

## IV. 신탁제도 개선을 통한 복합성 구현

경제 사회적 환경의 변화에 따라 맞춤형 자산관리서비스에 대한 사회적 수요가 급속하게 확산되고 있다. 맞춤형 자산관리서비스의 목표는 고객이 기대할 수 있는 향후 소득흐름이 전 생애에 걸쳐 안정적으로 생성될 수 있도록 자산구성을 자문하고 관리하는 것이다. 맞춤형 자산관리서비스에 대한 요구가 빠르게 증가하는 이유는 고령화, 공적연금의 축소, 금융시장 변동성 심화 등으로 고객별 재무설계의 필요성이 높아졌기 때문이다. 이에 따라 거의 모든 유형의 금융회사들이 맞춤형 자산관리서비스를 표방하여 다양한 형태의 자산관리서비스 개발을 시도하고 있다.

그러나 국내에서 자산관리서비스의 조기 활성화를 위해서는 시장참여자의 인식 제고와 함께 제도적 장애요인을 선도적으로 개선할 필요가 있다고 보인다. 특히, 자본시장법에서 규정된 신탁제도가 자산관리서비스의 복합성을 제한할 가능성이 높은 만큼, 본 장에서는 그 한계를 지적하고 복합적 프로그램의 활성화를 위해 보험신탁을 도입할 것을 제안하고자 한다.

본 장에서 검토할 내용을 간략히 소개하자면 다음과 같다. 전통적인 금융서비스는 고객의 생애의 국면들(준비국면, 축적국면, 소진국면) 중 일부에만 집중한다. 반면 자산관리서비스의 기본적인 목표는 고객의 소비수준이 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지될 수 있도록 돕는 것이다. 따라서 자산관리서비스는 축적국면과 소진국면에서 고객이 직면하는 투자위험, 사망위험, 장수위험을 포괄적으로 관리한다. 이때 투자위험은 은행상품이나 금융투자상품, 사망위험은 보험상품, 장수위험은 연금상품을 통해 관리될 수 있다는 점에서, 보험상품의 결합이 자산관리서비스에 포함될 수 있어야 한다. 따라서 은행상품, 금융투자상품, 보험상품, 연금상품 등이 복합적으로 결합될 수 있도록 신탁제도를 개선할 필요가 있다.

## 1. 보험신탁 필요성

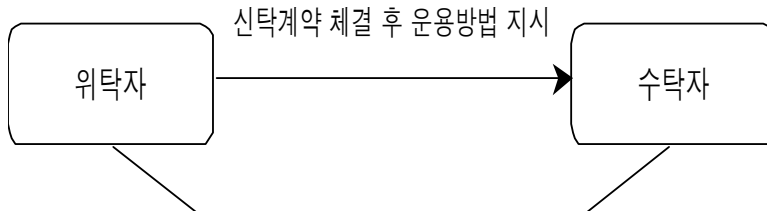
### 가. 신탁의 유용성

#### 1) 신탁의 개념 및 의의

신탁은 위탁자가 신탁재산의 운용대상을 수탁자에게 지시하면 수탁자가 위탁자의 운용지시에 따라 신탁재산을 단독으로 운용한 후에 관련 실적을 위탁자에게 실적을 배당하는 구조의 계약이다.

신탁에 가입하기 위해서는 거래조건 협의, 계약서 작성, 계약서 교부의 절차를 거친다. 검토 단계에서 위탁자와 수탁자는 구체적인 신탁금액, 신탁보수, 신탁기간 등 계약내용을 검토하여 거래내용을 확정짓는다. 계약서 작성 단계에서는 실명확인 작업과 통장 및 증서작성이 이루어진다. 마지막으로 교부단계에서 자금이 납입되고 최종적으로 통장 및 증서의 교부가 이루어진다.

<그림 IV-1> 신탁의 구조



신탁을 활용하면 다양한 유형의 자산들이 복합적으로 결합되고 재산권이 다양한 형태로 전환될 수 있는 만큼(안성포, 2007), 신탁은 복합적 프로그램의 유용한 수단이다. 신탁제도에는 다양한 형태의 전환기능이 내재되어 있는 바, 고객의 전 생애에 걸친 소득흐름을 안정적으로 유지하기에 적합한 재산관리 제도이기 때문이다.

예를 들어, 재산권자와 관련하여 ① 권리자 속성의 전환, ② 권리자 수의

전환, 그리고 재산권에 있어서 ③ 재산권 향유의 시간적 전환과 ④ 재산권 성질과 상태의 전환이 가능하다. 우선 권리자속성 전환과 관련하여, 고객이 신탁재산의 권리자로서 갖는 재산관리력, 경제적 신용력, 자연인으로서의 성격 등이 전환될 수 있다. 다음으로 권리자 수 전환과 관련하여, 재산권의 귀속주체가 복수이거나 법인이 아닌 단체일 경우 단일 조정자로서 기능하거나 반대로 단일 권리자가 복수로 전환될 수 있다. 또한 재산권 향유 시점 전환과 관련하여, 재산권자인 본인, 친척, 피용자의 장래생활에 대비하고자 할 경우, 재산권의 이익향유 시점이 미래로 연기될 수 있다. 마지막으로 재산권 성질 및 상태 전환과 관련하여, 기존 재산권의 성질과 형태가 다르게 전환되거나, 하나의 재산권에 소극재산이 결합되어 포괄재산으로 전환될 수 있다.

## 2) 신탁 유형

신탁은 일반적으로 위탁자의 운용방법 지정여부, 신탁재산의 종류, 원본과 이익의 보전여부에 따라 분류가 가능하다.

우선 신탁은 위탁자의 운용대상 지정여부에 따라서 특정금전신탁과 불특정금전신탁으로 구분된다. 특정금전신탁은 위탁자가 신탁재산의 운용대상을 구체적으로 지시하는 반면 불특정금전신탁은 위탁자가 신탁재산의 운용대상을 특정 짓지 않는다. 운용대상 선정의 자유로움으로 인해 불특정금전신탁은 투자자에게 판매하여 왔으며 개발신탁, 신종적립신탁, 가계금전신탁, 개인연금신탁, 근로자우대신탁, 단위형금전신탁, 추가형금전신탁 등이 존재하였다.<sup>33)</sup>

또한 신탁상품은 신탁재산의 종류에 따라서 금전신탁과 비금전신탁으로 구분된다. 금전신탁은 인수대상 신탁재산이 금전이며, 비금전신탁은 금전 이외의 부동산, 유가증권, 동산, 금전채권 등을 투자대상으로 한다.

다음으로 신탁상품은 원본과 이익의 보전 여부에 따라 원본-이익보전 신탁, 원본보전 신탁, 실적배당신탁으로 구분될 수 있다. 원본-이익보전 신탁은 약정배당형 상품이라고도 불리며 신탁가입 시 금리(이자)를 약정하는 상품이다.

33) 2004년 간접투자자산운용업법이 시행되면서 불특정금전신탁은 원칙적으로 금지되었다.

이에 비해 원본보전 신탁은 수탁자가 자금을 운용하던 중 원본에 손실을 초래하는 경우 손실을 보상해야하는 신탁으로 퇴직신탁이나 연금신탁, 개인연금신탁 등이 이에 해당한다. 한편 실적배당신탁은 이자지급이나 손실보장이 없는 순수실적 배당형 신탁으로 특정금전신탁, 단위형금전신탁, 추가형금전신탁 등이 이에 속한다. 최근에 판매되는 대부분의 은행, 증권사의 신탁상품은 실적배당형 금전신탁이 주류를 차지한다.<sup>34)</sup>

한편 개인신탁과 별도로 근로자퇴직급여보장법에 의한 퇴직연금신탁이 존재한다. 퇴직연금신탁의 참여자는 위탁자(사용자, 종업원), 수탁자(운용관리기관, 자산운용기관, 상품제공기관), 수익자(종업원)로 구성된다. 단 퇴직연금 신탁상품의 위탁자는 퇴직연금신탁의 가입자로 사용자와 종업원 모두를 포함하며, 노사합의를 통해 가입결정과 자산운용방법에 대한 지시를 할 수 있다.

퇴직연금신탁의 수탁자는 그 기능에 따라 운용관리기관, 자산운용기관, 상품제공기관으로 나누어 질 수 있는데, 어떤 경우에는 한 기관이 모든 기능을 담당하기도 한다. 운용관리기관은 가입자에게 상품안내와 수시정보 제공, 자산운용기관에게 가입자의 운용지시 전달, 신탁재산의 사무처리 지원 등을 담당한다. 자산운용기관은 운용관리기관으로부터 전달받은 가입자의 운용지시와 상품제공기관으로부터 제공된 상품구조를 바탕으로 신탁재산을 운용한다.

### 3) 개인신탁의 기본 내용

자산관리서비스에서 자주 활용되는 신탁은 개인신탁(personal trust)이다. 개인신탁은 위탁자가 개인 고객인 신탁으로서, 위탁자가 신탁의 목적과 함께 신탁자산을 관리하고 감시할 신탁관리인을 기재한 신탁문서(trust instrument)를 작성함으로써 신탁이 설정된다. 신탁문서에는 고객에 의해 설정된 자산보관, 운용, 수익분배 등에 관한 지시사항이 기재된다. 또한 신탁재산으로부터 생성되는 경제적 이익을 향유할 수익자가 명시된다.

개인신탁은 신탁문서 내용의 수정 가능성에 따라 취소가능신탁(revocable

34) 자본시장법 규정에 따라 금융투자형 신탁만이 허용되기 때문에 원본보전 신탁상품은 2010년 까지만 취급할 수 있다.

trust)과 취소불능신탁(irrevocable trust)으로 구분된다. 취소가능신탁에서는 신탁조건(수익자, 신탁관리인, 수익권, 운용규정, 수익분배규정 등)이 위탁자에 의해 원하는 시점에서 철회되거나 수정될 수 있다. 다만 위탁자가 사망한 이후에는 신탁조건이 수정될 수 없다. 이 경우 신탁재산은 기존의 조건에 따라 신탁관리인에 의해 계속 관리되거나 수익자에게 분배된다. 반면 취소불능신탁에서는 위탁자가 생존하는 동안에도 신탁재산 관련 운용규정이나 처분규정의 취소와 수정이 불가능하다.

한편 개인신탁은 개인인 위탁자가 신탁재산의 법적 소유권을 신탁에게 양도하는 시점에서 설정된다. 위탁자가 보유한 거의 모든 종류의 자산(유가증권, 주거지나 상가건물, 농장이나 임야, 귀금속, 천연자원, 수집물 등)을 신탁재산으로 설정할 수 있다.

신탁관리인은 신탁을 위임받아 신탁의 법적 소유자로서 그 재산권을 대리 관리하는 의무를 진다. 신탁문서에 명시된 목적과 수익자가 신탁관리인의 의무를 규정한다. 신탁재산의 운용 관련 구체적 의사결정 구조는 다양한 형태를 가질 수 있지만, 신탁운영에 대한 궁극적인 책임은 신탁관리인이 부담한다. 따라서 신탁관리인은 신탁재산의 가치평가, 유동성, 매각에 대한 제약 등을 감안하여 신탁재산을 신중하게 운용하도록 요구받는다. 또한 신탁관리인은 신탁을 관리하는 과정에서 신탁법(Trust Law)의 적용을 받는다.

신탁관리인은 위탁자 자신이거나 다른 사람일 수 있다. 취소가능신탁에서는 종종 위탁자 자신이 신탁관리인이 된다. 신탁관리인으로서 위탁자는 ① 대리인을 선임하여 운용을 위임하거나, ② 공동신탁관리인을 선임하여 운용을 공유하거나, ③ 독자적으로 운용을 관리할 수 있다. 대리인이나 공동신탁관리인을 선임하더라도, 위탁자는 모든 거래에 대해 사전적으로 승인을 받도록 요구할 수 있다. 사전승인이 요구되는 상황에서는, 어느 누구에 의해서도 완전한 운용재량권이 행사될 수 없다는 제약이 존재한다. 신탁관리인이 사망하면 위임받은 권한이 후임 신탁관리인이나 공동신탁관리인에게 이전된다. 대부분의 금융회사들이 겸영을 통해 신탁관리인으로서 신탁서비스(신탁의 운영, 투자운용, 자산보관 등)를 제공하는 신탁부서를 보유하고 있다. 또는 은행이나 보험회사의 자회사가 감독기관으로부터 인가를 받아 신탁업을 영위하기도 한다.

#### 4) 개인신탁 장점

개인신탁은 증여나 상속계획을 실행하는 과정에서 유용하게 활용될 수 있는 수단이다. 위탁자가 생전 후에 신탁재산을 어떻게 운용하고 분배할 것인지를 재량껏 통제할 수 있기 때문이다. 개인신탁의 운용규정과 수익분배규정을 중심으로 그 활용가능성을 살펴보면 아래와 같다.

첫째, 개인신탁을 활용하면 수익분배 시점이 조정될 수 있다. 자녀가 대규모 증여를 받기에 너무 어린 경우가 대표적인 예이다. 신탁관리인은 위탁자에 의해 작성된 신탁문서가 규정하는 바에 따라 신탁재산을 분배한다. 따라서 위탁자가 정한 시점이나 수익자가 일정한 연령에 도달한 시점에서 수익이 분배되도록 신탁문서에서 제한할 수 있다. 또한 상속증여세를 절감하기 위해 수익이 한 세대를 뛰어넘어 분배되도록 정할 수도 있다.

둘째, 개인신탁을 활용하면 수익분배 목적이 제한될 수 있다. 수익자가 적절한 투자경험을 갖추고 있지 못하거나 과도하게 위험을 추구하는 경우 재산을 무조건적으로 증여하는 것은 적합하지 않다. 이 경우 재산을 직접적으로 증여하는 대신 일정한 생활수준이 유지되는 것을 목적으로 개인신탁을 설정할 수 있다. 또는 교육비지출 등 특정한 목적만을 위해 수익이 분배되도록 신탁문서에서 제한하는 것도 가능하다.

셋째, 개인신탁을 활용하면 소득 수익자와 잔여재산 수익자가 별도로 설정될 수 있다. 신탁재산으로부터 생성되는 소득흐름은 소득 수익자에게 분배되고 잔여 신탁재산은 다른 수익자에게 분배되도록 신탁문서를 구성하는 것이다. 예를 들어, 신탁재산으로부터 생성되는 소득흐름은 위탁자 스스로가 소득수익자로서 향유하되 잔여 신탁재산에 대한 소유권은 잔여재산 수익자에게 귀속시킬 수 있다. 이때 자선단체, 재단, 타인, 가족구성원 등이 잔여재산 수익자로 설정되는 것이 일반적이다.<sup>35)</sup> 소득 수익자가 더 이상 수익권을 청구하지 못하게 되는 시점에서 잔여 신탁재산이 잔여재산 수익자에게 분배된다.

넷째, 개인신탁을 적절히 활용하면 소득 수익자와 잔여재산 수익자 모두의

35) 잔여재산 수익자가 자선단체나 재단인 경우 이 같은 구조의 신탁은 “charitable remainder trust”라고 불린다.

요구를 충족시키는 것이 가능하다. 소득 수익자와 잔여재산 수익자 사이에서 이해상충이 발생하는 것이 일반적이다. 소득 수익자는 신탁관리인에게 안정적 소득흐름을 제공하는 자산에 운용을 집중하도록 요구하는 경향이 있다. 반면 잔여재산 수익자는 신탁관리인에게 장기적으로 성장잠재력이 높은 자산에 집중하도록 요구할 유인을 갖는다. 신탁문서의 내용을 적절히 구성하면 두 유형의 수익자들의 이해가 상충되는 것을 완화할 수 있다. 전체 포트폴리오의 총 수익 관점에서 이자, 배당, 임대소득 등과 더불어 자본이득의 실현분도 분배에 활용되도록 규정하는 것이 대표적인 예이다.

이상과 같은 활용가능성을 감안할 때 향후 개인신탁이 적극적으로 활용되면 복합적 프로그램이 보다 활성화될 수 있다고 판단된다.

## 나. 보험상품 결합 필요성

### 1) 생애국면

고객의 생애는 재무적 측면에서 세 국면으로 구분될 수 있다. 첫 번째 국면에서는 성장하고 교육을 받으며, 두 번째 국면에서는 일을 하고, 세 번째 국면에서는 은퇴생활을 하는 것이다.

첫 번째 국면은 전 생애 중 준비국면(foundation phase)이다. 이 국면은 자산관리서비스의 직접적인 분석대상은 아니지만 고객에게 있어서 재무적으로 중요한 의미를 갖는다. 이 국면에서 습득하는 교육과 기능은 이후 국면에서 생성될 수 있는 소득수준을 결정한다. 선행 연구결과에 따르면, 교육수준과 소득생성능력 사이에는 양(+)의 상관관계가 존재한다. 즉 인적자산(소득생성능력)이 기대소득수준(잔여 생애동안 생성될 것으로 기대되는 소득흐름의 현재가치)을 결정한다.

두 번째 국면은 전 생애 중 축적국면(accumulation phase)이다. 고객이 소득창출국면에 진입하면, 소득창출과 저축을 통해 고객의 인적자산이 재무적자산으로 전환되기 시작한다. 그 시점에서 고객의 인적자산 수준이 전 생애 중 가장 높은 반면 재무적자산은 전 생애 중 가장 낮다. 이후 인적자산에 기초한 소득창출능력은 점진적으로 감소되는 대신 소득의 일부가 저축이나 투자를

통해 재무적자산으로 축적된다. 저축이 지속되고 투자수익이 발생하면서 전체 자산 중 재무적자산의 비중이 증가한다.

세 번째 국면은 전 생애 중 소진국면(decumulation phase)이다. 마지막 국면에 진입하는 시점에서 고객의 인적자산은 대부분 고갈된다. 사회보장이나 확정급여형 연금으로부터 잔여 생애 동안 정기적인 소득이 생성될 수는 있겠으나, 고객의 소득생성능력과 전체 자산 중 인적자산이 차지하는 비중은 미미한 수준에 그친다. 은퇴시점에서 고객은 전체 자산의 대부분을 재무적자산의 형태로 보유하며, 그러한 재무적자산으로부터 잔여 생애 동안에 필요한 소비를 충당하고 남은 부분을 후세에게 상속한다.

자산관리서비스는 세 개의 국면들 중 고객이 경제활동을 하고 투자자로서 기능하는 두 번째 국면과 세 번째 국면에 주목한다.

## 2) 인적자산과 재무적자산의 관련성

전통적 평균분산-모형은 투자다변화 효과를 추구하는 기관투자자가 활용하기에 적절한 분석기법일 수 있으나, 은퇴소득의 마련을 위해 근로여부를 결정하는 개인투자자에게는 현실적이지 않은 접근법이다. 이 같은 차이는 이미 Markowitz(1990)에 의해 제기된 바 있다.

포괄적인 관점에서 볼 때, 고객의 자산은 거래가 용이한 재무적자산과 그렇지 못한 인적자산으로 구성된다. 인적자산은 향후 고객의 근로에 의해 생성될 수 있는 소득흐름의 현재가치로 정의된다. 재무적 관점에서 근로소득은 인적자산에 의해 생성되는 배당으로 간주될 수 있다. 인적자산은 고객의 전체 자산 중 가장 높은 비중을 차지하지만 거래될 수 없는 것이 일반적이다.

인적자산과 재무적자산 사이에는 밀접한 관계가 존재한다. 젊은 고객은 재무적자산에 비해 훨씬 많은 인적자산을 보유하는데, 이는 아직 저축을 통해 재무적자산이 축적될 수 있는 시간은 충분하지 못했던 반면 향후 근로를 통해 소득이 창출될 수 있는 시간은 충분히 길기 때문이다. 반대로 노년의 고객은 재무적자산에 비해 훨씬 적은 인적자산을 보유하는데, 이는 근로의 기회는 많이 남지 않은 반면 오랜 기간 재무적자산을 축적해 왔기 때문이다.



이처럼 두 유형의 자산이 밀접하게 관련되어 있는 만큼, 인적자산이 감안되지 않은 포트폴리오 구성은 개인 고객에게 적절하지 못하다. 다시 말해 개인 고객을 위한 자산관리서비스에서는 인적자산의 위험-수익 특성이 감안되어야 한다. 이를 위해 고객별 위험관리 과정에서 고객이 보유한 인적자산의 규모, 그 변동성, 다른 자산들과의 상관관계가 고려될 필요가 있다(Bodie et. al., 1992; Campbell and Viceira, 2002; Merton, 2003).

예를 들어, 개인 고객은 전체 포트폴리오 관점에서 투자다변화 효과를 극대화시키기 위해 자신이 보유한 인적자산과 상관관계가 낮은 재무적자산을 보유하는 것이 바람직하다. 또한 기업연금 자산의 대부분이 자사주에 배분되는 것은 투자다변화 관점에서 바람직스럽지 않는데 이는 근로소득과 재무적 투자가 모두 한 회사의 개별적 위험요인에 노출되기 때문이다. 만약 회사가 파산하면 인적자산과 재무적자산 모두에서 대형 손실이 발생할 수 있다. 더 나아가 고객이 보유한 인적자산이 안전할수록 재무적자산은 보다 위험하게 운용되는 것이 바람직하다.

그런데 선행 연구결과에 따르면 재무적자산 중 자신이 일하는 회사의 주식에 대한 투자 비중이 높은 고객이 적지 않다는 것이 현실이다(Benartzi, 2001). 예를 들어, 1993년 기준으로 기업연금 자산 중 3분의 1 정도가 자사주에 투자되고 있었는데, 이러한 자산배분은 특정 주식에 대한 집중하고 있다는 점뿐만 아니라 연금 수혜자들의 인적자산과 상관관계가 높다는 점에서도 바람직스럽지 않다.

### 3) 사망위험 관리수단으로서의 보험상품

고객이 보유한 전체 자산 중 인적자산의 비중이 높은 만큼, 잠재적 위험으로부터 인적자산을 보호하는 방법을 강구하는 것이 중요하다. 인적자산과 관련된 고유한 위험요인은 고객이 조기에 사망함에 따라 가족을 위한 소득생성이 중단될 가능성 즉 사망위험이다. 인적자산의 상실은 그 가족의 후생에 지대한 영향을 줄 수 있다.

생명보험은 사망위험을 관리하기 위한 수단으로 오래 전부터 활용되고 있

다. 인적자산이 큰 가족일수록 생명보험에 대한 수요도 크다. 생명보험은 사망위험(인적자산 상실가능성)에 대해 완전한 해지를 제공할 수 있기 때문이다. 특히 장기 생명보험은 생존상태와 사망상태 모두에서 인적자산과 완전히 정반대의 상관관계를 갖는다. 논리적으로 보자면, 매 기간 말에 둘 중 하나로 부터 반드시 소득이 생성된다. 따라서 생명보험과 인적자산이 결합되면 고객이 보유한 전체 포트폴리오 수준에서 다변화 효과가 발생한다.

이는 인적자산의 규모에 따라 전체적인 자산배분이 달라질 수 있음을 시사한다. 소비와 투자의 생애주기모형 관점에서 볼 때 생명보험에 대한 투자와 최적 자산배분이 통합적으로 다루어져야 한다는 점은 자명하지만 전통적인 투자자문 서비스에서는 이 두 가지 의사결정이 별도로 취급되어 왔다. 즉 고객이 어느 정도의 생명보험을 보유해야 하는지에 대해 자문할 때 해당 고객이 보유한 인적자산의 위험도는 고려되지 않는다. 최근에서야 고객이 보유한 인적자산의 위험특성이 고려되기 시작하였으나 생명보험에 대한 투자는 여전히 포함되지 않고 있다. 고객이 소진국면에 접어들면 생명보험에 대한 투자의 사결정이 자산배분 과정에 통합될 필요성은 더욱 커진다.

#### 4) 장수위험 관리수단으로서의 종신연금

은퇴소득생성 원천이 DB-플랜에서 DC-플랜으로 전환됨에 따라, 고객들은 보유 자산을 어떻게 배분해야 하는지, 어떤 상품으로부터 은퇴소득을 생성해야 하는지 등을 스스로 결정해야 한다.

이와 관련하여 두 가지 위험요인이 존재한다. 첫 번째는 재무적 시장위험으로 자본시장 환경 변화에 따라 초래되는 자산가치의 하락가능성이다. 소진국면 초기에 자산가치가 크게 하락하면, 정기적 소득이 해당 포트폴리오로부터 생성되는 것이 불가능해질 수 있다. 이는 고객이 원하는 생활수준을 누릴 수 없게 됨을 의미한다. 두 번째는 장수위험으로 고객이 사망하기 이전에 포트폴리오가 소진될 가능성이다. 기대수명이 늘어나면 소진기간의 기간도 길어질 수 있는 만큼, 고객들이 그 가능성을 인지하고 적절히 대응할 수 있어야 한다.

모든 고객들이 장수위험에 노출되어 있지만, 특히 조기에 퇴직하거나 장수

하는 가족력을 가진 고객은 장수위험에 보다 많은 관심을 기울일 필요가 있다. 현재의 고객들은 과거에 비해 훨씬 더 긴 기간에 걸쳐 소득과 지출 사이의 균형을 유지할 수 있어야 한다. 우선 최근 조기퇴직 빈도가 높아지면서 소진국면도 길어지는 추세이다. 예를 들어 미국의 경우 전체 남성 근로자들 중 절반가량이 62세 이전에, 전체 여성 근로자들 중 절반가량은 60세 이전에 퇴직하고 있다. 또한 퇴직자들의 기대여명이 증가하면서 소진국면이 길어지는 추세이다. 1940년 이후 사망률이 하락하면서 65세 남성의 기대여명은 4년, 65세 여성의 기대여명은 5년이나 늘어났다. 부부 중 한 배우자가 85세까지 생존할 가능성은 80%를 넘는다(Society of Actuaries, 2000). 이와 같은 평균수명 연장은 미국을 포함하여 전 세계적으로 나타나고 있는 현상이다.

전통적인 은퇴설계 접근법에서는 대상 고객이 85세까지 생존할 것으로 가정되면서 장수위험이 고려되지 않고 있다. 65세 고객의 기대여명이 85세라는 것은 사실이지만, 기대여명은 평균적인 여명을 의미하는 만큼 절반 이상의 고객들이 기대여명 이상으로 생존할 가능성이 존재한다. 더욱이 부부 중 한 배우자가 85세 이상 생존할 가능성은 80%를 넘는다. 따라서 고객이 기대여명인 85세를 기준으로 은퇴소득생성을 계획하면, 고객이 보유한 재무적 자산이 사망 이전에 모두 소진될 가능성이 높다. 이러한 장수위험 즉 사망 이전에 은퇴소득생성이 중단될 가능성은 매우 중요한 위험요인인 만큼, 은퇴 설계 시 통합적으로 검토되어야 한다.

최근 장수위험에 대한 분석이 활발하게 이루어지고 있는데, Ameriks et. al.(2001), Bengen(2001), Milevsky and Robinson(2005), Milevsky et. al.(2006) 등이 대표적인 예이다. 이들 연구에 따르면, 종신연금은 축적된 자산을 소진국면 동안 안정적으로 생성되는 소득흐름으로 전환시켜준다. 어떤 의미에서 종신연금은 생명보험과는 정반대의 기능을 수행한다. 즉 고객들이 종신연금에 투자하면, 고객들의 포트폴리오가 공동으로 관리되면서 각자가 사망할 시점까지 은퇴소득이 생성된다. 종신연금에 내재된 장수위험 관리수단으로서의 고유한 특성 때문에 종신연금은 고객들의 은퇴설계 시 중요한 기능을 담당한다.

보험회사가 고객에게 장수위험 관리수단을 제공할 수 있는 것은 장수위험이 많은 연금계약자들 사이에서 분산될 수 있고 투자자산으로부터 생성될 수

익률이 보수적으로 가정되기 때문이다. 장수위험의 분산이나 공동관리에 따라 기대수명 이전에 사망한 고객은 기대수명보다 오래 생존하는 고객을 지원하게 된다.

### 5) 보험신탁 의의

자산관리서비스는 인적자산과 재무적자산을 동시에 고려하는 재무설계라고 볼 수 있다. 생애설계 시 인적자산과 관련하여 소득생성위험(earnings risk), 사망위험(mortality risk), 장수위험(longevity risk) 등이 존재하며, 각 위험요인을 관리하기 위한 수단들이 요구된다. 맞춤형 자산관리서비스에서는 이들 요인들이 명시적으로 고려되어야 하는데, 특히 보험상품의 역할에 주목할 필요가 있다.

고객별 포트폴리오 구성과정에 금융투자상품뿐만 아니라 보험상품과 연금상품에 대한 투자의사결정도 포괄될 수 있어야 하며, 이를 위한 단일의 분석모형이 요구된다. 따라서 전통적인 투자자문 모형은 생애설계 시 고려되는 추가적인 위험요인들이 수용될 수 있도록 확장될 필요가 있다.

무엇보다도 근로소득생성과 재무수익생성 사이에 존재하는 양(+)의 상관관계가 고려될 수 있어야 하는데, 복합적 자산구성 모형(Milevsky et. al., 2006)이 대표적인 예이다. 그리고 복합적 자산구성 모형에서 도출된 결과를 수용할 수 있는 수단이 요구되는데, 이러한 목적으로 유용하게 활용될 수 있는 것이 보험신탁이다.

보험신탁은 보험계약에 근거하여 보험금 수취인을 수탁자로, 보험금을 목적물로 설정하는 신탁이다. 보험료지급기금 자체를 신탁으로 하는 방법, 수탁자를 보험금 수취인으로 하는 보험계약을 새롭게 체결하는 방법, 기존의 보험계약의 수취인의 권리를 수탁자에게 신탁 양도하는 방법 등 다양한 형태가 활용될 수 있다. 보험금을 신탁할 때 수탁자에게 보험금 분배에 관한 재량권을 부여하면, 보험금 지급시점에 각 수취인의 상황 등에 따라 보험금 분배가 가능하다.

보험신탁을 통해 다양한 투자의사결정(인적자산, 자산배분, 생명보험, 종신

연금 등)을 통합적으로 수용하는 것이 가능하다. 고객별 자산배분 과정에서 고객의 인적자산의 특성(인적자산의 규모, 그 변동성, 재무적자산과의 상관관계)이 고려될 수 있다. 또한 가족단위에서 무위험자산, 위험자산, 생명보험에 대한 투자비중이 통합적으로 결정될 수 있다. 이때 근로소득과 인적자산의 상호관련성이 적절히 고려됨에 따라 사망위험(소득생성능력이 상실될 수 있는 위험)이 적절히 관리될 수 있다. 더욱이 생애설계의 관점에서 축적국면에 적합한 투자와 소진국면에 적합한 연금상품 투자가 통합적으로 결정될 수 있다. 특히 전통적인 DB-플랜이 크게 축소되는 상황에서 종신연금의 중요성이 충분히 강조될 수 있다.

향후 신탁제도가 개선되어 국내에서도 보험신탁의 활용이 가능해지면 복합적 프로그램이 보다 활성화될 수 있다고 판단된다.

## 2. 국내 신탁제도 현황과 문제점

### 가. 현황

#### 1) 제도 연혁

신탁의 유용성이 인식되면서 신탁업무 범위가 지속적으로 확대되어 왔다. 2004년 신탁업법 개정 시, 단일계약으로 여러 재산을 함께 수탁할 수 있는 종합재산관리신탁이 허용되었다(신탁업법 제10조 제2항). 현재 동 조항은 자본시장법에 그대로 수용된 상태이다(자본시장법 제103조 제2항).

현행 신탁업법에 따르면, 신탁회사는 신탁법과 기타 관계 법률의 범위 내에서 신탁의 인수, 신탁재산의 관리, 운용, 처분에 관한 업무를 영위할 수 있다(신탁업법 제9조). 또한 신탁회사는 신탁업에 부수하는 업무를 영위할 수 있는데, 그러한 부수업무로 신탁업법(제13조)에 8가지와 시행령(제10조의8)에 3가지가 열거되어 있다. 자본시장법에는 신탁업의 범위와 관련한 명시적인 규정이 없는 바, 포괄주의 원칙에 따라 신탁업무의 범위도 포괄적으로 확대된

것으로 해석할 수 있다. 자본시장법에는 신탁업무와 관련하여 신탁의 영업(자본시장법 제6조 제7항), 집합투자재산의 보관 및 관리(자본시장법 제244조~제248조)만이 언급되어 있다.

한편 2003년 보험업법 전면 개정 시, 자산관리서비스를 활성화하고 신탁시장의 발전을 촉진하려는 정책적 목표에 따라 보험회사 경영업무에 신탁업이 추가되었다. 인가요건을 충족하면 신탁업을 수행할 수 있는데, 사실상 신탁경영 은행이 신탁업을 주도해 왔고 부동산신탁회사만이 실질적인 전업회사이다. 보험회사는 신탁회사가 영위하는 업무를 금융위원회의 승인을 얻어 경영할 수 있다(보험업법 제11조, 동법 시행령 제16조). 다만 경영업무에 대해서는 자산-부채, 수익-비용 등을 보험업과 구분하여 계리하여야 한다(보험업법 시행령 제17조).

이후 2005년 신탁업법 개정 시, 신탁경영 금융회사에 대한 신탁업법 일부 조항의 적용이 배제(신탁업법 제29조의3)됨에 따라 보험회사 신탁업 경영이 실질적으로 허용되었다. 신탁경영 보험회사에 대해 적용이 배제되는 조항은 상호(제7조제1항), 임원자격(제8조의2), 고유자금운용의 제한(제15조) 및 내부통제기준(제24조의4)의 규정 등이다. 현재 신탁경영 금융회사(은행, 보험회사, 금융투자회사)는 특정금전신탁이나 재산신탁 업무를 영위하는 한편 퇴직연금 자산관리기관으로써 역할을 수행할 수 있다.

## 2) 자본시장법에서의 신탁

자본시장법에서 신탁은 금융투자상품의 일종으로서, 고객이 자기 재산의 관리(운용, 판매, 자산보관 등)를 제3자에게 위탁하고 그 대가로 보수를 지불한다는 점에서 투자일임, 투자신탁과 유사한 경제적 기능을 수행한다. 하지만 제도적 차원에서 신탁은 아래와 같이 투자일임이나 투자신탁으로부터 구분된다.

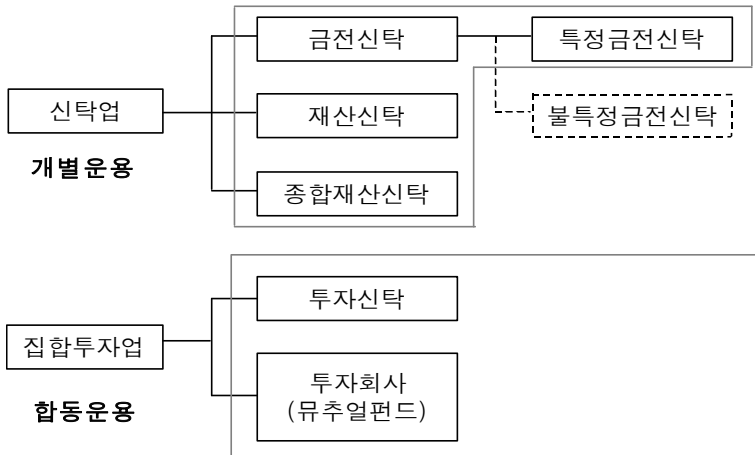
우선 업무범위 차원에서 보자면, 신탁의 경우 신탁상품은 운용, 판매, 자산보관이 모두 동일한 기관에 의해서 이루어지는 반면, 투자일임의 경우 운용과 판매를 담당하는 기관과 자산보관 기관이 다르며, 투자신탁의 경우 판매업무, 운용업무, 수탁업무가 모두 분리된다. 또한 신탁에서는 자금을 제공하는 고객

이 위탁자인 반면, 투자신탁에서는 투자자가 아닌 운용회사가 위탁자이다. 대상 고객의 수를 기준으로 보자면, 신탁과 투자일임에서는 1인의 고객별로 단독으로 운용되는 반면, 투자신탁에서는 2인 이상 복수의 투자자를 대상으로 집합적으로 운용된다.

운용재량권 차원에서 신탁과 투자일임에서는 고객의 지정한 내용과 방법에 따라 운용되는 반면, 투자신탁에서는 운용회사가 사전에 정한 운용전략에 의해 운용된다. 운용대상의 경우, 신탁에서는 유가증권과 더불어 대출에 투자할 수 있으나, 투자신탁에서는 유가증권, 부동산, 장외파생상품 등에 투자가 가능하지만 대출에는 원칙적으로 투자할 수 없다.

현재 자본시장법 규정(자본시장법 제181~282조)에 의하면 집합투자재산의 운용기구, 즉 집합투자기구는 투자신탁, 투자회사, 상법상 유한회사·합자회사·익명조합, 민법상 투자조합으로 열거되어 있다. 따라서 자본시장법상 신탁업자는 원칙적으로 집합투자업을 영위할 수 없으며 투자신탁에 있어서 신탁재산의 보관 및 관리의 역할만을 할 수 있다.

<그림 IV-2> 자본시장법 규정에 따른 간접투자기구



## 나. 현행 신탁제도의 한계

신탁은 고객이 원하는 투자목표와 위험목표에 따라 은행상품, 보험상품, 금융투자상품을 복합적으로 결합할 수 있는 만큼, 맞춤형 자산관리서비스에서 가장 효과적으로 활용될 수 있는 수단이다. 그런데 자본시장법에서 신탁업이 금융투자업으로 포함됨에 따라 본연의 신탁 기능이 제한되고 복합적 프로그램의 활성화가 지연될 가능성이 높다.

무엇보다도 신탁업법을 대체하는 자본시장법이 금융투자업을 중심으로 신탁업을 규정하고 있는 만큼, 보험상품을 포함하는 복합적 프로그램의 개발이 제한될 수 있다. 자본시장법의 시행과 동시에 기존에 신탁업자를 규제하던 신탁업법은 폐지된다(자본시장법 부칙 제2조). 그런데 신탁업무 범위, 수탁재산 종류, 수탁금전의 운용대상 등에 관한 자본시장법 규정들은 금융투자상품과 은행상품을 중심으로 기술되어 있다. 따라서 현 규정상으로는 보험상품을 활용한 신탁의 개발이 불가능할 것으로 판단된다.

첫째, 자본시장법에서 신탁업이 금융투자업의 하나로 포함됨에 따라 자산관리서비스의 복합성이 제한될 것으로 보인다. 기본적인 생활수준의 보장이라는 재무목표를 위해 손실의 보전이나 이익의 보장을 약정하는 신탁이 활용될 필요가 있으며, 신탁경영 보험회사는 이러한 신탁에서 경쟁우위를 가질 수 있다. 그러나 자본시장법 규정에 따른 신탁업은 투자성(원본을 초과하는 손실의 위험) 부담을 전제로 하는 만큼, 신탁경영 보험회사도 투자성을 부담하지 않는 신탁은 취급할 수 없을 것으로 판단된다.

특히 신탁업자는 수탁한 재산에 대하여 손실의 보전이나 이익을 보장 할 수 없다(자본시장법 시행령 제104조 제1항). 다만 연금이나 퇴직금의 지급을 목적으로 하는 신탁으로서 금융위원회가 정하여 고시하는 경우에는 손실의 보전이나 이익의 보장을 할 수 있는데(자본시장법 시행령 제104조 제2항), 이는 신노후생활연금신탁, 연금신탁, 퇴직일시금신탁에 대하여 손실의 보전을 하는 경우로 제한된다(금융투자업규정 제4-82조 제1항).

한편 수탁자에게 신탁재산의 처분 권한이 부여되지 아니한 관리신탁은 금융투자상품에서 제외되었다(자본시장법 제3조 제1항). 따라서 신탁업자가 투



자신탁재산을 신탁 받는 경우, 그 신탁에 한하여 신탁업자의 영업행위 규칙에 관한 규정이 적용되지 않는다(자본시장법 제245조). 이와 같이 자본시장법은 투자신탁 수탁자의 지위를 투자신탁재산을 단순히 보관 및 관리하는 것으로 한정하는 만큼, 신탁경영 보험회사의 지위도 이에 따라 제한될 것이다.

둘째, 자본시장법에서의 수탁 가능한 신탁재산의 종류를 열거하고 있는 바 자산관리서비스의 복합성이 제한될 것으로 보인다. 자본시장법(제103조)에는 과거의 신탁업법(제10조)에서와 유사하게 수탁재산의 종류가 열거되어 있는데, 이는 포괄주의 원칙에 부합하지 않는다고 판단된다. 예를 들어, 신탁업자는 금전, 증권, 금전채권, 동산, 부동산, 부동산 관련 권리(지상권, 전세권, 부동산임차권, 부동산소유권 이전등기청구권 등), 무체재산권(지적재산권 포함) 외의 재산을 수탁할 수 없다. 이와 같이 보험계약이 열거된 목록에 포함되지 않는 바, 신탁경영 보험회사가 보험계약을 수탁할 수 없다고 판단된다.

셋째, 자본시장법에서 수탁금전의 운용대상을 열거하고 있어 자산관리서비스의 복합성이 제한될 것으로 보인다. 자본시장법(제105조)에는 기존 신탁업법(제15조의2)에서와 유사하게 신탁재산 중 금전의 운용 대상이 열거되어 있는데, 이는 포괄주의 원칙에 부합하지 않는다고 판단된다. 예를 들어, 신탁업자는 신탁재산에 속하는 금전을 증권의 매수, 장내-장외파생상품의 매수, 금융기관에의 예치, 금전채권의 매수, 대출, 어음의 매수, 실물자산의 매수, 무체재산권의 매수, 부동산의 매수 또는 개발 등의 방법으로 운용하여야 한다. 이와 같이 보험계약이 열거된 목록에 포함되지 않으므로, 신탁경영 보험회사가 신탁재산에 속하는 금전으로 보험계약을 체결할 수 없다고 판단된다.

### 3. 개선방향

#### 가. 해외 사례

영미문화권 자산관리서비스에서는 개인신탁(personal trust)이 자주 활용되고, 유럽문화권 자산관리서비스에서는 가족재단(family foundation)이 자주 활

용된다. 가족재단은 최소불능신탁과 유사하게 독립적인 법인격을 가지며, 가족구성원에 의해 통제된다. 가족재단은 다세대간 상속계획의 일부로서, 그리고 미성년인 가족구성원을 가족재산의 관리과정에 참여시키기 위한 수단으로서 활용되는 것이 일반적이다.

미국의 법체계는 포괄주의 원칙에 기반하고 있으므로, 신탁재산 종류, 신탁금전의 운용대상 등에 관하여 제한을 두고 있지 않다. 미국에서 신탁업무는 각 주가 제정한 규정에 따라 규제되고 있으며, 최근 각 주의 신탁업무 관련 규정을 하나로 통일하는 작업이 추진되고 있다. 2000년 Uniform Law Commissioners의 주도로 UTC(the Uniform Trust Code)가 제정되어 보급된 것이 대표적인 예이다. 미국에서는 오래전부터 '보험신탁'이 자산관리서비스 수단으로 폭넓게 활용되고 있다. 또한 미국 신탁회사들의 수익 중 상당부분이 '보험신탁'을 통해 발생하는 것으로 알려지고 있다.

한편, 일본에서는 보험업법에서 보험회사의 보험금신탁 업무를 허용하고 있다. '보험금신탁'은 보험업법(제99조)에 규정되어 있는데, 그 규정에 따르면 생명보험회사는 고유업무(제97조) 및 부수업무(제98조) 이외에 고유업무의 수행을 저해하지 않는 한도 내에서 신탁업법 규정의 적용을 받지 않고 지급보험금에 대하여 신탁을 인수하는 업무를 영위할 수 있다(제99조 제3항). 여기에서 특히 주목할 점은 '보험금신탁'이 신탁업법 규정의 적용을 받지 않는다는 것이다.

## 나. 신탁제도 개선사항

### 1) 보험신탁 도입

국내 신탁제도 개선의 기본방향으로 자본시장법 상의 신탁업 범위를 벗어나는 신탁에 대해 보험업법에서 보완적으로 규정하는 방안을 제안한다. 복합적 프로그램의 활성화를 위해 보험상품을 포함하는 것을 적극적으로 활용할 필요가 있다.

복합적 프로그램에서 핵심 경쟁력은 고객의 요구에 맞춰 은행상품, 보험상품, 금융투자상품 등을 복합적으로 결합할 수 있는 능력이다. 그런데 자본시

장법 규정에는 예금과 금융투자상품이 수탁금전의 운용대상으로 열거된 반면 보험상품은 목록에 포함되어 있지 않다. 이는 복합적 프로그램에서 보험상품이 갖는 중요성을 미처 인식하지 못한 결과라고 판단된다. 복합적 프로그램이 활성화되어 있는 미국의 경우, 신탁재산 종류나 수탁금전의 운용대상을 제한하는 규정이 존재하지 않는다. 현행 국내 신탁법에서도 수탁재산 종류나 수탁금전의 운용대상 등을 명시적으로 열거하고 있지 않다.

따라서 보험업법에서 신탁업무 범위, 신탁재산 종류, 수탁금전의 운용대상 등에 관한 보완규정을 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다. 자본시장법에서 관련 규정들을 포괄주의 원칙에 따라 개정하는 방안도 가능하지만, 자본시장법 상 신탁업은 투자성 부담이라는 원칙을 벗어날 수 없다고 판단된다.

국내에서 보험신탁이 가능해지려면 관련 규정의 정비가 요구된다. 무엇보다도 보험료지급금 자체를 신탁으로 하는 것을 허용하기 위해 신탁재산인 금전의 운용대상으로 보험도 포함할 필요가 있다. 그렇게 되면 수탁자를 보험금 수취인으로 하는 보험계약을 체결하는 것이 가능해진다. 또한 수탁 가능 재산에 보험계약을 포함하면 기존의 생명보험계약의 수취인의 권리를 수탁자에게 신탁을 양도하는 것도 가능해질 것이다.

## 2) 투자계약증권 기준 정립

복합적 프로그램의 공급이 확대되기 위해서는 스폰서가 고객의 다양한 요구에 맞추어 재량껏 서비스를 설계할 수 있어야 한다. 그런데 자본시장법의 시행으로 신탁계약이나 투자일임계약과 더불어 다른 유형의 계약도 활용할 수 있게 되었다. 자본시장법에서 새로이 도입하고 있는 투자계약증권이 대표적인 예이다. 이미 자본시장법 상 신탁재산 운용대상에 투자계약증권이 포함되었다.

투자계약증권은 특정 투자자가 이익을 얻을 목적으로 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 타인이 수행한 사업의 결과에 따른 손익을 귀속 받는 계약상의 권리를 표시한 것으로 규정된다.<sup>36)</sup> 투자계약증권이란

36) 자본시장법 제4조 제6항을 참조한다. 자본시장법의 투자계약증권은 미국 증권법의

타인의 노력에 의해 수익이 결정되는 모든 증권을 의미한다. 이는 기존의 표준화된 수익구조의 집합투자 이외에 비정형 수익구조를 제공하는 간접투자도 가능해짐을 시사한다. 예를 들어, 헤지펀드가 구사하는 다양한 운용전략이 투자계약증권을 통해 구사될 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 스폰서가 투자계약증권을 적극적으로 활용하면 고객의 요구를 수용하여 복합적 프로그램 내용을 설계하는 것이 보다 용이해질 수 있다.

다만 고객과 스폰서와의 계약이 투자계약증권으로 간주될 수 있는지에 대한 법적 검토가 필요하다.<sup>37)</sup> 계약의 내용이 사업의 공동성에 해당하는지 여부가 관건인데, 미국의 판례에서 제기된 수직적 공동성(vertical commonality)과 수평적 공동성(horizontal commonality) 개념을 적용하여 그 내용을 소개하면 다음과 같다 (Kuronuma, 2004).

자산관리서비스 계약이 투자계약증권으로 간주되기 위해서는 구성 요건 중 하나인 ‘공동의 사업’이 성립되어야 한다. 이와 관련하여 수직적 공동성을 적용하는 경우와 수평적 공동성을 적용하는 경우에 다른 판단이 가능하다(Loss and Seligman, 2004). 수직적 공동성이란 투자자와 사업자 사이에 사업의 성과와 관련하여 공동의 이해관계가 있어야 한다는 개념으로, 한 명의 투자자만 있어도 공동성은 충족될 수 있다. 따라서 이 기준에 따르면 자산관리서비스 계약도 공동의 사업으로 간주되어 투자계약증권으로 취급될 수 있다.<sup>38)</sup> 한편 수평적 공동성 기준에 따르자면, 투자자들의 자금을 모아서 공동의 펀드가 조성되어야 한다. 따라서 한 명의 투자자만 있는 경우에는 당연히 공동의 사업이 될 수 없으므로, 개별성이 전제되는 자산관리서비스에 투자계약증권 관련 규정이 적용될 수 없게 된다.<sup>39)</sup>

---

‘investment contract’와 동일한 개념이다. 어떤 금융계약이 투자계약증권에 해당하는지 여부는 다음과 같은 Howey 기준을 충족하는지 여부에 따른다. 증권법상의 투자계약은 공동의 사업에 오로지 사업자나 제 3자의 노력을 통하여 수익을 얻을 것을 기대하고 자금을 투자하는 거래를 의미한다.

- 37) 투자계약증권 관련 “사업의 공동성”에 대한 법적 해석에 대한 검토의 필요성을 제시하고 조언을 아끼지 않으신 한국자본시장연구원 정윤모 연구위원께 감사드립니다.
- 38) 예를 들어, 일임매매계좌에서 손해를 본 투자자가 그 계좌설정이 투자계약에 해당한다고 주장하면서 자본시장법상의 구제수단인 계약의 취소와 원금의 상환을 구할 수 있다. 수직적 공동성에 충실하면 이 경우 투자자의 청구가 받아들여 질 수 있다.
- 39) 나아가 다수의 투자자가 있다고 하더라도 그들 사이에 실질적인 결연성이 없는 경

투자계약증권의 구성요소인 공동의 사업이 무엇을 의미하는가에 대해서 현재 미국 법원의 판례가 나뉘어 있는 상태이다. 향후 자본시장법이 시행에 따라 매우 다양한 형태의 투자계약증권이 시도될 것인 바, 이와 관련한 규정을 정비함으로써 법적 불확실성을 사전에 제거할 필요가 있다. 특히 복잡한 프로그램이 활성화되기 위해서는 사후적 손실의 책임소재가 명확히 규명됨으로써 법적위험(법적 분쟁으로 인한 손실 발생 가능성)이 축소되어야 하는 바, 이에 대한 기준의 정립이 요청된다.

---

우에는 수평적 공동성이 없는 것으로 판단할 수 있다. 이 경우 금융회사와 일임매매계약을 체결한 투자자가 다수인 경우에도 그 계약은 금융회사와 각 투자자 사이에 개별적으로 체결되는 것이고 투자자들 사이의 공동성이 성립하지 않으므로 투자계약증권으로 볼 수 없다.