성의 정도에 따라 변화하게 될 것임.
 - 비용은 펀드로부터 운용자에게 최종적인 지급이 이루어진 후 계약된 연간 비용율에 따라 적절한 비율로 발생
 - 펀드 운용자에게 지불되는 연간 수수료는 월별로 펀드에서 정기적으로 공제됨.

- 펀드에 부과되거나 펀드가 생성하는 수수료는 운용방식과 제공되는 행정적 서비스에 따라 다음과 같이 분류됨.
 - shares/units의 판매에 따른 신규 수수료(initial charges)
 - 투자자들의 상환 요청시의 환매 수수료(redemption charges)
 - fixed basis에 대한 운용 수수료(management charges)
 - 자산의 비율에 기초한 운용 수수료(management charges)
 - 성과에 기초한 운용 수수료(management charges)

- custodian이나 trustee에 대한 지불
- 등재인(register)에 대한 지불
- 감사(auditor)에 대한 지불
- 납세의무에 따른 지불
- 정규적인 수수료나 비용에 대한 지불
- 유효한 거래에 대해 브로커에게 지불하는 수수료

- 허용 가능한 수수료를 규정으로 정하고 있으며, 성과 수수료(performance fees)와 같은 특정 유형의 수수료는 일반적으로 제외시키고 있음.

4) 가치평가의 빈도

- 기본적인 원리는 자산가격의 변동성이 높거나 매입과 매도의 수량이 클수록 보다 빈번한 가치평가가 요구되는 것임.
 - 선진국에서는 브로커가 폐쇄형 펀드 포트폴리오의 모델을 만들고, 그들 자신이 매일 순자산가치를 평가하여 공표함으로써 투자자들에게 지참이 되도록 하고 있음.
 - 단기금융상품(money market instrument), 주식, 채권에 투자하는 개방형 펀드는 기본적으로 매일 가치를 평가하도록 되어 있음.

5) 펀드 가치평가에 대한 책임 소재

- 제3자에게 가치평가가 위임된 경우라고 해도 대부분의 국가에서는 펀

드 규제당국이나 펀드 운용자가 가치평가에 대한 궁극적인 책임을 지고 있음.

— 가치평가에 대한 책임을 펀드와 보관자에게 동등하게 부과하는 국가도 있지만, 오직 보관자에게만 부과하는 국가도 있음.

6) 오차의 발생

○ 부정확한 가격산정은 펀드 운용에 있어 가장 일반적인 문제중의 하나이며, 또한 투자자들의 잠재적 손실 중의 대표적인 것이라고 할 수 있음.

— 이와 같은 중요성에 따라 모든 증권 규제 담당자들은 무엇보다 우선하여 가치평가와 가격산정에 관한 감독을 수행해야 함.

○ 가치평가와 가격산정시 오차가 발생할 수 있는 가능성은 다음과 같으며, 이러한 오차는 대부분 인적(human) 오차라고 할 수 있음.

— 의도적인 조작이나 또는 보다 일반적인 부정확한 자료의 처리 등에 기인하는 잘못된 자산 가격의 이용

— 산정 과정에서의 수학적 오차

— 최근에 매입된 증권을 포함시키지 않거나 이미 매각된 증권을 계속 포함시키는 등의 오류

— 부정확한 현금 수지(cash balance)

— 수입이나 비용에 대한 부정확한 계산

— 주/단위당 순자산가치를 산출할때 발행 주식수나 계좌수에 대한 잘못된 산정

7) 유동성 문제

- 선진국과 개도국 모두에서 자주 직면하게 되는 가치평가상의 문제점은 다음과 같음.
 - 전혀 거래되지 않거나 드물게 거래되는 채권
 - 과거에는 거래되었으나 현재는 거래되지 않는 주식이나 채권
 - 허용되어 있는 모든 종류의 비상장 증권
 - 브로커와 딜러간의 off market에서의 거래

- 유동성과 신뢰도는 그 가격에서의 매수나 매도의 가능성에 달려 있으며, 이러한 불확실성은 가치평가 과정에서의 보다 많은 조정을 필요로 함.

- 국내에서는 증권거래소에서는 15%, 코스닥 시장에서는 12%의 가격제한 시스템이 존재하고 있어 시장에서의 유동성을 제한하고 있음.

8) 조작과 남용

- 덜 유동적인 자산일수록 독립적인 가치평가가 더욱 중요함.
 - 시세가 형성되지 않은 증권이 대표적인 예라고 할 수 있음.
 - 규정에 의해 특별히 규제하지 않는 한 수많은 남용이 발생할 수 있음.
 - 펀드의 임원이나 이와 연관된 개인은 펀드가 주식을 보유하고 있는 상장되지 않은 회사의 주요 주주가 될 수 있으며, 펀드의

매입시 주식이 높게 평가될 것이라는 확신을 하는 투자자들에게 이러한 사실은 매우 흥미로울 수 있음.

- 펀드 운용사로부터 고용된 펀드 매니저가 투자자들의 이해와 상충될 수 있는 비상장 증권과 금융상의 이해관계를 가질 수 있음.
- 펀드 매니저는 펀드의 순자산가치를 증가시키기 위해 시세가 형성되지 않은 증권의 위조된 가치를 이용할 수 있고, 이에 따라 투자자들이 부풀려진 가격으로 펀드를 매입하게 되는 사태나 운용 수수료의 증가 등을 초래할 수 있음.

라. 가격산정

1) 역사적 기법과 선도형 기법

가) 역사적 가격산정 기법

○ 역사적 가격산정 기법에서는 펀드가 가격으로 가치가 평가되고 공시되는데, 이때의 가격은 다음 가격산정 시점으로 알려진 다음기의 가격이 산출될때까지 투자자들이 거래할 수 있는 가격이 됨.

— 투자자들은 과거에 산출된 펀드의 순자산가치에 기초하여 매입하거나 상환하는 가격산정 방식임.

— 상승 국면의 증시에서 투자자들은 전날의 낮은 가격에 기초하여 펀드를 매입할 수 있고, 다음날 이를 상환하여 무위험 수익을 올릴 수 있음.

— 이러한 투자는 기존 주주들의 자산가치를 희석화(dilution)시킬 수

있음.

나) 선도적 가격산정 기법

○ 선도적 가격산정 기법을 이용할 경우, 펀드는 투자자들로부터 거래 요청을 받고 다음 가격산정시점까지 실제적으로 거래를 성사시키지 않으며, 이때 모든 거래는 산정된 다음의 가격으로 이루어짐.

— 가격산정 시점 이후의 모든 주문은 다음 산정되는 가격으로 거래됨.

○ 역사적 가격산정 기법은 잠재적인 악용의 가능성과 차익거래의 여지가 있기 때문에, 일반적으로 선도적 가격산정 기법이 보다 선호되고 있음.

— 국내에서는 현재 선도적 가격산정 기법이 채택되고 있음.

2) 희석화(dilution)와 집중화(concentration)

○ 희석화(dilution)와 집중화(concentration)

— 희석화는 <표 III-2>와 같이 기존 주주들의 이익이 희석화되는 현상을 나타내는 것이고, 집중화는 <표 III-3>에서 이들의 이익이 집중화되는 현상을 나타내는 것임.

— 이와 같은 현상이 발생할 경우, 지나치게 높은 가격이나 낮은 가격으로 상황이 이루어지게 될 것이고, 수익을 얻거나 손실을 입게 되는 주주들이 많이 발생하게 될 것임.

— 국내에 개방형 뮤추얼 펀드가 도입되기 위해서는 가격산정 시스템이 기존 투자자나 신규 투자자 모두에게 공정할 수 있다는 보증이

반드시 선행되어야 할 것임.

- <표 III-2>는 순자산가치보다 훨씬 낮게 새로운 투자자들에게 펀드가 판매될 때의 영향을 설명하고 있음.
 - <표 III-2>에서 현재 각 주당 순자산가치는 7.5이므로, 1,000주를 가지고 10,000의 자산가치를 보유하고 있었던 최초의 투자자는 2,500의 손실을 입게 되었고, 200주에 대해 1,000을 지불한 신규 투자자는 1,500의 가치를 갖게 되었음.
 - <표 III-3>은 신규 투자자에게 순자산가치보다 더 높은 가격에 신규 주식을 판매할 때, 위의 경우와 반대의 상황이 초래되어 기존 투자자들이 수익을 얻게 되는 경우임.

<표 III-2> 희석화(Dilution)

	순자산 (net assets)	발행 shares/units	매입 shares/units	신규 매입가격	투자된 금액	share/unit당 순자산가치
시초시점	1,000,000	100,000				10
신규투자자 매입 결산시점	1,500,000	200,000	100,000	5	500,000	7.5

<표 III-3> 집중화(Concentration)

	순자산 (net assets)	발행 shares/units	매입 shares/units	신규 매입가격	투자된 금액	share/unit당 순자산가치
시초시점	1,000,000	100,000				10
신규투자자 매입 결산시점	2,500,000	200,000	100,000	15	1,500,000	12.5

3) 개방형 펀드와 폐쇄형 펀드의 차이

- 개방형 펀드는 투자자들의 요구에 따라 shares/units에 대한 발행과 환

매를 해줄 수 있음.

— 대부분의 선진국에서는 일반적으로 매일 이러한 발행과 환매가 이루어지고 있지만, 경우에 따라서는 일별 기준이 안될 때도 있음.

— 발행과 환매를 위해 선행되어야 할 요건

- 펀드의 포트폴리오를 구성하는 자산의 가치를 평가할 수 있는 능력

- 새로이 투자를 청약하거나 환매를 하기 위해 자산을 매입 또는 매도할 수 있는 운용자의 능력

— 따라서, 개방형 펀드에 의해 운용되는 대부분의 자산은 공인된 거래소에 상장되거나 기타 다른 유형의 시장에서 정상적으로 거래될 것을 요구받게 됨.

- 예를 들어, 채권의 경우 inter dealer markets에서 거래되고 있음.

○ 개방형 펀드에게 요구되는 조건들은 가치평가지점에서 시장가격이 설정될 수 있고, 필요한 시기에 증권이 매수 또는 매도될 수 있을 만큼의 충분한 유동성이 확보될 수 있도록 해주는 역할을 함.

○ 정기적으로 거래되지 않거나 또는 전혀 거래되지 않는 비유동적인 자산의 경우, 개방형 펀드의 포트폴리오에의 편입이 적합치 않음.

— 이러한 자산은 10%나 그 이하로 낮은 수준으로 포트폴리오에 포함되도록 제한

○ 폐쇄형 펀드는 shares/units의 발행과 상환이 지속적으로 이루어져야

한다는 의무가 없어 벤처캐피탈 투자나 이머징 마켓의 증권 또는 심지어 상장되었으나 유동성이 거의 없는 자산과 같이 비유동적인 자산을 보유하기 위한 수단으로 적합함.

- 폐쇄형 펀드는 새롭게 매입을 희망하는 신규 투자자나 매도하고자 하는 기존의 투자자들에 대하여 최초 발행 이후의 매입이나 매도에 제한을 받게 됨.
 - 이들 투자자들은 그들의 투자과정을 감독하고 shares/units에 대한 합리적인 시장가격에 관한 지침을 갖도록 하기 위하여 지속적으로 share/unit당 자산의 가치를 결정할 수 있기를 원할 것임.

4) 개방형 펀드에 대한 가격산정 방법의 종류

- 펀드의 포트폴리오를 평가할 때, 각 자산의 시장가치를 평가하기 위해서는 어떠한 작업이 필요하며, 매수-매도가격이나 기타 다른 가격들은 시가에 기초하여 산정되는가에 대해서는 각기 다른 개방형 펀드의 가격산정 시스템을 이용하고 있는 각 국가마다 다른 해답이 나올 수 있음.
 - 일반적으로 최종적으로 시세가 매겨진 판매가격(last quoted sales price)이 폭넓게 이용되지만, 가격산정에 있어 보다 세밀한 방법을 이용하는 경우도 있음.
 - 국내에서는 종가를 최종적으로 시세가 매겨진 판매가격으로 보고 있음.

가) 시장의 단일중간가격산정(middle market single pricing)

- 가장 간단한 해결방법은 spread를 무시하고 거래 비용을 매입이나 매도 자산에 포함시키며, 모든 경우의 가치평가에 중간시장의 가격을 이용하는 것임.
 - 예를 들어, 가격 spread가 98~102일 때 증권은 100으로 평가되며, 펀드 자체는 투자자들이 매입이나 매도를 하고자 하는 단일 가격을 갖게 됨.
 - 수수료는 이 가격에 부과되거나 공제됨.

나) 개념상의 수수료(notional commission)가 존재하는 경우 시장의 단일중간가격산정

- 시장의 단일중간가격산정시 가격 스프레드의 부정적인 효과는 조정 가능함.
 - 매입시 펀드에게 명목상의 수수료를 부과하고, 매도시 수수료를 공제하는 것임.
 - 이러한 수수료는 펀드 자체가 매입이나 매도 발생시 펀드에 지불되는 비용을 반영하는 것임.

- 프랑스에서 만들어진 이 시스템의 유일한 단점은 투자자들이 왜 수수료를 지불해야만 하는가에 대해 이해하고자 하지 않으며, 이에 대해 불쾌해 한다는 것임.
 - 인쇄물로 이를 정확하게 설명해도, 수많은 투자자들은 수수료가 펀드 운용자에게로 돌아간다고 믿음.

다) 희석화 비용부과(dilution levy)를 포함한 시장의 단일중간가격산정

○ 영국의 개방형 투자회사에서 채택하고 있는 시스템으로 다음의 장점이 있음.

— 현실성

- 대부분의 상황에서 비용부과(levy)에 대한 요구가 없음.

— 유연성

- 비용부과가 필요한 상황에 대해 custodian이 지침을 명시할 수 있음.

○ 단점은 투자자들이 언제 비용부과가 적용될 것인가를 알지 못한다는 것임.

— 그러나, 실제로 비용부과가 큰 경우는 상당히 드물기 때문에 큰 문제가 되지 않음.

라) 순환과 반순환 단순가격산정(swinging and semi-swinging single pricing)

○ 펀드의 규모 증가시에는 평가기준을 매도(ask basis)쪽으로 이동하고, 펀드 축소기에는 매입(bid basis)쪽으로 이동하는 시스템으로 몇몇 역외 펀드가 이를 기초로 하여 설립되었음.

마) 이중 가격산정(dual pricing)

○ 환매를 요청한 투자자들에 의해 받게 되는 매도 가격(bid price)과 증

권 계좌나 주식의 매입에 대한 지불 가격인 매수 가격(ask price)은 각각 포트폴리오의 증권 매도가격과 매수 가격에 기초함.

— 개념상의 위탁 수수료(notional brokerage commission)는 매도 가격에서는 차감되고 매수 가격에는 부과됨.

○ 이중 가격산정 방법은 가격산정의 문제점을 이론상으로는 해결해줄 수 있지만, 결과적으로는 막대한 share/unit 가격 스프레드를 초래하고, 이 시스템을 대중에게 설명하는 것 또한 매우 어려움.

— 따라서, 영국의 단위형 신탁회사들은 지난 50여년간 이 방법을 사용해왔으나 점차 단일 가격산정 시스템으로 대체하고 있음.

5) 가격산정 오차의 조정

○ 펀드의 가격에 대해 시가에 기초해 가치평가를 한다고 해도 펀드 자산의 진정한 가치를 완전히 반영한다고 보증하기는 어려움.

— 특정 증권의 시장에서의 변동성, 순자산가치의 산출에 이용되는 정보의 적시성, 정보 공급원의 신뢰도 등에 의존하여 가격산정을 조정할 경우 기본적인 자산가치를 변화시킬 수 있음.

— 따라서, 투신산업과 규제 당국은 모두 물리적인 가격산정의 오차가 조정되어야만 한다는 데에 의견을 같이 하고 있음.

2. 외국의 현황

가. 가치평가 규정

○ WG5⁶⁾의 보고서에 의하면, IOSCO⁷⁾의 주요 가치평가 규정과 개도국의 가치평가 방법은 다음과 같음.

○ 상장 증권

— 최종적으로 시세가 매겨진 판매가격을 이용하는 것이 일반적이지만, 일부 국가에서는 특정 시기의 평균 가격이나 매수가격 등을 허용하는 유연성을 두고 있음.

- 영국 : 거래 비용을 가감한 표준 규모의 적정 시장에서의 매수-매도 가격
- 미국 : 최종적으로 시세가 매겨진 판매 가격
- 일본 : 거래소의 종가

○ 비상장 증권/ 시세가 매겨지지 않은 증권

— 대부분 실현가능한(realizable) 증권의 가치에 기초한 가치평가를 요구하고 있으나, 일부에서는 취득원가로 평가하는 경우도 있음.

- 영국 : 펀드 운용자가 합리적으로 추정한 매도/매수자의 가격에 거래 비용을 가감한 가격
- 미국 : 브로커-딜러에 의해 매겨진 매수-매도 가격, 금융 관련

6) 투자 운용을 위한 IOSCO 기술위원회 실무 그룹

7) International Organization of Securities Commissions

언론 자료나 가격 산정 정보 중에서 펀드 운용자가 가치평가 방법을 선택할 수 있음.

- 일본 : 비상장 주식은 시가, 비상장 채권은 취득 원가

○ 펀드의 units/shares

— 펀드가 소유하고 있는 다른 펀드의 가치를 평가할 때는 최종적인 공시가격을 이용하는 것이 일반적이며, 보다 신중을 기하기 위해 펀드의 현금화 가격이나 상환 가격을 이용하기도 함.

- 영국 : 가장 최근의 최대 발행가격에서 기대되는 할인이나 최소한의 상환가격을 차감한 후 거래 비용을 가감한 가격
- 미국 : 최종적으로 시세가 매겨진 판매가격
- 일본 : 산출일로 알려진 최종일의 표준 가격

○ 파생금융상품(선물/옵션)

— 파생금융상품에 대한 투자가 허용된 경우, 일반적으로 가치평가일의 포지션 종료시의 순자산가치인 현재의 시가를 이용하고 있음.

— 옵션

- 영국 : 불확실한 채무가 아닌 경우에는 이용가능한 매수-매도 가격에 거래 비용을 가감한 가격
- 미국 : 특정한 규정이 정해져 있지 않지만, 시장에서 가격이 형성된 증권은 현재의 시장가치에 의해 가치평가되는 것이 일반적임.

— 선물

- 영국 : 종료일의 순자산가치

- 미국 : 옵션과 동일
- 일본 : 신용거래 보증금(margin requirement) 결정시의 표준 가격이나 결제 가격

○ 기타

— 일반적으로 선도 계약, warrants 등 기타 다른 유형의 증권에 대한 가치평가는 가치평가일의 포지션 종료시의 순자산가치로 결정하고, 특별한 예외 규정을 적용하고 있음.

— 선도 계약

- 영국 : 이용가능 기간의 종료시 순자산가치에 거래 비용을 가감한 가격
- 미국 : 특정 규정은 없지만, 시장에서 시세가 결정된 증권의 경우 현재의 시장가치 이용함.
- 일본 : 시장 이자율 사용

— 기타 다른 파생금융상품

- 영국 : warrants의 경우 이용가능한 시장의 매수-매도 가격에 거래비용을 가감한 가격
- 미국 : 선도 계약과 동일
- 일본 : warrants의 경우 산출일의 최종적인 시가, 다른 금융상품은 시장이자율 사용

○ FX 거래의 양도를 위한 환율과 환율 결정과 관련된 규정

— 중앙은행과 같은 특정 은행에 의해 시세가 결정된 환율이나 가치평가일에 이용가능한 환율의 평균치를 이용하고 있음.

- 영국 : 교환 시기에 가격이 매겨진 최고율과 최저율의 평균치
- 미국 : 특정 규정은 없지만, 일반적으로 달러에 의해 결정된 매수-매도 가격 이용
- 일본 : 가치평가 산출일에 시티은행, 도쿄 미츠비시은행 등이 발표한 거래 가격의 매입 및 매도율의 평균치

나. 가치평가의 빈도

- IOSCO 회원국은 모두 IOSCO CIF(Collective Investment Fund) 기준에 따라 정기적인 가치평가를 실시하도록 요구하고 있음.
 - 그러나, 각 국가별로 최소한도로 요구되는 빈도수는 차이가 있음.
 - 예를 들어, 영국은 월별로, 미국과 일본은 일별로 하도록 규정하고 있음.
 - 가장 일반적인 경우는 일별로 실시하는 것임.

다. 펀드 가치평가자의 자격

- 국가별 가치평가에 대한 자격요건
 - 영국 : 펀드 또는 펀드 운용자로, 이들은 반드시 IMRO의 교육과 법적 요건을 통과해야 함.
 - 미국 : 펀드 또는 펀드 운용자에게 책임이 있으며, 펀드 이사회는 적어도 이해관계가 없는 40%의 인원을 포함해 구성해야 됨.
 - 일본 : 펀드 운용자가 업무를 충실히 수행할 수 있는 내부시스템을

반드시 구축해야만 함.

라. 평가를 위해 허용된 자료의 원천

- IOSCO 회원국중 1/3 정도가 허용가능한 자료의 원천과 관련하여 구체적인 규정을 두지 않고 있음.
- 절반 이상의 IOSCO 회원국은 상장증권과 시세가 형성되지 않은 비상장증권에 대해 구분하여 규정하고 있음.
 - 영국은 이에 대해 세부사항을 규정하고 있지만, 이러한 지침은 유연성을 가지고 적용되고 있음.
 - 미국은 특정한 규정은 없지만, 펀드 운용자 스스로 가치평가가 공정하고 현실적으로 실행되었다는 강한 확신을 충족시킬 수 있어야만 함.
 - 표본 증권으로부터 추출한 가격을 이용하는 matrix pricing은 특정 상황에서만 허용되어 있음.

마. 자산에 대한 감가(write downs)와 삭제(write offs)

- 대부분의 IOSCO 회원국들은 펀드 자산에 대한 감가와 삭제에 관해 특별한 규정을 두지 않고 있음.
 - 그 이유는 펀드 운용자가 기존의 회계 규정이나 관행의 범위내에서 이러한 문제를 판단할 수 있는 최적의 지위에 있기 때문이라고 할

수 있음.

- 일반적인 회계 기준과 개념에서도 그들의 가치를 공정하게 반영하기 위하여 펀드 자산의 감가와 삭제를 요구하고 있음.

바. 가격산정

1) 오차의 조정

- IOSCO의 회원국 중 절반 정도는 투자자들에게 보상하거나 규제 당국에 보고해야만 하는 오차의 정도에 대해 특정한 규정을 해놓고 있지 않음.

- 오스트레일리아, 브라질, 캐나다, 이탈리아, 일본 등

- 모든 오차에 대해 보상하고 보고하도록 규정하고 있는 국가도 있고, 기준 지표로써 순자산가치의 0.5%를 정하고 있는 국가도 있음.

- 프랑스 : 기준지표에 대한 보고는 순자산가치의 0.5%로 하고, 보상은 특별히 규정이 없음.

- Jersey : 기준지표에 대한 보고와 보상 모두 순자산가치의 0.5%로 규정하고 있음.

2) 가격산정 조정의 관련 규정

- 가격산정의 조정은 오차나 자산의 잘못된 분류 등을 정정함.

- 대부분의 국가들은 정기적인 감사를 시행하고 있음.
- 또한, 몇몇 국가들은 정기적인 조정을 거치도록 하고 있음.

○ 각 국의 가격산정 조정

- 영국 : 가장 상세하게 최소한의 가격산정 조정 기준에 대해 명시하고 있음.
- 미국 : 매일의 조정과 투신사에 대한 정기적인 감사를 실시하고 있음.
- 일본 : 특정한 규정이 없음.

3) 주체로서의 활동(Acting as principal)

○ 주체로서의 활동은 펀드운용자 또는 다른 어떤 사람이 투자자에게서 주식이나 계좌를 매입한 후 이를 다른 사람에게 다시 매각하는 활동을 하는 것을 의미함.

- 운용자는 보관자나 수탁자에게 새로운 주식과 계좌를 설정하도록 요구하고 자신의 계정으로 이러한 주식과 계좌를 매입할 수 있으며 현금화를 위해 이를 다시 수탁자나 운용자가 재매입할 것을 요구할 수 있음.
- 결과적으로 펀드 운용자는 투자자와 보관자와 함께 매매를 할 수 있는 대리인(dealer)으로써 완벽하게 상황을 조정할 수 있게 됨.

○ 대부분의 IOSCO 회원국들, 특히 미국에서는 이러한 행동을 엄격히 금지하고 있음.

- 일부 국가에서는 다음과 같은 특정한 경우에만 이를 허용하고 있음.
 - 상환 요청에 응할 수 있을 만큼 빨리 자산을 매각할 수 없어 마지막으로 운용자가 상환을 해주도록 요구받는 경우

3. 국내의 현황

가. 투신산업에 대한 규제

- 국내의 투신 산업을 규제하는 법으로는 증권투자신탁업법과 증권투자회사법이 있음.
 - 증권투자신탁업법은 계약형 투신사의 운용과 사업 전반은 물론 신탁회사와 위탁회사의 설립과 운용에 대해 규제하는 반면, 증권투자회사법은 회사형 투신업에 대해 규제함.
- 증권투자신탁업법에 의하면, 다음과 같은 펀드의 투자행위가 금지되어 있음.
 - 각 투신재산의 10%이내에서 대통령령이 정하는 비율을 초과하여 동일종목의 유가증권에 투자하는 행위, 이 경우 동일회사가 발행한 유가증권 중 주식을 제외한 유가증권은 동일종목으로 봄.(증권투자신탁업법 33-1-1)
 - 동일회사가 발행한 주식총수의 20%를 초과하여 투자하는 행위(증권투자신탁업법 33-1-2)

- 증권투자회사가 발행한 주식이나 투신사의 수익증권의 5%를 초과하여 취득하는 행위(증권투자신탁업법 33-1-4, 증권투자신탁업법 시행규칙 14-2)
- 수탁회사의 고유재산 또는 그와 특수관계에 있는 자의 유가증권 등을 신탁재산으로 취득하는 행위(증권투자신탁업법 33-1-5)
- 수탁회사의 신탁재산인 유가증권 등을 그 고유재산으로 취득하거나 대여받는 행위 또는 이를 특수관계인에게 매각·대출하는 행위(증권투자신탁업법 33-1-6)
- 특정한 신탁재산의 이익을 해하면서 다른 신탁재산의 이익을 도모하게 하는 유가증권 등의 거래행위(증권투자신탁업법 33-1-7)
- 수탁회사의 계열회사와의 거래행위 및 계열회사가 발행한 유가증권 등의 과다취득행위 등 수익자의 보호 또는 신탁재산의 적정한 운용을 해할 우려가 있는 행위(증권투자신탁업법 33-1-8)
- 증권거래법 2조 3항 및 4항의 규정에 의한 모집 또는 매출외의 방법으로만 발행한 수익증권에 의한 신탁재산으로서 수익자가 100명 미만인 신탁재산에 대해서는 증권투자신탁업법의 33조1항1호 및 2호, 2호의 2 및 4호의 규정을 적용하지 않음.(증권투자신탁업법 33-2)

나. 투자가능한 자산의 범주

- 국내에서는 부동산은 폐쇄형인 경우에도 투신산업의 포트폴리오에 포함되는 것을 허용하지 않고 있음.
- 증권투자신탁업법 18조에서 계약형 펀드의 투자가능 자산을 증권과 선

물로 정의하고 있는 반면, 증권투자회사법 28조에서는 회사형 펀드는 오직 증권에만 투자할 수 있도록 규정하고 있고, 부동산에 대한 투자는 두 법 모두 금지하고 있음.

다. 가치평가 규정

○ 펀드의 자산에 대한 가치평가 규정은 증권투자신탁업법과 증권투자회사법에 정해져 있음.

— 두 법에 의하면, 펀드가 소유하는 모든 자산은 시가로 평가되도록 규정되어 있음.

— 반면, 1998년 11월 13일 개정된 증권투자신탁업법의 감독규정의 예외조항인 7조에 의하면 채권에 대해서는 예외를 인정하고 있음.

• 1998년 11월 15일 이전에 설립된 펀드의 채권은 2000년 6월 30일까지는 장부가으로 평가될 수 있었음.

— 증권투자신탁업법 시행령 14조 2항과 증권투자신탁업법 시행규칙 12조의 2에는 수익증권의 종류별 기준가격 계산방법 및 신탁재산의 시가산정기준이 명시되어 있음.

○ 상장 채권

— 평가기준일이 속하는 달의 직전월부터 소급하여 3월간 계속 매월 10일이상 증권거래소에서 시세가 형성된 채권에 한하여 평가기준일에 증권거래소에서 거래된 최종시가

○ 비상장 채권 및 거래소에서 시세가 형성되지 않은 채권

- 증권업협회가 매일 공시하는 채권시가평가 기준수익률에 잔존기간을 반영하고 매도 실현 위험에 대한 가산금리를 감안한 조정수익률을 가격으로 환산하여 평가
- 또는 금융감독원장이 채권가격평가기관으로 정한 평가기관에서 제공하는 가격정보를 기초로 하여 평가
- 1998년 증권투자신탁업법 개정 전에는 취득원가에 이자율을 더해 계산하는 상각비용방법(amortized cost method)을 채택했음.
 - 1998년 11월 15일 이전에 설립된 펀드는 여전히 이러한 방법에 의해 평가되고 있으며, 모든 MMF도 이 방법으로 평가되고 있음.
- 위탁회사는 다음의 업무 수행을 위해 유가증권등 평가위원회를 위탁회사 내부에 설치·운영할 수 있음.
 - 가산금리의 산정
 - 시가평가기준수익률이 적용되지 않거나 지정평가기관이 가격정보를 제공하지 않는 채권에 대한 평가
 - 시가평가기준수익률 또는 지정평가기관의 가격정보가 시장가치를 제대로 반영하지 못한다고 판단되는 채권에 대한 평가
 - 시가평가기준수익률을 포함해 2 이상의 가격정보에 의해 채권을 평가하는 경우, 채권가격의 적용에 관한 사항
 - 기타 신탁재산의 평가에 관한 사항의 결정
- 금감원장은 일정 요건을 갖춘 자 중에서 채권가격 평가업무 수행능력 등을 감안하여 채권가격평가기관으로 지정
- 금감원장은 채권가격평가기관이 위의 요건을 갖추지 못하거나 채권가격 평가에 있어 객관성을 결여한 경우, 지정취소 및 평가업무

정지, 경고 또는 주의의 조치를 취할 수 있음.

○ 부도채권 등

- 부도채권 등은 당해 부도채권등의 원리금 회수가능성을 고려하여 평가하고 회수불능이 확정된 경우에는 당해 신탁재산에서 상각처리해야 함.
- 적절한 평가를 위한 세부기준은 금감위에서 정함.

○ 상장 주식

- 평가기준일에 증권거래소에서 거래된 최종 시가
- 평가기준일에 최종시가가 없는 상장 주식은 평가기준일로부터 순차적으로 소급하여 증권거래소에서 거래된 최종 시가
- 둘 이상의 증권거래소에 상장된 주식의 경우, 당해 주식의 매매량이 많은 증권거래소에서의 평가일의 최종 시가

○ 비상장 주식

- 협회중개시장에서 시세가 형성되는 비상장주식 : 평가기준일에 협회중개시장에서 거래된 최종시가
- 위의 비상장주식을 제외한 나머지 비상장주식 : 취득원가

○ 특별한 경우의 상장주식

- 권리락 등이 된 상장주식 또는 시가형성전의 상장 신주식등의 평가 방법은 금감위가 따로 정함.

○ 주가지수 선물

- 증권거래소가 발표하는 평가일의 선물정산가격
- 평가일 현재 선물정산가격이 없는 경우, 직전일의 기준가격

○ 주가지수 옵션

- 증권거래소가 발표하는 평가기준일의 매매증거금 기준가격
- 평가일 현재 기준가격이 없는 경우, 직전일의 기준가격

○ 수익증권

- 당해 수익증권을 발행한 위탁회사가 공고·게시하는 평가일의 기준가격

○ 외화표시 유가증권

- 국외로 거래되는 외화표시 유가증권은 증권이 거래되는 국외시장에서의 최종시가로 평가함.
- 이를 국내 통화로 교환할 때는 한국은행이 평가기준일에 발표한 기준율을 적용함.
- 상장채권의 평가
 - 2개국 이상에서 거래되는 상장 채권은 채권이 취득되는 국가의 증권거래소에서 거래되는 채권과 같은 최종적인 시가로 평가
 - 종가에 경과이자율이 포함되지 않았을 경우, 이를 포함시켜야 함.
- 상장주식의 평가

- 2개국 이상에서 거래되는 상장주식은 주식이 취득되는 국가의 증권거래소에서 거래되는 주식과 같은 최종적인 시가로 평가
- CD 선물, ABS, MBS
 - 1999년 8월부터 새롭게 도입된 상품으로 각각의 가치평가 방법은 증권의 인수와 매우 유사한 방식임.
 - CD 선물은 증권거래소가 발표한 정산가격으로 평가하는 반면, ABS와 MBS는 다른 채권들과 같은 방식으로 평가

라. 가치평가의 빈도

- 증권투자신탁업법 29조는 위탁회사가 수익증권의 기준가격을 매일 공개하도록 하고 있음.
 - 개방형 증권투자회사는 증권투자회사법 46조 3항, 증권투자회사법 시행령 24조에 의해 매일 주당 순자산가치를 공개하도록 규정하고 있음.
- 일반적으로 수익증권이나 증권투자회사의 단위당 순자산가치는 매일 영업점을 통해 공개적으로 알려지고 있음.
- 투신협회에서는 모든 투자신탁의 포트폴리오 구성과 단위당 순자산가치 또는 증권투자회사의 주당 순자산가치를 매주 마다 공개하고 있음.
 - 특히, 일부 대형 펀드의 순자산가치는 경제일간지에 공표되고 있음.

IV. 국내의 채권시가평가제도 도입

1. 채권시장 현황

- 채권발행시장 규모는 2000년 8월 현재 상장 잔액 기준으로 411조원으로 급증세를 시현하고 있음.(<표 IV-1>, <표 IV-2> 참조)
- 채권유통시장은 거래소 시장과 장외시장으로 구분되는데, <표 IV-3>은 거래소 시장에 상장된 채권의 현황을 요약한 것임.
 - 국공채와 회사채의 종목수는 '90년 이후 증가세를 보이다가 다시 감소하고 있음.

<표 IV-1> 채권 종류별 발행(상장)잔액

(단위 : 십억원, %)

	1997	1998	1999	2000. 8
국채	31,508	42,135	61,617	72,794(17.5)
지방채	6,011	7,087	9,104	9,669(2.3)
특수채	100,303	165,110	182,306	205,645(49.5)
회사채	86,294	119,705	111,391	127,400(30.7)
계	224,116	334,037	364,418	411,508(100.0)

자료 : 『주식』, 증권거래소, 2000. 9.

<표 IV-2> 종류별 채권상장 현황(2000년 8월 현재)

(단위 : 십억원, %)

종류	종목수	상장잔액	신규상장	
			구성비	신규상장
국채	326	72,575	17.4	1,655
지방채	1,197	9,598	2.3	145
특수채	3,642	206,742	49.7	10,863
일반보증사채	1,093	26,013	6.3	87
무보증사채	1,147	62,255	15.0	1,952
전환사채	160	5,161	1.2	23
옵선부사채	1	3	-	-
기타	419	33,951	8.1	3,241
총계	7,985	416,298	100.0	17,966

주 : 금융채는 특수채에 포함.

자료 : 『주식』, 증권거래소, 2000. 9.

<표 IV-3> 상장 채권 요약

(단위 : 십억원, 개)

연도	국 공 채				회 사 채			
	종목수	상장 잔액	거래량	거래대금	종목수	상장 잔액	거래량	거래대금
1990	2,648	29,049	2,588,069	2,455	4,243	22,068	822,746	795
1991	2,831	32,249	1,492,787	1,393	5,527	29,241	746,849	704
1992	2,943	32,446	478,095	452	6,496	32,696	156,607	152
1993	3,082	41,359	4,250	3	7,477	37,573	1,800	1
1994	3,712	56,620	22,500	24	7,590	45,876	998,228	1,144
1995	4,671	69,542	265,643	253	8,050	56,455	1,087,280	1,176
1996	5,808	102,419	257,312	191	8,762	73,120	1,060,639	1,186
1997	7,717	138,092	312,969	237	8,170	86,024	3,562,702	3,807
1998	7,090	214,599	7,034,906	6,519	6,500	119,434	8,003,938	8,968
1999	5,701	253,297	279,528,326	281,921	4,054	111,121	9,496,592	11,685
2000.8	5,168	289,186	2,109,349	2,139	2,817	127,112	88,047	76

자료 : 『주식』, 증권거래소, 2000. 9.

○ 장외거래는 증권거래소를 통하지 않고 증권회사 창구에서 매매 상대방과의 합의에 의해 개별적으로 이루어지는 것으로 <표 IV-4>는 채권

장외거래 현황을 요약한 것임.

— 단기채, 회사채, 금융채를 중심으로 유통시장이 형성되어 있으며, 특히 회사채와 금융채가 과반수 이상을 차지하고 있음.

○ 채권의 유통은 대부분 투신사와 은행에서 점유하고 있으며, 발행초기에 매입하여 만기까지 보유하는 경향이 높고 장외거래가 대부분임.

<표 IV-4> 채권 장외거래 요약

(단위 : 십억원)

	국 채		지 방 채		특 수 채		금 융 채		회 사 채	
	매도	매수	매도	매수	매도	매수	매도	매수	매도	매수
1988	2,600	1,966	235	235	1,100	2,443	11,700	6,298	2,875	1,825
1989	2,324	1,105	226	286	1,366	890	14,675	8,218	4,126	2,157
1990	3,769	1,254	492	382	854	401	11,969	6,087	6,511	3,423
1991	3,809	1,517	594	576	1,285	785	15,564	10,558	12,313	8,921
1992	5,759	2,927	1,258	1,244	6,436	3,691	19,765	13,986	19,369	13,241
1993	3,245	2,652	1,408	1,370	8,720	5,643	23,219	15,908	36,796	28,265
1994	2,866	2,698	1,446	1,427	10,555	7,179	26,290	18,545	49,632	35,004
1995	6,399	6,581	2,815	3,508	17,073	11,473	28,913	23,620	69,708	51,535
1996	6,368	5,714	3,940	3,889	18,746	8,908	25,457	15,422	84,066	56,453
1997	9,004	8,680	3,499	3,374	23,250	13,034	34,460	23,211	94,739	64,839
1998	32,871	29,731	6,262	5,336	49,261	33,827	140,493	78,845	247,211	204,241
1999	265,499	258,109	15,321	14,576	140,911	124,476	261,968	216,387	268,322	247,792
2000.6	30,975	30,955	854	853	12,615	11,207	38,676	35,607	14,026	11,901

자료: 『증권』, 증권업협회, 각 호.

2. 채권 시가평가제도의 현황

가. 채권 시가평가의 이해

- 채권의 가치를 시장에서 인지될 수 있는 가격에 의해 평가하는 것을 의미하는 것으로, 채권의 가치를 장부가격이 아닌 공정한 시장가치에 의해 평가하는 것임.
 - 시장가치는 시장에서 구할 수 있는 가격을 의미하며, 상장채권의 경우 거래소에서 형성된 최종가격을 의미함.

나. 채권 시가평가의 도입

1) 도입 배경

- 채권 시가평가의 필요성
 - 채권 유통시장의 선진화
 - 투자신탁의 자금부담의 해소와 금리 급등락시의 자금 흐름 왜곡 방지
 - 채권평가제도의 국제적 정합성 제고와 외국인 투자의 활성화
 - 채권시장의 하부구조 확충

- 채권 시가평가의 기대효과
 - 증권시장

- 채권 매매에 필수적인 가격 정보의 제공으로 채권시장의 유동성 제고 및 채권 관련 파생상품 시장의 형성에 기여
- 국제적 기준에 부합되는 제도의 도입으로 외국인 투자의 활성화 기대

— 신탁재산

- 신탁재산 가치의 올바른 평가로 신탁 금융기관의 자금 부담 축소
- 장부가격에 의한 평가시 발생했던 방화벽(fire wall) 해이의 문제점 해소

— 금융기관

- 금융기관의 재산 및 채무의 평가에 있어 현실적인 정보의 제공 및 기업에 대한 정확한 위험 측정 가능

2) 도입 과정

- 증권투자신탁업 감독규정상 1998년 2월 1일부터 채권의 시가평가 허용
 - 구체적인 원칙 제시 없었고, 재산 및 채무의 가치나 신탁재산의 보유 채권을 시가 기준으로 평가하는 경우는 거의 없었음.
- 그러나, 금융위기 이후 신탁재산에 대한 시가평가의 중요성 부각으로 1998년 10월 21일 금감위의 결정에 의해 채권 시가평가제도 시행의 구체적 방안 발표
- 1999년 10월 4일, 대우사태등으로 금융시장의 불안 요소가 증대됨에 따

라 재정부, 금감위, 한국은행등이 합동으로 “금융시장안정을 위한 정책 추진방향 발표”를 통해 채권시가평가의 단계적 실시를 발표함.

- 기존 장부가 펀드에 대해 장부가 평가방식 유지
- 추가설정은 1999년 8월말 수익증권 잔액범위내로 제한하고 2000년 6월말까지만 허용

○ 2000년 6월 위의 내용을 반영하여 증권투자신탁업감독규정 개정

- 채권시가평가제의 단계적 실시를 규정화함.
 - 기존 장부가평가펀드는 장부가평가를 유지
 - 기존 장부가평가펀드의 신규수탁은 2000. 7. 1 이후 금지하며, 적립식 투자신탁과 MMF는 제외
 - 적립식 투자신탁의 2000. 7. 1 이후 수탁분에 대해 시가평가의 무화
 - MMF는 신규 수탁을 계속 허용하고 장부가평가를 유지

3) 시가평가제도의 내용

○ 시가평가 대상 채권 분류

- 시가평가 대상 펀드에 편입되는 모든 채권이 대상이 되며, 해당 채권은 신용평가를 의무화함.
- 평가대상 제외 펀드⁸⁾
 - 비과세가계신탁, 개인연금신탁, 노후연금신탁, MMF
- 유동성이 적은 후순위채권, CB 등 주식관련 채권 해당펀드는 사전

8) MMF를 제외하고는 2000년 7월 이후의 신규 유입물은 시가평가함.

에 시가평가, 장부가평가 등을 선택하여 평가함.

— 신용평가 면제 채권

- 정부, 한국은행, 지방자치단체가 발행한 채권

— 보증채권 신용등급은 보증기관의 신용등급 적용⁹⁾

○ 채권시가평가 방안의 내용

— 시행시기

- 제1단계 : 1998년 11월 15일 시행
- 제2단계 : 2000년 7월 1일 시행

— 적용대상 펀드 및 채권

- 98년 11월 15일 이후에 설정된 신규펀드에 편입된 모든 채권
- MMF와 후순위채권, 전환사채 등 주식연계채권은 제외
- 비과세가계신탁 등 세금우대 상품도 제외
- 개인연금 등 적립식 펀드는 7월 1일 이전 입금분은 장부가 평가, 이후 입금분은 시가평가
- 공사채형 펀드는 98년 11월 15일 이후에 설립된 펀드는 시가평가하고 그 이전에 설정된 펀드는 장부가 평가

— 중도환매

- 장부가 펀드는 환매신청당일 원리금을 수령하는 당일환매지만, 시가평가는 환매 신청후 제3영업일에 원리금을 수령하는 3일환매제를 실시함.

— 신용평가의 의무화

9) 1999년 9월 30일 현재, 회사채 신용등급 분포는 투자등급인 BBB 이상이 66.3%이고, 투기등급이 33.7%를 기록하고 있어 채권시가평가기준수익률 결정이 어려움

- 신탁재산에 편입되는 채권은 모두 신용평가기관으로부터 신용등급을 받아야 함.
- 특히 보증사채의 경우, 보증기관이 신용등급을 최소한 1년에 한번은 받아야 신탁재산에서 사들일 수 있음.
- 산업금융채권과 중소기업금융채권, 한전채 등을 발행하는 산업은행, 중소기업은행, 한국전력, 공사와 공단 등 공공 기관도 신용평가를 받아야 하지만, 채권 발행시마다 매년 받아야 하는가에 대해서는 정해지지 않음.
- 정부와 한국은행, 지방자치단체가 발행하는 국채, 외평채, 지방채 등은 제외

○ 펀드 종류별 시가평가 현황

— 2000년 7월 25일 현재, MMF를 제외하고 판매잔고 기준으로 펀드의 종류별 시가평가 현황은 다음과 같음.¹⁰⁾

- 주식투자신탁 : 1조 6천억(84.2%)
- 혼합투자신탁 : 50조 4천억(88.3%)
- 채권투자신탁 : 13조(46.9%)
- 세금 우대 등 : 1조 6천억(27.6%)

— 전체적으로 시가평가 펀드는 66조 6천억원, 장부가평가는 25조 9천억원, 판매잔고는 92조 5천억원이며 시가평가 비율은 72.0%임.

○ 정부의 채권시가평가 관련 보완대책

— 펀드 내용 공개

10) 금감위 보도자료 “채권시가평가 진행 현황” 2000년 7월 27일 참조.

- 금감원은 2000년 7월 1일, 금융기관의 부실여신과 부실자산에 의한 잠재손실 규모를 5조 8,979억원으로 집계하여 발표
- 이 중 투신과 증권사는 투자신탁 부실자산(7,814억원), 증권사 수익증권 판매손실(1,522억원), 후순위채(CBO) 손실보전액 (1조 250억원) 등으로 총 1조 9,586억원의 부실이 발생한 것으로 밝혀졌음.

— 부실채권의 조속한 정리

- 신탁재산의 클린화 계획에 따라 투신사별로 부실채권을 적정 상각 등을 통해 조속히 처리할 방침임.

— 채권시가평가제의 성공적 정착을 위한 인프라 구축

- 채권가격평가기관에 민간 전문평가기관 추가
- 원활한 신탁펀드의 부실채권 정리를 위해 부실채권 인수 및 관리를 전담하는 기업구조조정투자회사(CRV) 설립 추진
- 채권유통시장(secondary market) 확충

다. 채권시가평가의 방법

○ 채권 시가평가 기준수익률 공시제도

- 1998년 4월 증권회사 자기자본관리제도가 시행됨에 따라 증권회사의 영업용 순자본비율 산정이 필요하게 되었고 이를 위해 보유채권의 평가가 중요하게 되었음.
- 이에 따라 증권업협회에서는 보유 채권의 평가를 위한 채권 종류별, 잔존 기간별 할인율 공시를 시작하였고, 개정을 거쳐 현재 다음과 같이 시행되고 있음.

- 공시대상 채권 : 35 종류
- 기준수익률 개념 : 특정 잔존만기의 평균호가 수익률
- 공시 대상 잔존만기 : 잔존만기 1년 이하는 3개월 단위, 1년 초과
는 6개월 단위, 3년 초과는 5년, 20년 단위
- 공시 횟수 : 1일 1회 17:00시
- 공시 수단 : 인터넷, 증권전산
- 수익률 제출 증권사 범위 : 10개 증권사로 제한

○ 기준수익률 산정

- 가격정보가 시장에 존재하는 투자적격채권
 - 시장가격을 기준수익률로 산정
- 가격정보가 시장에 존재하지 않는 투자적격채권
 - 상장채권 중 거래가 활발하지 않은 것이나 비상장채권 등은 증권업협회가 매일 발표하는 채권종류별 잔존만기별 기준수익률표 (matrix pricing)에 근거하여 평가
- 투자부적격채권
 - 우량시중은행을 제외한 개발신탁, 은행채 및 금융채Ⅱ 중 신용등급 없는 채권, 공모회사채 중 BB+이하 채권, 사모회사채 중 BBB+ 이하 채권 등의 미분류 채권은 각 사에서 적절한 기준을 정하여 평가
 - 신용등급 A- 회사채와 BBB+ 회사채간 스프레드를 기준으로 BBB-에 가산할 최저 가산금리 산정

○ 구체적인 기준수익률의 산정 절차¹¹⁾(<표 IV-5>참조)

11) 채권시가평가에 관한 연구, 증권연구원, 1999, 1. 참조

- 10개 증권사¹²⁾가 제공한 자료를 기반으로 기준수익률을 산정함.
 - 이 중 상하위 각 2개씩을 제외하고 나머지 6개로 평균을 내어 기준수익률을 산출함.
- 10개 증권사 모두가 채권의 수익률을 보고하는 것이 아니라 대표채에 해당하는 국관채, 한전채, 산금채, 무보증회사채 A+의 만기별 수익률을 오후 4시까지 협회에 전산 입력으로 보고함.
- 이를 이용하여 10개 증권사가 오후 5시 현재의 국민주택 1종, 지역개발채권, 통안증권의 수익률을 오후 5시 30분까지 협회에 다시 전산 입력함.
 - 이렇게 입력된 채권의 수익률과 매주 금요일에 결정되는 스프레드로부터 나머지 채권의 수익률도 계산됨.
- 협회는 최종적으로 5시 30분에 기준수익률 행렬을 공시함.

○ 적용 단가의 계산

- 은행 및 투신사별로 유가증권등 평가위원회를 설치하여 펀드의 적정 시장가치를 산정함.
- 투자등급 채권의 평가
 - 증권업협회에서 발표하는 시가평가기준수익률을 참조
- 투기등급 채권의 평가
 - 시가평가기준수익률이 정해져 있지 않으므로 회사별로 설치된 유가증권 평가위원회의 책임하에 평가함.
- 시가평가 적용단가의 산출
 - 주식관련 채권(전환사채, 교환사채, 신주인수권부사채), 후순위채

12) 10개 증권사는 쌍용, 동원, 대신, 대우, LG, 현대, 한화, 동양, SK, 삼성증권임.

와 유동성자산(CD, CP, 콜론) 등은 각 사의 회계처리 기준에 따라 산정한 장부가액을 시가평가액으로 할 수 있음.

○ 회계처리

- 당일의 순자산가치에 시가평가로 인해 발생한 손익¹³⁾을 합산하여 기준가격을 산정하고, 결산시 평가손익을 취득원가에 가감하여 결산 후 초일에 보정처리 또는 취득원가에 가감하지 않고 평가손익만을 인식함.

<표 IV-5> 기준수익률 산정 방식

구분	내용	세부 내용
일별 시가평가 수익률 제출	제출자	최종호가 수익률 보고 증권회사 (10개사)의 대리급 이상 담당자
	대상 채권 종류	국채 (국민주택 1종, 2종, 국고채), 지방채 (도시철도, 지역개발), 특수채 (공단채), 통안증권, 금융채II
	제출 방법	전산단말기 (파일 및 인터넷 송신, Fax)
	제출 시한, 횟수	오후 5시 (토요일은 12시) 1회
	수익률 단위	소숫점 이하 두자리
시가평가 기준수익률 산정	<ul style="list-style-type: none"> - Cell별로 상·하 각 2개 수익률 제외 후 산술평균 (4사 5입) - 스프레드 테이블 (1주일 마다 갱신, 금융채 I 및 회사채 스프레드 테이블)을 적용하여 전체 Cell의 기준 수익률 산정^a 	
기준수익률 공시	공시 시각	오후 5시 30분 (토요일 12시 30분)
	공시 수단	인터넷 및 증권전산 CHECK 단말기
시가평가 실무위원회	업무	<ul style="list-style-type: none"> - 기준수익률 발표대상 채권 변경 - 스프레드 테이블 작성 및 조정: 스프레드 테이블은 매주 1회 전체 Cell에 대해 10대 증권사가 가격결정을 하여 작성할 수도 있음 - 가격결정 기준 신용 등급별 발행회사 분류 - 기타 시가평가와 관련된 제도개선 협의
	구성	수익률제출 증권회사중 5사(월별로 2사씩 교체)
	회의	<ul style="list-style-type: none"> - 매주 월요일 오후 2시 정례회의 - 수익률 급변시 스프레드 조정 위해 수시 소집
정보 이용료	은행·투신으로부터	정보이용료 징수하여 보고 증권회사에 배분

주 : 스프레드 테이블은 신용도 차이에 의해 발생하는 동일 그룹 채권간 스프레드를 의미함. 각 채권 종류별 스프레드 테이블은 YTM 차이로부터 쉽게 얻어질 수 있음.

자료: 증권업협회.

13) 시가평가액 - 장부가 평가액으로 계산함

라. 채권신용평가 및 채권가격평가 현황

1) 채권신용평가

- 국내 신용평가제도는 기업어음시장에서 먼저 도입된 후 자생적으로 형성되지 못한채 정부주도하에 타율적으로 이루어졌다는 문제점이 있음.

- 국내 신용평가기관
 - 한국신용평가(주) : 제2금융권의 공동 출자
 - 한국신용정보(주) : 제1금융권 중심
 - 한국기업평가(주) : 산업은행 출자회사인 한국경영컨설팅에서 상호 변경

- 평가 방식¹⁴⁾
 - 본평정
 - 채권발행시 발행예정 무보증 채권의 원리금 상환 확실성 정도를 기준으로 신용등급을 결정 공시함.
 - 정기평정
 - 기평정된 채권에 대해 매결산의 결산 실적을 기초로 연 1회 정기적으로 평정함.
 - 수시평정
 - 기발행된 채권에 대해 발행기업의 신용도에 영향을 줄 수 있는 중대한 환경 요인이 발행한 경우에 평정함.

14) “채권시가평가 제도와 업계의 대응방안”, 증권, 2000, 3, 한국증권업협회.

— 예비평정

- 무보증채 발행 계획이 구체화되지 아니한 상태에서 무보증채 원리금의 상환 확실성 정도를 평가하며 공시가 되지 않음.

— Watch List

- 기발행 채권에 대하여 신용등급 변경 상황이 발생했을 때 등급 변경을 착수했음을 일반 투자자에게 알리는 것임.

<표 IV-6> 채권 신용평가의 도입과정

일 자	내 용
1986. 3	-유가증권 인수업무에 관한 규정 개정 이후 도입
1988.11	-신용평가 의무화 제도 도입 -등급제한 철폐 -적격 평점 60점 이상일 경우 신용평가를 받으면 등급에 상관없이 발행 가능토록 함
1988.12	-상장기업은 신용평가전문기관으로부터 평가 받은 경우에는 등급에 관계없이 일반사채를 발행할 수 있도록 함 -비상장 법인도 평가등급 A 이상이면 발행할 수 있도록 함
1994. 7	-복수평가제도 도입 -발행적격 등급을 상장회사, 비상장회사 모두 BBB이상으로 변경
1997. 6	-BBB이상의 회사채 발행적격 제도 폐지
1997. 9	-무보증사채 신용평가기관 지정 등에 관한 기준에 의거 무보증사채의 등급별 부도율을 분기별로 공시
1998. 1	-수시평가 제도 도입
1999. 1	-보증회사채, 공사채, 금융채 등의 신용평가 의무화
1999.12	-신용등급의 유효기간 단축(6개월→3개월)

자료 : “채권시가평가 제도와 업계의 대응방안”, 『증권』, 증권업협회, 2000. 3.

2) 채권가격평가

○ 금감원은 민간 평가기관이 제공하는 수익률에 의해서도 시가평가를 할

수 있도록 증권투자신탁업 감독규정을 개정하였음.

— 다음의 지정요건에 맞는 3개사를 지정하였음.

- 채권평가 및 관련업무 영위
- 자본금 30억원 이상
- 채권분석전문요원 3명을 포함하여 평가분석요원 10인 이상
- 채권평가업무수행을 위한 전산설비 등을 구비
- 합리적인 평가모형 보유
- 기업지배구조는 대규모기업집단 및 금융기관은 채권평가회사에 10%이상의 출자를 금지

○ 지정회사

— 한국채권평가

- 자본금 : 40억원
- 최대주주 : 한국기업평가 29.5%

— KIS채권평가

- 자본금 : 30억원
- 최대주주 : 한국신용평가 25%

— 나이스채권평가

- 자본금 : 30억원
- 최대주주 : 한국신용정보 66.6%

3. 채권 시가평가 시행의 영향

가. 각계의 반응

1) 투신권

- 이탈 가능성이 있는 자금을 묶어두기 위한 대책 마련
 - 공사채형 수익증권 잔고가 5월 8일 현재 지난해말에 비해 40조 5,293억원 감소한 상태에서 추가 자금이탈 규모는 크지 않을 전망
 - 그러나, 은행권과의 수신경쟁에 대비하여 장부가펀드에 대한 시가평가가 실시되도 금리변동에 관계없이 시행초기에는 고객들에게 확정금리를 줄 수 있는 상품을 집중 판매할 방침
 - 만기가 짧은 3개월 이하의 펀드 위주로 자금 유치 도모

- 투자자들의 시가평가펀드 가입 기피에 대한 대책 구상중
 - 금리상승 가능성에 대한 우려에는 국채 선물의 적극적인 활용을 통해 어느 정도의 가격위험을 피할 수 있을 것으로 설득
 - 매일매일 시장에서 거래되는 채권가격에 따라 기준가격이 결정되고 운용자산을 투명하게 공개함에 따라 언제든지 운용성과를 확인할 수 있다는 시가평가펀드의 장점을 부각

- 투신권의 투자기관화가 가속화됨에 따라 투자자들이 자기책임하에 투자하게 되어 다양한 투자창구를 통한 판매를 요구할 것으로 전망됨.
 - 우편판매, 인터넷 등 Cyber 거래, 운용회사의 직접판매, 소형금융기

관 등으로의 판매창구 확대

— 금융부티크의 등장 예상

○ 긍정적 기대

— 시가평가에 따라 공사채형 펀드수가 급격히 줄어들어 펀드규모가 대형화됨에 따라 펀드 운용의 효율성이 제공될 것으로 전망함.

2) 투신 상품구조

○ 펀드 수의 축소

— 대형사의 경우 2,000여개에 육박하는 등 펀드수가 급증하였으나, 시가평가 실시 이후에는 펀드의 양산이 무의미하게 되어 펀드수가 급감할 것임.

○ 펀드의 대형화

— 펀드의 관리비 등을 고려하여 위탁회사의 펀드 대형화가 선호될 것임.

○ 상품구분의 변화

— MMF와 일반채권형 펀드가 명확히 구분될 것임.

- MMF는 단기금융자산을 위주로 운용하기 때문에 사실상 시가평가의 적용에서 면제될 수 있는 상품으로 인식되어 일반 공사채형 상품과는 구분될 전망이다.

3) 투자자

○ 은행권으로의 자금 이탈 가능성

- 채권형 펀드도 주식형 수익증권처럼 채권가격의 변화에 따라 시장 가치도 변화하게 됨.
- 따라서, 현재의 주요 투자층인 일반 장년층이나 노년층등은 위험회피도가 크기 때문에¹⁵⁾ 안정적인 성격의 은행정기예금 등으로의 자금이탈 가능성이 늘고 있음.
- 투신권은 자신들의 전문투자기관으로서의 성격을 부각하는 지속적인 교육·홍보 전략과 이에 부합되는 상품의 개발·운용을 통해 투자자의 인식 변화에 힘써야 함.

○ 채권 시가평가제도로 투신상품과 은행신탁상품에 대한 인식이 변화할 전망

- 저축기관에서 투자기관으로 인식 변화
- 주요 투자층인 장년층에서 청년층으로 투자선택권이 확대되는 사회 경향에 힘입어 투자기관화로의 변화가 가속화될 전망

○ 투자판단기준의 변화

15) 투자성향에 따른 투자층의 구분

구분	Risk Taking 정도	투자지식 수준	요구하는 자문의 수준	투자기관 인식정도
전문가집단	고	고	저	고
청년층	고	고	중	중
일반장년층	중	중	고	중 또는 저
노령층	저	저	중 또는 저	저

자료 : 투신협회

- 종전에는 투신사나 판매증권회사의 재무건정성을 통해 환매가능성 여부를 파악하고 투자 예상수익률이 판단 기준이었음.
- 앞으로는 투자상품의 특징, 운용실적 등을 중시하여 펀드매니저의 명성에 따라 투자가 좌우될 수 있을 것으로 전망됨.

4) 감독기관

○ 감독시스템의 변화

- 기존의 규제방식인 시장진입장벽, 법적 사전규제 등에서 투자자의 자기책임하의 투자, 신탁재산 운용의 책임확대 등으로 인한 투자자 중심의 사후감독체계로 변화
- 투신협회 등의 상시공시를 통한 감독체계 강화
 - 이를 위한 real time 전산시스템 구축 전망

○ 신탁재산운용의 투명성 제고를 통한 투자자보호를 위해 운용실적 보고서 등을 적기에 제공하고 공시를 강화함.

V. 펀드 가격산정에 영향을 미치는 기타 사항

1. 펀드의 수수료

가. 전반적 검토

1) 수수료 구조

- 수수료 구조의 다양화를 위해 고려해야 할 사항은 다음과 같음.
 - 투자자들의 보유기간(time horizons)을 넓혀 보다 장기간에 걸쳐 펀드를 보유할 수 있도록 해야 함.
 - 펀드 보유의 평균 듀레이션은 1년 정도임.
 - 영국의 평균 듀레이션 기간은 5~7년, 미국의 401(k) 플랜이 보유하고 있는 펀드의 경우 특히 이 보다 더 장기간임.
 - 환매 비율을 감소시켜 환매를 대체하기 위해 추가 판매의 필요 없이 안정적으로 수요기반을 마련하기 위함.
 - 각기 다른 시장 상황에 적합하고 각각의 펀드 유형과 목적에 따라 특화된 수수료 구조를 정착시키기 위함.
 - 투자수익에 대한 수수료와 이러한 수수료 부과 효과의 효과를 투자자들에게 보다 명확히 알리기 위함.
 - 판매경로를 확장시키고, 보상(remuneration)의 성격을 변화시켜 증

권회사들의 영향력을 약화시킴.

- 연간 운용수수료를 감소시켜 투자자들이 보다 높은 수익을 얻도록 함.

2) 개시판매 수수료(initial sales charge)

- 산정 방식에 대한 근본적인 변화로 나타난 장기간의 듀레이션을 갖는 투자는 개시 수수료의 영향을 덜 받음으로써 보다 많은 수익을 가능케 해줌으로써, 만기 도래시 투자자의 수익을 보다 높여 줄 수 있을 것임.
 - 개시 판매 수수료의 지불은 투자자들의 만기를 확장시키는데 도움을 줄 수 있다는 결론을 내릴 수 있음.
- <표 V-1>과 <표 V-2>는 개시 수수료를 포함한 낮은 연간 수수료의 부과가 개시 수수료를 포함하지 않는 높은 연간 수수료 부과시보다 더 나은 결과를 초래하는 것을 보여주고 있음.

<표 V-1> 수수료의 효과 I

(개시 수수료 0%, 연간 수수료 1.5%)

기간	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
투자금액	1000	1084	1176	1275	1382	1498	1625	1762	1910	2071
개시 판매 수수료(0%)	0									
순투자금액	1000									
연간 성장률(10%)	1100	1193	1293	1402	1520	1648	1787	1938	2101	2278
연간 수수료(1.5%)	16	17	19	20	22	24	26	28	30	33
만기의 가치	1084	1176	1275	1382	1498	1625	1762	1910	2071	2245

<표 V-2> 수수료의 효과 II

(개시 수수료 5%, 연간 수수료 0.5%)

기간	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
투자금액	1000	1040	1139	1246	1365	1494	1635	1790	1960	2146
개시 판매 수수료(5%)	50									
순투자금액	950									
연간 성장률(10%)	1045	1144	1252	1371	1501	1643	1799	1969	2156	2360
연간 수수료(0.5%)	5	5	6	7	7	8	9	9	10	11
만기의 가치	1040	1139	1246	1365	1494	1635	1790	1960	2146	2349

- 5년 만기의 실적은 개시 수수료 5%와 연간 수수료 0.5%인 펀드가 개시 수수료 0%와 연간 수수료 1.5%의 펀드 보다 더 나은 것을 알 수 있음.
- 낮은 연간 수수료를 가진 펀드가 높은 수수료를 가진 펀드 보다 더 빠르게 성장한다면 둘 간의 차이는 보다 명확해질 것임.
 - 5%의 개시 판매 수수료와 1.5%의 연간 수수료를 가진 펀드가 각각 12.5%와 15%의 연간 성장률을 갖는다면, 10년 만기에 펀드의 성과는 2675와 3337이 될 것임.
 - 이 투자결과를 통해 수수료 보다 성장률이 보다 중요한 요소임을 알 수 있음.
- 판매 대리인이나 중개인은 연간 운용 수수료의 일정 부분(시가의 80%)을 지급받음.
 - 펀드에 계속해서 투자하고 있는 한, 수수료를 다시 지급 받게 되는데, 이를 trail commission이라고 함.

- 높은 비율의 수수료는 펀드에 대한 개인 투자자의 비율을 낮추는 작용을 하게 됨.
- 이러한 수수료는 1년 정도만 보유하는 채권 펀드를 매입한 투자자의 수익을 거의 잠식시킬 수도 있음.

3) 연간 운용 수수료(annual management charges)

- <표 V-1>과 <표 V-2>는 시가평가제가 펀드 운용자들로 하여금 투자자들에게 보다 많은 수익을 제공할 수 있도록 하는 유인을 갖는다는 사실을 보여 주고 있음.
 - 실제로 투자자들과 운용자들의 이해가 일치한다고 할 수 있음.
 - 운용자가 보다 많은 투자수익을 창출할 경우, 투자자들의 수익이 증가할 뿐만 아니라 운용자들 또한 보다 많은 연간 수수료로 보답을 받을 수 있게 됨.
 - 펀드의 운용 성과가 나쁘거나 순자산가치의 감소가 발생할 경우, 운용자들은 이에 대하여 상대적 불이익을 받게 된다는 사실도 주지해야 함.
- 명백한 사실은 운용회사가 수수료를 전혀 부과하지 않는 것이 투자자들의 수익을 향상시킬 수는 있지만, 이는 현실성이 없음.

4) agents/distributors 판매에 대한 보수

- 판매가 이루어진 이후에도 수년간 판매대리인이나 중개인에게 보수가 지속적으로 지급되는 것은 합리적이지 않다는 점 때문에 논쟁의 여지

가 있음.

— trail commissions의 수수료 체계를 지속적으로 운용할 경우, 다양한 판매 수수료 지급과 판매 채널이 이용됨에 따른 추가적인 문제가 발생할 수 있음.

— 수수료 지급은 펀드의 규모 변화에만 의존하기 때문에 판매 수수료 지급과 판매 기관이 하나인 경우는 문제가 발생하지 않음.

• 우리 나라의 경우 이러한 경향이 두드러짐.

— 그러나, 다양한 판매 수수료 지급과 판매 채널이 이용될 경우에는 각 개인 투자자의 자산에 대한 듀레이션을 측정할 수 있고 투자자들을 최초로 소개한 판매 대리인이나 중개인과 연결시켜 줄 수 있는 시스템이 마련되어야만 함.

• 또한, 투자자는 최초에 투자를 하도록 중개한 판매 중개인을 통하지 않고 자산 보유를 늘리거나 줄일 수 있음.

○ 개시 판매 수수료로써 판매 중개인이나 대리인에 대한 수수료를 한번에 지급할 경우, 새로운 투자를 시작하는 단계에서의 책임성이 증가하는 장점이 있음.

— 이 경우, 판매 당시에 수수료 지불이 정확히 명시됨에 따라 향후 trail commissions을 지급할 필요가 없으며, 펀드 운용자나 대리인의 앞으로의 업무에 따른 복잡한 수수료 산출과정을 거칠 필요가 없음.

• 대리인의 입장에서는 이와 같이 한번에 수수료를 지급받는 것이 trail commissions과 비교하여 나쁘지는 않을 것임.

- 개시 수수료의 지급은 일정 부분 위험을 내포하고 있기도 함.
 - 판매 대리인이나 중개인은 보다 많은 수수료를 받기 위해 가능한한 자주 고객을 바꾸려고 할 것임.
 - 이러한 관행은 과당거래(churning)라고 불리우며, 투자자나 운용자 모두에게 해가 되기 때문에 반드시 사라져야 할 것임.

5) 성과 수수료(performance fees)

- 시가에 기초한 수수료 부과 시스템은 자산운용회사의 운용 수수료에 영향을 미치고 장기적인 성과는 물론 투자자들의 장기적인 펀드 보유에 대한 유인으로 작용함.
- 성과 수수료가 연간으로 지급될 경우, 다음과 같이 개방형 펀드의 경우보다 더 심각한 문제가 발생할 수 있음.
 - 다음은 펀드 운용자가 시장가치 증가에 대해 10%의 수수료를 받는다는 투자안을 가정한 경우임.

기간	1	2	3	4	5	총 수수료	가치증분 의 합계	지불필요 수수료
최초의 가치	1000	1180	1392	1643	1150			
시장가치	1200	1416	1671	1150	1495			
성과 수수료	20	23.6	28	0	35	106		46
만기의 가치					1461		461	

- 최초의 투자자는 만기까지 펀드를 보유하고 있을 경우 최초의 투자에 대해 46%(1461/1000×100)의 수익을 얻지만 수수료 106을 지급해야만 함.

— 제한된 기한을 가진 폐쇄형 펀드라고 할지라도 이는 명백히 불공정한 것임.

○ 폐쇄형 펀드의 경우에 나타나는 이러한 문제점의 해결방안으로 순자산 가치가 전기 보다 증가했을 경우에만 펀드 운용자에게 성과 수수료를 지급하는 것을 생각할 수 있음.

— 이때, 앞의 예에서라면 펀드 운용자는 끝의 두 기간동안은 수수료를 받지 않는 것임.

- 그러나, 순자산가치는 수수료에 따라서 하향 조정되기 때문에 결과적으로 운용자는 46보다 많은 71.6의 총수수료를 받게 될 것임.

- 이 예를 통해 성과 수수료가 갖는 잠재적인 위험 요소와 복합적 요소를 이해할 수 있음.

○ 폐쇄형 펀드의 경우 펀드의 해체시 성과보수를 지급하는 방안을 검토해 볼 필요가 있음.

○ 투자자의 수를 지속적으로 변화시키는 개방형 펀드의 경우 산출 과정은 더욱 복잡해짐.

나. 국내의 수수료 현황

○ 국내에는 운용 수수료, 판매 수수료, 신탁 수수료의 세가지 유형의 수수료가 존재함.

- 운용 수수료(management fee)는 투자신탁의 설립 및 운용에 대해 운용회사에 지급되는 것임.
- 판매 수수료(sales fee or sales commission)는 신탁의 판매와 경영에 대해 판매 대리인에게 지급됨.
- 신탁 수수료(trust fee)는 포트폴리오 증권의 안전유지와 투자신탁의 경영에 대해 수탁회사(trustee)에게 지급됨.
- 신탁 수수료는 신탁약관의 규정에 따라 매일의 총 순자산가치의 변화에 의해 산출되며, 운용수수료도 신탁약관에서 허용되어 있음.
- 판매 수수료와 신탁 수수료는 순자산가치 산출시 공제됨.

○ 1999년 10월 현재 신탁 수수료는 아래의 <표 V-3>과 <표 V-4>를 통해 알 수 있음.

<표 V-3> 계약형 펀드의 수수료

	운용 수수료	판매 수수료	custodian 수수료
공사채형&MMF	1.0% 미만	2.5% 미만	일임
주식형	1.5% 미만	3.0% 미만	일임

주 : 1) 현행법상으로는 특정한 제한규정이 없지만, 행정지침은 총 수수료를 총자산의 5% 이내로 강력하게 규제하고 있음.

2) 보다 구체적으로 살펴 보면, 채권형&MMF는 운용 수수료 + 판매 수수료가 1.0~1.5% 미만, 주식형은 운용 수수료 + 판매 수수료가 1.5~3.0% 미만, custodian 수수료는 두 종류 모두 0.5% 미만, 신탁 수수료는 국제적인 투자 펀드의 일정 수준 보다 높을 수 있음.

자료 : 『Investment Funds Fact Book』, KITCA, 1999.10.

<표 V-4> 회사형 펀드의 수수료

	운용 수수료	판매 수수료	신탁 수수료	일반적인 경영 수수료
공사채형&MMF	0.5~0.7%	0.8~1.3%	0.5%	0.6%
주식형	0.8~1.5%	1~2%	0.5%	0.6%

주 : 1) 현행법상으로는 특정한 제한규정이 없지만, 행정지침은 총 수수료(운용 수수료 + 판매 수수료 + custodian 수수료 + 일반적인 경영 수수료)는 총자산의 5% 이내로 강력하게 규제하고 있음.

2) 신탁 수수료는 국제적인 투자 펀드의 일정 수준 보다 높을 수 있음.

자료 : 『Investment Funds Fact Book』, KITCA, 1999.10.

○ 전형적인 국내의 펀드 수수료 구조는 다음과 같음.

- 최초의 판매 수수료는 0%임.
- 연간 운용 수수료는 1~1.5%이며, 이중 80%는 판매 중개인이나 대리인에게 지급됨.
- 상환 수수료(redemption charge)는 매입일로부터 180일 이내에 상환된 펀드의 가치증가분 중 90%는 펀드 자체에 재지급됨.
 - 이와 같은 수수료의 부과는 조기 상환한 투자자들에 힘입어 펀드의 성과가 좋아지는 특이한 효과를 나타냄.

○ 국내에서도 펀드의 보유에 대한 듀레이션이 길어지고 시가평가제가 도입되면 개시 판매 수수료에 대한 논쟁은 더욱 가열될 것임.

- 원가에 기초한 평가 시스템에서 연간 수수료는 시가에 의해 더 높게 또는 낮게 표시되는 것이 아니라 자산의 원가(cost)에 대한 일정 비율로만 표시됨.
- 시가평가제도 도입에 따라 연간 운용 수수료는 자산의 시장가치에 대한 비율로 표시될 것이며 운용자의 수익은 증가 또는 하락할 수 있음.

2. shares/units의 상환

- 발행과 상환에 대한 수요에 있어 개방형 펀드와 폐쇄형 펀드간에는 현격한 차이가 있음.
 - 개방형 펀드는 매일 또는 최소한 매주 상환과 발행을 해야만하는 반면, 폐쇄형 펀드는 제한된 기간내에만 발행할 수 있고 상환도 거의 하지 않음.

- 투자신탁은 계좌에 대한 상환이 허용되는가의 여부에 따라 개방형 또는 폐쇄형으로 구분되고 있음.
 - 반면, 실제로는 공사채형 투자신탁의 경우 판매 대리인이나 운용회사 모두 환매 요청 다음날에 요청일의 순자산가치를 기준으로 하여 결제하고 있음.
 - 주식형 투자신탁의 경우는 환매 요청 다음날의 순자산가치를 기준으로 그 다음날 결제하고 있음.
 - 자산운용회사는 통상적으로 포트폴리오내의 증권에 대한 매각 없이 환매 요청에 대응하기 위하여 유동자산을 보유하고자 신탁자산의 일정 비율 보유를 지속함.

- 상환금액의 결정은 투자신탁의 계좌당 순자산가치의 변화에 따라 결정됨.
 - 상환되는 계좌의 수에서 상환 수수료와 세금을 제외하여 산출됨.
 - MMF의 순자산가치는 상환 요청일 전날의 계좌당 최종 순자산가치로 결정됨.
 - 상환 요청일 이후에 결제하는 투자신탁을 위해 순자산가치는 상환

요청 이후 첫 번째 영업일의 증권거래소의 종가를 이용하여 결정
됨.

— 상환 요청에 대하여 자산운용회사나 판매 대리인에게는 신탁약관에
의한 상환 수수료가 지급됨.

- 상환 수수료의 주요 목적은 포트폴리오 증권의 판매에 의해 발
생하는 수수료와 같은 신탁회사의 비용을 커버하기 위한 것임.
- 그러나, 현재는 이러한 수수료가 포트폴리오 수익을 안정화시킴
으로써 조기 상환을 막아 장기 투자를 늘리는 데 이용되고 있
음.
- 상환 수수료는 자산운용회사나 판매 대리인의 주요 수입원의 하
나로 자리잡고 있음.

○ 90일 미만의 보유 기간을 갖는 개방형 펀드와 180일 미만의 폐쇄형 펀
드의 경우, 자본 이득의 최소 70%를 상환 수수료로 부과하고 있음.

— 자산 운용회사는 90일 또는 180일의 보유기간에 따른 수수료 부과
에 대해 재량권을 가짐.

— 외국인에 의해 신설된 투자신탁의 경우, 최초 설립 이후부터 1년
이내에 순자산가치의 3%의 상환 수수료를 부과할 수 있음.

○ 국내에서는 자산운용회사나 판매 대리인이 상환요구일로부터 15일 이
내에 수익증권에 대한 환매의 책임을 가짐.

— 자산운용회사는 투자신탁의 유형을 선택하여 설립될 수 있지만, 대
부분의 투자신탁회사들은 폐쇄형 펀드에 대한 시장 수요의 제한성
때문에 개방형 펀드를 선택하고 있음.

— 미리 결정한 기간 동안 계좌에 대한 상환이 금지되어 있는 폐쇄형

펀드의 경우, 거래상의 유동성을 높이기 위해 거래소에 상장될 수 있음.

VI. 펀드평가산업의 활성화 필요

1. 국내 펀드 평가산업의 현황

- 국내의 펀드 평가산업은 아직 초기 단계임.
 - 펀드를 은행상품보다 약간 높은 수익을 주는 고정수입형 저축수단으로 인식하는 경향이 있음.
 - 펀드간의 차별화와 펀드 운용의 독립성 및 투명성 보장이 미비하여 펀드 평가가 중요하게 인식되지 못하고 있음.

- 최근 들어 한국의 투신산업은 규모의 변화와 더불어, 산업의 투명성을 갖추기 위한 제도적 보완이 필요함.
 - 최근 투신 산업의 위기에 따라 펀드 평가산업은 더욱 중요성을 갖게 되었음.
 - 한국신용평가와 대중매체는 펀드에 관한 정보를 공급하기 시작했지만, 투자자들은 대부분 이러한 정보에 대한 불신을 보이고 있음.

- 펀드 평가산업이 활성화되면 투자자는 정상적인 수익을, 펀드는 다수의 투자자를 안정적으로 확보할 수 있어 결국 투신산업의 발전에 기여하며, 이러한 메커니즘이 원활히 이루어지기 위해서는 정부의 제도적 지원 및 정비가 필요함.
 - 최근 시가평가제도의 정착을 위한 제도적 장치의 일환으로 채권가격평가기관제도가 도입되었음.

- 증권업협회가 발표하는 시가평가 기준수익률이외에 민간기관에서 평가하는 채권가격을 적용하여 시가평가를 할 수 있도록 한 것임.
- 이 제도의 활성화를 통해 채권의 적절한 가치 평가가 이루어질 경우, 본래가치와 평가가격간의 괴리가 적어질 수 있을 것으로 기대됨.

○ 국내의 펀드평가기관 실태는 다음과 같음.¹⁶⁾

— Morningstar Korea

- 신홍증권과 미국의 대표적인 펀드평가 전문기관인 Morningstar가 합작하여 설립

— Lipper Korea

- 로이터의 자회사로 세계적인 뮤추얼 펀드 평가 회사인 Lipper의 한국지사

— 한국펀드평가

- 수익증권, 뮤추얼펀드, 은행신탁 등 각종 펀드의 성과를 평가하기 위해 국내 최초로 설립된 전문 펀드평가회사

— 제로인

- 인터넷 콘텐츠사업과 컨설팅 사업을 추진하고 있는 인터넷금융 컨설팅 기업

— 신용평가기관

- 한국신용정보, 서울신용정보, 한국기업평가, 한국신용평가정보 등 국내 기관과 다수의 외국 기관들

16) 한국기업평가가 2000년 7월 12일 주최한 국제심포지움 “펀드평가 세미나”관련 자료 참조

2. 펀드 평가의 문제점

○ 국내 투신 산업에서 펀드 평가의 필요성은 널리 인식되어 있지만, 펀드 평가산업의 발전을 저해하는 다음과 같은 많은 문제점들이 상존하고 있는 실정임.

○ 과도한 펀드의 수와 추가형(개방형) 펀드의 영세성

— 또한 추가형(개방형) 펀드의 지속적인 매입이 어려움.

- 현재 판매되는 펀드의 수는 매우 제한적이고, 대부분의 펀드는 이미 판매가 중단되어 있음.
- 왜냐하면, 투신사나 투신운용사들이 기존의 펀드를 더 이상 판매하지 않고 계속해서 다른 펀드를 판매하기 때문임.
- 이러한 현상은 그동안 채권에 대한 시가평가가 이루어지지 않았고, 고객별로 펀드를 차별화하여 발생된 것임.

— 현재 대부분의 펀드는 1996년 이후 설립되었고, 개방형 펀드의 수명은 거의 3년 미만임.

- 이와 같이 짧은 기간은 펀드 평가를 제한하는 요인으로 작용하고 있음.
- 미국의 경우, 3년 미만의 뮤추얼 펀드에 대해서는 펀드 평가가 이루어지지 않고 있음.

○ 단위형 펀드의 낮은 유동성

— 단위형 수익증권은 환매가 거의 어렵기 때문에 그 비중이 높지 않음.

- 증권투자신탁업법에서는 상장을 허용하고 있지만, 실제로 상장된 경우는 거의 없음.
- 따라서, 이러한 종류의 펀드에 대한 평가는 그다지 중요하지 않음.

○ 펀드평가에 대한 자료수집의 어려움.

- 펀드 평가에 있어 가장 어려운 작업은 아마도 평가를 위한 자료 수집일 것임.
- 현재, 펀드 운용회사는 비경쟁적인 시장에 익숙해져 있기 때문에 시장을 경쟁화시키는 펀드 평가를 선호하지 않고 있음.
 - 투신협회에 의하면, 펀드 수익률을 취합해서 신문에 공시하는 것조차 회원사들의 반발이 심하다고 함.
- 운용회사가 펀드의 수익률 공개를 반대한다면, 펀드평가를 위한 다른 자료의 수집은 더욱 어려운 것이 당연할 것임.
- 펀드 평가는 기본적으로 펀드에 대한 다양한 자료에 의존하므로, 자료수집의 어려움은 펀드평가의 질적 수준이 충분치 못함을 의미함.
- 펀드평가와 정보의 제공은 투자자 보호와 경쟁 촉진에 그 목적이 있음.

○ 펀드평가의 시장성과 비용

- 펀드평가기관은 평가된 자료를 개인투자자들에게는 책자 형태로 기관투자자들에게는 전자통신 등을 이용하여 보다 자세하게 제공하고 있음.
- 여기서 중요한 문제점은 과연 이러한 비용이 펀드의 정보제공으로부터 충당될 수 있을 것인가임.

- 초창기에는 개인투자자들이 주요 고객이 될 것이고, 평가 대상 펀드들이 많아지고 펀드시장이 복잡해질수록 기관투자자들을 대상으로 하는 영업이 이루어질 것으로 보임.
- 처음에는 수입이 비용을 충당하지 못할 것이고, 특히 한국에서는 정보와 같은 보이지 않는 자산에 대한 매입의 개념이 정립되지 않았기 때문에 펀드 평가산업에 장애요인이 될 것임.

○ 기준지표 선택의 어려움.

- 미국에서는 대부분의 주식형 펀드가 주식, 현금과 동등한 자산에 투자하기 때문에 이러한 펀드들은 다우존스 평균 지수나 S&P500 등과 단순 비교하기가 쉬움.
- 그러나, 한국의 주식형 펀드는 각기 투자대상이 상이하기 때문에 펀드간의 성과를 비교하기 위한 기준지표의 선택이 어려움.

○ 펀드운용상의 독립성과 일관성의 결여

- 펀드 평가는 펀드 매니저의 질적 측면과 펀드의 과거성과 등을 포함하는 양적 측면에 기초하여 이루어지고 이에 대한 정보가 투자자에게 제공되는 것임.
- 여기서 펀드매니저의 독립성과 일관성은 가장 중요한 부분이라고 할 수 있음.
- 미국에서는 펀드 평가를 3년 이상된 펀드에 한하여 실시하는 것도 이러한 요인 때문임.
- 국내 펀드의 경우, 독립성과 일관성이 충분하지 못하며, 펀드 매니저는 내부적 방침과 외부적 요인 때문에 고유한 투자전략으로 펀드를 운용하기가 어려움.

— 또한, 펀드 매니저가 하나의 펀드를 3년 이상 장기간에 걸쳐 운용하지 않고 있음.

○ 채권의 매입보유 관행과 시가평가의 취약성

— 유통시장이 제대로 발전되지 않은 채권시장에서는 한번 채권을 매입하면 만기까지 보유하는 경향이 있음.

— 이자율이 일정 수준 이상 변화하면, 새로운 펀드를 만들어서 차익거래의 기회를 방지함.

— 2000년 7월부터는 모든 신규 펀드에 대해 채권의 시가평가가 의무화되므로, 채권형 펀드도 시가에 의해 평가됨.

VIII. 투신산업 신뢰성 회복을 위한 시사점 및 제언

1. 최근 채벌기업 부실로부터의 시사점

가. 대우 사태의 시사점

- 대우 사태로 인해 투자자들로 하여금 투신산업에 대한 신뢰성을 저하시키는 요인으로 작용하였음.
 - 투신산업 전반에 걸친 불확실성의 증대와 이에 따른 불신감을 완화시키기 위해서는 보다 적정하고 신뢰할 수 있는 제도적 정비가 필요함.
 - 세계 각국의 투신산업의 가치평가 및 가격산정에 대한 기준을 살펴봄으로써 국내 투신산업의 가치평가 및 가격산정에 참고가 될 수 있을 것임.
 - 투신산업의 신뢰도 회복이 무엇보다 시급한 시점임.
- 실적상품인 투신상품의 수익률을 일정부분 보장함으로써, 다수의 국민으로부터 투신상품 보유자에게 부의 전이가 이루어진 측면이 있음.
 - 투신상품을 예금상품이 아닌 투자상품으로 인식하는 계기
 - 시가평가제도 실시의 당위성을 보여줌.

- 재벌경제 체제가 경제 전반에 미치는 부정적인 영향을 보여줌.
 - 어느 한 기업집단의 문제로 경제시스템 전체가 문제가 생겨서는 곤란함.

나. 현대 유동성 위기로부터의 시사점

- 투신사에 더 이상의 시장안정기능을 부담시켜서는 안되며, 투신사 스스로가 독립적인 금융기업으로써의 역할을 담당하도록 해야 함.
- 산업자본의 금융기관 소유 및 경영이 경제 전체적으로 유해하며, 특히 산업자본에게도 위험함을 확인시켜 주었음.
 - 현대투신과 현대 계열사의 불법 거래
- 개별 민간기업의 경영부실이 시장전체를 불안정하게 만들지 않도록 하는 대책이 필요함.
 - 재벌이 우리 경제 전체에 미치는 영향 및 불안 요인을 파악하고 개선책 마련이 필요함.

2. 국내외 펀드 가치평가제도 비교로부터의 시사점

- 국내의 경우, 오차조정 기능이 없으므로, 이의 도입을 검토할 필요가 있음.

- 일반적으로 시장가격을 기준으로 한다는 점은 국제적 정합성이 있으나, 상하한가 때문에 일자별로 정확한 가격을 반영하지 못할 수도 있음.
 - 특히, IPO 이후 계속 상중가를 기록하거나 또는 그 반대인 경우에 순자산가치 산정시 정확한 내재가치를 반영하지 못할 우려가 있음.

- 가치평가의 최종 책임자를 명확히 하고 자격증제도를 도입함으로써 가치평가의 투명성 및 평가수준을 향상시키는 것이 바람직함.

<표 VII-1> 펀드 가치평가 관련 주요 내용 비교

	국내	외국
-기준 · 상장증권	-평가기준일에 증권거래소에서 거래된 최종 시가	-영국 : 표준 규모의 적정시장에서의 매수-매도 가격 -미국: 최종적으로 시세가 매겨진 가격 -일본 : 거래소 종가
· 비상장증권	-주식은 평가기준일에 협회중개시장에서 거래된 최종시가, 채권은 채권시가평가 기준수익률과 가산금리를 감안한 조정수익률을 가격으로 환산	-영국 : 매도/매수자 가격에 거래비용을 가감한 가격 -미국 : 브로커-딜러에 의해 매겨진 매수-매도 가격 -일본 : 주식은 시가, 채권은 취득 원가
· 파생금융상품	-옵션은 거래소가 발표하는 평가기준일의 매매증거금 기준가격, 선물은 거래소가 발표하는 평가일의 선물정산가격	-영국 : 옵션은 매수-매도 가격에 거래비용을 가감한 가격, 선물은 종료일의 순자산가치 -미국 : 옵션, 선물 모두 시가 -일본 : 선물은 신용거래 보증금 결정시의 표준가격이나 결제 가격
-빈도	-일별	-영국 : 월별 -미국, 일본 : 일별
-오차 조정 관련 규정	-관련 규정 없음	-오스트레일리아, 브라질, 캐나다, 이탈리아, 일본 등 : 규정 없음 -프랑스 : 기준지표에 대한 보고는 순자산가치의 0.5%로 규정, 보상 규정은 없음 -Jersey : 기준지표에 대한 보고 및 보상 모두 순자산가치의 0.5%로 규정

3. 채권 시가평가제도 관련 제언

- 현행 시가평가제도에서 평가대상 제외 펀드로 규정된 MMF에 대해서도 조속한 시일내에 시가평가가 적용되어야 할 것임.
 - 최근 증시 폭락에 따른 금융시장의 불안정성이 증대 되면서 장부가로 평가할 수 있는 MMF에 시중 부동 자금이 몰리고 있음.
 - MMF 잔고는 2000년 10월 17일 현재 35조 2,885억원으로 투신사의 장·단기 채권형 펀드(52조 6,575억원)의 67% 수준까지 확대되었음.
 - 초단기 성향의 MMF에 자금이 몰리는 현상으로 투신권에는 유동성 위기가 초래될 가능성이 증대되고 있으며, 기업 입장에서는 회사채 수요기반이 여전히 취약하여 자금난 해소에 도움을 받지 못하고 있음.

- 보다 정교한 방법에 의한 시가평가수익률의 산정이 필요하며, 증권업협회 뿐만 아니라 민간 시가평가회사들이 선의의 경쟁을 통해 시가평가기준수익률이 시장의 실제 수익률을 제대로 반영할 수 있도록 하는 노력이 필요함.

- 실제로 채권의 유통수익률과 보고수익률을 비교하여, 시장에서 거래되는 채권의 가격이 증권회사들이 공정하다고 생각하는 가격과 일치하는지에 대한 실증분석을 통해 gap의 존재 여부와 gap이 있을 경우 그 원인을 파악해 볼 필요가 있음.
 - 채권유통시장이 활성화되어 있지 않으므로, 기관투자자간의 장외거

래, 펀드간의 거래 등에 있어 공정가격(fair price)이상으로 거래되는 경향이 있어 gap이 존재할 가능성이 큼.

4. 국내 수수료 제도 관련 제언

- 현재 국내의 수수료 체계는 성과 수수료와 정규적인 연간 운용 수수료가 일반적임.
 - 그러나, 제한된 기한을 갖는 폐쇄형 펀드에 대한 성과 수수료 부과와 비교하여 개방형 펀드에 대한 성과 수수료 부과는 여러 가지 복잡한 문제를 갖고 있음.

- 펀드의 발행부터 펀드가 현금화되는 기간동안 투자 수익이 산출될 수 있도록 하기 위하여 폐쇄형 펀드는 성과 수수료를 만기에 지급함.
 - 이러한 성과 수수료를 산출하기 위해서는 KOSPI 지수, 인플레이션율, 동기간의 국공채 수익률과 같은 기준지표(benchmark)를 사용하는 것이 바람직함.

- 국내 수수료 구조의 개선 방안 검토
 - 개시 수수료의 도입을 검토할 필요가 있음.
 - 성과 수수료 지급시 기준지표(benchmark) 수익률 이상의 성과에 대해서 지급하는 것이 타당함.

5. 펀드 평가산업 관련 제언

- 국내 펀드평가산업의 여러 가지 문제점과 취약성에도 불구하고 펀드 평가제도는 다음과 같은 이유로 그 필요성이 제기되어 왔음.
 - 공정하고 신뢰할 수 있는 펀드평가를 통해 투자자들을 각종 위험으로부터 보호할 수 있음.
 - 펀드 정보가 공개됨에 따라 시장의 효율성이 증대됨.
 - 선진자본시장 등 국제적 수준의 자산평가제도를 정착시킴으로써 국제적 정합성 제고 및 외국인 투자 증대의 유인으로 작용함.
 - 건전하고 성숙된 자본시장 형성에 도움을 줄 수 있음.

- 펀드 평가산업의 발전을 위해서는 먼저 펀드평가에 대한 적절한 규제가 이루어져야 하고, 펀드간 통폐합을 통한 펀드의 대형화를 유도해야 할 것임.

<참고문헌>

고광수·오승현, 『채권의 시가평가에 관한 연구』, 한국증권연구원, 1999.1.

금융감독원, 『금융통계월보』, 각호.

증권업협회, 『증권』, 각호.

주상룡, “채권시가평가 제도와 업계의 대응방안”, 『증권』, 한국증권업협회, 2000. 3.

최용선, 류근옥, 박상수, 박영규, 우영호, 노희진, Mark St. Giles, “한국자본시장 수요 연구: 실행방안”, 2000. 7.

투자신탁협회, 『주간 투자신탁 가격정보』, 각 호.

_____, 『채권시가평가제의 영향분석』, 1999. 1.

_____, 『Investment Funds Fact Book』, 1999.10.

한국기업평가주식회사, 국제 심포지움 “펀드 평가세미나” 자료, 2000. 7.12.

Cadogan Financial, *Managing Collective Investment Funds*, 2000. 2.

IOSCO Technical Committee, *Regulatory Approach to Valuation and Pricing*, 1999. 5.

www.cadoganfinancial.co.uk

www.mk.co.kr

www.hankyung.com