

## II. 자산관리서비스에 대한 논리적 검토

### 1. 자산관리서비스 개념

#### 가. 법적 정의

법률적으로 통용되거나 국제적으로 공인된 자산관리서비스에 대한 정의는 아직 존재하지 않는다. 현재 독자적인 업종으로 정의되어 있지 않기 때문이다. 관행상 고객이 자본시장법에서 규정하는 투자자문이나 투자일임과 관련하여 고객이 금융회사에 개설한 자산관리계좌를 통해 제공되는 서비스가 자산관리서비스로 간주된다. 이러한 현실을 감안하여 투자자문과 투자일임에 대한 법적 정의를 확인해 보면 다음과 같다.

투자자문은 금융투자상품의 가치나 금융투자상품에 대한 투자판단<sup>1)</sup>에 관한 자문에 응하는 것이다(자본시장법 제6조 제6항). 이에 비해 투자일임은 고객으로부터 금융투자상품에 대한 투자판단의 전부 또는 일부를 일임 받아 고객별로 구분하여 금융투자상품을 취득·처분, 그 밖의 방법으로 운용하는 것이다(자본시장법 제6조 제7항). 즉 고객을 대리하여 고객의 자산을 취득·처분할 수 있는 운용재량권이 금융회사에게 주어졌는지에 따라 투자자문과 투자일임이 구분된다.

투자일임과 투자자문을 구별하여 별개의 금융업무로 정의하는 국내 규정은 투자자문(advising on investments)과 투자일임(managing investments)을 별개의 금융업무로 구분하는 영국의 경우와 유사하다.<sup>2)</sup> 반면, 투자자문계약(investment advisory contract)에 양자를 모두 포함함으로써 투자자문과 투자일임을 명시적으로 구별하고 있지 않는 미국과는 차이가 있다.<sup>3)</sup>

---

1) 종류, 종목, 취득·처분, 취득·처분의 방법·수량·가격 및 시기 등에 대한 판단을 말한다.

2) The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 참조

3) Investment Advisers Act of 1940, §80b-5 (d) 참조

## 나. 실무적 정의

자산관리서비스의 구체적인 내용은 개별 고객과 스폰서(sponsor) 사이에 체결되는 계약에 의해 결정된다.<sup>4)</sup> 스폰서가 개별 고객의 요구를 반영한 재무계획을 설계하여 고객에게 제시하고 고객이 그 계획을 수용하면, 스폰서는 위임받은 운용재량권에 따라 자산관리 업무를 수행하게 된다. 고객과 스폰서 사이에서 주로 활용되는 일임형 자산관리계좌 약관의 내용은 다음과 같다.

첫째, 고객은 스폰서의 금융자산관리사중에서 투자일임자산의 관리와 운용을 담당할 금융자산관리사를 직접 선임하여 투자를 일임한다. 스폰서가 투자일임을 담당함에 있어 투자대상은 투자자문자산 중 고객이 사전에 정한 것으로 한다. 그리고 스폰서는 고객의 투자목적, 투자경험, 위험선호의 정도, 투자예정기간을 투자일임업무에 반영한다. 스폰서는 투자일임자산을 효율적으로 운용하기 위하여 필요하다고 인정하는 경우 투자일임자산의 일부를 금융기관에 예치하는 방법으로 운용할 수 있다. 스폰서가 제3자에게 투자일임업무의 일부를 위탁하는 경우 고객의 동의를 얻는다.

둘째, 고객은 투자일임계약 체결 시점에서 스폰서가 정한 금액 이상의 재산을 예탁한다. 계좌 내 투자일임자산의 소유권은 고객에게 있으며 스폰서는 고객을 위하여 의결권 등을 대리행사 할 수 없다. 고객은 계좌에서 투자자문자산을 매도하여 현금으로 출금할 수 있으며, 특정 투자일임자산의 인출이나 처분을 지시할 수 있다. 금융자산관리사에 대한 투자일임은 시장상황의 예측, 목표수익률의 달성, 투자성과, 원금보전을 보증하는 것이 아니며, 투자일임 결과 발생하는 손익은 고객에게 귀속된다. 즉, 스폰서는 고객 지시로 인한 손실에 대하여 책임을 지지 않는다.

셋째, 스폰서는 투자일임에 따른 수수료를 고객의 예탁자산총액을 기준으로 관련법규의 범위 내에서 스폰서가 정한 바에 따라 청구하며, 구체적인 수수료 체계에 대한 정보를 계약권유문서를 통하여 고객에게 통지한다. 스폰서는 관련 규정에 따라 고객의 예탁자산을 평가하고, 예탁자산 평가기준 및 평가결과

4) 스폰서는 고객과 운용자의 거래를 중개하는 한편 운용자에게 후선업무 관련 서비스를 제공하는 금융회사이다. 계약을 중심으로 볼 때 고객은 자산관리서비스의 수요자이며 스폰서는 공급자이다.

를 고객이 확인할 수 있도록 한다. 고객이 동의하는 경우에는 평가기준을 달리 정할 수 있다.

이와 같은 약관의 내용을 중심으로 볼 때 대부분의 자산관리서비스 프로그램은 다음과 같은 요소를 공통적으로 포함한다.<sup>5)</sup> 고객의 위험성향을 파악하기 위한 체계화된 절차가 존재하며, 투자기회 발굴을 위한 리서치가 제공되고, 단일한 투자 배분안이 제시된다. 또한 배분조정과 세금설계가 포함된 맞춤형 프로그램이 제공되는 대가로 결합보수(bundled fee)를 받으며, 고객에게 통합적인 성과보고가 제공된다. 특히 통합보수 기반 프로그램(wrap fee program)에 대해서는 SEC가 관련 규정을 두고 있다(SEC Rule 204-3).

## 다. 논리적 정의

논리적으로 볼 때, 자산관리(wealth management) 서비스는 장기적인 자산의 축적 및 유지를 목적으로 하는 포괄적 재무설계(financial planning) 서비스이다. 개인이나 가족 단위 고객을 위해 제공되는 종합금융서비스, 상속설계, 법률자문, 투자자문 및 운용 등이 주요 서비스 내용이다. 통상적으로 재무설계서비스가 자산축적을 처음 시작하는 고객과 자산을 이미 일정 수준 이상 축적한 고객들을 모두 대상으로 하는 것에 비해 자산관리서비스는 후자에 보다 주목한다는 점에서, 자산관리서비스의 대상 고객의 범위가 재무설계 서비스에 비해 좁은 것으로 간주된다.

재무설계는 향후 발생할 미래소득을 어떻게 지출하고 투자할 것인지에 대하여 계획을 수립하는 과정을 지칭한다. 즉, 미래소득을 소비와 투자로 배분하는 결정, 전체 소비를 다양한 지출항목에 배분하는 결정, 전체 투자를 다양한 자산에 배분하는 결정 등이 재무설계를 통해 이루어진다. 고객이 이러한 결정을 합리적으로 내리기 위해서는 다양한 요인을 정확히 예측할 수 있어야 한다. 향후 원하는 생활수준, 미래에 발생할 소득수준, 원하는 생활수준에 대응하는 지출수준, 현재 보유한 자산으로부터 기대되는 수익수준 등이 대표적인 예이다. 그런데 고객이 독자적으로 정보수집, 분석, 의사결정, 실행, 평가

---

5) 미국 자산관리서비스 업계를 대표하는 MMI(money manager institute)의 정의 참조

등을 수행하는 것이 쉽지 않기 때문에 금융회사가 제공하는 자산관리서비스를 찾게 된다.

자산관리서비스의 구체적인 내용은 스폰서가 위임받은 업무의 종류, 스폰서의 유형, 시기, 지역별로 상당한 편차를 보인다.

첫째, 스폰서가 고객으로부터 위임받은 권한의 범위에 따라 자산관리서비스에 자산보관업무(safekeeping), 수탁업무(custody), 지급결제업무(escrow), 투자자문·일임업무(investment management) 등이 포함될 수 있다. 우선 스폰서가 자산보관업무에 대한 권한을 위임받으면 수탁재산을 물리적인 위험(손실, 훼손, 파괴, 절도 등)으로부터 안전하게 보호해야 할 의무를 지는데 자연재해 등 스폰서의 관리능력 범위를 벗어나는 경우에 한하여 스폰서의 배상책임이 면제된다. 다음으로 스폰서가 수탁업무에 대한 권한도 위임받으면 자산보관계좌에 담긴 투자자산과 관련하여 행정적 업무처리<sup>6)</sup>도 수행한다. 이때 스폰서는 자산보유로부터 파생되는 행정적 처리만을 담당하며 보유계좌에 대한 투자판단은 고객이 직접 결정한다.

더 나아가 스폰서가 지급결제업무에 관한 권한까지 위임받으면, 거래당사자들이 합의하에 위탁한 수탁재산을 관리하다가 미래에 특정한 사건이 발생하는 시점에서 계약체결 시 설정된 조건에 따라 반환한다. 구체적인 계약조건에 따라서는 수탁재산의 관리나 의사결정이 스폰서에게 위임될 수도 있다. 끝으로 스폰서가 투자자문·일임업무에 대한 권한까지 위임받은 경우, 스폰서는 자산보관업무나 수탁업무와 더불어 투자의사결정까지 수행할 수 있다. 고객으로부터 수탁재산의 보유·처분에 대한 폭넓은 재량권을 부여받은 스폰서가 고객의 사전 승인 없이 해당 자산을 매매할 수 있는 투자일임업무가 대표적인 예이다. 스폰서가 고객으로부터 운용재량권을 위임받은 때에도 수익권과 소유권은 계약에서 지정하는 대상에게 귀속된다.

둘째, 스폰서의 유형에 따라 자산관리서비스의 내용과 명칭이 달라질 수 있다. 유사한 종합금융서비스를 표방하더라도 은행은 프라이빗뱅킹(private banking) 서비스를, 보험회사는 재무설계(financial planning) 서비스를, 금융

6) 회계처리, 유가증권 중개와 관련하여 요구되는 서류의 제출이나 관리 등이 대표적인 예이다.

투자회사는 랩어카운트(wrap account) 서비스를 제공한다. 이들은 각기 다른 명칭으로 불리지만 궁극적으로 고객의 이해요구를 반영하여 재무계획을 설계한 후 이를 기준으로 고객별 포트폴리오를 구성하고 관리해준다는 점에서 그 경제적 기능은 동일하다고 볼 수 있다. 또한 개별적 계약을 통해 맞춤형 프로그램을 제공받고자 하는 고객들을 대상으로 서비스를 제공한다는 점에서도 동일하다.

셋째, 국가별로도 자산관리서비스 내용에 편차가 존재한다. 유럽에서는 고객의 자산을 안정적으로 유지하는 것을 목적으로 하는 자산가치보전형 서비스가 주를 이루고 있다. 이러한 서비스는 보수적인 초부유층(UHNW: Ultra High Net Worth)을 대상으로 하는 만큼 위험관리와 개인의 비밀보장에 중점을 둔다. 미국에서는 위험을 어느 정도 감수하면서 자산의 운용을 강조하는 자산가치증식형 서비스가 대부분이다. 자산 축적에 대한 요구가 보다 강한 신부유층(HNW: High Net Worth)을 대상으로 하는 만큼 고수익의 실현이 보다 강조된다. 한편 아시아에서는 기존의 금융서비스에 각종 부가서비스를 첨가하는 형태의 서비스가 주를 이루고 있다. 미국이나 유럽에 비해 개인의 자산축적이 상대적으로 늦은 관계로 자산관리서비스에 대한 수요도 뒤늦게 등장하였다고 볼 수 있다.

넷째, 시기별로도 자산관리서비스 내용에 편차가 존재한다. 자산관리서비스의 개념은 1990년대 미국의 금융회사들에 의해 처음 도입되었다. 초기에는 부유층 고객에 대한 투자자문서서비스로 시작되었으나, 점차 다양한 금융투자, 보험, 은행 관련 서비스를 포괄하는 종합금융서비스 형태로 진화되었다. 1999년 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act)이 효력을 잃고 금융회사들이 단일 창구에서 모든 유형의 금융서비스를 제공할 수 있게 되자, 자산관리서비스에 대한 관심이 더욱 제고되고 자산관리서비스의 개념도 보다 포괄적으로 확장되었다.

이와 같이 자산관리서비스의 내용에는 스폰서가 위임받은 업무의 종류, 스폰서의 유형, 국가나 시기에 따라 상당한 편차가 존재하여, 자산관리서비스 개념이 다양한 의미로 해석될 수 있다. 따라서 본 연구에서는 자산관리서비스 개념을 '복합적인 재무계획을 요구하는 고객을 대상으로, 고객별 특성을 반영하여 맞춤형 재무계획을 설계하고 위임받은 권한 범위 내에서 개별적인 재무

계획을 달성하기 위해 요구되는 업무를 실행해 주는 서비스'로 정의하고자 한다. 이와 같은 자산관리서비스 개념은 부유층을 대상으로 한 자산가치보전을 위한 서비스에 주목하는 통상적인 개념과 다소 차이가 있는데, 동 개념에는 자산규모가 크지 않은 고객층을 대상으로 하면서 자산가치증식을 위한 투자 일임서비스도 포함하였기 때문이다.

## 2. 자산관리서비스 특성

자산관리서비스는 그 정의를 명확히 내리기 어려울 만큼 서비스 범위가 광범위할 뿐만 아니라 서비스 개념이 지속적으로 진화하고 있다. 아직 법률적으로 통용되거나 국제적으로 공인된 정의가 존재하지 않는 만큼, 체계적인 분석을 위해서는 자산관리서비스가 보유한 특성을 검토해 봄으로써 그 개념을 보다 명확히 할 필요가 있다. 특히 본 연구에서는 지난 수십 년간 간접투자시장을 주도해 온 표준형 집합투자 서비스인 뮤추얼펀드에 대비하여 자산관리서비스가 갖는 특성에 주목함으로써, 자산관리서비스의 유의성을 강조하고자 한다.

<표 II-1>에 나타난 바와 같이 집합투자와 비교할 때, 자산관리서비스는 형식면에서 각 계좌의 개별적 관리를 전제로 하며, 내용면에서 복합서비스라는 특성을 갖는다. 또한 표준형에 대비되는 맞춤형 구조를 추구하는데, 이는 개별성과 복합성을 동시에 추구함에 따라 귀결되는 특성이라고 볼 수 있다. 이들 특성에 주목하여 자산관리서비스 개념을 재구성하자면, ① 고객별 계좌의 개별성을 전제로, ② 복합적인 고객의 이해요구에 포괄적으로 대응하기 위해, ③ 맞춤형으로 설계된 금융서비스를 자산관리서비스로 간주할 수 있다. 각 특성을 보다 자세히 살펴보면 다음과 같다.

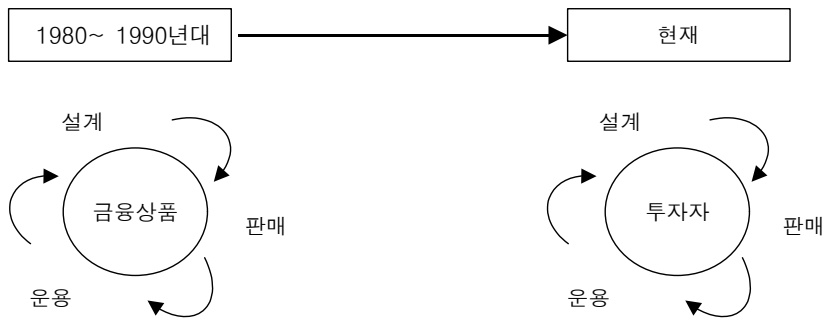
<표 II-1> 자산관리서비스와 집합투자 비교

	자산관리서비스	집합투자
형식	개별 관리	공동 관리
내용	복합적 목표	단일한 목표
구조	맞춤형 구조	표준형 구조

### 가. 개별성

자산관리서비스는 형식적인 측면에서 고객 계좌의 개별적 관리(individualized treatment)를 기본으로 한다.7) 자산관리서비스도 간접투자 수단의 일종이지만, 자산의 운용과 처분에 관한 고객의 통제 가능성 면에서 집합투자와 근본적인 차이를 갖는다. 특히 집합투자기구를 통한 간접투자 시에는 상품 위주로 설계, 판매, 운용이 이루어지는 반면, 자산관리서비스에서는 고객을 중심으로 설계, 판매, 운용이 이루어진다(<그림 II-1> 참조).

<그림 II-1> 고객 중심 서비스로의 전환



자료 : Maxwell(2005)

7) 신탁업법 시행령(제3조), 동 법(제10조 제1항) 규정

자산관리서비스에서는 개별 고객의 요구에 따라 자산의 관리나 운용이 통제될 수 있어야 하므로<sup>8)</sup> 고객과 스폰서 사이에 체결되는 신탁계약이나 투자일임계약을 토대로 고객별 계좌가 별도로 관리된다. 고객이 행사할 수 있는 통제권의 범위는 계약의 구체적 내용에 따라 결정되는데, 특정 금전신탁, 불특정 금전신탁, 투자일임계약 사이의 구분이 대표적인 예이다. 고객이 금전자산의 운용대상을 사전에 지정하는 특정금전신탁 계약의 경우 금전의 운용방법을 지정하면 스폰서는 고객이 지정한 범위 내에서 고객자산을 관리한 후 그 실적을 배당한다. 한편 고객이 금전자산의 운용대상을 사전에 지정하지 않는 불특정금전신탁 계약의 경우에는 여전히 계좌별 단독운용을 전제로 하지만 상당한 운용재량권이 스폰서에게 위임된다. 투자결정사항의 대부분이 스폰서에게 일임되는 투자일임 계약에서도 계좌별 자산의 단독운용이 기본이며, 고객이 투자목적, 투자대상, 투자방법 등을 결정하면 스폰서는 일임 범위 내에서 투자를 판단하고 집행하는 것이 일반적이다.

집합투자에 대비하여 자산관리서비스가 갖는 개별성은 다양한 면에서 드러날 수 있는데, <표 II-2>는 이를 요약하여 보여준다.<sup>9)</sup> 집합투자와 달리 자산관리서비스에서는 ① 서비스 제공자가 판매와 운용을 동시에 담당하고, ② 1인 고객을 대상으로 서비스가 제공되며, ③ 고객이 직접 운용방법을 결정하는 한편, ④ 고객별 단독운용이 기본이다.

8) 투자자의 통제는 계약 단계에서 이루어지는 사전적 통제와 계약 이후 계약이 정한 범위에서 이루어지는 사후적 통제를 모두 포함한다.

9) 이외에도 집합투자의 경우 신탁이나 투자일임에 대해서는 적용되지 않는 규제가 존재한다. 펀드자산 10%이내 분산투자 규정(사모펀드 예외), 미래가격제 기준 판매 및 환매 규정, 수익자총회 규정, 광고규제 규정, 외부회계감사 규정 등이 그 예이다.



&lt;표 11-2&gt; 자산관리서비스의 개별성

구 분	자산관리서비스	집합투자(펀드)
업무범위	운용=판매	운용≠판매
고객 수	1인	통합법: 2인 이상
운용방법결정 주체	고객	자산운용회사
운용형태	고객별 단독운용	집합(합동)운용

고객 계좌의 개별적 관리는 단독운용을 기본으로 하는 만큼, 자산관리서비스에서 발생하는 거래는 단독주문을 통해 체결되는 것이 원칙이다. 다만 소액계좌를 보유한 고객이 거래 단위가 큰 기업어음이나 채권에 투자하기를 원하는 경우 공동주문을 제한적으로 활용한다. 일단 공동주문으로 자산이 매입되고 나면, 해당 자산은 계좌별 투자금액의 비율에 따라 계좌들 사이에 분배된다.<sup>10)</sup>

## 나. 복합성

복합적인 고객의 요구에 포괄적으로 대응하기 위해 설계된 금융서비스를 자산관리서비스라고 할 때, 논리적인 차원에서 보자면 서비스 범위는 무한대에 가깝다. 즉 고객과 스폰서가 합의하기만 하면 어떤 내용이던지 자산관리서비스에 포함될 수 있다. 다만 스폰서에 따라 제공하는 서비스 범위가 제한적일 수 있으며, 제도적 차원에서 투자자보호와 스폰서의 건전성 제고를 위해 서비스 내용이 제한될 수도 있다.

스폰서가 다수의 고객이 공통적으로 요구하는 재무계획 내용들을 파악한 후 이를 하나의 패키지로 묶어 제시하는 것이 합리적인 방안이다. 즉 스폰서는 다수의 고객이 요구한 서비스(자문, 매매, 운용 등)를 중심으로 복합적인 금융서비스를 설계한다. 여기에는 투자계획(investment planning), 위험관리

10) 이때 스폰서는 단일자산에 대해서 단일가격으로 주문하고 단일가격으로 체결함으로써 계좌 간 불공정 분배를 원천적으로 예방할 필요가 있다. 특히 관련 법령에서 일임자산의 통합운용이 금지되어 있다는 점을 감안하여, 공동주문 시 통합운용으로 간주되지 않도록 각별히 주의해야 할 것이다.

(risk management), 은퇴계획(retirement planning), 상속계획(estate planning), 절세계획(tax planning), 부동산계획(real estate planning), 교육계획(education planning) 등이 포함될 수 있다. 물론 자산관리서비스에 포함될 수 있는 내용이 이에 국한되는 것은 아니다. 예를 들어, 최근에는 취미활동, 여행, 자선 등에 관한 부가서비스까지 포함하여 서비스 내용이 확대되고 있다.

논리적인 측면에서 볼 때, 이처럼 복수의 재무계획들을 하나로 묶은 복합서비스를 설계하는 것은 기능결합(bundling)에 해당한다.<sup>11)</sup> 자산관리서비스의 복합성은 고객이 요구하는 사항을 수용하려고 노력하는 과정에서 나타나는 결과이므로, 그 유형에 정형화된 패턴이 존재하는 것은 아니다. 다만 자산관리서비스의 범위와 관련하여 기능결합의 유형을 순수결합(pure bundling)과 혼합결합(mixed bundling)으로 구분하는 것이 가능하다. 순수결합은 고객에게 서비스 패키지 전체를 매입할지 여부만을 결정할 수 있도록 허용한다는 점에서 기성의 복합금융서비스라고 볼 수 있다.<sup>12)</sup> 한편 혼합결합은 고객에게 원하는 내용만을 선택할 수 있도록 허용한다는 점에서 계약시점에서 서비스 패키지 내용이 고객의 요구에 따라 결정되는 복합금융서비스라고 볼 수 있다. 스폰서가 어떤 형태의 기능결합을 활용하는가에 따라 자산관리서비스의 구체적인 범위가 결정된다.

#### 다. 맞춤형

자산관리서비스는 구조적 측면에서 표준형에 대비되는 맞춤형이라는 특성을 갖는다. 본격적인 맞춤형 프로그램에서는 계약시점에서 고객이 원하는 내용이면 무엇이든지 서비스 패키지에 포함되며, 계약이후 시점에서도 고객이

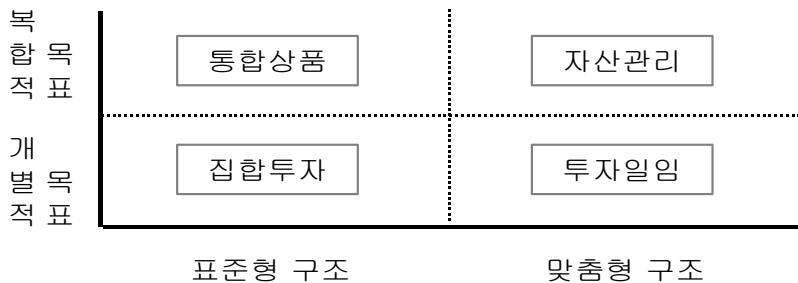
- 
- 11) 기능결합(bundling)상품은 패키지(package)상품 혹은 편집(compilation)상품이라고 불리기도 한다. 이러한 기능결합은 소프트웨어, 케이블방송, 패스트푸드 영역에서 자주 활용된다. 소프트웨어 영역에서 문서편집기, 스프레드시트, 데이터베이스 등이 하나의 패키지로 제공되는 사례, 케이블방송 영역에서 단일 시청료 지불 대가로 다수의 채널이 담긴 기본 프로그램 패키지가 제공되는 사례, 패스트푸드 영역에서 복수의 메뉴가 하나로 묶여 세트메뉴로 제공되는 사례 등을 생각해 볼 수 있다.
  - 12) 순수결합은 보수 형태에 따라 세분해 볼 수 있는데, 단일 보수를 지불하고 전체 서비스 패키지를 제공받는 합동결합(joint bundling)과 부가서비스를 추가할 때 핵심 서비스에 대한 보수를 할인해 주는 선도결합(leader bundling) 형태가 존재한다.

원하는 요구에 대응하여 서비스 패키지 내용이 조정될 수 있다. 이러한 점에서 맞춤형 프로그램은 혼합결합 형태를 가지며, 고객에게 일정한 내용의 서비스를 제시한 후 매입 여부에 관한 선택권만을 제공하는 표준형 서비스로부터 차별화된다.

한편 순수결합 형태의 복합서비스는 사전에 표준화된 패키지의 내용이 다수의 고객에게 제시되는 기성의 복합서비스라는 점에서 본격적인 맞춤형 프로그램이라고 보기 어렵다. 순수결합 형태에서는 고객이 복수의 표준형 서비스로 구성된 패키지에 가입할지 여부만을 선택할 수 있기 때문이다. 예를 들어, 스폰서에 의해 사전에 구성된 모델 포트폴리오가 다수 고객에게 일률적으로 제시되는 것은 표준형 집합투자과 크게 다르지 않는 만큼 이를 본연의 자산서비스라고 보기 어렵다.<sup>13)</sup> 그럼에도 불구하고 순수결합 형태는 다양한 재무계획들이 하나의 패키지로 묶여 제공된다는 점에서 단일한 목표만을 추구하는 기존의 집합투자와 차별적이며 초기 단계의 자산관리서비스에서 널리 활용되었다. 은행의 프라빗뱅킹, 보험회사의 재무계획, 금융투자회사의 랩어카운트 등이 대표적인 예이다.

요컨대, 자산관리서비스는 개별성을 전제로 복합적인 내용과 맞춤형 구조라는 특성을 갖는다. 다루어지는 재무목표가 복합적인지 여부와 서비스 구조가 맞춤형인지의 여부에 따라 금융서비스를 구분해 보면 아래와 같다.

<그림 11-2> 복합성, 맞춤형 기준 금융서비스 구분



13) 실제로 금융감독당국도 표준화된 SMA를 유사 집합투자자로 간주하고 있다.

### 3. 자산관리서비스 관련 이론

#### 가. 생애주기모형

고객의 재무목표는 소비수준을 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지하는 것이다. 이 경우 축적국면 동안 쌓아야 하는 자산규모는 소진국면 동안 유지하고자 하는 소비수준에 의해 결정된다. 그런데 고객의 금융상황, 미래의 소득수준, 기대소비수준이 고객별로 다르기 때문에 자산의 축적과 소진에 대한 재무계획도 서로 다를 수밖에 없다. 따라서 재무계획은 축적국면과 소진국면에 걸쳐 나타날 고객별 특수성을 감안하여 수립되어야 한다.

생애국면별 재무계획을 복합적으로 결합하여 분석하고자 할 때 활용할 수 있는 모형 중 대표적인 예는 Samuelson(1969)과 Merton(1969)의 생애주기모형이다. 전통적인 평균분산모형과 비교할 때 생애주기모형은 다음과 같은 측면에서 차이를 갖는다. 첫째, 생애주기모형에서는 기간을 다양하게 가정할 수 있기 때문에 축적국면과 소진국면의 특성을 별도로 감안하여 분석하는 것이 가능하다. 반면 평균분산모형에서는 단일 기간을 가정하고 투자 의사결정을 분석하는 만큼 생애국면별 특성이 반영되지 못한다.

둘째, 생애주기모형에서는 고객이 전 생애에 걸친 소비수준을 일정하게 유지하려 한다고 가정한다. 반면 평균분산모형에서는 고객이 최종적인 자산규모를 극대화하려 한다고 가정한다. 이러한 점에서 소진국면을 위한 재무계획에는 평균분산모형보다 생애주기모형이 보다 적합하다. 예를 들어, 평균분산모형에서는 항상 보유 자산이 존재한다는 전제하에 수익률 극대화에 집중하는데, 소진국면에서는 모든 자산이 고갈되어 더 이상 투자가 불가능할 수 있다. 또한 생애주기모형에서는 소진국면을 위한 의사결정이 축적국면의 재무계획에 영향을 줄 수 있다는 점이 명시적으로 고려된다. 예를 들어, 소진국면에서의 기대소비수준을 고려하여 퇴직시점에서 일정한 수준의 자산규모를 달성하고자 하는 고객은 자산가치증식과 더불어 자산가치보존에도 관심을 갖는다.

셋째, 생애주기모형은 보험상품과 연금상품이 위험관리수단으로 활용될 필요성을 보여준다. 반면 평균분산모형에서는 투자다변화를 활용하여 시장위험

이 관리되어야 한다는 점에만 주목한다. 예를 들어, 생애주기모형은 고객에게 분산투자를 통해 시장위험이 관리됨과 동시에 인플레이션위험도 관리될 필요가 있음을 제시한다. 평균분산 모형에서 소진국면에서 일정한 소비수준을 유지하려면 미래의 실질수익률이 안정적으로 유지되어야 하는데, 투자를 다변화한다고 하여 이를 달성할 수 있는 것이 아니다. 실질수익률 달성을 위해서는 인플레이션연동채권(TIPS)이 활용될 수 있다.<sup>14)</sup>

## 나. 생애설계모형

고객의 소비수준이 전 생애 걸쳐 일정하게 유지되도록 하려면, 축적국면에 대한 재무계획과 소진국면에 대한 재무계획이 결합되어야 한다. 이를 위해 다양한 위험요인(재무적 시장위험, 사망위험, 장수위험 등)이 복합적으로 고려되는 생애설계모형을 활용할 수 있다(Ibbotson et. al., 2007).

첫째, 생애설계모형에서는 고객이 직면하는 재무적 시장위험이 고려된다. 고객의 금융후생(financial welfare) 수준은 전 생애에 걸쳐 유지될 수 있는 소비수준에 의해 결정된다. 그런데 미래 재투자 수익률이 낮아지면 고객이 원하는 소비수준이 달성되지 못할 수 있다. 이는 투자대상을 선별하거나 포트폴리오를 구성할 때 재무적 시장위험이 고려되어야 함을 의미한다.

둘째, 생애설계모형에서는 고객이 직면하는 사망위험도 고려된다. 고객이 보유한 인적자산은 축적국면에서 전체 자산 중 높은 비중을 차지한다. 그런데, 예상하지 못하던 사건으로 인하여 인적자산으로부터의 소득생성이 중단되면 고객이 원하는 소비수준이 달성되지 못할 수 있다. 이는 투자대상 선별 시 사망위험을 관리할 수 있는 보험상품도 포함되어야 함을 시사한다.

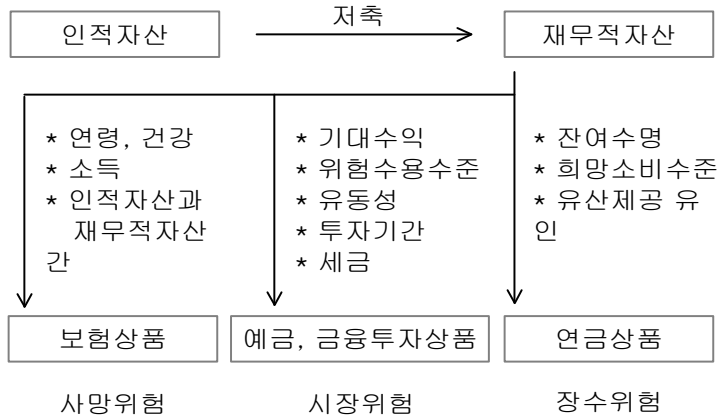
셋째, 생애설계모형에서는 고객이 직면하는 장수위험이 고려된다. 고객이 예상했던 것보다 더 오래 생존하면 소진국면이 길어지는데, 고객이 보유한 자

14) 예를 들어, 10년 후 500만원이 되는 자산 A, 1000만원이 되는 자산 B가 있을 때, 미래의 재투자 이자율을 고려하지 않을 경우 자산 B를 선택하는 것이 바람직하다. 그러나 10년 후 자산 A에 적용되는 실질 이자율은 5%, 자산 B에 적용되는 실질 이자율은 1%라고 예상된다면 자산 B가 반드시 유리하다고 볼 수 없다. 왜냐하면 자산 A는 10년 후부터 매년 25만원을 받을 수 있는 반면, 자산 B는 매년 10만원을 받을 수 있기 때문이다.

산이 모두 고갈되면 애초에 원하던 소비수준이 유지될 수 없다. 각국의 통계청이 산정하여 발표하는 통계는 국민 전체의 평균적인 기대 수명으로,<sup>15)</sup> 고객의 절반 이상은 이보다 더 오래 생존한다. 이는 포트폴리오 구성 시 장수위험을 관리할 수 있는 연금상품이 포함되어야 함을 시사한다.

<그림 II-3>는 재무적 시장위험, 사망위험, 장수위험을 모두 고려한 생애설계의 개념도를 요약하여 보여준다.

<그림 II-3> 생애설계 개념



자료 : Ibbotson et. al.(2007) 참고

한편, 생애설계모형에서는 추가적으로 고객이 직면하는 소득생성위험도 고려해야 한다. 인적자산으로부터 생성되는 소득과 재무적자산으로부터 생성되는 소득 사이에 존재하는 상관관계에 따라 퇴직시점에서의 자산규모가 달라질 수 있다. 이는 포트폴리오 구성 시 고객이 보유한 근로소득의 원천에 따라 위험자산의 비중이 달라져야 함을 의미한다. 소득생성위험은 근로소득과 상관관계가 낮은 자산비중을 증가시킴으로써 관리될 수 있다. 예를 들어, 근로소

15) 예를 들어, 미국에서 65세에 퇴직하는 사람들이 80세가 될 가능성은 여성은 70% 이상, 남성은 62% 이상이다. 기혼의 경우 한 사람이 70세까지 생존하고, 다른 한 사람이 혼자서 여생을 보낼 확률은 90%이다.

득의 변동과 주식시장의 변동 사이에 상관관계가 높을 경우 전체 자산 중 주식 비중을 줄이는 것이다.

마지막으로, 생애설계모형에서는 고객이 직면하는 저축부족위험이 고려된다. 고객이 자산가치증식에만 집중하여 고수익-고위험 자산 비중을 확대하면 대규모 손실이 발생할 수 있다. 축적국면에서 형성된 자산규모가 대폭 감소하고 이에 따라 소진국면에서 고객이 애초에 원하던 소비수준이 유지될 수 없다. 이는 포트폴리오 구성 시 자산가치보전에 적합한 금융상품(원금보전상품, 보험상품 등)도 고려해야 함을 시사한다.

#### 다. 피라미드형 자산구성 모형

고객의 평균 수명이 증가함에 따라 전 생애에 걸친 생활수준의 유지에 대한 관심이 커졌다. 그 결과 고객의 재무목표가 단기적인 자산가치의 증식을 넘어서 보다 복합적이라는 점이 부각되고 있다. 생애설계 관점에서 보자면 생활수준 개선을 위한 자산가치 증식뿐만 아니라 기본생활수준 보장이나 기존 생활수준의 유지를 위한 자산가치 보전도 중요하다. 예를 들어, 고객은 기본 생활수준을 보장하기 위해 보험상품이나 원금보장상품을 활용함과 동시에 생활수준을 개선하기 위해 고위험-고수익 자산에 투자하고자 한다(Chhabra, 2006).

<표 II-3>는 생애설계 시 고려되는 재무목표의 복합성을 요약하여 보여준다. 고객은 기본생활수준 보장, 기존생활수준 유지, 생활수준 개선 등 다양한 재무목표를 동시에 달성하고자 한다. 생애설계 시 이러한 점을 고려한 분석모형이 요구되는데 피라미드형 자산구성 모형이 그 예이다(Wiesenberger, 1952). 우선 다양한 투자대상이 수익-위험 특성에 따라 분류된다. 다음으로 각 유형을 층위로 하는 피라미드가 설정된다. 예를 들어, 소득형, 혼합형, 성장형, 공격적 성장형 등으로 구성되는 피라미드가 구성될 수 있다.<sup>16)</sup> 다음으로 각 재

16) 자산 유형별로 구성된 피라미드 개념은 Wiesenberger(1952)의 자산 계층에서 처음으로 제시된 바 있다. 예를 들어, 자산 유형은 피라미드는 밑에서부터 소득(income), 균형(balanced), 성장(growth), 공격적 성장(aggressive growth) 등으로 구분된다. 소득 유형 자산에는 채권이, 균형 유형 자산에는 유틸리티 종목(utility

무목표에 적합한 피라미드 층위가 결정된다. 마지막으로 각 층위로부터 재무 목표 달성을 위해 필요한 투자대상이 선별되고 포트폴리오가 구성된다. 이처럼 피라미드형 포트폴리오가 구성되는 경우 각 피라미드 층위별로 최대 투자 한도가 설정되는 것이 일반적이다.

<표 II-3> 생애설계 시 고려되는 복합적 재무목표

재무목표	기본생활보장	평균생활유지	생활수준개선
위험-수익	무위험-원금보장	저위험-저수익	고위험-고수익
투자대상	보험, 원금보장자산	시장포트폴리오	고수익자산
관리방식	위험전가	분산투자	위험추구
비교대상	물가상승률	시장수익률	절대수익률

## 4. 자산관리서비스 의의

### 가. 논리적 측면

자산관리서비스의 주된 분석대상은 인적자산과 재무적자산 사이에 복합적으로 발생하는 상호작용이다. 우리의 전 생애에 걸쳐 재무적 자원을 보다 효율적으로 축적, 운용, 관리, 상속, 소비할 수 있으려면 인적자산과 재무적자산 사이의 복합적 상호작용을 제대로 이해하는 것이 중요하다.

예를 들어, 고객의 전체 자산은 인적자산과 재무적자산이라는 두 가지 부분으로 구성된다. 이처럼 이분법은 단순함에도 불구하고 자산관리서비스 설계에 있어서 중요한 시사점을 제공한다. 자산관리서비스의 궁극적인 목적은 고객이 수용하고자 하는 위험수준에서 다변화된 포트폴리오를 구성하는 것이다. 금융

---

stocks)과 같은 고배당주식이, 성장 유형 자산에는 저배당주식이, 공격적 성장 유형 자산에는 무배당주식이 각각 해당된다.



투자상품에 비해 인적자산의 위험수준이 낮다는 점을 감안하면, 전체 자산 중 재무적자산의 비중이 낮은 축적기간 초기에는 전체 포트폴리오 중 금융투자상품의 비중이 높게 유지되는 것이 바람직할 수 있다. 또한, 시간이 흐름에 따라 전체 자산의 구성비도 변화된다. 고객이 나이 들어감에 따라 위험이 높은 재무적자산의 비중이 커지는 반면 위험이 낮은 인적자산의 비중은 감소한다. 이러한 변화에 대응하여 고객의 포트폴리오도 보다 보수적으로 조정되는 것이 바람직할 수 있다.

한편, 자산관리서비스는 축적기간에 위치한 고객의 재무적자산이 금융투자상품과 더불어 보험상품에도 배분되어야함에 주목한다. 앞서 살펴 본 바와 같이 전 생애 관점에서 볼 때 인적자산이 중요한 역할을 하는 만큼 이를 적절히 보호하는 것도 중요하다. 현실적으로 소득생성능력을 전반적으로 보호하는 것이 쉽지 않지만, 보험상품을 활용하면 최악의 경우인 사망으로부터 인적자산을 재무적으로 보호하는 것이 가능하다. 대부분의 고객은 사망위험(mortality risk)을 관리하기 위해 생명보험에 투자하고자 한다. 따라서 축적기간에서 나타나는 고객의 재무적 포트폴리오에는 금융투자상품과 더불어 생명보험도 포함되는 것이 일반적이다.

더 나아가 자산관리서비스는 소진기간에 위치한 고객을 위해 구성된 포트폴리오에 장수위험(longevity risk) 관리수단도 포함되어야함에 주목한다. 장수위험은 고객이 너무 오래 생존할 가능성, 즉 고객의 사망 이전에 재무적자산이 모두 소진될 가능성을 의미한다. 고객이 소진기간에서 누리하고자 하는 소비수준이 재무적자산으로부터 생성될 수 있는 소득수준에 비해 높을 수 있다. 이 경우 고객이 사망하기 이전에 재무적자산이 모두 소진될 가능성이 높는데, 고객이 얼마나 오래 생존할지 정확히 예측하기 어려운 만큼 장수위험은 항상 존재한다. 장수위험을 관리하는 방법은 고객이 생존하는 동안 정기적으로 일정한 수준의 소득을 제공하는 연금상품을 구입하는 것이다. 만약 고객이 충분한 수준의 연금상품을 보유하면 장수위험은 완전히 제거될 수 있다.

## 나. 환경적 측면

지난 2004년 미국 연방준비위원회(FRB)에 의해 수행된 소비자금융설문조사(Survey of Consumer Finance)에 따르면, 고객들이 저축이나 투자를 고려하는 가장 기본적인 이유는 노후 일정한 수준의 소비를 누리하고자 그에 필요한 재원을 마련하려는 것이다. 다시 말해 편안한 노후를 위한 재무설계가 고객의 궁극적인 재무목표이다.

그런데 노후소득생성 방식과 관련하여 지난 20여 년 동안 환경이 크게 바뀌었다. 가장 큰 변화는 투자퇴직계좌(IRAs: Investment Retirement Accounts)와 확정기여형(DC: Defined Contribution) 플랜이 크게 확산된 것이다. 미국 투자회사협회(ICI: Investment Company Institute)의 데이터에 따르면, 노후자산은 2005년 기준으로 14조 5천억 달러 수준으로 이 중 절반 정도가 IRAs와 DC-플랜에 해당한다. 이는 확정급여형(DB: defined benefit) 플랜이 주를 이루던 25년 전과 비교할 때 매우 큰 변화로, 현재는 IRAs와 DC-플랜이 노후자산 축적의 주요 수단임을 보여준다.

미국의 경우, 노후소득은 전통적으로 사회보장급여(social security payments)와 DB-플랜급여로부터 생성되는 것이 일반적이었다. 예를 들어, 2001년 기준으로 65세 이상의 개인들이 획득한 전체 소득 중 사회보장급여의 비중은 44%, DB-플랜급여는 25%에 달하였다. 기존 퇴직자들이 누리는 전체 노후소득 중 약 70% 정도가 사회보장급여와 전통적인 기업연금급여로부터 생성되고 있는 반면, 현 근로자들이 향후 기대할 수 있는 전체 노후소득 중 약 3분의 1정도만이 사회보장급여나 기업연금급여로부터 생성될 수 있다(GAO, 2003; EBRI, 2000). 즉 전체 노후소득 중 DC-플랜급여나 개인저축으로부터 생성되는 부분의 비중이 점차 증가하고 있다.

노후소득생성 방식이 전문적으로 운용되는 DB-플랜에서 개인적인 저축수단으로 전환됨에 따라, 개별 고객은 노후소득생성을 위해 어떤 자산에 투자할 것인지에 대한 의사결정, 전체 자산 중 그러한 목적에 어느 정도로 배분할 것인지에 대한 의사결정을 스스로 내려야 한다. 이에 따라 축적국면이나 소진국면에 위치한 고객들로부터 전문적 투자자문에 대한 수요가 증가하는 것은 자

연스러운 결과이다.

전통적인 금융투자상품에 대한 선별만으로 생애관리를 목적으로 하는 고객을 만족시키는 것은 불가능하다. 자산관리서비스 스폰서들은 사망위험을 관리하기 위한 보험상품과 장수위험을 관리하기 위한 연금상품도 취급할 수 있어야 한다.

특히 오늘날의 고객들은 과거의 고객들에 비해 더 많은 위험요인들에 직면하고 있다. 무엇보다도 사회보장시스템과 대다수의 DB-플랜들이 파산위기에 처해 있는 만큼 노후소득생성을 위해 개인적인 저축수단들에 의존할 수밖에 없다. 다음으로 평균수명이 연장되면서 과거에 비해 보다 많은 건강관리비용이 발생할 것으로 예상된다. 이러한 위험요인들을 관리해야 하는 고객들로부터 전문적 투자자문에 대한 수요가 지속적으로 증가하고 있다.

#### 다. 투자패러다임 측면

전체 간접투자에서 자산관리서비스가 차지하는 비중은 지속적으로 확대될 것으로 예상되는데, 이는 간접투자에 대한 수요자와 공급자 모두가 맞춤형 프로그램을 선택할 유인을 가지고 있기 때문이다. 공급자인 스폰서는 맞춤형 프로그램을 제공할 때 표준형 집합투자에 비해 높은 보수를 받을 수 있다는 점에 주목한다. 한편 투자 패러다임이 표준형 집합투자를 지지하던 것에서 맞춤형 자산관리서비스를 지지하는 것으로 전환되었다. 이에 따르면 표준형 집합투자 비해 개별적 요구에 맞춰 설계되는 자산관리서비스가 고객에게 보다 유리하다. 투자 패러다임 변화는 자산관리서비스 수요가 성장하게 된 근본적인 이유인 바, 이하에서 그 내용을 개괄적으로 소개한다.

##### 1) 표준형 집합투자 패러다임

1960년대 이후 지난 40여 년간 간접투자 시장은 표준형 집합투자기구인 뮤추얼펀드에 의해 주도되어 왔으며, 맞춤형 자산관리서비스는 기관투자자나 거액자산가를 대상으로 한 틈새시장에 국한되어 왔다. 이와 같은 시장구조는 1960년대에 확립된 투자 패러다임으로서 표준형 집합투자를 지지하는 근대적

무이론(MPT: Modern Portfolio Theory)에 기인한다고 볼 수 있다.

Statman(2005)에 따르면, 합리적 투자자 가설, 효율적 시장 가설, 평균-분산 포트폴리오 구성모형, 그리고 자본-자산 가격결정 모형(CAPM)이 MPT를 구성하는 핵심 요소이다. 앞의 세 가지 요소는 투자자들의 선택에 관한 규범적 내용인 반면, CAPM은 투자자들의 선택 결과에 대한 서술이라고 볼 수 있다. 각각에 대해 개관하면 다음과 같다.

첫째, Miller and Modigliani(1961)<sup>17)</sup>에 의해 제시된 합리적 투자자 가설에 따르면, 합리적인 투자자는 항상 최종적인 부의 규모를 극대화하고자 한다. 다른 투자목적에 대해서는 고려하지 않으며 부의 형태에 대해서도 관심이 없다. 예를 들어, 투자자는 합리적이므로 세금감면효과를 누릴 수 있는 경우 의도적으로 손실을 실현시켜 세금 납부액을 절감함으로써 최종적인 부의 증가를 도모하고자 한다. 또한 투자자는 합리적이므로 배당수입을 통해 부가 증가하는 것과 자본이득을 통해 부가 증가하는 것에서 동일한 효용을 얻는다.

둘째, Fama(1965)에 의해 제시된 효율적 시장 가설(efficient market hypothesis)에 따르면, 자본시장이 효율적이기 때문에 내재가치의 변화가 시장 가격에 즉시 반영되며 차익거래의 기회는 존재하지 않는다. 만약 자본시장이 일시적으로 비효율적인 상태에 놓이게 되면 다수의 투기적 투자자가 차익거래를 시도하는 과정에서 자본시장의 효율성이 곧 회복된다(Cowles, 1960).<sup>18)</sup> 또한 Fama(1965)에 따르면, 복잡한 알고리즘을 활용한 투자전략이 단순한 원칙에 기초한 투자전략에 비해 우수한 성과를 거둔다는 보장이 없다. 이는 자본시장이 효율적이어서 주가가 임의보행의 특성을 보이는 만큼 장기적으로 고평가된 종목이나 저평가된 종목이 존재하지 않기 때문이다.

셋째, Markowitz(1952)가 제시한 평균-분산 포트폴리오 구성모형(mean-variance portfolio model)에 따르면, 합리적 투자자는 위험자산의 기대수익률과 위험만을 고려하여 최적 포트폴리오를 구성한다. 즉 합리적 투자자는 개별 자산의

17) 이 논문은 합리적 투자자들은 배당정책에 무차별하다고 설명한다. 합리적 투자자들은 항상 부를 더 많이 가지기를 원하므로 그 형태가 현금이든지 주식의 시장 가치 증가이든지는 상관이 없다. 왜냐하면 배당을 통한 부의 증가와 주식가치를 통한 부의 증가는 그 형태만 다를 뿐 자본이익이라는 본질은 동일하기 때문이다.

18) Cowles는 주가의 움직임이 지속적으로 브로커리지 비용을 초과하는 부분이 있다면 전문 투자자는 이를 인지하여 차익거래를 할 것이라고 하였다.

특성을 그 수익률의 평균과 분산으로 파악한 후 포트폴리오의 위험조정수익률을 극대화함으로써 효율적 경계에 위치한 최적위험자산포트폴리오를 구성한다. 수익률의 평균과 분산 이외의 요인은 최적화 과정에서 고려되지 않으므로 최적위험자산포트폴리오 구성에 영향을 주지 않는다.

넷째, Sharpe(1964)가 제시한 자본-자산 가격결정 모형(capital asset pricing model)에 따르면, 합리적 투자자는 시장포트폴리오와 구성이 동일한 포트폴리오를 선택하며 그 결과 위험자산의 기대수익률은 시장포트폴리오의 수익률과 선형관계를 갖는다. 특히 모든 투자자는 시장포트폴리오를 최적위험자산포트폴리오로 선택한 후 각자의 위험기피성향에 따라 최적위험자산포트폴리오와 무위험자산으로 구성된 최적 조합을 선택한다.

MPT가 주요 투자 패러다임으로 받아들여지던 지난 40여 년간은 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 필요성이 크게 제기되지 않았다. 왜냐하면 MPT에 따르면, 각 투자자가 선택하는 포트폴리오의 차별성은 전체 자산 중 최적위험자산포트폴리오가 차지하는 비중을 통해서만 나타나기 때문이다. 따라서 MPT에 충실하면 시장포트폴리오를 벤치마크로 삼는 표준형 집합투자가 투자자에게 제시되면 충분하고 이와 별도로 맞춤형 자산관리서비스를 제공될 필요가 없다.

## 2) 맞춤형 자산관리 패러다임

최근 들어 MPT의 현실 설명력에 대한 의문이 제기되면서 새로운 투자 패러다임으로 행태주의재무이론(BFT: Behavioral Finance Theory)이 대두되었다. BFT는 현실에서 관찰되는 투자자의 행태를 증거로 삼아 MPT를 구성하는 각 요소에 대해 새로운 가설을 제시하고 있는데, 다음 표는 이를 요약하여 보여 준다.

<표 II-4> MPT와 BFT의 비교

구 분	Modern Portfolio Theory	Behavioral Finance Theory
투자자	Rationality Miller-Modigliani(1961)	Normality Snyder(1957), Shefrin-Statman(1982)
자본시장	Market efficiency Fama(1965)	Market Anomaly Block(1999), Zhou-Dong(2004)
포트폴리오	Mean-Variance Optimization Markowitz(1952)	Life Cycle Optimization Samuelson-Merton(1969)
자산가격	Capital Asset Pricing Sharpe(1964)	Behavioral Asset Pricing Shefrin-Statman(1994)
투자대상	표준형 집합투자	맞춤형 자산관리서비스

첫째, 투자자는 합리적이라기보다 정상적(normal)이다. 투자자는 투자결정 시 인지적 오류(cognitive bias)와 감정에 의해 영향을 받기 때문에 그의 선택이 반드시 부의 극대화라는 목표와 일치하는 것은 아니다. Snyder(1957)는 투자자들이 세금감면효과가 있다고 하여 항상 의도적으로 손실을 실현시키는 것은 아니라고 지적하였다. 즉, 투자자들은 항상 부를 극대화하고자 선택하는 것은 아니며 실현 손실은 미실현손실과 구분되어 별도로 취급된다. Shefrin과 Statman(1984)에 따르면, 투자자들이 이득을 성급하게 실현시키려는 반면 손실은 실현시키지 않으려는 성향을 가지고 있다(disposition effect).

Statman(2002)은 손실이 일단 실현되면 회복 가능성이 사라지므로 투자자들이 손실의 실현을 지연하려 한다고 주장하였다(mental accounts).<sup>19)</sup>

또한 투자자는 부의 형태에 대해 관심을 갖는다. Clendenin(1958)은 경제 상황에 따라 투자자가 배당에 대해 서로 다른 태도를 보일 수 있음을 지적하였다. 그에 따르면, 전쟁의 여파로 경기에 대한 불확실성이 높았던 시기에는 현금 배당이 선호되고 안정적 종목에 대한 투자가 강조되었던 반면, 보다 안정적인 시기에는 현금 배당에 대한 선호가 감소되고 투기적 종목에 대한 수

19) Garvey and Murphy(2004)는 전문적인 투자자들(professional traders)도 손실의 실현을 기피하려는 성향이 있음을 지적하였다.

요가 증가하였다. 한편 Shefrin and Statman(1984)은 세대에 따라서도 배당에 대한 투자자들의 태도가 변하였음을 발견하였다. 예를 들어, 70년대에는 회사가 배당을 주지 않는 것에 대해 주주들의 불만이 컸던 반면 90년대 경기 호황기에는 배당수익률이 거의 제로에 가까웠음에도 불구하고 배당에 대한 요구가 낮았다.<sup>20)</sup>

둘째, 자본시장은 비효율적이며 항상 임의보행가설이 성립하는 것은 아니다. Block(1999)은 대다수의 증권분석가들이 효율적 시장가설에 동의하지 않는다고 주장하였다. 그의 주장에 따르면, 증권분석가들 중 극소수만이 효율적 시장가설을 받아들이고 있는데, 이 점은 증권분석가들이 작성하는 투자 의견서에 '고평가' 또는 '저평가'의 용어가 지속적으로 사용된다는 점에서 잘 드러난다. 또한 투자자들도 수동적 전략에 기초한 인덱스펀드보다 능동적 전략을 추구하는 액티브펀드를 선호하는 것이 일반적이다.

또한 Zhou and Dong(2004)은 주가가 임의보행이 아닌 특정한 패턴을 보인다고 지적하였다. 예를 들어, 연휴<sup>21)</sup>에는 투자자들의 감정이 고양되어 주가에 긍정적인 영향을 미친다(Frieder and Subrahmanyam, 2004). 더 나아가 Weintraub(1963)은 전문적 투자자들이 고수익을 누릴 수 있다는 사실은 임의보행가설과 일치하지 않는다고 주장하였다. 예를 들어, 1970년대 후반부터 1980년대 초반까지 시장가격과 내재가치의 괴리가 지속되었는데 이는 시장이 장기적으로 비효율적인 상태에 놓일 수 있기 때문이라는 것이다.

셋째, 투자자는 위험과 기대수익 외에 좀 더 다양한 요인을 고려하여 포트폴리오를 구성한다. 실용성(utilitarian)을 추구하는 합리적 투자자와 달리 정상적 투자자는 현시성(expressive)을 고려하기 때문이다. 즉 정상적 투자자들은 투자 시 그들의 가치관, 사회 계층, 라이프스타일 등을 함께 고려한다. Fama and French(2004)는 투자자들이 금전적 수익과 더불어 자신의 취향 등 보다 다양한 것에 관심이 가질 수 있음을 지적하였다. 예를 들어, 일부 투자자는 성장주에 대한 투자나 사회책임투자(socially responsible investment)로부터

20) Shefrin and Statman(1984)가 Consolidated Edison 회사의 주주를 대상으로 분석한 결과이다. 이들에 따르면, 1970년 초에는 주주들이 배당을 사회보장제도와 동일시하였다고 한다.

21) St. Patrick's Day와 Jewish High Holy Days가 그 예이다.

만족감을 느낄 수 있기 때문에 해당 투자로부터 기대되는 수익이 상대적으로 낮더라도 투자를 유지하고자 한다는 것이다.

넷째, 투자자의 다양한 선호체계를 반영하는 자산가격 결정모형이 요구된다. Fama and French(1992)는 시장가격과 내재가치 사이의 괴리가 장기간 지속되는 것은 시장이 비효율적이기 때문이라기보다 내재가치를 산정하는 CAPM이 부정확한 자산가격 결정모형이기 때문이라고 주장하였다. 즉 CAPM이 반영하지 못하는 여러 요인이 실제 시장가격에 영향을 미칠 수 있다는 것이다. Shefrin and Statman(1994)와 Statman(2004)는 한 발 더 나아가 투자자가 합리적임을 가정한 평균-분산 포트폴리오 구성모형으로부터 벗어나 투자자가 정상적임을 전제한 행태적 자산가격모형(behavioral asset-pricing model)을 제시하였다. 즉 투자자의 인지적 오류로 인하여 평균-분산 최적포트폴리오가 시장포트폴리오와 일치하지 않을 수 있는 만큼 CAPM의 베타와 더불어 행태적 베타(behavioral beta)<sup>22)</sup>도 고려되어야 한다고 주장하였다.

요컨대, 새로운 투자 패러다임에 따르면, 투자자들은 각자의 상황에 따라 매우 다양한 요인을 고려하여 서로 다른 포트폴리오를 구성하고자 한다. 이러한 변화는 표준형 집합투자만으로는 고객의 모든 요구를 충족시킬 수 없으며, 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 수요가 지속적으로 성장할 수 있음을 시사한다.

---

22) CAPM 베타가 시장 포트폴리오를 벤치마크로 삼아 산정되는 것에 대비하여 행태적 베타는 시장포트폴리오와 구분되는 평균-분산 최적포트폴리오를 벤치마크로 삼아 산정된다.