

자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구

2003. 11

연구위원 고 광 수

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

자산운용 산업의 성장은 전세계적인 추세이며 우리나라 역시 예외가 아니다. 시간이 지날수록 우리나라의 자산운용 산업은 양적 성장뿐만 아니라 질적인 측면에서도 그 중요성이 더할 것으로 예상된다. 최근 제정된 자산운용 통합법을 살펴보면, 단지 자산운용업 투자 대상을 확대하는 데서 그치지 않고, 규제와 효율성과 형평성을 추구하여 자산운용 산업의 활성화에 도움을 주고 있다. 점차 가속화하는 노령화 상황에서 최근 논의되고 있는 퇴직연금 역시 향후 자산운용 산업에 커다란 영향을 미칠 것이다.

이러한 긍정적 전망에도 불구하고 주식시장 약세에 따른 펀드시장의 침체와 아직 신뢰를 얻지 못하고 있는 우리 자산운용업의 미래는 풀어야 할 문제가 많은 것도 사실이다. 또한 글로벌 경쟁이 본격적으로 이루어지는 자산운용업 환경에서 경쟁력 강화가 요구되는 시점이다.

이에 본 연구는 우리나라 자산운용업이 나아가야 할 바람직한 방향에 초점을 맞추어 연구를 수행하였다. 우선 외국과 우리나라 자산운용 시장을 비교하여 시사점을 도출하고자 하였고, 우리나라에서도 가까운 장래에 시행될 퇴직연금이 자산운용업에 미치는 효과를 살펴보기 위하여 미국의 사적 연금과 자산운용업의 관계를 분석해 보았다. 또한 우리나라 자산운용업의 최근 현황을 인식하기 위하여 3년간의 재무분석을 하였다. 이러한 분석과 자산운용 통합법에 의한 변화에 근거하여, 우리나라 자산운용업의 당면 과제와 개선 방안 및 바람직한 방향을 제시하였다. 본 연구가 우리나라 자산운용업의 안정적 성장과 신뢰성의 제고 및 국제경쟁력 강화에 조금이라도 도움이 될 수 있기를 기원한다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는 데 많은 노고를 한 본 연구원의

고광수 박사에게 감사한다. 또한 자료 수집에 도움을 준 박창욱 연구원과
원고 정리에 수고한 황은미 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다.

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

2003년 11월

한국증권연구원

원장 박 상 용

목 차

I. 머리말	3
II. 외국과 우리나라 자산운용 시장의 비교	7
1. 수탁고 동향	7
2. 펀드의 투자자 구성	22
3. 펀드 수와 평균 펀드 규모	32
4. 판매 및 운용 보수	35
III. 미국의 사적 연금과 자산운용업의 관계	49
1. 미국의 연금 시장과 뮤추얼 펀드 개관	49
2. IRA의 운용	56
3. DC 플랜과 뮤추얼 펀드	59
IV. 우리나라 자산운용업의 재무 분석	65
1. 시계열 분석	66
2. 지배구조 집단별 분석	73
3. 수탁고 규모 집단별 분석	78

V. 자산운용 통합법과 변화의 방향	85
1. 자산운용 통합법의 의의	85
2. 자산운용업의 변화	87
VI. 자산운용업의 당면 과제와 개선 방안	99
1. 구조적 과제	99
2. 제도적 과제	113
VII. 바람직한 자산운용업의 방향	129
1. 글로벌 경쟁의 본격화	129
2. 규모와 특성에 따른 업무 영역의 추구	137
3. 투자자 요구 충족을 위한 다양한 서비스의 제공	141
4. 공정성과 신뢰성 제고	150
5. 노령화 사회와 연금 시장	152
VIII. 맺음말	159
참고 문헌	163

표 목 차

<표 III-1> 미국의 연금 시장 (1990~2002년)	51
<표 III-2> 기관별 IRA 운용 현황 (1990~2002년)	57
<표 III-3> 뮤추얼 펀드 종류별 IRA 자산 (1996~2002년)	58
<표 III-4> IRA 종류별 뮤추얼 펀드 자산 (1992~2002년)	59
<표 III-5> 뮤추얼 펀드 종류별 DC 플랜 자산 (1996~2002년)	60
<표 III-6> DC 플랜 종류별 뮤추얼 펀드 자산 (1991~2002년)	61
<표 III-7> 연금 및 펀드 종류별 뮤추얼 펀드 DC 플랜 자산 (2002년 현재)	62
<표 IV-1> 최근 3년간 투신운용사 전체의 재무 분석	72
<표 IV-2> 지배구조 집단별 재무 분석 (2002년)	77
<표 IV-3> 수탁고 규모 집단별 재무 분석	81
<표 VI-1> 전세계 뮤추얼 펀드 규모 현황	106
<표 VI-2> MMF 편입 자산의 비중 (2003년 각월 현재)	119
<표 VII-1> 외국계 운용사 주요주주 및 지분율 (2003년 10월 8일 현재)	133
<표 VII-2> 우리나라의 인구 노령화 추계 (2000년 3월 현재 추계)	153

그 립 목 차

<그림 II-1> 주요국의 장기 수탁고 추이	8
<그림 II-2> 미국의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이	10
<그림 II-3> 일본의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이	11
<그림 II-4> 영국의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이	12
<그림 II-5> 이태리의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이	13
<그림 II-6> 캐나다의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이	14
<그림 II-7> 우리나라의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이	15
<그림 II-8> 세분화된 우리나라의 펀드 유형별 수탁고	16
<그림 II-9> 최근 우리나라의 혼합형 펀드 유형별 수탁고	17
<그림 II-10> 최근 우리나라의 채권형 펀드 유형별 수탁고	18
<그림 II-11> GDP 대비 수탁고 장기 추이	19
<그림 II-12> 시가총액 대비 수탁고 비중	21
<그림 II-13> 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드 수탁고 추이	22
<그림 II-13> 미국의 고객 유형별 수탁고 비중	23
<그림 II-14> 영국의 고객 유형별 수탁고 비중: 순매출 누적 (1992~2002년)	24
<그림 II-15> 일본의 고객 유형별 수탁고 비중: 단위형/장기 공사채형 매출 기준	25
<그림 II-16> 펀드 유형별 수익자 비중 (2003년 2월 말 현재)	27
<그림 II-17> 수익증권 수익자 구조의 장기 추세	28
<그림 II-18> 수익증권 수익자 구조의 최근 추세	29

<그림 II-19> 수익증권의 수익자 구조: 주식형 장기 추세 (혼합형 포함)	30
<그림 II-20> 수익증권의 수익자 구조: 채권형 장기 추세 (MMF 포함)	31
<그림 II-21> 수익증권 수익자 구조의 최근 추세: 펀드 유형별 비교 ..	32
<그림 II-22> 주요 국가별 펀드 수 추이	34
<그림 II-23> 주요 국가별 평균 펀드 규모 추이	35
<그림 II-24> 미국 뮤추얼 펀드의 총 비용 추세	37
<그림 II-25> 미국 주식형 뮤추얼 펀드의 서비스별 비용 추이	39
<그림 II-26> 미국 채권형 뮤추얼 펀드의 서비스별 비용 추이	40
<그림 II-27> 미국 MMF의 서비스별 비용 추이	41
<그림 II-28> 우리나라의 펀드 종류별 전체 보수 추이	42
<그림 II-29> 우리나라 펀드의 보수 종류별 추이	44
<그림 III-1> 미국 퇴직 자산의 뮤추얼 펀드 비중 (1990~2002년)	52
<그림 III-2> 장·단기 펀드별 뮤추얼 펀드 퇴직 자산 비중 (1990~2002년)	54
<그림 III-3> 인덱스 뮤추얼 펀드 자산과 퇴직 계정 (1996~2002년)	55
<그림 III-4> 퇴직 계정의 뮤추얼 펀드 순유입액 (1990~2002년)	56
<그림 III-5> 401(k) 자산 중 뮤추얼 펀드 비중 및 금액 (1990~2002년)	62

Executive Summary

현재 우리 자산운용업은 중대한 기로에 서 있다고 할 수 있다. 최근 제정된 「간접투자자산운용업법」을 계기로 자산운용업은 상당한 변화를 맞이하게 될 것이며, 최근 대두되고 있는 퇴직연금 등 사적 연금 역시 자산운용업에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이러한 자산운용업의 과도기적 시점에서 과거에서 현재까지의 진단과 자산운용업의 미래를 전망해보는 것은 의미있는 일이라 할 수 있다.

글로벌 경쟁 속에서 우리의 자산운용업이 제 역할을 하느냐는 동북아 금융 허브의 위치를 차지할 수 있느냐의 질문에 대한 해답이 될 것이다. 본 보고서에서는 급변하는 금융 환경 변화 가운데 우리 자산운용업에 내재되어 있는 문제점을 파악하여 해결 방향을 제시하고, 우리 자산운용업이 나아가야 할 방향을 점검하고자 한다.

이를 위해, 우리의 자산운용 시장을 외국과 비교하고 국제 수준과의 차이점을 살펴볼 필요가 있다. 이러한 비교는 크게 수탁고 동향, 펀드의 투자자 구성, 펀드 수와 평균 펀드 규모, 판매 및 운용 보수 등의 네가지 부문으로 살펴보았다.

수탁고의 장기 추이에서는 미국과 일본이 양 극단에 서 있다. 미국의 경우 뮤추얼 펀드 수탁고는 주식시장의 활황과 퇴직연금, 개인연금의 확대에 수탁고가 급성장하고 있으며, 일본의 경우 1990년대 초 이후의 장기 불황과 주식시장 침체로 수탁고가 감소하고 있다. 최근 세계적 경기 회복 지연과 주식시장의 침체를 감

안할 때, 세계 펀드 시장은 단기간에 급격히 상승세로 돌아서기는 힘들다. 수탁고 정체와 펀드 운용 수수료의 감소 추세는 자산운용사들의 경영을 더욱 어렵게 하고 있다. 따라서 우리 자산운용사들은 구조조정과 M&A를 통해 비용을 축소하고 경영 효율성을 추구하면서 경쟁력을 키워가야 할 것이다.

펀드 유형별 수탁고 관점에서 미국 뮤추얼 펀드의 특징은 주식형의 비중이 매우 높다는 것이다. 반면 우리의 펀드 수탁고는 주식형 수탁고가 작고 채권형 펀드의 비중이 매우 큰 극단적 특색을 가진다. 이는 우리 펀드 투자자들이 전문적 투자의 효과가 가장 크게 나타나는 순수 주식형을 선호하지 않기 때문으로 해석된다. 투자자 성향 역시 MMF와 단기성 자산을 선호하는 단기적 시야를 가지고 있다고 하겠다.

고객 유형별 수탁고 비중에서도 미국은 개인의 비중이 75%인데 비해 우리의 경우 기관의 비중이 71%라는 정반대의 현상을 보이고 있다. 우리 펀드에서 기관의 비중은 주식형(50%)보다는 채권형(79%) 쪽에 더 집중되고 있는데, 그 이유는 안정적 수익을 원하는 기관의 요구 때문이다.

주목할 만한 또 다른 사항은 펀드 수와 규모다. 평균 펀드 규모가 조사 대상 35개국 중 31위를 차지하고 있어서, 규모의 경제를 달성할 정도의 효율성을 가지고 있지 못한 형편이다. 판매 및 운용 보수 역시 전세계적으로 감소하는 추세를 감안하더라도, 우리 채권형 펀드의 판매 및 운용 보수는 너무나 작은 수준이다. 이러한 채권형 펀드 보수의 감소는 판매회사 및 운용사에게 부담이 될 가능성이 크다.

다음으로 노령화 사회에서 중요성을 더해 가는 사적 연금 시장과 자산운용업의 관계를 사적 연금 시장의 대표 주자라 할

수 있는 미국의 사례를 통해 살펴보았다. 미국의 경우, 퇴직 자산은 장기 뮤추얼 펀드와 매우 밀접한 관계를 가지면서 성장하고 있음을 알 수 있다. 주식시장이 좋지 못했던 최근에도 꾸준한 순유입이 있었던 것으로 보아 주식시장의 상황과 무관하게 뮤추얼 펀드에 연금 자산의 투자가 진행되었고, 이는 퇴직 연금 자산의 투자가 미국 자본시장의 수요 기반을 형성한다는 주장의 근거가 된다. 이러한 추세는 우리 자산운용 산업에도 적용될 수 있을 것으로 본다.

재무상태 분석을 통해 우리나라 자산운용업의 현황도 살펴보았다. 재무 분석은 크게 산업 전체 시계열 분석, 지배구조 집단별 분석, 수탁고 규모 집단별 분석 등 세가지 관점에서 독립적으로 시행해 보았다.

어려운 환경에도 불구하고 성장성과 수익성 측면에서 우리 투신운용사들의 사업성은 비교적 양호하였고, 안정성 역시 높았다. 우리 투신운용사들의 특징으로는 운용 보수의 절대적 비중이 외국에 비해 매우 낮다는 것과 운용 보수에 비해 판관비가 크게 증가하였다는 것이다. 이는 업체간 경쟁의 심화로 해석할 수 있다. 또한 영업수익 중에서 신탁업무 비중 뿐 아니라 자문 및 일임 수익의 비중도 점차 늘어나고 있는 것으로 보인다. 이러한 영역의 확대는 자산운용 통합법 하에서 점차 심화될 것으로 보인다.

한편, 새로운 통합법은 여러 개별법으로 나누어져 있던 자산운용 규제를 하나로 통합한 것 이상의 의미를 가진다. 첫째, 과거 기관별 규제 체제에서 기능별 규제로 전환하여 규제의 효율성과 형평성을 추구한다는 것이다. 이러한 전환은 선진국의 추세와 맥을 같이 하면서 자산운용업이 금융 혁신에 잘 적응할 수 있도록

할 것이다. 둘째, 간접투자 상품의 다양성 추구하고 투자자 보호에 대한 내용을 대폭 삽입하여 자본시장 발전의 기초가 될 것이다. 셋째, 자산운용업의 규제 정비는 고령 사회에 대비한 장기 투자 대안을 제공할 것이다. 노령화가 빠르게 진행되는 우리 사회에서 자산운용업의 제도 정비는 연금 제도 정착을 위한 토대가 될 것으로 기대한다.

자산운용업 통합법의 출범으로 가장 주목할 만한 변화는 판매 제도의 변화 속에서 개방형 구조(open architecture)의 확산이 진전될 것이라는 점이다. 펀드의 직접 판매 허용으로 인한 판매의 다양화를 통해, 판매는 운용 및 조성과는 별개로 이루어질 수 있게 된다. 이러한 개방형 구조는 펀드 광고의 촉진과 함께 계정 통합(account aggregation)에 대한 수요를 증대시킬 것으로 예상된다. 여러 금융기관에 분산되어 있는 투자와 저축 계정을 통합하여 보여주는 계정 통합은 투자자의 편리성을 크게 증대시켜 투자의 효율성을 높일 것으로 기대된다.

우리 자산운용업의 당면 과제를 분석하는 것은 향후 자산운용업의 나아갈 방향의 지표가 된다는 점에서 의미가 있을 것이다. 이런 측면에서 당면 과제를 구조적 과제와 제도적 과제로 나누어 살펴보았다. 구조적 과제로는 우선, 기관 위주로 수익자 구조가 편성되어 있다는 점이다. 선진국의 예를 살펴볼 때에도 펀드의 수익자 구조는 개인 중심으로 구성되는 것이 바람직하다. 이러한 상황은 상대적으로 적은 비용으로 규모가 큰 자금을 유치하려는 운용사 및 판매회사의 의도와 기관들의 투자 목적이 부합한 결과라고 할 수 있다. 이러한 문제의 개선 방안으로는 사모와 공모를 운용상으로 철저히 분리하고 감독을 강화하며, 중장기적으로 사모 펀드를 투자 목적에 따라 일임 자문형 운용과 사모 펀드로 분리하

는 것이 바람직할 것이다.

또 다른 구조적 과제는 펀드 소형화의 폐해이다. 이는 분산 투자와 운용의 효율성이라는 펀드 투자의 장점을 살리지 못한다는 문제를 야기한다. 이의 개선 방안으로는 공모 펀드의 약관 심사 강화를 통해 비슷한 유형의 펀드 양산을 억제하며, 공모 펀드의 판매 지속성을 보장하고, 펀드 존속 기간을 늘려나가는 것이 제시될 수 있다. 이밖에 왜곡된 만기의 개념이라든지 부실채권 펀드 등의 구조적 부실 가능성들도 구조적 문제라고 할 수 있다.

제도적 과제 역시 해결해야 할 숙제다. 채권 시가평가로 인해 불공정 편출입의 과제는 어느 정도 해결하였지만 아직도 불공정 편출입의 여지는 충분히 있다. 이를 방지하기 위해서는 준법감시인이나 운용 책임자 등에 의한 엄격한 감독이 필요하다.

또한 새로운 통합법 하에서 장내 거래의 임의 할당(cherry picking)은 금지되었지만 장외 채권 거래에 대해서는 허점이 있다. 이 역시 준법감시인과 운용 책임자의 서명 요구와 매입 채권의 할당 기록을 보관할 필요가 있다.

우리 현실에서 큰 위치를 차지하고 있는 MMF 제도 역시 풀어야 할 과제가 있다. 수탁고의 지나친 변동성과 운용의 어려움, 편입 자산의 질적 문제와 산업 편중 현상, 기관과 개인투자자에게 대한 고지 서비스의 차별, 증금어음 의무 편입에 따른 수익률 하락 등의 문제는 금감원 역시 개선 방안을 작성하고 있다. 여기에 추가하여 산업 편중 비중이 일정 수준을 넘지 못하도록 하는 규정이 필요하며, MMF를 구분(법인 및 기관용, 개인용)하여 이들간의 편출입을 불허하는 것이 바람직할 것이다.

제도적 과제 중 빼놓을 수 없는 것이 공시 체계 및 운용의 투명성 문제다. 아직도 우리 자산운용업은 공시 내용이 빈약하고 부

적절한 것이 사실이다. 이는 투자자들의 신뢰를 떨어뜨리는 가장 큰 요인이다. 이러한 문제를 풀기 위해서는 투자설명서를 정기적으로 발행하고, 공시되는 정보를 확대하여 투자 의사결정에 도움이 되도록 할 필요가 있다.

광고 규제가 엄격하게 이루어지지 못하고 있는 우리 현실에서는 허위 광고에 대한 엄격한 규제도 요구된다. 이를 위해 광고 심의의 주체가 금감원이 되고 광고 심의에 필요한 비용은 광고 신청자가 부담하도록 하거나, 자산운용협회가 광고 심의와 처벌까지 수행하는 명실상부한 자율규제 기관이 되어야 할 필요가 있다.

마지막으로, 통합법과 관련하여 크게 다섯 가지 관점에서 향후 자산운용업의 바람직한 방향에 대해 언급하였다. 글로벌 경쟁의 본격화, 규모와 특성에 따른 업무 영역의 추구, 투자자 요구 충족을 위한 다양한 서비스의 제공, 공정성과 신뢰성 제고, 노령화 사회와 연금 시장의 관점에서 자산운용업체는 미래를 준비해야 한다.

외국계 운용사에 대한 국내 판매사들의 입장이 호의적이지 않은 상황에서도 해외 운용사들의 국내 진출은 계속 증가하고 있고, 우리 자본의 해외 투자 역시 증가할 것으로 예상된다. 중국, 일본 등과 동남아 허브의 주도권을 다투는 현 상황에서 우리 자산운용사들은 건전한 업무 관행 정착과 경쟁력 확보를 통하여 투자자의 수익을 증대시키는 것이 필수적이다.

자산운용 통합법에 의해 자산운용업의 영역은 크게 확대되었다. 이러한 상황에서는 각 운용사별로 자신의 규모와 특성에 맞는 업무의 유형(펀드, 일임, 자문)을 선택하여 특화시키는 것이 바람직하다. 또한 규모의 경제와 범위의 경제 역시 고려해야 한다.

자산운용업이 성장함에 따라 투자자의 요구는 점차 다양해질

것이다. 이러한 투자자의 요구를 충족하는 다양한 서비스의 제공은 필연적이다. 단순한 전환형 펀드보다 더 큰 펀드 패밀리 개념의 사용이 이에 해당한다. 또한 클래스 펀드 개념을 통한 수수료의 다양화, 판매 채널의 다양화를 통한 개방형 구조로의 전환, 고객 유형에 따른 자문 서비스의 확충도 필요할 것이다.

공정성과 신뢰성 제고는 우리 자산운용업의 미래를 결정하는 중요한 요소 중 하나다. 이를 위해 불공정한 부의 이전 방지, 방화벽 강화를 통한 사모 펀드와 공모 펀드의 실질적 분리, 펀드 감시의 실질적 기능 제고, 자산운용 종사자의 교육과 불공정 행위에 대한 징계의 강화 등이 이루어져야 한다.

급속한 노령화 사회 속에서 국민연금, 퇴직연금, 개인연금 등 연금 산업의 규모가 커짐에 따라 자산운용업의 역할 역시 증대되고 있다. 자산운용업계는 근로자의 퇴직 자산이 안정적으로 운영될 수 있도록 최선의 노력을 다해야 하며, 이러한 노력을 통해 연금 시장과 자산운용업이 시너지 효과를 낼 수 있을 것이다.

I. 머리말

I. 머리말

1970년대 초중반에 시작되었던 자산운용업은 그동안 수많은 어려움을 겪으면서 2003년 10월 현재 약 164조원 규모(수익증권과 증권투자회사)의 시장으로 성장하였다. 성장 과정에서의 어려움은 경제 및 금융권의 전반적 문제점도 있었지만, 제도적·실무적 미비점과 변화하는 자산운용업 선진 체계의 도입 소홀을 지적할 수 있다. 이에 정부는 약 2년여의 준비 과정을 통해 새로운 자산운용 통합법인 「간접투자자산운용업법」의 시행을 앞두고 있다.

새로운 자산운용 통합법은 여러 법령에 분산되어 있던 자산운용 업무를 하나의 통일된 원칙 아래 규제한다는 점 이외에도 다양한 제도적 개선을 추구하고 있다. 그 중 가장 중요한 것은 건전한 경쟁과 투자자 보호를 위한 여러 가지 새로운 개념들이 법령에 추가되어 자산운용업의 선진화에 대한 기대가 높아졌다는 것이다. 이러한 기회를 이용하여 자산운용업은 다시 한 번 도약할 수 있는 발판과 기틀을 마련하여야 한다.

자산운용 통합법의 제정을 계기로, 본 연구에서는 우리 자산운용업의 현주소를 파악하고 자산운용업의 바람직한 방향에 대해 살펴보기로 한다. 제Ⅱ장에서는 우리의 자산운용 시장을 외국과 비교하여 국제 수준과의 차이점을 인식하고자 한다. 제Ⅲ장은 점점 중요성을 더해 가는 사적연금 시장과 자산운용업의 관계를 미국의 사례를 통해 살펴본다. 외국과의 비교를 위한 제Ⅱ장 및 제Ⅲ장과는 달리 제Ⅳ장은 재무 분석을 통하여 우리나라 자산운용업의 수익성 등을 알아보고, 제Ⅴ장은 새로 제정된 간접투자자산운용업법의 방향을 살펴본다. 제Ⅵ장은 자산운용업의 현행 과제를 분석하여 개선 방안을 제시하고, 제Ⅶ장은 통합법과 관련하여 향후 자산운용업의 바람직한 방향에 대해 언급하고자 한다.

II. 외국과 우리나라 자산운용 시장의 비교

1. 수탁고 동향
2. 펀드의 투자자 구성
3. 펀드 수와 평균 펀드 규모
4. 판매 및 운용 보수

II. 외국과 우리나라 자산운용 시장의 비교

1. 수탁고 동향

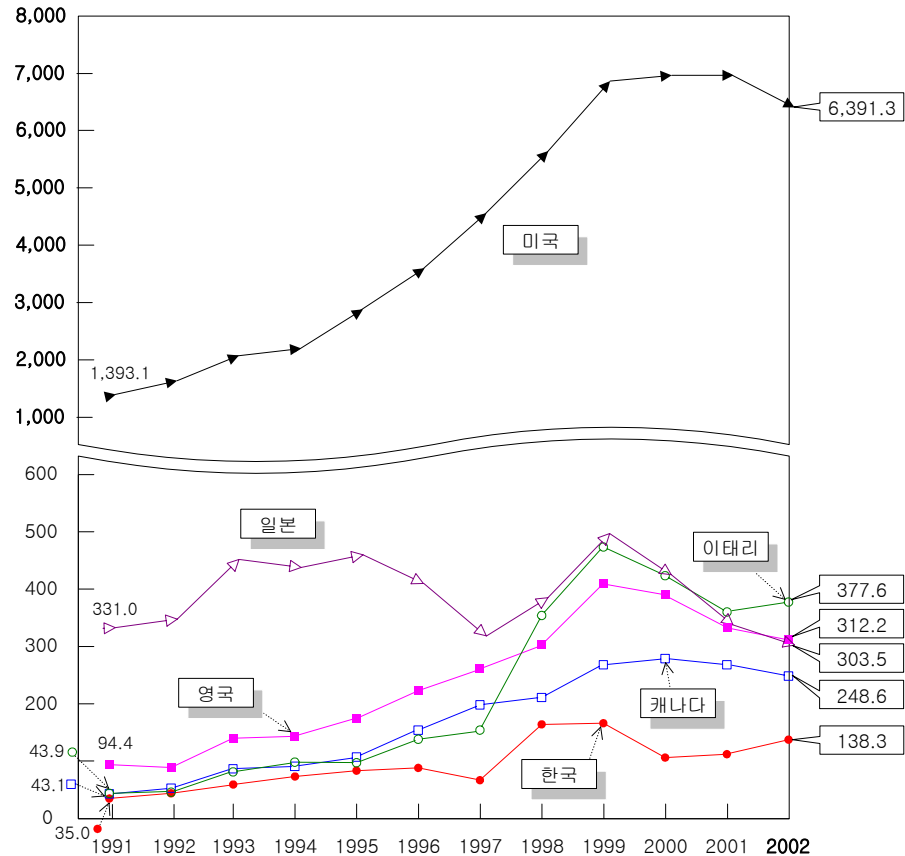
가. 장기 수탁고 추이

주식시장 약세에 따른 최근 3년간의 펀드 시장 침체에도 불구하고, 일본을 제외한 지난 11년간 주요국의 펀드 수탁고는 대체로 상당한 성장세를 보였다. <그림 II-1>은 주요국 수탁고의 장기 추세를 보여주고 있다. 주요국 중에서 이태리는 지난 11년간 660%(\$439억에서 \$3,776억으로)의 수탁고 증가를 보여 가장 높은 성장률을 기록하였다. 그 다음이 캐나다로 377%(\$431억에서 \$2,485억으로)의 수탁고 증가를 보였다. 미국, 우리나라, 영국도 각각 259%, 195%, 131%의 성장률을 이룩하였다. 이에 비해 일본은 수탁고가 오히려 감소하는 추세를 보여 펀드 산업의 상대적인 위축을 보여주었다.

수탁고의 절대치 측면에서 보면, 미국 뮤추얼 펀드가 \$4조9,982억의 수탁고 증가를 보여 엄청난 전대미문의 상승을 기록하였다. 결국 지난 11년간의 펀드 시장 규모 증가는 미국의 뮤추얼 펀드에 의해 이룩되었다고 하여도 과언이 아니다. 미국 뮤추얼 펀드의 수탁고 증가는 주식시장의 활황과 기업연금(특히, 확정기여형 기업연금) 및 개인연금의 확대에 그 원인이 있었다고 할 수 있다. 최근의 전세계적인 수탁고 감소에도 불구하고 미국의 뮤추얼 펀드 규모가 약 8% 감소에 그친 것도 401(k) 플랜과 같은 확정기여형 기업연금 재원의 지속적인 유입에 그 원인이 있다고 한다.

<그림 II-1> 주요국의 장기 수탁고 추이

(단위: \$10억)



한편, 일본이 수탁고 감소를 보인 것은 1990년대 초 이후의 장기 불황과 주식시장 침체가 주요 원인이라고 할 수 있다. 일본의 최근 수탁고 감소는 은행권의 예금자 보호 제도 확립으로 투신권 자금이 은행으로 이전되었기 때문으로 추정된다. 향후에도 일본의 경기 회복이 불투명하고 투자 심리가 불안한 것을 감안할 때 수탁고의 비약적 성장을 기대하

기는 어려울 것으로 보인다.

우리의 수탁고는 1999년 이후에 상당한 어려움을 겪었지만 외형상으로는 꾸준한 상승세를 보였다. 1998년과 1999년에 수탁고가 절정을 이루었던 것은 은행에 대한 신뢰성 실추에서 비롯된 은행 자금의 이전 때문이라고 할 수 있다. 우리나라의 경우도 예금자 보호법이 제정되면서부터는 투신권 자금이 오히려 은행으로 이전되는 현상이 발생했다. 하지만 이보다는 최근의 투신권에 대한 신뢰성 상실이 향후의 수탁고 전망을 매우 흐리게 하고 있으므로, \$1,665억의 수탁고를 달성하였던 1999년 말의 기록을 가까운 미래에 달성하기는 매우 어려울 것으로 예상된다.

종합적으로 세계적인 경기 위축과 주식시장의 침체를 감안할 때, 세계의 펀드 시장이 단기간에 급격한 상승세로 돌아서기는 매우 어려울 것으로 전망된다. 수탁고의 정체와 펀드 운용 수수료의 감소 추세는 전세계 자산운용사들의 경영을 매우 어렵게 하고 있다. 자산운용사들은 구조조정을 통해 비용을 축소하고 활발한 M&A를 통해 경영 효율성을 추구하면서 경쟁력을 키워가고 있다. 수탁고 정체(또는 감소)와 운용 수수료 감소 추세는 우리의 펀드 산업 및 시장에도 그대로 적용된다고 할 수 있다.

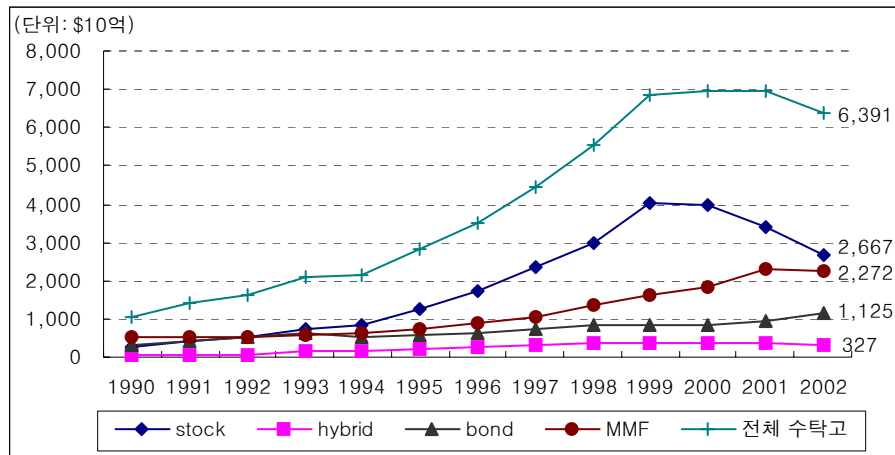
나. 주요국의 펀드 유형별 수탁고 추이¹⁾

미국 뮤추얼 펀드의 특징은 채권형과 혼합형의 비중이 작고 주식형과 MMF의 비중이 상당히 높다는 것이다. 2002년 말 현재 주식형과 MMF를 합치면 전체의 약 78% 정도에 해당한다. 주식형의 경우 1999년까지 지속적인 성장을 할 수 있었던 것은 주식시장의 호황과 기업연금 투자에 그

1) 앞에서는 국제간 비교를 위하여 미국 달러화로 환산된 수탁고를 사용하였으나, 여기서는 각국의 현실을 그대로 반영하기 위해 각국의 펀드 협회가 자국의 통화로 발표하는 자료를 사용하였다.

원인이 있다. 1999년 이후에 주식시장이 하락하기 시작하자 주식형의 수탁고는 크게 감소하기 시작하였으나 MMF의 수탁고 증가로 전체 수탁고의 급감을 방지할 수 있었다. 미국 뮤추얼 펀드 협회인 Investment Company Institute(이하 ICI)에 의하면 MMF 수탁고 증가에 도움이 되었던 것은 기관 영업이었다고 한다.²⁾ 기관의 정의에는 일반법인, 연금 펀드, 지방 정부 등이 포함된다. 채권형과 혼합형의 수탁고는 주식시장의 상황과는 관계없이 매우 안정적으로 성장하는 모습을 보여주고 있다.

<그림 II-2> 미국의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이

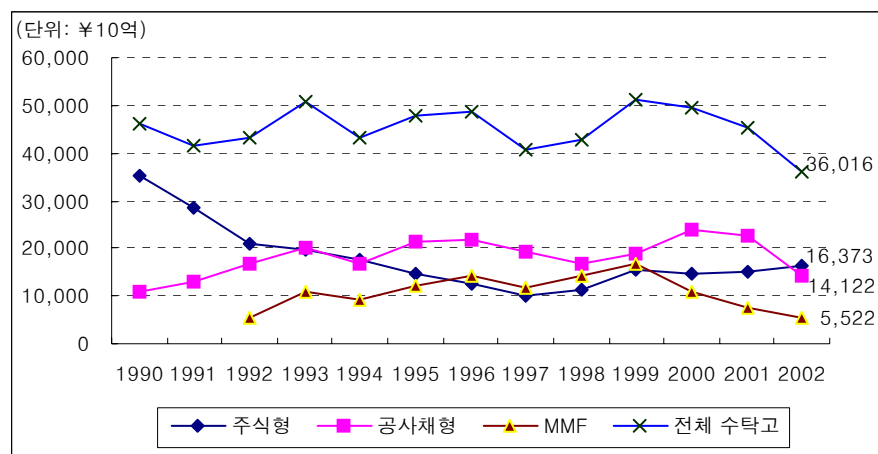


자료: ICI, 『Mutual Fund Fact Book 2002』 또는 www.ici.org

- 2) 미국에서도 MMF의 비중이 매우 크지만 이것이 심각한 문제로 인식되지는 않는다고 한다. ICI 관계자에 의하면 MMF가 만기가 짧은 우량 자산으로 구성되어 있어서 유동성이 매우 높고 운용사들이 수시로 시가와 장부가를 비교하여 NAV가 거의 시가를 반영하도록 하기 때문이라고 한다. 실제로 미국 단기 금융 시장의 안정성을 고려할 때 대규모 환매의 가능성은 거의 없다고 할 수 있다.

일본 투자신탁의 수탁고는 1997년까지 주식형 펀드의 장기적 하락이 특징적이지만, 최근에는 주식형 수탁고가 약간 증가하는 추세를 보이고 있다. 공사채형 펀드는 주식형에 비해 상대적으로 안정적인 수탁고 증가가 있었지만 2002년에는 상당한 수탁고 감소가 발생하였다. 이때부터 회사채에 대한 시가평가가 전면적으로 이루어지면서 공사채형 펀드의 매력력이 감소되었기 때문으로 해석될 수 있다. 어쨌든 공사채형 펀드는 1990년 말에 비해 2002년 말까지 규모면에서 30% 가까운 성장을 하였다. MMF 수탁고는 2002년 말 현재 주식형 펀드의 $\frac{1}{3}$ 수준으로, 1999년 말에 비해서도 $\frac{1}{3}$ 수준으로 감소하였다. 미국의 엔론 회사채 등을 대량 보유하고 있던 일본의 MMF가 엔론의 파산으로 큰 손실을 본 것이 MMF 규모 급감의 결정적 원인이라고 한다. 이는 MMF 운용에 있어서 운용 재산의 질적 측면과 분산 투자의 중요성을 단적으로 보여주는 사건이었다고 할 수 있다.

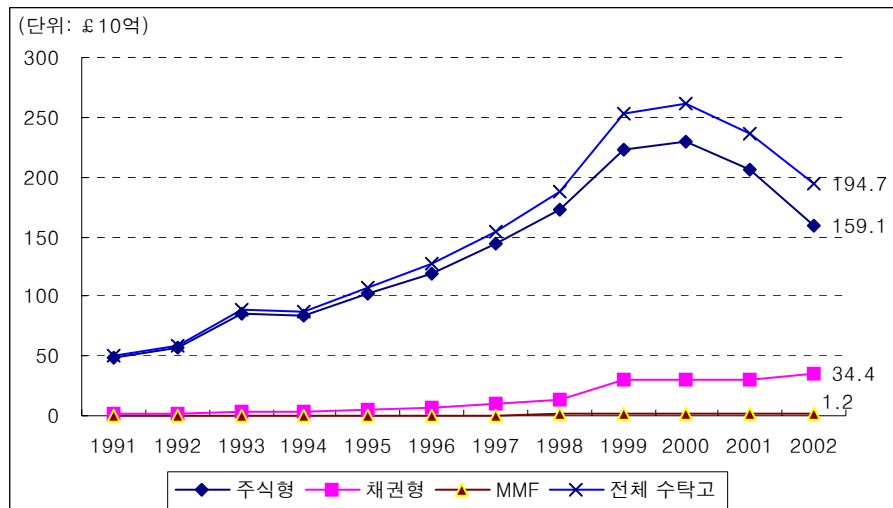
<그림 II-3> 일본의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이



자료: 일본 『투자신탁』, 각호

영국 유닛 트러스트 및 Open-Ended Investment Companies(이하 OEICs) 시장의 특징은 거의 대부분의 운용이 주식형으로 이루어진다는 것이다. 이는 영국 투자자의 주식 투자에 대한 인식을 나타낸다고 할 수 있다. 이자율 변동에 매우 민감한 장기채보다 주식에 더 안정적 수익을 줄 수 있다는 것이 전통적인 영국 투자자의 투자 심리라고 할 수 있다. 한편, 현금 펀드(cash fund)라고 불리는 MMF의 수탁고가 매우 미미한 수준에 머무르고 있다는 것도 영국 펀드 시장의 중요한 특징이다.

<그림 II-4> 영국의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이

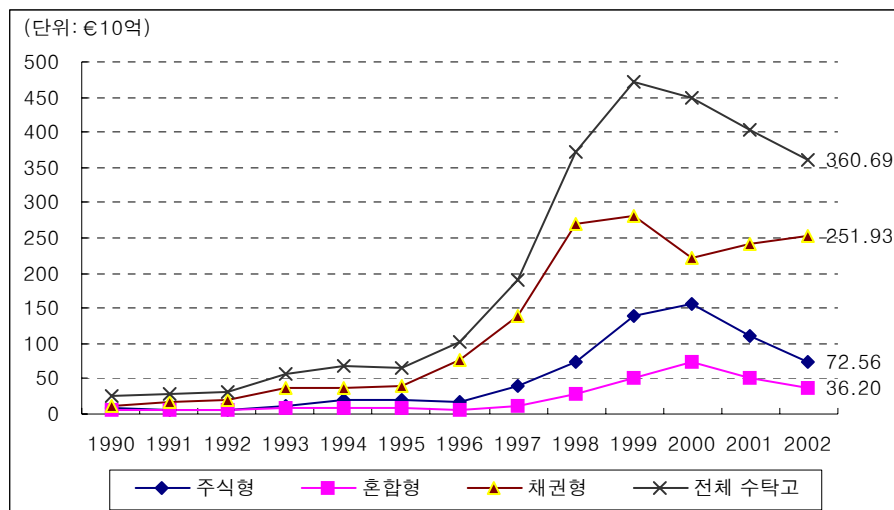


자료: www.investmentfunds.org.uk

이태리는 펀드 시장의 규모 증가가 가장 높았던 국가로 우리나라와 같이 채권형 펀드(MMF 포함)의 비중이 매우 높다는 것이 특징이다. 채권형에 비해 주식형의 규모가 작기는 하지만 우리처럼 작은 정도는 아니다. 이태리에 비해 캐나다 펀드 시장은 주식형 펀드가 주류를 이루고

있으며, 채권형과 MMF는 상대적으로 작은 수탁고를 보여주고 있다. 이는 캐나다 펀드 시장이 영국과 미국의 영향을 크게 받아 나타난 현상이라고 해석할 수 있다.

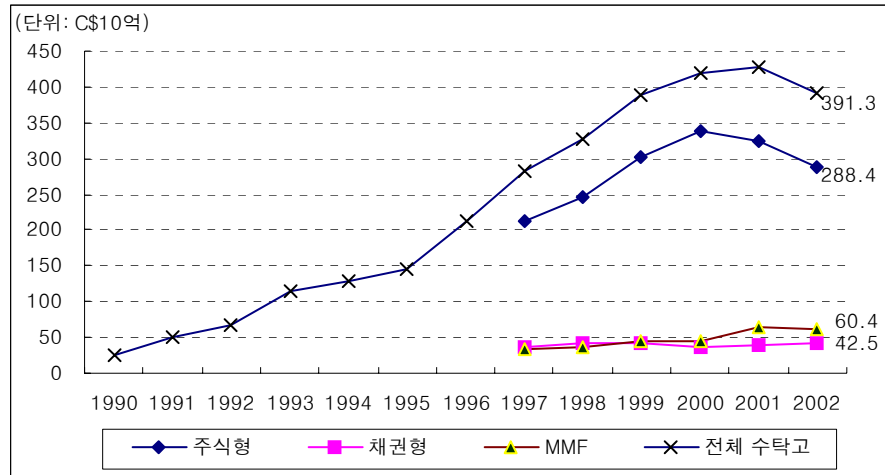
<그림 II-5> 이탈리아의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이^a



a. 채권형은 MMF와 기타 펀드 상품이 포함돼 있음

자료: www.assogestinoi.it

<그림 II-6> 캐나다의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이

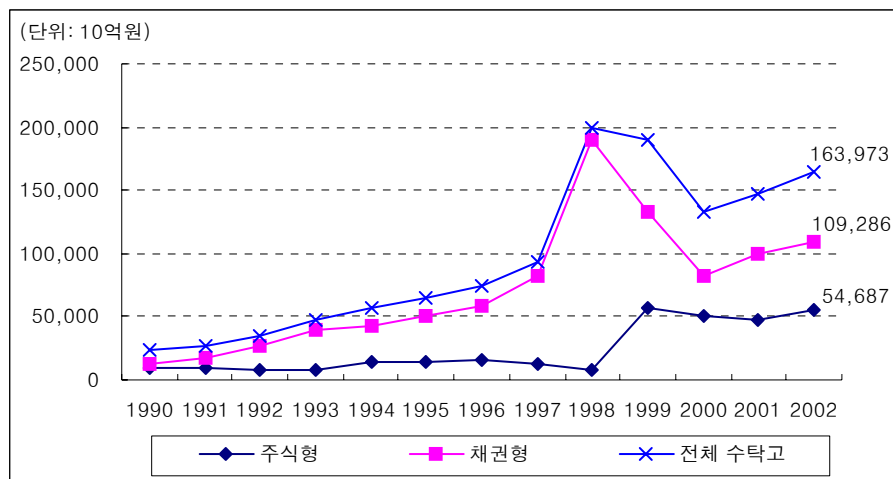


자료: www.ific.ca

우리의 펀드 수탁고는 미국, 영국, 캐나다에 비해 주식형 펀드의 수탁고가 현저히 떨어지고 채권형 펀드의 비중이 더 크다는 것을 <그림 II-7>에서 알 수 있다. 채권형 펀드의 이러한 독주 현상은 1990년대부터 발생하기 시작하였다. 채권형 펀드의 규모 급증은 뒤에서 설명될 기관의 수탁고 비중 증가와 매우 밀접한 관계를 가지고 있다. 하지만 여기서의 주식형 펀드는 혼합형까지 포함하고 있기 때문에 주식형 펀드의 진정한 규모를 <그림 II-7>로부터 파악할 수는 없다. 이를 더 자세히 살펴보기 위하여 주식형, 채권형, 혼합형, MMF로 세분화된 최근의 수탁고 동향을 <그림 II-8>이 보여주고 있다. 순수 주식형 펀드는 2000년 4조360억원에서 2002년에는 9조2,450억원이 되어 전체 수탁고에 비해 상대적으로 크게 성장했지만, 2002년 말에도 전체의 5.64%에 불과한 규모다. 결국 <그림 II-7>에서의 주식형 규모는 대부분 혼합형 규모에 의존한 수치였다고 하겠다.³⁾ 우리나라의 펀드 투자자들은 전문적 투자의 효과가 가장

크게 나타나는 순수 주식형을 크게 선호하지 않기 때문에 발생한 현상이라고 해석된다. 이러한 현상도 뒤에 언급될 기관 중심의 수익자 구조에 그 원인이 있을 수 있다.

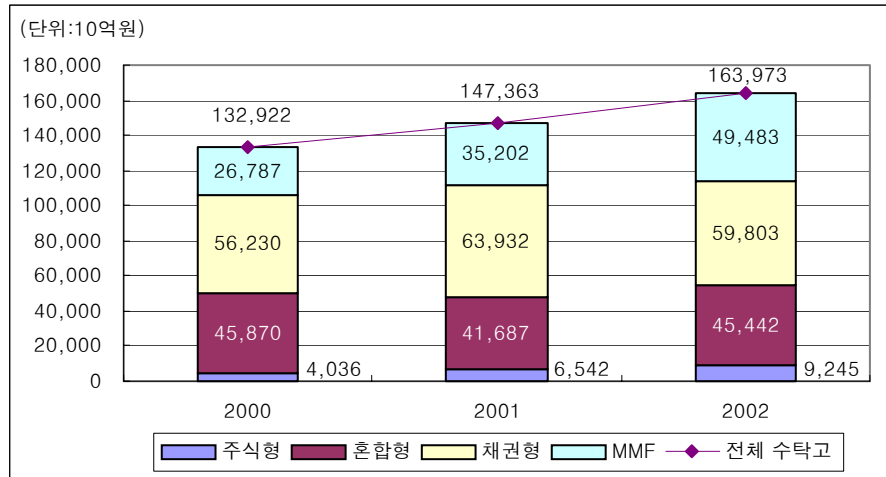
<그림 II-7> 우리나라의 펀드 유형별 장기 수탁고 추이^a



a. 주식형에는 순수 주식형과 혼합형이, 채권형 펀드에는 MMF가 포함되어 있음
 자료: www.kitca.or.kr

- 3) 2002년 말 현재 순수 주식형의 주식 편입 비율은 72.6%였으며, 콜론 편입 비율이 13.7%였다. 그 외에 공사채, CP, 예금, 기타(CD, RP, 어음, 수익증권)는 각각 2.0%, 1.5%, 1.7%, 8.5%가 편입되었다. 이에 비해 혼합형의 경우에는 주식 편입 비율이 22.0%로 매우 낮고, 공사채 편입 비율은 53.0%로 매우 높은 편이다.

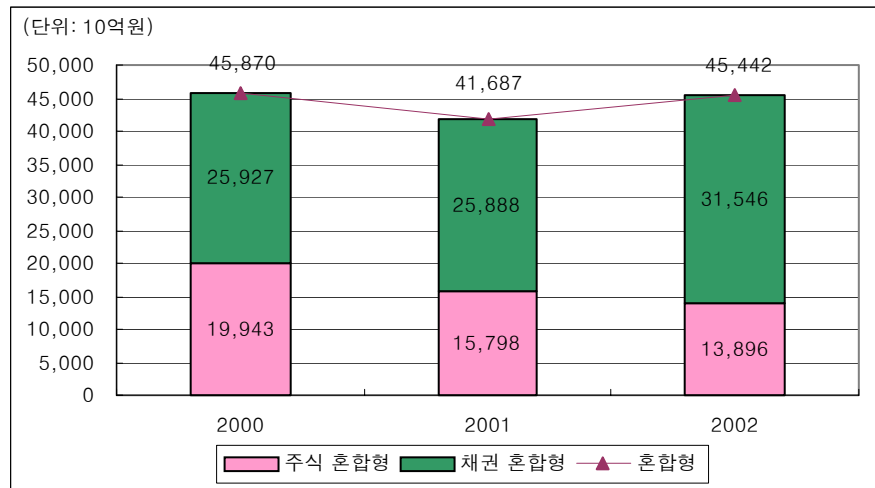
<그림 II-8> 세분화된 우리나라의 펀드 유형별 수탁고



자료: www.kitca.or.kr

한편 혼합형 펀드의 구조를 자세히 살펴보면 주식형에 대한 투자자의 관심도를 평가할 수 있다. <그림 II-9>는 혼합형 펀드를 주식 혼합형(주식 60% 이하 포함)과 채권 혼합형(채권 60% 이하 포함)으로 표시한 것이다. 채권 혼합형은 주식이 거의 포함되어 있지 않은 경우가 많으므로 채권형으로 분류하여도 큰 무리가 없다. 주식형에 매우 가까운 주식 혼합형의 비중은 2000년 말에 19조9,430억원(43.5%)에서 2002년 말에는 13조8,960억원(30.6%)으로 크게 감소하였다. 이것 역시 펀드 투자자의 주식형 기피 현상을 간접적으로 보여주는 증거라고 하겠다.

<그림 II-9> 최근 우리나라의 혼합형 펀드 유형별 수탁고

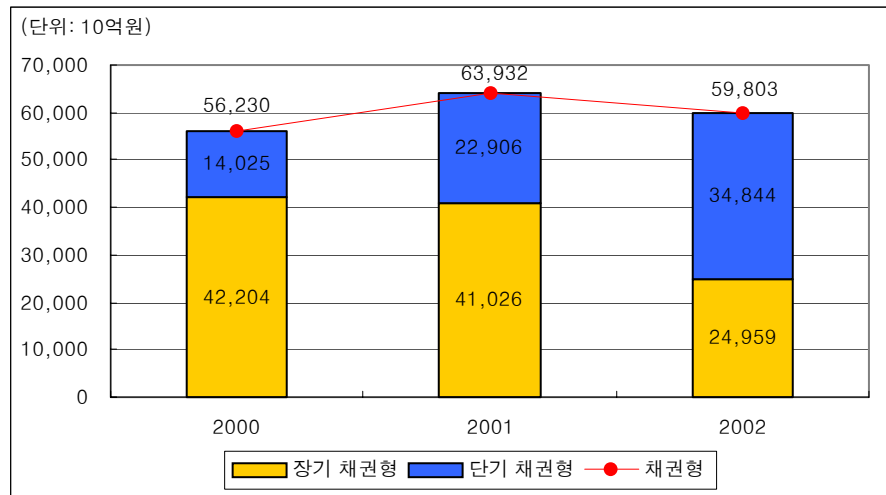


자료: www.kitca.or.kr

마지막으로 <그림 II-10>은 채권형 펀드를 투자 기간에 따라 장단기로 나누어 최근의 수탁고 규모를 보여주고 있다. 여기서 단기와 장기의 구분은 환매 수수료 부과 기간에 따라 6개월 미만이면 단기로, 그 이상이면 장기로 분류하고 있다.⁴⁾ 따라서 <그림 II-10>은 채권형 펀드 투자자의 투자 기간에 대한 선호도를 보여준다고 할 수 있다. 2000년 말에 장기 채권형 규모는 42조2,040억원으로 전체 채권형의 75.1%를 차지하였으나, 2002년 말에는 24조9,590억원이 되어 41.7%로 크게 감소하였다. 이를 <그림 II-8>의 MMF 증가 추세와 함께 고려할 때 우리나라 투자자의 투자 성향이 단기성 자산을 선호하는 방향으로 변화하고 있음을 보여준다고 할 수 있다.

4) 실무상으로는 6개월이 약간 넘더라도 단기 채권형으로 구분하는 경우가 많다. 한편, 미국에서도 장기 채권형과 단기 채권형으로 구분하고 있지만 환매 수수료 부과 기간과는 무관하게 구성 채권의 가중평균 만기에 따라 장기와 단기가 구별되고 있다.

<그림 II-10> 최근 우리나라의 채권형 펀드 유형별 수탁고



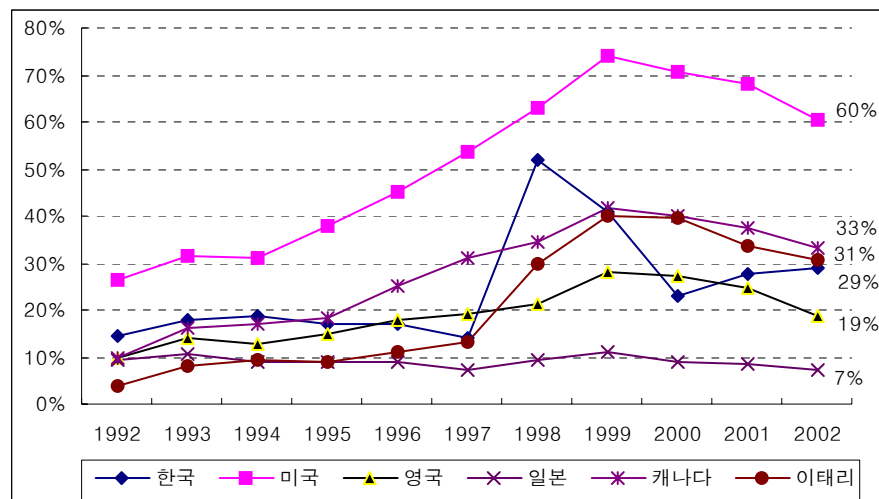
자료: www.kitca.or.kr

다. 상대적 수탁고 추이

앞에서는 주요국의 수탁고 규모에 대해 알아보았으나 이제부터는 상대적인 수탁고 규모를 주요 경제 지표에 대비하여 검토하고자 한다. 한 나라의 경제 규모를 고려하여 펀드의 수탁고 규모를 평가할 때 주로 사용되는 지표로 GDP 대비 수탁고를 들 수 있다. <그림 II-11>은 미국, 캐나다, 일본, 영국과 우리나라의 GDP 대비 수탁고 장기 추이를 비교하고 있다. 뮤추얼 펀드가 고도로 발달된 미국이 두드러지게 높은 GDP 대비 수탁고를 보여주고 있으며, 1994년 이후에는 일본이 가장 낮은 수치를 나타내고 있다. 이는 미국과 일본 투자자의 자본시장 및 펀드에 대한 선호도를 극단적으로 보여주는 결과라고 할 수 있다. 최근의 상황을 제외할 때, 1992년부터 미국의 뮤추얼 펀드 시장은 꾸준히 성장하여 왔으나 일본의 투자신탁 시장은 GDP 대비 거의 일정한 수준을 유지하는

수준에 그쳤다. 미국의 투자자들은 자본시장, 특히 주식시장에 대해 비교적 잘 인식하면서 뮤추얼 펀드를 통한 간접 투자를 이용하고 있다. 그러나 일본의 경우에는 경제 규모에 비해 투자자들의 투자신탁에 대한 선호도가 매우 저조하였음을 의미한다.

<그림 II-11> GDP 대비 수탁고 장기 추이



자료: 『월간 국제통계』, 최근호, www.bok.or.kr, <http://koexbank.co.kr>,
『투신』, 최근호, www.kitca.or.kr (한국), www.ific.ca (캐나다),
www.investmentfunds.org.uk (영국), 일본 『투자신탁』, 최근호,
www.ici.org (미국), www.toushin.or.jp (일본), www.assogestioni.it (이태리)

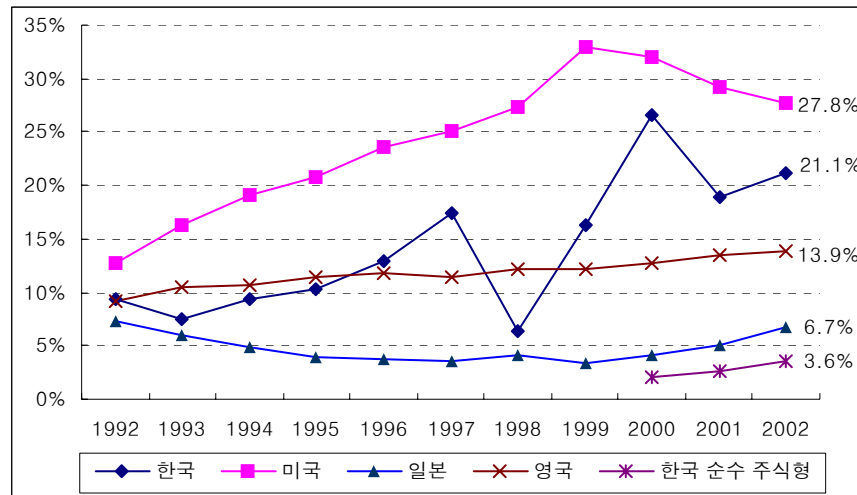
영국과 캐나다의 경우는 미국과 비슷한 추세를 보였지만 성장세에 있어서는 상대적으로 약해서, 2002년 말 현재 GDP 대비 수탁고 규모는 각각 19%, 33%를 기록하였다. 이에 비해 이태리는 가장 비약적인 성장을 이룩한 나라라고 할 수 있다. 우리나라는 1992년에는 비교 대상 중 2위의 상대적 규모였으며 2002년에 4위를 기록하였지만, 캐나다 및 이태

리와 큰 차이를 보이지 않는 것으로 보아 펀드 시장의 규모가 작다고 얘기할 수는 없다. 펀드 시장의 종주국이라고 할 수 있는 영국의 수치가 2002년 말에 19%에 그치고 있는 것과 비교한다면 우리의 29%는 상대적으로 매우 높은 수치라고도 할 수 있다.

이제 주식형 펀드에 국한하여서 상대적 수탁고를 비교해 보자. 주식형 펀드의 수준을 비교할 때는 시가총액 대비 주식형 펀드의 수탁고를 많이 이용한다. <그림 II-12>는 각국의 대표적인 거래소 시가총액 대비 미국, 영국, 일본, 우리나라의 주식형 펀드 수탁고 수준을 보여주고 있다.⁵⁾ 미국의 시가총액 대비 주식형 펀드 수탁고 비중은 지난 1999년까지는 상당한 상승세를 보여주다가 최근에는 약세를 보여 2002년 말 현재 27.8%의 비중을 보여주었다. 영국의 경우는 미국처럼 급신장을 보여주는 기간은 없었지만 10년 전부터 꾸준한 상승세를 보여주어 2002년 말 현재에는 13.9%를 기록하였다. 이에 비해 일본은 2002년 말 현재 6.7%를 기록하여 10년 전인 1992년 말에 비해 약간 감소세를 보였다. 우리나라의 시가총액 대비 주식형 펀드 수탁고 비중은 혼합형까지 포함한 경우에는 급등락을 보이면서 2002년 말에는 21.1%로 마감되었다. 하지만 이 수치는 혼합형 펀드의 규모에 크게 의존하였음을 쉽게 알 수 있다. 순수 주식형만을 포함하는 2000년부터의 추세는 약간씩 상승하는 경향을 보이고 있음에도 불구하고 2002년 말 현재 3.6%에 불과하였다. 이는 비교 대상국 중에서도 주식형의 비중이 가장 작다는 것과 함께 주식형 펀드에 대한 투자자의 선호도가 거의 없음을 의미한다고 하겠다. 펀드 제도의 장점이 가장 잘 나타날 수 있는 주식형 펀드에 대한 투자자의 외면은 우리나라 펀드 시장에 문제가 있다는 것을 간접적으로 암시한다고 할 수 있다.

5) 우리나라의 경우에는 2000년부터 주식형과 혼합형의 수탁고가 분리되었다. 여기서는 장기간 자료를 비교하기 위하여 혼합형과 주식형을 포함한 1992년부터의 주식형 수탁고와, 2002년부터의 순수 주식형 수탁고를 모두 표시하였다.

<그림 II-12> 시가총액 대비 수탁고 비중

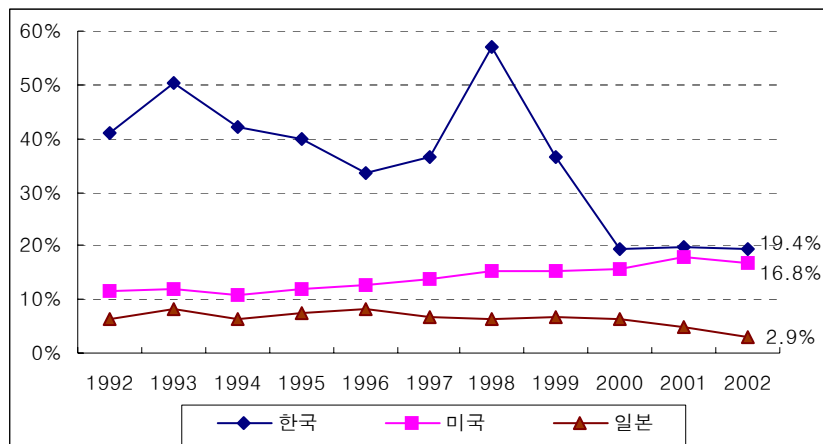


자료: 『주식』, 최근호, 『증권시장』, 최근호, www.nyse.com, www.tse.or.jp,
www.kitca.or.kr, www.ici.org, www.toushin.or.jp

마지막으로 <그림 II-13>은 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드의 수탁고 추이를 보여주고 있다. 여기서의 채권형 펀드는 MMF까지 포함한 것으로 안정적 투자의 선호도 정도를 대변한다고 할 수 있다. 미국은 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드의 수탁고 추이가 꾸준히 성장하여 왔고, 일본은 꾸준히 감소하여 온 것이 지난 10년간의 특징이다. 미국의 경우 전반적인 수탁고 성장세를 감안할 때 채권형 펀드의 성장이 두드러졌다고 하기는 어렵다. 일본의 경우는 MMF를 포함한 채권형 펀드의 절대적 규모가 감소된 것은 아닌 것으로 보아, 일본 채권시장의 규모 확대가 발행잔고 대비 채권형 수탁고 비중을 높이는 데 기여한 것으로 생각된다. 우리나라 채권형 펀드의 상대적 규모는 상당한 변동성을 보여주면서 전반적으로 감소하여, 2002년 말 현재 19.4%를 보여 주었다. 이러한 현상은 1990년대에 채권시장이 확대되면서 투신권의 비중이 감소되었기 때

문이지, 채권형 펀드의 절대적 규모 감소를 의미하지는 않는다. 2002년 말 현재 미국, 일본, 한국의 상대적 채권형 펀드 비중은 각각 16.8%, 2.9%, 19.4%를 나타내고 있어서 우리의 채권형 펀드의 상대적 규모가 가장 크다고 할 수 있다. 이는 시가총액 대비 주식형 펀드 수준이 가장 낮았던 것과 대비되는 결과다. 결국 우리나라는 주식형 펀드의 상대적 수준은 가장 낮고, 채권형 펀드의 상대적 수준은 가장 높게 나타나는 극단적 특색을 가진 펀드 시장이라고 하겠다.

<그림 II-13> 채권 발행잔고 대비 채권형 펀드 수탁고 추이



주: 채권형은 채권형과 MMF를 합한 것임

자료: 『주식』, 최근호, 『증권시장』, 최근호, www.bondmarkets.com

일본 『투자신탁』, 최근호, Thomson Financial의 데이터스트림

2. 펀드의 투자자 구성

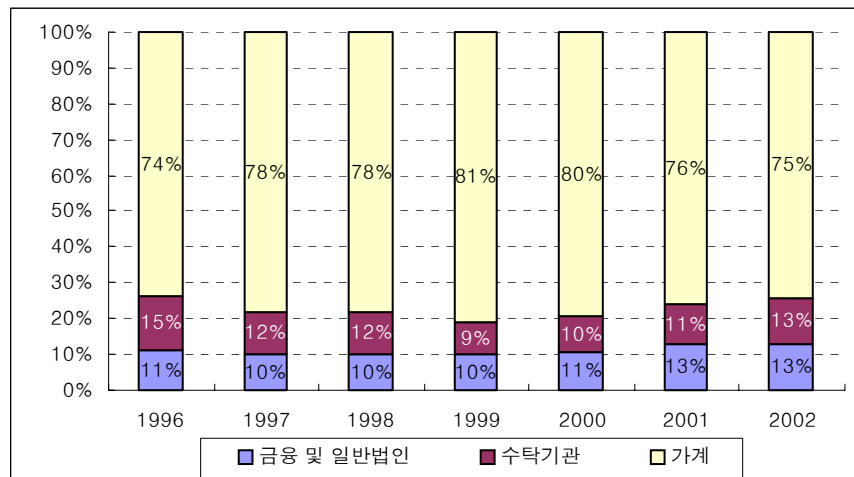
영국은 펀드 산업의 종주국이고, 미국은 세계 최대의 펀드 시장을 가지고 있으며, 일본은 우리의 투자신탁 제도가 뿌리를 두는 나라이므로

이들 펀드의 투자자 구성은 우리에게 많은 시사점을 줄 수 있다. 이제부터는 이들 나라와 우리나라의 펀드 투자자 구성을 비교하고자 한다.

가. 미국, 영국, 일본

<그림 II-13>은 미국 뮤추얼 펀드의 고객 유형별 수탁고 비중의 최근 추세를 보여주고 있는데, 각 투자 주체들은 1996년부터 2001년까지 매우 일정한 비중을 계속 유지하고 있다. 특이할 만한 사실은 개인이라고 할 수 있는 가계의 2001년 비중이 75%나 차지하고 있다는 것이다. 수탁기관도 은행 고유의 특정 신탁 계정 등이 포함되어 있기 때문에 거의 개인과 유사하다고 할 수 있다. 이를 제외하면 금융 및 일반법인의 비중은 13%에 지나지 않는다.

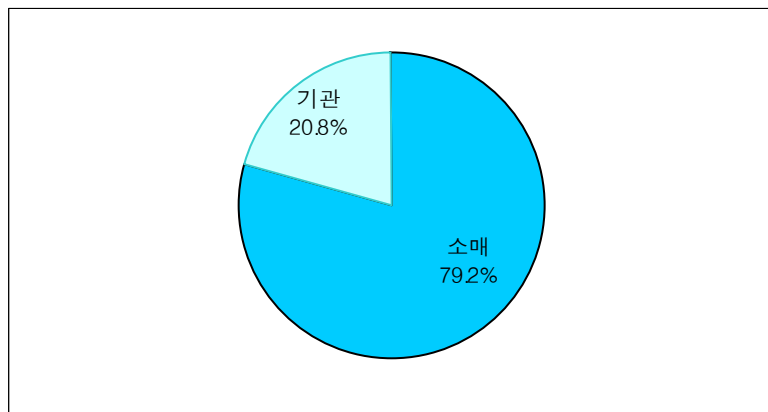
<그림 II-13> 미국의 고객 유형별 수탁고 비중



자료: www.ici.org

영국의 경우에는 수익자 구조의 연별 자료가 제공되지 않기 때문에 1992년부터 2002년까지의 연별 순매출(매출-환매)을 누적적으로 합산하여 <그림 II-14>에 파이 차트로 표시하였다. 영국도 소매 부문이 79.2%고 기관이 20.8%를 차지하는 것으로 보아 개인 위주의 펀드 영업이 이루어지고 있음을 쉽게 알 수 있다.

**<그림 II-14> 영국의 고객 유형별 수탁고 비중:
순매출 누적 (1992~2002년)^a**

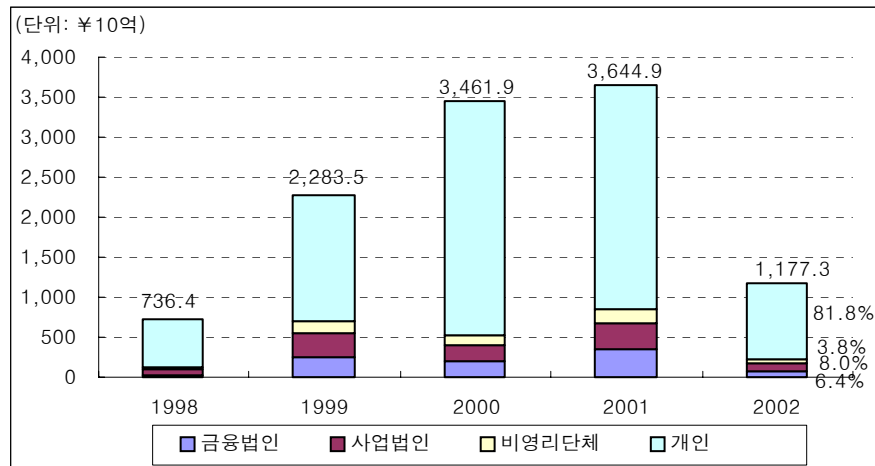


a. 1992~2002의 기관과 소매 부문의 순매출(매출-환매)을 누적적으로 합산하여 수탁고 비중을 계산함

자료: www.investmentfunds.org.uk

경제적으로는 확실히 선진국에 해당되지만 펀드 산업이 크게 발전하지 못한 일본의 경우도 이들과 매우 유사한 수익자 구조를 가지고 있다. <그림 II-15>의 단위형 및 장기 공사채형 매출 기준으로 본 수익자 구조는 일본의 경우에도 개인의 비중이 거의 대부분이며, 2002년 기준으로 금융법인은 각각 6.4%, 8%에 불과하였음을 보여주고 있다.

<그림 II-15> 일본의 고객 유형별 수탁고 비중:
단위형/장기 공사채형 매출 기준^a



a. 일본의 계약형 공모 투자신탁의 수익증권 모집 상황에서 단위형 투자신탁과 장기 공사채형 투자신탁의 매출 자료를 합산 했음
(순매출 자료는 아님)

자료: 일본 『투자신탁』, 각호

나. 우리나라 수익자 구조의 현황

공모에 의해 조성되는 펀드는 대개 개인투자자를 중심으로 이루어지므로, 이러한 펀드에 대해서는 투자자 보호가 강력하게 요구된다고 할 수 있다. 미국과 영국의 펀드 관련 법규가 공모 펀드를 대상으로 하는 이유도 투자자 보호에 있다고 할 수 있다. 우리나라의 경우에는 최근에 사모 펀드가 증권투자신탁업법에 도입되었으며, 증권투자회사의 경우에는 초창기부터 사모 펀드가 허용되었다. 2003년 5월 9일 현재 사모 수익증권의 규모는 48조7,360억원으로 이는 전체 수익증권 규모의 30%에 해당한다.⁶⁾ 이러한

6) 증권투자회사의 경우에는 M&A 전용 펀드와 카드채 전용 펀드 등을 제외한 일

사모 펀드는 수익자 구조 분석에서 제외하는 것이 더 타당할 수 있겠지만 공모 펀드만의 투자신탁 수익자 구조 통계가 제공되지 않고 있으며, 다음과 같은 경제적 이유로 인해 사모와 공모 펀드를 합하여 투자신탁의 수익자 구조를 살펴보고자 한다: 사모 펀드도 공모 펀드와 같이 투자자 보호의 혜택을 받고 있고, 환매시 공모 펀드와 사모 펀드간에 신탁재산의 교류가 있으며, 현재의 공모 펀드에도 사모 성격을 가지는 펀드가 상당히 많이 존재하고 있어서 양자를 구분하기가 실질적으로 매우 어렵다.

우리나라의 투자신탁 수익자 구조는 금융기관이나 일반법인 위주로 이루어져 있다. <그림 II-16>은 2003년 2월 말 현재의 펀드 유형별 수익자 현황을 보여주고 있다. 전체 수탁고 중 금융기관이 44%, 일반법인이 27%, 개인이 29%를 각각 차지하고 있다. 금융기관과 일반법인을 '기관'이라고 명칭하면 기관의 비중이 71%가 되어 압도적 우세를 보이고 있다.⁷⁾

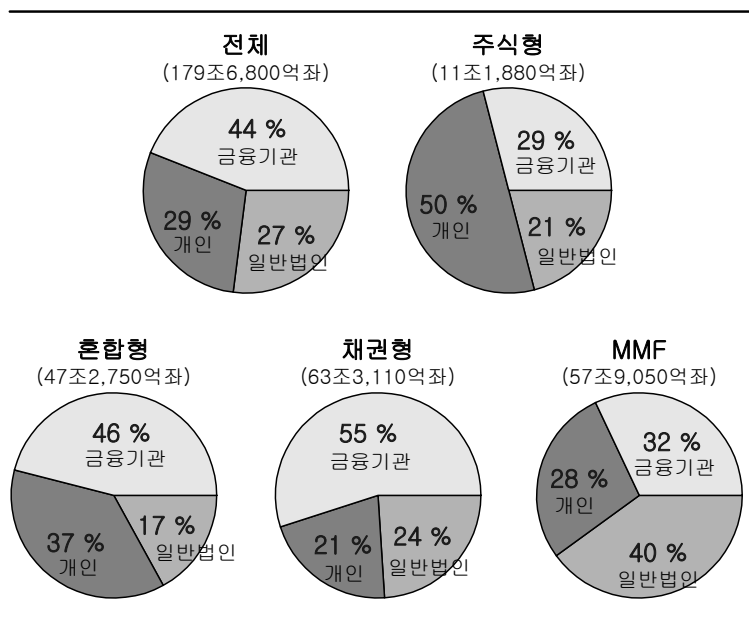
기관의 비중은 주식형에서 50%로 가장 작으며 혼합형, 채권형으로 갈수록 각각 54%, 79%로 증가하고 있다. 이에는 여러 가지 이유가 있겠지만, 안정적 수익을 원하는 기관의 요구에 따라 채권형으로 갈수록 기관의 비중이 커지고 개인의 비중이 작아졌다고 할 수 있다. 기관 중에서 일반법인은 주식형과 채권형 비중의 차이가 5%(=24%-21%)에 불과하지만, 금융기관의 경우는 그 차이가 26%(=55%-29%)나 되어서 현격한 격차를 보여주고 있다. 이러한 사실은 채권형 상품에 대한 금융기관의 지나친 선호도를 반영한다고 할 수 있다.

MMF의 경우에도 기관의 비중이 72%로 크지만 채권형과는 약간 다른 수익자 구조를 보이고 있다. 금융기관이 주류를 이루었던 채권형에 비해 MMF에서는 일반법인이 40%로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 이

반 사모 펀드의 규모가 5조4,890억원에 이르고 있으며 이는 전체 증권투자회사의 60%에 해당한다. 수익증권과 증권투자회사의 총 사모 펀드 비중은 34.6%다.
7) 여기서 기관이란 엄격한 의미의 기관투자자 정의와도 다르고, 법인세법의 기관 투자자와도 다르다.

는 실물 투자를 꺼리는 일반법인들이 MMF를 자금 파킹 또는 채테크의 수단으로 이용하고 있음을 보여주고 있다.

<그림 II-16> 펀드 유형별 수익자 비중
(2003년 2월 말 현재)



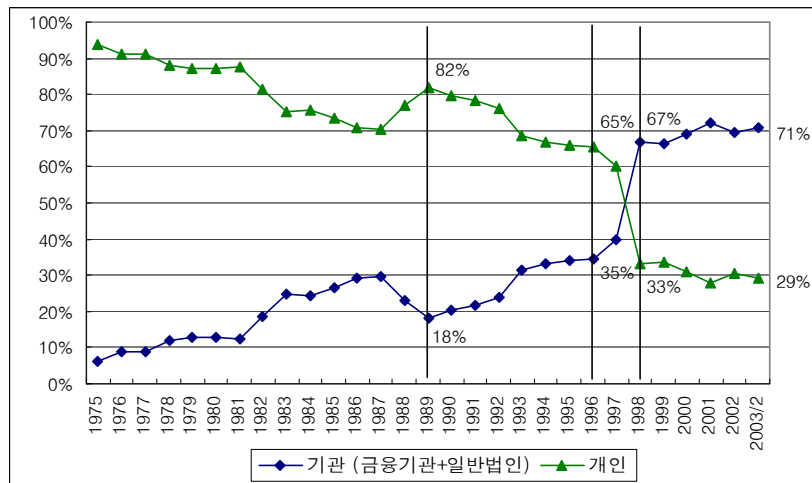
자료: 투신협회, 『투신』, 최근호

다. 수익자 구조의 장기 추세

투자신탁 산업의 역사적 흐름으로부터 볼 때 <그림 II-16>에서 보았던 수익증권의 수익자 구조는 1990년대 후반에 발생한 현상이라고 할 수 있다. <그림 II-17>은 전체 수익증권 수익자 구조의 역사적 추세를

보여주고 있다. 수익증권 영업이 시작되었던 1975년에는 기관의 비중이 10% 이하로 매우 작은 규모였다. 재정 3투신과 지방 5투신이 금융당국의 규제 속에서 제한적 경쟁을 하던 1989년 말에도 기관의 비중은 18%에 불과하여 수익자 구조의 왜곡에 대한 언급이 전혀 없었다.

<그림 II-17> 수익증권 수익자 구조의 장기 추세



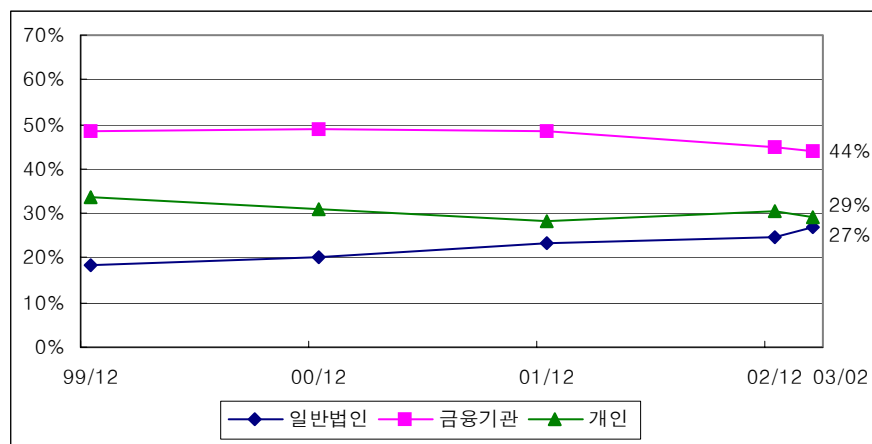
자료: 투신협회, 『투신』, 각호

1990년대 초반부터 기관의 규모 비중이 점점 증가하였는데, 투신운용사의 설립에 진입 규제가 약해지면서 경쟁이 심화되기 시작하던 1996년 말에 기관의 비중은 35%까지 성장하였다. 기관의 비중이 급속하게 증가한 것은 1997년의 경제 위기 이후라고 볼 수 있다. 은행에 대한 위기감 팽배와 수익증권의 상대적인 고수익성을 이유로 1998년 말에는 기관의 비중이 개인을 크게 앞질러 67%를 기록하였다. 이때부터 우리나라의 수익증권 시장은 기관에 의해 지배되기 시작하였다.⁸⁾ 2003년 2월 말 현재

의 비중은 기관 71%, 개인 29%로 투자자 보호와 분산 투자라는 펀드의 의미 측면에서 본다면 매우 왜곡된 수익자 구조를 이루고 있다.

<그림 II-18>은 수익자의 유형이 일반법인, 금융기관, 개인으로 새롭게 분류되어 발표되기 시작한 1999년부터 최근까지의 수익자 구조 추세를 보여주고 있다. 최근 3~4년간의 추세에 의하면 심각한 변화가 있었다고 보기는 어렵지만, 일반법인의 비중이 약간 증가하고 금융기관 및 개인은 약간씩 감소하는 추세를 보이고 있다.

<그림 II-18> 수익증권 수익자 구조의 최근 추세



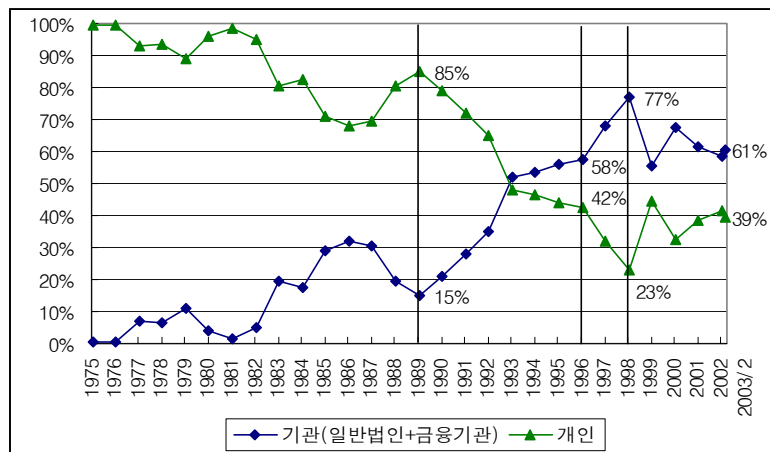
자료: 투신협회, 『투신』, 최근호

이제 위와 같은 전체 수익증권의 수익자 추세를 펀드 유형별로 살펴 보고자 한다. <그림 II-19>와 <그림 II-20>는 각각 주식형 수익자 구조

- 8) 정부 부처의 유휴 자금도 기관의 규모 증가에 크게 기여하였다고 할 수 있다. 정보통신부와 노동부가 관리 책임을 맡고 있는 기금과 국민연금에 이에 해당한다고 볼 수 있다. 최근 들어 국민연금은 수익증권 투자를 지양하고 자문을 이용하기 시작하였다.

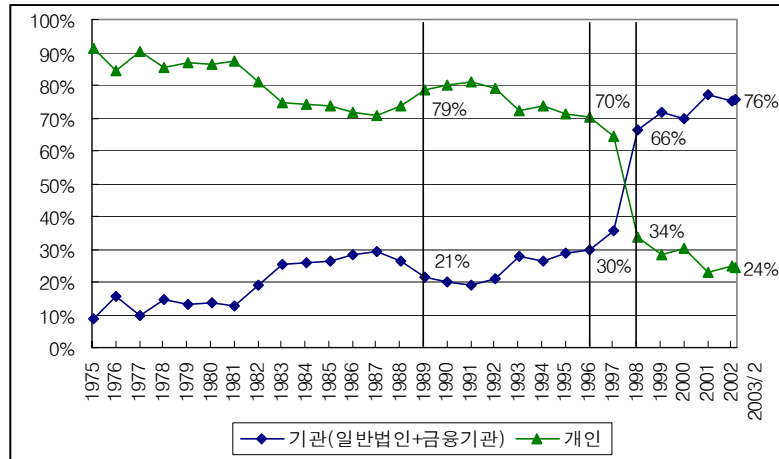
의 장기 추세와 채권형 수익자 구조의 장기 추세를 보여주고 있다. 펀드의 유형이 혼합형과 MMF가 분리되어 발표되지 않던 1999년 이전의 자료까지 살펴보기 위해서 혼합형은 주식형에, MMF는 채권형에 합산하여 계산하였다. <그림 II-19>는 앞에서 보았던 전체 수익증권의 추세와 유사하게 보이지만 자세히 살펴보면 1993년 말에 이미 기관과 개인의 비중이 역전이 일어나고 있음을 알 수 있다. 이는 기관의 수익증권 투자 행태가 1990년대에는 주식이 포함되어 있던 주식형 펀드를 중심으로 증가하기 시작하였음을 말해주고 있다. 그에 비해 <그림 II-20>은 전체 수익증권의 경우와 매우 유사하게 나타나고 있는데, 이는 채권형과 MMF의 비중이 전체 중에서 상당한 비중을 차지하기 때문이라고 할 수 있다. 두 그림으로부터 얻을 수 있는 결론은 기관과 개인의 비중이 역전되는 시기는 약간 다르지만, 펀드 유형에 관계없이 장기적으로 개인의 비중은 감소하였고 기관의 비중은 증가하였다는 것이다.

<그림 II-19> 수익증권의 수익자 구조: 주식형 장기 추세 (혼합형 포함)



자료: 투신협회, 『투신』, 각호

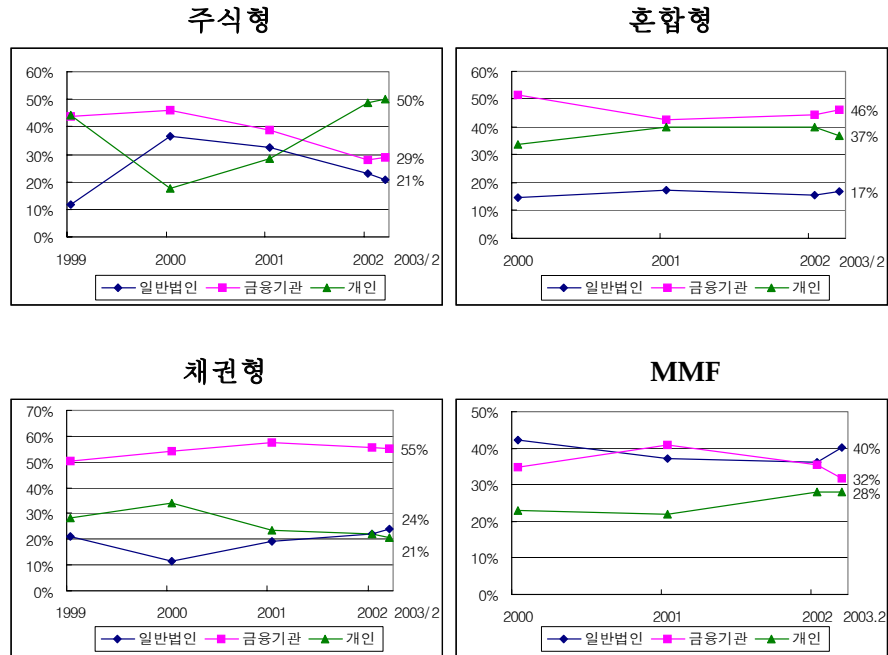
<그림 II-20> 수익증권의 수익자 구조: 채권형 장기
추세 (MMF 포함)



자료: 투신협회, 『투신』, 각호

<그림 II-21>에 의해 최근의 수익자 구조를 펀드 유형별로 좀 더 자세히 살펴보면 주식형의 경우 개인의 비중은 2000년 한때 20% 미만으로 하락하였지만 최근 다시 50%까지 증가한 상태다. 주식시장에 대한 정보 분석 능력이 떨어지는 개인의 입장에서 주식형 비중이 높다는 것은 매우 자연스러운 현상이라고 할 수 있다. 혼합형과 채권형에 있어서는 금융기관의 비중이 가장 높게 형성되고 있는 것으로 보아 수익증권을 통한 그들의 채권시장 참여가 두드러진다는 것을 확인할 수 있다. 그에 비해 일반법인의 비중은 그리 높지는 않지만 일정한 수준을 계속 유지하고 있다. 개인은 채권형보다 주식에 어느 정도 편입될 수 있는 혼합형 비중이 더 높게 유지되어 왔음을 알 수 있다. MMF에서는 금융기관과 일반법인의 비중이 엇비슷하게 움직였지만 최근에 일반법인의 비중이 금융기관을 앞지른 상태다. 하지만 MMF에서도 개인의 비중은 20~30% 사이에 머물고 있다.

<그림 II-21> 수익증권 수익자 구조의 최근 추세:
펀드 유형별 비교



자료: 투신협회, 『투신』, 최근호

3. 펀드 수와 평균 펀드 규모

펀드의 규모가 지나치게 크면 시장의 움직임에 민첩하게 대응하지 못한다는 단점이 지적되기도 하지만, 펀드는 일정한 규모 이상을 유지하여야 규모의 경제를 달성할 수 있다. 즉, 펀드 운용에 필요한 모든 경비를 차감한 뒤에도 수익성이 보장되고, 운용에 있어서 독립성이 보장되기 위해서는 규모의 경제 달성이 매우 중요하다. 하지만 아직 펀드의 규모의 경제에 대한 연구는 활발히 진행되고 있지는 않다. 여기서는 먼저 주

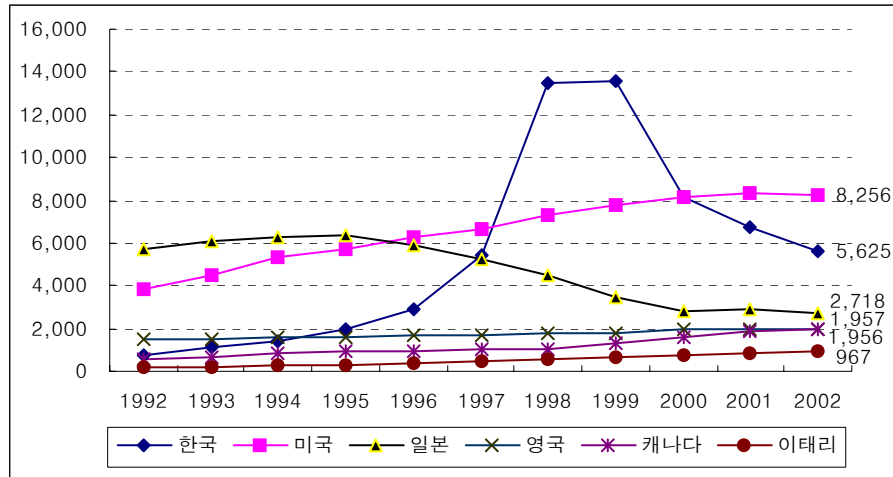
요 6개국을 대상으로 1992년부터 최근까지의 펀드 수와 평균 펀드 규모의 추이를 살펴보고자 한다.

<그림 II-22>는 주요 6개국의 펀드 수 추이를 보여주고 있다. 6개국 중 일본과 우리나라만이 매우 특이한 추이를 보이고 있다. 일본은 10년 동안 펀드 수가 계속해서 감소하는 모양을 보였는데, 이는 일본 주식시장과 투자신탁 시장의 침체에 근본적 원인이 있다고 하겠다. 우리나라는 1999년 말에 14,000개에 가까운 펀드 수를 보이다가 2002년에는 5,625개로 감소하였다. 1999년까지 펀드 수가 증가하였던 것은 펀드 시장 규모의 확대보다는 수익증권 가입자별로 소규모 펀드를 만들거나 채권 시장 평가에 대비하여 장부가 펀드를 미리 만드는 등의 비경제적 요인에 의한 것이었다.⁹⁾ 2000년부터 금감위와 금감원의 펀드 수 축소 노력이 효과를 발휘하여 2002년 말에 5,625개까지 감소하였지만 아직도 6개국 중 2위를 차지하고 있다.

펀드 규모는 펀드 운용을 위한 규모의 경제를 결정하는 척도가 되며, 펀드 수는 평균 펀드 규모를 결정하는 매우 중요한 요소이다. <그림 II-23>은 각국의 전체 수탁고를 펀드 수로 나누어 계산한 평균 펀드 규모의 시계열 관계를 보여주는데, 펀드 수에서 예상할 수 있는 현상이 평균 펀드 규모에 그대로 나타나 있다. 미국의 평균 펀드 규모는 2002년 말 현재 \$7억7,410만으로 비교 대상 6개국 중 가장 크고, 그 다음은 이탈리아가 \$3억5,230만으로 나타났다. 영국, 캐나다, 일본은 2002년 말 현재 각각 \$1억5,950만, \$1억2,710만, \$1억1,170만을 기록하였다. 한편, 영국, 일본, 우리나라는 1992년 말에는 비슷한 수준의 평균 펀드 규모를 보였지만, 2002년 말에는 우리의 평균 펀드 규모가 \$2,460만으로 영국 및 일본에 크게 뒤지고 있다.

9) 실제로 우리의 펀드 수는 1999년도에 15,000개를 넘었다.

<그림 II-22> 주요 국가별 펀드 수 추이



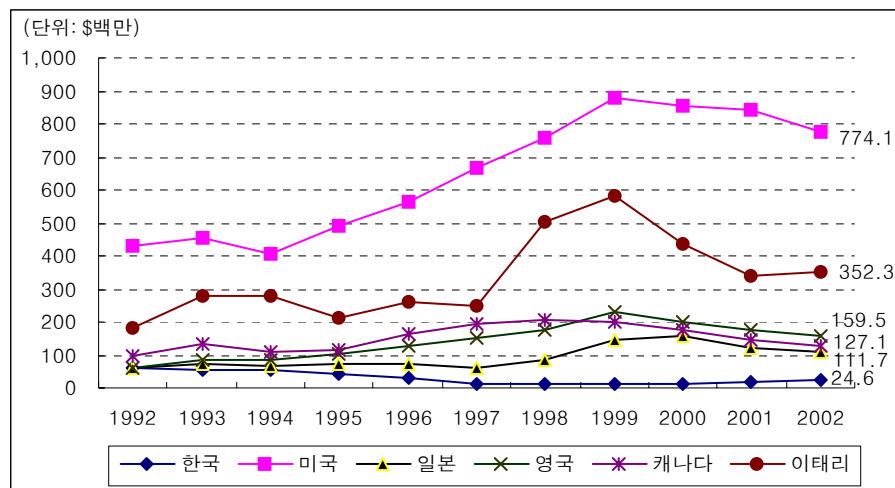
자료: 『투신』, 최근호, 『투자신탁 가격정보』, 각호, www.kitca.or.kr (한국),
www.ici.org (미국), www.investmentfunds.org.uk (영국),
www.ific.ca (캐나다), 일본 『투자신탁』, 최근호, www.toushin.or.jp (일본),
www.assogestioni.it (이태리)

펀드의 규모가 중요한 이유는 펀드 운용에 있어서 규모의 경제를 달성하기 위해서라고 할 수 있다. 지나치게 작은 펀드 규모는 펀드 운용을 방해하여 펀드의 존재 의미를 퇴색시킬 수 있다. 어느 정도의 펀드 규모가 규모의 경제를 달성할 수 있는가에 대한 연구는 충분히 이루어지지 않았다. 하지만 아직까지 펀드 규모가 커서 규모의 비경제가 발생하였다는 보고가 없는 것으로 보아 우리의 규모는 다른 국가들에 비해 너무 작다고 평가할 수 있다.

ICI가 조사한 바에 따르면 2002년 3월 말 현재 우리나라의 개방형 펀드 총 수탁고는 \$1,293억으로 조사 대상 35개국 중 15위를 차지하고 있다. 하지만 평균 펀드 규모로 볼 때에는 \$1,831만으로 31위를 기록하였다. 우리보다 평균 펀드 규모가 작은 나라는 필리핀, 뉴질랜드, 러시아,

아르헨티나, 루마니아로 펀드 시장의 존재가 거의 미미한 나라들뿐이다. 이러한 사실로부터 볼 때 우리의 펀드 규모는 규모의 경제를 달성할 정도의 효율성을 가지고 있다고 보기는 매우 어렵다고 하겠다.

<그림 II-23> 주요 국가별 평균 펀드 규모 추이



자료: 『투신』, 최근호, 『투자신탁 가격정보』, 각호, www.kitca.or.kr (한국),
www.ici.org (미국), www.investmentfunds.org.uk (영국),
www.ific.ca (캐나다), 일본 『투자신탁』, 최근호, www.toushin.or.jp (일본),
www.assogestioni.it (이태리)

4. 판매 및 운용 보수

지난 20년 동안 펀드의 판매 및 운용 보수는 전세계적으로 감소하는 추세를 보였다. 여기서는 자료의 입수가 비교적 용이한 미국 뮤추얼 펀드의 경우를 중심으로 설명하고, 최근 우리나라 투자신탁의 보수에 대해서 살펴보기로 한다.

가. 미국 뮤추얼 펀드의 비용

미국 뮤추얼 펀드의 비용 체계는 투자자가 직접 지불하는 보수와 연간 펀드 운영 비용으로 분류된다.¹⁰⁾ 투자자가 직접 지불하는 비용은 판매 수수료, 환매 보수, 교환 보수, 연간 계정 유지 보수로 나뉜다.¹¹⁾ 한편, 운영 비용은 펀드 운용사에게 지불되는 운용 보수, 마케팅과 광고 등에 소요되는 12b-1 보수, 기타 비용으로 분류되는데, 펀드에서 지불된다는 것이 특징이다.¹²⁾

ICI는 이러한 미국 뮤추얼 펀드의 비용을 운영 비용, 판매 비용, 12b-1 보수로 나누어 발표한다.¹³⁾ <그림 II-24>는 주식형 펀드, 채권형 펀드, MMF의 매각 규모에 대비한 투자자(주주)의 총 비용을 알기 쉽게 그림으로 보여주고 있다. 모든 펀드의 총 비용은 감소하는 추세를 나타내고 있다. 주식형 펀드의 총 비용은 1980년부터 최근까지 계속 감소하였고, 가장 높았던 시기는 1981년으로 2.49%로 나타났다. 1980년에 2.26%였던 총 비용이 2001년에는 1.28%가 되어 21년 동안 약 43% 감소하였다. 채권형 펀드의 경우는 1980년대 후반까지도 증가하는 경향을 보

10) 미국에서는 투자자의 입장에서 비용이라는 용어를 사용하고 우리는 서비스 제공자의 입장에서 보수라는 용어를 사용하므로, 여기서 비용과 보수는 같은 개념이다.

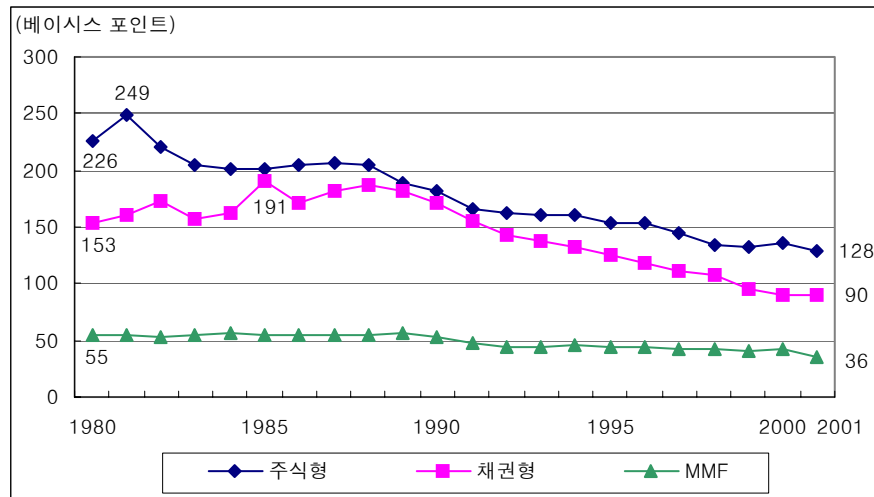
11) 판매 수수료는 판매에 소요되는 비용으로 선취 수수료, 후취 수수료 등이 있으며 판매 서비스 제공자에게 지불된다. 환매 수수료는 환매에 소요되는 비용으로 판매 수수료와는 달리 펀드에 환입된다. 교환 보수는 같은 펀드 패밀리 내에서 다른 펀드로 이전하는 비용이고, 연간 계정 유지 보수는 주로 잔액이 작은 경우에 부과되는 별금의 성격이 강하다. 이러한 비용들은 펀드마다 다른 구조를 가지면서 부과된다.

12) 기타 비용은 일반사무수탁 업무 등에 소요되는 비용을 포함한다.

13) 판매 비용은 대개 일시금으로 지급하는 경우가 많다. 여기서는 일시금 형태의 판매 비용을 보유 기간으로 나누어 연간 비용을 계산하였다.

이다가 1990년대부터는 확실히 감소하는 추세를 보여주고 있다. 2001년의 총 비용 0.9%는 최고점이던 1985년에 비하면 약 53% 감소하였고, 1980년에 비해서는 41% 감소하였다. 마지막으로 MMF의 총 비용은 지난 21년 동안 몇 번의 반등은 있었지만 꾸준히 감소하였다. 1980년의 0.55%에 비해 2001년의 0.36%는 약 35%의 감소를 의미한다.

<그림 II-24> 미국 뮤추얼 펀드의 총 비용 추세^a



a. 매출액 가중 평균 비용을 의미함

자료: ICI, 『Fundamentals: Total Shareholder Cost of Mutual Funds: An Update』

이러한 펀드 총 비용의 감소 추세는 뮤추얼 펀드 산업의 성장과 맥을 같이 하는데, 그 원인은 다음과 같이 네 가지로 지적할 수 있다. 첫째, 펀드의 규모가 점점 증가하면서 규모의 경제를 달성하였기 때문이다. 소규모 펀드들이 합병되어 대규모화되거나 해산되면서 펀드들은 규모의 경제를 달성하였다. 규모의 경제가 결국 투자자가 지불하는 펀드의 비용을 감소시켰다. 둘째는 경쟁의 심화와 판매망의 확대다. 지난 21년 동안 뮤

추월 펀드 산업은 규모 확대와 더불어 엄청난 경쟁이 있어 왔다. 경쟁의 심화는 투자자의 비용을 감소시켰고, 지나친 경쟁은 펀드 운용사들의 합병을 유도하기도 하였다. 극심한 경쟁과 수익성을 이유로 대형 펀드 운용사들이 통폐합되기도 하였다.¹⁴⁾ 특히 직접 판매와 no-load 펀드의 증가로 인해 판매 비용이 크게 절감될 수 있었다.¹⁵⁾ 세 번째는 정보기술 발전에 의한 운영 비용의 절감이다. 기존의 수작업에서 어려웠던 것들을 전산화에 의해 쉽게 달성할 수 있게 되었다. Charles Schwab이나 Fidelity의 뮤추얼 펀드 슈퍼마켓은 정보기술 발전에 의한 판매 비용 감소에 크게 공헌하였다. 마지막으로 소극적 운용 전략인 인덱스 펀드의 규모가 커지자 운용 비용에 있어서 상당한 절약이 있을 수 있었다. 이의 대표적인 펀드 패밀리로는 Vanguard를 들 수 있다. Bogle에 의해 설립된 이 회사는 인덱스 전략으로 큰 성공을 거둔 미국의 대표적 운용사로 업계 순위도 1~2위를 다투고 있다. 인덱스 전략에 의한 Vanguard의 비용 절감은 다른 운용사에게로 전파되어 보수 인하에 혁신적 공헌을 하였다.

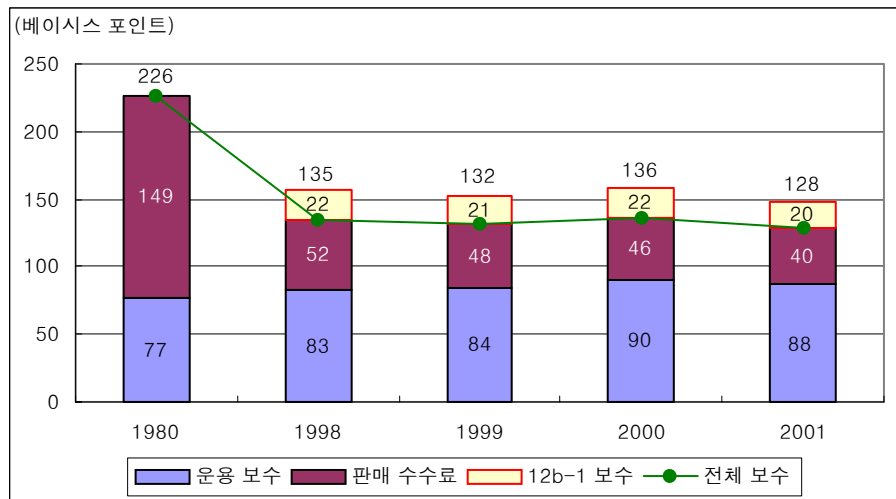
좀 더 자세하게 주식형 펀드의 서비스별 비용 추이를 살펴보면 <그림 II-25>와 같다. 주식형 펀드의 가장 큰 특징은 운영 비용에 있어서는 큰 변화가 없거나 오히려 증가하였음에도 불구하고 판매 비용이 급격하게 하락하였다는 것이다. 이는 판매망의 확대와 정보기술의 발전 등이 직접 판매를 확대시켜 판매 수수료를 감소시킨 것으로 해석될 수 있다.

14) 미국의 경우 은행이 운용사의 브랜드 명성과 운용 기법을 얻기 위해 독립 운용사를 합병한 경우가 많다. Melon Bank는 1990년대 초반에 Dreyfus를 매입하고 그 뒤에 Founders Funds를 매입하였다. Bank One도 First Chicago/NBD Corp. 매입을 통해 Pegasus Funds를 얻었다. 최근에는 유럽 지역에서의 운용사 합병이 활발하게 진행되었다.

15) no-load 펀드란 판매 수수료가 거의 없는 펀드를 일컫는 용어로, 대개 0.3% 이하의 판매 수수료가 적용되는데, Fidelity와 Vanguard가 no-load 펀드의 운용으로 유명하다. Vanguard의 경우는 S&P500 인덱스 펀드의 직접 판매로도 유명하다.

또한 인덱스 펀드의 증가도 직접 판매의 확대에 공헌하였다고 할 수 있다. 한편 1980년에 처음 도입된 12b-1 보수는 20~22 베이스 포인트로 안정적 추세를 유지하고 있다.

<그림 II-25> 미국 주식형 뮤추얼 펀드의 서비스별 비용 추이^a

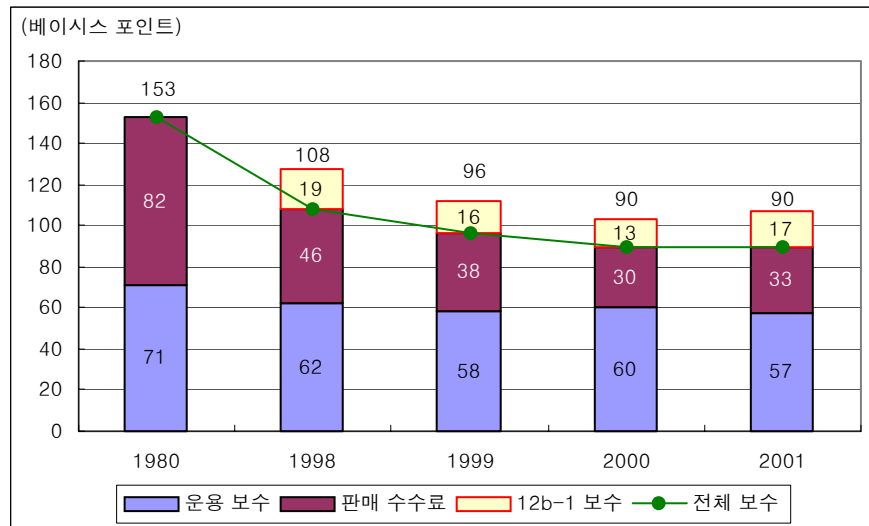


a. 매출액 가중 평균 비용을 의미함

자료: ICI, 『Fundamentals: Total Shareholder Cost of Mutual Funds: An Update』

<그림 II-26>의 채권형 뮤추얼 펀드도 판매 비용 감소는 비슷하지만, 운영 비용이 감소한 것은 약간 다르다고 할 수 있다. 운영 비용 감소의 요인으로는 채권 시장에 적용될 수 있는 규모의 경제가 매우 중요하였다고 생각된다. 거액 단위로 거래되는 채권의 특성상 펀드의 규모가 커질수록 규모의 경제가 달성되어 독립적인 운용이 가능하게 되고 분산투자의 효과도 더욱 커질 수 있기 때문이다. 12b-1 보수는 주식형보다는 작은 수준인 20 베이스 포인트 미만으로 움직이고 있다.

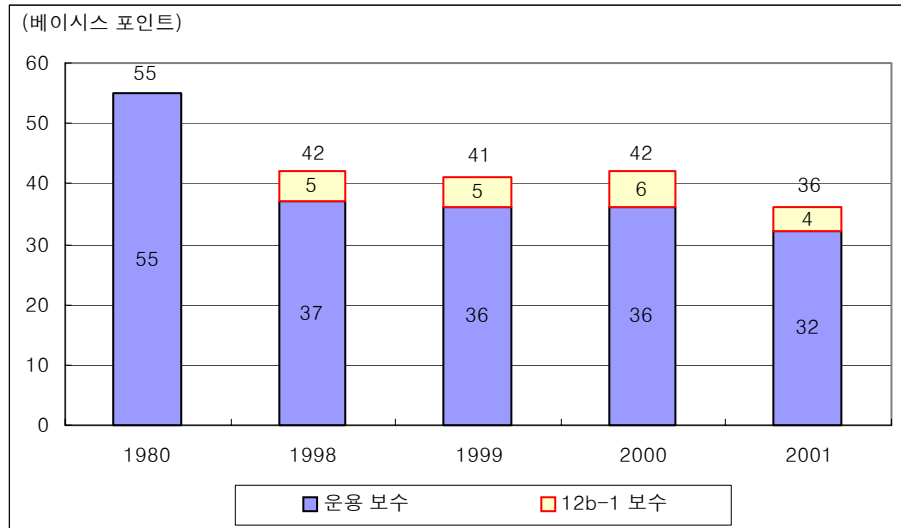
<그림 II-26> 미국 채권형 뮤추얼 펀드의 서비스별 비용 추이^a



a. 매출액 가중 평균 비용을 의미함

자료: ICI, 『Fundamentals: Total Shareholder Cost of Mutual Funds: An Update』

펀드의 특성상 판매 수수료가 거의 부과되지 않는 MMF는 운영 비용의 감소가 두드러지게 나타나고 있다. <그림 II-27>에 의하면 1980년에 55 베이스스 포인트였던 운영 비용이 2002년에는 32 베이스스 포인트로 떨어져 약 42%의 감소율을 보여주고 있다.

<그림 II-27> 미국 MMF의 서비스별 비용 추이^a

a. 매출액 가중 평균 비용을 의미함. MMF의 경우에는 주식형 및 채권형 펀드와 패키지로 판매되는 경우를 제외하고는 판매 수수료가 거의 부과되지 않으므로 판매 수수료의 비용화는 하지 않았음

자료: ICI, 『Fundamentals: Total Shareholder Cost of Mutual Funds: An Update』

나. 우리나라 펀드의 보수

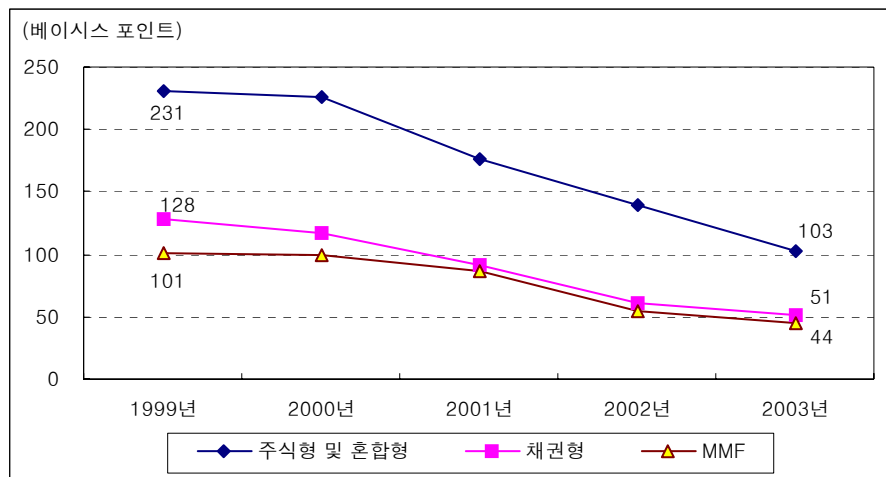
우리나라의 보수 구조는 크게 다음과 같이 세 가지로 분류되고 있다:

① 운용 보수, ② 판매 보수, ③ 수탁 보수. 운용 보수는 운용에 대한 대가로 운용사에 지불되고, 판매 보수는 판매회사에 지불되며, 수탁 보수는 수탁 등에 대한 대가로 수탁 은행에 지불된다.

먼저 주식형 및 혼합형 펀드, 채권형 펀드, MMF로 나누어 최근의 전체 보수 추이를 보면 <그림 II-28>에 나타난 바와 같다. 모든 종류의 펀드가 전체 보수의 감소를 경험하고 있는데 이는 미국의 경우와도 일치하고 있다. 전체 보수는 주식형이 가장 크고, 그 다음이 채권형이며,

MMF가 가장 작은 모습을 보여주고 있다. 미국의 경우와 2001년의 보수를 비교하면 주식형 및 혼합형과 MMF의 경우는 미국보다 상당히 높고, 채권형은 비슷한 수준이다. 미국의 비용 추이가 2001년과 큰 변화가 없을 것이라고 가정할 경우에 2003년 현재 우리의 보수 수준은 주식형 및 혼합형과 MMF는 비슷한 수준이라고 할 수 있지만, 채권형은 오히려 상당히 작은 수준이라고 할 수 있다. 우리나라의 수탁고 구조가 채권형 위주로 구성되어 있음을 감안할 때 채권형 보수의 감소는 판매회사 및 운용사에게 부담이 될 가능성이 크다.

<그림 II-28> 우리나라의 펀드 종류별 전체 보수 추이^a



a. 보수 자료는 전체 펀드를 대상으로 한 것이 아니라 한국펀드평가가 입수 가능한 펀드만을 대상으로 하였음

자료: 한국펀드평가

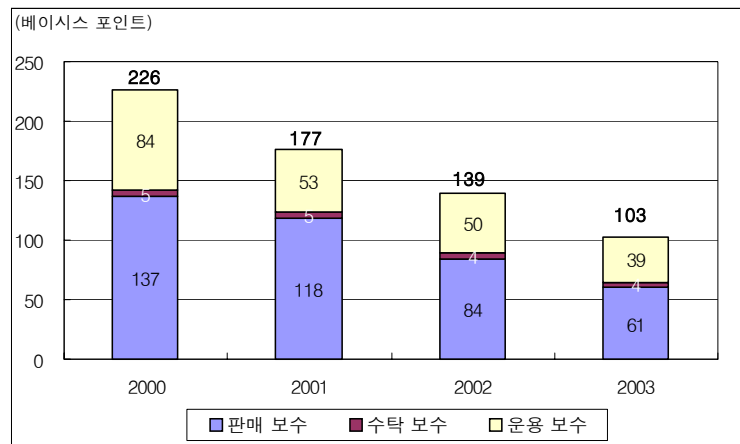
이제 각 펀드 종류별로 보수를 분해하여 살펴보자.¹⁶⁾ <그림 II-29>의 주식형 및 혼합형, 채권형, MMF의 보수 종류별 추이를 보여주고 있다. 수탁 보수는 크게 변하지 않고 판매 보수와 운용 보수만 감소하는 것이 모든 펀드에서 공통적으로 관찰된다.¹⁷⁾ 2003년의 주식형 및 혼합형 운용 보수는 2000년에 비해 46% 수준이지만, 채권형과 MMF는 각각 37%와 29%를 보여주고 있다. 이는 채권형과 MMF 중심의 수탁고 구조를 가진 운용사의 수익성이 크게 떨어졌을 것임을 의미한다. 판매 보수의 경우도 2000년에 비해 주식형 및 혼합형은 44.5%로, 채권형은 45.9%로, MMF는 53.6%로 떨어졌지만 운용 보수보다는 하락폭이 적었으며, 펀드 종류별로 하락폭의 편차도 크지 않았다.

16) 1999년의 경우 전체 보수는 의미가 있지만 종류별 보수의 자료는 큰 의미가 없다. 여러 가지 이유로 판매 보수와 운용 보수가 정확히 분리되어 보고 되지 않았기 때문이다.

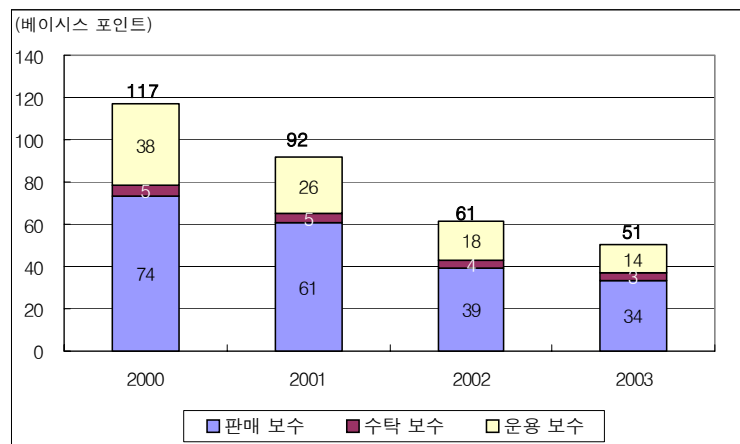
17) 미국의 경우 판매 수수료는 격감하였으나 운용 보수는 상대적으로 안정적인 추세를 보였다. 이에 비해 우리나라는 양자 모두 격감하였다. 이는 판매회사가 주도권을 가진 펀드 시장에서 운용사가 충분한 운용 보수를 받기 어려웠기 때문으로 해석된다.

<그림 II-29> 우리나라 펀드의 보수 종류별 추이^a

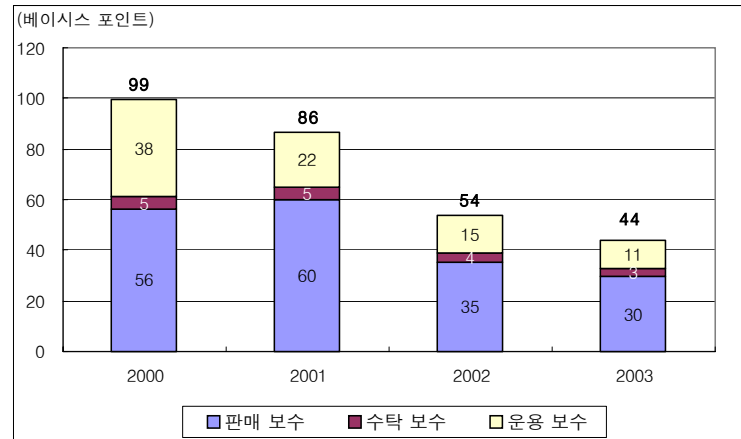
Panel A: 주식형 및 혼합형 펀드



Panel B: 채권형 펀드



Panel C: MMF



a. 보수 자료는 전체 펀드를 대상으로 한 것이 아니라 한국펀드평가가
 입수 가능한 펀드만을 대상으로 하였음
 자료: 한국펀드평가

III. 미국의 사적 연금과 자산운용업의 관계

1. 미국의 연금 시장과 뮤추얼 펀드 개관
2. IRA의 운용
3. DC 플랜과 뮤추얼 펀드

III. 미국의 사적 연금과 자산운용업의 관계¹⁸⁾

연금 산업과 자산운용업은 1980년대 이후 불가분의 관계를 가지면서 함께 성장하였다. 공적 연금의 경우에는 부과 방식(pay-as-you-go system)으로 운용되는 경우가 많기 때문에 일부 나라를 제외하고는 자산운용업과 관련성을 가지지 않는 경우가 많다. 따라서 자산운용업과의 관련성 측면에서는 사적 연금이 매우 중요하다고 할 수 있다. 여기서는 미국의 경우를 예시하여 사적 연금과 자산운용업의 관계에 대해서 서술하고자 한다.¹⁹⁾

1. 미국의 연금 시장과 뮤추얼 펀드 개관

미국의 연금은 철도 관련 종업원 등을 제외한 전국민이 강제적으로 가입하는 공적 연금인 Social Security, 사적 연금인 기업연금, 개인연금인 Individual Retirement Account(이하 IRA)로 구성된다.²⁰⁾ 여기서는 주로 사적 연금 차원의 IRA와 기업연금을 다루므로, IRA가 아닌 연금 제도는 모두 기업연금이라고 할 수 있다. 공무원이나 교직원 등도 이미 Social Security에 가입되어 있으므로 Social Security 이외에 그들이 가입한 연금은 사적 연금의 범주에 포함된다고 할 수 있다.

<표 III-1>은 미국 연금 시장의 규모를 보여주고 있다. 여기서 DB 플랜은 사적 DB 플랜과 연방 DB 플랜으로 나누어져 있고, 생명보험사가

18) 모든 통계 자료는 ICI에서 발간되는 Fundamentals 2003년 6월호(Vol. 12/No.1)에서 인용하였다.

19) 미국을 제외한 경우에는 연금 자산과 자산운용업의 현실적인 관계를 보여주는 자세한 통계치가 지속적으로 발표되지 않고 있다.

20) 미국의 연금 체계에 대해서는 고광수, 김영갑(2000)을 참조하시오.

취급하는 annuity도 연금의 범주에 포함되어 있다. 미국 전체 연금 시장의 규모는 1990년 말에 \$3조9,780억에서 2002년 말 현재 \$10조1,500억으로 증가하여 약 155%의 성장률을 기록하였다. 가장 높은 성장률을 보인 것은 개인연금에 해당하는 IRA로 지난 12년간 266%의 비약적 성장을 기록하였으며, 그 다음은 DC 플랜으로 189%의 성장을 이룩하였다. IRA와 DC 플랜의 합계는 2002년 말 현재 \$4조5,160억으로 전체 연금 자산 중 44.48%의 비중을 차지하고 있다.²¹⁾ 2002년 말 현재 \$2조160억의 규모를 가지는 지방 및 주 정부 퇴직 연금도 149%의 성장률을 보여주어 그 뒤를 바짝 따르고 있다.

이에 비해 사적 및 연방 정부의 DB 플랜 합계는 1990년 말에 \$1조2,570억에서 2002년 말 현재 \$2조4,420억으로 94%의 성장을 보이는 데 그쳐서 IRA나 DC 플랜의 성장률에 매우 뒤지고 있다. 사적 DB 플랜의 성장은 더욱 약하여 78%에 불과하였다. 특히 DC 플랜과 사적 DB 플랜만을 비교하면 사적 DB 플랜의 성장이 크게 뒤지는 것을 알 수 있으며, 1995년 말부터는 DC 플랜의 규모가 사적 DB 플랜을 압도하기 시작하였다.

생명보험사가 취급하는 annuity도 연금의 범주에 포함되어 있는데, 이 금액도 지난 12년간 126%의 성장을 이루어 DC 플랜과 DB 플랜의 중간 정도에 해당하는 성적을 거두었다.

21) IRA도 기여액이 정해지는 것이므로 DC 플랜과 유사한 구조를 가진다고 할 수 있다. 실제로 과세 측면에서도 IRA와 DC 플랜은 호환성을 가진다.

<표 III-1> 미국의 연금 시장 (1990~2002년)

(단위: \$10억)

연도	IRA	DC 플랜 ^a	지방 및 주 정부 퇴직 연금	사적 DB 플랜	연방 DB 플랜 ^b	생보사 annuity ^c	합계
1990	637	756	810	924	333	519	3,978
1991	776	912	878	1,075	371	562	4,574
1992	873	999	971	1,100	411	629	4,982
1993	993	1,140	1,063	1,214	448	696	5,554
1994	1,056	1,224	1,103	1,307	486	705	5,880
1995	1,288	1,512	1,320	1,494	506	771	6,892
1996	1,467	1,732	1,515	1,616	561	823	7,713
1997	1,728	2,080	1,842	1,786	602	878	8,915
1998	2,150	2,396	2,085	1,930	643	999	10,203
1999	2,651	2,650	2,262	2,150	684	1,136	11,534
2000	2,629	2,632	2,331	2,055	705	1,150	11,502
2001	2,540	2,472	2,226	1,872	766	1,168	11,403
2002	2,333	2,183	2,016	1,642	800	1,175	10,150

a. DC 플랜은 사적 DC 플랜, Federal Employees Retirement System의 Thrift Savings Plan, 457 플랜 자산을 포함

b. 연방 DB 플랜은 미국 재무부가 보유한 civil service retirement and disability fund, military retirement fund, judicial retirement fund, Railroad Retirement Board, foreign service retirement and disability fund와 National Railroad retirement investment Trust의 유가증권을 포함

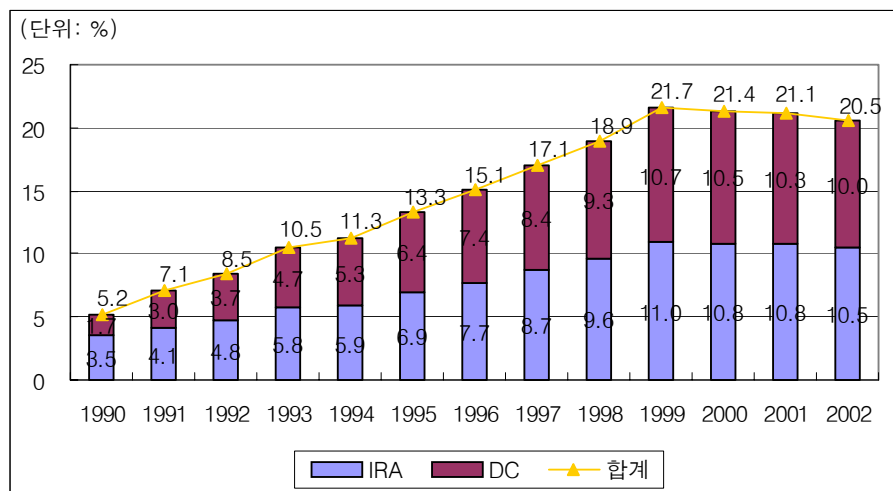
c. IRA, 457 플랜, private pension funds에 의해 보유된 annuities를 제외한 생명 보험사의 모든 fixed and variable annuities를 말함

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

미국의 퇴직 자산 중 뮤추얼 펀드에 주로 투자되어 있는 것은 IRA와 DC 플랜이고, 나머지는 뮤추얼 펀드 투자가 극히 저조한 상황이다. <그림 III-1>은 IRA와 DC 플랜으로만 구성된 미국 퇴직 자산의 뮤추얼 펀드 비중을 그림으로 보여주고 있다. 전체 퇴직 자산 중 뮤추얼 펀드의 비중은 1990년에 5.2%에서 2002년에는 20.5%로 크게 성장하였다. 그중

DC 플랜의 성장은 더욱 두드러져서 1990년에 1.7%에 불과하던 것이 2002년에는 10.0%로 성장하여 IRA와 거의 비슷한 수준의 비중을 보여주고 있다. 최근 3년간의 비중 감소는 주식시장 침체에 그 원인이 있는 것으로 보이지만, 비중 감소의 크기로 보아 주식시장 침체가 퇴직 연금 시장에 심각한 영향을 미치지 않는 것으로 해석된다.

**<그림 III-1> 미국 퇴직 자산의 뮤추얼 펀드 비중
(1990~2002년)^a**



a. 여기서의 퇴직 자산은 IRA와 DC 플랜만을 포함하였는데, Federal Reserve Board의 Flow of Funds Account에 의하면 DB 플랜에 포함된 뮤추얼 펀드 자산은 전체 퇴직 연금 자산의 1%에 불과하다고 함

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

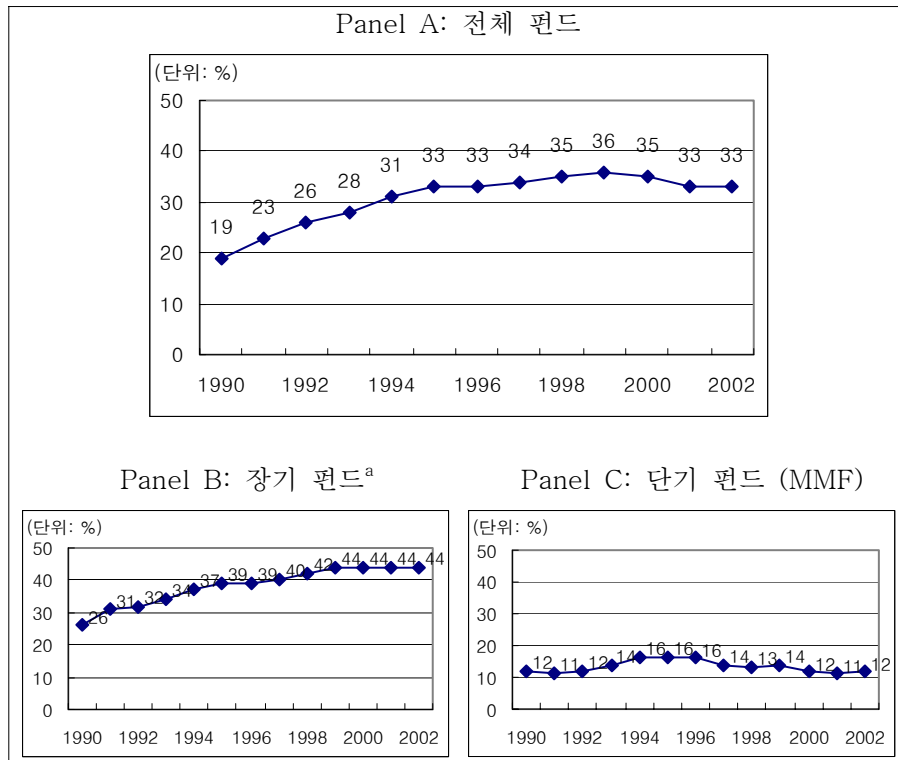
<그림 III-2>는 뮤추얼 펀드에 투자되어 있는 퇴직 자산이 전체 뮤추얼 펀드에서 차지하는 비중을 보여주고 있다. Panel A에 의하면 전체 뮤추얼 펀드에서 차지하는 비중은 1990년에 19%에서 2003년에는 33%로 상당한 신장세를 보여주었다.²²⁾ 하지만 최근 3년간의 비중 감소는 뮤추

얼 펀드 퇴직 자산의 감소가 뮤추얼 펀드 전체 규모의 감소보다 더 컸음을 나타내고 있다. 이는 퇴직 자산이 최근 3년간 뮤추얼 펀드보다는 다른 투자 대안으로 움직여 갔음을 의미한다. 이러한 현상이 미국 뮤추얼 펀드 시장에 심각한 불안 요인으로 작용하였을 수도 있다. 만약 연금 자산의 이탈이 뮤추얼 펀드 시장에 좋지 못한 영향을 미쳤다면 이는 장기적 투자를 목적으로 하는 장기 펀드의 수탁고 감소를 초래하여야 한다. 하지만 Panel B의 장기 펀드 중 연금 자산의 비중이 최근 4년간 계속해서 44%에 머무르고 있는 것으로 보아 장기 펀드에서 연금 자산의 이탈이 발생하지는 않았다. 이러한 결과로부터 볼 때, 연금 자산의 이탈이 뮤추얼 펀드 시장에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다. Panel C에 나타난 단기 펀드 중 퇴직 자산의 비중은 1994년부터 1996년까지 16%로 가장 높았다가 그 이후에는 감소하는 추세를 보이는 것으로 볼 때, 퇴직 자산의 뮤추얼 펀드 이탈은 단기 펀드 중심으로 이루어졌다고 할 수 있다. 결국 퇴직 자산은 장기 뮤추얼 펀드와 상당한 결속력을 가지면서 함께 성장하고 있음을 알 수 있다.

장기 펀드 중에 가장 대표적인 경우로 비용 효율성이 뛰어난 것이 인덱스 뮤추얼 펀드가 있다. <그림 III-3>은 퇴직 자산이 인덱스 펀드에 투자되는 금액을 보여주고 있다. 1996년에 \$960억이었던 인덱스 펀드의 총 수탁고는 2002년에 \$3,250억이 되어 239%의 성장률을 기록하였다. 이 중 IRA와 DC 플랜의 퇴직 자산이 투자되는 비중은 1996년부터 2002년까지 42~46%로 어느 정도 안정적인 추세를 보이고 있다. 이는 연금 투자자들이 인덱스 펀드의 성장률과 비슷한 수준으로 인덱스 펀드에 투자하고 있음을 의미한다.

-
- 22) 퇴직 자산이 뮤추얼 펀드로 유입되었던 이유는 1980년대 후반 이후 미국의 저금리 추세와 주식시장 활황 때문이었다. 하지만 퇴직 자산의 유입이 다시 주식시장의 안정적 수요 기반 역할을 하게 되어, 퇴직 자산과 주식시장은 서로 시너지 효과를 얻게 되었다고 할 수 있다.

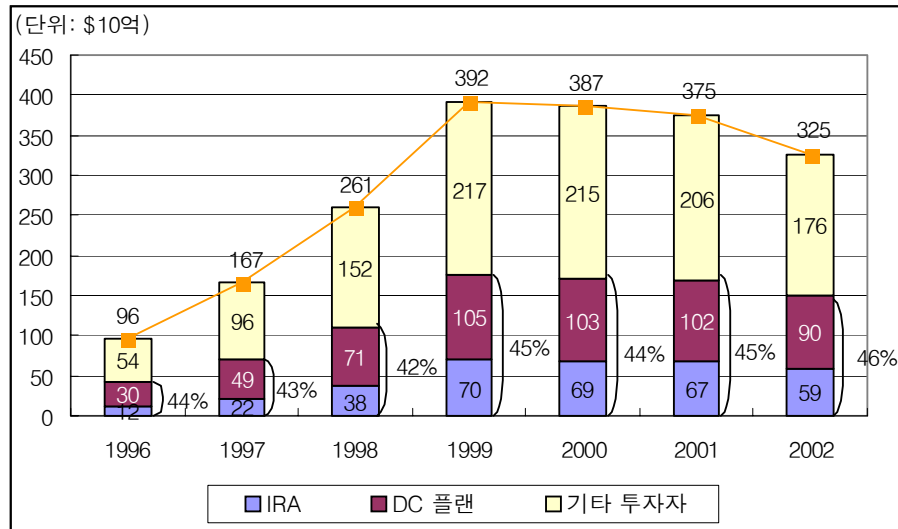
<그림 III-2> 장·단기 펀드별 뮤추얼 펀드 퇴직 자산 비중
(1990~2002년)



a. 주식형, 혼합형, 채권형 뮤추얼 펀드를 포함

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

<그림 III-3> 인덱스 뮤추얼 펀드 자산과 퇴직 계정^a
(1996~2002년)

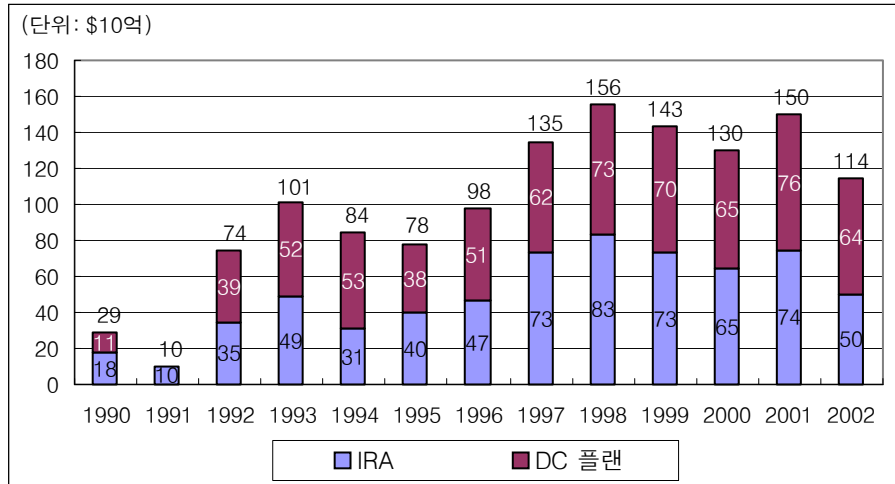


a. 주식형, 혼합형, 채권형 인덱스 펀드를 모두 포함하지만 2002년 말 현재 주식형 인덱스 펀드가 전체의 86%를 차지함

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

<그림 III-4>는 1990년부터 2002년까지 뮤추얼 펀드에 순유입된 퇴직 계정의 규모를 보여주고 있다. 뮤추얼 펀드에 순유입된 퇴직 자산은 모든 연도에 있어서 양의 수치를 나타내고 있으며 1992년 이후부터는 상당한 금액이 유입되기 시작하였다. 특히 주식시장이 좋지 못했던 최근 3년 동안에도 과거와 유사한 정도의 순유입이 있었던 것으로 보아 주식시장의 상황과 크게 관계없이 뮤추얼 펀드에 연금 자산의 투자가 진행되었다고 하겠다. 이러한 결과는 퇴직 연금 자산의 투자가 미국 자본시장의 수요 기반을 형성한다는 주장에 대한 충분한 증거가 된다고 할 수 있다.

<그림 III-4> 퇴직 계정의 뮤추얼 펀드 순유입액 (1990~2002년)



자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

2. IRA의 운용

이제 IRA의 운용에 대해서 좀 더 자세히 살펴보기로 하자. <표 III-2>에 의하면 1990년에는 은행이 전체 IRA 자산의 42%를 운용하였으나 뮤추얼 펀드 비중은 22%에 불과하여 은행 중심의 IRA 시장이 형성되어 있었다. 하지만 1993년부터는 역전 현상이 벌어지기 시작하여 2002년 말에 뮤추얼 펀드 46%, 은행 11%로, 뮤추얼 펀드 중심의 IRA 운용이 정착된 상태다. IRA에서 뮤추얼 펀드의 비중이 높아진 것은 DC 플랜으로부터 전환된 Rollover IRA가 증가한 것이 하나의 원인이 되었다. 즉, 뮤추얼 펀드 투자가 많던 DC 플랜이 실직, 이직, 퇴직 등으로 인해 IRA로 전환하게 되자 IRA의 뮤추얼 펀드 투자가 증가하기 시작하였다는 것이다. 뮤추얼 펀드와 은행에 비해 생명보험사나 증권사 위탁 계정을 통한 IRA 운용은 비교적 안정적이어서, 2002년 말 현재 생명보험사 9%, 증권

사 위탁 계정 34%를 기록하였다. 증권사 위탁 계정을 통한 개별 유가증권의 보유가 30% 이상을 차지하는 것은 개인의 책임이 강조되는 IRA 특성에 기인한 것으로 보인다.

<표 III-2> 기관별 IRA 운용 현황 (1990~2002년)

(단위: \$10억, %)

연도	뮤추얼 펀드		은행 등 ^a		생명보험사 ^b		증권사 위탁 계정 ^c		합계
	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	
1990	140	22	266	42	40	6	190	30	637
1991	188	24	282	36	45	6	261	34	776
1992	237	27	275	31	50	6	311	36	873
1993	322	32	263	26	61	6	347	35	993
1994	349	33	255	24	69	7	383	36	1,056
1995	475	37	261	20	81	6	472	37	1,288
1996	596	41	258	18	92	6	520	35	1,467
1997	775	45	254	15	135	8	564	33	1,728
1998	976	45	249	12	156	7	769	36	2,150
1999	1,264	48	244	9	201	8	942	36	2,651
2000	1,247	47	252	10	202	8	929	35	2,629
2001	1,189	47	255	10	210	8	886	35	2,540
2002	1,068	46	263	11	208	9	794	34	2,333

a. 은행 등은 Keogh 예금을 포함

b. variable annuity 뮤추얼 펀드 IRA 자산이 제외된 IRA의 annuities

c. 증권사 위탁 계정을 통해 보유된 뮤추얼 펀드 제외

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

이제 IRA의 운용을 뮤추얼 펀드에 국한하여 살펴보기로 하자. 어떤 뮤추얼 펀드에 IRA의 자산이 투자되는가를 보여주는 것이 <표 III-3>이다. IRA가 가장 많이 투자되는 것은 국내 주식형 뮤추얼 펀드로 2002년 말에 IRA 뮤추얼 펀드 중 52%를 차지하고 있다. 그 외에 외국 주식형, 혼합형, 채권형, MMF에 비교적 안정적으로 투자되고 있다.

<표 III-3> 뮤추얼 펀드 종류별 IRA 자산 (1996~2002년)

(단위: \$10억, %)

연도	국내 주식형		외국 주식형		혼합형		채권형		MMF		합계
	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	
1996	301	50	63	11	65	11	78	13	90	15	596
1997	438	57	75	10	83	11	87	11	92	12	775
1998	575	59	90	9	94	10	100	10	117	12	976
1999	793	63	134	11	98	8	102	8	138	11	1,264
2000	791	63	123	10	93	7	97	8	144	12	1,247
2001	710	60	99	8	99	8	118	10	163	14	1,189
2002	553	52	82	8	99	9	154	14	178	17	1,068

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

<표 III-4>는 IRA 종류별 뮤추얼 펀드 자산의 내역을 보여주고 있다. 예상할 수 있듯이 여러 가지 IRA 종류 중 전통적 IRA의 뮤추얼 펀드 투자가 2002년에 88%를 차지하여 아직은 주류를 형성하고 있다. 세후 소득으로 각출하여 비과세로 운용 및 분배가 되는 Roth IRA는 1998년부터 시작되어 꾸준한 증가세를 보이고 있으며, 2002년 말에는 전체의 5%를 차지하고 있다. 기업연금의 성격을 가지면서 사용자가 후원하기도 하는 SEP와 SAR-SEP는 5% 전후의 비중을 유지하고 있다. 하지만 다른 형태의 기업연금에 속하는 SIMPLE은 최근에야 1%의 비중을 차지하는 정도에 그쳤다.

<표 III-4> IRA 종류별 뮤추얼 펀드 자산 (1992~2002년)

(단위: \$10억, %)

	전통적 IRA ^a		SEP와 SAR-SEP ^b		Ross IRA ^c		SIMPLE ^d		교육 IRA ^e		합계
	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	
1992	230	97	7	3	-	-	-	-	-	-	237
1993	309	96	13	4	-	-	-	-	-	-	322
1994	335	96	14	4	-	-	-	-	-	-	349
1995	451	95	24	5	-	-	-	-	-	-	475
1996	564	95	32	5	-	-	-	-	-	-	596
1997	730	94	44	6	-	-	* ^f	** ^g	-	-	775
1998	887	91	57	6	30	3	2	**	*	**	976
1999	1,131	89	73	6	53	4	6	**	1	**	1,264
2000	1,111	89	70	6	56	4	8	1	1	**	1,247
2001	1,057	89	65	5	54	5	11	1	2	**	1,189
2002	943	88	59	5	53	5	12	1	2	**	1,068

a. Rollover IRA를 포함

b. SEP: Simplified Employee Pension, SAR-SEP: Salary Reduction SEP

c. 전통적 IRA로부터 전환된 Ross IRA를 포함

d. SIMPLE: Savings Incentive Match Plan for Employees

e. 교육 IRA는 2001년 7월부터 Coverdell Education Savings Accounts(ESAs)로 명칭이 변경되었음

f. \$5억 이하를 의미함

g. 0.5% 이하를 의미함

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

3. DC 플랜과 뮤추얼 펀드

<표 III-5>에 의하면 DC 플랜의 뮤추얼 펀드 투자는 국내 주식형에 많은 금액이 집중되어 있지만 그 비중은 지난 7년간 감소하는 추세에 있어서 2002년 말에는 61%가 되었다. 이에 비해 외국 주식형과 혼합형은 각각 7%, 10% 수준에서 안정적 추세를 유지하고 있다. 채권형이나 MMF도 비교적 안정적 추세를 보였지만, 2002년에는 각각 11%, 10%로

증가하여 주식형으로부터의 이탈 금액이 유입된 것으로 보인다.

<표 III-5> 뮤추얼 펀드 종류별 DC 플랜 자산 (1996~2002년)

(단위: \$10억, %)

	국내 주식형		외국 주식형		혼합형		채권형		MMF		합계
	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	
1996	380	67	38	7	54	10	43	7	55	10	569
1997	520	70	52	7	74	10	48	6	52	7	747
1998	672	71	62	7	90	9	60	6	65	7	949
1999	895	72	99	8	99	8	61	5	80	7	1,234
2000	865	72	100	8	100	8	60	5	84	7	1,209
2001	768	67	84	7	111	10	83	7	95	8	1,142
2002	617	61	74	7	108	11	112	11	103	10	1,014

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

<표 III-6>은 DC 플랜 종류별로 뮤추얼 펀드 자산의 규모를 보여주고 있다. 1991년에는 비영리 단체가 가입하는 403(b) 플랜의 뮤추얼 펀드 자산이 \$680억으로 제일 많았으나 401(k) 플랜의 급격한 성장으로 2002년에는 401(k) 플랜이 \$6,860억으로 가장 많은 뮤추얼 펀드 자산을 보유하게 되었다. 이는 영리 기업의 대표적 DC 플랜인 401(k)가 1990년대에 급격히 증가한 것에 그 원인이 있다. 또한 비영리 단체도 401(k) 플랜에 가입이 가능하게 된 것도 하나의 원인이 될 수 있다. 457 플랜이나 기타 DC 플랜도 1990년대에 꾸준히 성장하였음을 쉽게 알 수 있다.

<표 III-6> DC 플랜 종류별 뮤추얼 펀드 자산 (1991~2002년)

(단위: \$10억, %)

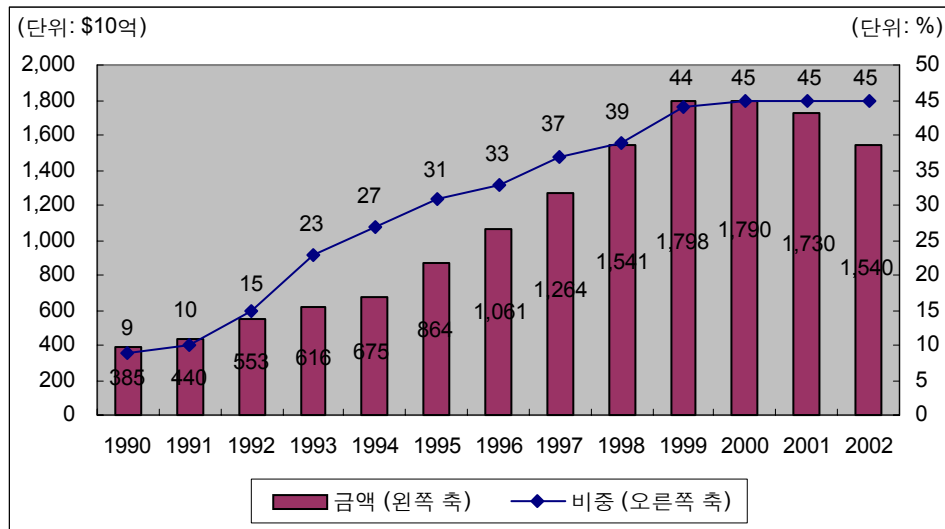
	401(k) 플랜	403(b) 플랜	457 플랜	기타 DC 플랜	합계
1991	46	68	2	20	135
1992	82	74	3	25	184
1993	140	86	4	33	263
1994	184	90	6	35	314
1995	266	119	8	46	439
1996	347	146	11	64	569
1997	471	184	16	77	747
1998	605	227	23	93	949
1999	793	283	38	121	1,234
2000	799	258	37	115	1,209
2001	770	231	36	106	1,142
2002	686	194	30	104	1,014

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

<그림 III-5>는 DC 플랜의 대표적인 401(k) 플랜의 뮤추얼 펀드 비중 및 금액을 보여주고 있다. 1990년에 401(k) 자산 중에서 뮤추얼 펀드가 차지하는 비중은 9%에 불과하였으나 2002년에는 45%가 되어 이제 뮤추얼 펀드는 401(k) 투자의 기본이 되었다. 이는 적절한 투자 대안 마련에 대한 사용자의 책임 증가, 분산 투자의 요건 강화, 1990년대의 주식시장 활황 등이 맞물려 발생한 현상이라고 할 수 있다.

<표 III-7>은 2002년 말 현재 연금 및 펀드 종류별 뮤추얼 펀드 DC 플랜 자산의 규모와 비중을 보여주고 있다.

<그림 III-5> 401(k) 자산 중 뮤추얼 펀드 비중 및 금액
(1990~2002년)



자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

<표 III-7> 연금 및 펀드 종류별 뮤추얼 펀드 DC 플랜 자산
(2002년 현재)

(단위: \$10억, %)

	국내 주식형		외국 주식형		혼합형		채권형		MMF		합계
	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	자산	비중	
401(k) 플랜	407	59	54	8	72	11	84	12	67	10	686
403(b) 플랜	143	74	12	6	13	7	12	6	14	7	194
457 플랜	20	65	2	7	3	9	4	13	2	6	30
기타 DC 플랜	47	45	6	6	24	23	8	8	20	19	104

자료: ICI, 『Fundamentals June 2003』

IV. 우리나라 자산운용업의 재무 분석

1. 시계열 분석
2. 지배구조 집단별 분석
3. 수탁고 규모 집단별 분석

IV. 우리나라 자산운용업의 재무 분석²³⁾

우리나라의 31개 전체 투신운용사의 2002년도 실적을 살펴보면, 영업수익 4,509억원, 영업이익 1,796억원, 경상이익 1,731억원, 당기순이익 1,220억원이다. 이는 2001년도와 비교할 때, 영업수익을 제외하고는 약간 감소된 수치다. 결국 투신운용사의 외형적 규모는 전년도에 비해 증가했지만, 내실에 있어서는 어려웠던 점이 있었다고 하겠다.

영업이익이 적자인 회사는 3개사였다. 경상이익이 적자가 난 회사는 2개사이며, 그 2개사는 당기순이익 역시 적자를 기록했다. 손실을 기록한 투신운용사들은 수탁고 규모가 작은 소규모 투신사라는 공통점을 가지고 있다. 이는 자산운용업에도 규모의 경제가 중요한 의미를 가지는 것으로 해석된다. 따라서 수탁고 증가는 투신운용사의 안정적 운영에 기본 척도가 되었다고 할 수 있다. 투신운용사들이 무리한 수탁고 경쟁에 나서는 것도 생존을 위한 규모의 경제 달성이 중요한 이유라고 하겠다.

2003년 들어 카드채 및 SK 글로벌 사태 등으로 투신운용 산업의 상황은 더욱 악화되었다. 2003년 1분기 당기순이익(244억원)은 지난해 같은 기간(573억원)의 절반에도 미치지 못하고 있다. 또한 8개사가 당기 순손실을 기록하였는데, 이는 전년도의 4배 수준이라고 할 수 있다.

본 장에서는 최근의 투신운용사 재무제표 등을 이용하여 재무 분석 등을 행하고자 한다. 먼저 투신운용사 전체를 대상으로 하여 시계열 분석을 하고, 더 나아가 투신운용사의 지배구조 속성과 수탁고 규모별로 분석하고자 한다.

23) 재무 분석 등을 위한 투신운용사의 재무제표 자료는 투신협회의 웹사이트 자료를 이용하였다. 출처: www.kitca.or.kr

1. 시계열 분석²⁴⁾

<표 IV-1>은 최근 3년간 투신운용사 전체의 재무 분석 결과를 보여 주고 있다.²⁵⁾ 재무 분석은 성장성, 수익성, 안정성, 기타 부문으로 나누어 수행하였다.

가. 성장성

성장성 비율은 기업의 당해 연도 경영 규모 및 성과가 전년에 비해 얼마나 증가하였는가를 나타낸다. 이 중 자기자본 증가율은 장부가치 기준으로 주주의 부가 얼마나 늘었는지를 파악하는 성장 지표로, 주주에게 관심의 대상이 될 수 있다. 이 지표는 당해 연도에 순이익이 발생하고 배당이 지급되지 않으며 증자가 없다면, 수익성 지표인 자기자본 순이익률과 유사한 값을 가진다. 엄밀히 말하면 자기자본 증가율이 약간 큰 값을 가지게 된다.²⁶⁾ 하지만 배당이 지급되어 사외로 당기순이익이 유출되는 경우에는 자기자본 증가율이 자기자본 순이익률보다 작아질 수 있고, 증자가 되는 경우에는 자기자본 증가율이 훨씬 커질 수 있다.

<표 IV-1>에 의하면 최근 3년간 자기자본 증가율은 10%대의 거의

24) 분석의 대상에는 투신운용사와 자산운용사가 포함될 수 있지만, 자산운용사의 재무제표가 미비된 이유로 투신운용사만 분석하기로 한다. 여기서의 분석은 자산운용업의 다른 문제점과는 별개로 진행하였으며 발표된 재무제표에만 근거하여 작성되었다.

25) 투신운용업은 다른 금융업과 마찬가지로 결산월을 12월이 아닌 3월로 하고 있으므로, 2002년이라 함은 2002년 4월 1일~2003년 3월 31일을 의미한다.

자기자본 증가율 = $\frac{(\text{당기말 자기자본} - \text{전기말 자기자본})}{\text{전기말 자기자본}} \times 100$

26) 배당과 증자가 없다면 양 지표 모두 같은 분모를 가지게 된다. 단지 다른 것은 자기자본 증가율에서는 전년도 자기자본을 사용하고, 자기자본 순이익률에서는 당해 연도 자기자본을 사용한다는 것이다.

안정적인 수치를 보여주고 있다. 이러한 안정적 수치는 비교적 안정적인 자기자본 순이익률에서 나온 결과라고 할 수 있다.

투신운용사의 수익성을 보여주는 영업수익 증가율은 2000년에 -23.73%로 매우 저조한 수치를 보였으나, 이후 2년간 완만한 상승세로 돌아섰다.²⁷⁾ 이는 투신운용사들의 실적 회복을 보여주는 것으로 이전의 어려움을 딛고 투신운용사들의 수익이 성장하였음을 의미한다.

마지막으로 모든 수익과 비용들을 반영한 기업 실적의 최종 수치인 순이익 증가율을 살펴보면, 2001년도의 증가율이 매우 크게 나타나고 있다.²⁸⁾ 2000년도 증가율은 전기 순이익이 음의 값을 보여 계산할 수는 없지만, 순이익 금액의 증가 자체는 매우 컸다. 1999년의 매우 저조한 당기순이익을 2000년과 2001년의 당기순이익과 비교하면 투신운용사의 수치 개선이 상당히 진행되었음(1999년 -589억원→2000년 821억원→2001년 1,275억원)을 알 수 있다. 한편 2002년에는 순이익 증가율이 -6.19%로 약간 감소하였는데, 이는 SK 사태 등 몇몇 악재가 발생했기 때문으로 추정된다.

이러한 성장성 지표들을 볼 때 투신운용사의 성장성은 긍정적으로 평가할 수 있다.

나. 수익성

주주가 기업에 투자한 자본으로부터 얻는 수익의 성과를 측정하는

27) 영업수익 증가율 = $\frac{(\text{당기 영업수익} - \text{전기 영업수익})}{\text{전기 영업수익}} \times 100$

2000년의 저조한 영업수익 증가율은 1999년에 4,612억원이었던 영업수익이 2000년에는 3,870억원으로 감소했기 때문이다.

28) 순이익 증가율 = $\frac{(\text{당기 순이익} - \text{전기 순이익})}{\text{전기 순이익}} \times 100$

자기자본 수익률(Return on Equity, ROE)을 최근 3년간 살펴보면, 8~11%대의 안정적 비율을 보이고 있다.²⁹⁾ 2002년의 경우 자기자본 수익률은 자기자본 증가율보다 약간 작은 값을 보여주고 있는데, 이는 배당과 증자가 모두 있었기 때문에 양자의 효과가 상쇄된 결과라고 할 수 있다. 2001년에는 자기자본 순이익률이 자기자본 증가율보다 약간 큰데, 이는 증자가 없이 배당만 지급되었기 때문이다.

자기자본 수익률을 평가할 때 고려해야 할 점 중 하나는 자기자본 비용이다. 아무리 자기자본 수익률이 높더라도 자기자본 비용이 이를 상회한다면 사업성이 없는 것이기 때문이다. 자기자본 비용을 정확히 알 수는 없으므로 한국은행이 발표하는 대출 금리와 자기자본 수익률을 비교하여 간접적으로나마 그 타당성을 평가해 보고자 한다.³⁰⁾

2000년부터 2002년까지 각 연도별 자기자본 수익률과 대출 금리를 비교해 보았다. 2000년, 2001년, 2002년의 자기자본 수익률은 각각 8.01%, 11.20%, 9.57%로 각 해의 대출 금리인 7.01%, 5.43%, 4.73%를 크게 상회하고 있다.³¹⁾ 이는 투신운용업 자체의 수익성이 상당히 인정되는 결과로, 성장성과 함께 수익성 측면에서도 우리나라 투신운용사들의 사업성은 양호하다고 결론지을 수 있다.

다. 안정성

기업이 어느 정도 타인자본에 의존하고 있는지를 측정하기 위하여 자기자본 비율을 살펴보자. 이는 회사의 안정성을 나타내는 지표로 제조업에서는 매우 중요하게 사용되고 있다. 투신운용사는 타인자본을 많이

29) 자기자본 순이익률 = $\frac{\text{당기 순이익}}{\text{당기말 자기자본}} \times 100$

30) 대출 금리는 타인자본 비용이라고 할 수 있다.

31) 자료: 한국은행, 『기업경영분석』.

사용하고 있는 제조업과는 달리 높은 자기자본 비율을 나타내고 있다. 2000년에 87.4%였던 자기자본 비율이 2002년에는 92.5%까지 확대되었다.³²⁾ 이는 100억원 이상의 자본금으로 시작한 투신운용사들에게 설비 투자의 부담이 거의 없었기 때문에 자금의 여유가 있다는 증거다. 즉, IT 투자 등에 막대한 투자를 하지 않는 투신운용사들은 은행 등으로부터 자금을 빌려올 필요가 없다. 오히려 여유 자금을 예금하는 입장이므로 자기자본 비율이 크게 나타났다고 할 수 있다. (투신운용사 전체 부채: 2000년 1,417억원→2002년 1,016억원)

따라서 투신운용사의 모기업을 감안하지 않고 투신운용사만을 평가할 때 투신운용사의 안정성은 높다고 할 수 있다. 이러한 안정성이 금융사고 발생시 수익자 재산을 보호할 수 있는 수단이 될 수도 있겠지만, 금융사고의 규모가 약간만 커져도 충분한 보호 수단이 되기는 어렵다고 하겠다. 투신운용사의 높은 자본금 수준이 수익자 재산 보호를 위해 정해졌는지의 여부는 명확하지 않지만, 선진국보다 매우 높은 것으로 보아 수익자 재산 보호의 기능을 하였다는 사실을 부인하기 어렵다. 새로운 통합법에서는 수탁회사의 의무가 강조되므로 투신운용사의 높은 자본금 수준이 타당한가에 대해서도 다시 한 번 생각할 필요가 있다. 자본금 수준의 규제보다 인적·물적 설비의 적정성에 대한 규제가 더 효과적일 수 있다.

32) 자기자본 비율 = $\frac{\text{자기자본}}{\text{총자본}} \times 100$ (여기서 총자본은 총자산을 의미함.)

제조업의 최근 3년간 자기자본 비율을 살펴보면, 2000년 32.20%, 2001년 35.44%, 2002년 42.47%로 점차 증가하고 있긴 하지만, 투신운용사에 비하면 비율이 매우 작다고 할 수 있다.

라. 기타 분석

투신운용사의 주요 지표 중 하나인 수탁고를 살펴보면, 최근 3년간 투신운용사 평균 수탁고는 4조9,680억원에서 5조4,250억원으로 증가 추세를 나타내고 있다. 여러 가지 악재에도 불구하고 투신운용 시장의 규모는 점차 커지고 있다.

투신운용사의 영업수익 중 주된 수익원인 운용수수료를 수탁고로 나눈 값을 살펴보면 21~22bp로 안정적이지만 매우 작다는 것을 알 수 있다.³³⁾ 이는 수탁고의 점진적인 증가에 따라 운용수수료 수익도 증가하기는 하지만 운용수수료의 절대적 수준이 매우 낮다는 것을 의미한다. 미국의 경우 운용수수료 비중이 2000년 90bp, 2001년 88bp 등으로 우리나라보다 3~4배 정도 높은 값을 보이고 있다. 우리나라의 낮은 운용수수료 비중은 투신운용사들의 장기적 수익 창출과 서비스 제공에 어려움을 가중시키는 중요한 요인이 되고 있다.

다음으로 영업비용의 대부분을 차지하는 판관비를 수탁고로 나눈 값을 살펴보면, 11bp에서 14bp까지 차츰 증가하고 있으나 그 증가폭은 크지 않은 것으로 나타났다.³⁴⁾ 수탁고를 기준으로 비교할 때, 운용수수료보다는 판관비가 더 큰 비율로 증가하였다는 것이다. 여러 가지 원인으로 인해 업체간 경쟁이 더욱 심화된 것이 판관비 비율 증가의 원인이라고 할 수 있다.

한편, 수익과 비용 각 부문에서 주된 항목들이 차지하는 비율을 살펴 보았다. 영업수익 중에서 신탁업무 수익이 차지하는 비율을 살펴보면,

33) 투신운용사의 영업수익에는 신탁업무 운용 수익, 수수료 수익, 이자 수익, 배당금 수익, 유가증권 처분·평가 이익, 파생상품 거래·평가 이익 등이 있다.

34) 투신운용사의 영업비용에는 수수료 비용, 이자 비용, 신탁업무 운용 손실, 유가증권 처분·평가 손실, 파생상품 거래·평가 손실, 판관비 등이 있다.

2002년의 비율이 전년도에 비해 크게 감소하였음을 알 수 있다. 이는 영업수익 중에서 자문 및 일임 수익의 비중이 점차 늘어났기 때문으로 해석될 수 있다.

<표 IV-1> 최근 3년간 투신운용사 전체의 재무 분석

	2002년	2001년	2000년
1. 성장성			
자기자본 증가율(%)	10.95	10.33	10.42
영업수익 증가율(%)	7.11	6.85	-23.73
순이익 증가율(%)	-5.95	57.76	n/a
2. 수익성			
자기자본 순이익률(%)	9.60	11.20	8.01
3. 안정성			
자기자본 비율(%)	92.49	86.58	87.40
4. 기타			
평균 수탁고 (10억원)	5,425	5,014	4,968
운용수수료/수탁고(%)	0.21	0.22	0.22
판매비/수탁고(%)	0.14	0.13	0.11
신탁업무/영업수익(%)	79.15	83.69	82.60

2. 지배구조 집단별 분석

31개 투신운용사를 5개 집단(전환 증권사 계열, 증권 계열, 은행 계열, 국내 독립사, 외국계)으로 나누어 2002년의 재무 분석을 실행하였다.³⁵⁾ <표 IV-2>는 분석 결과를 보여주고 있다.

가. 성장성

우선 성장성 측면에서, 전환사 계열이 18.11%라는 높은 자기자본 증가율을 보이고, 증권계열, 국내 독립사, 외국계가 8~10%대로 중간 정도의 증가율을 보인 반면, 은행 계열은 6.06%로 다소 낮은 증가율을 보이고 있다. 전환 증권사 계열이 가장 낮은 자기자본 순이익률에도 불구하고 높은 자기자본 증가율을 보인 것은 일부 운용사에 대한 증자가 가장 큰 원인이었다. 따라서 이는 수익성이 뒷받침 되지 못하는 자기자본의 증가였다고 할 수 있다. 반면에 은행 계열이 가장 높은 자기자본 순이익률에도 불구하고 가장 낮은 자기자본 증가율을 보인 것은 현금 배당이 원인이었다. 따라서 은행 계열 투신운용사는 매우 알차게 자기자본이 증가되었다고 할 수 있다. 다른 집단의 자기자본 증가율은 자기자본 순이익률에 따라 결정되었다고 하겠다.

투신사의 매출액 증가율이라 할 수 있는 영업수익 증가율은 자기자본 증가율과는 상반되는 결과를 나타내고 있다. 외국계가 가장 높은 증

35) 5대 전환 증권사 계열이란 대한투신, 한국투신, 현대투신, 제일투신, 동양투신을 의미한다. 증권 계열사(12개사): 교보투신, 대신투신, 동부투신, 동원투신, 삼성투신, 서울투신, 세종투신, 신영투신, 한일투신, 한화투신, LG투신, SK투신; 은행 계열사(6개사): 국민투신, 신한BNP투신, 외환코메르쓰투신, 우리투신, 조흥투신, 하나알리안츠투신; 국내 독립사(3개사): 미래에셋투신, 아이투신, 태광투신; 외국계(5개사): 도이치투신, 랜드마크투신, 슈로더투신, 프랭클린투신, PCA투신.

가율(55.22%)을 보이고 있으며, 35.35%인 국내 독립사가 그 다음을 따르고 있다. 반면 자기자본 증가율이 가장 높았던 전환 증권사 계열이 가장 낮은 영업수익 증가율을 보이는 것이 매우 대조적이다. 비교적 소규모인 외국계와 국내 독립사들이 영업 측면에서 빠른 성장을 거두는 데 비해, 이들은 성장이 매우 더디게 나타난다고 할 수 있다. 증권 계열과 은행 계열사들도 현저히 낮은 영업수익 증가율을 보여 2002년도에 영업이 그리 활발하지 못했음을 쉽게 알 수 있다.

영업수익 증가율이 저조했던 전환 증권사 계열, 증권 계열, 은행 계열 투신운용사들은 순이익 증가에 있어서도 좋지 못한 결과를 얻었다. 증권 계열과 은행 계열의 투신운용사는 순이익 증가율이 각각 -20.65%와 -7.69%로 2002년에 비해 순이익이 감소하였다. 이에 비해 외국계는 160.27%의 순이익 증가율을 기록하면서 빠른 성장을 추구하고 있음을 알 수 있다.

나. 수익성

수익성 지표인 자기자본 수익률은 은행 계열(14.40%), 외국계(10.28%), 증권 계열(9.56%), 국내 독립사(7.73%), 전환 증권사 계열(5.92%)의 순서로 나타났다. 전환 증권사들의 경영상 어려움이 이들의 낮은 자기자본 순이익률과 밀접한 관계를 가진다고 하겠다. 반면 상대적으로 경영상 여건에 여유가 있었던 은행들의 영향으로 은행 계열 투신운용사들은 비교 대상 집단 중 가장 높은 자기자본 순이익률을 기록할 수 있었다고 추정된다.

다. 안정성

자기자본 비율은 은행 계열을 제외하고는 모두 90%대의 높은 수치를 보여주고 있다. 은행 계열도 다른 집단보다는 약간 떨어지는 86.81%의 자기자본 비율을 가지고 있지만 제조업 등 다른 산업과 비교해 볼 때 안정성이 상당히 양호하다고 할 수 있다. 하지만 앞에서도 언급하였듯이 엄청난 수탁고 규모를 고려할 때 이러한 안정적 자기자본 비율이 금융기관의 실질적인 안정성을 보장할 수는 없다.

라. 기타 분석

집단별 평균 수탁고를 살펴보면 전환 증권사 계열이 13.8조원으로 가장 크며, 은행과 증권 계열이 각각 4.6조원과 5.1조원을 차지하고 있다. 반면 외국계와 국내 독립사의 수탁고는 각각 1.6조원과 1.7조원으로 규모의 영세성을 단적으로 보여주고 있다. 결국 전환 증권사 계열이 규모 면에서 투신운용 시장을 주도하고 있고, 은행과 증권 계열이 그 뒤를 따르고 있으며, 외국계와 국내 독립사의 시장 영향력은 아직 크지 않다고 하겠다.

수탁고 대비 운용수수료 비중은 투신운용사의 수익성 보조 지표로, 투신운용사의 수익성에 직접적인 영향을 주기 때문에 매우 중요하다. 외국에 비해 상당히 낮은 운용수수료 체계를 유지하고 있는 우리 투신운용사들의 수탁고 규모별 분석 결과는 다음과 같다. 가장 높은 운용수수료 체계를 유지하고 있는 집단은 외국계로 37bp 수준이고, 증권 및 은행 계열과 국내 독립사는 23~26bp로 외국계보다는 약간 낮다. 이에 비해 전환 증권사 계열은 13bp로 매우 낮은 수준의 운용수수료율을 보여주고 있다.

전환 증권사 계열의 이토록 낮은 운용수수료율은 지나칠 정도로 밀접한 모회사와의 관계 때문에 발생한다고 할 수 있다. 전환 증권사 계열은 높은 수탁고를 유지하고 있기 때문에 다른 투신운용사에 비해 상대적으로 규모의 경제를 달성하였다고 할 수 있다. 모회사인 전환 증권사의 입장에서는 규모의 경제를 달성한 수탁고에서 발생하는 수익을 거의 모두 향유하면서, 자회사인 투신운용사가 큰 무리 없이 운영되도록 하는 것이 목표다. 따라서 자회사인 투신운용사의 운용수수료를 수탁고의 13bp로 낮추어 그들의 수익성을 어느 정도 보장하면서 전환 증권사의 수익성을 극대화 하게 된다. 전환 증권사 계열의 경우보다는 덜 하지만 다른 투신운용사의 경우에도 이러한 현상이 벌어지고 있으며, 이는 우리의 자산운용업이 아직 경쟁력을 갖추지 못하였음을 보여주는 단면이라고 할 수 있다.

한편, 수탁고 대비 판관비 비중을 살펴보면 외국계가 35bp로 비교적 높은 값을 가지며, 그 다음으로는 증권 계열과 국내 독립사가 모두 18bp고, 은행과 전환 증권사 계열이 각각 13bp, 9bp로 매우 낮은 값을 보여주고 있다. 이는 은행과 전환 증권사들의 튼튼한 영업망을 이용하는 계열 투신운용사들은 상대적으로 판관비 지출이 덜 지급되기 때문에 이 비율이 작게 나타났다고 할 수 있다.

영업 수익 중 신탁업무 수익이 차지하는 비중을 살펴보면, 전환 증권사 계열이 신탁업무 수익 비중이 가장 높고, 외국계는 가장 낮은 수치를 보여주고 있다. 전환 증권사 계열은 주로 신탁업무에 치중하였지만 외국계는 자문 및 일임에도 업무 영역을 확대하였기 때문에 이러한 현상이 발생하였다고 할 수 있다.

<표 IV-2> 지배구조 집단별 재무 분석 (2002년)

	전환 증권사 계열	증권 계열	은행 계열	국내 독립사	외국계
1. 성장성					
자기자본 증가율(%)	18.11	9.58	6.06	8.38	9.96
영업수익 증가율(%)	2.95	2.98	4.53	35.35	55.22
순이익 증가율(%)	1.29	-20.65	-7.69	n/a	160.27
2. 수익성					
자기자본 순이익률(%)	5.92	9.56	14.40	7.73	10.28
3. 안정성					
자기자본 비율(%)	97.95	91.89	86.81	96.07	92.81
4. 기타					
평균 수탁고 (10억원)	13,770	4,627	5,080	1,707	1,639
운용수수료/수탁고(%)	0.13	0.26	0.26	0.23	0.37
판관비/수탁고(%)	0.09	0.18	0.13	0.18	0.35
신탁업무/영업수익(%)	87.45	75.88	80.32	86.22	68.71

3. 수탁고 규모 집단별 분석

투신운용 31개사를 수탁고 순으로 나열한 후 수탁고 규모를 기준으로 집단을 나누어 각 집단별로 재무 분석을 하였다. 다만 3년간 집단별 표본의 변경을 방지하기 위하여 2002년 각사의 연평균 수탁고를 기준으로 집단을 분류하였다.³⁶⁾ 수탁고 규모를 기준으로 대규모(10조원 이상, 6개사), 중규모(3~10조원, 8개사), 소규모(3조원 미만, 17개사) 집단으로 분류하였다. <표 IV-3>은 수탁고 규모별 재무 분석 결과를 보여주고 있다.

가. 성장성

자기자본 증가율을 살펴보면, 중규모 집단의 자기자본 증가율이 비교적 높은 값을 가지고 있는데, 이는 자기자본 순이익률과 관련성이 큰 것으로 보아 이들 집단이 가장 견실한 성장을 하였다. 다만, 2001년의 경우 대규모 집단의 자기자본 증가율이 20.4%라는 높은 증가율을 나타내고 있는 것은 2개의 대형 투신운용사 증자 때문으로 수익성과는 큰 관계가 없는 결과다. 소규모 집단의 경우 비교적 낮은 자기자본 증가율을 나타내고 있는 것은 수익성에 의한 뒷받침이 안 되었기 때문으로, 이들 집단은 규모의 경제성 측면에서 경쟁력이 약하다고 하겠다.

영업수익 증가율을 살펴보면, 세 집단 모두 매년 증가율이 호전되고 있다. 특히 2000년 큰 폭의 감소에도 불구하고 2001년부터의 회복세가 주목할 만하다.

36) 각사의 연평균 수탁고는 2002년 월별 수탁고 평균액을 의미한다. 집단 기준을 2002년 수탁고를 기준으로 한 이유는 각 연도별로 수탁고 순서를 나열하여 재무 분석을 할 경우, 집단별 수치를 계산하는 데 문제가 발생하기 때문이다. 하지만 2002년의 수탁고 기준이 2000년과 2001년에도 거의 유사하여 수탁고 기준 연도 고정이 분석 결과에는 거의 영향을 주지 못한다.

그러나 순이익 증가율 측면에서 살펴보면 조금 유의할 부분이 있다. 영업수익 증가율에 비해 순이익 증가율은 그 변동성이 매우 크며, 그러한 경향은 대규모 집단에서 더욱 두드러지고 있다.

나. 수익성

자기자본 순이익률의 경우 중규모의 투신운용사들이 3개년 모두 높은 값을 나타내고 있다. 앞에서도 언급하였듯이 이러한 순이익 증가를 바탕으로 그들의 자기자본이 증가한 것이라고 얘기할 수 있다. 모든 규모에 있어서 자기자본 순이익률이 앞에서 언급하였던 대출 금리보다 크다는 것은 자산운용업의 수익성 측면에 큰 문제가 없다는 것을 의미한다.

다. 안정성

대개의 경우 시간의 흐름에 따라 자기자본 비율이 점차 증가했다. 소규모 집단의 매우 높은 자기자본 비율은 그들이 거의 부채를 사용하지 않음을 의미한다. 하지만 수탁고 규모별 집단에 있어서 유의적인 차이를 발견할 수는 없다고 생각된다.

라. 기타 분석

평균 수탁고는 세 집단 모두 완만한 상승세를 나타내고 있다.

운용수수료 비율은 3개년 모두 수탁고 규모와 반비례 하는 모습을 보여주고 있는데 이는 매우 흥미로운 사실이다. 이에는 두 가지 설명이 가능하다. 첫 번째 이유는 전환 증권사 계열이 대부분 대규모 집단에 소속되는데 이들의 운용수수료 비율이 낮기 때문에 이러한 현상이 발생한

다는 것이다. 두 번째 이유는 규모가 큰 투신운용사일수록 상대적인 규모의 경제를 이용하여 운용수수료를 낮추는 영업 전략을 채택하고, 이러한 전략은 다시 수탁고를 높이는데 더욱 기여한다는 것이다. 수탁고 증대와 운용수수료 감축의 상호 작용은 무리한 제살까기 경쟁으로 이어질 가능성이 매우 높다.

판관비를 수탁고로 나눈 판관비 비율도 3개년 모두 수탁고 규모와 반비례 하는 모습을 보여주고 있다. 이는 앞에서의 규모의 경제 설명과 맥을 같이 하는 결과라고 할 수 있다.

영업수익 중 신탁업무가 차지하는 비중을 살펴보면, 일반적으로 수탁고 규모와 비례하는 모습을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 소규모 집단에 포함된 투신운용사들이 신탁 이외의 자문 및 일임 업무로도 영역을 확대하였기 때문으로 추정된다.

<표 IV-3> 수탁고 규모 집단별 재무 분석

	2002년			2001년			2000년		
	10조 이상	3~10조	3조 미만	10조 이상	3~10조	3조 미만	10조 이상	3~10조	3조 미만
1. 성장성									
자기자본 증가율(%)	9.73	18.61	6.59	20.40	12.32	0.87	12.88	16.70	4.41
영업수익 증가율(%)	7.28	7.94	6.04	7.28	3.44	14.80	-18.37	-39.35	-5.50
순이익 증가율(%)	-12.78	0.75	-4.58	134.12	29.00	32.97	n/a	n/a	11.97
2. 수익성									
자기자본 순이익률(%)	9.89	12.33	7.18	12.44	14.51	7.66	6.40	12.64	6.28
3. 안정성									
자기자본 비율(%)	93.23	89.61	94.15	90.08	79.93	88.64	88.44	79.76	92.34
4. 기타									
평균 수탁고 (10억원)	16,499	4,755	1,832	15,578	4,269	1,636	14,811	4,029	1,531
운용수수료/수탁고(%)	0.15	0.29	0.30	0.17	0.30	0.36	0.17	0.30	0.38
판매비/수탁고(%)	0.10	0.16	0.27	0.09	0.14	0.28	0.09	0.12	0.24
신탁업무/영업수익(%)	82.97	84.15	69.16	90.96	84.83	72.36	90.71	80.68	72.13

V. 자산운용 통합법과 변화의 방향

1. 자산운용 통합법의 의의
2. 자산운용업의 변화

V. 자산운용 통합법과 변화의 방향

국회를 통과하여 곧 시행될 예정인 자산운용 통합법(“간접투자자산운용법”)은 그동안 증권투자신탁업법, 증권투자회사법, 신탁업법, 보험업법, 증권거래법 등의 개별법으로 나뉘어져 있던 자산운용 관련 법규를 하나의 체계로 통합하게 된다. 이는 자산운용에 관한 기관별 규제 체계를 기능별 규제 체계로 전환하고, 규제의 형평성을 추구하며, 투자자 보호의 차원을 제고시킨다는 점에서 매우 중요한 의미를 가진다. 여기서는 자산운용 통합법의 시행과 함께 변화할 주요 내용들을 투자자 보호 및 규제 차원에서 언급하고자 한다.³⁷⁾

1. 자산운용 통합법의 의의

자산운용 통합법은 크게 세 가지 측면에서 의의를 가진다고 할 수 있다. 첫째, 기능별 규제로 전환하여 규제의 효율성과 형평성을 추구한다는 것이다. 그동안 우리의 자산운용에 관한 규제는 기관에 따라 여러 가지 법규로 나뉘어져 있었다.³⁸⁾ 유사한 업무에 대한 규제가 서로 다른 법령에 의해 규제되었기 때문에 규제의 형평성이 제기되기도 하였고, 새로운 영역의 금융업을 포용하기 어려운 경우가 많았다. 이에 새로운 통합법은 자산운용업이 규제의 효율성과 형평성을 추구하면서 기능별로 규제될 수 있는 체계를 마련하였다고 할 수 있다. 이러한 전환은 선진국의 추세와 맥을 같이 하면서 자산운용업이 금융 혁신에 잘 적응할 수

37) 자산운용업의 하부구조 차원에서의 변화에 대해서는 언급을 생략하기로 한다.

38) 투자신탁이 운용하는 수익증권은 증권투자신탁업법에, 자산운용사가 주로 운용하는 증권투자회사는 증권투자회사법에, 은행이 취급하는 은행신탁은 신탁업법에, 특별계정으로 보험회사가 취급하는 변액보험(변액연금과 변액종신보험)은 보험업법에, 투자자문사가 취급하는 자문 및 일임업은 증권거래법에 의해 규제되어 왔다.

있는 토대가 될 것으로 기대한다.³⁹⁾

둘째, 자산운용 통합법은 간접투자 상품의 다양성 추구하고 투자자 보호에 관한 내용을 대폭 삽입하여 자본시장 발전의 초석이 될 것이다. 이미 수익증권의 경우 증권투자신탁업법에 의한 엄격한 규제에 의해 투자자를 보호하고 있었지만, 법령의 실제 적용에 있어서는 미흡한 측면이 상당히 많았다. 또한 보험사 특별계정 및 은행신탁의 경우도 각 금융기관의 특성에 맞게 투자자 보호를 하고 있었지만 그 효과는 매우 약한 것이 사실이었다. 새로운 통합법은 이들을 하나의 틀 속에 묶어 투자자 보호를 위한 엄격한 규제 체계를 적용하였다. 이와 함께 다양한 간접투자 상품의 제공을 가능하게 하는 여러 가지 법규가 마련되었다. 예를 들어, 투자 대상의 확대나 펀드 유가증권 발행의 다양성 추구가 이에 해당한다. 따라서 새로운 통합법은 투자자가 안심하고 투자할 수 있는 분위기를 조성하여 자산운용업을 통한 산업 자본 형성을 손쉽게 할 것이고, 자본시장 발전의 밑거름이 될 것이다.

마지막으로, 자산운용업의 규제 정비는 고령 사회에 대비한 장기 투자 대안을 제공한다는 점에서 매우 의미 있다고 하겠다. 이미 우리나라는 노령 인구 비율이 7%를 넘어서는 노령화 사회가 되었고, 노령 인구

39) 미국의 경우에는 투자회사법(Investment Company Act)에 의해 자산운용 상품 전반을 규제하고, 투자자문법(Investment Advisory Act)에 의해 자산운용업자를 규제하는 통일된 규제 체계를 가지고 있었다. 그동안 여기에 포함되지 않으면서 애매한 위치에 있던 은행신탁 부문이 1999년 Gramm-Leach-Bliley Act에 의한 Glass-Steagall Act의 2개 조항 폐지로 인해 투자회사법의 규제를 받게 되면서 통합법 체계가 완성되었다고 할 수 있다. 영국은 이미 금융서비스시장법(Financial Services and Markets Act)이 대부분의 금융 행위를 규제하기 때문에 광범위한 통합법 체계가 이루어졌다. 영국에서 '투자신탁(Investment Trust)'이라고 불리는 회사형·폐쇄형 펀드는 일반 회사법에 의해 규제되기 때문에 통합법 체계의 한 예외라고도 할 수 있다. 일본의 경우에는 증권투자회사 제도를 도입하면서 기존의 수익증권 규제 법령을 포함하는 '증권투자신탁 및 증권투자회사에 관한 법률'을 제정하여 통합법 체계를 이루었다.

비율이 14%를 넘어서는 노령 사회로 나아가고 있다. 더욱 심각한 것은 우리나라가 OECD 국가 중에서도 가장 빠르게 노령 사회로 접근하고 있다는 것이다. 이러한 현상은 자연스럽게 연금 제도의 정비를 서두르게 하였다. 자본시장 측면에서 연금 제도의 정비는 연금 재원 투자를 위한 금융 상품의 마련에 핵심이 있다고 할 수 있다. 노령화 된 금융 선진국 예를 고려할 때 연금 재원 투자를 위해 가장 적합한 것은 자산운용업에서 제공하는 장기 펀드 상품이 될 것이다. 따라서 이번 자산운용 통합법의 제정을 통한 자산운용업의 제도 정비는 연금 제도 정착을 위한 초석이 될 것이다.

2. 자산운용업의 변화

가. 자산운용업 투자 대상의 확대

지금까지 수익증권의 투자 대상은 증권거래법이 정하는 유가증권 등에 머물러 있었다. 대출까지 포함하여 상대적으로 투자 대상이 자유로웠던 은행신탁이나 변액보험 등도 현실적으로 다양한 투자가 이루어지지 않는 못 하였다. 이러한 투자 대상의 제한은 금융기관의 금융 상품 판매에 한계를 주고, 새로운 금융 환경 변화에의 적응을 어렵게 하였다. 새로운 통합법에서는 부동산, 상품 등의 실물자산과 장외파생상품의 투자까지도 가능하게 하여 간접투자 상품의 다양성을 추구할 수 있도록 하였다.

이러한 다양성 추구하고 함께 실물자산의 가치 평가 문제와 장외파생상품의 투자 위험 등을 고려하여 몇 가지 안전장치도 마련하였다. 즉, 객관적인 가치 평가가 곤란한 실물자산을 투자 대상에 포함하는 경우에는 폐쇄형 펀드로 만들도록 하여 운용의 효율성과 투자자간의 형평성을 추구하였다. 장외파생상품에 의한 투자 위험 확대를 방지하기 위하여서는 정기적인 위험 공시 등을 강화하여 위험 관리를 크게 제고하도록 하

였다. 투자 대상의 확대는 초창기에 다소간의 혼란을 불러올 수도 있겠지만 장기적 관점에서 다양한 금융 상품 제공에 도움이 될 것으로 생각된다.

나. 엄격한 펀드 지배구조의 확립

수익증권, 증권투자회사, 은행신탁, 변액보험 등은 그동안 나름대로의 지배구조를 유지하여 왔지만, 많은 문제점을 보여 주었다. 그러한 문제의 발원은 엄격한 규제 적용이 미흡하였다는 것이 가장 큰 원인이었겠지만, 제도적 차원에서도 허점이 있었음을 부인할 수 없다. 예를 들어, 수익증권 지배구조의 핵심인 수탁회사와 증권투자회사 지배구조의 핵심인 감독이사의 역할 미비, 운용과 수탁을 같은 기관에서 수행하던 은행신탁, 뚜렷한 지배구조가 빈약했던 보험사의 특별계정 등이다.

새 통합법에서는 수익증권과 증권투자회사의 지배구조를 수탁회사로 통일하여 수탁회사의 권한과 책임을 크게 강화시켰다.⁴⁰⁾ 커다란 역할을 하지 못했던 수탁회사는 이제부터 펀드 감시 기능에 상당한 노력을 기울여야 한다. 그렇지 못할 경우 그에 상응하는 처벌을 받게 될 것이다. 한편, 은행의 불특정금전신탁과 보험사의 변액보험은 운용과 수탁을 확실히 분리하도록 하여 그동안의 제도적 허점을 보완하도록 하였다. 이는 불특정금전신탁과 변액보험의 투자자 보호를 한 단계 끌어 올리는 매우 긍정적인 효과가 있을 것으로 본다.

40) 미국의 뮤추얼 펀드를 모델로 하여 만든 증권투자회사 지배구조의 핵심에 수탁회사를 두는 것의 효용성에 대해서는 아직 판단하기 어렵다. 하지만 증권투자회사의 가장 큰 특징인 감독이사 중심의 지배구조가 무너지는 경우 투자자 입장에서 증권투자회사의 효용성을 인식하기는 매우 어려울 수 있다. 운용사 입장에서도 설립과 운용이 까다로운 증권투자회사의 설립을 꺼리게 될 가능성도 매우 크다. 이런 이유에 의해 장기적으로 뮤추얼 펀드가 점차 줄어든다면 우리 펀드 시장은 수익증권 중심으로 운영될 가능성이 높다.

다. 자산운용업의 확대 및 경쟁의 강화

새로운 통합법은 자산운용업의 범주에 은행신탁, 변액보험뿐만 아니라 투자 자문 및 일임업을 포함하게 되어 있다. 2003년 9월 19일 현재 자산운용업에 포함되는 수익증권과 증권투자회사의 규모는 약 164조원(계약형 154조원, 회사형 10조원)에 이르고 있다. 여기에 다른 자산이 포함되면 자산운용업의 규모는 비약적으로 확대될 것이다. 현재의 164조원 규모에 은행의 불특정금전신탁 약 70조원을 합산하면 자산운용업 규모는 234조원 규모로 확대될 것이다.⁴¹⁾ 또 투자 자문업 규모 약 37조원(자문업 약 21조원과 일임업 약 16조원)까지 합산되면 자산운용업은 총 271조원 규모를 넘어설 것이다.

이러한 규모 확대 자체가 큰 의미를 가진다고 할 수는 없지만, 경쟁의 확대라는 측면에서 자산운용업의 확대는 시장에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이제부터 수익증권, 증권투자회사, 불특정금전신탁, 변액보험, 투자 자문업, 투자 일임업이 같은 자산운용업의 범주에서 경쟁을 하게 될 것이다. 물론 각 상품들은 각자의 특성을 가지고 시장(투자자) 분할이 되는 부분도 있겠지만, 많은 투자자들이 안정적 고수익만을 추구하는 경우가 많기 때문에 상당한 경쟁이 발생할 수 있다는 것이다. 특히, 수익증권과 불특정금전신탁 및 투자 일임업간의 수익률 경쟁이 심해질 것으로 예상된다.

라. 판매 제도의 변화

판매 제도에 있어서도 세 가지 측면에서의 변화가 예상된다. 먼저, 자산운용회사의 직접 판매가 점진적으로 허용된다는 것이다. 처음에는

41) 보험회사의 변액보험 준비금은 2,779억원(변액종신보험 1,226억원, 변액연금 1,553억원)에 불과하여 합산에서 제외하였다.

제한적 판매로 시작되지만 직접 판매가 허용된다는 것은 판매 조직이 약한 외국계 및 중소형 운용사에게는 장기적으로 희망적일 수 있다. 투자자 입장에서든 저렴한 비용으로 펀드 투자를 가능하게 할 것이다. 결국 판매회사를 통한 판매는 선진국에서와 같이 위험 및 투자에 대한 자세한 설명을 함께 하는 형태가 주종을 이룰 것으로 보인다.

둘째, 판매회사들은 펀드 판매에 더욱 신중을 기하게 될 것이다. 판매회사는 스스로 「판매 행위 준칙」을 만들어 금감위에 보고하고 이에 따라 판매를 하여야 한다. 판매 행위 준칙은 다음과 같은 사항을 금지하는 내용이 포함되어야 한다: ① 투자 원금의 보장 등 수익을 보장하는 권유 행위; ② 투자자로부터 판매에 따른 대가를 수수하는 행위; ③ 판매 업무와 관련하여 취득한 정보를 자신 또는 제3자의 이익을 위하여 이용하는 행위; ④ 허위 표시 또는 중요한 사항에 대하여 오해를 유발할 수 있는 표시 행위. 또한 판매회사는 간접투자 재산에 대한 회계감사인의 감사의견이 부적정 또는 의견 거절인 경우 그 사유가 해소될 때까지 당해 간접투자 증권을 판매할 수 없게 되었다.

마지막으로 개방형 구조(open architecture)의 확산이 진전될 것이다. 펀드의 직접 판매가 허용되고 모든 금융상품 판매의 다양화가 진행된다면, 펀드 판매도 다양한 금융기관으로 확산될 것이다. 이는 결국 펀드의 판매가 운용 및 조성과는 관계없이 이루어질 수 있음을 의미한다. 즉, 금융 업무의 영역을 넘어서 펀드가 판매될 것인데, 이를 펀드 판매의 개방형 구조라고 한다.

개방형 구조는 펀드 광고의 촉진과 함께 계정 통합(account aggregation)에 대한 수요를 증대시킬 것이다.⁴²⁾ 계정 통합이란 어떤 투자자의 투자 또는 저축이 여러 금융기관에 분산되어 있을 경우 이를 통

42) 펀드의 판매가 한 채널에 집중될 때에는 광고의 효과가 커지기 어렵지만 여러 채널로 확산될 경우에는 광고의 효과가 매우 커질 수 있다.

합하여 보여주는 것이다. 이는 투자자의 투자 전략 수립과 평가를 손쉽게 하고, 현재의 계정 잔액을 하나의 스크린에서 확인할 수 있게 해 줄 수 있다.⁴³⁾ 이의 기술적 방법에는 스크린 긁어오기(screen scraping) 방식과 직접 가져오기(direct feed) 방식이 있는데, 모두 고객의 동의를 전제 조건으로 한다.⁴⁴⁾ 결국 계정 통합은 투자자의 편리성을 크게 증대시켜 투자의 효율성을 제고할 것이다. 궁극적으로는 계정 통합의 서비스를 제공하지 않는 판매 채널은 경쟁력 약화로 이어질 가능성이 매우 높다.

마. 간접투자 상품의 다양화와 펀드 대형화

그동안 펀드 산업은 투자 대상의 제약, 펀드 유가증권 발행의 제약, 수수료 체계의 제약으로 인하여 다양한 상품이 만들어질 수 없었다.

먼저 투자 대상에 대한 제약이 사라지면 다양한 투자 대상에 투자하는 펀드 상품의 개발이 가능하다. 부동산 등 실물자산과 유가증권의 투자가 결합되거나 파생상품에 치중하는 펀드가 개발될 수 있다. 이제까지 제한되어 왔던 선물 펀드(managed futures)의 출시 등 금융공학을 이용한 다양한 펀드가 제공될 수 있을 것이다.

한편, 펀드를 위해 발행되는 유가증권에 대한 제약이 완화되면 투자자 요구에 부응하는 간접투자 상품을 제공할 수 있다. 수수료 부과 체계 등을 달리 하는 종류형 간접투자기구(multiple class fund), 펀드간 전환

43) 계정 통합은 이미 인터넷 업체에 의해 이루어지고 있다. 개인이 자신의 인적 정보를 제공하면 대상 금융기관에 대한 개인의 금융 현황이 하나의 스크린에 집계된다.

44) 스크린 긁어오기는 고객의 웹 기반 계정에 봇(bot)을 보내어 고객 정보를 가져오는 방식으로 성가시다는 단점이 있는 반면, 직접 가져오기는 해당 금융기관의 도움을 받아 고객 정보를 직접 전달받는 것으로 자료 처리가 빠르다는 장점이 있다. 이 부문에 있어서 기술의 지배적 제공자인 Yodlee (미국 캘리포니아 소재)는 직접 가져오기 방식 ⅓과 스크린 긁어오기 방식 ⅔를 사용하고 있다.

이 용이한 전환형 간접투자기구, 모자형 간접투자기구(master-feeder fund) 등이 법에 명시될 것이다. 모자형은 기존 법에 있던 모호한 개념을 명확하게 재표현한 것이고, 전환형은 기존에 발행되었던 엠브렐러 펀드와 유사한 개념이다. 전환형은 영국식 개념에 의하면 엠브렐러 펀드로 인식될 수 있지만, 미국식 개념에 의하면 시리즈 펀드와 펀드 패밀리 중 어떤 것인지 모호한 측면도 있다. 단순히 전환이 자유로운 것이라면 펀드 패밀리에 속하고, 하나의 유가증권신고서에 의해 여러 개의 펀드가 발행되고 전환이 자유스러운 것이라면 시리즈 펀드의 개념이라고 할 수 있다.⁴⁵⁾ 시리즈 펀드는 종류형 펀드와는 달리 여러 개의 다른 펀드가 하나의 유가증권신고서에 의해 발행된다는 것이 특징이다. 종류형은 하나의 펀드에 대해 보수나 수수료 체계를 달리 하면서 여러 개의 간접투자 유가증권을 발행하는 간접투자기구로, 이는 수수료 체계 다양화와 함께 고객이 원하는 간접투자 상품 개발에 중요한 역할을 하리라고 본다.⁴⁶⁾

45) 미국에서는 한 자산운용사가 운용하는 모든 펀드 집합을 펀드 콤플렉스(fund complex) 또는 펀드 패밀리(fund family)라고 하는데, 이는 법적 용어는 아니고 실무적 통칭이라고 할 수 있다. 대개 같은 펀드 패밀리에서는 저렴한 수수료나 아무런 비용 없이 펀드간 전환이 가능하다. 반면 시리즈 펀드는 1940년 투자회사법상의 법적 용어다.

46) 미국의 경우 종류형 펀드는 대개 Class A, Class B, Class C로 나뉘어 발행되는데, 이의 분류 기준은 판매수수료와 보수 체계에 따른다. (운용 보수는 모든 클래스에 같이 적용된다.) 하지만 클래스가 A, B, C만 있는 것은 아니다. A, B, ..., Z, 또는 1, 2, 3, ... 등 다양한 분류 체계를 사용할 수도 있다. Class A는 높은 선취 판매수수료(front-end sales load)와 매년 약간의 12b-1 보수가 부과된다. Class B는 선취 판매수수료가 없고 12b-1 보수가 높으며 정해진 기간 동안 환매할 경우 이연 판매수수료(back-end sales load 또는 contingent deferred sales charge: CDSC)가 부과된다. 마지막으로 Class C는 선취 판매수수료는 없고 12b-1 보수는 중간 정도지만 Class B에 비해 이연 판매수수료가 높다. 투자자는 자신의 뮤추얼 펀드 보유 기간에 따라 클래스를 선택하여야 한다. 미국의 뮤추얼 펀드 평균 보유 기간이 8년이라고 가정할 경우 투자자 입장에서 Class B가 가장 비용이 많이 소요되는 클래스라고 할 수 있다. 최근에 SEC는 뮤추얼 펀드 판매회사가 투자자에게 Class B 위주로 매입 권유를 했다

이 경우 중요한 것은 금융감독 당국의 실무에 대한 이해가 전제 조건이 된다는 것이다. 당국이 금융공학 실무를 충분히 이해하고 상품의 인가와 적절한 감독을 하는 경우에만 투자자 보호가 이루어질 수 있기 때문이다.

한편, 종류형과 모자형이 확대된다면 펀드 대형화에 크게 기여할 수 있다.⁴⁷⁾ 하나의 펀드 포트폴리오를 만들고, 이를 이용하여 투자자의 요구에 따라 다양한 펀드 유가증권을 발행한다면 자연스럽게 해당 펀드의 대형화가 가능하기 때문이다. 예를 들어, 상대적으로 작은 규모의 투자 의사가 있는 기관이 단독 펀드를 원할 경우 모자형의 자펀드를 만들면 모펀드는 더욱 대형화 될 수 있다.⁴⁸⁾ 향후 기대되어지는 확정기여형 기업연금의 투자를 위해서는 수수료 체계가 기존 펀드와 다른 종류형 펀드를 만드는 것도 펀드 대형화에 기여할 수 있다. 한편 전환형의 확산도 투자 의사결정의 자유도를 증가시켜 펀드 투자를 증가시킬 수 있다는 점에서 간접적으로 펀드 대형화에 기여할 수 있으리라고 본다.

한편, 펀드 통폐합의 법적 근거 마련은 이제까지 언급한 다양한 펀드 유가증권 발행과 함께 펀드 대형화에 직접적인 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다.

고 하여 이를 부당 행위로 간주하고 벌금을 부과하기도 하였다.

47) 미국에서는 현재 하나의 목적을 가지고 하나의 펀드가 발행되는 경우는 매우 드물다. 대개 종류형, 시리즈, 모자형 펀드의 개념을 이용하여 발행되며, 같은 자문사가 운용하는 펀드는 펀드 패밀리 개념으로 전환이 자유로운 경우가 대부분이다.

48) 이러한 시도는 회계 처리의 편리성 등 기관의 순수한 의도에 의한 경우에 해당하고, 수익률 맞춰주기 등 불공정한 의도가 있을 경우에는 해당하지 않는다.

바. 환매 제도의 개선

환매가 연기되는 경우 현행법에 의하면 환매 연기 통지만을 하면 되고, 연기 요건 및 그 이후의 절차 등에 대해서는 명확히 규정된 것이 없어서 투자자와의 분쟁 소지가 많다. 이러한 분쟁의 소지를 없애고자 통합법에서는 환매 연기의 주체, 수익자 통지 사항 및 연기 조치의 진행 상황 등을 인터넷 등을 통하여 수시로 공시하도록 하여 투자자를 보호하도록 하였다.

또한 신탁재산 일부에서만 부실이 발생할 경우 전체 자산에 대한 환매 연기를 하지 않기 위하여 부분 환매 제도도 도입하였다.

사. 사모 펀드의 운용 규제 완화

사모 펀드에 대해서는 투자자 보호의 필요성이 덜 필요하다는 전제에 따라 상당한 규제를 폐지하였다. 즉, 사모 펀드에는 운용상의 제한 완전 배제, 약관 제정시 금감원 사후 보고 허용, 투자설명서 제공 의무 배제, 공시의 적용 배제 등이 구체적 내용이다. 이러한 조치는 자본시장에 대해 양면성을 가질 수 있다. 기관 등이 사모 펀드 투자를 통해 자본시장에 기여할 수 있다는 긍정적 측면과, 공모 펀드에 투자하는 개인투자자의 상대적 피해 가능성 및 사모 펀드를 통한 보이지 않는 기업 지배라는 부정적 측면이 그것이다. 이에 대해서는 금융감독 당국의 계속되는 주의 관찰이 요구된다고 하겠다.

아. 불공정 펀드 운용의 방지: 사전적 자산 할당

신뢰를 바탕으로 성립하는 신탁의 관계에서 운용사들이 펀드의 수익률을 불공정하게 조작한다는 것은 매우 위험한 일이다. 하지만 과거에 운용사들은 법적 근거 미비를 이용하여 펀드별로 수익률을 불공정하게 조작할 수 있는 수단을 가지고 있었다. 그 중의 하나가 주문이 체결된 물량을 임의적으로 분배하는 임의 할당(cherry picking)이라고 할 수 있다. 임의 할당은 주식의 체결 물량을 펀드별로 배정할 때 흔히 발생할 수 있지만, 채권 물량의 배정에서도 나타날 수 있다. 더 나아가 선물이나 옵션의 체결 물량 배정에 임의 할당을 사용한다면 펀드간 불공정한 부의 이전이 얼마든지 가능하다.

미국 등에서는 사전에 정해진 원칙에 의해 주문 체결 물량을 펀드별로 배정하도록 규제되었지만, 우리나라에서는 이에 대해 엄격한 규제가 존재하지 않았다. 단지 운용사의 수익자 보호 의무와 수탁회사의 수탁 의무만이 이를 방지할 수 있는 규제라고 할 수 있었다. 하지만 통합법에서는 사전적 자산 배분을 의무화 하여 자산의 임의 할당을 방지하도록 하였다. 이는 투자자의 재산 보호에 크게 기여할 것이다.

VI. 자산운용업의 당면 과제와 개선 방안

1. 구조적 과제
2. 제도적 과제

VI. 자산운용업의 당면 과제와 개선 방안

우리나라의 자산운용업은 여러 가지 어려움에 봉착해 있다. 여기서는 이를 구조적 과제, 제도적 과제로 나누어 언급하고, 개선 방안을 제시하고자 한다.

1. 구조적 과제

가. 투자신탁 수익자 구조의 왜곡

1) 현황 및 문제점

이미 제Ⅱ장에서 살펴본 바와 같이 우리나라 펀드의 수익자 구조는 지나치게 기관 위주로 편성되어 있어서 펀드 산업의 선진국인 미국 및 영국과는 크게 다르고, 비슷한 제도를 가지고 있는 일본과도 차이가 난다. 이러한 우리의 수익자 구조는 여러 가지 문제점을 가지는데, 여기서는 펀드 산업 존재의 의미를 되새기면서 투자자 입장에서 어떠한 문제점이 있는가를 살펴보고자 한다.

공공적으로 운용되는 펀드는 분산 투자, 전문적 운용, 규모의 경제라는 세 가지의 대표적인 장점을 가지고 있다. 금융기관은 충분한 자금을 가지고 스스로 분산 투자를 통한 전문적 운용을 할 수 있기 때문에, 펀드의 장점이 가장 잘 적용될 수 있는 집단은 개인이 될 수밖에 없다. 뮤추얼 펀드 선진국인 미국과 영국의 수익자 구조가 개인 중심으로 이루어져 있는 것도 이와 같은 이유 때문이다. 따라서 펀드의 수익자 구조는 개인 중심으로 구성되는 것이 바람직하다.

수익자 구조가 개인을 외면하고 기관 (예를 들어, 금융기관이나 대규

모 일반법인) 위주로 구성될 경우에는 다음과 같은 폐해가 발생할 수 있다. 첫째, 금융기관 및 일반법인 중심의 수익자 구조는 주식 및 채권시장의 상황에 민감한 수탁고 구조를 만들어 펀드 시장의 안정성을 유지하기 어렵다. 그들은 증권시장의 많은 정보를 가지고 있고 이에 민감한 특성을 가지고 있기 때문에, 자신들의 유동성 상황과 정보에 따라 대량 매입과 환매를 할 수 있다. 펀드가 대량 매입되는 경우 운용 자산의 신속한 매입이 어려워지고, 대량 환매가 발생하면 펀드 자산을 신속히 매도할 수 없기 때문에 환매 중지나 자금 유동성 위기가 나타날 수 있다. 결국 대량 매입과 환매를 두려워하게 되면 펀드 운용에 제약을 받아 펀드의 성과가 올바르게 나타나기 어렵고, 이로 말미암아 개인투자자들은 잠재적인 손실을 볼 수 있다.⁴⁹⁾ 둘째, 상대적으로 비용이 적게 들고 고액을 유지하기 쉬운 기관 대상의 영업은 불공정 거래 행위를 조장할 수 있다. 흔히 발생하는 문제는 수익률 맞춰주기, 불공정한 채권의 편출입, 유가증권 매입 및 매도의 임의 할당 등이다.⁵⁰⁾ 결과적으로, 수익자 구조

49) 이러한 현상은 주식형에서는 덜 하지만, 채권형이나 MMF에서는 매우 심각한 문제가 될 수 있다. 최근에 발생하였던 MMF 환매 사태는 이를 보여주는 매우 좋은 예라고 할 수 있다. SK 글로벌 사건이 발생하자 기관들은 경쟁적으로 MMF를 환매하여 자금을 회수하려 하였다. 투신운용사들은 환매 자금을 마련하기 위해 MMF에서 가장 큰 비중을 차지하고 있던 카드채 매도에 나서게 되었다. 채권시장에 카드채 매입은 없고 카드채 매도가 쌓이면서 카드회사의 부실율이 부각되자 카드채는 전혀 거래되지 않았고, 채권시장은 마비되기 시작하였다. 결국 투신운용사들과 판매회사들은 환매 연기 또는 중지를 선언하게 되었다. 이 과정에서 기관 고객을 확보하고 있던 일부 판매사 직원들은 이들의 이익을 보호하기 위하여 신속하게 환매를 처리하여 주기도 하였다. 환매 신청이 늦었던 개인투자자들은 자금 회수도 못하고 기준가격 하락에 의한 손실도 감수하게 되었다.

50) 유가증권 매입의 임의 할당은 'cherry picking'이라고 불리는 행위로, 당일에 수익이 발생한 유가증권은 수익률을 높여주는 펀드에 할당하고, 당일에 손실이 발생한 유가증권은 다른 펀드에 배분하는 것을 말한다. 임의 할당의 전형적인 예는 주식의 경우라고 할 수 있지만, 파생상품에서는 더욱 심각한 불공정 행위를 발생시킬 수 있다. 채권의 경우에는 일정한 기간을 두고 임의 할당

상 기관 및 일반법인이 주류를 이룬다는 것은 개인으로부터 펀드 산업이 신뢰성을 상실하였다는 것이다. 개인으로부터의 신뢰성 상실은 펀드 산업의 황폐화를 의미한다. 즉, 펀드 구조를 이용한 기관간의 불공정한 경쟁이 펀드 산업의 기반을 무너뜨릴 수 있다는 것이다.

금융에 대해 전문적인 지식이 있다고 전제되는 금융기관이 우리나라 전체 수탁고의 44%를 차지한다는 것은 이들이 펀드 산업을 이용하고 있다는 명백한 증거라고 할 수 있다.⁵¹⁾ 이들은 자금 운용의 수단으로 투자신탁의 수익증권을 이용하면서 자신들의 여러 가지 목적을 달성하고 있다. 여러 가지 목적에는 다음과 같은 사항들이 포함될 수 있다: ① 유가증권 보유에 의한 유동성 제약 위험 회피; ② 시중 금리보다 높은 목표 수익률 달성; ③ 일시적 자금 파킹; ④ 자금 운용 담당자의 책임 전가; ⑤ 증권거래세 면제;⁵²⁾ ⑥ 회계 처리의 목적; ⑦ 펀드 운용의 간섭;⁵³⁾ ⑧ 자금의 규모 부족.⁵⁴⁾⁵⁵⁾

을 할 수 있는데, 채권의 거래 규모가 크기 때문에 임의 할당에 의한 불공정 거래액도 커질 수 있다. 유가증권 매도의 경우에도 임의 할당은 발생할 수 있다.

- 51) 이러한 투자자를 'sophisticated investors'라는 용어로 표현하는데, 이들은 흔히 기관투자자와 혼용되기도 한다. 하지만 엄격한 의미에서 이들을 모두 기관투자자로 정의할 수는 없다.
- 52) 조세특례제한법 제117조 제1항 제4호와 제10호에 의해 증권투자신탁과 증권투자회사는 거래소나 코스닥에서 증권거래세가 면제된다.
- 53) 사모 펀드의 경우에는 포트폴리오 운용 등에 투자자가 간섭하는 경우가 많다. 그럴 경우, 계열사 주식이나 채권의 매입을 강요한다면 기업지배구조상의 문제점이 발생할 수 있다.
- 54) 자금의 규모가 부족할 경우에는 채권형으로 일임 운용이 거의 불가능하다. 이를 해결하기 위하여 펀드의 형태를 선택하면 합동 운용이 가능하다는 이점이 있다. 즉, 공모든 사모든 상관없이 상대적으로 적은 금액으로 분산 투자가 가능하기 때문에 일임 운용보다는 펀드를 선택할 수 있다.
- 55) 이러한 목적 이외에도 판매수수료 절약이나 환매수수료 펀드 전입시의 효과 등이 있다. 즉, 단독 사모 펀드를 만들어 판매수수료를 크게 줄일 수 있고, 환

이 중 처음 세 가지 이유는 개인투자자와 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 매우 높은 사항이다. 먼저, 유가증권 보유에 의한 유동성 제약 위험 회피는 스스로 유가증권에 투자할 경우 유가증권 매도의 어려움으로 자금 유동성에 문제가 발생할 수 있기 때문에, 수익증권을 매입하여 공정 가치로 평가 받고 환매 받는 편이 유리하다는 것이다. 만약 유가증권 매도가 어려워지면, 당해 유가증권을 개인투자자가 많이 포함되어 있는 펀드에 편입시켜 개인투자자 펀드의 운용에 방해가 될 수도 있고 수익률 감소를 초래할 수도 있다. 매도가 심하게 어려울 경우에는 최근의 카드채 사건처럼 큰 문제가 될 수도 있다.

둘째, 시중 금리보다 높은 수익률 달성은 채권형 펀드나 MMF에 시중 금리보다 높은 금리를 약속 받으면서 가입하는 경우를 말한다. 이러한 행위는 단독(사모 또는 공모) 펀드나 소수의 투자자가 포함된 공모 펀드의 일시적 수익률 제고 등에 의해 이루어질 수 있는데, 이럴 경우 개인투자자의 상대적인 피해가 있을 수밖에 없다.

셋째, 일시적 자금 파킹도 단기적으로 운용되는 채권형 펀드나 MMF에서 발생하는데, 금융기관의 환매 이후에 그 여파가 개인투자자의 손실로 이어질 가능성이 높다. 최근 경험하였던 MMF의 극심한 수탁고 변화도 위와 같은 세 가지 목적이 주요 원인이었다고 할 수 있다.

이상에서 본 바와 같이 우리나라의 수익자 구조는 시간이 갈수록 왜곡되어지고 있는 상황이다. 이러한 상황은 상대적으로 적은 비용으로 규모가 큰 자금을 유치하려는 운용사와 판매회사의 의도와 기관들의 투자 목적이 부합한 결과라고 할 수 있다. 우리 펀드 산업의 이러한 특수성과

매수수료는 전혀 없게 할 수 있다. 공모 펀드를 매입하였다가 환매수수료를 부과 받게 되면 환매수수료가 다른 투자자의 이익으로 돌아가지만, 단독 사모 펀드인 경우에는 그렇지 않다. 예를 들어 500억원을 펀드에 투자한 후 유동성 사정 때문에 환매하는 경우 공모 펀드에서는 환매수수료를 부과 받지 않지만, 사모인 경우에는 그렇지 않다.

역사성을 감안할 때 현실적으로 수익자 구조의 왜곡을 무조건 질타하거나 규제하기 매우 어려운 상황이다.

2) 개선 방안

현재 상태에서 수익자 구조의 왜곡을 바로잡는 것은 개인의 비중을 높이고 기관의 비중을 낮추는 것이다. 하지만 운용사와 판매사의 현행 수익 구조를 감안할 때 무리하게 수익자 구조를 역전시키기는 매우 어려운 상황이다. 따라서 단기적으로는 수익자 구조의 왜곡에 의해 개인 수익자에게 피해가 전가되지 않도록 하고, 중장기적으로 개인의 비중을 높이는 것이 바람직하다고 본다.

먼저, 금융기관이나 대형 일반법인의 자금은 사모 펀드로 유도하여 개인이 주로 투자하는 공모 펀드와의 관련성을 제거하는 것이 가장 시급하다고 할 수 있다.⁵⁶⁾ 사모 수익증권의 규모는 계속 증가하기 시작하여 현재 공모 펀드의 수준을 위협하고 있다. 사모에 가까운 공모 단독 펀드를 사모로 간주할 때 실질적인 사모의 규모는 공모보다 훨씬 커질 것으로 생각된다. 현실적으로 볼 때 사모 펀드의 존재에 대해 이의를 제기하기는 매우 어렵게 되었다고 하겠다. 따라서 이제는 사모 펀드에 의한 공모 펀드의 피해를 최소화 하는 것이 요구된다. 이의 대안으로 펀드 규모에 상관없이 공모와 사모를 엄격히 구별하여 운용하되, 양자간의 신탁재산 운용도 엄격하게 구별하는 것이 제시될 수 있다. 예를 들어, 주식, 채권 및 파생상품 등의 주문이 엄격하게 구분되어야 하고, 채권 등의 편출입에는 확실한 제약을 두어야 한다. 물론 현행 감독규정에도 사

56) 투자자 보호를 위한 규제의 체계에는 공모 펀드만 포함되는 것이 일반적이라고 할 수 있다. 뮤추얼 펀드 선진국인 미국과 영국의 경우에도 공모 펀드만 법령의 규제에 포함되어 투자자 보호가 이루어지고 있으며, 사모 펀드는 대개 헤지 펀드의 형태로 운용되고 있다. 하지만 일본과 우리나라에서는 사모 펀드가 규제 체계에 포함되어 있는 것이 현실이다.

모와 공모의 펀드매니저 및 운용의 분리에 대한 사항이 있지만, 이의 준수가 더욱 엄격하게 이루어져야 한다는 것이다. 지금까지의 불공정 거래를 고려할 때 이러한 제약은 개인 수익자 보호를 위한 필요조건이라고 할 수 있다. 이러한 구분은 단기적으로 개인 수익자 보호에 크게 도움이 될 것이다.⁵⁷⁾

중장기적으로는 사모 펀드를 투자 목적에 따라 자문형 운용과 사모 펀드로 구분하여야 한다. 즉, 자금의 규모도 크면서 한 기관만을 위해서 운용되는 사모 펀드는 자문형으로 전환하여 규제 비용을 축소하고, 운용의 유연성도 제고시키는 노력을 하여야 한다. 하지만 자금의 규모가 상대적으로 작거나 회계 및 운용 효율성 등의 측면에서 펀드 투자를 원할 경우에는 소수의 수익자로 구성되는 사모 펀드나 공모 펀드의 자펀드로 만드는 것이 적절하다고 할 수 있다. 앞에서 제시되었던 이유 중에서 자금 운용 담당자의 책임 전가, 증권거래세 회피, 회계 처리의 목적 등의 경우에는, 일정 규모 이상의 자금에 대해 펀드나 자문형 운용이 모두 동일한 효과를 가지면 된다. 이렇게 함으로써 공모 형태를 가지는 사모 펀드를 자문형이나 사모로 전환하는 것이 바람직하다.

한편, 새로운 자산운용 통합법의 규제 아래서는 자문형 운용도 자산운용업의 범주에 포함되므로, 자산운용 산업 규모의 통계 처리시에 공모, 사모, 자문형 규모를 구별하여 작성하는 것이 올바른 정보의 제공이나 국제 정합성 측면에서 바람직하다.

57) 중장기적으로 펀드 규모가 대형화 되면 동일 채권이 사모와 공모 펀드에 분리되어 편입되는 것도 방지하는 것이 바람직하다. 즉, 하나의 펀드가 다른 펀드와 독립적으로 운용되어야 한다.

나. 펀드의 규모

1) 현황 및 문제점

투신운용사들은 그동안 고객의 요구에 따라 수없이 많은 펀드를 설정하였다. 이 결과로 우리나라의 평균 펀드 규모는 매우 작은 수준이 되었으며, 이에 대해서는 이미 II장에서 언급한 바 있다. 이를 좀 더 자세히 살펴보기 위하여 2002년 3월말 현재 ICI에 의해 조사된 전세계 뮤추얼 펀드의 규모와 현황을 <표 VI-1>에 정리하였다. 이에 의하면 2002년 3월말 현재 우리나라의 전체 수탁고는 세계 13위권이지만 펀드 수가 미국 다음으로 많은 7,058개로 지나치게 많은 실정이다. 결과적으로 평균 펀드 규모는 현재 \$1,830만(약 220억원)에 불과하다. 이는 미국의 \$8억 4,260만(약 1조원)에 비하면 약 2.2%에 불과한 수준이며, 비교 대상 34개국 중에서는 29위에 해당한다. 우리보다 평균 펀드 규모가 작은 경우는 뉴질랜드, 아르헨티나, 러시아, 필리핀, 루마니아 등 5개국으로 모두 펀드 시장의 존재 의미가 미미한 나라들이다. 따라서 실질적으로는 우리나라의 평균 펀드 규모가 전세계에서 가장 작은 수준이라고 하여도 무리가 없다. 우리의 수탁고에서 미국 정도의 평균 펀드 규모를 가지려면 펀드 수는 150~160개이어야 한다. 전세계 수탁고를 펀드 수로 나눈 \$2억 2,170억(약 2,660억원)을 적정 펀드 규모라고 하여도 우리나라의 적정 펀드 수는 583개여야 한다. 2002년 3월말 현재의 펀드 수 7,058개는 전세계 기준 적정 펀드 수의 12배를 넘고 있다.

펀드 규모의 소형화는 다음과 같은 문제점을 동반할 수밖에 없다. 첫째, 펀드 투자의 장점을 전혀 살리지 못한다. 채권의 경우 표준 거래 단위는 50억~100억인데, 우리의 평균 펀드 규모 220억원으로는 기껏해야 5개 정도만을 포트폴리오에 독립적으로 포함시킬 수 있다. 채권형 펀드가 5개 정도의 채권으로 독립적인 포트폴리오를 구성하면 분산 투자라는

펀드의 장점에도 부합하지 않고 법적 규제에도 어긋나게 된다. 이를 해결하기 위하여 실무에서는 채권 한 종목을 여러 펀드가 연합해서 매입하는 방식을 취하게 되는데, 이로 인하여 채권의 자유로운 매매가 어렵게 되고 전문적 운용의 효율성은 크게 떨어질 수밖에 없다. MMF의 경우에는 판매 및 환매가 상대적으로 자유롭기 때문에 이러한 문제가 더욱 심각해질 수 있다.⁵⁸⁾ 주식형의 경우에도 충분한 분산 투자가 어렵게 되고 개별 종목의 규모가 작아지면서 매매가 잦아질 수 있다. 잦은 매매는 펀드의 수익률을 크게 감소시키게 된다.

<표 VI-1> 전세계 뮤추얼 펀드 규모 현황

(2002년 3월 말 현재)

순위	국가	수탁고 (\$백만)	펀드 수 (개)	평균 규모 (\$백만)
1	미국	7,062,027	8,381	842.6
2	룩셈부르크	773,732	6,766	114.4
3	프랑스	734,823	7,682	95.7
4	이탈리아	352,135	1,060	332.2
5	영국	346,494	1,844	187.9
6	일본	310,808	2,805	110.8
7	캐나다	279,643	1,853	150.9
8	독일	212,887	1,072	198.6
9	아일랜드	209,222	1,650	126.8
10	홍콩	188,710	960	196.6
11	스페인	157,145	2,480	63.4
12	브라질	155,506	2,551	61.0
13	한국	129,250	7,058	18.3
14	스위스	77,015	456	168.9
15	벨기에	68,961	1,067	64.6
16	스웨덴	66,461	541	122.8
17	오스트리아	56,197	784	71.7

자료: ICI (www.ici.org)

58) MMF의 경우 펀드 소형화는 매우 심각한 문제를 야기시킬 수 있기 때문에, 대개 MMF는 규모가 상대적으로 가장 크게 만들어진다.

<앞장에서 계속>

(2002년 3월 말 현재)

순위	국가	수탁고 (\$백만)	펀드 수 (개)	평균 규모 (\$백만)
18	태국	55,399	313	177.0
19	덴마크	35,660	459	77.7
20	멕시코	35,217	355	99.2
21	그리스	20,819	266	78.3
22	포르투갈	16,773	199	84.3
23	남아프리카공화국	15,550	434	35.8
24	노르웨이	15,191	409	37.1
25	핀란드	13,830	280	49.4
26	뉴질랜드	7,206	589	12.2
27	칠레	5,483	174	31.5
28	폴란드	3,213	93	34.5
29	헝가리	2,934	91	32.2
30	체코공화국	2,177	77	28.3
31	아르헨티나	1,365	216	6.3
32	러시아	374	51	7.3
33	필리핀	280	20	14.0
34	루마니아	17	22	0.8
	합계	11,762,325	53,058	221.7

자료: ICI (www.ici.org)

둘째, 펀드간 불공정 거래의 가능성을 높일 수 있다. 펀드의 규모가 작아지게 되면 특정 펀드의 수익률을 쉽게 높여줄 수 있는데, 그러한 수단으로는 앞에서 언급하였던 임의 할당이나 펀드간 채권의 편출입 등이 있다.⁵⁹⁾ 특정 펀드의 수익률 제고는 결국 다른 펀드의 수익률 하락을 의미하므로, 전문적 운용에 의한 실적배당이라는 펀드 산업의 기본 원칙을 위반하게 된다고 하겠다.

59) 펀드의 규모가 커지면 임의 할당이나 불공정 편출입에 의한 수익률 제고가 상당히 어렵게 된다.

셋째, 펀드 소형화로 인한 펀드 수 증가는 규제를 사실상 어렵게 하고 규제 비용을 크게 증가시킬 수 있다. 규제의 어려움과 규제 비용의 증가는 펀드 산업의 효율성을 크게 침해하고, 투자자의 신뢰 회복에도 큰 걸림돌이 될 수 있다.

2) 개선 방안

펀드 수가 많아지고 펀드가 소형화 되는 이유는 기관이나 연기금 등의 단독 펀드 설정 요구와 계속해서 새로운 펀드를 만들어 판매하려고 하는 운용 및 판매회사의 욕심 때문이라고 할 수 있다. 단독 펀드 설정에 관한 사항은 이미 앞에서 사모 펀드와 관련하여 언급하였으므로, 여기서는 새로운 펀드 설정에 관한 사항만 다루기로 한다.

우리나라의 운용사들은 비슷한 특성을 가지는 펀드가 이미 존재하여도 새로운 펀드를 만들어 판매하려는 경향이 있다. 특히 기존 펀드의 수익률이 상대적으로 떨어지게 되면 그 펀드의 과거 수익률을 감추기 위해서라도 당해 펀드를 더 이상 마케팅하거나 판매하지 않게 되는 경우가 많다.⁶⁰⁾ 이러한 실무 관행을 방지하기 위해서는 투자자 보호를 위한 규제의 강화가 있어야 한다. 먼저, 공모 펀드의 경우 약관 심사를 강화하여야 할 필요성이 있다. 즉, 비슷한 유형의 펀드가 여러 개 만들어져 판매되지 않도록 하여야 한다는 것이다. 이를 위해 가장 효과적인 방법은 약관 심사시 비슷한 유형의 펀드에 대해서는 설립을 금지시키는 것이다.⁶¹⁾ 물론 일률적인 금지는 여러 가지 병폐를 불러일으킬 수 있으므

60) 이에 대한 간접적 증거는 펀드 수익률이 최상위권에 속하는 펀드가 많을수록 당해 운용사는 그 펀드들과 비슷한 유형의 펀드들을 더욱 많이 운용하고 있다는 것이다. 즉, 많은 펀드를 운용하면 수익률이 좋은 것도 있고 좋지 못한 것도 있게 되는데, 광고 및 선전에는 수익률이 좋은 것들만 이용하기 때문에 그런 현상이 발생하게 된다. 하지만 수익률이 매우 좋다고 광고되는 펀드들은 실제로 투자자가 매입할 수 없는 경우도 많다.

로 실무를 감안하여 충분한 예외 조항을 두어야 한다.

둘째, 공모 펀드의 경우 펀드 판매의 지속성을 보장하여야 한다. 지금과 같이 정해진 판매 기간이 지날 경우 당해 펀드가 더 이상 판매되지 않는 관행이 유지되어서는 안 된다. 투자자는 본인이 원하는 공모 펀드를 언제든지 선택하여 매입할 수 있는 환경이 조성되어야 투자 효용을 극대화시킬 수 있고, 이는 결국 펀드 소형화와 펀드 설립의 남용을 방지하는 방안이 될 것이다.

마지막으로, 성과 광고가 허용되기 위한 펀드의 규모와 존속 기간을 구체적으로 정해야 한다. 현재 광고에 필요한 구체적 규정은 자산운용협회의 「광고·선전에 관한 지침」에 따르고 있다. 그 중 성과 광고에 필요한 펀드의 존속 기간은 제9조(상품 유형별 실현 수익률 표시 방법 등)에서 주식형만 6개월로 규정하고 있으며, 채권형이나 혼합형에 대해서는 아무런 지침이 없다. 이 부분에 대한 규정은 더욱 강화할 필요가 있다.⁶²⁾ 주식형의 경우 펀드의 존속 기간을 1년 이상으로 하고 시간이 경과함에 따라 미국과 같이 3년으로 확장하는 것이 바람직하다. 채권형과 혼합형에 대해서도 같은 기준이 적용되어야 한다.⁶³⁾ 또한 현재 판매되고 있지 않은 펀드나 사모 펀드(공모의 형태를 취한 실질적 사모 펀드 포함)의 경우에는 어떠한 형태로의 성과 광고도 허용하지 말아야 한다. 성과 광고 대상 펀드의 수명이 길어지고 규모도 일정 금액 이상으로 정해지면 자연스럽게 펀드의 대형화로 연결될 수 있을 것으로 본다.

61) 이보다는 일정 규모 이상의 펀드가 장기적으로 운용되는 경우에는 세제 혜택을 주자는 의견도 있다. 본 연구의 관점에서는 세제 혜택과 유사 펀드 설립의 제한이 동시에 고려된다면 더 좋은 효과를 볼 수 있으리라고 생각된다.

62) 이 부분에 대한 규제는 금감위의 감독규정으로 정하는 것도 좋은 방법이라고 본다.

63) 성과 광고 대상이 되는 펀드의 규모도 일정 규모(예: 500억원) 이상으로 하여 소형 펀드를 이용한 수익률 조작의 위험도 제거해야 한다.

다. 왜곡된 만기의 개념

1) 현황 및 문제점

개방형 또는 추가형 펀드는 일반 회사와 같이 'going concern'의 개념이 적용되기 때문에 만기가 존재하지 않는 것이 일반적이다. 즉, 폐쇄형 또는 단위형을 제외하고는 개방형 증권투자회사(뮤추얼펀드)와 추가형 증권투자신탁은 만기의 개념이 없다. 그럼에도 불구하고 우리나라에서는 펀드에 만기의 개념을 사용하고 있으며, 투자자들도 그렇게 믿고 있다. 이는 환매수수료가 면제되는 투자 기간을 펀드의 만기로 오인시키는 실무적 관행에서 발생하였고, 이러한 실무적 관행은 투자신탁을 정기예금과 같은 저축의 개념으로 보는 과거의 잘못된 관행에서 비롯되었다. 개방형 또는 추가형임에도 불구하고 과거에 설정된 대부분의 펀드가 판매되지 못하는 이유도 만기의 개념이 있기 때문이라고 할 수 있다.

만기의 개념은 국제 정합성 차원에서도 용어상의 혼동을 초래하고 있다. 우리나라에서는 환매수수료가 부과되지 않는 기간에 따라 단기(3개월 미만), 중기(3~6개월), 장기(6~12개월)펀드를 구분하고 있다.⁶⁴⁾ 이에 비해 외국에서는 해당 펀드의 가중평균 만기가 3년 미만이면 단기, 3~10년이면 중기, 10년 이상이면 장기로 보고 있다.⁶⁵⁾ 이러한 차이는 국제 비교 차원에서 약간의 혼란을 초래하기도 한다.

펀드에 만기 개념이 존재한다는 것은 다음과 같은 문제점을 야기시킨다. 첫째, 소규모 펀드가 양산되고 대부분의 펀드가 실제로는 판매되지 않는다는 것이다. 시류에 따른 목적에 따라 펀드를 만들고 투자 만기

64) 단기, 중기, 장기의 구분은 주로 채권형에 적용되어야 하지만, 우리나라에서는 환매수수료 면제 기간을 기준으로 만기를 정하는 실무적 관습 때문에 주식형과 혼합형에도 사용된다.

65) 펀드는 특별히 정하는 경우를 제외하고는 영원히 존재하는 것이기 때문에, 펀드의 수명과 단기, 중기, 장기의 개념과도 아무런 관련이 없다.

가 도래하면 펀드의 규모가 급격히 감소되는 것이 일반적이다. 따라서 최초 판매 시점 이후에 당해 펀드를 판매할 수가 없게 된다. 둘째, 투자자는 펀드가 장기적으로 안심하고 자금을 맡길 수 있는 수단이라는 사실을 인식할 수 없게 된다. 투자자는 펀드가 만기를 가지기 때문에 단기 투자용이며 장기적 투자의 대상이 될 수 없다고 생각하게 된다는 것이다. 이는 펀드 시장의 장기 투자 특성이 무시되는 계기가 된다. 셋째, 잦은 판매와 환매 행위의 반복으로 운용의 효율성이 크게 떨어지고, 판매와 환매에 불필요한 비용이 과다하게 발생할 수 있다. 운용, 판매 및 환매의 비효율성으로부터 발생하는 비용은 보이지 않게 투자자에게 전가될 수밖에 없다.

2) 개선 방안

펀드에 만기의 개념이 생긴 것은 운용사와 판매회사의 그릇된 업무 관행이 근본적 원인이라고 할 수 있다. 따라서 그릇된 관행이 계속 유지되지 못하도록 하는 노력이 필요하다. 이를 위하여 운용사와 판매회사 자체가 만기라는 개념을 사용하지 않으려고 노력하는 것이 가장 중요하지만, 이를 넘어서 규제 차원에서의 노력도 함께 병행되어야 한다. 첫째, 모든 광고물에서 환매수수료 부과 기준에 따른 만기의 개념 사용을 금지시키고, 매입 권유시에도 환매수수료와 만기의 개념을 연관시키지 말도록 해야 한다. 둘째, 자산운용협회 차원의 규정에서 단기, 중기, 장기 펀드의 개념을 정의하여, 이 기준을 펀드 광고나 매입 권유시에 사용하도록 하는 것이 필요하다.

이러한 노력은 펀드 투자자의 올바른 투자 개념 정립에 도움이 되고, 펀드의 잠재적 비용을 절감시키며, 운용사의 운용 효율성을 크게 증대시킬 것이다. 또한 펀드의 잦은 설립과 폐지를 방지하여 펀드 대형화에 기여할 것이다.

라. 구조적 부실 가능성

현재 자산운용 산업의 부실에 대한 우려는 크게 4가지로 나눌 수 있다. 첫째, 장부가로 평가되는 하이일드, CBO 등의 부실채권 펀드의 시가와 장부가의 차이에서 발생하는 부실 가능성이다. 이에 대한 부실 여부는 객관적인 실사 여부에 따라 밝혀질 수 있다.⁶⁶⁾ 둘째, 전환 증권사의 자기자본 잠식에 의한 부실이다. 자기자본 잠식 규모는 공시되는 재무제표로부터 쉽게 확인된다. 셋째, 최근 금융시장 불안의 요인이 되었던 카드채로부터 발생할 수 있는 잠재적 부실 가능성을 들 수 있다. 이 문제는 자산운용 산업만의 문제라기보다는 전반적인 경제 및 금융의 문제라고 할 수 있다. 넷째는 전환증권사의 신탁형 저축에 존재할 수 있는 부실 가능성이다.⁶⁷⁾

이러한 부실 가능성들에는 나름대로의 원인이 있겠지만, 현재 자산운용 산업의 입장에서는 구조화되어 있어서 쉽게 떨쳐버리기 어려운 상태에 있다. 이러한 구조적 부실 가능성이 자산운용 산업의 발목을 잡고 있는 상황이라고 할 수 있다. 새로운 통합법이 시행되면서 자산운용 산업의 신뢰성이 회복되기 위해서는 구조적 부실 가능성에 대한 규명과 함께 이에 대한 해법이 마련되어야 한다.

66) 부실채권에 대한 평가가 정확히 이루어지기 어려운 우리나라의 실정에서는 실사 자체가 어려울 수도 있다.

67) 신탁형 저축은 과거 투자신탁사가 취급하던 확정 금리형 상품으로 은행의 정기예금과 매우 유사하다. 투자신탁사가 증권회사와 투신운용사로 분리됨에 따라, 지금은 전환된 증권사가 신탁형 저축을 취급하고 있다. 자산운용협회가 공시한 2003년 9월 25일 현재 신탁형 저축의 전체 규모는 6조7,060억원이다.

2. 제도적 과제

가. 불공정 편출입

1) 현황 및 문제점

개인투자자와 기관투자자를 차별하는 수단 중의 하나로 사용되었던 것이 펀드간 불공정 편출입이라고 할 수 있다. 신탁 재산의 평가에 장부가가 사용되었던 시절에는 편출입 방법에 의해 개인투자자 펀드에서 기관투자자 펀드로 부를 쉽게 이전할 수 있었다. 하지만 채권 시가평가가 도입된 이후에는 채권 편출입에 의한 부의 이전이 어렵게 되었다. 이는 투자자 입장에서 매우 다행스러운 결과라고 할 수 있겠지만, 아직도 펀드 운용에 불공정 편출입이 개입될 여지는 충분히 있다.

앞에서도 언급하였듯이 우리나라의 펀드들은 규모의 영세성으로 말미암아 하나의 채권을 여러 펀드가 나누어 매입하는 경우가 대부분이다. 이런 상황에서 어떤 펀드가 해지되거나 환매가 크게 발생할 경우 포트폴리오 내의 당해 채권을 시장에서 매도할 수 없다. 왜냐하면 그 채권을 매도하면 당해 채권이 포함되어 있는 다른 펀드의 채권도 함께 매도되어야 하기 때문이다. 결국 운용사는 이 채권을 다른 펀드에서 매입하는 등의 조치를 취해야 한다. 여기까지는 우리 펀드의 현실적 영세성을 반영하고 법적으로도 큰 하자가 없다.

하지만 다른 펀드에서 채권을 매입할 때 불공정 행위의 발생 가능성이 있다. 다른 펀드에 적합하지 않은 채권이 편입된다든지, 신용 하락의 가능성이 높은 채권을 편출입 하여 다른 펀드의 투자 위험을 높일 수 있다는 것이다. 과거 이러한 행위에 대한 증거는 얼마든지 존재했는데, 이것이 자산운용 산업의 신뢰성 하락에 가장 큰 요인이 되었다고도 할 수 있다.

2) 개선 방안

이론적 입장에서 개선 방안을 제시한다면, 각각의 펀드가 독립적으로 신탁재산을 매매할 수 있을 정도로 펀드를 대형화 하고 펀드간의 편출입을 엄격하게 제한하는 것이 바람직할 것이다. 하지만 우리 자산운용 산업의 현실을 고려할 때 펀드간의 편출입을 엄격하게 제한한다는 것은 현실적으로 불가능한 상황이다.⁶⁸⁾ 불공정 편출입을 방지하는 가장 현실적이고 합리적인 방법은 엄격한 감독의 적용인데, 펀드간 편출입에 대한 충분한 정보와 공인회계사의 외부감사 의견이 이에 큰 도움이 될 수 있다. 하지만 외부감사도 잘 정리된 자료가 없이 짧은 시간에 편출입의 적절성을 가려내기란 매우 힘들다. 따라서 외부감사나 감독 기관 검사 등을 위해 준법감시인이나 운용 책임자가 펀드간 편출입 거래의 적절성을 매번 인증하도록 하고, 이를 기록으로 보관하도록 하는 것이 바람직하다. 이렇게 되면 준법감시인이나 운용 책임자의 책임성도 크게 제고시킬 수 있고, 외부감사나 감독 기관 검사에도 큰 도움이 될 수 있을 것이다. 또한 편출입의 불공정성이 입증될 경우에는 처벌을 엄격하게 적용하고 회사는 투자자에게 손실을 보전하도록 해야 한다.

나. 임의 할당 (cherry picking)

1) 현황 및 문제점

자산운용 산업에서는 거래의 효율성을 위하여 한 운용사의 주문을 모두 모아 처리하는데, 이를 일괄매매(aggregated order)라고 한다. 이는 선진국에서도 흔히 사용하는 방법으로 일괄매매 자체에 문제가 있지는 않다. 하지만 이 과정에서 부의 불공정 이전을 방지하기 위하여 일괄매매에 의해 체결된 주문을 할당하는 체계는 일관된 원칙이 적용되면서

68) 현재의 규제에서도 펀드 해지 등의 경우에는 자산 편출입이 합법적이다.

엄격히 규제되는 것이 선진국의 사례다.

일괄매매라는 방법에 의해 펀드 운용을 위한 주문은 하나의 경로를 통해 이루어진다. 반드시 그런 것은 아니지만 거래의 효율성을 위해 하나의 증권사라면 하나의 계정을 통해 신탁재산의 모든 거래가 체결되는 것이 일반적이다.⁶⁹⁾ 운용사는 체결된 모든 거래(주식, 채권, 파생상품)에 의한 유가증권을 각 펀드에 할당한다. 임의 할당이란 일괄매매에 의한 유가증권을 각 펀드에 분배함에 있어서, 정해진 원칙 없이 운용사가 임의적으로 할당하는 것을 말한다. 즉, 운용사는 종가와 체결가의 차이 또는 체결 이후의 위험 등 여러 가지 정보에 따라 펀드 할당을 임의로 결정한다는 것이다.⁷⁰⁾ 채권의 경우에는 펀드마다 다른 가격을 적용하기 위하여 할당(또는 편입) 시점을 달리 할 수도 있다.⁷¹⁾

주식의 임의 할당은 이미 널리 알려져 있는 그릇된 실무로, 펀드매니저의 실적이 중요시된 후로는 많이 사라졌지만 아직도 존재한다고 한다. 예를 들어, 한 펀드매니저가 여러 펀드에 관계될 경우나, 운용사 차원에서 특정 펀드 밀어주기 등이 있다. 레버리지에 의한 가격 변동폭이 매

69) 물론 하나의 증권사에 여러 개의 계정을 가지는 운용사도 있을 수 있다. 하지만 펀드별로 하나의 계정을 개설하는 예는 거의 없다.

70) 주식의 경우에는 시장 가격이 있으므로 가격을 마음대로 조종하지 못하고 체결가 수준에 따라 각 펀드에 할당하여야 한다. 어떤 펀드가 사자와 팔자 주문을 많이 낸 경우, 상한가로 마감된 종목은 매입 할당하고, 하한가로 마감된 종목은 매도 할당하며, 나머지는 미체결로 하여 당해 펀드의 수익률을 쉽게 높일 수 있다. 이 경우 다른 펀드들은 상대적으로 피해를 보게 된다. 파생상품의 경우에는 레버리지가 매우 크기 때문에 이런 문제가 더욱 심각할 수 있다.

71) 채권의 경우에는 종목의 임의 할당과 가격의 임의 할당이 있을 수 있다. 종목의 임의 할당은 매입된 채권들 중에서 가격이 오른 것과 내린 것을 임의로 각 펀드에 할당하는 것으로 주식의 임의 할당과 유사하다. 하지만 영세한 규모의 채권 펀드들이 매입 주문을 독립적으로 내기 어려운 현실과 모든 채권의 매입 뒤에 할당 의사결정을 하는 실무 때문에, 채권 펀드의 불공정 할당 행위를 밝혀내기는 매우 어렵다.

우 큰 파생상품을 이용한 임의 할당은 한 번에 상상을 초월하는 금액의 이전도 가능하게 하며, 채권의 임의 할당은 채권 거래의 속성상 거의 알려지지 않고 있다.

임의 할당에 대해서는 새로운 통합법이 이를 엄격하게 금지하고 있다.⁷²⁾ 즉, 신탁재산별로 미리 정하여진 자산 배분 내역에 따라 매매 결과를 배분하도록 법에서 정하여 임의 할당의 가능성을 원천적으로 봉쇄하고 있다. 이는 투자자를 보호하는 여러 가지 개선 사항 중에서도 매우 중요한 것이라고 할 수 있다. 임의 할당 금지 조항이 잘 준수되고 엄격히 감독된다면, 거래소에서 거래되는 주식 및 파생상품들의 임의 할당은 거의 불가능하게 될 것이다.

하지만 장외에서 거래되는 채권 등에 있어서는 임의 할당의 가능성은 아직도 남아 있다고 할 수 있다. 예를 들어, 채권 펀드의 영세성을 이유로 주문 없이 매입된 채권을 적당히 할당해 준다면 임의 할당의 폐단을 없앨 수 없다. 또한 표준 거래 단위의 채권을 매입한 뒤에 이를 낱짜와 가격을 달리 하여 여러 펀드에 할당시키면 이를 밝혀내기는 매우 어렵다. 왜냐하면 채권의 만기수익률이 하루에도 20~40bp 이상 변할 수 있기 때문에 낱짜를 달리 하여 여러 펀드에 편입시키면 할당의 불공정성을 입증하기가 매우 어렵기 때문이다.

2) 개선 방안

하나의 채권을 여러 펀드에서 분할 매입하는 우리의 현실을 감안할 때 채권의 임의 할당을 방지하기는 매우 어려운 상황이다. 따라서 이 경

72) 미국에서는 1940년 투자회사법 §17(d)와 SEC Rule 17d-1에서 거래 할당이 다른 이의 이익을 해하지 않도록 규정하여 임의 할당을 방지하고 있다. 또한 no-action letter를 통해 일괄매매가 합당한 경우를 9가지로 선언하여 임의 할당에 대한 지침을 주고 있으며, 각 운용사들은 이에 따라 내부 규정을 만들어 이를 준수하고 있다.

우에도 매입된 채권의 할당이 적절하게 이루어졌는가에 대해 준법감시인이나 운용 책임자의 서명을 요구하는 것이 타당하다고 본다. 또한 매입된 채권의 할당 기록을 보관하여 외부감사와 감독 기관의 검사에 도움이 되도록 하는 것이 필요하다. 추후 채권 할당의 불공정성이 입증될 경우에는 불공정 편출입에서와 마찬가지로 처벌을 엄격하게 적용하고 회사는 투자자에게 손실을 보전하도록 해야 한다.

한편 주문 없이 적당히 매입된 채권을 할당해 주는 실무에 의한 임의 할당은 현실적으로 가려내기가 매우 힘들다고 본다. 따라서 이러한 임의 할당은 사모와 공모의 엄격한 운용 분리 등 다른 조치와 함께 검사 기능을 강화함으로써 해결해야 한다.

다. MMF

1) 현황 및 문제점

MMF는 수익증권 시장의 규모면에서 매우 중요한 위치를 점하고 있다. 2003년 9월 30일 현재 총 수탁고 152조9,040억원 중에서 48조1,990억원을 차지하여 전체의 32% 수준을 유지하고 있다. SK글로벌 및 카드채 문제가 있기 전인 2003년 2월에 약 60조원이었던 MMF 수탁고는 2003년 4월에 34조원 수준까지 떨어져서 심각한 위기 상황까지 유발하였다.

원래 MMF는 1970년대 침체에 빠진 미국 뮤추얼 펀드 시장에 활력을 주기 위해 만들어진 상품으로 펀드로서의 특성이 가장 약하다. MMF에 대해서만은 미국에서도 시가와 장부가의 괴리가 0.5%를 넘어서지 않는 범위에서 운용사 재량으로 장부가 평가를 할 수 있지만, MMF에 의한 시장 혼란을 방지하기 위하여 편입 자산과 가중평균 잔존만기에 대해 엄격한 규제가 이루어지고 있다. 양적인 측면에서 미국의 MMF 비중인 30.7%(MMF \$2조1,410억/전체 \$6조9,692억)에 비하면 우리의 32%가

그리 과도한 수준은 아니지만, 질적인 측면에서 우리의 MMF는 많은 문제점을 노정하고 있다.

첫 번째 문제점은 MMF 수탁고의 지나친 변동성과 이로 인한 운용의 어려움이다. 앞서서도 언급하였듯이 MMF 수탁고는 2003년 2월 60조원 수준에서 4월에는 34조원 수준으로 급락하였다. 3개월만에 26조원에 가까운 수탁고 변동은 SK글로벌과 카드채 문제가 겹쳐서 발생하였던 매우 특수한 상황이지만, 그동안 10조원 정도의 변화는 자주 있어 왔다.⁷³⁾ 전체 수탁고의 움직임이 MMF에 의존할 정도인 것으로 보아 MMF 수탁고의 변동성은 지나치다고 하겠다. MMF 수탁고의 변동성 확대는 환매 자금 조달을 위한 운용사의 유동성 부족을 유발할 수 있고, 정상적 운용의 어려움으로 잔존 가입자와 다른 펀드 가입자에게 매우 불리한 측면이 있다. 즉, MMF 자산의 운용이 불규칙해 수익에 방해가 되고, 엄청난 MMF의 자금 유출입은 해당 채권의 편출입을 통해 다른 펀드에도 영향을 줄 수밖에 없다는 것이다.

두 번째는 편입 자산의 질적 문제와 지나친 산업 편중 현상이다. 그동안 MMF는 고유한 속성에도 불구하고 공사채형 펀드와 비슷하게 운용되어 왔다. 가장 양질의 단기 투자 수단에 분산하여 투자한다는 MMF의 원칙에 맞지 않은 투자가 이루어졌다는 것이다. <표 VI-2>에 나타난 MMF 편입 자산의 현황을 보면 공사채 비중이 2003년 6월 말 현재 38.1%를 차지하여 매우 높게 나타나고 있다. 이는 2003년 1월 말의 31.2%에서 6.9%나 증가한 것인데, 카드사 CP가 채권으로 재발행 되면서 증가한 부분이 있을 것으로 추측된다. 주로 카드사 CP가 많았던 펀드의 CP 비중이 절반 이하로 줄어든 것은 공사채 비중 증가로는 설명되기 어렵다. 만약 카드사 CP가 다른 채권형이나 혼합형 펀드로 편출입 되었다

73) MMF 수탁고는 은행의 BIS 기준 및 일반법인의 자금 수요 등에 의하여 매분기 말에는 감소하고 다시 증가하는 현상을 보이고 있으며, 연말에는 감소 현상이 두드러지고 있다.

면 또 다른 위험의 불씨가 될 가능성도 있다. 과거에 운용사들이 MMF에 카드사 CP를 많이 편입하였던 것은 다른 금융 자산보다 카드사 CP의 수익률이 높았기 때문이다. 하지만 카드사의 문제점을 알면서도 카드사 CP를 과다하게 편입한 것은 결국 MMF가 카드채 사건의 영향을 가장 심하게 받도록 하는 계기가 되었다. 이는 MMF 자산이 한 산업에 집중적으로 편중되는 것이 상당한 폐단이 될 수 있음을 보여주는 본보기였다고 할 수 있다.

<표 VI-2> MMF 편입 자산의 비중 (2003년 각월 현재)

(단위: %)

	공사채	CP	예금	콜론	기타
1월	31.2	42.0	3.8	3.8	19.2
2월	29.5	43.8	3.5	3.4	19.7
3월	25.7	47.8	3.8	6.6	16.1
4월	30.1	33.7	6.8	10.5	18.8
5월	33.2	25.5	7.7	12.8	20.8
6월	38.1	20.1	7.9	10.6	23.2

자료: 투신협회, 『투신』, 최근호

세 번째는 기관과 개인투자자에 대한 판매회사나 운용사의 위험 고지 서비스가 다르다는 것이다. 예를 들어, MMF의 심각한 가격 변동이나 환매 중지를 초래할 수 있는 사건 등이 발생할 경우, 향후 수탁고 유치를 위해 기관 등에는 개별적으로 미리 고지하여 주는 경우가 많았다. 결국 이를 모르고 MMF에 잔존하는 개인 투자자들이 수익률 하락의 손실을 부담하게 될 수 있다.

네 번째는 증금어음의 의무 편입에 따른 수익률 하락이다. 모든 MMF에는 투신안정기금의 적립을 위해 증금어음을 편입하여야 한다. 금

감원은 증금어음의 의무 편입 비율을 기존의 10% 이상에서 2002년 2월 1일부터 6% 이상으로 축소하여 MMF의 부담을 덜어 주었다. 지금의 저금리 상황에서 증금어음 편입에 의한 수익률 하락분은 그리 크지 않지만, 더 문제가 되는 것은 증금어음의 신용 위험이다. 즉, 증금어음에 연계되어 대여된 자금이 안전하게 회수되어야 증금어음의 상황이 가능하다는 것이다.

2) 개선 방안

최근에 금감원은 MMF 문제를 심각하게 인식하고 다음과 같은 개선 방안을 고려하고 있다: ① 국고채와 통안채를 포함한 MMF의 잔존만기를 120일에서 90일로 축소, ② 편입 채권의 신용 등급을 AA- 이상으로 제한, ③ 시가와 장부가의 크고 작음에 관계없이 가격 차이의 절대값이 장부가의 5%를 넘으면 시가평가로 전환, ④ 개인용 3천억원 이상, 법인 등 기관용 5천억원 이상으로 신규 MMF의 규모를 제한. 대체로 이러한 개선 방안은 MMF의 신뢰성 차원에서 매우 설득력이 있다고 생각된다.

여기에 부가적으로 두 가지 개선 방안을 덧붙인다면 다음과 같다. 첫째, 모든 자산의 한 산업 편중 비중이 일정 수준(예: 20%)을 넘지 않도록 하여야 한다.⁷⁴⁾ 이에 대해서는 운용권 침해라는 비판이 있을 수도 있지만, 펀드 분산 투자의 이점을 고려할 때 매우 타당한 방안이라고 본다. 둘째, 법인 및 기관용 MMF와 개인용 MMF를 구분하도록 하여야 한다. MMF의 특성상 MMF가 기관 유희 자금의 운용 대상이 되는 것을 금지할 수는 없는 상황에서, 기관용과 개인용의 구분은 기관과 개인의 이해상충 문제를 어느 정도 해결할 수 있으리라고 본다.⁷⁵⁾

74) 주식형이 아니므로 산업 편중 비중을 제한하는 것이 무리하지는 않다고 본다.

75) 미국의 경우에도 \$2조가 넘는 MMF 수탁고의 절반이 기관용이다.

라. 공시 체계 및 운용의 투명성

1) 현황 및 문제점

최근의 수없이 많은 개선에도 불구하고 아직도 공시 체계에는 상당한 문제점이 있고, 펀드 운용에도 투명성이 부족한 상태다. 최근에 이루어진 공시 체계의 개선은 금융 선진국의 공시 체계를 업계가 수용할 수 있는 입장에서 받아들였지만, 그나마도 잘 지켜지지 않고 있다. 실제로 투자자는 펀드 가입시에 창구 직원의 간단한 설명만 들을 뿐 투자에 필요한 주요 자료를 전달받지 못하고 있으며, 우편에 의한 공시도 불충분한 경우가 많다. 즉, 공시 자료가 투자에 불충분한 경우가 많고, 그나마 투자자에게 전달되지 않는 경우도 많다는 것이다.

공시 자료의 전달이 원활하게 이루어지지 않는 것은 운용사 또는 판매사 스스로가 공시를 하고자 하는 자세가 부족하기 때문이라고 할 수 있다. 일부 운용사가 운용상의 이유를 내세워 운용 정보의 제공을 하지 않는 경우도 있는데, 이 또한 논리적 설득력이 떨어진다. 운용 정보는 전략적 차원에서 일정 기간 비밀을 요할 수 있지만, 그 이후에는 투자자에게까지 비밀일 필요는 전혀 없기 때문이다. 운용 정보의 공시를 꺼리는 이유는 운용 포트폴리오의 당면 문제를 감추고 싶은 의도에서 비롯된 것일 수도 있다.

공시 자료가 투자를 위해 충분하지 않다는 것은 투자설명서의 발행주기와 투자 비용 정보가 없다는 데서 찾을 수 있다. 펀드 발매시 한 번 발행된 투자설명서는 투자자가 펀드를 매입할 때에도 제공되지 않는 경우가 많을 뿐더러, 그 이후에는 정기적으로 재발행 되는 경우가 없어서 운용의 정당성을 검증할 방법이 없다. 이 때문에 펀드 운용으로부터 발생하는 여러 정보의 입수가 차단될 수밖에 없다. 또한 펀드 운용 관련 이해 당사자들의 이해상충 가능성을 검토할 수 있는 정보는 전혀 제공

되지 않기 때문에 운용의 투명성이 크게 떨어질 수 있다. 이러한 정보에는 일정 기간 동안의 매매 회전율, 위탁 수수료 규모, 주문 담당 증권회사, 펀드별 수익자 수, 펀드매니저 1인당 펀드 수 등이 있다.

매매 회전율이 중요한 이유는 지나친 매매가 펀드 수익률에 방해가 될 가능성이 크기 때문이다.⁷⁶⁾ 우리나라의 경우 펀드의 매매 회전율이 1년에 700~800%에 달하는 펀드도 많다고 한다. 높은 위탁 수수료가 적용될 경우, 이는 7~8% 펀드 수익률 축소 효과가 있다.⁷⁷⁾ 1년에 7~8%의 위탁 수수료가 지불되면서 펀드가 적절한 수익률을 달성하기는 매우 어렵다. 그럼에도 불구하고 매매 회전율이 높아지고 위탁 수수료 규모가 커지는 이유는 증권회사의 정당하지 못한 소프트 달러 제공 때문일 수 있다. 매매 회전율과 위탁 수수료 규모는 운용사, 증권회사, 수익자의 이해상충 관계를 평가하는 매우 유용한 정보가 될 수 있다.⁷⁸⁾ 비슷한 맥락에서 주문 담당 증권사가 한 곳에 집중되는지의 여부도 유용한 정보가 될 수 있다. 펀드별 수익자 수는 펀드에 대한 운용사의 관심도를 대변할 수 있다. 수익자 수가 적으면 자연스럽게 운용사의 관심이 떨어지게 되어 운용의 효율성이 저하될 가능성이 높다. 한편으로는 우회적으로 공모 방식을 채택한 사모 펀드의 식별에도 이용될 수 있다.

76) 나라에 관계없이 펀드의 매매 회전율이 크면 수익률이 감소한다는 것이 통상적인 믿음이고, 이는 실증 자료에 의해 뒷받침이 되고 있다.

77) 반드시 그런 것은 아니지만 증권회사로부터 리서치 자료를 공급 받는 운용사는 높은 위탁 수수료가 적용되는 경우가 많다. 즉, 리서치 자료에 대한 보상이 위탁 수수료에 포함되기 때문이다. 요즘에는 위탁 수수료를 낮추기 위하여 인터넷 주문을 내는 운용사도 점차 늘어나고 있다.

78) 이러한 정보 공시의 경우에 시장 평균 정보도 함께 제공되어야 비교와 판단이 가능할 것이다.

2) 개선 방안

현재의 상황에서 공시 체계를 개선하고 운용의 투명성을 높이기 위해서는 두 가지 대안이 제시될 수 있다. 먼저, 펀드 발매시에만 발행되는 투자설명서를 정기적으로(예: 1년에 한 번) 발행하고, 투자설명서의 내용은 실질적인 펀드 정보를 수록할 수 있도록 개선하여야 한다. 또한 펀드 판매시 투자설명서의 제공 및 설명 의무에 대한 감독을 판매회사 차원에서 강화할 수 있도록 하여야 한다.

둘째, 공시되는 정보를 확대하여 실질적으로 투자 의사결정에 도움이 되도록 하여야 한다. 즉, 펀드의 매매 회전율, 주문 담당 증권사 내역, 위탁 수수료 규모 및 증권사당 비중, 펀드매니저 1인당 펀드 수 등을 공개하여 운용사와 증권회사, 투자자간의 이해상충을 최소화 하자는 것이다. 또한 펀드별 수익자 수를 공시하여 우회적인 기관용 펀드를 식별할 수 있도록 하고, 이를 이용하여 실질적인 사모 펀드의 규제가 이루어질 수도 있다.

마. 광고

1) 현황 및 문제점

펀드 산업의 광고 규제에는 광고될 수 있는 내용을 미리 정해놓는 포지티브 시스템과 광고될 수 없는 내용을 미리 정해놓는 네거티브 시스템이 있다. 미국은 펀드 산업과 증권 산업의 특성을 고려하여 일찍부터 포지티브 시스템에 의해 엄격한 규제를 하고 있지만, 우리는 대체로 네거티브 시스템 광고 규제를 사용하고 있다.⁷⁹⁾ 의도된 허위 광고의 폐단이 많아 우리도 최근에 광고될 수 없는 부분을 많이 강화하였지만 아

79) 여러 가지 경고 문구와 실현 수익률 등의 광고에 대한 개략적인 형식을 지정하였다는 점에서는 포지티브 시스템이 가미되었다고 할 수 있다.

직도 매우 부족한 상태다.

현재 법령과 감독규정에 의해 펀드 광고가 규제되지만, 실제로는 자산운용협회의 자율규제에 의해 광고가 심의된다고 할 수 있다.⁸⁰⁾ 하지만 운용사 및 판매사들의 허위 광고 의도가 많이 적발되고 있는 것으로 보아, 그들이 광고 규제의 의미를 거의 인식하지 못한다고 판단된다. 일부 회사들은 광고 규제가 편파적이며 불필요하다고 생각하는 경우도 있다고 한다. 이러한 그들의 요구에 따라 현행 광고 심의위원회의 사전 심의를, 문제가 발견된 광고에 대한 사후 심사로 변경하려는 움직임이 있기도 하였다. 하지만 이는 매우 위험한 발상이다. 왜냐하면 허위 또는 부당 광고에 대해 항상 올바르게 판단할 수 있는 투자자는 드물고, 이로부터 발생하는 후유증은 매우 심각하여 돌이키기 어렵기 때문이다. IMF 경제 위기 이후 과장 광고에 의한 피해 급증 때문에 광고 규제를 정비 하였던 사례를 고려할 때 광고에 대한 규제 완화는 투자자의 신뢰도를 더욱 저하시킬 가능성이 높다. 엄격한 광고 규제는 펀드 산업의 육성에 기본이 되는 사항 중의 하나임을 명심해야 한다.

2) 개선 방안

미국에서는 광고할 수 있는 내용을 미리 지정하는 포지티브 시스템을 만들어 투자자를 오해하게 하는 불공정 광고를 규제하고 있다. 새로운 통합법에서는 현행 광고 규제를 포지티브 시스템으로 더욱 가깝게 접근시켰다는 점에서 의미가 있다. 시행령과 시행규칙에서도 더 구체적인 내용을 담을 것으로 예상되지만, 투자자를 현혹할 수 있는 광고의 규제에 대한 명확한 기준이 마련되어야 할 것이다. 투자자 현혹 광고의 예

80) 미국은 SEC가 광고당 \$50의 수수료를 받고 사전 심의하지만, 포지티브 광고 시스템을 채택하여 심의가 상대적으로 간단하고 허위 또는 부당 광고가 거의 없다.

로는 현재나 미래의 경제 상황과 주식 및 채권 시장에 대한 예측이라든지, 정확하지 않은 현금흐름의 계산 등이 있을 수 있다.

한편, 현행 자산운용협회의 광고 심의의 현실성에 대한 평가가 있어야 한다. 문제는 자산운용협회가 광고 심의를 엄격하게 하기 어려운 경우가 많을 수 있다는 것이다. 이는 현행 규제가 광고의 적절성을 가리는 뚜렷한 기준이 부족하다는 점에도 이유가 있지만, 자산운용협회의 광고 심의가 회원사들에게 권위를 가지기 어려운 측면이 있기 때문이기도 하였다.⁸¹⁾

이를 해결하는 대안으로 두 가지 방법이 제시될 수 있다. 첫째는 광고 심의의 주체가 금감원이 되면서 광고 심의에 필요한 비용은 광고 신청자가 부담하도록 하는 것이다. 포지티브 광고 시스템이 될 경우에는 사전적 광고 심의 부담이나 비용의 부담이 크지 않을 것이다. 둘째는 회원사 여부에 관계없이 자산운용협회가 공식적으로 광고 심의를 엄격하게 수행하는 것이다.⁸²⁾ 여기서도 광고 심의의 비용은 광고 신청자가 부담하여야 한다. 이 경우 자산운용협회는 명실상부한 자율규제 기관으로 광고를 심의하게 되고, 심의 내용에 대해 지나치게 항의하는 회사에 대해서는 처벌을 내릴 수 있어야 한다. 즉, 자산운용협회가 권위를 가진 자율규제자로서 처벌까지 가능하게 하여야 이 방안이 제대로 실행될 수 있다고 본다.

81) 비회원사에게는 광고 심의의 의미가 거의 없었던 과거의 사례도 새로운 통합법 체계에서는 해결될 것으로 예상된다.

82) 이는 새로운 통합법 시행령에 반영될 것으로 기대된다.

VII. 바람직한 자산운용업의 방향

1. 글로벌 경쟁의 본격화
2. 규모와 특성에 따른 업무 영역의 추구
3. 투자자 요구 충족을 위한 다양한 서비스의 제공
4. 공정성과 신뢰성 제고
5. 노령화 사회와 연금 시장

VII. 바람직한 자산운용업의 방향

본 장에서는 제도나 규제가 아닌 자산운용업이 지향하여야 할 바람직한 방향에 대해서 살펴보고자 한다.⁸³⁾ 노령화가 급속히 진행되고 국제 간 경쟁이 치열해지는 현재의 상황에서, 새로운 통합법 체계가 우리에게 주는 의미를 고려하여 바람직한 자산운용업의 방향을 다음과 같은 5가지로 요약하였다: ① 글로벌 경쟁의 본격화, ② 규모와 특성에 따른 업무 영역의 추구, ③ 투자자 요구 충족을 위한 다양한 서비스의 제공, ④ 공정성과 신뢰성 제고, ⑤ 노령화 사회와 연금 시장. 앞에서 조사 또는 분석된 내용을 근거로 하여 5가지 주제를 중심으로 자산운용업의 바람직한 방향에 대해 살펴보기로 한다.

1. 글로벌 경쟁의 본격화

가. 국내 시장의 국제화

1990년대 중반까지 우리나라 자산운용 시장의 규모는 자본시장 개방(외국·운용사의 국내 진출)의 지연으로 인하여 해외 운용사의 진출이 전혀 없었다.⁸⁴⁾ 해외 자금이 투자되는 외수 펀드와 소규모의 해외 투자 펀드가 자산운용업 국제화의 전부였다고 할 수 있다. 하지만 1990년대 중반 이후, 경제 성장과 자본시장의 발전에 힘입어 해외 운용사들이 전액 또는 부분 출자 형식으로 진출하게 되었고, 지금도 여러 해외 운용사들이 매입 또는 신설의 형태로 우리 자산운용업에 진출하려고 한다.

83) 같은 주제라 할지라도 앞에서는 제도나 규제적 측면에서 다루었고, 여기서는 주로 자산운용 산업(운용사와 판매회사)의 입장에서 언급하고자 한다.

84) 이해의 편의상 외국에 근거를 둔 운용사는 '해외 운용사'라 하고, 이들이 국내에 진출해 활동하는 운용사는 '외국계 운용사'라고 하자.

<표 VII-1>은 2003년 10월 9일 현재 해외 운용사들의 외국계 운용사에 대한 지분 및 시장 점유율 정보를 보여주고 있다.⁸⁵⁾ 총 14개의 외국계 운용사 중 전액 출자의 형태를 취한 곳은 도이치, 슈로더, 프랭클린 템플턴, PCA 등 4개뿐이고, 나머지는 모두 부분 출자 형식을 취하고 있다. 자산운용 시장 점유율에 있어서는 국민투신운용과 신한BNP를 제외하고는 모두 3% 미만의 낮은 수치를 보여주고 있다. 특히, 전액 출자 형식을 취하는 운용사들의 시장 점유율이 크게 떨어지고 있다. 전액 출자사의 시장 점유율이 크게 떨어지고 있는 것은 국내 판매망에 있어서 심각한 열세에 있기 때문이다. 전액 출자가 아니더라도 국내 판매망에 든든한 기반이 없는 외국계 운용사들은 예외 없이 시장 점유율이 떨어지고 있다. 국내 판매망이 약한 6개사의 평균 시장 점유율은 약 0.69%로, 나머지 외국계 운용사 평균 2.56%에 크게 못 미치고 있다.⁸⁶⁾ 이러한 사실은 국내 판매 기반과 연계되지 못한 외국계 운용사들의 영업 환경이 순조롭지 못하다는 것을 간접적으로 시사하는 것이라고 할 수 있다. 다시 말하면, 외국계 운용사에 대한 국내 판매사들의 입장이 그렇게 호의적이지는 못한 것이라고 하겠다.⁸⁷⁾

해외 운용사들이 우리나라에 진출하는 이유는 크게 3가지라고 할 수 있다. 첫째, 우리나라의 자본시장 발전에 따른 자산운용 시장의 확대를 이용하여 수익성을 추구하고, 국제 투자의 교두보를 확보하며, 해외 펀드의 판매를 증대시키자는 것이다. 이는 세계 시장 점유율 확보와 수익성에 근거한 이유이며, 이것이 초창기에 진출한 해외 운용사들의 진출 근거라고 할 수 있다.

85) 여기서의 외국계 운용사는 해외 운용사(생명보험사 포함)가 10% 이상 지분 투자를 한 경우를 의미한다.

86) 여기서 국내 판매망이 약한 6개사는 도이치, 맥쿼리-IMM, 슈로더, 프랭클린 템플턴, PCA, SEI를 말한다.

87) 수익증권과 뮤추얼 펀드 판매에 있어서 법적으로 외국계 운용사를 차별하는 조항은 없다.

두 번째 이유는 최근 폭발적으로 증가하고 있는 국민연금의 해외 투자를 유지하기 위하여 국내 거점을 확보하려는 것이다. 지난 8월 국민연금에 의해 발표된 바에 따르면, 현행 기여 및 지급 체계에서도 국민연금의 기금 규모는 최고 600조원을 초과할 것이며, 개선안이 시행되면 1,300조원을 능가할 것으로 예측되고 있다.⁸⁸⁾ 현행 체계가 유지되면서 해외 투자분이 10%만 된다고 하여도 60조원에 달하는 금액이다. 이런 엄청난 규모의 해외 투자를 국민연금이 직접 수행하는 데는 한계가 있을 것이므로 해외 운용사들의 도움이 필요할 것이다. 이에 참여하려는 해외 운용사들이 우리 시장에 관심을 가지는 것은 너무도 당연한 일이다. 국민연금은 2003년부터 해외 투자를 하겠다고 선언한 뒤, 운용 대행사로 4개의 해외 운용사를 선정하였다.⁸⁹⁾ 국민연금에 의해 선정된 해외 운용사들은 국민연금과의 연계성 제고를 위하여 국내 시장에 더욱 관심을 기울이게 되었고, 선정되지 못한 해외 운용사들은 차기 해외 운용사 선정에 대비하고 있다.

세 번째 이유는 퇴직 연금의 도입에 따른 자산운용 시장의 확대를 겨냥하기 위해서다.⁹⁰⁾ 아주 가까운 장래에 퇴직 연금의 규모가 급격하게 성장할 가능성은 없지만, 홍콩의 예로 볼 때 도입 3년 내로 10조원 규모의 시장으로 성장할 가능성이 매우 높다.⁹¹⁾ 매우 안정적인 수탁 구조를 가질 퇴직 연금 자산은 해외 운용사의 관심을 끌기에 충분하다.

특히, 두 번째 및 세 번째 이유는 그동안 우리 시장의 진출을 꺼리

88) 이 수치들은 모두 2000년 불변 가격이기 때문에 미래의 명목 가치로는 훨씬 더 커질 것이다.

89) 4개 해외 운용사는 State Street Global Advisor, Fidelity, Wellington, Capital 등이다.

90) 현재 제정하려는 법안에서는 기업연금 대신에 '퇴직연금'이라는 용어를 사용하고 있다.

91) 2000년 12월에 강제적인 기업연금(Mandatory Provident Fund)이 도입된 홍콩의 경우 2003년 3월말 현재 8조9,000억원 수준의 규모를 이룩하였다.

던 해외 운용사들에게 상당한 유인이 되고 있다. 따라서 지금은 자산운용 관련 산업의 적절한 대응 방안이 요구되는 시점이 되었다. 대응 방안의 기본 전제는 '투자자의 신뢰도 제고와 자산운용 시장의 규모 확대'가 되어야 한다. 이를 위해서는 건전한 업무 관행 정착과 동시에 자산운용의 경쟁력을 확보하여 투자자의 수익을 증대시키는 것이 필수적이다. 해외 운용사들은 이에 큰 도움이 될 수 있다. 운용사마다 그들만의 독특한 투자 프로세스와 오랜 시간 정착되어온 업무 관행이 우리의 자산운용 산업에 유익할 수 있다는 것이다. 특히 판매망이 그들에게 보다 호의적으로 바뀔 수 있다면 건전한 경쟁 구도가 나타날 것이고, 투자자의 신뢰도 크게 증대될 가능성이 크다. 만약 자산운용 산업의 환경이 외국계 운용사들에 대해 우호적이지 못하게 된다면, 업무 관행의 개선, 투자자의 신뢰도 회복, 자산운용업의 건전한 경쟁 유발에 상당한 어려움이 있을 것으로 예상된다.

<표 VII-1> 외국계 운용사 주요주주 및 지분율^a (2003년 10월 8일 현재)

회 사 명	주요주주	지 분 율	수탁고 (시장 점유율)
국민투신운용	국민은행	80.00%	10조 5,010억원 (6.22%)
	ING	20.00%	
농협CA투신운용	농협중앙회	60.00%	4조 600억원 (2.41%)
	C.A.M. ^b	40.00%	
대신투신운용	대신증권	81.00%	3조 80억원 (1.78%)
	스미토모(생명)	19.00%	
도이치투신운용	D.A.M.G. ^c	100.00%	5,140억원 (0.30%)
랜드마크투신운용	LITMH ^d	93.00%	3조 6,420억원 (2.16%)
	교보생명	7.00%	
맥쿼리-IMM자산	맥쿼리은행	65.00%	1조 7,520억원 (1.04%)
	IMM&컴퍼니	35.00%	
슈로더투신운용	S.I.M.L. ^e	100.00%	3,880억원 (0.23%)
신한BNP파리바투신운용	신한금융지주회사	50.00%	5조 800억원 (3.01%)
	BNP Paribas Asset	50.00%	
외환코메르츠투신	한국의외환은행	46.00%	2조 8,420억원 (1.68%)
	코메르츠뱅크	45.00%	
	교보생명	9.00%	
프랭클린템플턴투신	Templeton Inv.	51.00%	1조 7,490억원 (1.04%)
	Templeton Asset	49.00%	
하나알리안츠투신	하나은행	50.00%	2조 160억원 (1.19%)
	Allianz AG	50.00%	

<앞장에서 계속>

회 사 명	주요주주	지 분 율	수탁고 (시장 점유율)
한화투신운용	한화증권	39.00%	3조 3,980억원 (2.01%)
	충청은행	21.00%	
	Alliance Capital	20.00%	
	국민은행	11.00%	
	굿모닝신한증권	4.50%	
	쌍용화재	4.50%	
PCA투신운용	Prudential	100.00%	1조 9,110억원 (1.13%)
SEI에셋코리아자산	SEI Inv.	51.23%	7,110억원 (0.42%)
	동양증권(주)	34.00%	
	IFC ^f	9.90%	
	박태선외 10인	4.87%	
전체 수탁고			168조 7,430억원
외국계 운용사 수탁고와 시장 점유율			41조 5,610억원 (24.64%)

- a. 시장 점유율은 수익증권과 증권투자회사 합계액 중의 비중을 의미함
b. C.A.A.M: Credit Agricultural Asset Management
c. D.A.M.G: Deutch Asset Management Group
d. LITMH(Landmark Investment Trust Management Holding): Morgan Stanley Fund가 만든 지주회사
e. S.I.M.L: Schroder Investment Management Ltd.
f. IFC(International Finance Corporation): 개도국 민간 기업 투자 목적으로 설립된 국제 투자회사 (미국 소재)
자료: www.kitca.or.kr

나. 해외 투자의 활성화와 해외 자금 유치의 필요성

1997년 경제 위기 이후 우리의 자본시장은 거의 개방되어 운영되고 있다. 환 위험도 과거 어느 때보다도 높아진 상태고, 분산 투자와 해외의 필요성이 크게 대두되었다. 이에 따라 국내외 투자자의 요구도 다양화 되었지만, 아직 자산운용 산업과 시장의 분위기가 이를 뒷받침하기에는 부족하다고 평가된다. 이를 극복하기 위해서는 해외 투자와 해외 자금의 유치 등을 적극적으로 고려하여야 한다.

먼저 간접투자를 통한 해외 투자에 대하여 알아보자. 펀드의 해외 투자는 외국에서 발행되어 국내 투자자에게 판매되는 외국투자신탁증권과 국내에서 발행된 해외 투자 펀드에 의해 이루어지고 있다. 2003년 6월말 현재 외국투자신탁증권은 1.65조원, 해외 투자 펀드는 2.6조원 규모로 늘어났지만, 아직 전체 펀드 규모의 3%에도 이르지 못하고 있다. 기관과 법인들도 외국투자신탁증권이나 해외 투자 펀드를 통한 해외 투자를 꺼리고 있는 것이 사실이다.⁹²⁾ 하지만 현재의 자본시장 환경을 고려할 때 해외 간접투자의 비중은 충분히 더 커질 수 있는 상황이다. 저금리 추세의 지속 및 국제 분산 투자의 필요성 등이 해외 간접 투자의 분명한 이유가 될 수 있다.⁹³⁾

한편, 간접투자인 펀드를 통해 해외 자금을 유치하는 것은 우리 자본시장의 안정성 제고와 국제적 신뢰도 향상에 크게 도움이 될 것이다. 이러한 이유로 이미 1980년대부터 상당히 많은 외수 펀드가 발행되어 외

92) 국민연금도 2003년부터 해외 투자를 할 것이라고 선언하고 이미 4개 해외 운용사를 선정하였지만, 2003년 10월 현재 해외 투자가 이루어지지 않고 있는 실정이다.

93) 일본의 경우에도 저금리와 주식시장의 침체 등으로 일본 펀드의 해외 투자와 역외 펀드 투자가 증가되었다. 2003년 5월말 현재 해외 간접 투자 비중은 전체 수탁고의 24.9%로 확대되었다.

국민들에게 판매되었지만 크게 활성화되지 못하였다. 일부 외수 펀드는 증권거래세 등을 피하려는 목적으로 만들어져서, 해외 운용사가 직접 이용하는 경우도 있다. 2003년 6월말 현재 외수 펀드의 규모는 2.1조원 정도로 알려져 있다. 간접투자를 통한 해외 자금의 유치를 위해서는, 외국인의 자본시장 직접투자보다 우리 운용사들을 통한 외수 펀드 투자가 더 유리하다는 증거를 보여주어야 한다. 운용사들의 끊임없는 노력만이 외수 펀드 규모 확대를 증대시킬 수 있을 것으로 생각된다.

다. 중국(중국, 홍콩, 대만), 일본과의 경쟁: 동북아 허브의 가능성 검토

앞에서 언급하였던 우리 자산운용 산업의 국제화, 해외 투자의 활성화, 해외 자금 유치 등은 우리나라가 동북아 자산운용업의 허브가 되기 위한 필요조건이라고 할 수 있다. 하지만 그 정도의 노력으로 우리나라가 중국 및 일본을 뛰어 넘어서 동북아 자산운용업의 허브가 되기는 매우 어려운 것이 사실이다.

일본은 경제 규모도 우리보다 훨씬 크며 국제 금융시장의 위상을 이미 갖추고 있기 때문에 우리보다 매우 유리한 입장에 있다. 대만, 홍콩, 중국의 3개 권역으로 나누어져 있는 중화권도 만만치 않은 경쟁국의 입장에 있다. 대만은 최근에 적격 외국 기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)의 개념을 없애고 외국인 투자에 대한 규제를 철폐하면서 아시아 투자의 최대 관심 국가가 되었다. MSCI(Morgan Stanley Capital International) 지수 내에서 대만에 대한 국제 투자 비중도 곧 우리를 앞지를 것으로 예상되고 있다. 현재 수탁고 기준으로는 우리의 자산운용 시장이 더 크다고 할 수 있지만 언제 뒤바뀔지 모르는 상황이다. 홍콩은 자산운용 시장이 우리보다 훨씬 선진화되어 있다. 많은 해외 운용사들이 아시아-태평양 본부를 홍콩에 두고 있는 것으로 판

단할 때, 홍콩은 이미 동북아 허브의 입지를 구축하였다고 할 수 있다. 중국은 점점 더 무서운 경쟁국으로 등장할 것으로 예상된다. 중국 경제는 값싼 노동력을 기반으로 급속히 성장하고 있으며, 해외 투자를 유치하려는 중국 정부의 노력으로 자본시장도 점점 커지고 있다. 중국의 잠재력을 인식한 해외 운용사들도 합작사를 통한 중국 진출에 관심을 보이기 시작하였다.

이러한 상황에서 우리 자산운용 산업이 동북아 허브가 되기 위해서는 뼈를 깎는 노력과 진통이 요구되며, 정부 당국의 확고한 의지가 필요하다. 자산운용업의 모든 규제를 국제 기준과 일치하도록 하는 것이 하나의 방법이 될 수 있다.⁹⁴⁾ 하지만 현실적으로 우리의 자산운용업 규제를 단기간에 국제 수준으로 올리기는 매우 어렵다. 이의 대안으로 우리나라를 역외 펀드의 등록국이 될 수 있도록 하는 새로운 역외 펀드 규제 체계를 만드는 것이 제시될 수 있다. 즉, 유럽의 룩셈부르크와 같은 역외 펀드의 등록국이 되도록 하여 아시아-태평양 투자의 허브가 되도록 하자는 것이다. 이를 위해서는 당위성, 가능성, 전략 등 수많은 사항이 고려되어야 한다. 정부가 우리의 자산운용 산업을 동북아 허브로 키우고자 한다면 첫 번째보다는 두 번째 대안에 대하여 심각하게 고려하는 것이 필요하다고 본다.

2. 규모와 특성에 따른 업무 영역의 추구

가. 자산운용업의 확대와 범위의 경제

앞에서도 언급하였듯이 새로운 자산운용 통합법은 자산운용업의 범위를 크게 확대하였다. 보험사의 변액보험(연금)과 은행의 불특정 금전

94) 100억원이 요구되는 자본금 수준의 인하와 공시 등 여러 측면에서 개선이 고려될 수 있다.

신탁뿐만 아니라 투자 자문업과 일임업까지 자산운용업 규제 틀에 포함되었다. 자산운용업의 확대가 기존에 존재하지 않았던 산업을 새로 만드는 것은 아니기 때문에 새로운 시장을 조성하는 효과가 있지는 않다. 하지만 흩어져 있었던 업무들이 같은 규제의 틀 속에서 움직이게 되어 경쟁의 강도가 더 커질 가능성은 매우 높다.

경쟁이 가장 심해질 것은 은행의 불특정 금전신탁, 수익증권, 증권투자회사가 될 것이다.⁹⁵⁾ 변액보험(연금) 중에서도 보험의 성격이 거의 없는 상품은 이들과 경쟁할 것으로 예상된다. 이들은 각 상품의 성격에 따라 대상 고객층이 다를 수 있지만, 안정적 고수익을 추구하는 대부분의 고객을 공통적으로 겨냥한다는 점이 경쟁의 첫 번째 이유가 된다. 경쟁의 두 번째 이유는 판매망을 공유한다는 점이다. 최근의 방카슈랑스 경향과 통합법의 새로운 펀드 판매망에 따르면, 은행, 보험회사, 증권회사가 변액보험, 수익증권 및 증권투자회사를 모두 판매할 수 있다.⁹⁶⁾ 어느 정도 시간이 소요되겠지만 결국 판매의 중심은 계열사 위주에서 투자자 위주로 바뀌어 갈 것이다.

또한 사모 펀드와 투자 일임업 및 자문업간의 경쟁도 확대될 것으로 보인다. 사모 펀드의 투자 제한이 완전히 배제되면서 사모 펀드의 규모가 더욱 확대될 것이고, 일임 및 자문 대상의 자금이 사모 펀드로 흡수될 가능성도 크다. 그동안 형식적으로 공모였지만 실질적인 사모로 조성되었던 펀드는 금융 당국의 노력에 의해 이제는 사모로 발행됨에 따라, 사모의 규모는 더욱 확대될 것으로 보인다.

이러한 환경을 고려할 때, 자산운용사는 어떤 업무에 치중할 것인지에 대해 적절한 전략을 준비하여야 한다. 즉, 자산운용업에 있어서 범위

95) 새로운 통합법 체계에서는 수익증권에 비해 설립이 번거로운 증권투자회사의 경쟁력이 크게 떨어질 것으로 예상된다.

96) 불특정 금전신탁은 은행만 판매할 수 있다.

의 경제를 추구하여야 한다는 것이다. 물론 충분한 자본과 인력을 가진 회사의 경우에는 모든 업무에 충실할 수 있겠지만, 많은 회사들이 그렇지 못한 것이 현실이다. 따라서 중소형 자산운용사들은 펀드 업무에만 충실할 것인지, 아니면 일임 업무에도 자원을 할당할 것인지를 결정하여야 한다. 또한 공모와 사모 펀드의 운용 구분 강화에 어떻게 대처해 나갈 것인지에 대해서도 준비하여야 한다. 현실적으로 운용 인력과 수탁고에 한계가 있는 중소형 자산운용사들이 공모와 사모 및 일임 업무까지 감당하기에는 상당한 어려움이 있을 것으로 예상된다.

한편, 운용 방법에 있어서도 각사의 특징을 살릴 수 있는 운용 철학이 필요한 시점이다. 지금도 몇몇 운용사들은 각사의 운용 철학에 맞게 펀드를 운용하고 있다. 예를 들어, 소극적인 인덱스 위주 또는 가치형 투자가 이에 해당한다. 중소형인 운용사가 모든 유형의 운용 방법을 구사한다는 것은 경쟁력 저하가 우려되고 회사의 이미지 형성에도 도움이 되지 못할 수 있다. 따라서 회사의 규모와 능력에 맞게 범위의 경제를 추구하고, 향후 회사의 규모가 충분히 커지면서 업무의 범위를 늘려 나가는 것이 바람직하다.

나. 자산운용사와 규모의 경제

제IV장의 재무 분석에서 본 바와 같이 대형사들은 매우 낮은 운용 수수료에도 불구하고 비교적 순조롭게 운영되고 있지만, 소형사들은 상대적으로 높은 운용 수수료에도 불구하고 어려움을 겪고 있다.⁹⁷⁾ 이는 많은 투신운용사들의 수탁고가 규모의 경제를 달성하지 못했기 때문으로 해석된다. 소규모 투신운용사들은 불필요한 기능들을 외부에 위탁함으로써 수익성을 추구할 수도 있다. 하지만 궁극적으로는 합병을 통해

97) 이것은 매우 상대적인 비교로, 소형사들이 고객에게 충분한 서비스를 제공할 정도의 운용 수수료를 받고 있다는 의미는 아니다.

수탁고를 증가시키는 것이 가장 효과적이라고 생각된다.

물론 투신운용사들의 존재 이유가 경제성이나 수익성에만 의존하는 것은 아니기 때문에 합병이 쉽게 일어나기 어려운 측면도 있지만, 순수하게 경제적 측면에서만 본다면 합병에 의한 수탁고 증가가 바람직하다. 어느 정도의 수탁고가 규모의 경제를 달성할 것인가에 대해서는 아직 뚜렷한 결론이 내려지기 어렵지만, 현재의 투신운용사 평균 수탁고인 5조원 정도는 되어야 안정적인 수탁고라고 생각된다. 평균 운용 수수료를 20bp로 계산할 때 5조원의 수탁고는 약 100억원의 운용 수입을 의미한다고 하겠다.⁹⁸⁾

수탁고에 있어서 규모의 경제를 달성하기 위하여 합병이 이루어진다고 할지라도 질적인 측면이 충분히 고려되어야 바람직한 합병이 이루어질 수 있다. 예를 들어, 합병 대상 회사의 고객 계층이 대개 기관 위주이거나, 양사의 펀드 구조가 모두 MMF 중심이면 바람직한 합병이라고 하기 힘들다. 합병 후에도 고객 기반이 기관 쪽으로 치우치거나 MMF가 수탁고의 대부분을 차지한다면 합병의 효과가 크게 손상될 가능성이 높기 때문이다. 더 나아가 판매망이 중복되지 않는다면 향후의 수탁고 신장에도 도움이 될 수 있을 것이다.

98) 업계의 의견에 의하면 40~50명의 임직원을 가정할 때 3조원 정도의 수탁고부터 순수익이 발생한다고 한다.

3. 투자자 요구 충족을 위한 다양한 서비스의 제공

가. 전환형 간접투자기구의 활용 및 펀드 패밀리 개념의 도입

간접투자자산운용업법은 제139조에 전환형 간접투자기구의 개념을 도입하여 펀드간 전환을 용이하게 하였다. 이는 기존의 유럽식 엠프렐러 펀드나 미국식 시리즈 펀드에 해당한다. 자산운용사들은 전환형 펀드의 개념을 이용하여 고객 투자의 편리성을 크게 증가시킬 수 있다. 지금까지는 한 번 펀드를 매입하면 투자자는 환매를 하거나 보유하는 옵션만을 가졌지만, 이제는 다른 펀드로 전환할 수 있는 옵션을 하나 더 가지게 되는 것이다.⁹⁹⁾ 전환형 펀드에서는 전환에 요구되는 비용이 일정 조건을 만족하면 면제되거나 매우 작을 것이므로, 이 제도는 시장의 추세와 투자 성향 변화에 따른 투자자의 요구를 부분적으로 충족시킬 수 있다. 전환형 개념의 사용은 환매를 통하지 않는 새로운 펀드의 보유를 유도하여, 투자자의 투자 성향을 존중하면서 펀드의 장기화를 촉진할 수 있고, 수탁고 유지에도 도움이 될 수 있다.

하지만 전환형 펀드만으로는 투자자의 요구를 충분히 충족시키기 어렵다. 왜냐하면 전환형으로 발행되는 펀드의 종류가 다양할 수 없기 때문이다. 하지만 운용사와 판매사가 자체적으로 펀드 패밀리의 개념을 도입하면 이를 해결할 수 있다. 뮤추얼 펀드에서 펀드 패밀리란 같은 스폰서에 의해 만들어지는 펀드 군 또는 집합을 의미한다.¹⁰⁰⁾ 예를 들어, Fidelity나 Vanguard의 모든 펀드는 각각의 펀드 패밀리에 포함된다. 하

99) 엠프렐러 펀드라는 이름으로 지금도 전환이 허용되는 펀드가 있지만, 그 규모도 매우 작고 운용사들이 크게 이용하지도 않았다.

100) 같은 펀드 패밀리에 속한다는 것은 투자자 서비스 측면에서도 중요한 의미를 가진다.

나의 스폰서에 의해 만들어진 펀드 패밀리에서는 펀드의 전환이 쉽게 허용된다. 따라서 우리도 하나의 운용사에 의해 운용되는 모든 공모 펀드를 펀드 패밀리로 묶어 투자자에게 판매하면 투자자의 펀드 전환 옵션은 더 커질 수 있다.¹⁰¹⁾ 펀드 패밀리에서도 전환형 펀드에서와 마찬가지로 전환을 허용하되, 환매 후 매입하는 것보다 훨씬 적은 비용을 요구한다면 투자자가 펀드에 머무는 시간도 훨씬 길어질 것이고 펀드도 장기화 될 것이다.

펀드 패밀리의 개념은 새로운 통합법에 제시되지 않았으므로 개별 자산운용사와 판매회사의 입장에서 스스로 도입하여야 한다. 새로 설립되는 펀드의 약관이나 정관에 펀드 패밀리의 개념을 도입한다면, 법적 기반 없이도 저렴한 비용으로 펀드 전환을 유도할 수 있을 것으로 생각된다. 한 가지 어려운 점은 한 펀드 패밀리의 모든 펀드가 한 판매회사에 의해 판매되지 않을 경우에는 전환이 어렵다는 것이다. 하지만 펀드 슈퍼마켓과 직판이 시작되면 부분적 펀드 판매의 문제점도 어느 정도 해결될 것으로 보인다.

나. 종류형 펀드 개념을 통한 수수료의 다양화

간접투자자산운용업법 제138조에서 말하는 종류형 펀드란 미국의 클래스 펀드를 말한다. 하나의 펀드를 보수나 수수료의 종류에 따라 여러 개의 클래스로 나누는 것이 클래스 펀드다. 하나의 펀드를 보통 3~4개의 클래스 펀드로 나누는 것이 일반적이다. 일률적으로 말하기는 어렵지만, 클래스의 선택은 투자자의 수준, 판매 채널의 형태, 투자 목적 등에 따라 달라진다. 예를 들어, 판매원과의 상담을 통해 펀드를 매입하되 장기 보유가 예상되는 사람에게는 클래스 A 펀드가 판매되며, 인터넷을 통한 판매의 경우에는 판매 수수료가 거의 없는 클래스 C의 펀드가 판매될

101) 사모 펀드나 특별한 목적을 가지는 펀드는 제외되어야 한다.

수 있다.

새로운 통합법에서는 투자자에 따른 보수와 수수료의 차등을 인정하여 종류형 간접투자기구를 도입하였다. 개인과 기관 또는 인터넷 판매 등에 소요되는 판매 비용이 다른 것을 감안할 때 종류형 펀드의 발행은 매우 유용하리라고 사료된다. 종류형 펀드가 성공하기 위해서는 판매에 있어서 뚜렷한 변화가 있어야 한다. 먼저, 객장에 찾아와 펀드를 매입하고자 하는 고객에게는 고객의 투자 성향 파악과 충분한 정보의 제공이 이루어져야 한다. 또한 펀드 투자의 장기화와 펀드간의 자유로운 전환도 종류형 펀드 성공의 기본 조건이 된다. 선취 판매 수수료를 내는 경우에는 장기간 펀드에 머물러 있어야 투자자의 펀드 매입 비용이 회석될 수 있기 때문이다. 한편, 확정기여형 기업연금(퇴직연금)의 투자에도 종류형 펀드가 매우 중요할 것으로 보인다. 인터넷 등으로 투자되는 확정기여형 기업연금의 펀드 매입에 지나치게 많은 판매 수수료가 부과되면 곤란하기 때문이다.

다. 판매 채널의 다양화와 개방형 구조의 진행

판매 채널의 다양화는 펀드 산업의 건전한 경쟁을 유도하면서 투자자와 운용사 양자에게 혜택을 줄 수 있다. 운용사는 자신들에게 적합한 판매 채널을 채택하여 펀드의 판매를 촉진할 수 있고, (개인)투자자도 원하는 채널을 이용하여 저렴하게 펀드를 매입할 수 있다. 그동안 우리의 펀드 판매는 증권회사와 은행을 통해 이루어졌다.¹⁰²⁾ 상대적으로 역사가 짧은 은행의 펀드 판매가 아직은 증권회사의 판매에 크게 뒤지고 있지만, 펀드 판매회사로서 은행의 경쟁력은 더욱 커질 것으로 예상된다. 이러한 예상은 은행의 판매 기반이 주로 개인을 대상으로 하기 때문이다. 증권회사는 비용과 노력 및 시간이 많이 소요되는 개인 대상 영업

102) 전업 투자신탁회사가 있던 시절은 여기서 언급하지 않기로 한다.

보다는 상대적으로 수탁고 증대가 용이한 기관 영업을 주로 하였다. 증권회사의 펀드 판매 영업이 이대로 지속된다면 증권회사는 기관 중심이 되고 은행은 개인 중심의 수탁고를 가지게 될 것이다. 하지만 기관 수탁고는 안정성이 매우 떨어지는 반면 개인 고객 기반은 상대적으로 안정적인 수탁고를 형성할 것으로 예상되어, 장기적으로 펀드 판매의 중심이 은행으로 옮겨갈 가능성이 매우 높다.¹⁰³⁾

새로운 통합법은 펀드 판매를 보험회사로까지 확대하였고 순차적으로 직접 판매도 허용할 예정이어서, 우리나라의 펀드 판매 채널도 매우 다양하게 나타날 것이다. 미국과 영국 등의 선진국에서는 오래 전부터 판매 채널의 다양화가 진행되었고, 최근에는 일본도 판매 대리점 및 우체국 등으로 펀드 판매 채널을 확대하고 있다.¹⁰⁴⁾ 이러한 현상은 펀드 판매의 개방형 구조를 촉진시켜 이에 관계된 다음의 3가지 이슈를 제기한다: ① 계정 통합, ② 펀드의 광고, ③ 퇴직 연금의 취급.

첫째, 계정 통합은 점점 복잡해지는 금융 환경 속에서 매우 중요한 의미를 가진다. 앞서서도 언급하였듯이 계정 통합이란 여러 금융기관에 분산되어 있는 투자자 정보를 하나로 통합하여 보여주는 것이다. 이는 물리적인 계정 통합이 아닌 계정 정보의 통합 제공이라고 할 수 있다. 계정 통합이 펀드 산업에만 관계된 것은 아니지만 펀드의 판매 채널 다양화에 의해 그 중요성이 촉발되었다고 할 수 있다. 우리의 경우에도 이제 계정 통합이 필요한 시기가 되었다고 하겠다. 2003년 9월 말 현재 계정 통합 서비스를 제공하는 금융기관은 전혀 없다.¹⁰⁵⁾ 펀드 산업의 입장에서 자본금과 인력 구조를 고려할 때 운용사는 계정 통합 서비스를 제공하기 매우 어렵고, 계정 통합 서비스를 효율적으로 제공할 수 있는

103) 프랑스의 경우 은행의 펀드 판매가 70~80% 정도이고, 이태리는 90%에 이른다.

104) 미국, 영국, 일본의 판매 채널 다양화에 대해서는 투신협회가 조사한 “주요국의 투신 상품 판매 채널 변화 및 시사점(2003년 8월)”을 참조하시오.

105) 한 인터넷 업체에 의해 계정 통합 서비스가 시작되기는 하였다.

주체는 증권회사와 은행이라고 할 수 있다. 향후에 어떤 형태로든 펀드 슈퍼마켓이 등장할 경우 계정 통합의 중요성은 더욱 크게 부각될 것이다. 초창기에는 계정 통합 서비스의 제공이 고객 확보의 수단이 될 수 있다. 하지만 우리나라의 협소한 금융 환경에서는 계정 통합 서비스를 제공하지 않는 금융회사만이 경쟁에 뒤처질 가능성도 배제할 수 없다.

둘째, 펀드 광고의 중요성이 크게 부각될 것이다. 판매 채널이 제한되어 있던 시절에는 광고의 효과도 매우 제한적이어서 광고의 의미가 크지 않았다.¹⁰⁶⁾ 하지만 펀드 판매의 개방형 구조가 정착되면 광고의 효과가 매우 클 수 있으므로 대중매체를 통한 광고가 넘쳐날 수 있다. 미국의 경우에도 펀드 슈퍼마켓이 등장하면서 펀드 판매의 개방형 구조가 촉발되어 1990년대에 TV 광고 등이 크게 증가하였다. 펀드 광고의 증가에 있어서 걱정스러운 것은 투자자를 오해하게 하는 과장 광고가 다시 한 번 유행할 가능성이 있다는 것이다. 포지티브 광고 체계를 사용하는 미국에서도 지나친 과장 광고가 문제가 되었던 것으로 미루어 볼 때, 자산운용업 스스로가 이에 주의하여 다시 한 번 자산운용업의 신뢰를 떨어뜨리지 말아야 한다.

셋째, 2004년도에 도입될 예정인 퇴직 연금의 투자 수단인 펀드의 마케팅과 판매에도 개방형 구조의 영향이 있을 수 있다. 확정 기여형 퇴직 연금의 경우 마케팅과 판매의 대상은 사용자와 개별 근로자라고 할 수 있다. “instividual”로 표현되는 사용자와 개별 근로자에 대한 마케팅과 판매에 개방형 구조가 영향을 준다.¹⁰⁷⁾ 즉, 개별 뮤추얼 펀드가 누구에

106) 1997년 경제 위기 이후에 투신권의 지나친 펀드 광고가 있기도 하였으나, 여기서는 일반적인 경우를 언급하기로 한다.

107) Goldman Sachs는 이러한 2층 구조의 대상을 “instividual”이라는 용어로 표현하여 유행시켰다. 이는 사용자 기관인 institution과 개인인 individual의 합성어다. 즉, 뮤추얼 펀드는 사용자가 정하는 투자 대상에 포함되어야 하고, 그 이후에는 개별 근로자의 투자 선택을 받기 위하여 마케팅과 판매가 이루어진다는 것이다.

의해 마케팅과 판매되느냐에 따라 비용과 서비스 수준이 달라질 수 있다. 한편, 확정 기여형 퇴직 연금에 있어서는 장부의 기록 및 유지(record keeping, 이하 기록관리라고 함)가 매우 중요하다. 기록관리는 제도의 유지 및 관리, 복잡한 세제의 계산, 기여의 구분, 근로자의 이직 관리, 개인퇴직계좌로의 전환 등에 필수적 하부구조로, 상당한 정보기술과 경험을 요구한다.

기록관리는 상당한 자금과 정보기술을 필요로 하기 때문에, 기록관리 업무 자체로부터 수익성을 추구하기는 매우 어렵다. 미국에서도 기록관리 업무는 이익을 얻기보다는 자금을 펀드로 유치하기 위하여 수행하는 경우가 많다. 뮤추얼 펀드 회사의 어떤 임원은 “기록관리 업무로부터 12bp 이상 손실을 보지 않는다면 성공이다”라고 할 정도로 기록관리 업무의 수익성은 좋지 않지만, 자금 유치를 위해 매우 중요한 업무다. 개방형 구조가 확산되면 기록관리 업무의 수행에도 큰 변화가 생길 가능성이 있다. 운용사는 개방형 구조의 진전에 대비하여 어떤 판매 채널을 선택하여 이용할 것인가를 사전에 충분히 고려하여야 한다. 또한 증권회사와 은행은 판매회사로서 개방형 구조에 대비한 경쟁력 강화 방안을 마련하여야 한다. 특히 대형 증권회사는 일임형 랩 및 위탁매매 업무와 연계된 펀드 슈퍼마켓의 개설에 대해서도 충분히 고려하여야 할 시점이다.

라. 고객 유형별 자문 서비스: 부유층 투자자와 소규모 투자자

여기서는 앞에서 언급하였던 자산운용업의 범위의 경제보다는 개인 고객의 유형에 따른 서비스의 차별화에 대해 살펴보고자 한다. 개인 고객은 크게 부유층 투자자(high net-worth investors)와 소규모 투자자(small investors)로 구분할 수 있다. 이들에 대한 서비스는 수익성 기준으로 평가할 때 차별화가 될 수밖에 없다.¹⁰⁸⁾ 부유층 투자자에 대해서는

개인별 자산관리 서비스를 제공하는 프라이빗 뱅킹 서비스가 제공되어야 하고, 소규모 투자자에 대해서는 이런 서비스가 제공되기 매우 어렵다.

하지만 점점 복잡해지는 금융 환경을 고려할 때 자산관리 서비스가 부유층 투자자에게만 제공된다면 절대 다수를 차지하는 중산층 투자자의 확보에 어려움이 있을 것이다. 따라서 소규모 투자자 계층을 위한 자산관리 서비스 체계를 마련하는 것도 자산운용업의 경쟁력 차원에서 매우 중요하다. 부유층 투자자에게는 개별적 상담을 통한 프라이빗 뱅킹 서비스를 제공하고, 소규모 투자자를 위해서는 인터넷을 통한 자산관리 서비스를 제공하는 방법에 의해 금융 서비스를 차별화 한다면 고객 유형별로 적절한 자문 서비스를 제공할 수 있을 것이다. 이러한 서비스의 차별화는 이미 미국에서 정형화되어 있다.

한편, 과거보다 자산관리 서비스의 중요성이 부각되고 있으므로 부유층 투자자에 대한 기준에도 변화가 있어야 한다. 미국에서도 과거에는 \$100만 이상의 투자자를 자산관리 서비스 제공을 위한 부유층 투자자로 분류하였지만, 지금은 \$10만 이상의 투자자에 대해서도 자산관리 서비스를 제공하고 있으며, 심지어는 \$5만 이상도 이 범주에 포함시키기도 한다. 부유층 투자자의 정의 변화는 노령 사회의 진전과 매우 밀접한 관계를 가진다. 과거에는 평균 수명도 짧고 노후에 대한 준비가 충분하지 못하여 투자 자산 규모의 성장에 한계가 있었다. 따라서 금융기관의 입장에서도 소규모 투자 자산에 대해서 크게 신경을 쓸 필요가 없었다. 하지만 1990년대부터의 미국 사회는 큰 변화를 경험하기 시작하였다. 즉, 베이비붐 세대의 은퇴 준비와 노령 사회가 다가옴에 따라 젊은 투자자들은 노후를 위해 투자 규모를 확대하기 시작하였다. 이에 미국 주식시장의 호황이 큰 도움이 되었다. 예를 들어, \$10만을 투자하였던 젊은 투자자가 10년도 안 되어 \$100만~200만의 고액 투자자가 되었다는 것이다.

108) 서비스 제공 회사는 운용사가 될 수도 있고 증권회사나 은행이 될 수도 있다.

이 의미는 중산층 투자자가 가까운 장래에 부유층 투자자가 될 가능성이 높으므로, 이들에 대한 서비스에도 관심을 기울여야 한다는 것이다.

우리나라에서도 퇴직연금의 도입 및 자산운용업법의 제정과 함께 미국에서와 같은 현상이 벌어질 가능성이 매우 높다.¹⁰⁹⁾ 이는 결국 (연령을 고려하여) 부유층 투자자에 대한 기준을 낮추어, 그들에게 개별적 자산관리 서비스를 제공하는 것도 금융회사의 바람직한 전략이 될 수 있다. 특히, 펀드 투자가 장기화 될 경우에는 젊은 투자자에 대한 자산관리 서비스의 제공이 운용사나 판매회사의 장기적 수익성에 크게 기여할 가능성이 높다고 하겠다.

마. 자녀의 고등교육을 위한 저축 상품: 제도적, 비제도적 노력

문명화 된 어느 나라에서도 자녀의 고등교육(대학 이상의 교육)은 매우 중요한 논란거리다. 고등교육에는 상당한 비용이 소요되므로 학부모들은 미리 이를 위한 저축을 하는 경우가 많다. 정부는 학부모들의 고등교육 비용을 위한 저축을 장려하는 것이 당연한 일이라고 할 수 있다. 미국의 경우에는 1996년 처음으로 529 대학 저축 플랜(이하 529 플랜)이 도입되어 학부모들이 세제 혜택을 받으면서 투자할 수 있게 되었다. 1998년에 \$200,000에 불과하였던 529 플랜 자산은 2002년 말에는 \$185억으로 증가하였고, 2003년 말에는 \$354억으로 급증하여 529 플랜의 대중성을 입증하고 있다. 2003년 3월말 현재 529 플랜 계정의 평균 규모는 \$6,569이다. 529 플랜에는 저축 플랜(savings plan)과 선불 플랜(prepaid

109) 전세계적으로 베이비붐 세대는 제2차 세계대전이 끝난 1946년부터 1965년까지 태어난 세대를 말한다. 하지만 우리나라의 입장에서의 베이비붐은 6.25 전쟁이 끝난 1953년경부터 시작되기 때문에 미국보다 7~8년 늦게 시작되었다고 할 수 있다.

plan)이 있다. 선불 플랜은 학생의 이름으로 계정을 개설하여, 수업료 플랜 컨소시엄(Tuition Plan Consortium, 이하 TPC)에 가입된 대학의 수업료 충당을 위해 사용될 수 있다.

대학 교육 비용을 위한 저축에 있어서 가장 중요한 요소는 인플레이션 등에 의한 대학 학비의 인상이라고 할 수 있다. 미리 저축을 해도 대학 학비가 크게 인상되는 경우에는 저축이 학비를 충당하지 못하기 때문이다. 우리는 이미 1970년대에 대학 학비 충당을 위한 교육 보험이 실패하였던 사례를 알고 있으므로 인플레이션에 대비한 고등교육 저축 수단의 필요성을 절감하고 있다. 이러한 이유로 인해 2003년 3월 현재 미국 529 플랜 자산의 98%가 뮤추얼 펀드에 투자되고 있다. 이러한 사실로부터 고등교육 저축을 위해 자산운용업이 얼마나 중요한가를 쉽게 알 수 있다.

우리나라에는 아직 세제 혜택을 가지는 고등교육 저축 제도는 존재하지 않는다. 미국의 529 플랜과 같은 제도를 만드는 것은 정부의 의지에 달려 있지만, 자산운용업계가 정부의 제도 설정 여부에만 의존하는 것은 매우 소극적인 자세라고 할 수 있다. 세제 혜택을 가지는 제도가 없을지라도 자산운용업계는 고등교육을 위한 자산의 유치에 지금부터라도 노력을 기울여야 한다. 즉, 대학 학비 마련을 위한 펀드를 만들어 마케팅하고 판매해야 한다는 것이다. 장기 투자를 가정한 전환형 간접투자 기구가 학부모를 위한 펀드 설정의 한 방법이 될 수 있다.¹¹⁰⁾ 가까운 장래에 정부가 세제 혜택을 가지는 고등교육 저축 제도를 신설하고 기존 저축 자산의 이전을 허용한다면 고등교육 저축 시장의 규모는 연금 시장 규모와 함께 매우 크게 성장할 가능성이 있다.

110) 고등교육 저축 또는 투자를 위해서 폐쇄적으로 펀드를 만들 필요는 없다. 단지, 고등교육 비용 충당에 적합하도록 펀드를 만드는 것만으로 충분하다고 본다.

4. 공정성과 신뢰성 제고

공정성과 신뢰성 부족은 우리나라 자산운용업의 고질적인 병폐다. 1997년의 경제 위기와 대우 사태를 겪으면서 자산운용업에는 공정성과 신뢰성 제고를 위하여 많은 제도 개혁과 실무적 노력이 있었지만 아직도 상당히 부족한 상태라고 하겠다. 이를 다음과 같은 5가지 측면에서 살펴보고자 한다.

첫째, 불공정한 부의 이전을 방지하여야 한다. 새로운 통합법에서는 수탁회사의 수탁 의무를 강조하고 유가증권의 임의 할당을 방지하는 등 여러 가지 조치를 취해 불공정한 부의 이전이 발생할 수 있는 여지를 차단하였다. 하지만 중요한 것은 운용사가 불공정한 부의 이전을 방지하려는 결연한 의지가 있어야 한다. 과거와는 달리 운용사간의 차별화가 생기기 시작하는 이 시점에 부의 이전이 불공정하게 발생한다면, 이는 해당 운용사의 신뢰성 하락뿐만 아니라 존폐의 위기를 불러올 것이다. 과거와 같은 불공정 거래가 실무적 관행으로 이어진다면 자산운용업 자체가 장기 침체에 빠질 가능성도 있다. 오랜 컴플라이언스 경험을 가진 외국계 운용사와의 공정한 경쟁을 위해서라도 부의 이전이 불공정하게 이루어져서는 곤란하다.

둘째, 사모 펀드와 공모 펀드의 방화벽을 강화하여 실질적인 분리를 추진하여야 한다. 공모 중심으로 운영되어 왔던 우리의 자산운용업은 금융 당국의 노력에 의해 기관 단독 (공모)펀드를 사모 펀드로 유도하는 과정에 있다. 지금은 사모 펀드가 공모 펀드의 규모를 앞지르려는 추세에 있다. 금융 당국은 이미 감독규정 수정에 의해 공모와 사모의 운용을 엄격하게 구분하여, 불공정 거래의 가능성을 차단하고 감독의 효율성을 높이려고 하였다. 하지만 영세한 펀드 규모와 운용 인력의 부족 등으로 인하여 감독 당국의 굳은 의지가 아직 실무적으로 정착되지는 못했다.

대형사들은 운용 인력의 분리 등을 시행하여 사모와 공모의 방화벽 설치에 노력하는 회사가 있지만, 중소형사들은 현실적 어려움을 이유로 방화벽 설치에 매우 회의적인 경우가 많다. 하지만 계속해서 사모와 공모의 구별이 뚜렷하게 이루어지지 못할 경우, 불공정 거래가 발생할 가능성을 배제하기는 매우 어렵다. 자산운용업 전체의 신뢰성을 제고시키기 위해서는 공모 펀드의 규모를 대형화하면서 사모 펀드와 공모 펀드의 방화벽을 규정하는 현행 감독규정을 운용사 스스로가 지켜나가야 할 것이다.

셋째, 펀드 감시의 실질적 기능을 제고시켜야 한다. 새로운 통합법에 의해 수탁회사가 대부분의 펀드 감시 기능을 담당하게 되었다. 하지만 이는 외부 감시 기능에 해당하고, 운용사 내부의 입장에서 펀드의 감시 기능이 제고된 것은 거의 없다. 운용사 내부의 펀드 감시는 기능적 측면에서 준법감시인이, 조직적 측면에서는 전통적인 감사가 담당하고 있다. 신탁재산의 자산 총액(이하 수탁고)이 6조원 이상인 운용사는 감사위원회를 설치하여 펀드의 내부 감시를 하도록 하고 있다. 이러한 펀드의 내부 감시 체제는 2가지 면에서 개선의 여지를 가지고 있다. 첫째, 감사와 준법감시인의 역할이 중복되는 부분이 많아 책임의 귀속과 실질적인 감시에 어려움이 있을 수 있다. 준법감시인과 감사를 일원화 하여 운용사 및 펀드의 내부 통제를 효과적으로 수행하는 것이 바람직하다고 하겠다. 둘째, 수탁고 6조원을 기준으로 하는 감사위원회 설치에 매우 임의적이어서 감사위원회 설치 의미를 퇴색시키는 경향이 있다. 따라서 수탁고에 무관하게 준법감시인을 포함하는 감사위원회를 설치하되, 과도한 비용 발생을 방지하고 감사위원회의 기능을 활성화하는 데 주력하여야 한다.¹¹¹⁾

111) 미국 뮤추얼 펀드 협회인 ICI의 15 Best Practices for Fund Directors에 독립 이사의 자격 강화와 audit committee 설치가 추가되었다. 펀드마다 audit committee를 설치하는 것은 Sabanes & Oxley Act에 영향을 받은 것으로, 비

넷째, 자산운용업 종사자의 교육에 힘을 써야 한다. 운용에서 시작하여 마케팅 및 판매에 이르기까지 자산운용업 종사자조차도 실무와 윤리에 대한 올바른 인식이 희박한 경우가 많다. 실무와 윤리에 대한 올바른 인식 부족은 기존의 그릇된 실무 관행을 계속 유지하도록 할 가능성이 있다. 따라서 자산운용업 종사자들에게 실무 및 윤리 교육을 정기적으로 수행하여 그들에게 올바른 방향을 제시하여 주어야 한다.

마지막으로 불공정 행위에 대한 징계를 강화하여야 한다. 과거의 그릇된 실무 관행은 피하기 어려웠던 제도적, 현실적 어려움에 기인한 측면도 상당히 있었지만, 더욱 큰 원인은 불공정 행위에 대한 운용사와 감독 당국의 징계가 매우 약했기 때문이라고 할 수 있다. 법에 의한 징계도 크지 않았을 뿐만 아니라 명백한 불공정 행위에 대해서도 현실적 이유를 들어 징계가 내려지지 않았던 경우가 너무나 많았다. 불공정 행위에 대한 징계의 부족은 결국 자산운용업 종사자의 도덕성을 해치게 하였고, 현재와 같은 자산운용업의 신뢰성 하락으로 연결되었다. 자산운용업의 바람직한 발전을 위해서는 불공정 행위에 대한 운용사 및 감독 당국의 징계 강화가 필수적이다.

5. 노령화 사회와 연금 시장

우리나라는 이미 2000년에 65세 이상의 노령 인구 비율이 7%를 넘어서서 고령화(aging) 시대에 접어들었고, 2019년에는 14%를 넘어서 고령(aged) 시대가 될 것이 예상된다. <표 VII-2>는 OECD에 의해 추정된 우리나라 인구 노령화 추계를 보여주고 있다. 인구 증가율은 1970년 이래 계속 줄어들어 2050년에는 -0.3%가 될 것이다. 인구 증가율 감소에 의해

용 관계상 우리나라에 직접 적용하기는 매우 어렵다. 그 대신에 자산운용사 펀드 전체를 감시하는 감사위원회의 기능을 활성화 한다면 충분히 효과가 있을 것이라고 생각한다.

나타나는 현상은 15~64세의 노동 인구에 비해 65세 이상의 노령 인구 비중이 급속히 증가한다는 것이다. 표에서 알 수 있듯이 65세 이상 인구의 증가율은 2050년까지 계속 양의 값을 나타내어 65세 이상 인구의 계속적인 증가를 예시하고 있다. 하지만 15~64세의 노동 인구 증가율은 음수가 되어 노동 인구가 감소하기 시작한다는 것을 알 수 있다. 결국 65세 이상 인구수를 15~64세의 노동 인구수로 나눈 부양율은 1970년에 6%였으나 2050년에는 41.7%에 이를 것이다. 이는 노인 1명을 부양하기 위해 1970년에는 젊은 사람 16.7명이 있었으나, 2050년에는 2.4명만이 있을 것임을 의미한다. 부양율의 증가는 OECD 국가보다 매우 빠르게 진행되고 있으며, 2050년에는 OECD 평균을 초과한다는 것은 매우 심각한 문제다. 이러한 이유로 우리나라는 OECD 국가 중에서 인구 노령화의 부작용이 가장 크게 나타날 국가로 지목되고 있다.¹¹²⁾

<표 VII-2> 우리나라의 인구 노령화 추계 (2000년 3월 현재 추계)

연 도	1970	2000	2020	2040	2050
총 인구	2,500만	4,684만	5,190만	5,270만	5,128만
인구 증가율	2.5%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.3%
65세 이상 인구	105만	315만	637만	1,202만	1,267만
15~64세 인구	1,744만	3,362만	3,631만	3,208만	3,040만
65세 이상 증가율	2.4%	3.9%	3.2%	2.3%	0.5%
15~64세 증가율	2.5%	1.3%	0.2%	-0.7%	-0.5%
연령 중위수	19세	31.5세	39.8세	43.6세	44.4세
부양율 (65 ⁺ /15~64)	6%	9.4%	17.5%	37.5%	41.7%
OECD 평균	15%	19.6%	26.9%	38.7%	41.2%

자료: OECD

112) 인구 증가율 감소는 최근에 예상보다 더 급격히 진행되고 있어서 인구 노령화의 문제는 예상보다 더 심각해질 가능성이 있다.

베이비붐 세대의 은퇴가 다가오면서 이들의 노후 생활에 대한 걱정이 크게 대두하기 시작하였다. 이에 정부는 국민연금 제도를 정비하고, 퇴직금 제도를 개선한 퇴직 연금 제도를 도입하려고 하며, 개인연금의 활성화를 위하여 노력하기 시작하였다. 여기서는 퇴직 연금 제도 도입에 대한 자산운용업의 대응 방안에 대해 간단히 살펴보고자 한다.

2003년 10월 현재 노동부는 「근로자 퇴직 급여 보장법」 초안을 만들어 입법 예고한 상태이므로, 2004년 중에는 퇴직 연금 제도가 도입될 것으로 예상된다. 이때 가장 중요한 것은 자산운용업계가 퇴직 연금 제도에 의한 근로자의 퇴직 재산이 안정적으로 운영될 수 있도록 최선의 노력을 기울여야 한다는 것이다. 근로자의 퇴직 재산이 안정적으로 운영이 되면 자산운용업과 자본시장도 안정적인 수요 기반을 확보할 가능성이 높다. 결국 퇴직 연금의 도입은 퇴직 연금 시장과 자산운용업이 시너지 효과를 발휘할 수 있는 계기를 제공한다고 할 수 있다.

퇴직 연금은 확정 급여형(defined benefit, 이하 DB 플랜)과 확정 기여형(defined contribution, 이하 DC 플랜)으로 구분된다. 일반적으로 언급한다면 운용사, 증권사, 은행, 보험회사가 DB와 DC의 운영을 위해 선의의 경쟁을 할 것이다. 먼저 DB 플랜에 있어서 운용사는 사용자를 대신하여 퇴직 연금 재산을 운용할 수 있다. 이는 미국의 DB 플랜에 있어서 매우 일반적인 형태로 뮤추얼 펀드 회사가 사용자로부터 DB 플랜 자산을 위탁 받아 일임의 형태로 운용해 주는 것이다. 2003년 10월 현재의 법안에 따르면 퇴직보험을 개선하는 형태로 DB 플랜이 도입될 것으로 보인다. 현재 퇴직보험 시장에서 시장 점유율이 가장 높은 보험회사가 DB 플랜에서도 강세를 보일 것이 쉽게 예상될 수 있다. DB 플랜 시장에 있어서 자산운용사들이 경쟁력을 가지기 위해서는 정해진 수익률을 제공하는 보험회사보다 안정적이고 높은 수익률을 제공할 수 있는 운용 전략을 제시하여야 한다. 사업비나 고정비가 적게 소요되는 운용사

의 입장에서 보험회사보다 높은 수익률을 제공하는 것이 그렇게 어렵지 않을 수 있다. 하지만 수익률보다 더 중요한 것은 마케팅에 있다. 보험회사의 경우는 여러 기업과의 오랜 비즈니스 관계를 무기로 하여 DB 시장에서 가장 경쟁력 있는 주체가 될 가능성이 높다. 보험회사의 DB 플랜 마케팅에 대해 대응 방안을 강구하는 것이 자산운용업계에게는 매우 중요한 것이다.

DC 플랜에서는 얼마나 투명하고 경쟁력 있는 펀드 상품을 제공하는가에 따라 운용사의 경쟁력이 정해진다. 「근로자 퇴직 급여 보장법」의 시행령이나 감독규정 등에 DC 플랜의 투자 대상으로 정해질 수 있는 펀드 상품의 조건에 대한 규제가 있을 것이지만, DC 플랜에 펀드 상품을 제공하고자 하는 운용사는 스스로 펀드의 투명성 제고에 주력하여야 한다.

퇴직 연금 시장의 규모를 예측하기는 매우 어렵다. 하지만 40~50조원으로 추정되는 퇴직급여 총당금 수준과, 연금 제도 시행 3년도 되기 전에 9조원 수준을 달성한 홍콩의 MPF를 고려할 때, 퇴직 연금 제도 시행 3년 내로 10조원 수준의 시장이 형성될 것으로 보인다. 순차적으로 80% 정도의 퇴직급여 총당금이 퇴직 연금으로 전환된다면 10년 이내에 60조원 수준의 퇴직 연금 시장이 형성될 것으로 예상된다. 퇴직 연금 시장에서의 시장 점유율 확보는 금융권의 미래에 매우 중요한 성패 요인이 될 것이다.

VIII. 맺음말

VIII. 맺음말

본 연구에서는 우리 자산운용업을 외국과 비교하는 것부터 시작하여 새로운 통합법 체계에 맞는 자산운용업의 바람직한 방향까지 광범위하게 살펴보았다. 본문에서 제시된 내용과 같이, 현재 우리 자산운용업은 대내외적인 어려움과 함께 도전과 기회의 상황에 있다. 기회를 잘 이용한다면 미국과 같은 안정적인 펀드 시장을 형성하여 자본시장과 기업 자금조달에 크게 기여하겠지만, 실패하면 일본과 같이 자산운용업의 장기 침체에 빠질 수도 있다.

한편, 동북아 금융 시장은 소용돌이치는 세계 금융 환경 속에서 새로운 역할이 기대되어지고 있으며, 우리의 자산운용업은 동북아 금융 시장에서 중추적 활약이 요구되어지는 상황이다. 만약 우리가 이러한 요구에 부응하지 못한다면 일본, 타이완, 홍콩, 중국 등으로 자본시장 중심의 축이 고착화 될 가능성이 크다. 물론, 자산운용업만이 올바르게 발전한다고 하여 우리나라가 동북아 금융 허브가 될 수 있는 것은 아니지만, 노령 인구의 증가와 연금 산업의 중요성 증가로 인해 자산운용업의 중요성이 더욱 확대되고 있는 것만은 틀림없는 사실이다. 따라서 금융 당국과 업계는 자산운용업의 경쟁력 제고를 위하여 최선의 노력을 경주하여야 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

1. 국내 자료

간접투자자산운용업법, 2003.

강창희, 2002, “투자신탁 시장의 장래와 투자 교육”, 『투신』 제31호, 투신협회, 1-12.

고광수·김영갑, 2000, 『미국의 종업원 퇴직 연금제도와 시사점』, 한국증권연구원 연구보고서, 00-03.

김철배, 2002, “투신산업 경쟁력 강화 방안”, 『투자신탁 조사연구 자료집』, 투신협회, 29-60.

안창국, 2002, “자산운용업법 제정 요강을 통해서 본 통합법 제정의 기본 방향”, 『투신』 제35호, 투신협회, 1-16.

우재룡, 2000, “한국 투자신탁 산업의 현황과 전망”, 『투신』 제19호, 투신협회, 5-21.

이헌재, 1999, “투자신탁 산업의 당면 과제 및 향후 정책 방향”, 『투신』 제14호, 투신협회, 5-12.

조세특례제한법.

증권거래소, 『주식』, 최근호.

_____, 『증권시장』, 최근호.

증권예탁원, 2002, “자산운용업법(안) 시행시 예상되는 달라지는 모습들”, 『증권예탁』 제44호, 65-81.

진현수, 1999, “우리나라 투자신탁 판매업의 발전 방향”, 『투신』 제15호, 투신협회, 5-15.

최운열, 1999, “우리나라 자산운용업의 미래”, 『투신』 제14호, 투신협회, 13-25.

통계청, 『월간 국제통계』, 최근호.

투신협회, 『투신』, 각호.

_____, 『투자신탁 가격정보』, 각호.

_____, 2003, 『주요국의 투신 상품 판매 채널 변화 및 시사점』.

_____, 『광고·선전에 관한 지침』.

한국은행, 『기업경영분석』.

한국펀드평가, 한국의 펀드 수수료 자료.

2. 국외 자료

일본 『투자신탁』, 각호.

DataStream, Thompson Financial.

Gremillion, Lee, 2001, 『A Purely American Invention: The U.S. Open-End Mutual Fund Industry』

ICI, 『Mutual Fund Fact Book』 각호 등 각종 자료.

Investment Company Act of 1940.

Pozen, Robert C., 2002, 『The Mutual Fund Business』, 2nd ed., Houghton Mifflin Company.

3. 웹사이트

외환은행, www.kxbank.co.kr (한국)

이태리 펀드 협회 www.assogestioni.it (이태리)

일본 투신협회, www.toushin.or.jp (일본)

투신협회, www.kitca.or.kr (한국)

한국은행, www.bok.or.kr (한국)

Bond Market Association, www.bondmarkets.com (미국)

Investment Company Institute, www.ici.org (미국)

Investment Funds Institute of Canada, www.ific.ca (캐나다)

Investment Management Association,
www.investmentfunds.org.uk (영국)

New York Stock Exchange, www.nyse.com (미국)

Tokyo Stock Exchange, www.tse.or.jp (캐나다)