이슈보고서 21-06

ISSUE
REPORT

공모펀드 활성화 정책의 필요성

권민경

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

공모펀드 활성화 정책의 필요성

저자 권민경*

공모펀드 시장의 침체가 지속되고 있다. 지난 11년 동안 MMF를 제외한 공모펀드 시장은 연평균 1.7% 성장하는데 그쳤으며, 특히 은행·증권사 등 일반적인 금융회사를 통해 판매되는 일반공모펀드의 규모는 오히려 20조원 감소하였다. 동일한 경로로 판매된 사모펀드와 투자일임, 파생결합증권 등 다른 자산운용수단의 규모가 같은 기간 동안 연평균 29%, 51%, 29%씩 증가하였다는 사실에 비추어 볼 때 상황은 더욱 심각해 보인다.

본고에서 꼽는 공모펀드 활성화 정책의 필요성은 다음과 같다. 첫째, 공모펀드는 주식·채권 등의 자산을 직접 거래하는 것이 부담스러운 투자자들을 위해 금융회사가 자금을 대신 운용해주는 간접투자수단의 역할을 수행한다. 둘째, 고객의 추가적인 감시나 개입 노력이 없더라도 대리인에 의해 불미스러운 사고가 발생하지 않도록 다양한 안전장치를 마련해놓고 있다. 셋째, 최소투자금요건이 낮아 소액으로도 세계 각국의 주식과 채권 등 다양한 자산에 분산투자할 수 있으며 온라인·오프라인을 망라하여 판매처가 잘 구비되어 누구나 손쉽게 투자가 가능하다. 특히 퇴직연금이나 개인연금 등을 통해 노후 자금을 마련하고자 하는 투자자에게는 가장 활용도가 높은 금융투자상품이기도 하다.

현 상황에서 공모펀드 시장의 회복을 위한 과제로 크게 두 가지를 꼽을 수 있다. 하나는 판매보수 수취 방식을 개선하는 것이고, 또 다른 하나는 고객으로 하여금 포트폴리오 방식의 다각화된 투자를 하도록 유도하는 것이다. 공모펀드 시장이 발달한 주요 선진국에서는 상기 과제들에 대해 이미 심도 있는 논의가 이루어진 바 있으며 정책적으로도 상당 부분 구현되어 효과를 발휘하고 있기 때문에 이들 사례를 참고하여 국내 산업 환경에 맞게 해당 정책을 도입 및 적용할 필요가 있다.

---

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
펀드연금실 연구위원 권민경 (mkkwon@kcmi.re.kr)

Ⅰ. 논의배경

공모펀드 시장의 침체가 지속되고 있다. 한때 선풍적인 인기를 끌었던 공모펀드는 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 대규모 손실을 기록하여 가입자들에게 커다란 실망감을 안겨주었으며 이후로 지금까지도 고객들의 외면이 계속되고 있다. 반면, 이와 대조적으로 사모펀드 · 투자일임 등 다른 자산운용수단과 ELS(Equity-Linked Securities)를 비롯한 파생결합증권의 판매는 금융위기 이후 대폭 확대되었으며, 최근에는 국내외 주식에 대한 개인투자자의 직접투자도 크게 늘어나고 있는 상황이다. 본고에서는 현재 공모펀드 시장의 침체 상황을 우리가 어떠한 관점에서 바라봐야 하는지에 대해 논의하고자 한다. 보다 구체적으로는 '공모펀드 활성화 정책이 필요한가?' 라는 질문에 대해 답을 제시하려 한다. 그리고 만약 공모펀드 활성화 정책이 필요하다면 정책적으로 어떠한 측면에서 접근하는 것이 바람직한지에 대해서도 알아보도록 한다.

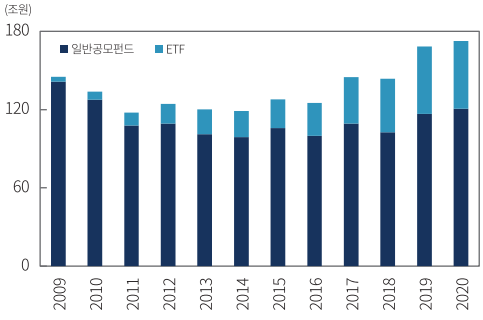
본격적인 논의에 앞서 공모펀드의 유형을 먼저 살펴보자. 공모펀드는 크게 장기형과 단기형으로 구분할 수 있다. 장기형은 증권형 · 파생형 · 부동산 · 특별자산 · 혼합자산을 의미하고 단기형은 머니마켓펀드(Money Market Fund: MMF)를 가리키는 용어다. 투자자의 관점에서 전자는 자산운용수단으로 기능하는 반면 후자는 단기 현금수요를 충족하기 위한 목적으로 활용된다. 본고에서는 자산운용수단으로서 공모펀드 시장의 필요성에 초점을 맞추어 논의하기 때문에 이하 모든 현황 및 논의는 단기형인 MMF를 배제하고 장기형만을 대상으로 하였다. 흔히 공모펀드라 하면 장기형, 특히 그 중에서도 증권형(주식 · 채권 · 혼합 · 재간접 등)을 가장 먼저 떠올리지만, 현재 MMF의 규모는 증권형과 비교해서도 결코 작은 수준이 아니다.[01] 이에 따라 본고에서 제시하는 숫자들은 일반적인 공모펀드 현황과는 다소 차이가 날 수 있음에 유의할 필요가 있다.

<그림 Ⅰ-1>에서 보듯 MMF를 제외한 공모펀드 시장은 2009년 145조원에서 2020년 173조원으로 증가하여 지난 11년 동안 연평균 1.7% 성장하는데 그쳤다. 유형별로 구분해보면 거래소에 상장되어 거래되는 상장지수펀드(Exchange-Traded Fund: ETF)의 규모가 같은 기간 동안 4조원에서 52조원으로 크게 늘어나 전체 시장 성장을 주도하였던 반면, 은행 · 증권사 등 일반적인 유통채널을 통해 판매되는 공모펀드(이하 일반공모펀드) 규모는 2009년 141조원에서 2020년 121조원으로 오히려 20조원 감소하였다. 마찬가지로 은행 · 증권사 등을 통해 판매된 사모펀드[02]와

01 2020년 말 기준 공모펀드 시장 내 증권형과 MMF의 비중은 각각 44%, 37%를 차지한다.

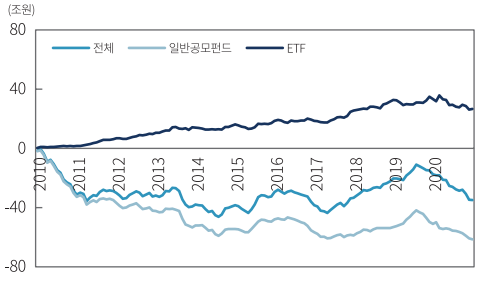
02 공모펀드와 마찬가지로 MMF를 제외하고 집계하였다.

<그림 Ⅰ-1> 공모펀드 순자산규모 추이



주 : MMF를 제외하고 집계
자료: 금융투자협회, 한국거래소

<그림 Ⅰ-2> 공모펀드 누적순자금흐름 추이



주 : MMF를 제외하고 집계
자료: 금융투자협회

투자일임[03], 파생결합증권[04] 규모가 같은 기간 동안 연평균 29%, 51%, 29%씩 증가하였다는 사실에 비추어 볼 때 일반공모펀드 상품 시장이 상대적으로 크게 위축되었음을 확인할 수 있다.

공모펀드 시장의 부진은 대부분 고객의 자금 순유출에 기인한다. <그림 Ⅰ-2>에서 보는 것처럼 2010~2020년의 기간 동안 MMF를 제외한 공모펀드 시장에서 총 35조원의 자금이 순유출되었다. 2009년 말 시장규모 대비 24%에 해당하는 대규모 자금이 빠져나간 것이다. 은행 · 증권사 등을 통해 판매되는 일반공모펀드만 놓고 보면 순유출 규모는 더욱 두드러진다. 지난 11년간 무려 61조원의 자금이 빠져나갔으며 이는 2009년 말 동 상품의 규모 대비 44%에 달하는 수준이다.[05] 반면, ETF로는 총 27조원의 자금이 순유입되어 대조적인 모습을 나타냈다.

이상에서 살펴본 바와 같이 현재의 공모펀드 시장은 고객들의 대규모 자금 순유출로 인해 침체 상태에 놓여있다. 그나마 거래소를 통해 매매되는 ETF의 경우 시장의 관심을 받으며 성장세를 유지하고 있지만 은행 · 증권사 등 전통적인 판매채널을 통해 판매되는 일반공모펀드는 전혀 성장하지 못하고 있다. 위기에 빠진 공모펀드를 이대로 두어도 괜찮은지에 대해 다음 장에서 본격적으로 논의해보도록 한다.

03 일반투자자들이 활용하기 어려운 자산운용사의 투자일임 상품은 제외하고, 증권사의 랩어카운트만을 포함하여 집계하였다.

04 한국예탁결제원에서 발표하는 파생결합증권 통계 중 거래소에 상장되어 거래되는 주식워런트증권(Equity-Linked Warrant: ELW)과 상장지수채권(Exchange Traded Note: ETN)을 제외하고 주가연계파생결합사채(Equity-Linked Bond: ELB), 주가연계증권(Equity-Linked Securities: ELS), 기타파생결합사채(Derivative-Linked Bond: DLB), 파생결합증권(Derivative-Linked Securities: DLS)만을 포함하여 집계하였다.

05 <그림 Ⅰ-2>를 자세히 보면 2018년 초부터 2019년 중반까지 시중금리의 가파른 하락으로 인해 채권형 펀드에 매수세가 몰리며 일시적으로 추세가 반전된 바 있으나 이후로 다시 대규모 자금이 순유출되어 원래의 수준으로 복귀하였다.

II. 공모펀드 활성화 정책의 필요성

본 장에서는 먼저 다음의 세 가지 측면에서 공모펀드의 속성을 살펴본다. 공모펀드는 ① 간접투자수단이면서 ② 강력한 공적규율이 적용되며 ③ 활용성이 매우 뛰어나다. 공모펀드는 이러한 특징으로 인하여 다른 자산운용수단인 사모펀드 및 투자일임[06]과 명확히 구분되며 은행 · 증권사 등에서 판매되는 파생결합증권과도 전혀 다르다. 본 장에서 이러한 차이를 하나씩 살펴보고 궁극적으로는 공모펀드 활성화 정책의 필요성에 대해 논의하도록 하겠다.

1. 간접투자수단

최근 일반투자자를 중심으로 국내외 주식에 대한 직접투자가 인기를 끌고 있다. 직접투자방식은 투자자 본인의 재무상황 및 목표에 따라 포트폴리오를 스스로 구성할 수 있어 재무지식이 있는 투자자들에게 특히 유용하다. 또한 운용 · 판매와 관련된 별도의 보수 및 수수료를 부담하지 않아도 되므로 비용 측면에서도 효율적이다. 만약 투자자가 전문적인 지식이나 경험, 빼어난 직관 등을 가지고 있다면 시장 대비 높은 초과수익률을 거둘 수도 있다. 그러나 다른 한편으로 직접투자방식에는 정신적 · 시간적으로 커다란 부담이 따른다. 수많은 종목들 중에서 새롭게 매수할 종목을 고르고, 보유한 종목들의 매도 타이밍을 각각 결정하고, 적당한 가격에 거래를 체결하는 작업까지 어느 과정 하나 결코 만만치 않다. 더욱이 투자 경험이 많지 않은 개인들은 종종 단기간에 큰 수익을 내려는 조급함에 휩싸인 나머지 투자원칙에 어긋난 비이성적인 투자행태를 보이고 결과적으로 초과수익은커녕 참담한 성과를 기록하곤 한다. 실제로 상당수의 개인투자자들은 아주 높은 매매회전율을 기록하고 있으며 신중한 분석 없이 인기 있는 주식을 고가에 매수하였다가 인기가 시들해진 후 낮은 가격에 되파는 사례가 흔하다.

이와 대조적으로 공모펀드는 전 세계적으로 가장 대표적인 간접투자수단이다. 간접투자방식을 활용함에 있어 투자자들은 운용사 및 판매사에 별도의 대가를 지불해야 하므로 직접투자방식에 비해 비용 측면에서 불리한 것이 사실이다. 그러나 다른 한편으로는 전문가들이 대신 투자전략을 수립하고 거래를 수행하기 때문에 투자자들은 직접투자에 따르는 번거로움을 크게 덜어낼

06 이하 본문에서 언급하는 '투자일임'은 펀드랩(fund wrap)을 제외한 나머지 투자일임 상품만을 지칭하는 것으로 한다. 펀드랩은 투자일임 상품이지만 공모펀드에 주로 투자되어 공모펀드 상품의 속성을 대부분 공유하기 때문이다.

수 있다. 특히 전문 지식이 부족한 투자자들은 직접투자 과정에서 심리적인 약점으로 인해 성과가 저해되는 부작용을 피할 수 있어 간접투자수단을 활용하는 것이 수익률 측면에서 도움이 되기도 한다. 또한 특히 노후 자금 마련 등 장기 목적을 가진 투자자라면 국내주식을 비롯해 해외주식, 채권 등 다양한 자산군에 분산투자 하는 것이 바람직한데, 설령 전문 지식이 있는 투자자라 할지라도 개인이 각 자산군별 세부 종목들을 모두 들여다보고 일일이 매매하는 것은 불가능하므로 간접투자수단은 누구에게나 다소간 필요하다고 볼 수 있다.

2. 강도 높은 공적규율의 적용

간접투자수단에는 공모펀드만 있는 것이 아니다. 사모펀드와 투자일임 역시 개인투자자들이 활용할 수 있는 간접투자수단이며 따라서 앞서 제시한 간접투자수단의 장 · 단점을 모두 공유한다.[07] 그러나 이들은 다른 측면에서 서로 차이를 보이는데 그 핵심은 상품별 가입 고객의 숫자다. 공모펀드는 금융회사가 불특정다수의 고객으로부터 자금을 모아 운용하는 투자기구인 반면, 사모펀드는 소수의 고객으로 한정하여 집합운용하며, 투자일임은 고객과의 일대일 계약을 통해 개별적으로 자금을 운용한다. 이러한 차이로 인해 이들이 적용받는 공적규율의 강도는 매우 상이하며 각 상품에 가입한 투자자에 대한 보호 수준도 확연히 달라진다.

먼저 공적규율이 왜 필요한지에 대해서부터 살펴보자. 간접투자수단에서는 금융회사가 고객의 자금을 대신 맡아 운용하게 되는데, 본인이 아닌 타인의 자금을 운용하는 것이다 보니 대리인 문제 발생 가능성이 있다. 따라서 금융회사가 고객의 자금으로 부정한 행위를 저지르지 않으며 고객의 이익을 위해 최선을 다하도록 만들기 위해 여러 가지 규율들이 반드시 필요하다. 이러한 규율은 크게 법제도에 의한 공적규율과 고객에 의한 사적규율로 구분할 수 있다. 예를 들어 자본시장법에서는 금융투자회사로 하여금 정당한 사유 없이 투자자의 이익을 해하면서 자기가 이익을 얻거나 제3자가 이익을 얻도록 하여서는 안 된다고 규정하고 있는데 이는 공적규율의 대표적인 예시로 볼 수 있다. 반면, 국민연금과 같은 대형 연기금들은 통상 금융회사와 투자일임 계약 체결 시 기금 자체적으로 지니고 있는 투자정책지침서를 준수하여 운용할 것을 요구하는데 이는 사적규율로 볼 수 있다. 그 밖에도 고객은 투자재산이 부정하게 이용되거나 본인이 원하지 않는

07 넓게 보면 특정금전신탁과 투자자문도 개인의 간접투자수단에 포함될 수 있다. 그러나 이들 상품의 경우 금융회사가 운용에 대한 재량을 완벽하게 갖지 않기 때문에 공 · 사모펀드나 투자일임에 비해 간접투자수단으로서의 기능은 다소 제한적인 편이다.

방식으로 운용되고 있지 않은지 직접 들여다보고 감시할 수 있으며, 만약 이러한 일이 벌어진다면 자금을 회수하여 다른 금융회사로 옮기거나 소송을 제기하여 손해를 만회하는 등 다양한 조치를 취할 수 있는데 이 또한 사적규율에 해당한다.

모든 간접투자수단에는 공적규제와 사적규제가 각각 적용되지만 그 강도는 상품의 속성에 따라 서로 다르다. 그 중에서도 공모펀드는 공적규율이 가장 강하게 적용되는 상품이다. 그 이유는 가입자 중에서 소액투자자가 가장 많은 상품이기 때문이다. 통상 소액투자자는 투자와 관련하여 전문지식이 상대적으로 부족하며 1인당 투자 규모가 크지 않아 금융회사를 적극적으로 감시할 유인이 작다. 따라서 공모펀드에서는 사적규율이 거의 작동하지 않으며 이를 보완하기 위해 정부는 공모펀드에 대해 가장 강력한 수준의 공적규율을 적용한다. 반면 다른 간접투자수단인 사모펀드에 대해서는 정부의 개입은 최소화하되 운용사와 판매사, 투자자가 모두 전문가로서 각자 협의하여 자율적으로 운용하는 것이 원칙이다. 따라서 사모펀드 시장이 제대로 작동하려면 공적규율 보다는 고객에 의한 사적규율이 충분히 이루어져야 하며, 이러한 환경을 조성하기 위해 정부는 전문투자자 또는 일정 금액 이상을 맡기는 일반투자자에게만 사모펀드의 가입을 허용하고 있다.[08] 투자일임 역시 사모펀드와 마찬가지로 사적규율이 강하게 작동하는 상품이다. 투자일임 상품의 세부적인 구조는 투자자와 금융회사 간 일대일로 체결되는 계약조건에 의해 결정되므로 금융회사는 고객 개개인의 요구사항을 충분히 반영해야 하며 이는 곧 투자일임에서 사적규율이 강하게 작동함을 의미한다. 공 · 사모펀드와는 달리 투자재산의 소유권이 다른 주체로 이전되지 않고 고객 명의의 계좌에서 그대로 투자가 이루어진다는 점과, 일반적으로 최소투자금액 요건이 매우 높다는 사실도 투자일임 상품에서 사적규율의 가능성을 높이는 요인으로 작용한다.

그렇다면 공모펀드에만 적용되는 공적규율에는 무엇이 있을까? 공모펀드에 대한 강도 높은 공적규율은 금융회사의 진입, 상품 출시, 투자재산의 운용, 공시 등 다방면에 걸쳐 적용된다. 우선 진입규제를 살펴보자. 공모펀드 운용사가 되려면 상당한 수준의 자본금과 전문 인력을 갖추어야 하고 최소 3년 이상의 운용 · 일임업력이 필요하다. 불특정다수를 상대로 하여 자금을 모집하고 운용하는 만큼 어느 정도 평판을 보유하고 있으며 검증된 금융회사에만 자격을 부여하는 것이다. 구체적으로는 증권형 공모펀드를 운용하려는 금융회사의 자본금 요건은 40억원으로 사모펀드(10억원), 투자일임업(15억원)[09]에 비해 몇 배나 높으며 전문인력요건도 더욱 까다롭다. 또

08 자본시장법 제249조의2와 동법 시행령 제271조에 따르면 개인은 전문투자자이거나 3억원 이상을 투자하는 경우에만 사모펀드 가입이 가능하다.

09 전문투자자만을 대상으로 할 경우 투자일임업의 자본금 요건은 5억원으로 더욱 낮아진다.

한 사모펀드나 투자일임과는 달리 공모펀드에는 업력 및 수탁고 요건이 추가로 존재하므로 자본금 요건을 충족하였다고 해서 바로 공모펀드를 운용할 수 있는 것이 아니다. 예를 들어 증권형 공모펀드를 운용하기 위해서는 운용업과 일임업을 합쳐 최소 3년의 업력과 1,500억원 이상의 수탁고가 필요하며, 부동산, 특별자산 등 모든 자산을 취급하는 종합 공모 운용사가 되려면 운용업에서만 5년의 업력과 1.5조원 이상의 수탁고가 필요하다. 또한 최근 2년 내 기관경고 이상의 제재를 받았다면 공모펀드 운용사 인가 신청을 할 수 없다.

공모펀드 운용사는 상기의 진입규제뿐 아니라 상품의 출시와 운용, 공시 등 여러 가지 다른 측면에서도 강도 높은 공적규율을 적용받는다. 금융회사가 고객의 자금을 불건전한 방식으로 운용하거나 이를 통해 사적인 이득을 취하는 행위를 방지하기 위해 제도적인 장치들을 마련한 것이다. 구체적으로는 상품 출시에 있어 사모펀드는 등록만으로 판매가 가능하지만 공모펀드는 금융당국에 증권신고서를 제출하고 수리가 되어야 비로소 판매할 수 있다. 운용 측면에서 공모펀드는 펀드자산총액의 10% 이상을 한 종목에 투자하거나 동일법인이 발행한 지분증권의 20%를 초과하여 투자하는 행위, 금전의 차입 및 대여 행위, 둘 이상의 신용평가회사로부터 신용평가를 받지 않은 무보증 회사채를 편입하는 행위 등이 원칙적으로 금지된다.[10] 이는 특정 종목에 대해 과도한 위험에 노출되거나 펀드매니저가 부당한 사적 이득을 취하는 것을 방지하고 성과의 변동성을 안정적으로 유지하기 위함이다. 반면, 이러한 규제가 적용되지 않는 사모펀드에서는 동일 종목에 대해 100% 투자할 수 있으며 금전의 차입도 400%까지 가능하고 전환사채(Convertible Bond: CB) · 신주인수권부사채(Bond with Warrant: BW)를 포함한 무보증 회사채에 대한 투자도 자유롭다. 또한 공모펀드는 존속기간이 정해져 있는 경우에만 환매금지형 펀드를 설정할 수 있으며, 개방형 펀드의 경우 고객의 환매 청구 시 15일 이내에 환매대금을 지급해야하는 반면, 사모펀드는 이러한 규정을 적용받지 않는다.[11] 직접 비교는 어렵지만 투자일임의 경우에도 사모펀드와 유사하게 상기의 규제들이 대부분 적용되지 않는다.

이상의 내용을 종합하면 투자자 보호의 측면에서 공모펀드는 일반투자자에게 가장 안전한 간접투자상품으로 볼 수 있다. 투자자가 직접 감시하지 않더라도 강도 높은 공적규율의 적용으로

10 자본시장법 제81조 및 금융투자업규정 제4-63조 제4호

11 원래 공 · 사모펀드 간 규제 격차는 더욱 컸다. 예를 들면, 공모펀드에는 환매연기 · 환매재개 결정 등의 사항이 발생한 경우 이를 지체 없이 공시해야 하지만 사모펀드에는 이러한 의무가 없었으며, 공모펀드에 대해서는 펀드재산을 보관하고 있는 신탁업자에게 감시의무가 부여되었지만 사모펀드에는 이러한 규정이 적용되지 않았다. 자산운용보고서의 분기별 공시 의무 역시 공모펀드에만 적용되었다. 그러나 최근 사모펀드 관련 금융사고가 잇따르자 금융위원회(2020. 4. 27, 2020. 7. 28)는 법률 개정 및 행정지도 등을 통해 사모펀드에도 이러한 의무들을 추가적으로 부과하였으며 이로 인해 공 · 사모펀드 간 규제 격차는 일부 완화되었다.

인해 공모펀드에서는 대리인 문제 가능성이 높지 않기 때문이다. 이를테면 최근 사회적으로 물의를 일으킨 사모펀드 사태에서의 여러 가지 문제점들은 상기의 규제를 모두 적용받는 공모펀드 상품에서는 나타날 가능성이 희박하다. 따라서 만약 금융회사를 잘 감시할 수 있거나 스스로 위험을 통제할 수 있을 정도로 전문적인 지식이나 충분한 여력을 갖춘 투자자가 아니라면, 즉, 일반적인 개인투자자라면 이와 같이 제도적으로 가장 안전한 상품인 공모펀드를 활용하는 것이 바람직할 것이다.

<표 II-1> 주요 간접투자수단의 특성 비교

	공모펀드	사모펀드	투자일임
상품별 고객 수	불특정다수	100인 이하	1명
고객 속성	일반투자자	고액·전문투자자	상품별로 다양
투자자 보호 수준	높음	낮음	낮음
고객에 의한 규율 필요성	낮음	높음	높음

3. 높은 활용성

공모펀드 상품은 접근성이 매우 뛰어나다. 이미 안전장치가 충분히 마련되어 있는 만큼 일반 대중에게 판매하여도 문제 발생 가능성이 낮기 때문이다. 우선 최소투자금요건이 판매사에 따라 아예 없거나 매우 낮은 수준이기 때문에 소액으로도 국내주식뿐 아니라 해외주식, 채권 등 폭넓은 자산에 분산투자할 수 있다. 이에 따라 정기적인 수입이 없는 학생들도 용돈을 모아 투자할 수 있으며, 최근에는 결제하고 남는 잔돈이나 적립 포인트와 같은 소액을 자동으로 공모펀드 상품에 투자하여 불려주는 핀테크 서비스도 확산되는 추세다. 통상 최소투자금요건이 높게 설정되어 있는 사모펀드나 투자일임, 파생결합증권 등 다른 투자수단과는 차별화된 공모펀드만의 장점이다. 또한 은행 · 증권사 등 금융기관들이 전국에 보유한 수많은 오프라인 지점을 통해 대면으로 공모펀드를 판매하고 있어 디지털기기에 익숙지 않은 어르신들도 가입하는데 무리가 없으며[12] 스마트폰 앱이나 웹사이트 등 온라인으로도 다양한 공모펀드를 쉽게 접할 수 있다. 사모펀드 · 주가연계신탁(Equity-Linked Trust: ELT) 등 다른 금융상품의 상당수가 오프라인에서만 제한적으로 판매된다는 점에서 공모펀드의 접근성이 더욱 우월하다고 볼 수 있다. 상품 정보 역시 공모펀드의 경우 다른 상품들과 달리 온라인으로 쉽게 열람할 수 있으며 필요한 경우 판매사의

12 다만 ETF의 경우 은행의 오프라인 지점에서 직접 취급하지 않기 때문에 일반공모펀드에 비해 접근성은 다소 떨어진다.

오프라인 지점을 통해서도 확인할 수 있다. 다시 말해, 공모펀드의 접근성은 사모펀드, 투자일임, 파생결합증권 등 다른 투자수단에 비해 월등히 우월한 편이다.

노후 생활자금 마련 목적으로도 공모펀드는 일반투자자에게 가장 활용도가 높은 금융투자상품이다.[13] 대표적인 예로 퇴직연금을 생각해보자. 퇴직연금 유형 중 개인이 직접 운용을 지시하는 확정기여(Defined Contribution: DC)형과 개인형 퇴직연금(Individual Retirement Pension: IRP)형에서 기대수익률을 높이기 위해 금융투자상품을 편입하는 경우 관련 규정에 따라 투자자의 선택지는 공모펀드와 실적배당형보험, 채권, 파생결합증권으로 한정된다.[14] 이 중에서 가장 쉽게 접할 수 있으며 실제로도 가장 많이 활용되는 상품은 단연 공모펀드다. 2019년 말 기준 DC · IRP 유형 퇴직연금 중 금융투자상품(실적배당형상품)에 투자된 금액은 15.5조원인데 이 중 공모펀드가 차지하는 금액은 14.7조원으로 대부분(95%)을 차지하고 있다. 개인연금 역시 마찬가지다. 대표적인 개인연금 상품인 연금저축은 보험 · 신탁 · 공모펀드로 투자대상이 한정되어 있는데 이 중에서 보험 · 신탁은 주로 안정적 자산운용에 치중하여 위험자산의 편입 비중이 매우 낮은 편이며 이에 따라 기대수익률이 그리 높지 않다. 반면 공모펀드는 위험자산을 상당 부분 편입하고 있어 기대수익률이 보험 · 신탁에 비해 높게 나타난다. 실제로 금융감독원(2018. 7. 27)에서 2001년 초 판매 개시된 총 54개 연금저축상품의 2001~2017년 기간 동안 수익률을 분석한 결과 신탁과 보험 상품의 평균 연환산수익률은 2.9~4.1%로 같은 기간 은행이나 저축은행의 적금 금리(각각 3.1%, 4.2%)와 크게 다르지 않았던 반면, 공모펀드 상품의 수익률은 6.3%로 우수한 편이었다. 따라서 개인연금에서도 공모펀드가 가장 대표적인 금융투자상품이라고 볼 수 있다. 마지막으로 종합적 자산관리를 통해 국민의 재산형성을 지원하려는 목적으로 2016년 도입된 개인종합자산관리계좌(Individual Savings Account: ISA)에서도 공모펀드는 가장 활용도가 높은 금융투자상품이다. 규정에 따라 ISA에 편입할 수 있는 금융투자상품은 공모펀드와 파생결합증권 등으로 한정되어 있는데, 2020년 말 기준 공모펀드와 파생결합증권에 각각 투자된 금액의 비중은 약 8:2 정도를 기록하고 있어 ISA에서도 공모펀드에 대한 선호도가 높게 나타났다.[15]

13 '금융투자상품'은 원본손실가능성이 있는 금융상품을 의미한다. 예 · 적금과 같이 원본손실가능성이 없는 금융상품은 '금융투자상품'에 속하지 않으므로 비교 대상에서 제외한다.

14 주식 직접투자 및 사모펀드의 편입은 금지되어 있으며, 파생결합증권의 경우에도 공모형이면서 최대손실이 원금의 40% 이내로 제한된 경우에 한해 투자가 가능하다.

15 다만 2021년부터 ISA 계좌에서 국내주식에 대한 직접투자가 가능해짐에 따라 향후 국내주식이 기존 공모펀드의 편입 비중 일부를 대체할 가능성은 존재한다.

4. 소결

이상에서 살펴본 바와 같이 공모펀드는 주식 · 채권 등의 자산을 직접 거래하는 것이 부담스러운 투자자들을 위해 금융회사가 자금을 대신 운용해주는 간접투자수단의 역할을 수행할 뿐 아니라, 고객의 추가적인 감시나 개입 노력이 없더라도 대리인에 의해 불미스러운 사고가 발생하지 않도록 다양한 안전장치를 마련해두고 있다. 또한 최소투자금요건이 낮아 소액으로도 세계 각국의 주식과 채권 등 다양한 자산에 분산투자할 수 있으며 온라인 · 오프라인을 망라하여 판매처가 잘 구비되어 있어 누구나 손쉽게 투자가 가능하다. 특히 퇴직연금이나 개인연금 등을 통해 노후 자금을 마련하고자 하는 투자자에게는 기대수익률을 높일 수 있는 금융투자상품으로서 가장 활용도가 높은 자산운용수단이기도 하다.

만약 공모펀드 시장의 침체가 지금과 같이 이어진다면 다음과 같은 부작용이 발생하여 공모펀드가 상기의 역할을 온전히 수행하지 못할 것이다. 첫째, 규모의 경제 효과를 누리기가 어려워진다. 공모펀드는 여러 종류의 다양한 자산에 분산하여 투자하는 것이 원칙인데 운용자산의 규모가 일정 수준을 하회하면 일부 상품에서는 자산을 원하는 비중만큼 효율적으로 편입할 수가 없게 된다. 또한 펀드의 규모와 무관하게 지출되는 고정비용 및 투자자의 설정 · 환매에 따라 발생하는 현금흐름의 규모가 펀드 전체 순자산 대비 상대적으로 높은 비중을 차지하게 되어 기대수익률이 하락하는 효과를 낳는다. 그리고 운용사에 지급되는 보수가 펀드의 규모에 비례하기 때문에 운용자산의 규모가 줄어들면 운용사의 입장에서 펀드를 적극적으로 관리할 유인이 덩달아 감소하게 되고 관리 소홀 등의 문제가 불거질 수 있다. 둘째, 유능한 펀드매니저들이 공모펀드 산업에서 점차 이탈할 것이다. 고객들의 자금 순유출로 인해 산업이 점차 위축되면 펀드매니저들이 사모펀드나 투자일임 등 현재 업황이 좋은 다른 자산운용 분야로 이탈할 수 있다. 공모펀드와 달리 이들 영역에서는 성과와 연동된 인센티브의 지급이 더욱 활성화되어 있기 때문에 특히 유능한 인재일수록 이탈 가능성이 높을 것이다. 이러한 현상이 지속적으로 나타난다면 공모펀드 매니저들의 평균 역량은 점차 하락할 것이고 이는 다시 공모펀드 상품의 성과 하락, 고객들의 신뢰 상실 및 자금 순유출로 이어져 끊임없는 악순환을 일으킬 수 있다.

결론적으로 현 시점에서 공모펀드 활성화 정책은 필요하다. 공모펀드 산업이 여러 측면에서 아직까지 대중의 신뢰를 충분히 받지 못하고 있는 것도 사실이지만 그렇다고 해서 시장 자체를 고사하도록 내버려두어서는 안 된다. 시장 침체가 계속된다면 상기의 부작용으로 인해 공모펀드 산업은 경쟁력을 상실할 것이며 이로 인한 피해는 다수의 일반투자자에게 고스란히 돌아갈 것

이다. 자산규모가 크지 않은 일반투자자들은 마땅히 투자할 만한 자산운용수단을 찾지 못하게 되고 전문지식이 없는 개인 고객이 사모펀드와 파생결합증권 등 상대적으로 안전성이 떨어지거나 구조가 복잡한 상품에 투자하는 사례도 지금보다 더욱 늘어날 것이다. 이제부터라도 공모펀드 시장을 회복시켜 대다수의 투자자들이 쉽고 안전하게 투자할 수 있는 기반을 조성해야 한다. 또한 앞으로 고령화시대를 맞아 국민들의 노후 생활 안정에 중요한 역할을 담당하게 될 퇴직연금 · 개인연금 · ISA 등이 제 기능을 수행하기 위해서라도 공모펀드 시장의 회복은 반드시 필요하다.

III. 정책방향에 대한 제언

이전 장에서 공모펀드의 활성화 정책의 필요성을 제시하였지만 그렇다고 해서 현재의 공모펀드 시장이 순기능만을 지니는 것은 분명 아니다. 공모펀드 시장은 운용과 판매의 측면에서 각각 심각한 문제점들을 안고 있으며, 이로 인해 사모펀드, 파생결합증권 등 다른 자산운용수단과의 경쟁에서 뒤처져 고객들로부터 외면 받는 상황에 처해있다. 이에 따라 정부에서는 이러한 상황을 타개하고자 오랜 시간 동안 정책적 노력을 기울여왔다. 예를 들어, 2011년에는 공모펀드 판매시장의 과점 구조에 따른 문제점을 해결하고자 계열사 펀드 판매비중 완화, 농협 조합 등 중소서민 금융회사의 펀드 판매 허용, 온라인 판매채널 활성화 등을 추진하였으며, 2015년에는 소규모펀드의 운용 비효율성과 수익률 저하 문제를 지적하며 이를 해소하는 방안을 발표하였다. 또한 2016년에는 낮은 수익률 대비 높은 보수, 펀드 정보 접근성 부족, 비경쟁적 산업 환경 등의 문제를 풀기 위해 성과보수 체계개편, 비교공시 활성화, 공모펀드 운용사 진입요건 완화, 사모펀드 · 실물자산에 투자하는 공모펀드 상품 도입, 생애주기형 펀드를 포함한 자산배분펀드 관련 규제 완화 등을 추진하였다. 그리고 2017년에는 온라인 채널 펀드 판매 활성화 방안을 비롯하여 각종 판매 · 운용 규제를 정비하였다. 그간 정부의 정책은 상품의 다양성 확보 및 투자자 보호의 측면에서 분명 소기의 성과를 거두었으나, 지속되는 공모펀드 시장의 침체 상황을 반전시키지는 못하였다는 평가를 받고 있다.[16]

본 장에서는 공모펀드 시장의 여러 가지 침체 원인 중 아직까지 비중 있게 다뤄지지 않았지만 특

16 금융위원회(2011. 12. 8, 2015. 11. 27, 2016. 4. 27, 2016. 5. 12, 2016. 5. 30, 2017. 4. 3, 2017. 12. 14)

히 개선이 시급하다고 판단되는 부분을 짚어보고 이에 대해 정책적으로 나아가야 할 방향을 모색하고자 한다. 본고에서 제시하는 의견은 크게 두 가지로 첫째, 공모펀드 판매사 간 경쟁을 촉진하기 위해 판매보수 수취 방식을 개선해야 하며, 둘째, 투자자가 포트폴리오 방식으로 투자할 수 있도록 유도해야 한다는 것이다. 이러한 정책은 공모펀드에 대한 고객의 신뢰를 회복하는데 도움을 줄 것이며 궁극적으로 시장 침체 상황을 타개하는데 기여할 것으로 판단한다.

1. 판매보수 수취 방식의 개선

은행 · 증권사 등 금융기관을 통해 판매되는 일반공모펀드의 경우, 고객은 상품에 가입하면 운용을 담당하는 자산운용사뿐 아니라 판매를 맡은 금융기관(판매사)에게도 정기적으로 투자금의 일정 비율에 해당하는 비용(판매보수)을 지불하게 된다.[17] 판매보수는 자산운용사가 펀드에 대한 집합투자규약을 등록하면서 일괄적으로 결정되므로 개별 판매사가 임의로 판매보수의 수준을 바꿀 수 없다. 즉, 동일한 상품에 대해서는 모든 판매사가 동일한 가격(판매보수)을 받고 판매해야 하는 것이다. 여기에서 심각한 문제가 파생되는데 판매사 간 가격 경쟁이 전혀 나타날 수 없다는 점이다. 고객의 입장에서는 어느 판매사에서 가입하든 서비스 가격이 어차피 동일하기 때문에 굳이 시간을 들여 비용이 저렴한 금융기관을 찾아볼 필요가 없다. 단순히 주거래 관계에 있거나 가까운 곳에 지점을 보유한 금융기관을 방문하면 된다. 그 결과 고객 수가 많고 다수의 오프라인 지점을 보유하고 있는 대형 금융기관이 자연스럽게 경쟁 우위를 차지하게 된다. 상품의 유통시장이라면 마땅히 존재해야할 할 경쟁 구도가 공모펀드 판매시장에서는 심각하게 제한되고 있는 것이다.

특히 중대한 문제는 판매사가 수취하는 판매보수의 수준이 자산운용사에 의해 결정되며 자산운용사는 판매사의 환심을 사기 위해 노력할 유인을 가지고 있다는 점이다. 다수의 고객을 보유한 대형 판매사의 추천 여부는 상품의 흥행을 좌우할 정도로 막강한 영향력을 지닌다. 금융지식이 많지 않은 일반 고객들은 상품을 선택할 때 판매사의 권유에 크게 의존하기 때문이다. 이에 자산운용사는 판매사의 추천리스트에 자사의 상품을 포함시키기 위해 갖은 노력을 기울이고 있으며 그 중에서도 특히 판매사가 수취하는 판매보수의 수준을 높게 책정하는 일은 관행처럼 굳어지고 있다. <표 III-1>을 살펴보면 오프라인 창구에서 판매되는 주요 주식형 펀드의 판매보수

17 그 밖에도 정기적으로 지급되는 비용에는 수탁보수와 사무관리보수 등이 있으나 운용보수와 판매보수에 비하면 그 크기는 미미하다.

가 법정 상한[18]에 근접해 있는 것을 확인할 수 있다.[19] 또한 대부분의 경우 판매보수가 운용보수보다 훨씬 높게 책정되어 고객이 공모펀드에 지불하는 비용의 상당 부분이 운용보다는 판매 서비스에 지불하는데 쓰이고 있음을 알 수 있다.[20] 일반적으로 높은 판매보수 수준이 고객들의 투자성과에 악영향을 미친다는 점을 감안하였을 때[21], 운용사는 고객 성과를 저해할 수 있다는 점을 알면서도 상품의 흥행을 위해 어쩔 수 없이 판매보수를 높게 책정하고 있는 것으로 보인다.[22]

판매시장에서의 이와 같은 잘못된 관행을 개선하기 위해서는 제도적으로 운용사와 판매사의 유인 구조를 개편할 필요가 있다. 그리고 그 핵심은 판매보수의 수취 방식을 개선하는 것이다. 즉, 판매사가 펀드로부터 대가를 수취하는 현 방식에서 벗어나 고객으로부터 직접 대가를 수취하는 새로운 방식으로의 전환이 필요하다. 새로운 방식 하에서 판매보수는 운용사가 아닌 판매사의 재량에 의해 직접 결정되며, 이에 따라 운용사의 개입으로 인한 상기의 부작용이 나타나지 않는다. 또한 동일한 상품에 대해 판매보수가 일률적으로 결정되었던 현 방식과는 달리 판매사별로 서로 다른 보수 수준을 책정할 수 있게 되므로 결과적으로 판매사 간 가격 경쟁이 나타날 수 있는 환경이 조성된다.[23] 이에 따라 그 동안 판매시장에서 소외되었던 중소형 금융회사 또는 새롭게 진입하는 핀테크 회사들은 적극적으로 고객을 유치하기 위한 프로모션을 벌일 수 있으며 이러한 경쟁의 혜택은 궁극적으로 고객에게 돌아갈 것이다.

18 2009년 개정된 자본시장법 시행령 제77조 제4항에 따르면 신규펀드의 판매보수는 고정형의 경우 100bp 이하, 체감형의 경우에도 3년차부터 100bp 이하여야 한다. 개정 이전에 출시된 펀드들의 경우 동 규정이 적용되지 않지만 금융위원회(2010. 3. 18)에 따르면 업계에서 기존 가입자에게 혜택을 주기 위해 자율적으로 기존 상품의 판매보수를 인하한 바 있다.

19 용이한 비교를 위해 일회성 비용(판매수수료)을 징수하지 않고 지속적 비용(판매보수)만 징수하는 C클래스를 기준으로 하였다. 판매수수료를 수취하는 A클래스의 경우 판매보수가 일반적으로 이보다 낮게 나타난다.

20 다만 <표 III-1>에서 제시된 피델리티글로벌테크놀로지와 AB미국그로스 상품의 경우 운용보수가 각각 10bp로 매우 낮게 책정되어 있는데 이는 재간접펀드의 특성에 기인하기 때문에 판매보수와 직접 비교하기는 어렵다.

21 김종민(2018)을 비롯한 국내외 다수의 학술 문헌이 이러한 사실을 뒷받침하고 있다.

22 이러한 결과가 나타나는 또 다른 원인으로는 고객과 판매사 간 이해상충 문제를 꼽을 수 있다. 이와 관련하여 자세한 내용은 권민경(2021)을 참고하길 바란다.

23 펀드로부터 판매보수를 수취하는 현 방식 하에서는 개별 판매사가 판매보수 수준을 스스로 결정할 수 없다. 예를 들어 상품의 판매보수가 100bp로 설정되어 있는데 판매사 A가 프로모션의 일환으로 고객 B의 가입금액에 대해 판매보수를 70bp로 낮춰 받으려는 상황을 생각해보자. 설령 A가 펀드로부터 판매보수를 70bp만 수취한다고 해도 나머지 30bp는 B에게 돌아가지 않고 펀드에 귀속되어 모든 투자자에게 균등하게 배분되므로 프로모션의 효과가 나타날 수 없다. 대안으로 A가 펀드로부터 100bp를 온전히 수취한 다음 B에게 30bp를 돌려주는 리베이트(rebate) 방식도 가능하지만, 이는 절차가 번거롭고 직관적이지 않아 고객에게 설명하기가 까다로우며 자금 흐름의 투명성 측면에서도 바람직하지 않다.

<표 III-1> 설정액 상위 국내/해외주식형 펀드의 비용 예시

(단위: bp)

		운용보수	C클래스 판매보수					
			고정	체감				
				1년	2년	3년	4년	5년
국내	신영밸류고배당	39	91					
	교보악사파워인덱스	15		112	101	91	82	82
	NH-Amundi코리아2배레버리지	56	100					
	신영마라톤	46	100					
	KB밸류포커스	71.5		150	133	116	100	100
해외	피델리티글로벌테크놀로지*	10		120	110	90	80	80
	AB미국그로스*	10		150	125	99.9	80	80
	미래에셋글로벌그레이트컨슈머	70		150	140	130	120	110
	에셋플러스글로벌리치투게더	103	93					
	한국투자글로벌전기차&배터리	70		130	110	90	70	70

주 : 2021년 2월 말 기준으로 설정액 상위 5개 펀드를 각각 추출하였으며, 별표(*)는 재간접펀드를 의미
자료: 개별 상품의 집합투자규약

이와 같이 판매보수를 고객에게 직접 수취하는 방식으로 전환하면 판매사가 직접 보수 수준을 책정할 수 있을 뿐 아니라 완전히 새로운 형태의 보수 체계를 마련하는 것도 가능해진다. 일례로 고객에게 직접 판매보수를 수취하고 있는 영국의 대형 판매 플랫폼 업체 AEGON의 경우 <표 III-2>에서 보듯 정률적인 보수 정책에서 탈피하여 계좌별 고객의 펀드 보유금액에 따라 서로 다른 보수율을 적용하고 있다. 구체적으로는 처음 3만파운드까지는 60bp의 보수율을 적용하지만 이를 초과하는 2만파운드에 대해서는 55bp의 보수율을 적용한다. 이를테면 고객이 4만파운드를 투자한 경우 3만파운드 × 60bp + 1만파운드 × 55bp = 235파운드를 부과하는 식이다. 마찬가지로 다음 5만파운드와 15만파운드에 대해서는 순차적으로 각각 50bp와 45bp의 보수율을 적용한다. 만약 보유금액이 25만파운드를 초과하면 총 보수는 1,215파운드로 상한이 고정되며 더 이상 추가적인 비용을 부과하지 않는다.[24] 이렇게 가입금액에 따라 보수율이 하락하는 비용 체계는 정률 방식의 체계에 비해 특히 많은 자금을 투자하려는 고객에게 유리하게 작용하여 고객 1인당 가입금액을 크게 높이는 효과를 얻을 수 있다. 예를 들어 판매보수가 기존의 정률 방식으로 60bp라고 가정하였을 때 100만원을 투자하는 고객에게 연간 6천원의 비용은 그리 큰 부담으로 다가오지 않겠지만, 10억원을 투자하는 고객은 연간 6백만원의 비용이 다소 부담스러울 수

24 고객이 가입한 상품의 개수는 판매보수에 영향을 미치지 않으며 투자된 금액의 합계만으로 판매보수를 계산한다.

있다. 만약 AEGON의 사례와 같이 보유금액 구간이 높아질수록 보수율이 낮아지고 궁극적으로 연간 보수의 상한이 존재한다면 고객이 많은 자금을 공모펀드에 투자하는데 느끼는 부담이 크게 완화될 것이다. 또한 판매사 입장에서도 고객 1인당 투자금액 증가에 따른 추가적인 서비스 비용 지출이 그리 크지 않다는 점을 감안하였을 때 이러한 방식을 충분히 검토해볼 수 있을 것이다.[25] AEGON의 방식은 하나의 예시에 불과할 뿐이며 실제로는 더욱 다양하고 창의적인 보수 체계가 등장할 것이고 이에 따라 판매사 간 경쟁도 더욱 치열해질 것으로 전망된다.

<표 III-2> 영국 AEGON사의 판매보수 수취 사례

		구간별 보수율
구간	3만파운드 미만	60bp
	3~5만파운드	55bp
	5~10만파운드	50bp
	10~25만파운드	45bp
	25만파운드 초과	0
연간 보수 상한		1,215파운드

주 : 복수의 상품에 가입한 경우 총 보유금액에 대해 상기 기준을 적용
자료: AEGON사 홈페이지

<표 III-3> 공모펀드 판매보수 수취 방식 개선에 따른 기대 효과

		기존 방식	개선안
방법	수취 방식	펀드→판매사	고객→판매사
	보수율 결정주체	운용사	판매사
기대 효과	판매사 간 가격 경쟁	불가능	가능
	보수 체계	정률	다양한 구조 가능

2. 포트폴리오 투자 활성화

아무리 운용 역량이 뛰어나더라도 단 하나의 공모펀드 상품만으로 고객을 만족시키기는 매우 어렵다. 공모펀드 상품의 고객들은 일반적으로 위험회피 성향이 강한데 이에 따라 유사한 기대수익률 수준 하에서는 상품의 변동성 위험(risk)이 낮을수록 해당 투자에 대한 체감 효용(utility)

25 현재도 일부 상품에서 고액 자금에 대해 판매보수를 적게 받는 펀드 클래스가 설정되어 있지만 최소투자금액이 매우 높은 수준(예: 50억원)으로 설정되어 있어 활용도는 낮다.

이 높게 나타난다. 그런데 개별 공모펀드 상품은 사전에 정한 투자목적과 투자전략에 맞춰 제한적인 영역(universe) 안에서만 투자가 가능하기 때문에 해당 영역이 가지고 있는 변동성 위험으로부터 자유로울 수 없다. 즉, 서로 비슷한 속성을 공유하고 있는 종목들은 가격이 오를 때 같이 오르고 내릴 때 같이 내리는 모습을 보이는 경향이 있어 제 아무리 많은 종목에 분산투자를 하더라도 해당 영역이 지니고 있는 보편적 위험(common risk)으로부터 벗어날 수는 없는 것이다. 예를 들면 국내주식형 펀드는 대부분 국내 주식시장의 변동성 위험을 공통적으로 보유하고 있다. 국내 주식시장의 변동성 위험은 제법 높은 수준이기 때문에, 설령 뛰어난 펀드매니저가 운용하는 상품이라 할지라도 시장 자체의 높은 변동성으로 인하여 개별 상품 성과의 등락폭 역시 결코 작지 않다. 따라서 위험회피 성향이 강한 고객의 입장에서는 개별 상품에 대해 느끼는 체감 효용이 그리 높지 않을 것이다.

조금 더 자세히 살펴보자. <표 III-4>는 2001년부터 2020년까지 국내주식과 해외주식, 국내채권의 대표지수 수익률을 연간 단위로 표시한 것이다. 국내주식의 연평균수익률은 13.7%로 다른 자산군 대비 높은 편이지만 그렇다고 해서 국내주식형 펀드에 투자한 고객들의 체감 효용이 높았던 것은 아니다. 앞서 말했듯 국내 주식시장은 보유 기간에 따라 매우 높은 성과 변동성을 보였기 때문이다. 예를 들어 글로벌 금융위기가 발발했던 2008년에는 손실폭이 40%에 달하여 그 전까지 국내에서 강하게 일었던 공모펀드 붐을 한순간에 소멸시켰을 뿐 아니라 이후로도 투자자들에게 심각한 트라우마를 남겼다. 또한 2010년대 들어 시작된 박스피 현상[26]도 장기간 동안 저조한 수익률로 인해 국내주식에 투자한 고객들에게 낙담을 안겨준 바 있다.

26 '박스피'는 2011년부터 2017년 중반까지 코스피가 아래로는 1,700대, 위로는 2,200대 사이에서 오르내리기만 반복했던 현상을 의미한다.

<표 III-4> 연도별 국내외 자산군의 투자수익률

(단위: %)

연도	투자수익률				예금금리
	국내주식	해외주식	국내채권	포트폴리오	
2001	40.5	-15.8	8.8	11.2	7.3
2002	-7.2	-18.9	8.8	-5.8	5.0
2003	32.3	34.7	5.5	24.2	4.9
2004	13.8	15.8	8.5	12.7	4.2
2005	56.8	11.4	0.7	23.0	3.6
2006	6.0	21.6	5.9	11.2	4.2
2007	34.6	12.3	2.9	16.6	4.7
2008	-39.7	-41.8	10.1	-23.8	6.0
2009	51.8	35.5	4.3	30.5	5.9
2010	23.6	13.3	7.4	14.8	4.5
2011	-9.7	-6.8	5.5	-3.7	3.9
2012	10.7	16.8	5.8	11.1	4.1
2013	2.0	23.5	2.3	9.2	3.4
2014	-3.5	4.8	6.7	2.7	2.8
2015	4.1	-1.8	4.3	2.2	2.3
2016	5.2	8.5	1.8	5.2	1.8
2017	23.9	24.7	0.6	16.4	1.7
2018	-15.4	-8.9	4.7	-6.5	1.9
2019	10.0	27.3	3.5	13.6	2.2
2020	33.8	16.9	1.6	17.4	1.7
평균수익률	**13.7**	**8.6**	**5.0**	**9.1**	**3.8**
변동성	**23.8**	**19.5**	**2.8**	**12.5**	**1.6**

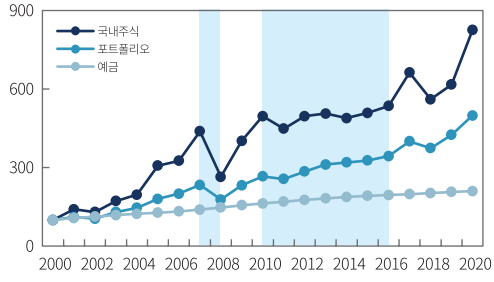
주 : 국내주식과 해외주식, 국내채권은 각각 KOSPI200, MSCI ACWI, 한경-KIS-Reuters 종합채권지수의 총수익지수(total return index) 수익률을 기준으로 작성

자료: 블룸버그, 연합인포맥스

포트폴리오 방식의 투자는 개별 공모펀드 상품의 이러한 단점을 상당 부분 해결한다. 예를 들어 매년 초 국내주식과 국내채권, 해외주식 상품을 단순하게 같은 비율로 33.3%씩 고르게 보유했을 때 투자성과를 확인해보자. 비록 연평균수익률은 9.1%로 국내주식에 비해 낮게 나타났지만 변동성 역시 12.5%로 국내주식의 절반 수준으로 크게 줄어들었다. 시기별로 살펴보면 2008년에는 손실폭이 24%로 국내주식에 비해 상대적으로 양호한 수준을 기록하였고 2010년대 박스피 기간에도 국내주식과는 달리 꾸준한 양(+)의 수익률을 기록하였다. <그림 III-1>의 누적수익률

그래프를 살펴봐도 포트폴리오 방식 투자의 변동성 감소 효과를 뚜렷하게 확인할 수 있다. 비록 지난 20년 동안의 최종 누적수익률은 국내주식에 비해 낮은 수준이지만 투자기간 중 안정적으로 꾸준한 수익을 거두고 있다. 따라서 위험회피 성향이 강한 고객들이 실제로 느끼는 체감 효용은 국내주식을 단독으로 보유하기 보다는 해외주식형 펀드와 국내채권형 펀드 등에 포트폴리오 방식으로 고루 분산하여 투자하는 경우가 더욱 높았을 것으로 판단한다.[27]

<그림 III-1> 국내외 자산군의 누적수익률 추이



주 : 2000년 말 시작값을 100으로 설정하였으며, 음영 부분은 각각 글로벌 금융위기와 박스피 현상이 나타났던 시기를 표시

자료: 블룸버그, 연합인포맥스

상기의 결과는 고객에게 개별 상품 권유보다는 포트폴리오 방식의 다각화된 복수 상품 투자를 유도하는 방식이 더욱 바람직하다는 사실을 알려준다. 반면 현재 판매사들은 개별 공모펀드 상품에 초점을 맞추고 이를 권유하여 고객에게 판매하는 행태를 주로 보이고 있다. 만약 이러한 영업 행위가 지속된다면 개별 상품의 높은 성과 변동성으로 인하여 고객들은 언젠가 또다시 공모펀드 상품에 대한 신뢰를 잃어버리고 시장을 이탈할 것이다. 고객이 장기적으로 공모펀드 상품에 만족을 느끼고 신뢰를 가지기 위해서는 판매사가 복수의 다각화된 공모펀드 상품을 포트폴리오 방식으로 판매하는 것이 지금보다 훨씬 더 활성화되어야 할 것이다. 이를 위해 금융당국에서는 개별 상품에 초점을 맞춘 현행 판매규제들을 포트폴리오의 관점에서 다시 들여다볼 필요가 있다. 더불어 투자자들의 포트폴리오 구성을 용이하게 돕는 서비스들을 적극 육성해야하는데 그 대표적인 예로 로보어드바이저, 펀드랩, 생애주기형 펀드 등을 꼽을 수 있다.

포트폴리오 방식의 다각화된 투자가 절실한 분야는 퇴직연금이나 개인연금, ISA와 같은 장기투자 목적의 자금이다. 현재 이들 자금은 대부분 원리금 보장상품에 집중되어 있는데 이러한 방식으로는 목표수익률을 충족시키지 못해 국민의 노후 생활자금 마련이라는 본연의 목적을 달성할 수 없다. 그렇다고 해서 개별 금융투자상품에 초점을 맞추어 판매를 권유하면 기대수익률은 높아질지 몰라도 지나치게 높은 변동성으로 인해 고객들이 만족하지 못할 가능성이 높다. 포트폴리오 방식으로 다각화된 복수 상품에 투자하면 성과의 변동성을 일정 부분 통제하면서도 지금

27 물론 변동성의 측면에서만 본다면 국내채권 또는 정기예금만을 보유하는 것이 가장 이상적이다. 그러나 이 경우 고객들이 스스로 염두에 두고 있는 목표수익률에 미달할 가능성이 높아 역시 만족스럽지 않을 것이다. 특히 장기투자를 통한 노후 자금 마련이 목적인 고객이라면 연 1%대의 최근 금리 수준에 불만을 가질 가능성이 높다.

보다 충분히 높은 수익률을 거둘 수 있다. 업계에서는 고객들로 하여금 포트폴리오 방식으로 국내외 주식 · 채권 등 다각화된 투자를 실시하도록 적극적으로 유도할 필요가 있으며, 정책당국에서는 디폴트옵션[28]과 같이 주요 선진국에서 실시하고 있는 포트폴리오 구성 유도 정책을 국내에 도입하고 정착시키기 위해 역량을 다해야 할 것이다. 만약 국내에서도 포트폴리오 방식으로 퇴직연금 · 개인연금 등의 투자가 활성화된다면 대표적 금융투자수단인 공모펀드 시장으로 자연스레 자금이 유입되고 공모펀드 산업은 국민의 노후 자금 마련 등에 크게 기여할 수 있을 것이다.

3. 소결

본 장에서는 국내 공모펀드 시장의 활성화를 위해 반드시 필요하다고 판단되는 두 가지 과제를 제시하였다. 첫째는 공모펀드 판매보수 수취방식을 개선하여 판매시장에서의 경쟁을 지금보다 대폭 확대해야 한다는 것이고, 둘째는 고객에게 포트폴리오 방식의 투자를 유도하는 것이다. 공모펀드 시장이 발달한 주요 선진국에서는 이러한 과제들에 대해 이미 심도 있는 논의가 이루어졌으며 정책적으로도 상당 부분 구현되었다. 대표적인 예로 영국, 네덜란드, 호주, 남아공 등이 판매보수 수취 방식의 변경을 통해 판매시장에서 경쟁을 촉진한 바 있으며, 호주, 영국, 미국, 일본 등이 디폴트옵션 도입을 통해 퇴직연금 가입자의 다각화된 포트폴리오 투자를 유도하고 있다. 정부에서는 이들 국가의 정책 사례를 참고하고 이를 국내 산업 환경에 맞게 적용함으로써 공모펀드 시장이 본연의 역할을 온전히 수행할 수 있게 활성화 정책을 펼쳐야 할 것이다.

28 디폴트옵션은 퇴직연금 가입자가 특별한 의사표시를 하지 않아도 금융회사에서 사전에 정한 방법을 통해 투자상품을 자동으로 선정해 운용하는 제도다. 대부분의 경우 고객의 자산은 국내주식 · 국내채권 · 해외주식 등을 포괄한 매우 다각화된 포트폴리오에 투자된다.

참고문헌

권민경, 2021, 공모펀드 판매시장에서 유인 구조 개편 필요성, 자본시장연구원 「자본시장 포커스」 2021-02호.

금융감독원, 2018. 7. 27, 연금저축수익률, 적금만 못한가? 보도자료.

금융위원회, 2010. 3. 18, 펀드업계 「기존 투자자 펀드 판매보수 단계별 인하」추진, 보도자료.

금융위원회, 2011. 12. 8, 경쟁촉진 및 투자자 보호를 위한 펀드 판매시장 선진화 방안, 보도자료.

금융위원회, 2015. 11. 27, 펀드투자자 신뢰회복을 위한 소규모 펀드 해소 방안, 보도자료.

금융위원회, 2016. 4. 27, 공모펀드 활성화 방안, 보도자료.

금융위원회, 2016. 5. 12, 자산운용사 인가정책 개선방안, 보도자료.

금융위원회, 2016. 5. 30, 국민재산 증식을 지원하기 위한 「펀드상품 혁신 방안」, 보도자료.

금융위원회, 2017. 4. 3, 온라인 채널 펀드판매 현황 및 활성화 방안, 보도자료.

금융위원회, 2017. 12. 14, 신뢰받고 역동적인 자산운용시장 발전방안, 보도자료.

금융위원회, 2020. 4. 27, 「사모펀드 현황평가 및 제도개선 방안 최종안」 발표, 보도자료.

금융위원회, 2020. 7. 28, 사모펀드 감독 강화 및 전면점검 관련 행정지도 추진, 보도자료.

김종민, 2018, 『국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징 및 성과 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 18-04.