

경영보고서 2009-2

자산관리서비스 활성화 방안

2009. 3

진 익

보험연구원

머 리 말

국내외적으로 자산관리서비스에 대한 관심이 지속적으로 커지고 있다. 자산관리서비스에 대한 관심이 급증한 배경에는 무엇보다도 사회경제적인 변화가 자리하고 있다. 평균수명이 길어지는 가운데 공적연금의 건전성에 대한 불안감이 커졌다는 것이 기본적인 배경이다. 개개인 스스로가 본인의 생애관리를 책임져야 할 상황이 됨에 따라 소득과 소비수준을 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지하려는 재무설계, 즉 맞춤형 자산관리서비스에 대한 수요가 계속 증가하고 있다.

그러나 국내 현황을 살펴보면, 복잡성, 효율성, 맞춤형 관점에서 자산관리서비스가 본격화되지 못하고 있다. 이는 고객과 금융회사 양자 모두가 자산관리서비스 개념과 특성을 충분히 이해하지 못하고 있기 때문이다. 국내에서는 여전히 자산관리서비스의 형식적인 면인 개별성에 주목하여, 고객별 계좌가 개별적으로 관리되면 그 내용이나 구조에서 표준형 집합투자과 차별화 되지 않음에도 불구하고 자산관리서비스로 간주된다. 하지만 논리적인 면에서 보거나 해외 금융선진국의 사례를 볼 때, 자산관리서비스는 복합적인 내용과 맞춤형 구조를 기준으로 규정되는 것이 타당하다. 또한 국내 금융소비자가 누릴 수 있는 효율 차원에서 집합투자과는 명확히 차별화 되는 자산관리서비스가 요청된다는 점에서도 복잡성과 맞춤형이라는 특성이 강조되어야 한다.

이러한 문제의식에 따라 우리 원에서는 해외 금융선진국에서 이미 보편화된 맞춤형 자산관리서비스에 대한 개념을 정립하고, 향후 국내에서 맞춤형 자산관리서비스가 활성화되기 위해 요구되는 제도 개선사항, 인프라 개선사항, 업무 개선사항을 제시하고자 「자산관리서비스 활성화 방안」을 발간하게 되었다. 본 보고서가 신탁 경영을 통해 자산관리서비스를 확대하고자 하는 보험회사의 전략 수립에 도움이 되는 한편, 정책당국이 자산관리서비스의 활성화를 도모하는데 유익하게 활용되기를 기대한다.

마지막으로 본 보고서에 수록된 내용은 연구자 개인의 의견이며, 위원회의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

2009년 3월
보 험 연 구 원
원장 나 동 민

목 차

I. 서 론	17
1. 연구배경	17
2. 연구목적과 범위	18
II. 자산관리서비스에 대한 논리적 검토	20
1. 자산관리서비스 개념	20
2. 자산관리서비스 특성	25
3. 자산관리서비스 관련 이론	31
4. 자산관리서비스 의의	35
III. 국내의 자산관리서비스 현황	44
1. 해외 자산관리서비스 현황	44
2. 국내 자산관리서비스 현황	58
3. 국내 자산관리서비스의 문제점	64
IV. 신탁제도 개선을 통한 복합성 구현	74
1. 보험신탁 필요성	75
2. 국내 신탁제도 현황과 문제점	86
3. 개선방향	90
V. 판매인프라 개선을 통한 효율성 제고	95
1. 판매인프라의 중요성	95
2. 국내 판매인프라 현황과 문제점	98
3. 판매인프라 관련 제도 변화	104
4. 판매인프라 개선사항	107

VI. 적합성원칙에 기초한 맞춤형 구현	117
1. 적합성원칙 관련 제도 변화	117
2. 투자정책서 작성	122
3. 성과보고 기준	127
VII. 보험회사에 대한 시사점	136
1. 개선사항 요약	136
2. 경쟁력 관련 시사점	139
3. 보험회사 신탁 경영 방안	142
4. 보험지주회사를 통한 신탁 경영 방안	150
참고문헌	155

<표 차례>

<표 요약-1> 자산관리서비스와 집합투자 비교	3
<표 요약-2> 생애설계 시 고려되는 복합적 재무목표	3
<표 요약-3> MPT와 BFT의 비교	4
<표 요약-4> 전형적인 자산관리서비스 프로그램	5
<표 요약-5> 국내 자산관리서비스 문제점	6
<표 II-1> 자산관리서비스와 집합투자 비교	26
<표 II-2> 자산관리서비스의 개별성	28
<표 II-3> 생애설계 시 고려되는 복합적 재무목표	35
<표 II-4> MPT와 BFT의 비교	41
<표 III-1> 글로벌 자산관리서비스 시장 규모	44
<표 III-2> 글로벌 자산관리서비스 시장 성장률	45
<표 III-3> 글로벌 자산관리서비스 시장 집중도	46
<표 III-4> 글로벌 자산관리서비스 시장 경쟁도	46
<표 III-5> 글로벌 자산관리서비스 수익성 (2007년 기준)	48
<표 III-6> 전형적인 자산관리서비스 프로그램	49
<표 III-7> 맞춤형 프로그램과 뮤추얼 펀드 비교	56
<표 III-8> 맞춤형 프로그램 부문별 성장 추이	57
<표 III-9> 맞춤형 프로그램 부문별 자금유입 추이	58
<표 III-10> 업권별 신탁업 참가회사와 수탁고 현황	59
<표 III-11> 은행의 신탁유형별 수탁고 현황	60
<표 III-12> 금융투자회사의 신탁 수탁고 현황	61
<표 III-13> 보험회사의 신탁 수탁고 현황	63
<표 III-14> 국내 자산관리서비스 문제점	65
<표 V-1> 판매플랫폼 유형	98
<표 V-2> 운용회사 유형별 펀드 설정잔액	102
<표 V-3> 상위 5개 판매회사의 주식형 펀드 판매점유율	103
<표 VI-1> 투자정책서 구성 항목과 내용	123

<표 VII-1> 생명보험회사 신탁부서 현황	145
<표 VII-2> 퇴직연금 유형	147

<그림 차례>

<그림 요약-1> 전형적인 프로그램 유형 비교	5
<그림 요약-2> 지주회사 체제에서의 신탁경영	16
<그림 II-1> 고객 중심 서비스로의 전환	26
<그림 II-2> 복합성, 맞춤형 기준 금융서비스 구분	30
<그림 II-3> 생애설계 개념	33
<그림 III-1> SMA와 다른 간접투자수단 비교	51
<그림 III-2> MDA 구조	52
<그림 III-3> UMA-프로그램	54
<그림 III-4> 전형적인 프로그램 유형 비교	55
<그림 IV-1> 신탁의 구조	75
<그림 IV-2> 자본시장법 규정에 따른 간접투자기구	88
<그림 V-1> 맞춤형 프로그램 제공과정	108
<그림 VII-1> 지주회사 체제에서의 신탁경영	154

요 약

I. 서 론

- 국내외적으로 자산관리서비스에 대한 관심이 지속적으로 커지고 있음.
 - 자산관리서비스에 대한 관심이 급증한 배경에는 사회경제적인 변화가 자리하고 있음.
 - 무엇보다도 평균수명이 길어지는 가운데 공적연금의 건전성에 대한 불안감이 커졌다는 것이 기본적인 배경
 - 개인고객 스스로가 생애관리를 책임져야 할 상황에 처함에 따라 소득과 소비수준을 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지하려는 재무설계에 대한 수요가 계속 증가하고 있음.
- 그러나 국내에서 자산관리서비스 제공은 아직 본격화 되지 못하고 있음.
 - 무엇보다도 고객과 금융회사 양자 모두가 자산관리서비스 개념과 특성을 충분히 이해하지 못하고 있는 것으로 보임.
 - 또한 자산관리서비스의 활성화를 억제하는 제도적 장벽이 존재하는 한편, 금융회사들도 자산관리서비스를 본격적으로 제공할 수 있는 체계적인 프로그램을 보유하고 있지 못하다고 판단
- 본 연구의 목적은 국내 자산관리서비스의 선진화 방안을 제시하는 것임
 - 이를 위해 자산관리서비스에 대한 개념, 특성, 활성화 방안을 검토
 - 국내에서 자산관리서비스가 본격화되기 위한 조건으로서 복합성 제고를 위한 제도적 개선사항, 효율성 제고를 위한 인프라 개선사항,

맞춤형 구현을 위한 업무 개선사항을 제안

II. 자산관리서비스에 대한 논리적 검토

- 맞춤형 자산관리서비스의 개념, 특성, 관련 이론, 의의를 정리함
 - 현재까지 법률적으로 통용되거나 국제적으로 공인된 자산관리서비스 개념은 존재하지 않음.
 - 스폰서가 위임받은 업무의 종류, 유형, 지역이나 시기에 따라 다양한 개념이 사용되고 있음.
- 본 연구는 자산관리서비스 개념을 '복합적인 재무계획을 요구하는 고객을 대상으로, 고객별 특성을 반영하여 맞춤형 재무계획을 설계하고 위임받은 권한 범위 내에서 개별적인 재무계획을 달성하기 위해 요구되는 업무를 실행해 주는 서비스'로 정의할 것을 제안
 - 이러한 정의에서는 표준형 집합투자인 뮤추얼펀드로부터 차별화되는 자산관리서비스만의 특성이 강조
 - 집합투자와 비교할 때, 자산관리서비스는 형식면에서 각 계좌의 개별적 관리를 전제로 하며, 내용면에서 복합서비스라는 특성을 갖는 한편, 표준형에 대비되는 맞춤형 구조를 추구함.

<표 요약-1> 자산관리서비스와 집합투자 비교

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

- 최근 투자 패러다임이 표준형 집합투자를 지지하던 것에서 맞춤형 프로그램 지지하는 것으로 전환되었음.
- 이에 따르면 표준형 집합투자 비해 개별적 요구에 맞춰 설계되는 프로그램이 고객에게 보다 유리함.
 - 고객은 개별적인 상황에 따라 매우 다양한 요인이 고려된 맞춤형 포트폴리오를 원하기 때문

<표 요약-2> 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

- 이러한 변화는 표준형 집합투자만으로는 고객의 모든 요구를 충족시킬 수 없으며, 맞춤형 프로그램에 대한 수요가 지속적으로 성장할 수 있음을 시사

<표 요약-3> 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

Ⅲ. 국내외 자산관리서비스 현황

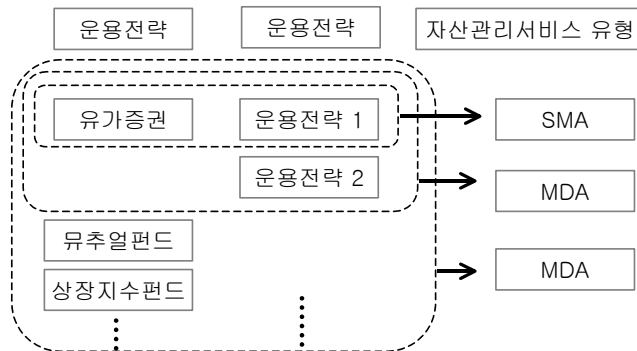
- 국내외 자산관리서비스 시장의 규모와 전형적인 자산관리서비스 프로그램의 내용을 소개한 후, 국내에서 자산관리서비스가 활성화되지 못하고 있는 원인을 파악
- 해외 금융선진국에서 자산관리서비스가 뮤추얼펀드로부터 구분되는 기준은 프로그램의 내용과 구조임.
 - 고객의 위험성향을 파악하기 위한 체계화된 절차의 존재, 투자기회 발굴을 위한 리서치 제공, 단일한 투자 배분안 제시, 배분조정과 세금설계의 연계, 결합보수, 통합적인 성과보고라는 요소가 갖추어지면 자산관리서비스 프로그램으로 간주

<표 요약-4> 전형적인 자산관리서비스 프로그램

Program	약자	특징
Traditional SMA	SMA	한 계좌에서 단일 운용전략 수용
Multi-discipline Portfolio	MDA	한 계좌에서 복수 운용전략 수용
Unified managed Account	UMA	한 계좌에서 복수 금융상품 유형 수용
Unified managed Household	UMH	한 계좌에서 복수 UMA 통합 관리
Mutual fund Advisory	MFA	한 계좌에서 복수 뮤추얼펀드에 투자
ETF advisory	ETFA	한 계좌에서 복수 상장지수펀드에 투자
REP as portfolio Manager	REPM	투자일임계좌
REP as Advisor	REPA	투자자문계좌

- 특히 복합적 내용과 맞춤형 구조가 강조되어, 개별적 형식에 주목하던 SMA-프로그램에서 투자대상의 복합성에 초점을 맞춘 MDA-프로그램과 맞춤형 서비스가 강조되는 UMA-프로그램으로 진화하였음.
- 복합금융회사가 글로벌 자산관리서비스 시장을 주도하는 것도 복합적인 내용과 맞춤형 구조에서 경쟁력을 가지기 때문임.

<그림 요약-1> 전형적인 프로그램 유형 비교



- 그런데 국내 현황을 살펴보면, 복합성, 효율성, 맞춤형 관점에서 자산관리서비스가 본격화되지 못하고 있음.

- 국내 자산관리서비스의 활성화가 미흡한 것에 대해서는 여러 가지 이유가 있겠으나, 무엇보다도 자산관리서비스의 형식적인 면인 개별성에 주목하기 때문
 - 즉 고객별 계좌가 개별적으로 관리되면 그 내용이나 구조에서 표준형 집합투자와 차별화되지 않음에도 불구하고 자산관리서비스로 간주
 - 이는 국내에 집합투자가 본격적으로 도입되기 이전에 신탁을 중심으로 형성되어 온 간접투자문화 때문이라고 보임.
 - 제도적인 면에서 볼 때에도 개별성을 제외하면 신탁과 집합투자 사이에 별다른 차별성이 존재하지 않음.
- 하지만 논리적인 면에서 보거나 해외 금융선진국의 사례를 볼 때, 자산관리서비스는 복합적인 내용과 맞춤형 구조를 기준으로 규정되는 것이 타당함.
 - 또한 국내 금융소비자가 누릴 수 있는 효용 차원에서 집합투자와는 명확히 차별화되는 자산관리서비스가 요청된다는 점에서도 복합성과 맞춤형이라는 특성이 강조되어야 함.

<표 요약-5> 국내 자산관리서비스 문제점

기 준	문 제 점
복합성	일부 재무계획(생활수준개선·시장위험관리·축적국면)에 치중
효율성	폐쇄적-판매플랫폼, 성과보고기준 미비, 노동집약적 업무처리
맞춤형	개별 관리에 치중, 실제적 맞춤형 프로그램 부족

IV. 신탁제도 개선을 통한 복합성 구현

- 신탁제도 개선을 통해 복합성을 제고하려는 취지에서 보험신탁의 도입을 제안함.
- 자산관리서비스의 기본적인 목표는 고객의 소비수준이 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지될 수 있도록 돕는 것임.
 - 자산관리서비스의 핵심은 전 생애 중 축적국면과 소진국면에서 고객이 직면하는 투자위험, 사망위험, 장수위험을 포괄적으로 관리하여 안정적인 소득흐름을 생성하는 것임.
 - 그런데 투자위험은 은행상품이나 금융투자상품, 사망위험은 보험상품, 장수위험은 연금상품을 통해 관리된다는 점에서, 보험상품의 결합이 자산관리서비스에 포함될 수 있어야 함.
 - 따라서 은행상품, 금융투자상품, 보험상품, 연금상품 등이 하나의 신탁계약에서 복합적으로 결합될 수 있도록 신탁제도를 개선할 필요가 있음.

V. 판매인프라 개선을 통한 효율성 제고

- 판매인프라 개선을 통해 효율성을 제고하려는 취지에서 개방형-판매플랫폼의 구축을 제안
 - 개방형-판매플랫폼이 구축되면, 기능결합을 활용하여 전문성과 복합성을 동시에 추구하는 것이 가능
 - 핵심서비스는 스폰서 스스로 공급하되 부수서비스는 외부의 제3자

로부터 공급받는 전략을 활용할 수 있기 때문임.

- 그런데 개방형-판매플랫폼이 성공적으로 정착되기 위해서는 고객-스폰서-운용자 사이에서 정보교환이 표준화 및 자동화되어야 함.
 - 스폰서가 관련 비용을 절감하여 대상고객의 범위를 확대할 수 있려면 이와 같은 인프라의 구축이 선행되어야 함.
- 이를 위해 금융상품판매전문회사 제도의 도입과 업무절차 자동화를 개선사항으로 제안
 - 또한 외부-STP 구현을 위해 한국예탁결제원이 운영하는 펀드넷의 지원 범위를 맞춤형 프로그램으로 확대하는 방안을 제안

VI. 적합성원칙에 기초한 맞춤형 구현

- 적합성원칙에 기초하여 맞춤형 프로그램을 구현하려는 취지에서 투자정책서 작성과 표준성과보고기준의 활용을 제안
 - 자본시장법 시행, 보험업법 개정을 계기로 적합성원칙이 폭넓게 도입되었음.
 - 동 원칙에 따르면 스폰서는 고객의 투자성향과 프로그램의 위험수준을 정확하게 파악한 후 고객에게 적합한 프로그램만을 고객에게 권유할 수 있음.
 - 그런데 실무적으로 적합성원칙이 준수되었는지 여부와 관련하여 고객과 스폰서 사이에 상황인식이 다를 가능성이 높음.
 - 이로 인하여 법적분쟁이 발생할 수 있는 바, 업무절차의 개선을 통해 불완전판매 가능성을 줄이고 법적 분쟁의 소지를 최소화하는 것

이 중요함.

- 따라서 적합성 원칙 준수에 소요되는 비용을 최소화하기 위해, 스폰서가 표준화된 투자정책서와 성과보고 기준을 활용할 것을 제안
 - － 해외 금융선진국에서 맞춤형 프로그램이 활성화된 것은 이러한 수단을 통해 고객과 스폰서 양자의 의사소통이 원활히 이루어지고, 그에 따라 적합성 원칙 관련 분쟁이 쉽게 해소될 수 있기 때문.
 - － 국내 스폰서도 신의성실원칙을 충실히 이행하였음을 사후적으로 쉽게 입증할 수 있도록, 해외 금융선진국에서 이미 관행으로서 정착된 투자정책서 작성과 표준성과보고기준인 GIPS를 활용할 필요가 있음.

VII. 보험회사에 대한 시사점

(경쟁력 관련 시사점)

- 금융업권별로 핵심업무가 구분되어 있는 국내 제도를 감안할 때, 각 업권별로 맞춤형 프로그램의 내용과 목표고객집단이 차별화될 가능성이 높음.
- 해외 금융선진국의 사례를 보더라도, 스폰서가 핵심업무를 중심으로 맞춤형 프로그램을 구성하고 해당 내용이 적합하다고 판단되는 목표고객집단에게 관련 프로그램을 제공하는 것이 일반적임.
 - － 극적으로 복합적인 맞춤형 프로그램을 구성할 수 있는 능력에 따라 경쟁력이 좌우되는 만큼 스폰서는 인지도 제고, 다양한 서비스 발굴, 전문 인력 확보, 운용·위험관리·컨설팅능력 제고와 글로벌 네트워크 구축을 도모해야 함.
- 해외 선진 스폰서와 비교할 때, 국내 스폰서의 현재 역량은 미미한 수준

이나 향후 성장잠재력은 충분하다고 판단

- 핵심업무를 통해 지금까지 구축해 온 고객자료·CRM시스템을 활용하여 고객집단을 세분화 하고 고객집단별 맞춤형 프로그램을 구성하는 것이 가능
- 단기적으로는 스폰서가 전통적으로 영위해 온 핵심업무 관련 프로그램에서 경쟁우위를 보일 것으로 예상
 - 개별성이라는 형식 차원에서 볼 때, 은행이 보험회사·금융투자회사 대비 상대적으로 높은 경쟁력을 가질 것임
 - － 은행은 이미 독립적인 자산관리서비스 센터와 지점이라는 이원적인 체계의 영업망을 구축하고 있으며, 신탁업 관련 경력이 오래된 만큼 업무절차 표준화 면에서도 보험회사·금융투자회사에 앞서 있음
 - 복합성이라는 내용 차원에서 볼 때, 은행·보험회사·금융투자회사간에 경쟁력 차이는 크지 않다고 판단됨.
 - 맞춤형이라는 구조 차원에서 볼 때, 국내에서 맞춤형 프로그램 제공이 본격화되지 못하고 있는 만큼 은행·보험회사·금융투자회사 모두의 경험·노하우가 부족하다고 판단됨.
- 보험회사의 경우 장기계약이 특징인 보험업에서 고객관계 설정·유지와 관련된 경험·노하우를 보유하고 있는 만큼, 향후 맞춤형 프로그램에서 경쟁우위를 확보할 기반을 갖추고 있다고 판단됨.
 - 보험기능을 제공하는 과정에서 형성한 노후생활보장서비스 제공자로서의 인지도를 적극적으로 활용하면, 은행·금융투자회사가 모방하기 어려운 차별적인 프로그램 구성이 가능
 - － 생애설계라는 차원에서 장기계약이 기본인 보험상품·연금상품과 지속적인 투자자문이 요구되는 금융투자상품간의 적절한 조합을 도모

할 필요가 있음.

(보험회사 신탁 경영 방안)

- 신탁업이 보험회사에게 안정적인 수익원을 제공할 수 있는 만큼, 장기적으로 볼 때 보험회사가 신탁업을 경영하는 것이 바람직하다고 판단
 - 신탁업은 전형적인 보수 기반 사업으로서 스폰서인 보험회사가 부담해야 하는 위험요인이 제한적이며, 신탁업을 영위함에 따라 부담하게 될 위험요인은 보험업에 내재된 위험요인과 낮은 상관관계를 가짐.
 - 보험회사가 경쟁우위를 가질 수 있는 맞춤형 프로그램의 개발을 위해 수탁금전의 운용대상에 은행상품·금융투자상품과 더불어 보험상품도 포함되도록 제도개선을 건의할 필요가 있음.
- 보험회사가 신탁업에 진출하려면 최소한 신탁경영으로부터 기대되는 수익이 진출 시 소요되는 비용보다 커야 하는 만큼 수익성과 관련하여 다음과 같은 점들을 검토할 필요가 있음.
 - 신탁업 인가를 위해 요구되는 투자규모를 검토할 필요
 - 명시적인 비용(요구자기자본·전문인력·이해상충방지체계)뿐만 아니라 신탁업 인가를 받기까지 상당한 비용과 시간이 소요
 - 신탁업 진출 시 본체경영과 자회사경영 중 어느 것이 보다 적합한지 검토할 필요
 - 본체경영에서는 기존에 보유하고 있는 인적자원과 물적자원을 활용할 수 있으며, 자회사경영에서는 상대적으로 단기간 내에 신탁 관련 전문성과 경쟁력을 축적하는 것이 가능하며 개방형-판매플랫폼을 활용하는데 유리

- 보험회사의 현행 판매채널들 중 어떤 것이 신탁영업에 활용될 수 있는지를 검토할 필요
 - 이해상충방지체계를 감안하면 법인채널의 활용에 제한되는 한편 개인고객채널의 경우 기존 설계사들의 고능률화가 전제되어야 하는 만큼 개방형·판매플랫폼의 활용이 대안이 될 수 있음
 - 신탁업을 수행하기 위해 요구되는 인프라를 어떻게 구축할 것인지 검토할 필요
 - 다양한 인프라(IT시스템구축·법률자문·상품개발·영업·운용)에 대한 내부규정을 정비하는 것이 중요
 - 어떻게 신탁부문의 인력을 확충할 것인지 검토할 필요
 - 기존의 보험부문 운용부서의 인력을 활용하여 신탁부문을 구성하는 방법, 금융투자상품에 대한 운용경험·운용능력이 우수한 외부 운용자에게 위탁하는 방법이 가능
 - 신탁부문을 어떤 형태로 구성할지 검토할 필요
 - 책임경영과 일관된 전략추진을 위해 신탁 전담임원 배치, 신탁 지원부·영업부의 구성 필요
- 신탁경영 보험회사는 본격적인 맞춤형 프로그램 제공을 위해 보험금신탁·보험신탁을 활용할 수 있음.
- 보험금신탁을 활용하여 지급보험금을 재유치하는 것이 가능
 - 향후 비적격개인연금·변액보험 규모확대 시 환급금·보험금 규모가 큰 폭으로 증가될 것에 대비한 맞춤형 프로그램 개발할 필요
 - 보험신탁을 활용하여 생애설계 프로그램을 개발하는 것이 가능
 - 평균수명 증가에 따라 생애설계 프로그램 수요가 증가하고 있는바,

종합재산신탁·보험신탁을 활용하여 복합적인 위험요인들을 관리할 수 있는 프로그램을 개발할 필요

- 신탁경영 보험회사는 보험계약과 신탁계약을 적절히 조합하여 퇴직연금 시장의 성장에 효과적으로 대응할 수 있음.
 - 2008년 중 퇴직연금 신탁계약 운용대상에 보험상품의 포함을 허용하는 규정개정이 있었던바, 운용대상 면에서 보험계약이 상대적으로 경쟁열위에 놓이게 되었음.
 - 현행 보험계약만으로는 퇴직연금시장에서 보험회사가 경쟁력을 유지하기 어려울 것으로 예상되는바, 신탁경영을 통해 보험계약과 신탁계약의 조합을 도모할 필요
 - 보험회사는 퇴직연금신탁 진출 시 다음 사항을 검토할 필요가 있음
 - 기존 퇴직보험을 퇴직연금신탁으로 전환 유치하는데 노력
 - 퇴직연금 업무지원부서와 영업부서를 신탁담당임원이 관할하는 신탁부문으로 재편
- 신탁경영 보험회사는 고유부문과 신탁부문 사이에서 발생할 수 있는 이해상충을 방지하기 위한 장치를 마련해야 함.
 - 금융투자업자에게 이해상충이 발생할 가능성을 관리할 것이 요구됨.
 - 이해상충이 발생할 가능성이 존재하는 복수의 금융투자업들이 경영될 경우, 해당 업들 사이에서 정보교류가 차단됨.
 - 자본시장법은 다음과 같은 세 가지 행위를 제한함.
 - 금융투자상품의 매매에 관한 정보가 고유재산 운용업무와 신탁업무 사이에서 교류되는 것
 - 같은 임원(대표이사·감사·상근감사위원 제외)이나 직원에 의해 고유

재산 운용업무와 신탁업이 겸직되는 것

- 사무실 공간과 전산설비가 공동으로 이용되는 것
- 자본시장법시행령에 의해 다음과 같은 행위가 추가로 제한됨.
 - 각 업무에 대해 담당부서가 독립적으로 구분되어야 하며, 담당부서가 해당 업무를 독립적으로 처리해야 함.
 - 각 업무를 수행하는 임직원 사이에서 해당 업무 관련 회의나 통신이 발생한 경우에는 그 회의나 통신에 관한 기록이 유지되어야 함.
- 보험회사의 적극적인 대응에 따라서는 관련 규정이 적용되지 않을 가능성이 존재
 - 보험부문(집합투자업에 해당하는 변액보험 제외)과 신탁부문 사이에서는 이해상충이 발생할 가능성이 크지 않은 만큼, 금융위원회가 정한 기준에 따른 정보교류를 허용 받을 수 있을 것으로 판단

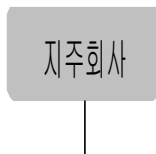
(보험지주회사를 통한 신탁 경영 방안)

- 보험회사가 맞춤형 프로그램을 제공하는 스폰서로서 개방형구조를 구축하고자 할 경우, 단계적으로 접근하는 것이 현실적임.
- 우선은 벤더-플랫폼 전략을 추구할 필요
 - 계열판매회사가 존재하지 않거나 계열판매회사의 시장점유율이 높지 않은 운용회사에게 판매플랫폼을 제공
 - 찰스스왑의 벤더-플랫폼 전략에서 확인할 수 있듯이 스폰서가 독립 운용회사들을 계열운용회사와 동등하게 대우하는 것이 중요함.
- 다음으로 양면플랫폼 전략을 추구할 필요

- 운용회사들의 참여가 어느 정도 본격화된 시점에서 독립투자 자문 인력의 참여를 유도함으로써, 수요와 공급 양면에서 우수한 참여자들이 판매플랫폼에 모이도록 유도
- 한편 보험회사는 외부 대형 개방형-판매플랫폼(독립투자 자문인력 네트워크)을 인수함으로써 개방형구조를 구축할 수 있음.
 - 영국 보험회사인 RBS는 Tesco와의 제휴를 통해 판매회사인 Tesco Personal Finance를 설립하였으며, 영국 4대 보험회사가 대형 판매법인 Tenet Group의 전체 지분 중 87%를 보유하고 있음.
 - 보험회사가 기존 판매채널의 분사를 통해 자회사를 설립하는 것도 가능한데, AXA Financial Service가 출자하여 AXA Advisors를 설립한 것이 대표적인 예임.
- 해외 보험회사들의 사례를 볼 때, 스폰서인 보험회사는 다음과 같은 두 가지 형태로 개방형-판매플랫폼과 관계를 설정할 수 있음.
 - 보험회사가 대형 개방형-판매플랫폼과 제휴하거나 그에 대해 지분투자를 확대하는 것이 가능함.
 - 보험회사가 맞춤형 프로그램의 제조와 판매를 분리한 후 제조(프로그램개발·운용)에 집중하고 판매는 개방형-판매플랫폼에 위탁
 - 스폰서인 보험회사가 독립투자 자문인력과 직접 거래관계를 설정하고 판매플랫폼을 제공하는 것이 가능함.
 - 보험회사가 기존의 보험상품 판매 노하우·인적자원을 토대로 맞춤형 프로그램의 제조와 판매의 병행을 도모
 - 두 가지 방식 중 어느 것이 보다 적합한지는 보험회사가 기존에 활용하던 판매채널의 상황이나 독립투자 자문인력의 수에 따라 달라질 수 있음.

- 보험회사가 기존에 자회사로 보유하고 있던 운용회사와 함께 보험지주회사로 전환한 후, 신규로 금융판매전문회사를 설립하는 것이 가능
 - 보험회사가 지주회사 체제를 활용하여 신탁을 겸영하고자 할 경우 다음과 같은 제도 변화 내용을 참조할 필요가 있음.
 - 지주회사 소속 금융자회사간 임직원 겸직이 허용되는바, 지주회사를 중심으로 보험자회사·운용자회사·신탁자회사·투자중개자회사 사이의 매트릭스 조직 형성 가능
 - 해당 인가를 받은 자회사 사이의 업무위탁이 허용되는바, 신탁자회사가 보험자회사·운용자회사의 후선업무를, 판매자회사가 보험자회사·운용자회사·신탁자회사의 판매업무를 담당하는 지주회사 체제를 생각해 볼 수 있음.

<그림 요약-2> 지주회사 체제에서의 신탁겸영



- 보험지주회사 체제를 활용하면 독립투자자문인력의 활용 방식도 이원화될 수 있음.
 - 전문적 투자자문이 수반되어야 할 복합적 프로그램에서는 스폰서인 신탁자회사가 독립투자자문인력과 직접 거래관계를 설정하고 관리
 - 서비스의 내용이 단순한 프로그램에서는 개방형-판매플랫폼(판매자회사)을 경유하여 독립투자자문인력과 거래관계를 설정

I. 서론

1. 연구배경

국내외적으로 자산관리서비스에 대한 관심이 지속적으로 커지고 있다. 예를 들어, 모든 유형의 금융회사들이 자산관리서비스를 표방하는 다양한 프로그램을 제공하고 있다. 은행은 프라이빗뱅킹이라는 이름하에, 보험회사는 재무설계의 일부로서, 금융투자회사는 랩어카운트라는 형태로서 자산관리서비스 프로그램을 제공한다. 각 프로그램에서는 투자자문, 법률자문, 세무자문 등이 포함된 매우 다양한 내용의 서비스가 제공된다. 대상고객도 기관투자자, 초부유층, 부유층 등으로 다양하며 점차 그 범위가 확대되고 있다.

이처럼 자산관리서비스에 대한 관심이 급증한 배경에는 사회경제적인 변화가 자리하고 있다. 무엇보다도 평균수명이 길어지는 가운데 공적연금의 건전성에 대한 불안감이 커졌다는 것이 기본적인 배경이다. 향후 사회적 안전망이 지속적으로 약화될 것으로 예상되는 만큼, 개인고객이 스스로 생애관리를 책임져야 할 상황이다. 이에 따라 소득과 소비수준을 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지하려는 재무설계에 대한 수요가 계속 증가하고 있다. 이와 더불어 개인고객의 자산이 축적되고 투자패러다임이 맞춤형 프로그램 중심으로 전환된 것도 자산관리서비스 수요 증가에 기여하였다.

국내에서도 최근 자산관리서비스가 큰 주목을 받고 있다. 저금리 기조가 장기간 지속되면서 수익성을 제고하려는 고객의 요구와, 금융위기 이후 수익성 다변화를 모색하려는 금융회사의 요구가 맞아 떨어진 결과이다. 그러나 국내 금융회사에 의한 자산관리서비스 제공은 아직 본격화 되지 못하고 있다. 다양한 이유가 있겠으나 다음과 같이 몇 가지로 정리해 볼 수 있다.

첫째, 고객과 금융회사 양자 모두가 자산관리서비스 개념과 특성을 충분히 이해하지 못하고 있는 것으로 보인다. 예를 들어, 전통적인 예금, 보험상품, 금융투자상품의 판매를 촉진할 목적으로 부가적으로 제공되는 서비스가 자산관리서비스로 불리는 사례가 빈번하다. 둘째, 자산관리서비스의 활성화를 억제하

는 제도적 장벽이 존재할 수 있다. 예를 들어 현행 제도 하에서는 자산관리서비스가 투자자문으로 간주되고 있어 그 프로그램의 내용이 협소해질 가능성이 높다. 셋째, 금융회사가 자산관리서비스를 본격적으로 제공할 수 있는 체계적인 프로그램을 보유하고 있지 못하다고 판단된다. 즉 금융회사가 고객의 요구를 충족시키기 위해 가능한 모든 서비스를 제공해야 한다는 목적은 인식하고 있으나, 이를 실행할 수 있는 구체적이 실천수단이 부재한 실정이다.

이와 같은 제약조건에도 불구하고 국내에서 자산관리서비스가 활성화되어야 할 필요성은 매우 크다. 수요자인 고객 입장에서 보자면, 스스로가 생애설계를 수행해야 하는 상황에서 다양한 요구가 유연하게 반영될 수 있는 수단이 필요하다. 공급자인 금융회사 입장에서 보자면, 기존 사업영역에서의 경쟁이 심화되는 상황에서 지속성장을 지탱할 수 있는 새로운 수익원이 요구된다. 이와 같은 필요성이 강조되면서, 현재 해외 금융선진국에서는 자산관리서비스가 이미 보편화되었다. 또한 학계에서도 자산관리서비스의 활성화가 차세대 재무이론의 주제로 다루어지고 있다. 국내에서도 급속한 고령화, 취약한 공적연금, 개인자산의 축적 등을 감안할 때 자산관리서비스의 활성화가 시급한 과제라고 판단된다.

2. 연구목적과 범위

본 연구의 목적은 해외 금융선진국에서 이미 보편화된 맞춤형 자산관리서비스에 대한 이해를 제고하고, 향후 국내에서 맞춤형 자산관리서비스가 활성화되기 위해 요구되는 제도 개선사항, 인프라 개선사항, 업무 개선사항을 검토하는 것이다.

우선, 본 연구는 맞춤형 자산관리서비스에 대한 개념과 특성을 정립한다. 맞춤형 자산관리서비스가 기존의 표준형 금융상품과는 크게 다르다는 점을 강조하고자 한다. 이는 성공적인 생애설계를 위해 맞춤형 자산관리서비스가 필수불가결하며, 동 서비스가 활성화하려면 별도의 논리적 패러다임과 실천적 프로그램이 요구됨을 시사한다.

다음으로, 본 연구는 국내외의 자산관리서비스 현황을 정리한다. 해외 금융 선진국에서 자산관리서비스가 이미 보편화되었음을 확인하고 전형적인 프로그램을 소개하고자 한다. 한편 국내의 현황을 파악하여 자산관리서비스가 아직 본격화되지 못하였음을 확인한다. 그리고 그 원인으로 제한적인 복잡성, 낮은 효율성, 형식적인 맞춤형을 지적한다.

한편 본 연구는 국내에서 자산관리서비스가 활성화되기 위해 요구되는 제도 개선사항으로서 보험신탁 도입방안을 제안하고, 보험회사가 신탁을 경영하고자 할 때 고려할 사항들을 점검한다. 인프라 개선사항으로서는 개방형 판매 플랫폼 구축, 성과보고기준 정립, 업무자동화를 제안한다. 또한 업무 개선사항으로서 투자정책서 작성, 심리분석을 통한 고객 위험성향 파악, 고객별 포트폴리오 구성을 검토한다. 이러한 내용들은 해외 금융선진국의 경우 자산관리서비스 제공 시 Best Practice로 활용되어 있으나, 국내에는 아직 정립되지 못하고 있다.

끝으로 앞서의 논의를 요약한 후 금융업권별로 금융회사가 자산관리서비스에서 가질 수 있는 잠재력에 대해 평가한다.

본 연구는 맞춤형 자산관리서비스에 대한 사회적 관심을 유도함으로써 필요한 제도적 보완, 인프라의 개선, 업무내용의 정립에 기여할 것으로 기대된다. 자산관리서비스의 활성화는 고객의 다양한 이해가 유연하게 수용될 수 있는 금융환경의 조성을 도모할 것이다. 뿐만 아니라 지속성장을 도모하는 금융회사에게 새로운 동력을 제공할 것이다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 맞춤형 자산관리서비스의 개념, 특성, 관련 이론, 의의를 정리한다. 3장에서는 국내외 자산관리서비스 시장의 규모와 전형적인 자산관리서비스 프로그램의 내용을 소개한 후, 국내에서 자산관리서비스가 활성화되지 못하고 있는 원인을 파악한다. 4장에서는 복잡성을 제고하기 위한 제도 개선사항을, 5장에서는 효율성을 제고하기 위한 인프라 개선사항을, 6장에서는 맞춤형 구현을 위한 업무 개선사항을 제시한다. 마지막으로 7장에서는 전체적인 내용의 요약과 함께 금융업권별로 자산관리서비스에서의 잠재력을 평가한다.

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 투자판단¹⁾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.²⁾ 반면, 투자자문계약(investment advisory contract)에 양자를 모두 포함함으로써 투자자문과 투자일임을 명시적으로 구별하고 있지 않는 미국과는 차이가 있다.³⁾

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.⁴⁾ 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.⁵⁾ 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 업무처리⁶⁾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.

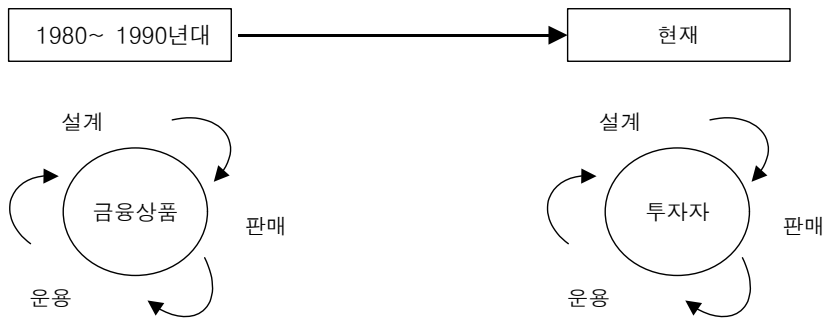
<표 II-1> 자산관리서비스와 집합투자 비교

	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 하므로⁸⁾ 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.⁹⁾ 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.

<표 11-2> 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.¹⁰⁾

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.¹¹⁾ 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.¹²⁾ 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

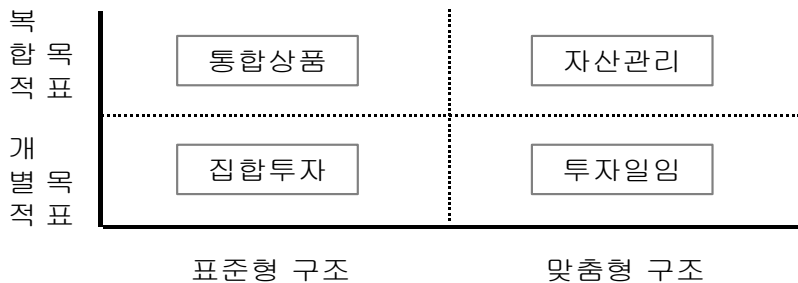
-
- 11) 기능결합(bundling)상품은 패키지(package)상품 혹은 편집(compilation)상품이라고 불리기도 한다. 이러한 기능결합은 소프트웨어, 케이블방송, 패스트푸드 영역에서 자주 활용된다. 소프트웨어 영역에서 문서편집기, 스프레드시트, 데이터베이스 등이 하나의 패키지로 제공되는 사례, 케이블방송 영역에서 단일 시청료 지불 대가로 다수의 채널이 담긴 기본 프로그램 패키지가 제공되는 사례, 패스트푸드 영역에서 복수의 메뉴가 하나로 묶여 세트메뉴로 제공되는 사례 등을 생각해 볼 수 있다.
 - 12) 순수결합은 보수 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.¹³⁾ 그럼에도 불구하고 순수결합 형태는 다양한 재무계획들이 하나의 패키지로 묶여 제공된다는 점에서 단일한 목표만을 추구하는 기존의 집합투자와 차별적이며 초기 단계의 자산관리서비스에서 널리 활용되었다. 은행의 프라빗뱅크, 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.¹⁴⁾

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.

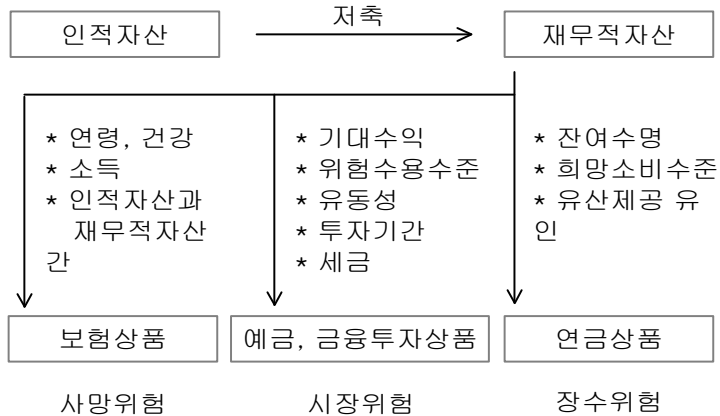
셋째, 생애설계모형에서는 고객이 직면하는 장수위험이 고려된다. 고객이 예상했던 것보다 더 오래 생존하면 소진국면이 길어지는데, 고객이 보유한 자

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,¹⁵⁾ 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.¹⁶⁾ 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 근대재

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)¹⁷⁾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).¹⁸⁾ 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).¹⁹⁾

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.²⁰⁾

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 투자의견서에 '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, 연휴²¹⁾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)²²⁾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.

Ⅲ. 국내외 자산관리서비스 현황

1. 해외 자산관리서비스 현황

가. 시장 규모

1) 운용자산 성장

글로벌 자산관리서비스 시장 규모는 지난 4년 동안 3.8배 증가하였다. 아래 표는 지난 4년 동안 성장해 온 자산관리서비스 제공 스폰서 수와 운용자산 규모 추이를 보여준다. 2003년 4조 6천억 달러에 불과하던 자산관리서비스 운용자산 규모는 2007년 약 17조 4천억 달러까지 성장하였다. 이 규모는 전년도 대비 약 61.1%, 그리고 지난 4년간 연평균 39.5% 성장한 것이다.

<표 III-1> 글로벌 자산관리서비스 시장 규모

(단위: 십억 달러, %, 개)

	2003	2004	2005	2006	2007
총 운용자산	4,600	6,000	8,500	10,800	17,400
운용자산 성장률	-	30.4	41.7	27.1	61.1
스폰서 수	120	120	200	180	211

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

운용자산 규모를 기준으로 자산관리서비스 스폰서별 시장점유 비중을 살펴 보면 아래 표와 같다. 주요 대형 스폰서들은 복합금융그룹임을 확인할 수 있는데, 이는 복합성이라는 자산관리서비스의 특성에서 기인하는 것으로 보인다. 가장 규모가 큰 스폰서는 UBS로 2007년 말 기준 운용자산 규모가 1조 9천억 달러이다. 뒤를 이어 Citigroup이 1조 8천억 달러, Merrill Lynch가 1조 3천억 달러 규모의 자산을 운용하고 있다. Citigroup은 2004년 Smith Barney를 인수한 2004년 이후 2위를 유지하고 있다. 인수 합병 이전인 2003년에는 운용

자산 규모 기준으로 7위에 머물렀었다. 그외에 Credit Suisse와 JPMorgan이 상위권을 형성하고 있다.

<표 III-2> 글로벌 자산관리서비스 시장 성장률

(단위: 십억 달러, %)

	2007년 기준 운용자산규모	2006년 대비 성장률	2004년~2007년 연평균성장률
UBS	1,896	17.91	16.06
Citigroup	1,784	24.06	15.80
Merrill Lynch	1,309	8.27	8.32
Credit Suisse	745	16.04	12.43
JPMorgan	545	17.20	21.48
Morgan Stanley	522	16.00	15.14
HSBC	494	21.08	17.57
Deutsche Bank	286	14.86	13.89
Wachovia	285	38.35	-0.04
전체	17,400	61.11	42.60

주 : 대상은 4개년(2004년~2007년) 동안 상위 10위 안에 연속 포함되었던 9개사를 기준으로 하였음,

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

2) 시장구조

<표 III-3>이 보여주듯이, 최근 글로벌 자산관리서비스 시장의 집중도가 낮아졌다. 2007년 기준 상위 3개 스폰서가 보유한 운용자산 규모는 전체 운용자산 규모의 약 28.7%를 차지한다. 이는 2003년의 54.6%에 비해 절반 정도 낮아진 수준이다. 시장 집중도가 낮아진 이유는 스폰서의 수가 늘어났기 때문이다.

2003년에는 자산관리서비스 스폰서 수가 120개였으나 2007년에는 211개인 것으로 조사되었다. 지난 4년간 스폰서의 수가 1.8배 증가하였다는 것인데, 연성장률로는 15.2%에 이른다. 즉, 자산관리서비스에 대한 사회적 관심이 커지면서 동 영역에 새롭게 진입하는 금융회사의 수가 많아진 것이다. 다만

Scorpio와 같은 조사기관이 시장규모를 파악할 때 보다 많은 스폰서가 참여한 결과 나타난 증가분을 감안하면, 스폰서 수의 실질적 증가속도가 이보다 낮을 수 있다. 특히 대형 스폰서들 사이에서 인수 합병이 지속적으로 발생하였음에도 불구하고 집중도 지표가 낮아졌다는 점에 주목할 필요가 있다.

<표 III-3> 글로벌 자산관리서비스 시장 집중도

(단위: 십억 달러, %)

	2003	2004	2005	2006	2007
상위3개사 운용자산 규모	2,512	3,392	3,729	4,255	4,989
전체 운용자산 규모	4,600	6,000	8,500	10,800	17,400
CR3 (%)	54.6	56.5	43.9	39.4	28.7

자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

자산관리서비스 시장의 집중도가 낮아졌다는 것은 시장경쟁이 치열해졌음을 의미한다. 시장경쟁률 상승은 다른 측면에서도 확인된다. <표 III-4>는 매년 운용자산 기준 상위 10개 스폰서들이 운용하는 자산 규모의 평균, 표준편차, 변동계수를 보여준다. 운용자산 규모들의 표준편차가 증가하였음을 확인할 수 있는데, 이로부터 스폰서들 사이의 편차가 커졌다고 해석할 수 있다. 그러나 평균 운용자산규모가 증가한 효과를 조정한 후의 편차를 보여주는 변동계수(coefficient of variation)를 보면 스폰서들 사이의 차이가 좁혀졌음을 확인할 수 있다.

<표 III-4> 글로벌 자산관리서비스 시장 경쟁도

(단위: 십억 달러)

	2003	2004	2005	2006	2007
운용자산 평균(A)	370	532	606	687	810
운용자산 표준편차(B)	362	428	454	531	625
변동계수(B/A)	0.98	0.81	0.75	0.77	0.77

주 : 각 년도 운용자산규모 기준 상위 10개사
 자료 : Private Banking KPI Benchmark, Scorpio Partnership

이 같은 결과는 맞춤형이라는 자산관리서비스의 특성에서 기인한 것으로 보인다. 표준형 프로그램에서는 동일한 내용의 서비스가 불특정 다수의 고객에게 제공된다. 이때 스폰서가 기존에 많은 자산을 운용하고 있다는 것은 고객들이 만족스러워하는 서비스를 제공할 수 있음을 시사한다. 따라서 새로운 고객이 스폰서를 탐색함에 있어서 운용자산 규모가 큰 회사를 찾을 유인이 존재하며, 이로 인하여 운용자산이 일부 스폰서에 집중되는 경향이 나타날 가능성이 높다. 반면 맞춤형 프로그램에서는 개별 고객의 특수한 이해를 수용할 수 있는지 여부가 중요한 만큼, 스폰서의 전체 운용자산 규모는 개별 고객에게 별다른 의미가 없다. 스폰서의 입장에서 보더라도, 고객별로 특수한 이해를 보유하고 있는 만큼 기존의 시장지배자와 직접적으로 경쟁하지 않으면서 성장기회를 찾을 가능성이 높다. 다만 자산관리서비스에서도 후선업무를 지원하는 자동시스템 구축이 요구되는 바, 이러한 점에서 규모의 경제가 작용할 수 있다.²³⁾

요컨대, 자산관리서비스 시장에서는 시장지배력을 유지하기가 보다 어렵기 때문에 시장 경쟁도가 높아지고 있다고 볼 수 있다.

3) 수익성

<표 III-5>는 글로벌 자산운용시장에서 상위 9개 회사의 전체수익과 자산관리서비스 관련 수익의 비중을 보여준다. UBS, Citigroup, Merrill Lynch의 경우 글로벌 금융위기로 인하여 다른 부문에서 손실이 발생하였으나 자산관리 부문에서는 수익을 지속하였음을 알 수 있다. 이는 금융위기 과정에서도 결합보수를 기본으로 하는 자산관리서비스 모델이 어느 정도 작동하고 있음을 의미한다. 다만 금융위기 심화과정에서 자산관리서비스 관련 운용자산 규모도 축소되는 것으로 알려지고 있는 만큼, 자산관리서비스 모델의 최종적인 작동 여부에 대해서는 심층적인 검토가 필요할 것으로 보인다.

23) 자산관리서비스 스폰서의 후선업무를 지원하는 자동시스템에 관한 자세한 논의는 4장 5절에서 다룬다.

<표 III-5> 글로벌 자산관리서비스 수익성 (2007년 기준)

(단위: 백만 달러)

	자산관리수익	기타수익	전체수익
UBS ¹⁾	7,901	-10,792	-2,891
Citigroup	3,080	-1,379	1,701
Merrill Lynch	3,630	-16,461	-12,831
Credit Suisse ¹⁾	3,220	8,233	11,453
JPMorgan	3,138	19,667	22,805
Morgan Stanley ²⁾	509	10,491	11,000
HSBC	1,511	22,701	24,212
Deutsche Bank ³⁾	2,821	9,165	11,986
Wachovia	504	8,421	8,925

주 : 1) 적용환율은 1.20CHF/USD, 2) 2006년 실적, 3) 적용환율은 1.37USD/EURO
 자료 : 각 회사 연차보고서

나. 전형적인 자산관리서비스 프로그램

1) 프로그램 유형 개관

해외 금융선진국에서 자산관리서비스가 분류되는 기준은 취급되는 금융상품의 종류가 아니라 프로그램이다(MMI, 2008). 다음 표는 MMI가 분류하는 전형적인 자산관리서비스 프로그램 유형들을 보여준다.

<표 III-6> 전형적인 자산관리서비스 프로그램

Program	약자	특 징
Traditional SMA	SMA	한 계좌에서 단일 운용전략 수용
Multi-discipline Portfolio	MDA	한 계좌에서 복수 운용전략 수용
Unified managed Account	UMA	한 계좌에서 복수 금융상품 유형 수용
Unified managed Household	UMH	한 계좌에서 복수 UMA 통합 관리
Mutual fund Advisory	MFA	한 계좌에서 복수 뮤추얼펀드에 투자
ETF advisory	ETFA	한 계좌에서 복수 상장지수펀드에 투자
REP as portfolio Manager	REPM	투자일임계좌
REP as Advisor	REPA	투자자문계좌

우선, 전통적인 SMA-프로그램은 하나의 계좌에서 하나의 운용전략만을 수용한다. 따라서 복수의 운용전략을 활용하고자 하는 고객은 복수의 계좌를 개설해야 한다. 동 프로그램은 고객 위험성향 파악, 보수 기반 서비스 제공, 투자기회 관련 리서치 제공 등의 특성을 갖는다. 한편, MDA-프로그램은 하나의 계좌에서 복수의 운용전략을 수용한다. 이에 따라 하나의 계좌에서 투자를 다변화할 수 있는 기회를 고객에게 제공한다.

다음으로, UMA-플랫폼은 하나의 계좌에서 다양한 유형의 금융상품(SMA, 뮤추얼펀드, 상장지수펀드 등)에 투자한다. 따라서 동 프로그램에 참여하는 고객은 보다 포괄적인 관점에서 포트폴리오를 운용할 수 있다. 한편, UMH-플랫폼은 한 계좌에서 복수의 UMA-플랫폼을 통합적으로 관리한다. 동 프로그램은 가족 단위의 재무설계를 원하는 고객에게 적합하다.

다음으로, MFA-프로그램은 하나의 계좌에서 복수의 뮤추얼펀드에 투자한다. 고객 위험성향 파악, 보수 기반 서비스 제공, 포트폴리오 배분조정 등의 특성을 갖는다. 한편 ETFA-프로그램은 뮤추얼펀드 대신 상장지수펀드에 투자한다.

마지막으로, REPM-프로그램은 스폰서가 보수를 기반으로 고객의 자산에 대한 운용재량권을 행사할 수 있는 투자일임서비스이다. 자산관리서비스 특성 대부분이 적용된다. 한편 PEPA-프로그램은 스폰서가 운용재량권을 갖지 못하

는 투자자문서비스이다.

해외 금융선진국의 경험에 비추어 볼 때, 자산관리서비스를 지향하는 프로그램의 전형적인 예는 SMA(separately managed account), MDA(multi-discipline account), UMA(unified managed account) 등이다. 자산관리서비스의 개념이 진화함에 따라 프로그램의 내용도 풍부해지고 있는데, SMA에서 시작하여 MDA를 거쳐 궁극적으로 UMA로의 발전이 시도되고 있다.

2) SMA-프로그램

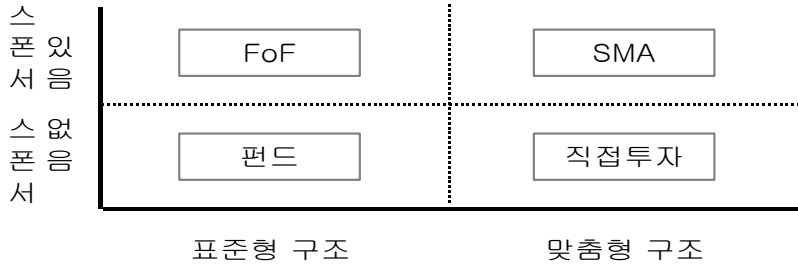
SMA는 스폰서가 고객으로부터 약정된 수수료를 받는 대신 고객의 계좌를 개별적으로 설정하고 관리해주는 서비스이다. 이는 개별성, 복잡성, 맞춤형이라는 특성을 충족시키는 프로그램으로서 자산관리서비스의 가장 기본적인 형태이다. 고객이 스폰서에게 결합보수(bundled fee)만을 지급한다는 의미에서 유일보수계좌(fee-only account)라고도 불린다.

SMA의 대표적인 예는 랩어카운트(wrap account)인데, 투자대상에 따라 펀드랩과 ETF랩으로 구분해 볼 수 있다. 펀드랩은 스폰서가 고객과 함께 펀드 투자에 대한 최적 자산배분전략을 수립하고 이에 따라 펀드 포트폴리오를 구성해 주는 서비스이다.²⁴⁾ ETF랩은 다른 측면에서는 펀드랩과 동일하지만 포트폴리오 구성 대상이 ETF라는 특징을 갖는다.

SMA를 다른 간접투자 방식과 비교하자면 다음 그림과 같이 나타낼 수 있다. 펀드 운용자 이외에 스폰서가 존재한다는 점에서 펀드와 구분되며, 수익 구조가 투자자별로 차별화될 수 있다는 점에서 재간접투자펀드(Fund of Funds)와도 구별된다.

24) 자산배분전략이란 쉽게 말해 100% 주식으로 할 것인지, 주식 대 채권 비중을 80/20, 60/40, 50/50, 40/60, 20/80 또는 100% 채권으로 할 것인지 결정하는 것을 의미한다. 펀드랩은 펀드 상담 프로그램으로 불리기도 한다.

<그림 III-1> SMA와 다른 간접투자수단 비교



3) MDA-프로그램

MDA는 복수의 하위계좌를 보유한 SMA인데, 각 하위계좌가 별도의 운용원칙(discipline)을 추구한다는 특징을 갖는다.²⁵⁾ 개별 MDA-하위계좌가 각각 별도의 SMA로 간주될 수 있다는 점에서, MDA는 복수운용자-SMA(multi-manager SMA) 혹은 SMA-패키지(SMA package)라고 불리기도 한다.

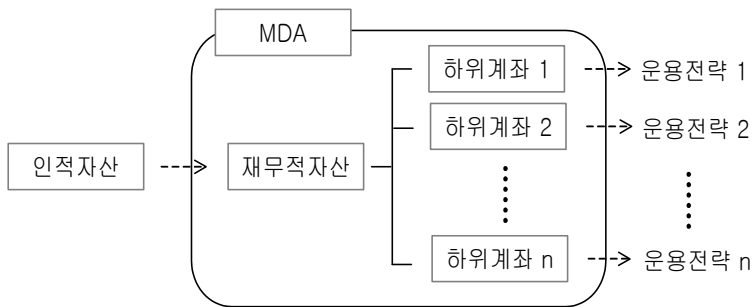
MDA-스폰서는 하위계좌들을 적절히 조합함으로써 고객이 요구하는 복수의 재무목표를 동시에 충족시킬 수 있다. 한 예로서, 생애주기 단계별 재무목표에 따라 축적기를 위한 하위계좌, 전환기를 위한 하위계좌, 소진기를 위한 하위계좌로 구성된 MDA-프로그램 설계가 가능하다. 다른 예로서, 시장위험 관리를 위한 하위계좌, 인적자산위험 관리를 위한 하위계좌, 장수위험 관리를 위한 하위계좌, 저축위험 관리를 위한 하위계좌로 구성된 MDA-프로그램 설계도 가능하다. 또한 기본 생활수준보장을 목표로 하는 하위계좌, 현 생활수준유지를 목표로 하는 하위계좌, 생활수준개선을 목표로 하는 하위계좌로 구성된 MDA-프로그램 설계도 생각해 볼 수 있다.

이처럼 MDA-스폰서는 다양한 운용원칙을 고객의 요구에 맞추어 조합함으로써 맞춤형 위험-수익 프로파일(risk-return profile)을 구성할 수 있다. 또한 MDA-스폰서는 고객을 대신하여 개별 운용자가 사전에 공시한 운용원칙을

25) 스폰서가 MDA의 각 하위계좌를 투자자와 사전에 약정한 운용전략 및 스타일(style)에 따라 운용한다는 점이 강조되어, multi-strategy account, multi-style account 등으로 불리기도 한다.

충실히 따르는지 감시함으로써 개별 운용자의 스타일이탈(style drift)을 억제할 수 있다. MDA-스폰서가 이러한 역할을 얼마나 잘 수행하는지에 따라 고객이 MDA로부터 얻는 혜택이 달라진다. 다음 그림은 복수의 하위계좌를 가졌을 때의 MDA 구조를 보여준다.

<그림 III-2> MDA 구조



자산관리서비스 프로그램이 SMA에서 MDA로 진화하게 된 계기도 단일 모계좌를 통해 다양한 운용원칙을 복합적으로 결합할 수 있는 유연성 때문이다. MDA-프로그램을 활용하면 다양한 운용원칙을 동시에 추구하는데 따르는 비용을 절감할 수 있으며, 다양한 재무계획들을 보다 체계적으로 관리할 수 있다. 앞서 논의하였듯이, 스폰서가 모든 분야에서 전문성을 갖추기는 쉽지 않다. 그런데 MDA-하위계좌를 관리하는 운용자들은 각자가 전문성을 갖춘 분야에 집중하도록 유도하는 대신 모계좌를 관리하는 스폰서가 하위계좌 운용자들을 적절히 통제하면 전문성 제고와 고객 선택범위 확대를 동시에 달성하는 것이 가능하다.

MDA-프로그램에서는 모계좌-스폰서의 통제를 통해 하위계좌-운용자가 사전에 약정된 운용원칙에서 이탈하는 것을 효과적으로 억제할 수 있다. 하위계좌-운용자는 자신의 성과를 향상시키기 위해 사전에 약정된 운용원칙이 아닌 다른 운용원칙으로 고객자산을 운용하려는 유인을 가질 수 있다.²⁶⁾ 예를 들

26) 개별 하위계좌-운용자는 단기간 내에 우수한 성과를 보여주어야 하는 관계로 과거 성과가 우수한 운용원칙을 추종하는 경향이 존재한다.

어, 기본 생활수준보장을 목표로 하는 하위계좌-운용자임에도 불구하고 성과가 좋지 못할 경우 수익률 개선을 위해 위험자산의 비중을 높이는 사례가 발생할 수 있다. 그런데 MDA-프로그램에서는 개별 하위계좌-운용자가 임의로 운용원칙에서 벗어나더라도 모계좌-스폰서가 해당 하위계좌의 비중을 조정함으로써 사전에 약정된 위험-수익프로파일을 그대로 유지하는 것이 가능하다.

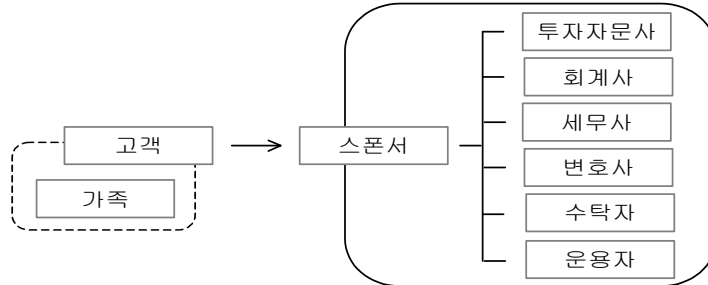
4) UMA-프로그램

UMA는 MDA에서 보다 진화된 형태의 자산관리서비스 프로그램으로서, 대부분의 스폰서가 전략적으로 지향하는 비즈니스 모델이라고 할 수 있다. UMA-프로그램은 크게 두 가지 면에서 MDA-프로그램을 개선하고자 한다. 하나는 모든 유형의 투자대상에 대해 고객의 자산을 배분하고자 한다는 점이며, 다른 하나는 포트폴리오 구성을 넘어서는 부가서비스를 제공하고자 한다는 점이다.

우선 UMA-프로그램은 단일 모계좌에서 모든 유형의 자산으로 구성된 포트폴리오를 구성해 주는 원스톱 서비스(one-stop service) 제공을 지향한다. 이를 위해 투자대상이 유가증권에 한정되는 MDA-프로그램과 비교할 때 UMA-프로그램은 보다 다양한 유형의 자산을 투자대상으로 삼는다. 즉, UMA-프로그램에서는 주식, 채권, 펀드 등의 전통적인 유가증권과 더불어 ETF, 헤지펀드, 부동산, 실물자산 등의 대체투자자산을 대상으로 고객의 부를 배분한다.

다음으로 UMA-프로그램은 고객의 고유한 요구에 맞춰 자산을 운용하는 미시경영 극대화를 지향한다. 이를 위해 UMA-스폰서는 고객에게 다양한 분야의 서비스를 제공하는 하위계좌-대리인들을 통합적으로 관리한다(Partridge, 2004). UMA-스폰서가 고객의 다양한 재무계획들을 체계적으로 관리해주기 위해, 다양한 분야(자산운용, 투자자문, 상속, 세금, 건강관리, 자녀교육, 노후설계, 이민, 취미활동 등)를 전문적으로 다루기 위한 하위계좌들을 조합한다. 외국에서는 전체 가족이 보유한 계좌들을 하나의 그룹으로 구성할 목적으로 UMA-프로그램이 활용되기도 한다.

<그림 III-3> UMA-프로그램



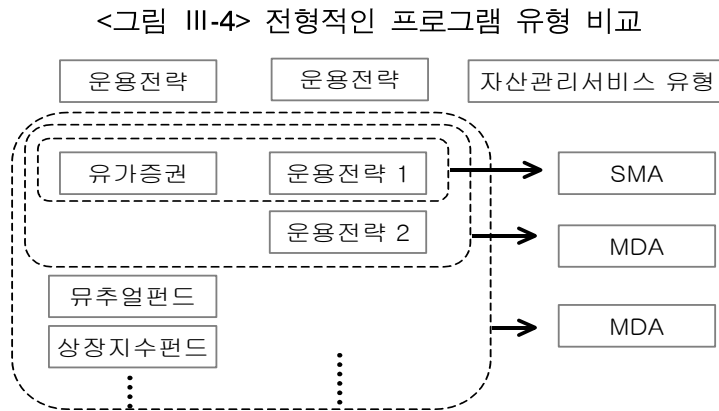
UMA-프로그램의 이상적인 모습은 개별 고객의 재무상황과 재무목표를 고려하여 해당 고객에게 거의 무한한 범위의 간접투자 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 그러나 현실에서는 UMA-프로그램이 본격적으로 제공되지 못하고 있다. 예를 들어, 현재 시장에 존재하는 UMA-프로그램은 다수의 SMA, ETF, 펀드 등을 하나의 계좌로 통합한 수준에 머무르고 있어 진정한 의미의 UMA-프로그램이라고 보기 어렵다. 무엇보다도 모든 유형의 자산을 투자대상으로 검토하여 체계적으로 분산투자하는 것은 많은 비용을 수반한다.²⁷⁾ 또한 각 하위계좌가 별도의 운용원칙에 따라 운용되는 만큼 그 과정의 수행은 노동집약적이기 마련이다. 예를 들어, 이상적인 UMA-프로그램이라면 각 고객이 처한 비용 조건, 세율 구간, 규제 등을 모두 감안하여 맞춤형 프로그램을 제공해야 하는데 이와 관련한 대부분의 과정이 자동화되어 있지 않은 상태이다.

이러한 이유로 UMA-프로그램의 제공은 기관투자자 및 거액자산가에 국한되어 왔다. 신탁회사, 전문컨설턴트, 패밀리오피스 등은 일정 규모 이상의 자산을 보유한 고객을 대상으로 노동집약적인 절차에 따라 UMA-프로그램을 제공하고 있다. UMA-프로그램의 최소투자액은 SMA-프로그램이나 MDA-프로그램의 최소투자액에 비해 높게 설정되는 것이 일반적이다.²⁸⁾

27) 진정한 의미에서의 UMA가 제공되기 위해서는 비용문제뿐만 아니라 수수료 관련 규제, 기술적 특성, 투자자보호 등에 대한 개선이 선행되어야 한다는 주장이 존재한다. 일부에서는 높은 수수료 수준에 대해 비판이 제기되고 있으며, 하나의 통합 어카운트에서 다양한 투자자산을 관리하는 것에 대한 기술적 제약, 과장광고로 인한 투자자 손실 가능성 등의 문제점이 지적되고 있다.

5) SMA, MDA 및 UMA 비교

<그림 III-4>는 자산관리서비스를 지향하는 전형적인 프로그램들을 투자대상과 운용원칙을 기준으로 비교한 것이다. SMA-프로그램의 경우 투자대상은 전통적인 유가증권이고 운용원칙에 대한 명시적인 고려가 없다. MDA-프로그램의 경우 투자대상은 여전히 전통적인 유가증권에 한정되지만 다양한 운용원칙을 동시에 추구한다. 마지막으로 UMA-프로그램의 경우 전통적인 유가증권과 더불어 대체투자자산도 투자대상으로 포함하며, 다양한 운용원칙을 활용하는 한편 포트폴리오 구성 이외의 서비스도 포괄적으로 제공한다.



6) 프로그램별 현황

2006년 1분기부터 2008년 3분기까지 뮤추얼펀드 규모 대비 맞춤형 프로그램 규모의 상대적 비중은 완만하게 증가해 왔다. 이는 해당 기간 동안 맞춤형 프로그램이 뮤추얼펀드에 비해 보다 빠르게 성장했음을 의미한다. 특히 2008년 1분기 이후에는 글로벌 금융위기의 영향으로 맞춤형 프로그램 규모도 위축되어 음(-)의 성장률을 시현하였는데, 이때에도 뮤추얼펀드와 비교해 보면

28) 구체적으로 UMA에서 요구하는 최소투자액은 \$250,000~\$500,000 수준이다.

위축 규모가 상대적으로 작았다. 이러한 추세는 간접투자서비스를 제공하는 금융회사들이 전통적인 수수료 중심 사업모형에서 보수 중심 사업모형으로의 전환을 도모한 결과라고 보인다. 또한 고객들이 객관성이나 투자다변화 차원에서 뮤추얼펀드에 비해 맞춤형 프로그램을 보다 선호하게 된 결과라고 판단된다. 다음 표는 2006년 이후 맞춤형 프로그램 규모와 뮤추얼펀드 규모의 분기별 추이를 보여준다.

<표 III-7> 맞춤형 프로그램과 뮤추얼 펀드 비교

	뮤추얼펀드 (조 달러)	맞춤형 프로그램 (조 달러)	비 중 (%)
1Q 2006	7.1	1.0	13.8
2Q 2006	7.2	1.0	14.1
3Q 2006	7.5	1.1	15.3
4Q 2006	8.1	1.3	15.8
1Q 2007	8.3	1.3	16.0
2Q 2007	8.9	1.4	15.9
3Q 2007	9.1	1.5	16.1
4Q 2007	8.9	1.5	16.8
1Q 2008	8.3	1.4	17.1
2Q 2008	8.3	1.4	17.1
3Q 2008	7.2	1.3	17.8

주 : 뮤추얼펀드는 MMF와 MFA 제외, 맞춤형 프로그램은 RAA 제외함.
 자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

한편, 맞춤형 프로그램 시장은 5개 부문(SMA, MFA, RAPM, RAA, UMA)으로 구분해 볼 수 있다(MMI, 2009). 이들은 객관성 제고, 위험관리의 개선, 투자과정의 체계화 등을 지향한다는 점에서 맞춤형 프로그램에 포함되는데, 제공하는 상품의 유형이나 재량권 범위를 기준으로 각 부문이 구별될 수 있다.

맞춤형 프로그램의 운용자산규모는 2006년 1분기부터 2007년 4분기까지 지속적으로 성장하였다. 해당 기간 동안 RAA를 제외한 자산규모는 9,790억 달

러에서 1조 4,950억 달러로 증가하였는데 누적성장률로는 34.5%에 이른다. 2008년 들어서는 자산규모가 2,110억 달러 감소하여 2008년 3분기 기준으로 자산규모는 1조 2,840억 달러이다. 2008년 3분기까지의 누적성장률은 31.2%이다. 증가규모 면에서 보면 MFA와 RAPM의 성장세가 두드러졌으며, 증가율 면에서 보면 UMA의 성장이 눈에 띈다. 다음 표는 2006년 이후 2008년 3분기까지 맞춤형 프로그램에 포함되는 부문별 규모의 성장세를 보여준다.

<표 III-8> 맞춤형 프로그램 부문별 성장 추이

	2006년 1분기 (십억 달러)	2008년 3분기 (십억 달러)	누적성장률 (%)
SMA	559	605	8
MFA	285	416	46
RAPM	114	214	88
UMA	16	40	148
기타	5	10	111
전체	979	1,284	31

주 : 2007년 4분기부터 포함된 RAA 규모는 제외함

자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

2006년부터 2008년 3분기까지의 자금유입 규모를 보면, MFA로의 자금유입이 1,730억 달러로 가장 많았다. RAA가 1,380억 달러, RAPM이 1,160억 달러로 그 뒤를 이었다. SMA에서는 790억 달러, UMA에서는 170억 달러의 유입이 발생하였던 반면, 기타의 경우에는 84억 달러의 유출이 발생하였다. 2008년 3분기를 기준으로 하면, 상대적으로 규모가 가장 큰 부문은 SMA이다. 그 다음은 MFA, RAA, RAPM, UMA 순이다. 다음 표는 맞춤형 프로그램에 포함되는 부문별 자금유입 추이와 2008년 3분기 기준 구성 비중을 보여준다.

SMA에서 자금유입이 상대적으로 작게 나타난 것은 다음과 같은 두 가지 이유에 기인하였다고 판단된다. 우선, SMA 자산 대부분이 국내 주식에 집중되어 있는 관계로 글로벌 금융위기의 영향을 가장 크게 받은 것으로 보인다. 다음으로, 맞춤형 프로그램을 제공하는 금융회사들이 전통적인 SMA-프로그

램을 UMA-프로그램으로 전환하려는 과정에서 SMA 성장세가 낮게 나타난 것으로 판단된다.

<표 III-9> 맞춤형 프로그램 부문별 자금유입 추이

	2006년 (십억 달러)	2007년 (십억 달러)	2008년 (십억 달러)	구성비중 (%)
SMA	47	49	-17	39
MFA	55	81	37	27
RAA	-	112	26	16
RAPM	32	57	27	14
UMA	4	5	8	3
기타	1	-9	0	1
전체	139	295	81	100

주 : RAA는 2007년 4분기부터 포함되었음. 2008년은 3분기까지의 자금유입 규모임.
자료 : Money Management Institute, Dover Financial Research, LLC

2. 국내 자산관리서비스 현황

국내 간접투자 시장에서 현재 제공되는 자산관리 서비스는 아직 SMA 수준에 머무르고 있다고 판단되는데, 향후 맞춤형 프로그램에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것인바 MDA을 활용하려는 시도가 조만간 나타날 것으로 예상된다. 한편 국내에서 자산관리서비스는 주로 신탁계약을 통해 제공되어 왔는데, 이하에서 신탁업을 중심으로 자산관리서비스 현황을 파악한다.

국내 신탁업은 부동산신탁회사의 전업업무와 은행의 겸업업무로 영위되어 왔다. 2005년 6월 신탁업법이 개정되어 보험회사와 증권회사에게 신탁업 겸영이 허용되었다. 이후 동년 12월 9개 금융투자회사에 대해 신탁업 겸영이 인가됨에 따라 금융투자회사들이 신탁업에 진출하였다. 손해보험회사들 중에는 신탁업 겸영인가를 신청한 사례가 아직 존재하지 않는다.

2008년 3월 기준으로 전체 수탁고는 약 224조원이며, 이중 은행이 57.5%, 부동산신탁회사가 33.1%로 높은 비중을 차지하고 있다. 보험회사의 신탁은

보험의 특성을 활용하여 장애인 대상, 보장성, 재산권 전환, 보험금 신탁재원 재유치 등을 신탁상품에 가미한 반면, 은행과 금융투자회사 신탁은 각각 자신들의 고유 장점인 안전성과 투자성을 강조한 금융투자상품을 중심으로 개발하고 있다. 또한 영업적인 측면에서 법인고객 대상으로는 금융투자회사가, 개인고객 대상으로는 보험회사와 은행이 상대적인 우위를 보이고 있다.

<표 III-10> 업권별 신탁업 참가회사와 수탁고 현황

구 분	회 사	수탁고
은행	대부분의 은행	128.8조원
금융투자회사	교보, 굿모닝신한, 대신, 대우, 동양, 미래, 삼성 우리, 하나, 한국, 현대	21.0조원
보험회사	미래, 삼성, 교보, 흥국, 대한	0.1조원
부동산 신탁회사	KB, 다올, 생보, 대한토지, 한국토지 국제, 한국자산, 코람코	74.1조원

가. 은행의 신탁업 현황

은행은 2005년까지 독점적 경영신탁업자로서 신탁업을 영위하였다. 은행은 외환위기 전까지 신탁을 장기자산조달 및 수신기반 확충 수단으로 활용하였다. 상대적으로 높은 수익률을 제시하면서 금전신탁 위주로 신탁업을 운영한 것이다. 예를 들어, 1999년 9월 기준으로 전체 신탁 중 금전신탁의 비중은 99.7%에 달하였다.

그러나 은행 금전신탁 규모는 1999년 9월의 121조원을 정점으로 2004년 12월의 38조원까지 급속히 위축되었다. 이는 채권시가평가제도 적용으로 채권상각준비금을 적립하게 됨에 따라 금전신탁의 수익률이 낮아졌기 때문이다. 또한 간접투자자산운용법 실시로 원금보장형 불특정금전신탁의 취급이 금지된 것도 금전신탁 규모 위축에 기여하였다.

전체 금전신탁의 정체에도 불구하고 특정금전신탁은 지속적으로 성장하였다. 예를 들어, 전체 신탁 중 특정금전신탁이 차지하는 비중은 2003년 12월의 20%에서 2008년 3월의 40%로 높아졌다. 대부분의 특정금전신탁은 기업을 대상으로 하는 맞춤형 자산관리와 주가관리 목적의 특정목적형 신탁이었다.

한편 전체 은행 신탁 중 재산신탁의 비중은 증가하여 2007년 12월에 50.5%에 달하였다. 이는 ABS 발행 증가에 따른 금전채권신탁 규모가 증가하고, 부동산분양시장 호조에 따라 부동산신탁 규모도 증가하였기 때문이다.

은행의 경우 특정금전신탁을 제외하고 대부분이 연금신탁을 중심으로 판매되고 있다. 연금신탁 상품은 보험사의 연금보험, 증권사의 연금투자신탁과 유사한 상품으로 노후를 위해 일정기간 신탁금을 적립한 후 신탁원리금을 연금으로 받는 불특정금전신탁으로서 합동 운용되는 방식이다. 특정금전신탁은 모든 은행에서 취급되고 있으며 수탁자산이 금전인 신탁상품을 일컫는다.

<표 III-11> 은행의 신탁유형별 수탁고 현황

(단위: 조원)

신탁종류	2003	2004	2005	2006	2007
금전신탁	44.3	38.1	39.8	52.3	65.8
개인연금신탁	6.6	6.8	6.9	6.8	6.1
퇴직신탁운용	1.9	2.2	2.9	3.4	3.6
특정금전신탁	20.6	18.5	24.1	37.7	51.8
재산신탁	58.6	42.7	41.1	47.1	60.9
유가증권신탁	1.4	1.7	2.7	2.8	5.8
금전채권신탁	51	33.1	26.1	26.4	24.6
동산부동산신탁	6.2	7.9	12.3	17.8	30.5
전체	105.4	83	83	101.2	128.8

나. 금융투자회사의 신탁업 현황

금융투자회사가 신탁업 겸영을 시작한 동기는 퇴직연금시장 출범에 대응하여 동 시장에서 자산관리업무와 운용관리업무를 수행하려는 것이었다. 또한

은행과 차별화된 우량고객을 대상으로 자산가치증식 위주의 자산관리서비스를 제공하기 위해서였다. 즉 자산관리서비스 시장에서 투자일임업인 랩어카운트 이외에 새로운 수단을 확보하려는 목적에서 신탁업 겸영을 추진하였다.

금융투자회사의 신탁업 수탁고는 2005년 12월 기준 658억 원에서 2008년 3월 기준 21조원으로 큰 폭의 성장을 보였다. 전체 수탁고 중 89.6%는 특정금전신탁 상품이며, 2008년 3월 기준으로 퇴직연금의 비중은 전체 수탁고 중 1.5%에 지나지 않는다. 이에 따라 금융투자회사가 퇴직연금시장에 진출하기 위한 수단으로 신탁업을 겸영하려던 목적은 크게 퇴색되었다.

재산신탁부문의 비중은 현재 매우 낮은 수준이지만, 자본시장법(자본시장과 금융투자업에 관한 법률)이 시행되면 그 비중이 증가할 것으로 예상된다. 투자은행업무 관련 경험과 장점을 살려 부동산신탁시장에 본격적으로 진출할 것이기 때문이다.

금융투자회사의 경우, 법인 고객 대상의 MMT, 금전신탁 중 정기예금매칭형이 판매고의 대부분을 차지하고 있다. 증권회사가 운영하는 신탁상품은 투자 금융 기능을 강조한 파생상품형 신탁상품 등 수익성 있는 자산을 발굴하려는 신탁을 출시하여 여타 신탁상품과의 차별성을 강조하고 있다. ELT(Equity Linked Trust)의 경우 ELS(Equity Linked Securities)를 신탁에 편입하여 운용하는 구조이며, 외화증권신탁은 헤지펀드, 뮤추얼펀드 등 외국간접투자증권에 투자하는 상품이다. 파생상품신탁은 금, 기타 실물자산 등에 대한 파생거래를 통해 자본차익을 추구하는 상품이다.

<표 III-12> 금융투자회사의 신탁 수탁고 현황

(단위: 조원, %)

신탁종류	금액	비중
금전신탁	19.1	91.1
특정금전신탁	18.8	89.6
퇴직연금신탁	0.3	1.5
재산신탁	1.6	7.4
기타	0.3	1.5
전체	21	100

다. 보험회사의 신탁업 현황

2007년 하반기에 신탁겸영 보험회사가 처음으로 출현하였으며, 2008년 현재 신탁겸영 보험회사는 총 5개사이다. 금융위원회에 따르면, 현재 미래에셋생명보험(2007년 9월), 삼성생명보험(2007년 12월), 교보생명보험(2007년 9월), 대한생명보험(2008년 5월), 흥국생명보험(2008년 5월) 등이 신탁업 겸영을 인가받았다.

생명보험회사들이 신탁업에 진출한 목적은 다음과 같다. 첫째, 퇴직연금 운용수단을 다양화함으로써 동 시장에서 경쟁력을 강화하려는 것이었다. 기존에 판매되던 퇴직연금보험은 확정급여형이나 확정기여형으로 운용대상에 적지 않은 제한이 존재한다. 반면 신탁상품에서는 예금과 적금, 유가증권, 사모펀드, 파생상품 등 운용대상에 대한 제한이 사실상 존재하지 않는다. 따라서 신탁업 겸영으로 퇴직연금 운용수단이 다양화될 수 있었다.

둘째, 보수기반(fee-based) 업무영역에 진출하려는 것이었다. 최근 펀드판매 활성화로 국내 금융산업 전체가 보수기반 업무를 중심으로 재편되는 추세에 있다. 그런데 보험회사들의 보수기반 금융상품 판매는 상대적으로 제한적이었다. 2007년 10월부터 개시한 수익증권 판매와 더불어 신탁업 영위를 통해 보수기반 업무영역으로 의 전환을 가속화하였다.

셋째, 보험금 신탁상품을 판매하려는 것이었다. 보험금 신탁이란 보험금 청구권을 신탁재산으로 설정하여 수익자인 자녀가 성장하기 전까지 안정적으로 관리해주는 서비스이다. 보험금 청구권과 연계된 신탁이 활용되면 보다 효과적인 생애설계가 가능하다는 점에 주목하였던 것이다.

이와 같은 진출 동기에도 불구하고 신탁업 겸영 생명보험회사의 시장점유율은 극히 미미하다. 더욱이 각 보험회사의 주요 진출 목적에 따라 수탁고 현황이 특정 유형에 편중되어 있다. 예를 들어, 삼성생명과 교보생명은 퇴직연금신탁에 주력하고 있으며, 미래에셋생명은 신탁을 활용하여 상품라인업 강화를 도모하고 있다.

보험회사의 경우, 신탁업에서 후발주자인 만큼 아직까지 주력 신탁상품은 MMT(Money Market Trust)가 대부분을 차지한다. 하지만 최근 들어 신탁상

품에 보험의 보장성과 전환성을 혼합한 자산관리형 신탁을 출시하는 등 은행, 금융투자회사와 차별화된 상품을 선보이고 있다.

새롭게 출시되고 있는 보험회사의 신탁상품들은 원칙적으로 고객이 지정한 투자자산을 지정한 방법으로 단독운용 하는 맞춤형신탁형으로, 주요 상품으로는 생전증여신탁, 특별부양신탁, 보험금신탁 등이 있다. 생전증여신탁은 위탁자 본인 생전에는 본인을 위해 신탁재산을 사용하고 본인 사후에는 수익자와 지급시기를 지정하여 그 시기가 도래할 때까지 수탁자에게 재산관리를 위탁할 수 있도록 해주는 상품이다. 특별부양신탁은 장애인 등이 증여받은 재산을 신탁으로 설정하여 증여자의 뜻에 따라 장애인의 생활안정과 재산보호에 도움을 주는 신탁상품으로서 기본적인 신탁상품에 보험의 보장성 기능을 추가한 상품이다. 보험금신탁은 보험금 만기도래 시 혹은 고객의 사망보험금 지급 시에 지급보험료를 재유치하여 운용·관리해 주는 상품으로서 최근 보험사들이 신탁상품의 수탁고를 확대하기 위한 방법으로 주력하고 있다.

<표 III-13> 보험회사의 신탁 수탁고 현황

(단위: 백만원)

회 사		금전신탁		기 타	전 체
		특정금전	퇴직연금		
삼성생명	2008.3	-	4,201	450	4,651
	2008.9	20,278	14,812	-	35,090
교보생명	2008.3	-	1,171	7	1,178
	2008.9	-	2,166	3	2,169
미래에셋생명	2008.3	42,823	1,160	180	44,163
	2008.9	123,929	2,288	870	127,087
대한생명	2008.3	-	-	-	-
	2008.9	5,856	-	-	5,856
전체	2008.3	42,823	6,532	637	49,992
	2008.9	150,063	19,266	873	170,202

3. 국내 자산관리서비스의 문제점

기본적으로 스폰서가 고객의 요구에 적합한 운용자를 보다 저렴한 비용으로 연결해 줄 수 있으면, 자산관리서비스가 활성화될 수 있다. 즉, 표준형 집합투자에 비해 자산관리서비스의 차별성이 잘 부각될 수 있도록 내용의 복잡성과 맞춤형 구조를 효율적으로 확보할 수 있어야 한다.

우선 스폰서가 고객의 요구에 복합적으로 대응할 수 있으면 자산관리서비스가 활성화될 것이다. 설사 프로그램을 효율적으로 설계할 수 있다고 하더라도 고객이 원하는 내용을 담지 못하면 수익성을 확보하지 못한다. 이는 복수의 재무계획을 복합적으로 결합하여 고유한 서비스 내용을 제시하거나, 고객의 요구에 따라 서비스 내용을 유연하게 변화시킬 수 있어야함을 의미한다.

다음으로 스폰서가 고객 확보와 운용자 선정 시 소요되는 비용을 절감할 경우, 자산관리서비스가 활성화될 수 있다. 이를 위해서는 표준화된 금융상품을 불특정 다수의 고객에게 제시하는 전통적인 마케팅과 다른 접근법이 요구된다. 맞춤형 프로그램에 적합한 고객 확보 및 관리방식이 요구된다. 또한 요구가 다양한 고객들을 개별적으로 관리하는 업무, 프로그램에 포함되는 개별 서비스의 공급자를 확보하는 업무 등이 자동화되어야 한다. 비용효율성이 높지 못하면 맞춤형 프로그램이 일부 부유층 고객에게만 제한적으로 제공될 가능성이 높다.

끝으로 스폰서가 고객의 요구를 수용하여 신속하고 정확하게 맞춤형 프로그램을 제시할 수 있을 때 자산관리서비스가 활성화될 것이다. 이를 위해서는 고객의 이해요구를 정확하게 파악하는 것과 고객의 요구에 따라 차별적인 포트폴리오를 구성하는 것이 중요하다.

그런데 현재 국내 현황을 살펴보면, 복잡성, 효율성, 맞춤형 관점에서 자산관리서비스가 본격화되지 못하고 있다고 판단된다. 이하에서 국내 자산관리서비스의 활성화가 미흡하다는 점과 그 이유를 검토한다.

<표 III-14> 국내 자산관리서비스 문제점

기 준	문 제 점
복합성	일부 재무계획(생활수준개선·시장위험관리·축적국면)에 치중
효율성	폐쇄적-판매플랫폼, 성과보고기준 미비, 노동집약적 업무처리
맞춤형	개별 관리에 치중, 실제적 맞춤형 프로그램 부족

가. 복합성 제한

1) 문제점

자산관리서비스가 활성화되려면 스폰서가 경쟁자와 차별화되는 고유한 내용의 프로그램을 제공할 수 있어야 한다. 이는 내용면에서 차별화(differentiation)²⁹⁾시킬 수 있어야함을 의미하는데, 차별화는 서비스 내용의 고유성을 부각시키는 과정이다. 고객으로부터 고유성을 인정받으면 스폰서는 가격경쟁에서 벗어나 장기적 고객관계를 유지할 수 있다. 이때 중요한 점은 고객이 프로그램의 고유성을 판단하는 주체라는 것이다. 즉 스폰서가 특정 분야에서 고유한 내용의 서비스를 제공할 수 있다는 인지도를 확립하는 것이 중요하다.

그런데 국내 현황을 살펴보면, 대부분의 스폰서들이 표준형 집합투자와 차별화되기 어려운 재무계획에 집중하고 있다. 예를 들어, <표 II-3>에서 제시된 분류를 기준으로 할 때 생활수준개선과 시장위험관리에 적합한 프로그램에 집중하고 있으며, 생애주기를 기준으로 할 때 축적국면에 적합한 재무계획에 주력하고 있다. 반면 기본생활보장과 장수위험관리에 적합한 프로그램이나 생

29) 차별화는 매우 다양한 방식(서비스 내용의 차이, 서비스 질의 차이, 대상 고객의 차이, 홍보 방식의 차이, 서비스 제공 시기나 장소의 차이 등)을 통해 달성될 수 있다. 일부 요소만이 차별화되는 것이 일반적이지만 경우에 따라서는 모든 요소가 차별화되기도 한다. 또한 금융회사 자신이 제공하는 서비스 내용을 경쟁회사가 제공하는 서비스로부터 차별화하는 것이 일반적이지만, 때로는 금융회사 자신이 기존에 제공해 오던 서비스로부터 차별화된 서비스 내용을 설계하기도 한다.

애주기 중 소진국면에 적합한 재무계획은 활성화되어 있지 못하다.

한편 자산가치보전을 강조하는 부유층과 달리 잠재부유층은 자산가치증식을 추구하며 자신이 직접 자산을 운용하려는 경향이 상대적으로 높다. 따라서 잠재부유층의 경우 온라인서비스를 강화함으로써 복합적인 서비스를 제공하는 것이 가능하며, 일부 스폰서들이 이들을 대상으로 온라인서비스를 제공하고자 시도하고 있다. 그러나 본격적인 서비스는 여전히 오프라인에 의존하고 있는 것이 현실이다.

2) 원인

복합성의 제한은 스폰서들이 기존에 축적해 온 경험, 전문성, 고객관계를 토대로 단기에 인지도를 구축하려는 과정에서 초래된 결과로 보인다. 고객이 자산관리서비스로부터 기대하는 서비스 내용은 매우 복합적인 반면, 스폰서가 경쟁력을 가질 수 있는 분야는 제한적이다. 예를 들어, 어떤 스폰서가 자산가치보장을 추구하는 운용전략에서 전문성을 가지고 있을 때 해당 스폰서가 자산가치증식을 추구하는 운용전략에서도 능력을 인정받기는 쉽지 않다. 따라서 스폰서는 기존에 확보한 고객을 대상으로 자신이 비교우위를 가질 수 있는 분야에 집중하려는 유인을 갖는다. 이러한 전략이 해당 분야의 인지도 확보 차원에서 보다 유리할 수 있다.

스폰서가 보유한 인력의 전문성이 부족한 것도 복합성이 제한되는 이유라고 판단된다. 복합적 프로그램이 제공되려면 해당 내용을 체계적으로 관리할 수 있는 전담 직원이 확보되어야 한다.³⁰⁾ 예를 들어, 담당 직원이 구조화상품에 전문성을 갖추고 있으면 해당 상품을 선택범위에 포함하여 서비스를 설계하는 것이 가능하다. 그런데 국내에는 아직까지 복합적 프로그램을 관리할 수 있는 전문 인력이 부족한 실정이다.

다음으로 자산관리서비스 전담부서의 구조도 복합성을 확보하는데 장애요

30) 직원들의 전문성은 일정한 자격조건(관련 업무경력, 전문자격증 소지 등)을 갖춘 직원을 외부로부터의 선발하거나, 전문성(산업, 금융상품, 자산관리시스템 등)과 도덕성(상담기법, 관리자 리더십, 금융규제, 금융제도 등)에 대한 내부 교육프로그램을 통해 제고될 수 있다.

인으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 현재는 초부유층만을 목표고객으로 설정하여 일부 지점에 자산관리서비스 전담직원을 배치하고 본점에 이들을 총괄하는 센터를 설치하고 있다. 모든 지점에 자산관리서비스 전담인력을 두지 않은 상황에서 전문성이 부족한 지점의 직원이 고객을 관리하는 관계로 서비스 내용이 일부 내용으로 제한되는 것이다.

한편 국내에는 자산관리서비스의 복잡성을 제한하는 제도적 장애요인이 존재하는 것으로 보인다. 신탁은 고객이 원하는 투자목표와 위험목표에 따라 은행상품, 보험상품, 금융투자상품을 복합적으로 결합할 수 있는 만큼, 맞춤형 자산관리서비스에서 가장 효과적으로 활용될 수 있는 수단이다. 그런데 현행 자본시장법에서는 신탁업이 금융투자업으로 포괄됨에 따라 본연의 신탁 기능이 제한되고 자산관리서비스의 복잡성이 제한될 가능성이 높다.

앞서 살펴 본 원인들은 스폰서들이 주어진 시장 여건에서 최선의 선택을 한 결과라고 볼 수 있다. 향후 국내에서 자산관리서비스에 대한 수요가 확대되고 수익성이 개선되면 자연스럽게 해소될 수 있는 문제들이라고 생각한다. 그러나 자산관리서비스의 조기 활성화를 위해서는 시장참여자의 인식 제고와 함께 제도적 장애요인을 선도적으로 개선할 필요가 있다고 본다. 이러한 문제 의식에 따라 4장에서 자본시장법에서 규정된 신탁제도가 자산관리서비스와 관련하여 갖는 한계를 지적하고 국내에서 복합적인 자산관리서비스가 활성화될 수 있도록 보험신탁을 도입할 것을 제안하고자 한다.

나. 낮은 효율성

1) 문제점

국내 현황에 비추어 자산관리서비스 효율성과 관련하여 세 가지 사항이 검토될 필요가 있다고 생각한다. 우선 스폰서들이 개방형 판매플랫폼을 적극적으로 활용하지 않고 있다. 개별 스폰서가 프로그램에 포함되는 모든 서비스 분야에서 자체적으로 전문성을 갖추는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 예를 들어, 자산관리서비스가 종합금융서비스(자산운용, 세금, 신탁, 상속, 부동산 등)의 범위를 넘어 생애관리서비스(건강, 취미활동, 자녀교육 등)로 확대되고 있

는바, 개별 스폰서가 모든 서비스를 자체적으로 제공하는 것은 많은 비용을 수반한다.

그런데 개방형 판매플랫폼, 즉 스폰서 자신이 전문성을 갖춘 서비스는 직접 제공하되 다른 분야에 대해서는 전문성을 갖춘 외부 운용자가 제공하는 서비스를 중개하는 방식을 활용하면 비용을 절감할 수 있다. 그러나 국내 현황을 보면 스폰서들이 자신이 전문성을 갖추고 있는 금융상품을 핵심서비스로 구성하고, 계열회사로부터 공급받는 금융상품을 부수서비스로 제공하는데 그치고 있다. 또한 중개하는 외부 운용자의 서비스들을 고유한 방식으로 결합함으로써 차별화하는 것도 본격화되지 못하고 있다.

다음으로 스폰서가 고객을 만족시킬 만큼 신뢰할 만한 성과보고를 고객에게 제공하지 않고 있다. 현재 스폰서들은 고객이 영업시간 중 영업점에서 운용조건(운용자, 운용방식, 운용단위 요소, 계좌단위요소 등)을 수시로 점검할 수 있는 절차를 마련하거나, 인터넷이나 HTS를 통해 실시간으로 잔고내역(보유 잔고 현황, 매매단가, 손실수준 등)을 확인할 수 있는 시스템을 제공하고 자 시도하고 있다. 그러나 스폰서가 고객이 요구하는 방식에 따라 신속하고 정확하게 성과를 보고하는 관행이 정착되어 있지 못하다. 특히 운용전략이나 운용조건에 변화가 발생하는 즉시 방문, 전화 또는 인터넷을 통하여 그 내용을 고객에게 알려야 하지만, 성과보고의 빈도, 정확성, 신속성 면에서 아직 만족스러운 수준에 미치지 못하고 있다.

마지막으로, 맞춤형 프로그램 제공비용이 높아 자산관리서비스 활성화에 장애요인으로 작용하고 있다. 이는 자산관리서비스 관련 많은 업무가 수작업에 의존하여 노동집약적으로 처리되고 있기 때문이다. 자산관리서비스 프로그램은 고객특성 파악, 투자정책서 작성, 포트폴리오 구성, 성과보고의 과정을 거쳐 설계된다. 그리고 고객의 요구나 시장상황이 변하여 기존 서비스 내용이 소기의 재무목표와 부합하지 않게 되면, 스폰서와 고객은 이러한 프로그램 설계과정을 반복하게 된다. 이러한 반복과정은 수작업으로 진행되어 많은 비용을 수반한다.³¹⁾

31) 진정한 의미에서의 맞춤형 자산관리서비스가 제공되기 위해서는 비용문제뿐만 아니라 수수료 관련 규제, 기술적 특성, 투자자보호 등에 대한 개선이 선행되어야 한다는 주장이 존재한다. 일부에서는 높은 수수료 수준에 대해 비판이 제기되고 있으며,

2) 원인

우선, 국내 스폰서들이 개방형 판매플랫폼을 적극적으로 활용하지 않는 것은 아직 시장여건이 조성되지 않았기 때문이라고 판단된다. 개방형 판매플랫폼의 수익성이 확인되지 않은 상황에서 기존의 판매채널과 대체적 관계에 있는 새로운 판매채널을 시도할 유인이 크지 않다. 스폰서 입장에서 볼 때 자산관리서비스에서 얻을 수 있는 수익의 대부분은 일부 고객집단으로부터 발생한다. 따라서 각 스폰서는 기존에 수익성이 확인된 영역과 판매채널에 집중하는 경향이 있는데, 이는 '20:80의 법칙³²⁾'을 활용하려는 전략으로 볼 수 있다. 이와 같은 상황에서 대부분의 서비스를 외부 공급자로부터 제공받는 개방형 판매플랫폼에 소극적인 것은 현실적인 선택일 수밖에 없다.

다음으로, 국내에서 충실한 성과보고가 정착되지 못하고 있는 것은 자산관리서비스에 대한 성과보고 기준이 정립되어 있지 않은 영향이라 볼 수 있다. 맞춤형 프로그램에서는 고객의 요구에 따라 고객별 포트폴리오가 개별적으로 운용되는 만큼, 포트폴리오들 사이의 성과를 직접 비교하는 것은 무의미하다. 또한 고객의 다양한 요구를 동시에 충족시킬 수 있도록 프로그램이 복합적으로 설계되는 만큼, 성과 평가 시 필요한 벤치마크를 시장으로부터 찾는 것도 쉽지 않다. 따라서 서비스설계 시점에서 고객과 스폰서 사이에서 관련 사항을 상호 합의한 다음 그 내용을 기준으로 추후 포트폴리오 성과를 평가할 수 있어야 한다. 그러나 국내에는 성과평가 시 스폰서가 고객의 이해요구에 따라 자산을 충실하게 관리하였음을 보여주고 고객으로부터 평가를 받을 수 있는 합리적인 기준이 부재한 상태이다. 더욱이 성과보고를 통해 현행 포트폴리오 구성이 소기의 재무목표와 부합하는지 여부를 판단하고자 하는 고객의 요구도 부족하다.

마지막으로, 맞춤형 프로그램 제공이 수작업에 의존하는 것은 관련 업무를

하나의 통합계좌에서 다양한 투자자산을 관리하는 것에 대한 기술적 제약, 과장광고로 인한 투자자 손실 가능성 등의 문제점이 지적되고 있다.

32) 이탈리아 경제학자 빌프레도 파레토(Vilfredo Pareto)가 제시한 원칙으로 80%의 결과를 만들어내는 중요한 20%를 찾아내어 그것에 집중해야 최대의 효과를 얻을 수 있다는 주장이다.

담당하는 일선부서, 후선부서, 운용부서(외부 운용자) 사이의 업무절차와 경로가 표준화되어 있지 않기 때문이라고 판단된다. 스폰서는 자동시스템 구축을 통해 비용을 낮추면 맞춤형 프로그램의 대량공급이 가능하다. 자동화를 위해서는 관련 부서들 사이에서 정보가 체계적이고 일관되게 교환될 수 있도록 업무절차와 경로가 표준화되는 것이 중요하다.

그러나 국내에서는 자산관리서비스 관련 업무 표준화 수준이 매우 낮은 것으로 보인다. 예를 들어, 일선부서는 고객의 요구를 파악하는 시점부터 서비스 내용이 최종적으로 확정되는 시점까지 전체적 맞춤형 프로그램 설계과정에 참여해야 한다는 점이 제대로 인식되지 못하고 있다. 일선부서가 고객의 요구사항이 관련 감독규정에 비추어 수용될 수 있는지에 대해 후선부서로부터 자문을 받는 절차가 명확히 정립되어 있지 않다. 또한 일선부서가 고객의 요구사항이 운용 시 수용될 수 있는지에 대해 운용부서로부터 자문을 받는 절차도 표준화되어 있지 않다. 따라서 고객이 바라는 운용대상을 시장에서 매입하기 어렵거나, 고객의 자산규모가 충분하지 않거나, 감독규정에 따른 제한이 존재하는지 여부를 일선부서가 사전에 확인하여 그 사실을 고객에게 알리는 것이 제대로 이루어지지 않고 있다. 많은 경우 운용부서가 고객별 포트폴리오를 운용함에 있어 포트폴리오에 편입된 자산 내역이 고객 지시내용에 비추어 적합한지 여부를 후선부서에게 확인받는 절차도 규정되어 있지 않다. 이로 인하여 향후 적합성 원칙이 강화되었을 때 자산관리서비스와 관련한 불완전판매 논란이 제기될 소지가 높은 상황이다.

또한, 국내 현황에 비추어 볼 때 자산관리서비스를 효율적으로 제공할 수 있는 기반이 조성되었다고 보기 어렵다. 이는 관련 인프라가 부족하여 스폰서가 고객의 요구에 유연하게 대응하는 것이 어렵기 때문이다. 이를 극복하기 위해 맞춤형 프로그램 제공비용을 대량생산 수준으로 낮추면 자산관리서비스가 활성화될 수 있다(Wilcox et al., 2006). 이러한 문제의식에 따라 5장에서 판매플랫폼, 성과보고기준, 자동시스템 측면에서 국내 인프라가 갖는 한계를 지적하고 향후 이들 인프라를 개선할 것을 제안하고자 한다.

다. 맞춤형 프로그램 부족

1) 문제점

국내에서는 자산관리서비스의 핵심이라고 할 수 있는 맞춤형 프로그램이 본격화되지 못하고 있다. 대표적으로 대부분의 스폰서가 UMA-프로그램을 지향하고 있으나 서비스 내용을 볼 때 본격적인 UMA-프로그램이라고 보기 어렵다. 포트폴리오 구성 면에서 상호이질적인 대체투자자산까지 포함하기 때문에 다양한 유형의 운용대상에 대한 분산투자가 본격화 되지 못하고 있다. 또한 고객 요구 수용 면에서 고객별 비용조건, 세율구간, 규제 등을 감안하는 것도 제한적이다.

자산관리서비스가 활성화되려면 스폰서가 고객별로 맞춤형 포트폴리오를 구성하여 운용할 수 있어야 한다. 고객별로 운용 관련 요구사항(운용자, 운용전략, 자산배분, 운용대상, 신용등급, 관리종목 투자여부 등), 매매 관련 요구사항(매매대상, 가격, 중개인, 시기 등), 계좌 관련 요구사항(로스컷, 수익발생 시 전환여부, 수수료율, 수수료 징수시기 등)이 상이하기 때문이다. 그러나 국내의 현실은 포트폴리오 구성단계에서 매매, 운용, 계좌관리에 대한 고객의 요구가 실질적으로 반영되지 못하고 있다. 사전에 수립된 매매원칙에 따라 수행되는 시스템거래기법을 활용할 때에도 고객이 제시하는 종목선별과 매매체결에 대한 조건을 수용할 수 있는 시스템이 구축되어 있지 않다.

고객이 모든 의사결정을 포괄적으로 일임하거나 기본적인 내용(운용전략, 운용대상, 편입비율 등)만을 지시하고 구체적인 사항(투자제한종목, 손절매 기준, 분산투자, 최선의 매매정책 등)은 스폰서에게 위임하는 경우에는, 동일한 운용전략을 추구하거나 동일한 모델포트폴리오를 다수의 고객에게 제시하는 것이 대부분이다. 하지만 이러한 서비스는 본연의 맞춤형 프로그램이라고 보기 어렵다. 특히 자산관리서비스에서는 고객이 궁극적인 운용권한을 보유하기 때문에 고객이 원하면 언제든지 포괄적 운용지시가 철회되고 고객에 의해 포트폴리오 구성이 구체적으로 지시될 수 있어야 한다. 그러나 국내에서는 이와 관련하여 해당 내용의 변경절차를 사전적으로 규정하고 있는 사례가 많지 않다.

2) 원인

국내에서 맞춤형 프로그램이 부족한 것은 스폰서와 고객들 사이에서 투자정책서(investment policy statement) 활용이 정착되지 않았기 때문이라고 생각한다. 투자정책서는 맞춤형 프로그램 설계 시 고객과 스폰서 사이에 합의된 사항이 문서화된 것으로서, 고객의 수익목표, 위험수용수준, 제약조건 등을 주요 내용으로 한다.

적절히 작성된 투자정책서는 고객과 스폰서 모두를 보호할 수 있다. 운용의 관행이나 고객의 요구가 부적절할 소지가 있는 경우, 양자는 상충인식과 의견 조율을 위해 투자정책서의 내용을 참조하게 된다. 예를 들어, 고객이 제시하는 위험수용수준과 제약조건을 충족시키면서 고객이 원하는 수익목표를 달성하는 것이 불가능한 경우, 스폰서는 이를 고객에게 인지시키고 자문을 통해 고객의 요구를 조정하게 된다. 또한 투자정책서는 고객이 스폰서에게 위임하는 운용재량권의 범위를 규정하므로, 고객과 스폰서의 관계가 심각해지기 이전에 관련 사항을 식별하고 이견을 조율하는 것을 돕는다. 더 나아가 고객이 스폰서를 교체하거나 여러 스폰서를 함께 활용하고자 할 때에도 투자정책서가 중요한 역할을 한다. 자산관리서비스의 연속성이 유지되려면 고객과 스폰서가 합의한 내용이 제3자에게 쉽게 수용될 수 있도록 투자정책서가 작성되는 것이 바람직하다.

그러나 국내에서는 대형 기관투자자들만이 투자정책서를 작성하고 있으며, 개인 고객들에 대해서는 투자정책서의 활용이 제한적이다. 이로 인하여 맞춤형 프로그램이 제한적일 뿐만 아니라, 적합성원칙과 관련하여 불완전판매 분쟁이 발생할 가능성이 높다.

한편 스폰서가 고객의 요구를 정확하게 파악할 수 있는 역량이 제한적인 것도 맞춤형 프로그램이 본격화되지 못하는 이유라고 판단된다. 맞춤형 프로그램 설계의 시작은 고객의 요구사항을 파악하는 것이다. 표준형 집합투자에서는 고객의 개성, 경험, 사적 경험 등을 고려하지 않아도 된다. 반면 맞춤형 프로그램에서는 고객별 특성을 정확하게 파악하지 않고서 맞춤형 프로그램을 설계할 수 없다. 각 고객은 수많은 요인(사회경제학적 요인, 개인적 경험, 재

무적 상태 등)에 따라 고유한 재무목표(기대수익률, 위험선호도, 투자기간, 유동성 등)를 갖는다. 따라서 고객과의 면담을 통해 고객의 재무목표를 정확히 파악할 수 있는 역량이 요구된다.

국내 스폰서들은 고객특성의 파악을 위해 유형분류(segmentation)방법에 의존하고 있다. 예를 들어, 스폰서가 중요하다고 생각하는 분류기준을 설정한 후, 잠재고객들을 동 분류기준에 따라 하위집단으로 분류하고, 고객집단별로 차별적인 프로그램이 제공된다. 이러한 접근은 보다 저렴한 비용으로 고객의 대체적인 요구를 수용할 수 있다는 점에서 유용하다. 그러나 국내 현황을 보면 유형화를 위해 사용되는 분류기준의 적합성에 대한 고려 없이 형식적인 유형화에 머무르고 있는 것으로 보인다. 몇 가지 기준만을 사용하여 유형별로 고객의 요구가 잘 반영되도록 분류하는 것이 쉽지 않으며, 자의적이고 일관되지 않은 분류 기준을 사용하면 유형분류가 무의미하게 된다.

요컨대, 국내 현황에 비추어 볼 때 맞춤형 프로그램이 확산되었다고 보기 어렵다. 무엇보다도 고객별 이해요구를 파악하는 과정이 체계화되어 있지 못하며, 고객별 계좌가 개별적으로 관리된다는 점을 제외하면 표준형 집합투자와의 차별성이 거의 존재하지 않는 상황이다. 이러한 상황의식에 따라 6장에서 투자정책서와 유형화를 보다 효과적으로 활용할 수 있는 가이드라인을 제안하고자 한다.

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

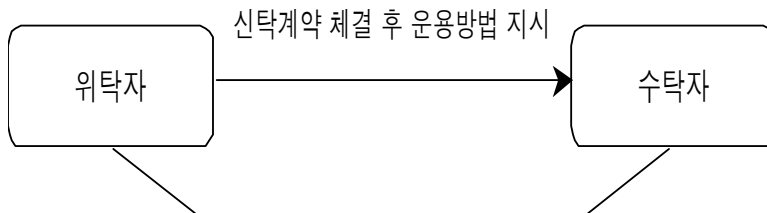
가. 신탁의 유용성

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, 수탁재산의 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.³³⁾

또한 신탁상품은 수탁재산의 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.³⁴⁾

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 소득 수익자로서 향유하되 잔여 신탁재산에 대한 소유권은 잔여재산 수익자에게 귀속시킬 수 있다. 이때 자선단체, 재단, 타인, 가족구성원 등이 잔여재산 수익자로 설정되는 것이 일반적이다.³⁵⁾ 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 하나로부터 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.

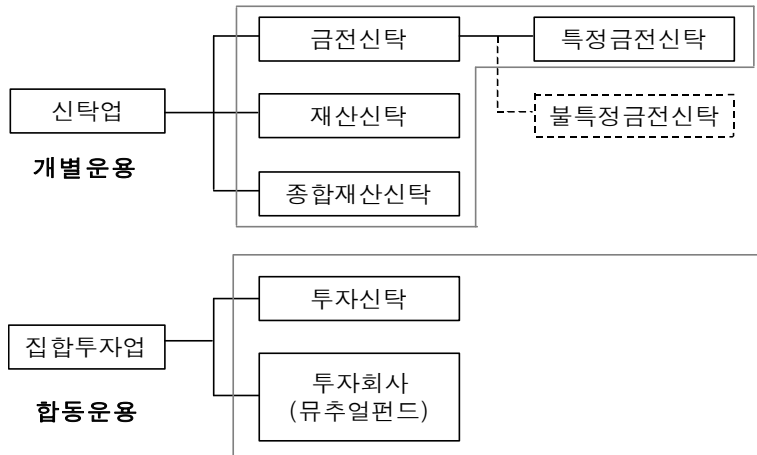
우선 업무범위 차원에서 보자면, 신탁의 경우 신탁상품은 운용, 판매, 자산보관이 모두 동일한 기관에 의해서 이루어지는 반면, 투자일임의 경우 운용과 판매를 담당하는 기관과 자산보관 기관이 다르며, 투자신탁의 경우 판매업무, 운용업무, 수탁업무가 모두 분리된다. 또한 신탁에서는 자금을 제공하는 고객

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

운용재량권 차원에서 신탁과 투자신탁에서는 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, 수탁금전의 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.³⁶⁾ 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.³⁷⁾ 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.³⁸⁾ 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.³⁹⁾

‘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 복합적 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.

V. 판매인프라 개선을 통한 효율성 제고

스폰서가 서비스 제공과정을 맞춤형으로 수행하려면 표준형 서비스에 비해 복잡한 과정을 거치게 된다. 그런데 여러 단계를 거쳐 서비스를 설계하는 것, 요구가 다양한 고객들을 개별적으로 관리하는 것, 패키지에 포함되는 개별 서비스의 공급자를 확보하는 것 등에는 많은 비용이 소요된다. 이 때문에 본격적인 맞춤형 프로그램은 자산규모가 일정수준 이상인 일부 고객에게만 제한적으로 제공되고 있다. 따라서 스폰서가 관련 비용을 절감하여 대상고객의 범위를 확대할 수 있으려면 관련 인프라의 구축이 필요하다. 이에 본 장에서는 자산관리서비스 활성화를 위해 개선이 요구되는 인프라로서 개방형 판매플랫폼 구축, 성과보고기준 정립, 업무절차 자동화와 관련된 개선 방안을 검토하고자 한다.

1. 판매인프라의 중요성

가. 맞춤형 프로그램과 기능결합

맞춤형 프로그램에서 스폰서와 고객의 관계는 장기에 걸쳐 형성된 신뢰를 기반으로 한다. 스폰서에 대한 신뢰가 전제되지 않은 상태에서 고객 스스로가 자신의 재무상황, 가족관계, 사업관계, 취미 등에 대한 상세한 정보를 제공하리라 기대하기 어렵다. 이러한 이유로 충성도가 높은 고객을 확보하고 그 관계를 장기적으로 유지할 수 있는 역량은 자산관리서비스의 경쟁력원천 중 하나이다.

그런데 향후 스폰서들 사이에서 고객확보를 위한 경쟁이 격화되어 고객관계를 장기적으로 유지하는 것이 더욱 어려워질 것으로 예상된다. 자산관리서비스에 대한 수요가 급속히 성장할 것이라는 기대 하에 대부분의 금융회사들이 동 시장에 적극적으로 진출하고 있다. 또한 프로그램에 포함되는 서비스 범위가 확대됨에 따라 각 스폰서가 제공하는 서비스 내용이 상호 중첩되는

경향도 강해지고 있다. 그 결과 스폰서들 사이에서 전략적 제휴가 활발해지면서 고객정보를 공유하는 사례가 증가하고 있다. 이러한 변화 속에서 고객이 스폰서를 교체하는 사례가 빈번해지고 있다.

이렇듯 한정된 잠재고객을 대상으로 고객확보 경쟁이 심화될수록, 스폰서가 고객관계를 장기적으로 유지할 수 있는 역량의 중요성은 더욱 커질 수밖에 없다. 이를 위해서 스폰서는 고객의 요구를 포괄적으로 수용할 수 있도록 프로그램의 범위를 확대해야 한다. 일견 프로그램에 포함되는 서비스의 범위를 확대하는 것은 스폰서가 전문성을 가지고 있는 분야에 집중하는 것과 상충되는 것으로 보인다. 그런데 기능결합(bundling)을 적절히 활용하면, 전문성과 포괄성을 동시에 추구하는 것이 가능하다.⁴⁰⁾ 낮은 한계비용으로 대량생산이 가능한 정보재(information goods)에서 기능결합이 빈번하게 발생하는데,⁴¹⁾ 자산관리서비스도 정보재의 특성을 갖는 만큼 기능결합이 활용될 수 있다고 생각한다. 기능결합은 핵심서비스는 스폰서 스스로 공급하되 부수서비스는 외부의 제3자로부터 공급받는 전략을 통해 실현될 수 있다. 특히 잠재고객을 유형화하고 각 유형에 대해 기능결합을 활용하여 차별적인 서비스를 제공하는 것은 개방형 판매플랫폼 하에서 보다 용이하게 수행될 수 있다.

나. 개방형-판매플랫폼 개념과 특성

개방형-판매플랫폼은 스폰서가 취급하는 금융서비스의 범위에 제한을 두지 않는 판매플랫폼을 의미한다. 스폰서와 운용자 사이의 관계에서 볼 때, 개방형-판매플랫폼에서는 스폰서가 특수한 관계에 있는 운용자뿐만 아니라 계열 관계에 구애받지 않고 다양한 운용자와 거래관계를 설정한다. 한편 스폰서와 고객 사이의 관계에서 볼 때, 개방형구조에서는 스폰서가 고객의 수익목표, 위험목표, 제약조건에 적합한 포트폴리오를 구성하는 것이 용이하다.

-
- 40) 기능결합을 통해 독과점적 지배력을 확보할 수 있다. Bakos and Brynjolfsson(1998)의 분석에 따르면, 기능결합을 통한 독과점적 지배력으로 인해 품질이 열등한 상품들로 구성된 결합상품에 의해 품질이 보다 우월한 상품이 시장에서 구축될 수 있다.
- 41) 기능결합은 ① 규모의 경제나 범위의 경제가 존재하는 경우, ② 한계비용이 낮은 경우, ③ 시스템구축비용이 높은 경우, ④ 고객유치비용이 높은 경우, ⑤ 고객이 복합상품의 단순함과 간편함을 선호하는 경우에 시도될 수 있다.

개방형-판매플랫폼은 폐쇄형-판매플랫폼에 비하여 다음과 같은 특징을 갖는다. 첫째, 개방형-판매플랫폼은 양면플랫폼(two-sided platform)의 일종으로서 상이한 이해요구를 보유한 고객과 운전자 사이에서 거래를 중개하면서 부가 가치를 창출한다. 한편으로는 운전자들에게 보다 저렴한 비용의 판매채널을 공급하면서, 다른 한편으로는 고객들에게 보다 용이하게 운전자와 만날 수 있는 기회를 제공한다.

둘째, 개방형-판매플랫폼에서는 네트워크 외부성(network externality)이 강하게 나타난다. 한편으로 특정 판매플랫폼에 참여하는 고객의 수가 많을수록 해당 판매플랫폼에 운용능력이 뛰어난 운전자들이 참여하게 된다. 다른 한편으로 특정 판매플랫폼에서 제공되는 양질의 프로그램 수가 많을수록 보다 많은 고객이 해당 판매플랫폼에 모이게 된다. 네트워크외부성이 강한 부문은 점진적으로 성장하다가 일정한 임계수준을 넘어서는 순간 급속도로 성장하는 경향이 존재한다. 따라서 개방형-판매플랫폼에서는 일부 대형 판매플랫폼들이 시장을 지배할 가능성이 높다.⁴²⁾ 반면 해당 임계수준에 도달하지 못한 판매플랫폼은 시간이 경과하여도 성장이 정체를 당할 가능성이 높다.

다. 개방형-판매플랫폼 유형

판매플랫폼은 금융회사가 아닌 판매전문회사로서 1992년 미국 매매중개회사인 찰스스왑(Charles Schwab)에 의해 도입된 판매플랫폼이 전형적인 예이다. 판매플랫폼은 운전자로부터 판매보수를 받는 한편 다양한 부가서비스(웹사이트광고, 우편홍보, 운전자 로드쇼 등)를 제공하는 대가로 추가수수료를 받는다. 대부분의 판매플랫폼은 인터넷을 활용하여 거래, 정보교환 관련 서비스를 제공한다.⁴³⁾

해외 금융선진국에서는 판매플랫폼이 이미 대안적인 판매채널로 정착되었다. 중소규모 운전자들은 자체적으로 판매, 영업지원, 고객관리 관련 인프라를

42) 예를 들어, 찰스스왑의 Mutual Fund Marketplace와 피델리티(Fidelity Investments)의 Fund Network가 전체 펀드슈퍼마켓 자산의 90%를 차지하는 것으로 알려지고 있다.

43) 따라서 온라인판매회사 혹은 랩퍼(wrapper)로 불린다.

구축하기 어렵기 때문에 판매플랫폼을 활용하려는 유인을 갖는다. 이러한 수요에 대응하여 판매플랫폼이 다수의 운용자에게 서비스를 제공하면 규모의 경제를 실현하는 것이 가능하다. 판매플랫폼은 또한 운용자들의 금융서비스를 중개하는 과정에서 고객들에 대한 데이터베이스를 구축할 수 있다.

판매플랫폼의 유형은 개방성 정도에 따라 완전개방형, 제한개방형, 폐쇄형으로 분류될 수 있다. 완전개방형-판매플랫폼에서는 스폰서가 취급가능한 모든 금융서비스가 제공된다. 제한개방형-판매플랫폼에서는 스폰서가 사전에 설정한 범위내의 금융서비스들이 제공되는데, 재간접투자펀드가 대표적인 예이다. 폐쇄형-판매플랫폼에서는 고객이 요구하는 금융서비스만 제공되며, 부띠끄가 대표적인 예이다.

<표 V-1> 판매플랫폼 유형

유형	개방정도
완전개방	모든 금융서비스 제공
제한개방	사전에 설정된 범위내의 금융서비스 제공, 재간접투자펀드
폐쇄	고객이 요구하는 금융서비스만 제공, 부띠끄

2. 국내 판매인프라 현황과 문제점

가. 해외 현황

해외 금융선진국에서는 원칙적으로 판매경로에 대한 규제가 거의 존재하지 않기 때문에, 다양한 판매경로가 활용되고 있다. 예를 들어, 종합서비스 채널인 금융회사(스폰서) 이외에 제한적 서비스 채널로서 판매플랫폼(펀드슈퍼마켓, 온라인판매, 단순중개서비스 등)이 존재한다. 따라서 은행, 보험회사, 금융투자회사 등은 단일 창구에서 투자자문과 매매중개 서비스를 동시에 제공하는 반면, 판매플랫폼은 투자자문 서비스 없이 매매중개 서비스만 제공하고 있

다. 해외 개방형-판매플랫폼의 사례로서 영국의 Cofunds, 싱가포르의 iFAST, 미국의 Charles Swap를 간략히 소개하면 다음과 같다.

우선 영국 Cofunds는 2001년 설립 후 인터넷을 통해 펀드를 판매하고 있는 개방형-판매플랫폼이다. 주요 거래대상은 독립투자자문인력(IFA: Independent Financial Advisor)들인데, 이는 유럽에서는 고객들이 독립투자자문인력을 통해 투자자문을 받은 후 펀드를 구매하기 때문이다.⁴⁴⁾ Cofunds는 전체 개방형-판매플랫폼 중 약 20%의 시장점유율을 차지하고 있으며, 영국 채권판매회사들 중 7위에 위치하는 것으로 알려지고 있다.

Cofunds의 경쟁력은 기본적으로 강한 독립성에 찾을 수 있다. 펀드에 관련 운용이나 투자자문 서비스를 제공하지 않은 채 중개만을 담당하기 때문에, 고객으로부터 공정한 선별기능에 대한 신뢰를 받고 있다. 이러한 고객의 신뢰를 토대로 영국 최대의 개방형-판매플랫폼으로서의 평판을 구축하고 있는바,⁴⁵⁾ 다수의 운용자들로부터 저렴한면서도 양질의 금융서비스를 제공받고 있다.⁴⁶⁾

다음으로 싱가포르 iFAST도 2000년 설립 후 인터넷을 통해 펀드를 판매하는 개방형-판매플랫폼이다.⁴⁷⁾ iFAST는 고객, 독립투자자문인력, 중소형 금융회사 판매직원들을 대상으로 펀드거래를 중개하고 있다.⁴⁸⁾ 선취수수료가 부과되는 대신 전체적인 판매수수료 수준이 낮은 금융서비스가 주를 이루고 있다. 독립투자자문인력, 중소규모 금융회사, 기업연금 관리자 등은 일정한 수수료를 지불하고 펀드거래, 고객관리를 지원하는 시스템을 제공받고 있다. 이들은 영세하므로 자체적으로 시스템을 구축하는 대신 iFAST의 시스템을 사용하는 것이 유리하다. 현재 약 50개의 운용자들에게 금융서비스를 제공받는 한편 후선

44) 영국에서 개방형-판매플랫폼을 통한 펀드판매규모는 매년 20% 이상의 성장률을 보이고 있다. 독립투자자문인력들의 전체 펀드판매액 중 38% 정도가 개방형-판매플랫폼을 통해 제공된다.

45) 27만 명의 고객에게 1,900개의 금융상품을 제공하고 있다. Cofunds를 통해 펀드를 제공받는 독립투자자문인력들이 관리하는 고객 수는 매월 10만 명에 이른다.

46) 현재 75개 운용자로부터 1,000개 이상의 펀드를 제공받고 있다.

47) iFAST는 2000년 12월 싱가포르 정부로부터 Capital Markets Services License와 Financial Adviser License를 동시에 취득함으로써 설립되었다. 이후 홍콩에 현지법인 형태로 진출하였으며, 향후 말레이시아, 인도 등에도 진출할 계획을 가지고 있다.

48) 약 9만 명 이상의 고객(온라인 직접펀드 가입고객)을 보유하고 있으며, 판매 잔고는 40억 달러 이상이다.

업무 관련 서비스를 제공하고 있다. 한편 iFAST의 주요주주는 신문사, 외국은행, 개인으로 금융회사로부터 상당한 수준의 독립성을 유지하고 있다.

마지막으로 찰스스왑은 미국 최대의 개방형구조 스폰서이다. 현재 스폰서들 중 고객자산 규모 기준으로 2위인데, 향후 1위 금융투자회사인 메릴린치도 능가할 것으로 전망된다. 찰스스왑은 금융시장이 불안정해지고 투자자문을 원하는 고객이 증가하자 이에 적극적으로 부응하여 매매중개 서비스에 부가가치가 높은 투자자문 서비스를 결합하였다. 그 결과 찰스스왑의 고객 유형별 자산규모 에서 개인투자자의 비중이 감소하고 기관투자자의 비중이 증가하였다.⁴⁹⁾

현재 찰스스왑은 개인고객을 대상으로 제공되는 투자자문이 결합된 서비스 'One Source'와 독립투자자문인력을 대상으로 제공되는 매매중개 중심 서비스 'One Source-Institutional'를 병행하고 있다. 개인고객을 위한 서비스와 관련하여, 찰스스왑은 2004년 7월 이후 계좌개설이 가능한 최저금액을 1,000달러까지 인하하면서 젊은 고객들의 소규모 자산 유치에 노력하고 있다. 즉 베이비부머를 핵심 대상으로 하되, 보다 젊은 세대에 대한 마케팅도 병행하는 것이다.⁵⁰⁾ 그 과정에서 자산규모와 상관없이 대부분의 고객에게 무료컨설팅을 제공하는 한편, 자산규모가 일정 수준 이상인 고객에게는 전속 담당자가 투자자문 서비스를 제공하고 있다.⁵¹⁾ 한편 찰스스왑은 독립투자자문인력을 위한 서비스를 위해 1987년 자회사(Schwab Institutional)를 설립하였다. 증권거래를 지원하는 서비스(매매주문집행, 자금결제, 계좌개설, 거래보고서 작성 및 발송, 주주명부관리 등) 제공에 주력하고 있다.⁵²⁾

49) 과거에는 개인투자자 부문의 성장성이 높았으나 최근에 기관투자자 부문의 비중이 급증하였다. 현재 찰스스왑의 수입은 개인투자자 부문 34.2%, 기관투자자 부문 40.9%, 연금 부문 26.8%로 구성되어 있다.

50) 'No matter how much you're worth'이나 'Big account, Small account, They all account'라는 광고문구가 대표적이 예이다.

51) 이러한 노력의 결과 자산관리서비스계좌의 자산규모가 2006년 2분기 기준 640억 달러에서 2007년 4분기 기준 800억 달러로 증가하였다.

52) 2007년 6월말 기준으로 5,500명 이상의 독립투자자문인력들이 SI에 등록되어 있고, 각 독립투자자문인력에 의해 약 300명 정도의 고객이 관리된다. SI의 계좌 수는 150만개, 고객자산규모는 5,560억 달러이다. 현재 SI의 시장점유율은 24%로 독립투자자문인력에 대한 서비스에서 1위를 차지하고 있다. 2003년부터 2006년까지 SI의 고객자산규모 성장률은 연 8% 수준이다. 순증가액의 절반 정도가 신규고객에 의한 것인데, 신규고객의 88%는 소개(기존 고객 소개 59%, 회계사와 변호사 소개 29%)

나. 국내 현황과 문제점

국내에는 아직까지 본격적인 개방형-판매플랫폼이 존재하지 않는다고 볼 수 있다. 물론 국내에도 금융회사로부터 독립적인 온라인판매회사(예, efundmall)가 존재하며, 포털사이트(네이버, 다음 등)에서 금융서비스 관련 정보가 제공되고 있다. 그러나 이들은 일부 프로모션용 서비스를 중심으로 제한적인 금융서비스만을 취급한다는 점에서 본격적인 개방형-판매플랫폼이라고 보기 어렵다.

국내에서 개방형-판매플랫폼이 제대로 정착되지 못하고 있는 데에는 여러 가지 이유가 있겠으나, 해외 금융선진국에 비해 독립투자자문인력과 스폰서의 수가 부족한 것이 중요한 문제점이라고 생각한다.

첫째, 국내에는 독립투자자문인력이 거의 존재하지 않은 상태로 금융회사로부터 완전히 독립적인 개방형-판매플랫폼이 조기에 성장하기 어렵다. 기본적으로 국내에서는 투자자문서비스가 부족하여 투자자의 권익 보호에 취약한 상태이며, 독립적이고 전문적인 투자자문서비스의 제공이 제한되어 있기 때문에 불완전판매의 소지가 높다.

현재 보험설계사와 판매권유대행인이 있으나, 제도적 제한으로 인하여 이들이 독립투자자문인력으로 활동하는 것이 쉽지 않다. 보험설계사의 경우 보험회사로부터 판매보수를 받기 때문에 독립투자자문인력으로 활동할 유인이 크지 않다. 또한 투자자문에 대한 수수료를 받기 위해서는 투자자문업 인가를 받아야 하는데 개인이 필요자본금 요건을 충족시키기는 쉽지 않다. 더욱이 자본시장법 하에서는 판매권유대행인이나 보험회사의 판매자회사가 펀드매입을 권유할 수는 있지만 판매계약을 체결할 권한은 없다.

독립투자자문인력은 투자자문을 제공하는 대가로 고객으로부터 보수를 받는 대신 금융회사나 판매회사로부터 보수를 받지 않기 때문에, 판매보수가 높은 금융서비스에 편중하여 투자자문을 제공할 유인을 갖지 않는다. 따라서 독립투자자문인력은 고객의 재무목표에 부합하는 금융서비스(운용스타일, 운용과정, 리서치역량, 인력 등)를 제공할 가능성이 높다. 이러한 보수체제로 인하

를 통한 것이다.

여 독립투자자문인력은 개방형-판매플랫폼을 적극적으로 활용한다. 고객의 요구에 따라 맞춤형 서비스를 제공하고자 하는 독립투자자문인력으로서의 개방형-판매플랫폼을 활용하는 것이 폐쇄형-판매플랫폼을 활용하는 것보다 바람직하다. 해외 금융선진국에서는 개방형-판매플랫폼들이 이러한 점에 주목하여 우수한 독립투자자문인력들을 적극적으로 유치하고자 노력하고 있다.

둘째, 국내에는 판매회사와 운용회사가 모회사 관계로 밀접하게 연결되어 있는 만큼 계열 운용회사에서 벗어나 개방형구조를 활용하는 스폰서가 출현하기 어렵다. 국내에는 개방형구조를 활용하는 스폰서가 매우 적다. 금융서비스를 판매할 수 있는 금융회사(은행, 금융투자회사, 보험회사 등)가 자신이나 계열 자회사가 제공하는 금융서비스만을 취급하는 폐쇄형구조에 주력하고 있다. 예를 들어, <표 13>에 제시된 바와 같이 펀드의 경우에도 계열 판매회사를 보유한 운용회사가 그렇지 못한 운용회사에 비해 펀드 설정잔액이 훨씬 크다.

<표 V-2> 운용회사 유형별 펀드 설정잔액

(단위: 천억, %)

	금액	비중
금융투자회사 계열	51,053	38.8
금융지주회사 계열	35,441	27.0
은행 계열	25,229	19.2
기타 국내회사	4,026	3.1
기타 해외회사	15,669	11.9
합 계	131,418	100

자료 : 금융감독원, 자산운용협회, 2006년 10월 기준

최근 간접투자 시장이 성장하면서 일부 대형 은행과 금융투자회사를 중심으로 폐쇄형구조에서 개방형구조로의 전환이 시도되고 있다. 이들은 개방정도에 따라 다양한 형태를 가지고 있으나, 전반적으로 계열 운용회사에 국한하지

않고 보다 다양한 금융서비스를 제공하려는 노력이 이루어지고 있다. 그러나 글로벌 금융시장에서 나타나고 있는 판매채널의 변화추세에 비추어 볼 때 국내에서 개방형구조의 도입이 본격화되었다고 보기 어렵다.

예를 들어, 국내에서는 펀드 관련 판매회사의 진입이 엄격히 제한되었기 때문에 대형 금융회사 위주의 과점적 시장구조가 형성되어 있다. 그 결과 판매사는 서비스에 비해 높은 수준의 판매보수를 계속 취득하는데도 제공되는 서비스는 풍부하지 못한 실정이다. 특히 국내의 펀드 판매시장은 과점적 구조가 지속되면서 사실상 판매회사들 사이의 서비스와 가격(보수·수수료)에 대한 경쟁이 부족한 실정이다. 이러한 시장구조로 인하여 가격 결정시 투자자의 입장이 충분히 고려되지 못하고, 제공되는 서비스 수준에 비하여 판매보수의 수준이 높다.

<표 V-3> 상위 5개 판매회사의 주식형 펀드 판매점유율

	2005. 12말	2006.12말	2007.12말	2008.6말
판매점유율(%)	46.2	52.4	49.6	49.1

주 : 2008년 6말 기준 국민은행, 미래에셋증권, 신한·우리·하나은행

한 가지 검토해 보아야 할 점은, 금융회사의 지배구조에 의해 개방형구조의 확산이 억제될 수 있다는 것이다. 현재와 같이 계열 운용회사의 실적이 스폰서 자신의 수익에 직접적으로 영향을 주는 지배구조 하에서는 개방형구조가 활용되기 어렵다. 스폰서 자신의 수익과 계열 운용회사 실적 사이의 독립적 관리가 강조되는 금융지주회사로 전환되면, 개방형구조의 확산이 본격화될 것으로 예상된다. 해외 금융선진국에서도 금융지주회사를 중심으로 하는 지배구조가 확산되면서 개방형구조로의 전환이 활발해진 바 있다. 예를 들어, 시티그룹과 메릴린치 등은 계열 운용회사를 매각한 후 개방형구조를 본격적으로 활용하고 있다.

3. 판매인프라 관련 제도 변화

가. 금융상품 판매전문회사 도입

국내에서 개방형-판매플랫폼이 확산되려면 금융상품 판매 관련 제도의 정비가 필요하다고 판단된다. 국내 금융상품 판매경로는 해외 금융선진국에 비해 대형 금융회사 중심으로 형성되어 있다. 이로 인하여 금융상품 판매시장에서 과점적 구조가 유지되고 있으며 사실상 판매회사들 사이의 서비스나 가격 경쟁이 낮은 수준이다. 결과적으로 가격 결정 시 고객의 요구가 충분히 반영되지 못하고 있고, 제공되는 서비스 내용에 비해 판매보수가 높은 상태이다. 이러한 환경에서 고객의 요구에 적극적으로 대응하여 맞춤형 프로그램을 제공하는 개방형-판매플랫폼이 출현하기가 쉽지 않다.

반면 해외 금융선진국에서는 원칙적으로 판매경로에 대한 규제가 거의 존재하지 않기 때문에, 종합서비스 채널인 스폰서와 제한적 서비스 채널로서 판매플랫폼이 공존하고 있다. 이러한 이질적 유형의 판매채널이 공존함에 따라 서비스와 가격에 대한 경쟁이 자연스럽게 유발될 수 있다.

최근 금융위원회는 국내 금융상품 판매 제도의 문제점을 개선하고자 해외 금융선진국의 사례를 참조하여 국내 금융상품 판매채널에 대한 개선방안을 제시한 바 있다. 펀드에 관련된 판매시장 선진화 방안(금융위원회, 2008a), 보험상품에 관련된 판매채널 경쟁력 강화 방안(금융위원회, 2008b), 보다 포괄적인 금융상품전문판매법 제정 방안(금융위원회, 2008c)이 그 내용이다. 각 방안의 내용을 간략히 소개하면 다음과 같다.

첫째, 펀드 판매시장 선진화 방안은 이미 자본시장법령에 마련된 근거를 토대로 일반법인의 펀드판매를 허용함으로써 새로운 형태의 펀드판매전문회사(펀드슈퍼마켓, 온라인판매사 등) 출현을 도모하고 중소서민금융회사(저축은행 등)의 신규진출을 지원하는 것을 제시하고 있다. 이에 따라 다양한 형태의 법인들(일반법인, 법무법인, 회계법인 등)이 펀드판매전문회사로서 투자중개업을 영위하기 위해 인가신청을 할 것으로 예상된다. 동 방안은 표준화된 집합투자를 대상으로 하고 있으나, 판매채널 다양화는 맞춤형 자산관리서비스에도 동

일하게 영향을 줄 것으로 보인다.

둘째, 보험상품에 관련된 판매채널 경쟁력 강화 방안은 기존 법인대리점의 업무범위를 대폭 확대함으로써 보험판매전문회사 제도를 신설하는 것을 제시하고 있다. 즉 자본시장법상 인가요건과 이해상충 방지장치 구축을 전제로, 보험판매전문회사가 집합투자증권에 대한 투자중개업을 겸영하면서 보험회사 부수업무에 해당하는 업무를 영위할 수 있도록 허용하겠다는 것이다. 현재 집합투자증권만을 판매하려면 자본시장법상 투자중개업 관련 인가를 받아야 한다. 자본시장법 시행령상 투자중개업자 중 집합투자증권만을 취급할 경우에는 최소자기자본 규정을 충족하기 위해 10억 원이 필요하다.⁵³⁾ 동 방안에 따른 보험판매전문회사는 보험상품과 집합투자증권을 동시에 취급할 수 있기 때문에 복합적 프로그램을 제공하는 개방형-판매플랫폼으로 기능할 수 있을 것으로 보인다.

복합성 면에서 보자면 보험판매전문회사가 펀드판매전문회사에 비해 진일 보한 것으로 개방형-판매플랫폼에 보다 가깝다고 판단된다. 그러나 맞춤형 프로그램을 제공하는 개방형-판매플랫폼은 보다 포괄적인 금융상품을 취급할 수 있어야 한다. 이러한 점에서 현행 자본시장법에는 개방형-판매플랫폼에 대한 감독규정이 별도로 존재하지 않는다. 반면 싱가포르, 호주에서는 고객보호를 위해 개방형-판매플랫폼에 대한 규정이 별도로 정비되어 있다. 예를 들어, 호주의 경우 개방형-판매플랫폼에 대해 IDFS(Investor Directed Fund Service) 규정이 적용된다.⁵⁴⁾ 이러한 사례를 참조하여 국내에서도 개방형-판매플랫폼에 대한 포괄적인 감독규정이 정비될 필요가 있는데, 금융상품전문판매업 관련 제도가 이에 해당한다.

셋째, 금융상품판매법 제정 방안은 금융회사에 종속되지 않고 여러 금융업권·금융회사의 다양한 금융상품을 판매할 수 있는 금융상품전문판매업을 도입하겠다는 것이다. 현재는 생산자인 금융회사의 입장에서 각 금융업권 법령에서 개별적으로 금융상품 판매 제도를 규율함에 따라, 개별 판매회사는 1개

53) 전문투자자만을 대상으로 영업을 할 경우에는 최소자기자본이 5억 원이다. 자본시장법 시행령 제16조와 별표 1을 참조

54) IDFS에는 투자자보호, 보수나 비용 관련 공시의무, 개방형 판매플랫폼의 영업에 대한 전반적인 가이드라인 등이 제시되어 있다.

회사 또는 1개 금융권역의 금융상품만을 판매할 수 있다. 그런데 금융상품판매법 제정을 통해 금융상품전문판매업자의 진입·퇴출, 영업행위 규율체계가 마련되면, 금융상품판매전문회사가 복합적 프로그램을 제공하는 개방형-판매 플랫폼으로 기능할 수 있을 것이다.⁵⁵⁾

나. 독립투자 자문인력 도입

투자자문서비스가 활성화되도록 개인의 투자자문업 등록을 허용할 필요가 있다. 현재 국내에서는 투자자문업이 법인에게만 허용되며, 투자자문회사는 주로 기관투자자 등 거액의 투자자를 대상으로 자문서비스를 제공하고 있다. 따라서 투자판단에 익숙하지 않은 개인고객들이 보수를 지급하고서라도 투자자문을 받고자 함에도 불구하고,⁵⁶⁾ 이들을 위한 투자자문서비스는 제한적인 실정이다.

반면 해외 금융선진국에서는 독립투자자문인력(IFA: Independent Financial Advisor)이 독립적이고 전문적인 투자자문서비스를 제공하고 있다. 이로 인하여 투자자문서비스에서의 경쟁이 유지되고 금융상품에 대한 충분한 설명을 통해 불완전판매 소지가 낮아진다.

이러한 문제점을 개선하고자 금융위원회(2008a)는 펀드 판매 관련 투자자문서비스가 활성화되도록 개인의 투자자문업 등록을 허용하는 방안을 검토 중이다. 다만 불완전판매 소지가 없도록 개인인 투자자문업자에 대해 엄격한 자격요건을 부과하고 별도의 투자자보호방안도 마련할 계획이다.

개인의 투자자문업 등록이 허용되면 국내에서도 판매수수료에 의존하지 않는 독립투자 자문인력들이 많아지고 개방형-판매플랫폼이 확산될 것으로 기대된다. 투자자문 서비스를 통해 제공되는 금융서비스에 대해 충분히 설명을 하기 때문에 불완전판매 소지도 최소화될 것이다. 이와 같은 장점을 감안할 때 독립투자 자문인력의 조기 정착을 위해 다음과 같은 사항을 고려해 볼 필

55) 다만 펀드판매전문회사나 보험판매전문회사에서와 유사하게 소비자 보호와 판매회사의 이해상충 방지 체계에 대한 규제가 따라야 할 것이다.

56) 예를 들어, 유럽이나 동남아시아의 경우 인터넷에 익숙한 젊은 고객들에게 직접 펀드를 판매하는 슈퍼마켓형플랫폼의 시장점유율은 5% 미만이다.

요가 있다.

현행 보험설계사·판매권유대행인이 독립투자자문인력으로 등록하도록 유도할 필요가 있겠다. 예를 들어, 자산규모와 고객수가 사전에 정한 수준을 넘어서는 시점에서 투자자문업자로 등록하도록 의무화하는 방안을 생각해 볼 수 있다.⁵⁷⁾ 그리고 판매권유대행인이 단일 판매회사와만 계약을 체결할 수 있도록 되어 있는 현행 규정을 완화할 필요가 있겠다. 판매권유대행인이 복수의 판매회사와 계약을 체결할 수 있게 되면 개방형·판매플랫폼이 등장할 수 있을 것이다. 장기적으로는 개인사업자에게 펀드판매업도 허용하는 방안을 검토해 볼 수 있겠다.

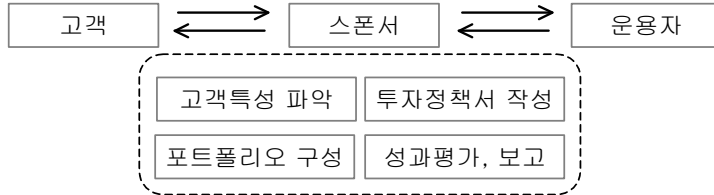
4. 판매인프라 개선사항

가. 맞춤형 프로그램 비용구조

자산관리서비스는 ① 고객별 계좌의 개별적 관리를 전제로 하여, ② 고객의 요구가 반영된 맞춤형 프로그램을 제공할 목적으로, ③ 복수의 재무계획을 복합적으로 결합한 것이다. 이러한 고객별 맞춤형 프로그램이 제공되는 과정은 표준형 금융상품이 제공되는 과정에 비해 복잡하다. 기본적으로 스폰서가 고객의 요구에 적합한 운용전략을 구사하는 운용자를 찾아 연결해 주어야 한다. 그 과정을 세분해 보면 다음 그림과 같다. 즉 스폰서는 ① 고객 특성을 파악하여 ② 투자정책서를 작성한 후 ③ 그 내용에 적합한 운용전략을 구사하는 운용자를 선별하는 한편 ④ 투자성과를 평가하여 고객에게 보고한다. 이때 스폰서가 고객의 이해요구를 파악하는 과정(quality process)과 고객의 요구에 적합한 운용자를 선별하는 과정(assembly line)은 맞춤형 프로그램에서만 독특한 과정이다.

57) 미국의 경우 고객수가 15명, 자산규모가 250만 달러이상이면 SEC에 독립투자자문인력으로 등록해야 한다.

<그림 V-1> 맞춤형 프로그램 제공과정



스폰서가 고객의 이해요구를 파악하는 과정과 고객의 요구에 적합한 운용자를 선별하는 과정은 많은 비용을 수반한다. 우선, 고객 이해요구 파악에 많은 비용이 소요되는 것은 맞춤형 프로그램의 내용이 대중매체를 통해 불특정 다수의 고객에게 광고될 수 없기 때문이다. 맞춤형 프로그램 제공 여부에 대한 광고는 허용되지만, 그 내용은 고객과의 대면접촉을 전제로 하는 방식(설명서, 홍보전단, 현수막 등)을 통해서만 허용된다. 개별 고객의 요구를 기반으로 하는 맞춤형 프로그램이 불특정 다수를 대상으로 홍보되는 것이 부적절하기 때문이다. 고객이 안내받은 운용대상에 대한 내용을 충분히 이해한 후 동의한 이후에 맞춤형 프로그램의 제공이 시작된다. 이때 고객에게 제공되는 모든 안내 자료는 관련 감독규정에서 정하는 공시기준에 부합하는 것이어야 한다.

또한 고객이 원하는 바를 파악하는데도 많은 비용이 소요된다. 이 과정은 일선부서 직원이 고객을 상담하는 것으로부터 시작된다. 스폰서는 사전에 체계적인 절차를 마련하는데 고객의 재무상황과 재무목표 관련 정보를 취합하기 위한 고객성향분석표⁵⁸⁾가 대표적인 예이다. 필요한 경우 전문부서 직원(세무사, 변호사, 회계사 등)의 지원 하에 고객의 요구가 파악된다. 이 단계에서 고객이 운용대상, 운용전략, 운용자 등의 선별을 스폰서에게 일임할지 여부가 결정된다. 고객의 요구와 고객과 스폰서가 합의한 사항은 투자정책서에 기재되고, 고객이 해당 내용을 확인하고 충분히 이해하였음이 확인되면 자산관리 서비스 계약이 체결된다.

다음으로, 운용자 선별에 많은 비용이 소요되는 것은 고객의 요구에 대한

58) 고객투자성향분석 또는 별도의 Private Banking System의 고객 분석시스템이 그 예이다.

적합성이 강조되기 때문이다. 고객의 특별한 요구가 없는 경우에는 표준적인 집합투자에서와 유사하게 운용자의 전문성과 저렴한 비용이 선별기준으로 사용된다. 하지만 고객이 특정한 운용대상을 원하거나 기피하는 경우, 특정한 운용조건(대상선별기준, 대상별 투자비용, 수수료 수준 등)을 요구하는 경우, 운용자 선별이 쉽지 않다.

이렇듯 자산관리서비스 프로그램 운영에 많은 비용이 소요되기 때문에, 자산관리서비스가 활성화되기 위해서는 비용절감이 선행되어야 한다. 이러한 문제의식에 주목하여 해외 금융선진국에서는 대량생산 수준의 저렴한 비용으로 제공하려는 대량주문생산체계의 구축이 시도되고 있다.

나. 대량주문생산 패러다임

논리적으로 볼 때 맞춤형 프로그램은 표준형 집합투자에 비해 많은 장점을 가지는 만큼 자산관리서비스에 대한 수요는 충분하다고 볼 수 있다. 그러나 맞춤형 프로그램은 일정 규모 이상의 자산을 보유한 기관고객이나 부유층 고객에게만 제한적으로 제공되는 것이 현실이다. 이는 맞춤형 프로그램 제공에 많은 비용이 소요되는 까닭에 스폰서가 수익성 확보를 위해 높은 보수를 지불할 의향이 있는 부유층 고객만을 대상으로 영업을 하기 때문이라고 판단된다. 따라서 맞춤형 프로그램이 보다 대중화되기 위한 전제조건은 해당 프로그램의 제공과정이 효율화되어 생산비용이 낮아지는 것이다.

바로 이점이 자산관리서비스 대중화와 관련하여 대량주문생산이 갖는 의의이다. 대량주문생산(mass customization) 체계는 고객의 개별적 요구사항을 수용하여 맞춤형 프로그램을 공급하되 그 업무효율성을 제고하여 생산비용을 대량생산 수준으로 낮출 수 있는 생산체계이다(Tseng and Jiao, 2001; Kaplan and Haenlein, 2006).

대량주문생산체계는 제조업과 소프트웨어 산업 등에서 활용되어 왔는데, 수용 가능한 고객 요구의 범위나 유연성 정도에 따라 다양한 방식이 존재한다.⁵⁹⁾ 우선, 일단 표준화된 제품이나 서비스가 대량으로 생산된 후 각 고객의

59) Pine(1992)을 참조

요구에 따라 개별화가 시도된다. 예를 들어, 일단 회사가 표준화된 제품을 제공하면 고객이 자신의 요구에 맞게 해당 상품을 조정하는 방식(adaptive customization)이 가능하다. 혹은 표준화된 제품이 고객이 원하는 경로로 전달되는 방식(cosmetic customization)도 가능하다. 다음으로, 제품이나 서비스의 생산단계에서부터 고객의 요구가 반영되는 방식도 활용되고 있다. 대표적인 사례는 순수한 정보재 영역인데 금융서비스도 이에 해당한다. 예를 들어, 스폰서가 고객과의 면담을 통해 각 고객이 바라는 바를 파악한 후 고객별로 적합한 프로그램을 설계하는 방식(collaborative customization)이 가능하다. 때로는 스폰서가 명시적으로 맞춤형임을 알리지 않고서 고객별로 고유한 서비스를 제공하는 방식(transparent customization)도 가능하다.

대량주문생산 체계의 구체적인 형태는 스폰서별로 다양하게 나타나고 있으나, 맞춤형 프로그램에서 STP(Straight-Through-Processing) 구현하기 위해 업무절차를 표준화하고 자동화함으로써 하려는 것이 공통적인 목표이다.

다. STP 구현

맞춤형 프로그램에서의 STP는 주문 및 매칭, 청산, 결제에 이르는 전 거래 과정이 표준화시킨 절차에 따라 자동적으로 연계되도록 하는 것이다. 맞춤형 거래 과정에는 고객, 스폰서, 운용자 등이 참여하는데 이들 사이의 정보교환이 요구된다. 기존의 맞춤형 거래에서 정보교환은 전화와 팩스로 이루어지고, 관련 자료도 수작업으로 처리되었다. STP의 구현으로 맞춤형 거래의 전 과정이 자동화되면 수작업의 개입을 최소화할 수 있어 수작업에 의한 비효율성을 제거할 수 있다.

STP는 개별 스폰서나 운용자 내부의 업무 자동화를 위한 내부-STP와 다수 참여회사들 사이의 업무처리의 자동화를 위한 외부-STP로 구분된다. 내부-STP(EAI: Enterprise Application Integration)의 구현을 위해서는 중간부서와 후선부서의 업무가 자동화되어야 한다. 그리고 외부-STP(B2Bi: Business to Business Integration)의 구현을 위해서는 맞춤형 거래에 참여하는 스폰서와 운용자들을 연결하는 네트워크가 구축되어야 한다.

한편 맞춤형 거래의 외부-STP는 운용지원 관련 외부-STP와 설정환매 관련 외부-STP로 구분될 수 있다. 운용지원 업무의 STP란 매매주문부터 매매체결 보고, 운용지시, 결제, 회계처리, 기준가 계산에 이르기까지의 전 과정을 관련 당사자가 일련의 작업을 수작업에 의하지 않고 자동으로 처리하는 것을 의미한다. 설정환매 업무의 STP는 고객의 설정환매 요구로부터 이와 관련된 운용지시, 결제, 회계처리까지의 과정이 시스템 간의 연결에 의해 자동적으로 처리되는 것이다.

요컨대, 대량주문생산체계는 내부-STP와 외부-STP의 구현을 의미하는데 이는 업무절차의 표준화와 자동화를 전제로 한다. 즉 업무절차가 표준화되고 자동화되면 맞춤형 프로그램을 다수의 소액 투자자에게 공급하는 것이 가능하다.⁶⁰⁾

나. 자동화 현황 및 문제점

1) 해외 현황

최근 해외 금융선진국에서는 맞춤형 프로그램을 제공하는 과정이 자동화되고 있다. 업무절차가 자동화되면 이러한 비용과 운영위험을 줄일 수 있기 때문이다.

스폰서가 맞춤형 프로그램을 제공하는 과정이 노동집약적으로 이루어지는 경우에는 그 자체로서 많은 비용이 소요된다. 또한 업무처리가 적절히 이루어지지 못하면 스폰서에게 손실이 발생할 가능성, 즉 운영위험이 존재한다.

우선 업무절차가 자동화되면 맞춤형 프로그램이 보다 효율적이고 정확하게 제공될 수 있다. 우선 참여자들 사이의 정보교환 수단이 팩스, 이메일, 유선에서 자동시스템으로 대체되면 수작업 개입이 최소화될 수 있다. 수작업으로 처리되던 업무가 자동화되면 거래나 결제상의 실패에 관련된 위험부담과 비용이 축소된다.

60) Cerulli Associates에 의해 수행된 설문결과에 따르면, 현재 개별 스폰서가 수작업을 통해 관리할 수 있는 계좌의 수는 200~300개인 것으로 알려지고 있는데, 자동화가 진전되면 1,500개의 계좌를 관리할 수 있을 것으로 예상된다.

다음으로, 참여자들이 자동시스템을 통해 정보를 교환하는 과정에서 오류 발생여부가 자동적으로 확인되기 때문에, 오류발생빈도가 낮아지고 오류의 정정이 신속하게 이루어진다.

마지막으로 맞춤형 프로그램 관련 결제기간이 단축될 수 있다. 자동화를 통해 거래의 전 과정(주문, 매매내역 통보, 확인, 운용지시, 결제지시 등)이 신속하게 처리되면, 매매체결 후 결제까지의 기간이 단축되어 결제위험과 비용을 줄일 수 있다.

이는 스폰서가 수행하는 반복적이고 노동집약적인 업무절차가 정확성과 신속성을 제고하기 위해 자동화되는 것이다. 예를 들어, 스폰서는 고객의 요구 변화와 시장상황의 변화를 반영하여 프로그램에 포함되는 운용자 구성을 재조정한다. 이 과정에서 다양한 정보를 처리해야 하는데, 새로운 운용자 발굴, 성과평가, RFP(Request For Proposal) 평가 등의 절차를 표준화하고 자동화함으로써 관련 비용을 크게 절감하고 있다.

2) DTCC의 MAS

한편, 정보원천에 접근하는 경로와 방식도 자동화 대상에 포함된다. 맞춤형 프로그램의 경우 고객자산이 외부 운용자에게 위탁되는 가운데 서비스설계, 수탁, 보관, 사무관리 기능이 스폰서에 의해 수행된다. 따라서 고객과 스폰서, 스폰서와 운용자 사이에 정보교환이 표준화되고 자동화될 필요가 있다.

현재 자산관리서비스는 과거에 뮤추얼펀드가 직면했던 것과 유사하게 거래 규모에 비해 운영비용이 높은 상태로, 고객-스폰서-운용자 사이에서 발생하는 정보교환의 효율성이 제고되어야 한다는 공감대가 형성되어 있다. 이에 따라 외부-STP 구현 필요성이 제기되었는바, 미국 예탁결제기관인 DTCC가 맞춤형 프로그램 제공자에게 MAS를 제공 중이다.

MAS는 MMI(Money Management Institute)에 의해 개발된 표준화된 업무 통지절차에 기초하여 맞춤형 프로그램 관련 정보교환과 업무처리를 지원하는 허브이다. 현재는 계좌 개설 데이터(계좌명, 주소, 투자전략, 투자자 후원 프로그램, 펀딩 총액의 확인, 거래 승인 등), 계좌 유지 데이터(예탁과 인출을

위한 펀딩 총액과 관련된 통지, 계좌 폐쇄 포함)가 전송 대상이다. 향후 추가적인 계좌 유지 기능, 서비스 지원기능으로 점차 확대될 예정이다.

MAS는 스폰서들과 운용자들을 네트워크로 연결한 후 집중화된 자동 정보 교환서비스를 제공함으로써, 수작업으로 진행되는 자산관리계좌 개설과 업무 처리에 관련된 정보의 흐름을 지원하고 있다. 현재 참여자들 사이에 존재하는 중복 연결을 제거함으로써 SMA계좌의 개설과 업무처리에 소요되는 비용과 시간을 단축시키고, 오류 감소를 토대로 운영위험을 축소하려는 것이다.

다. 개선방향

1) 내부-STP 구현 방안

맞춤형 프로그램 업무절차를 자동화하기 위해 그 전제로서 내부-STP를 구현할 필요가 있다. 그리고 내부-STP 구현을 위해서는 업무절차 표준화가 선행되어야 하는데, 표준화는 맞춤형 프로그램을 제공하는 스폰서의 내부 업무절차에 관련된 사항을 사전적으로 규정하는 것이다.⁶¹⁾

맞춤형 프로그램에서 업무절차 표준화의 대표적인 예는, 일선부서가 고객과의 면담 시 후선부서에 의해 사전적으로 구성된 표준안을 활용하는 것이다. 권유대상고객, 편입 가능한 운용대상, 운용전략 등과 관련된 기준이 사전적으로 표준화되어 있으면 업무절차가 간소화되어 비용이 절감될 수 있다. 이 경우 다수 고객의 공통적 요구를 사전적으로 예측하고 이를 중심으로 업무절차를 표준화하는 것이 후선부서의 역할이다. 일선부서의 역할은 사전적으로 제시된 가이드라인을 기준으로 고객의 요구에 적합한 프로그램을 구성하는 것이다. 계약체결 시 표준계약서를 사용하는 것은 업무절차 표준화의 다른 예이다.

한편 내부-STP 구현을 위해서는 시스템언어 표준화도 요구된다. 맞춤형 프로그램에서 스폰서가 고객에게 제공하는 보고서는 방대한 정보를 포함하는 통합보고서(consolidated report) 형태이다. 이러한 통합보고의 작성이 수작업

61) 표준은 규격이나 기준에 관련된 합의사항으로서 규칙(rules), 지침(guidelines), 특성 정의(definitions of characteristics)의 형태를 갖는다.

의 개입 없이 일관되게 처리되려면 구조적 시스템언어가 요구된다. 구조적 시스템언어는 별도의 미들웨어를 사용하지 않고서도 축적된 정보를 고객이 원하는 양식으로 구성하는 것을 가능하게 한다. 예를 들어, 구조적 시스템언어를 토대로 구축된 보고시스템에서는 고객의 요구사항이 입력되면 수작업을 거치지 않고서 맞춤형 양식으로 출력된다.

해외 금융선진국에서는 이미 성과보고서 작성에 소요되는 비용을 절감하기 위해 시스템언어가 표준화되었다. 구조적 시스템언어의 대표적인 예로서 FpML의 활용을 생각해 볼 수 있다. FpML은 맞춤형 거래를 가능하게 하는 비즈니스정보 교환표준으로서 XML⁶²⁾이라는 구조적 시스템언어에 기반하고 있다. 해외 금융선진국에서는 1990년대 후반부터 이미 시스템언어 표준화의 일환으로 F-XML(Financial-XML)이 활용되고 있는데, 그 일종인 FpML은 ISDA의 주도 하에 정보교환표준으로 설정되어 미국, 유럽 등에서 이미 실용화되었다. 맞춤형 프로그램에서 STP 구현은 FpML이 전제될 때 가능하다.

XBRL(eXtensible Business Reporting Language)은 성과보고를 위해 활용되는 구조적 시스템언어의 다른 예이다. XBRL은 XML 기반의 재무보고 언어로서, XBRL 기반 보고서에서는 고객이 태그를 통해 원하는 정보에 원하는 양식으로 빠르게 접근할 수 있다. 소프트웨어가 태그 정보를 자동적으로 인식하기 때문에 별도의 변환과정 없이 원천정보를 한꺼번에 제공받는 것이다. XBRL을 이용하면 보다 저렴한 비용으로 정보접근의 즉시성, 정확성, 비교가능성을 구현하는 것이 가능하다. 미국에서는 SEC가 XBRL을 재무정보공시 시스템인 EDGAR⁶³⁾에 활용하도록 적극 장려하고 있다.⁶⁴⁾

62) XML은 월드와이드웹(World Wide Web)의 새로운 문서형식을 정의하기 위한 데이터 언어 표준으로서 구조화된 문서를 정의하는 SGML의 장점과 인터넷상에서 하이퍼미디어 문서를 제공할 수 있는 HTML의 장점을 모두 가진다.

63) EDGAR는 the Electronic Data Gathering, Analysis, Retrieval System의 약어로, 기업재무정보 데이터베이스 온라인공시 시스템이다.

64) SEC는 기업들이 2005년부터 XBRL 기반 하에 보충적으로 태그된 재무정보를 자발적으로 EDGAR에 공시하도록 제안하고, 시범그룹을 만들어 기업으로 하여금 자발적으로 연례, 분기 보고서 등을 쌍방향 데이터로 1년 동안 제출할 것을 요구하고 있다. 현재 24개의 기업이 SEC의 시범그룹으로 참여하고 있다. 고객은 SEC에 보고된 공시자료 10-K나 10-Q에 접근해서 데이터를 추출하고 분석할 수 있다. 또한 SEC의 RSS에 등록된 회사의 수정한 데이터를 즉각적으로 받아볼 수 있다.

맞춤형 프로그램에서 스폰서가 고객에게 제공하는 성과보고서에도 XBRL이 활용될 수 있을 것으로 판단된다. 즉 고객이 쌍방향 데이터를 통해 계좌 관련 정보, 운용대상 관련 정보를 원하는 시간에 원하는 양식으로 확인할 수 있도록 하는 것이다. 조만간 국내에서도 성과보고를 위한 시스템언어 개선이 추진되기를 기대한다.

2) 외부-STP 구현 방안

맞춤형 프로그램에서 외부-STP를 구현하기 위해서는 고객-스폰서-운용자 사이의 업무절차를 표준화할 필요가 있다. 참여자들 사이에서 업무절차와 연계 방식이 표준화되는 것이 상호간 정보교환을 자동화하기 위한 전제조건이기 때문이다. 미국 MAS의 예를 참조하여, 국내에서도 스폰서와 운용자 사이에서 교환되어야 하는 정보사항 표준화, 정보교환 경로 표준화, 정보의 수령과 검증 절차 표준화 등을 추진할 필요가 있겠다.

외부-STP 구현과 관련하여 검토해 볼 수 있는 방안은 한국예탁결제원의 펀드넷을 활용하는 것이다(진익 등, 2008).⁶⁵⁾ 펀드넷은 집합투자재산의 '거래후-결제전' 단계의 업무와 관련하여 외부-STP를 이루기 위해서 마련된 시스템이다. 현재 자산운용 관련 후선업무의 핵심 인프라로서,⁶⁶⁾ 집합투자증권 설정환매시스템과 집합투자재산 예탁결제시스템의 두 축으로 구성되어 있다. 예탁결제시스템은 투자자로부터 모은 자금의 효율적 운용과 배분을 지원한다.

펀드넷은 후선업무 처리의 표준화와 자동화를 지원함으로써, 집합투자에서 효율성, 신속성, 정확성, 투명성 등을 제고한 것으로 평가받고 있다.⁶⁷⁾ 우선

65) 펀드넷을 활용하여 자산운용 관련 외부-STP를 구현하는 방안에 대한 구체적인 내용은 진익 등(2008)을 참조

66) 한국예탁결제원 자료(2007)에 따르면, 펀드넷은 국내 자산운용산업의 핵심 인프라로 자리 매김하였다. 펀드넷 수탁고는 2007년 11월말 기준으로 308조원으로 2004년 3월말 145조원 대비 112.4% 증가하였다. 현재 펀드넷 참가회사는 2007년 11월말 기준 225개 기관이다. 또한 펀드넷은 2007년 일평균 5조 5천억좌의 설정·환매를 처리하였으며 이중 DVP결제로 처리된 금액은 약 9천억 원이다. 펀드넷은 2007년 매매 확인의 경우 일평균 33만 6천건, 운용지시의 경우 일평균 6만 5천 건을 처리하였다.

67) 박대근 등(2006)에 따르면 펀드넷 도입에 따른 경제적 혜택은 다음과 같다. 직접비용절감효과로서 176~183억 원, 운영위험 감소효과로서 151~197억 원, 투명성 및 신

운용회사 측면에서는 업무환경의 자동화로 비용감소와 사무착오가 줄어드는 효과가 있었다. 이로 인한 운용의 투명성 제고는 투자자 보호에 기여 했을 뿐만 아니라, 신탁재산 관리에 대한 신뢰성도 향상시켰다. 다음으로 수탁회사 측면에서는 신탁재산의 상시관리체계 구축으로 감시기능의 적시성 및 실효성이 증대되었다.

해외 CSD나 글로벌네트워크의 사례를 참조하여, 펀드넷이 자산관리서비스의 후선업무를 지원할 수 있도록 관련 기능을 확대할 것을 제안한다. 펀드넷은 광범위한 국내 네트워크를 선점하고 있는바 맞춤형 프로그램 관련 외부-STP 구현을 선도할 수 있을 것으로 기대된다. 현재 펀드넷은 모든 유형의 금융회사들(은행, 보험회사, 금융투자회사)과 연계하여 설정환매, 운용지원 업무를 제공하고 있다. 따라서 국내에서 핵심적인 자산운용인프라로 자리매김하고 있는 펀드넷을 활용하면 상대적으로 저렴한 비용으로 맞춤형 프로그램에서도 외부-STP 구현이 가능하다고 판단된다.

되도 개선 효과로서 154~197억 원 등 연간 약 475~581억 원에 달하는 비용이 절감된 것으로 추정된다.

VI. 적합성원칙에 기초한 맞춤형 구현

맞춤형이라는 구조에 주목하면, 국내 보험회사들이 자산관리서비스에 대해 보유한 경험과 노하우는 부족한 상태이다. 현재 국내에서 제공되는 자산관리 서비스는 고객별 개별관리라는 형식적 차이를 제외하면 표준형 집합투자회와 유사한 금융투자상품이다. 즉 계좌만 별도로 관리될 뿐 동일한 모델포트폴리오가 복수의 고객에게 제시되며, 형식적인 위험성향 파악절차가 활용이 되고는 있으나 고객별 포트폴리오 구성이 보편화되지 못하고 있다.

이로 인하여 불완전 판매와 관련한 분쟁이 발생할 가능성이 높다. 이는 금융회사들의 적합성에 대한 인식이 충분하지 못하며, 적합성과 관련된 제도나 관행이 정착되어 있지 못하기 때문이라고 판단된다. 비록 자본시장법과 보험업법 개정안에서 적합성 원칙이 강화되고 있으나, 적합성 관련 업무절차의 표준화가 달성되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다.

특히 표준형 금융상품과 달리 맞춤형 프로그램에서는 스폰서가 고객에게 상품 매입을 일방적으로 권유하는 영업방식이 활용될 수 없으며, 적합성 원칙이 크게 강조된다. 해외 금융선진국에서는 맞춤형 프로그램 개발이 상대적으로 오래 전에 시작되었던 만큼, 적합성 원칙을 준수하면서 수익성을 확보할 수 있는 역량이 상당부분 축적되어 있다. 국내 스폰서는 해외의 선진사례를 참조하여 적합성 원칙에 충실한 사업모델 구축을 도모할 필요가 있다. 이를 위해 본 장에서 적합성 원칙에 기초한 업무절차로서 투자정책서 작성과 성과 보고 기준에 대한 내용을 살펴본다.

1. 적합성원칙 관련 제도 변화

가. 적합성원칙 관련 규정

자본시장법은 적합성원칙 규정(제46조)을 명시적으로 도입하였다. 첫째, 금융투자업자는 투자자가 일반투자자인지 전문투자자인지의 여부를 확인하여야

한다. 둘째, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하기 전에 면담·질문 등을 통하여 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하고, 일반투자자로부터 서명⁶⁸⁾, 기명날인, 녹취, 그 밖의 방법(전자우편, 우편, 전화자동응답시스템)⁶⁹⁾으로 확인을 받아 이를 유지·관리하여야 하며, 확인받은 내용을 투자자에게 지체 없이 제공하여야 한다. 셋째, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하는 경우에는 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 그 일반투자자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 투자권유를 하여서는 아니 된다.

자본시장법은 적정성 관련 규정(제46조의 2)도 명시적으로 도입하였다. 첫째, 금융투자업자는 일반투자자에게 투자권유를 하지 아니하고 파생상품⁷⁰⁾을 판매하려는 경우에는 면담·질문 등을 통하여 그 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등의 정보를 파악하여야 한다. 둘째, 금융투자업자는 일반투자자의 투자목적·재산상황 및 투자경험 등에 비추어 해당 파생상품이 그 일반투자자에게 적당하지 아니하다고 판단되는 경우에는 그 사실을 알리고,⁷¹⁾ 일반투자자로부터 서명, 기명날인, 녹취로 확인을 받아야 한다.⁷²⁾

한편 보험업법 개정안에도 적합성원칙 관련 규정(제95조의 3)이 포함되어 있다. 첫째, 보험회사나 보험의 모집에 종사하는 자는 일반보험계약자가 보험계약을 체결하기 전에 면담 또는 질문을 통하여 보험계약자의 연령, 재산상황, 보험가입의 목적⁷³⁾을 파악하고 일반보험계약자의 서명,⁷⁴⁾ 기명날인, 녹취로 확인을 받아 유지·관리하여야 하며,⁷⁵⁾ 확인받은 내용은 일반보험계약자에게 지

68) 「전자서명법」 제2조 제2호에 따른 전자서명을 포함한다.

69) 자본시장법 시행령 제52조에서 전자우편(그 밖에 이와 비슷한 전자통신), 우편, 자동응답시스템(ARS)을 규정하고 있다.

70) 그 밖에 대통령령으로 정하는 금융투자상품도 본 규정이 적용 되지만, 현재 자본시장법 시행령에서는 관련 사항을 정하고 있지 않다.

71) 대통령령으로 정하는 바에 따르도록 되어 있으나, 현재 자본시장법 시행령에서는 관련 사항을 정하고 있지 않다.

72) 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법에 따르도록 되어 있으나, 현재 자본시장법 시행령에서는 관련 사항을 정하고 있지 않다.

73) 대통령령으로 정하는 사항을 포함한다.

74) 「전자서명법」 제2조제2호에 따른 전자서명을 포함한다.

75) 그 밖에 대통령령으로 정하는 방법을 포함한다.

체 없이 제공하여야 한다. 둘째, 보험회사나 보험의 모집에 종사하는 자는 일반보험계약자의 연령, 재산상황, 보험가입의 목적 등에 비추어 그 일반보험계약자에게 적합하지 아니하다고 인정되는 보험계약의 체결을 권유하여서는 아니 된다. 셋째, 적합성원칙이 적용되는 보험상품, 일반보험계약자로부터 확인을 받아야 할 내용, 확인 내용의 유지·관리기간은 대통령령으로 정한다.

나. 적합성원칙 관련 업무처리지침

자본시장법 시행으로 강화된 적합성원칙이 실제로 적용되는 과정에서, 구체적인 투자권유 절차·방식과 관련하여 유권해석이 필요한 상황들이 발생하고 있다. 이에 따라 금융위원회·금융감독원·금융투자협회는 자본시장법 시행이후 제기된 내용을 중심으로, 투자권유 관련 업무처리에 대한 해설지침을 마련하였다.⁷⁶⁾ 금융위원회·금융감독원·금융투자협회가 마련한 투자권유 관련 업무처리 해설지침은, 현장에서 제기되는 의문사항을 해소함으로써 자본시장법상 강화된 투자자보호 장치가 조속히 정착되는데 기여할 것으로 기대된다. 맞춤형 프로그램을 제공하는 과정에서 스폰서가 참조하여야 할 내용은 다음과 같다.

첫째, 자본시장법상 적합성원칙은 스폰서가 투자권유를 할 경우 의무적으로 적용하여야 하는 것이다. 따라서 투자권유가 수반되지 않는 일반상품(파생상품 제외)을 거래하는 경우에는,⁷⁷⁾ 적합성원칙을 적용해야 할 법상의무는 존재하지 않는 것으로 해석된다. 파생상품·파생결합증권·파생펀드에 대해서는, 적정성원칙에 따라 투자권유가 수반되지 않더라도 고객 정보를 확인하고 거래의 적정성을 판단할 의무가 존재한다.

둘째, 자본시장법상 투자권유는 특정 고객을 상대로 금융투자상품의 매매나 투자자문계약·투자일임계약·신탁계약의 체결을 권유하는 것을 말한다. 따라서 단순한 상품설명, 특정상품의 매매·계약체결의 권유가 수반되지 않는 단순한 상담이나 금융투자상품 안내는 투자권유에 해당하지 않는다. 다만, 스폰서가 전자우편을 통한 광고나 안내행위를 활용하여 사실상 투자를 권유하는 행위

76) 동 해설지침은 법 시행이전 금융투자협회가 마련·공표한 '표준투자권유준칙' 내용을 개별 사례에 맞게 보다 구체화한 것이다. 금융위원회(2009)를 참조한다.

77) 예를 들어, 고객이 투자권유를 원하지 않고 특정 상품 거래를 희망하는 경우이다.

는 제한된다.

셋째, 투자권유 제한과 투자가능 여부는 별개의 문제이다. 적합성원칙은 고객성향과 맞지 않는 금융투자상품에 대한 스폰서의 투자권유를 제한하는 것이며, 투자권유가 수반되지 않는 고객의 매매까지 제한하는 것은 아니다. 예를 들어, 투자경험이 부족한 위험중립적 고객에게 주식에 대한 투자를 권유하는 행위는 제한된다. 그러나 고객이 스폰서의 투자성향 판단결과나 투자위험 고지를 통해 본인의 주식 투자 부적절 사실을 명확히 인지하였음에도 불구하고, 스스로의 판단에 따라 거래를 희망할 경우⁷⁸⁾에는 거래를 하는 것이 가능하다. 다만 스폰서가 투자권유가 불가능한 금융투자상품을 고객에게 판매할 의도로, 고객으로 하여금 투자권유를 원하지 않도록 유도하는 것은 제한된다.⁷⁹⁾

넷째, 동일 계좌에서 이미 보유한 금융투자상품과 동일한 상품을 추가로 매입하는 경우로서 투자권유가 수반되지 않는 때에는 스폰서가 적합성원칙 관련 업무절차를 생략하는 것이 가능하다.

다섯째, 스폰서가 온라인을 통해 맞춤형 프로그램을 제공하는 경우 적합성원칙에 기초한 투자권유 절차를 구현한 시스템을 온라인상에 구축하여야 한다. 즉 고객이 본인의 투자성향과 투자대상의 위험정도를 온라인상에서 확인할 수 있어야 한다. 또한 투자권유가 수반되지 않는 경우에는 고객이 투자권유가 없는 상태에서 투자한다는 사실을 인지할 수 있어야 한다.

다. 적합성원칙 관련 업무절차 개선 필요성

적합성원칙과 관련된 업무절차는 네 단계로 구성된다. 첫 단계는 고객정보를 파악(Know-Your Customer-Rule)하는 것이다. 스폰서는 투자권유를 하기 전에 면담, 질문 등을 통하여 고객의 투자목적, 재산상황, 투자경험에 대한 정보를 파악해야 한다. 파생상품이 포함된 프로그램에 대해서는 적정성원칙에 따라, 투자권유가 없더라도 면담, 질문 등을 통하여 고객정보를 반드시 파악

78) 결과적으로 금융투자업자의 투자권유를 원하지 않는 경우이다.

79) 이와 관련하여 감독당국은 미스터리쇼핑을 통해 감독을 강화할 예정이다.

해야 한다.

두 번째 단계는 고객의 투자성향을 파악하는 것이다. 스폰서는 면담, 질문을 통하여 파악된 고객정보를 활용하여 고객의 투자성향을 분류해야 한다. 예를 들어, 고객정보를 점수화하여 고객의 투자성향을 5단계로 분류(안정형, 안정추구형, 위험중립형, 적극투자형, 공격투자형)할 수 있다.

세 번째 단계는 프로그램의 투자위험도를 파악(Know-Your Product-Rule)하는 것이다. 스폰서는 자체기준에 따라 프로그램의 위험도를 분류해야 한다. 예를 들어, 프로그램의 위험도를 5단계로 분류(초저위험, 저위험, 중위험, 고위험, 초고위험)할 수 있다.

네 번째 단계는 적합성원칙에 기초하여 고객에게 적합한 프로그램을 권유하는 것이다. 스폰서는 고객의 투자성향과 프로그램의 위험도를 고려하여 고객에게 적합한 프로그램을 권유해야 한다. 스폰서는 고객의 투자성향에 비추어 고객이 희망하는 프로그램이 고객에게 적정하지 않다고 판단되는 경우에는 그 사실을 고객에게 알려야 한다.

이와 같은 업무절차를 고객과 스폰서 사이에 합의가 이루어지고 사후적으로 이견이 발생하지 않는다면 맞춤형 프로그램이 활성화될 수 있다. 그런데 투자권유 행위가 수반되었는지 여부에 대한 고객과 스폰서 사이에 상황인식이 다를 수 있고 이로 인하여 법적분쟁이 발생할 수 있는 것이 현실이다. 향후 제기될 수 있는 불완전판매 가능성을 줄이고, 법적 분쟁의 소지를 최소화하기 위해서는 업무절차를 보다 정확하게 설계할 필요가 있다. 무엇보다도 스폰서가 신의성실원칙에 따라 공정하게 프로그램을 운영하여야 할 의무⁸⁰⁾를 부담한다는 점에 주목할 필요가 있다. 따라서 스폰서가 신의성실원칙을 충실히 이행하였음을 사후적으로 쉽게 입증할 수 있어야 한다. 기본적으로 스폰서는 최초 거래에 있어서 기본적인 고객 정보 확인을 통해 거래 적합성을 판단하는 것이 바람직하다. 또한 해외 금융선진국에서 이미 관행으로서 정착된 투자정책서 작성과 표준화된 성과보고기준 사용을 적극적으로 활용할 필요가 있다. 이하에서 관련 내용을 간략히 소개한다.

80) 자본시장법 제37조(신의성실의무 등)가 이러한 의무를 규정한다.

2. 투자정책서 작성

투자정책서의 내용은 고객과 스폰서 양자의 의사소통과 의견조율을 위한 토대가 된다. 스폰서는 투자정책서에 제시된 위험목표와 제약조건을 충족시키는 범위 내에서 수익목표를 달성하게 된다. 또한 투자정책서는 고객이 스폰서에게 위임하는 운용재량권의 범위를 규정한다. 더 나아가 고객과 스폰서가 합의한 내용이 제3자에게 전달되는데 중요한 역할을 한다.

그런데 국내에서는 대형 기관투자자들만이 투자정책서를 작성하고 있으며, 개인 고객들에 대해서는 투자정책서의 활용이 제한적인 것으로 보인다. 그러나 향후 개인신탁을 활용한 맞춤형 프로그램이 활성화되기 위해서는 투자정책서 작성이 보편화되어야 할 것이다. 또한 불완전판매와 관련한 분쟁이 발생했을 때 투자정책서가 판단근거로 활용될 수 있는 만큼, 스폰서 입장에서도 적합성원칙이 강화된 것에 대응하여 투자정책서를 적극적으로 활용할 필요가 있다고 생각한다.

가. 투자정책서 내용

투자정책서 내용 자체는 고객이 원하는 바에 따라 구성되는 것이 원칙이지만, 대체적인 구성항목(수익목표, 투자목표, 제약조건)은 표준화되어 있다. 투자정책서에 기술되는 수익목표로는 희망수익과 필요수익이 포함되며, 위험목표로는 위험수용능력과 위험수용의향이 포함되고, 제약조건으로는 유동성, 투자기간, 세금, 법규제적 환경, 고객별 고유한 환경이 포함된다. 아래 표는 투자정책서에 포함되는 항목들과 대표적인 내용을 보여준다.

〈표 VI-1〉 투자정책서 구성 항목과 내용

	항 목	내 용
목 표	수익목표	필요수익, 희망수익
	위험목표	위험수용능력, 위험수용의향
제 약 조 건	유동성	계속성 지출, 예상외 사건, 부의 유동성
	투자기간	라이프사이클 국면
	세금	소득세, 자본이득세, 상속증여세, 재산세
	법규제 환경	세금, 자산소유권 관련 관할지역
	고객별 고유환경	특정 요구(목적, 자산, 브로커), 프라이버시

1) 투자목표

투자정책서에 기술되는 투자목표는 수익목표와 위험목표로 구성되는데, 주어진 환경에서 양자의 동시적 달성이 가능하도록 투자목표가 설정된다. 우선 수익목표는 고객의 위험내성(risk tolerance)을 비추어 고객에게 제공될 수 있는 필요수익(required return)과 희망수익(desired return)이 구분되어 기술된다. 필요수익은 고객의 핵심적인 재무목표를 달성하기 위해 요구되는 수익수준을 의미하는 반면, 희망수익은 부차적인 재무목표를 달성하기 위해 고객이 원하는 수익수준을 나타낸다.

다음으로 위험목표는 고객의 전반적인 위험내성을 기초로 하여 설정되는데, 위험수용능력과 위험수용의향이 구분된다. 첫째 고객의 위험수용능력(ability to take risk)은 재무목표, 해당 목표가 달성되어야 하는 기한, 해당 목표 달성에 활용될 수 있는 자원의 양에 따라 달라진다. 또한 핵심적인 재무목표의 중요성(해당 목표가 달성되지 못했을 때의 심각성)과 해당 목표를 감안하여 고객 포트폴리오가 감당할 수 있는 손실의 규모도 위험수용능력에 영향을 준다.

둘째, 고객의 위험수용의향(willingness to take risk)은 심리적 요인에 따라 달라진다. 고객의 주관적 의향에 대한 정량적 측정이 쉽지 않으므로 정성적 기법이 활용된다. 위험수용의향은 시간의 흐름에 따라 변동할 뿐만 아니라 위험수용능력과 일치하지 않는 것이 일반적이다.

2) 제약조건

투자정책서는 제약조건으로서 유동성, 투자기간, 세금, 법규제적 환경, 고객별 고유한 환경이 기술된다.

첫째, 고객이 필요로 하는 최소 유동성 수준이 투자정책서에 기재된다. 이때 유동성(liquidity)은 포트폴리오가 현금지출 수요(예상 및 예상외 수요)에 효율적으로 대응할 수 있는 능력을 의미하는 만큼, 그 수준은 포트폴리오에 편입된 투자대상의 특성(거래비용과 가격변동성)에 의해 결정된다. 유동성 관련 제약조건은 고객의 위험수용능력을 제한하게 된다. 예를 들어, 일상적인 생활을 유지하기 위한 계속성지출(ongoing expenses)이 클 경우, 예상외 사건(갑작스러운 실직이나 손실)의 발생가능성이 클 경우, 그리고 부(-)의 유동성 사건(미래 현금흐름의 불연속적 발생이나 계속성지출상의 큰 변화)이 예정되어 있을 경우에 위험수용능력은 축소된다. 이러한 점을 감안하여 고객이 보유한 핵심적인 비유동성 자산을 정확히 파악한 후 해당 자산이 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중을 투자정책서에 기술할 필요가 있다.

둘째, 고객이 원하는 투자기간이 투자정책서에 기재된다. 투자기간에 따라 수익목표와 유동성 제약조건이 달라질 수 있는데, 특히 해당 투자기간 동안 고객의 생애국면이 전환되는지 여부가 중요한 의미를 갖는다. 예를 들어, 고객의 핵심적인 재무목표가 일단 달성되면 다세대간 상속계획의 관점에서 수익목표와 위험목표가 재설정된다.

셋째, 고객이 직면한 세금부채가 투자정책서에 기재된다. 고객별로 세금 관련 규정에 상당한 편차가 존재하는데, 보편적으로 소득세, 자본이득세, 상속증여세, 재산세에 관한 내용이 투자정책서에서 고려된다.

넷째, 고객 포트폴리오의 운용 시 고려해야 하는 법규제적인 제약조건이 투자정책서에 기재된다. 대부분의 경우 세금, 자산소유권의 이전과 관련된 내용이다. 법규제적 제약조건 작성 시에는 자격을 갖춘 변호사가 참여하는 것이 관행이다. 또한 수탁인으로서 선관주의의무(fiduciary duty)를 부담하는 스폰서에게는 신중한 투자자(prudent investor) 원칙이 적용되므로 이에 대한 내용도 제약조건에 포함된다.

다섯째, 고객이 요구하는 개별적인 요구사항이 제약조건으로 투자정책서에 기재된다. 경우에 따라서는 개별적 요구가 운용재량권을 크게 제약할 수 있다. 예를 들어, 사회책임투자와 같이 별도의 목적을 추구하거나 매각이 법적으로 제한된 자산에 대해 투자하라는 요구, 특정 브로커를 통해 자산 매매를 요청하거나 보편적인 수준이상으로 프라이버시를 보호해달라는 요구 등이 기술된다.

나. 활용방향

1) 투자목표 설정 관련 고려사항

고객의 수익목표 설정에서는 필요수익의 산정이 중요하다. 필요수익은 연간 지출수준과 장기적인 저축목표를 고려하여 추정되는데, 그 과정에서 현금흐름 분석(cash flow analysis)이 활용될 수 있다. 고객과의 면담이나 기초자료조사를 통해 미래에 발생할 현금흐름을 파악한 후, 고객이 원하는 투자기간 동안 발생할 현금흐름을 현금흐름표(cash flow statement)로 작성하는 것이다. 현금흐름표를 통해 미래에 발생할 다양한 사건들(소득수준 변화, 생활비 지출수준 변화, 비재무적 사건 등)의 누적적 효과가 추정되어야 한다.

2) 제약조건 관련 고려사항

제약조건을 설정할 때 고려되어야 할 사항들은 다음과 같다. 첫째, 유동성 제약 설정 시 주거지가 신중히 고려되어야 한다. 일부 고객들은 주거지를 포트폴리오에 편입된 자산들 중 하나로 간주하는데, 주거지의 기대수익을 추정하는 것은 쉽지 않다. 다른 고객들은 주거지를 특수한 자산으로 간주하여 포트폴리오에 포함하지 않는다. 이러한 고객들이 주거지에 부여하는 정서적 애착은 고객에 따라 상이한 만큼 개별 고객의 정서적 태도까지 고려되어야 한다.

주거지를 장기적인 주거 필요나 상속계획을 위한 수단으로 활용하는 고객도 존재한다. 이러한 고객을 위해서는 주거지와 관련된 위험을 효과적으로 관리할 수 있는 수단까지도 함께 제시하여야 한다.⁸¹⁾ 예를 들어, 거래당사자 일

방이 고정이자율을 지불하는 대신 다른 일방은 부동산 가격의 수익률을 지불하는 부동산스왑을 생각해 볼 수 있다.⁸²⁾ 부동산스왑이 활용되면 주거지 보유로 인하여 발생하는 손실이 스왑계약에서 발생하는 수익에 의해 상쇄될 수 있다.

둘째, 투자기간 제약과 세금 관련 제약 설정 시 고객의 자산이전 계획이 기술되어야 한다.⁸³⁾ 상속계획에서는 자산이전(wealth transfer) 시점과 그 법적 형태의 결정이 핵심이다.

자산이전은 고객이 미래에 부담하게 될 상속세 부담을 최소화하는 시점에서 이루어져야 하는데, 기본적으로 세금규정과 평균적인 여명(life expectancy)에 따라 달라진다.⁸⁴⁾ 다음 세대의 세금부담까지 포함하여 판단하자면 자산이 조기에 이전되는 것이 보다 유리할 수 있다. 자산이전 시점을 앞당기면 다음 세대의 세금부담이 감소하여 세후 자산가치가 극대화되기 때문이다. 또한 여러 세대의 세금부담을 함께 고려하는 경우, 자산이 다음 세대가 아닌 그 후 세대에게 바로 이전되는 것이 보다 유리할 수 있다.

법적형태와 관련하여서는 개인신탁의 활용 여부가 고려되어야 한다. 개인신탁을 활용하면 위탁자가 사망 시 재산 소유권 이전이 용이하고 효율적인 절세계획의 실행이 가능하다. 신탁의 조건에 따라 신탁재산의 소유권이나 납세의무의 귀속을 달리할 수 있기 때문이다. 취소가능신탁의 경우, 위탁자가 신탁재산의 관리와 처분을 통제할 수 있다는 점에서 신탁재산으로부터 생성되는 소득이나 자본이득에 대한 납세의무도 위탁자에게 부과된다. 반면 취소불

81) 고객이 자산의 대부분을 주거지 형태로 보유하면 높은 수준의 시장위험과 유동성위험에 노출된다. 또한 주거지는 유동성이 낮기 때문에 대형손실과 현금흐름의 불균형을 야기할 수 있다.

82) 이러한 스왑계약을 부동산스왑(property swap)이라고 하는데, 계약의 명목금액만큼 거시적인 자산가치 변동 위험을 제거할 수 있다는 점에 주목하여, Robert Shiller는 이를 거시증권(macro securities)으로 명명하였다. 진익·한지연(2006)을 참조

83) 자산이전 전략은 포트폴리오 운용보다는 세금과 상속계획에서 보다 활발하게 활용된다. 그러나 자산관리서비스 스폰서가 상속계획에 대한 고객의 필요를 가장 먼저 인지하고 필요한 법적상담을 자문할 수 있는 위치에 있다는 점에서, 스폰서는 자문과정에서 필요한 상속계획 관련 원칙과 지식을 습득하고 있는 것이 바람직하다.

84) 자산이전 시점은 보편적인 요인들(세금회피, 세금이연, 채투자수익의 극대화 등)에 의해 결정된다. 이를 위해 고객의 순자산 규모, 기간, 자선의향과 더불어 상속자의 나이, 성숙도, 면세 자격이 고려된다.

능신탁의 경우, 위탁자가 신탁재산의 관리와 처분을 통제할 수 없다는 점에서 신탁재산에서 생성되는 소득이나 자본이득에 대한 납세의무는 신탁에 부과된다. 이에 따라 취소불능신탁이 설정되는 시점에서 상속증여세가 부과된다. 또한 잔여재산 수익자에 대한 실질적인 증여 시점은 이연되지만 신탁이 설정되는 시점에서 잔여 신탁재산의 현재가치에 대해 상속증여세가 부과된다. 따라서 최대 한계세율에 직면하는 고객의 경우, 개인신탁을 활용한 세금부담 효과가 클 수 있다.⁸⁵⁾

3. 성과보고 기준

가. 성과보고기준 정립 필요성

자산관리서비스에서 스폰서가 갖추어야 할 가장 중요한 역량은 고객과 신뢰관계를 장기적으로 유지하는 것이다. 대규모 자금을 보유한 고객으로부터 장기적이고 지속적으로 유치할 수 있을 때 수익성 확보가 가능하기 때문이다. 해외 금융선진국의 경험을 보면 뛰어난 성과를 거두는 것도 중요하지만 고객이 요구한 바를 정확하게 달성하였다는 믿음이 더 중요하다.

합리적이고 투명한 성과보고 기준을 마련하는 것은 적합성 원칙이 정착되기 위한 전제조건이다. 이러한 문제의식에 따라 성과보고 관련 글로벌 표준인 GIPS를 국내에서도 자산관리서비스에 적용할 필요가 있다.

1) 성과보고 시 맞춤형 프로그램의 특수성

맞춤형 프로그램의 활성화를 위해서는 펀드의 운용성과를 스타일에 따라 정확하게 공시할 수 있는 기준이 마련되어야 한다. 운용스타일을 반영한 성과보고기준의 마련은 맞춤형 프로그램에서의 적합성 원칙 준수를 위해 기본적

85) 세금부담은 두 측면에서 발생된다. 세금을 납부하는 시점에서 세율만큼 수익률이 감소하며, 재투자 규모가 축소되어 최종 수익률이 추가로 감소한다.

으로 요구되는 사항이다.

맞춤형 프로그램은 스폰서의 존재, 결합보수, 다양한 스타일의 조합으로 인하여 표준화된 집합투자차별화되는 특징을 갖는 만큼, 성과보고에서도 해당 특징이 고려되어야 한다. 우선 맞춤형 프로그램에서는 고객과 운용자 사이에 스폰서가 개입하는데, 이는 고객 입장에서 볼 때 투명성 저하의 원인이 될 수 있다. 따라서 완전하고 공정한 보고를 위해 표준형 집합투자에서와는 다른 별도의 보고기준이 요구된다.

다음으로 맞춤형 프로그램에서는 결합보수체계가 기본이다.⁸⁶⁾ 결합보수체계에서는 고객이 자신이 지불하는 수수료의 세부적인 사항을 파악하거나 특정 서비스로부터 요구되는 수수료를 명확히 규명하기 어렵다. 이를 감안하여 결합보수와 관련된 별도의 보고기준이 마련될 필요가 있다.

마지막으로 맞춤형 프로그램에서는 별도의 스타일을 추구하는 하위계좌들의 조합으로 구성되는 경우가 빈번하다. 따라서 맞춤형 프로그램의 성과는 운용스타일에 따라 정의된 컴포지트별로 보고되는 것이 바람직하다. 그런데 컴포지트를 정의하고 구성하는 과정에서 고려해야 할 사항들이 적지 않다. 컴포지트를 너무 포괄적으로 정의하면, 상이한 운용스타일을 추구하는 운용자들이 하나의 컴포지트에 편입되어 해당 컴포지트 내 성과편차가 커진다. 반대로 컴포지트의 정의가 너무 협소하게 설정되면, 극소수의 운용자만이 해당 컴포지트에 포함되어 운용스타일을 대표하기 어렵다. 이러한 점을 감안하여 유사한 운용스타일에 따라 컴포지트를 정의하고 운용자를 유형화할 수 있는 기준이 요구된다.

2) GIPS 일반원칙

글로벌 성과보고기준인 GIPS(Global Investment Performance Standards)를 활용하여 맞춤형 프로그램 성과를 보고할 것을 제안한다. GIPS는 수익률 계산방법, 컴포지트 구성, 성과보고에 관한 내용을 규정하고 있다. 맞춤형 프로

86) 거래수수료, 운용수수료, (예탁)보관수수료, 사무관리수수료를 모두 포함하는 단일 보수가 부과된다.

그림과 관련된 GIPS의 내용을 간략히 소개하자면 다음과 같다.

맞춤형 프로그램도 간접투자의 일종으로 이해할 수 있는 만큼 간접투자 전반에 적용되는 GIPS 일반원칙이 적용된다. 첫째, 스폰서는 성과보고와 관련된 모든 법과 규정을 준수해야 하며, 성과 보고 시 성과는 거래비용을 차감한 후의 수익률을 사용해야 한다.

둘째, 스폰서는 투자자의 요청이 있는 경우 보고한 성과를 입증할 수 있도록 관련 데이터를 보관해야 한다. 스폰서는 수익률 산정에 사용된 모든 데이터와 정보(이자, 기초 및 기말 시가총액 등)를 확보해야 하는데, 특히 채권이자 등에 대해서는 발생주의(accrual basis)에 입각해야 한다.

셋째, 스폰서는 수익률을 산정함에 있어 사전에 정한 기준에 따르되 기간수익률의 기하평균을 이용해야 한다. 단 존속기간이 1년보다 짧은 경우에는 기간수익률을 연수익률로 환산하여서는 안 된다. 또한 보고하는 수익률은 해당 기간 동안 실제로 발생한 거래비용을 차감하여 계산되어야 한다. 수수료 차감 후 순수익률은 총 수익률에서 거래비용과 운용수수료를 차감하여 계산해야 한다. 한편 컴포지트 수익률로는 해당 컴포지트에 속한 운용자들의 수익률을 해당기간 시작시점에서의 시가총액 비중으로 가중한 평균값을 보고해야 한다.

넷째, 스폰서는 제공하는 운용전략에 따라 컴포지트를 구성해야 한다. 고객에게 수수료를 부과하는 모든 일임형 계좌는 적어도 하나의 컴포지트에 반드시 포함되어야 하며,⁸⁷⁾ 컴포지트는 반드시 사전에 구성되어야 한다. 수수료를 지불하지 않는 일임형 계좌를 컴포지트에 포함시키는 것은 선택사항이지만 그러한 컴포지트를 포함시킬 경우에는 전체 컴포지트에서 차지하는 비중을 공시해야 한다.

다섯째, 스폰서는 수익률이 수수료를 차감한 후의 순수익률인지 아니면 수수료를 차감하기 전의 총수익률인지 여부를 명백히 구분하여 보고해야 한다. 새로운 투자자를 유치하는 과정에서 사용하는 홍보자료의 경우에는 순수익률을 반드시 사용해야 하며, 총수익률은 보충 자료로서만 제공해야 한다.

여섯째, 스폰서는 고객에게 제공하는 성과보고서에 회사에 대한 정의, 컴포

87) 일임형만을 포함하는 이유는 일임형은 성과에 기반하여 수수료를 부과하는 반면, 비일임형은 자산에 기반하여 수수료를 부과하기 때문이다. 진정한 스폰서의 성과를 측정하는 의미는 일임형 계좌의 수수료이다.

지트에 대한 정의, 컴포지트 설립일 등을 명시해야 한다. GIPS는 전사적으로 적용(firm-wide basis)되므로 회사의 범위가 중요한데, 스폰서가 재량권(discretion)을 행사할 수 있는 자산만이 회사자산에 포함될 수 있다.⁸⁸⁾ 스폰서는 성과보고 시 고객이 컴포지트 수익률에 대해 정확히 이해할 수 있도록 벤치마크 수익률, 컴포지트 내 성과편차, 컴포지트에 포함된 운용자의 수, 회사자산에서 컴포지트가 차지하는 비중, 회사자산 총규모 등을 보고해야 한다. 스폰서는 최소 5년의 과거성과를 공시해야 한다.⁸⁹⁾

3) 맞춤형 프로그램 관련 가이드라인

GIPS 일반원칙과 별도로 맞춤형 프로그램에 적용되는 가이드라인이 2006년 1월 1일부터 도입되었다. 맞춤형 프로그램 관련 가이드라인은 스폰서의 존재, 결합보수라는 특수성에 관련된 것이다.

맞춤형 프로그램에서는 고객과 운용자 사이에 스폰서가 개입하므로 고객이 운용자를 직접 대면하지 않는다. 이에 따라 고객을 직접 대면하는 스폰서가 보고되는 성과, 관련 정보를 일정 기간 보관하는 의무를 진다. 이와 같은 의무 이행을 위해 스폰서는 보고되는 수익률 관련 데이터를 펀드운용자로부터 확보하거나 별도로 구성해야 한다.

스폰서는 성과보고 시 반드시 거래비용과 운용수수료를 공제한 후의 순수익률을 사용해야 한다. 결합보수에서 거래비용을 명확하게 분리하기 힘든 경우에는 총수익률에서 결합보수 전체 혹은 거래비용이 포함된 부분을 차감해야 한다. 컴포지트 수익률은 해당 기간 동안 실제로 운용되었던 실적과 해당 컴포지트의 정의에 해당하는 운용자의 성과만을 이용하여 산정되어야 한다.⁹⁰⁾

88) 예를 들어, 법적 실체(금융회사 그 자체, 자회사, 회사의 부서 등)와는 무관하게 맞춤형 프로그램을 제공하는 스폰서가 투자자에게 인식될 수 있는 차별적 운용전략을 가진 경우 하나의 회사로 정의될 수 있다.

89) 5년이 안된 컴포지트는 컴포지트 설립 이후의 기간에 대한 성과를 보고하여도 GIPS 규정을 준수한 것으로 본다. 다만, 2000년 1월 1일 이후의 기간을 GIPS 규정에 따라 성과보고 하지 않은 경우 GIPS에 부합한다고 볼 수 없다.

90) 운용자가 특정 스폰서에게 컴포지트 성과를 제시할 때는 그 내용이 해당 스폰서를 위해 작성된 것임을 명기해야 한다.

스폰서는 고객에게 운용성과를 최소한 분기에 한 번 제공하되, 고객이 운용스타일별 성과를 확인하는 것이 가능하도록 내용을 작성해야 한다. 고객이 이해하기 용이한 양식으로 작성하고, 관련 정보는 가장 일반적인 것부터 시작하여 점차 세부적인 내용으로 전개하는 것이 바람직하다. 일부 고객은 요약된 성과만으로 만족하는 반면, 다른 고객은 운용스타일별 성과, 대체투자 관련 위험노출수준에 대해 보다 상세한 정보를 원할 수 있기 때문이다.

성과보고 시 스폰서는 고객이 사전에 제시했던 투자목표와 실제로 실현된 투자성과를 비교하고, 그러한 차이가 어디에서 발생했는지 그리고 그 차이가 일시적인지 것인지 여부를 판단해야 한다. 그리고 고객의 포트폴리오가 원래 계획대로 운용되기 위해서 어떤 조정이 필요한지를 제시해야 한다. 이를 위해 스폰서는 맞춤형 프로그램의 성과를 벤치마크(스타일지수)나 유사 프로그램의 성과와 비교하여 보고할 수 있다. 또한 고객이 향유할 수 있는 궁극적인 성과로서 모든 수수료를 차감한 후의 순수익률을 보고해야 한다.

나. 성과보고기준 현황 및 문제점

1) 운용스타일 분류 의의

맞춤형 프로그램에서 스폰서의 기본적인 역할은 고객의 수익목표, 위험목표, 제약조건에 적합한 운용스타일을 제안하고, 해당 운용스타일을 가장 효과적으로 수행할 수 있는 운용자를 선별하는 것이다. 선행연구결과에 따르면, 개별 운용자의 성과 대부분은 해당 운용자가 선택한 운용스타일에 의해 설명되며 운용스타일 이외의 요인에 의해 설명되는 부분은 미미하다. 따라서 스폰서가 운용자를 선별함에 있어서 운용자의 운용스타일을 정확하게 파악할 수 있어야 하며, 운용위탁 이후에도 해당 운용자가 사전에 약속한 운용스타일을 추구하고 있는지를 감시할 수 있어야 한다. 이를 위해 스폰서가 운용스타일을 기준으로 운용자들 간의 성과를 공정하고 정확하게 비교할 수 있는 기준이 요구된다.

2) 현행 운용스타일 분류기준

국내에서는 성과보고 시 운용전략이나 운용스타일이 충분히 고려되지 않는다. 대부분의 운용자들이 자신의 운용스타일을 사전적으로 밝히지도 않을뿐더러, 특정 스타일을 표방하는 운용자들도 시장상황에 따라 해당 스타일에서 벗어나는 사례가 빈번하다. 여러 가지 이유가 있겠으나 무엇보다도 펀드 성과보고에 관한 합리적 기준이 정립되어 있지 않기 때문이다.

현재 국내에서는 운용대상자산의 종류를 기준으로 운용스타일이 분류된다.⁹¹⁾ 관련 감독규정에 자산유형별 분류만이 언급되어 있는 만큼, 운용자 대부분이 자산유형 이외의 기준에 따른 운용스타일은 명시적으로 밝힐 유인이 없다. 자산유형 기준 동일한 운용스타일을 추구하는 운용자들 사이에서 성과의 편차가 크지 않다면 이러한 관행이 무방할 수 있다. 스폰서가 운용대상자산 유형을 기준으로 운용자의 특성을 제대로 파악할 수 있기 때문이다. 그러나 자산유형 기준 분류 결과가 지나치게 포괄적이어서 상이한 전략을 추구하는 운용자들이 동일한 운용스타일로 분류된다면, 스폰서는 추가적인 운용스타일 분류기준을 마련할 필요가 있다.

그런데 현재 국내에서 활용되는 운용자스타일 분류 방식은 스폰서에게 운용자의 특성을 정확하게 제공하지 못한다. 이로 인하여 스폰서가 운용스타일을 제대로 파악하지 못한 상태에서 고객자산의 운용을 위탁하는 상황이 빈번하게 발생하고 있다. 또한 운용스타일 구분이 충분히 세분화되지 않은 상황에서, 대다수의 운용자들이 시장상황에 편승하여 유사한 운용스타일을 추종하는 군집행동이 나타나고 있다. 이러한 상황에서는 스폰서가 다양한 운용스타일을 조합함으로써 맞춤형 프로그램을 구성하는 것이 어려워진다. 고객의 수익목표, 위험목표, 제약조건에 적합한 운용스타일들을 다각도로 조합할 수 있는 기회가 제약받기 때문이다.

91) 예를 들어, 주식편입비중이 90% 이상인 펀드는 "High Growth III"로, 80~90%인 펀드는 "High Growth II"로, 60~80%인 펀드는 "High Growth I", 30%이상인 펀드는 "Growth"로, 30%이하인 펀드는 "Stable"로 분류된다.

다. 개선방향

1) GIPS에 기초한 컴포지트 구성

대부분의 운용자가 운용스타일을 밝히지 않는 현 상황에서는 스폰서 스스로가 운용자의 스타일을 식별할 수 있어야 한다. 이를 위해 스폰서가 GIPS를 적극 활용하여 운용스타일 분류를 보다 세분화 하고, 운용스타일이 동일한 운용자들을 하나의 컴포지트를 구성한 후 컴포지트별 성과를 고객에게 보고할 것을 제안한다.

이러한 방안이 실행되면 체리피킹(cherry-picking)과 같은 불합리한 성과보고 관행이 개선될 수 있다. 즉 스폰서가 성과가 좋은 일부 운용자, 일부 기간, 일부 운용전략에 해당하는 실적만을 보고함으로써 자신의 프로그램의 성과를 과장하는 것이 억제된다. GIPS 하에서 스폰서는 실제로 운용 중이고 투자의 사결정에 재량권을 행사할 수 있는 모든 포트폴리오를 적어도 하나의 컴포지트에 포함시켜야 한다(GIPS II.3.A.1).

컴포지트를 분류하는 기준은 GSCD(Guidance Statement on Composite Definition)에 잘 나타나 있다. 컴포지트는 유사한 투자목적이나 운용전략을 따르는 포트폴리오들의 집합으로서, 고객에게 프로그램의 성과를 보여주는 기본 단위이다. 따라서 컴포지트들을 유의미하게 분류하는 것은 스폰서로 하여금 운용성과를 공정하게 보고하도록 유도할 수 있는 전제조건이다. 스폰서는 재량껏 컴포지트를 구성할 수 있으나, 상이한 투자목적이나 운용전략을 추구하는 운용자들을 자신의 이해관계에 따라 동일한 컴포지트에 포함하는 것은 엄격하게 제한된다. 이와 관련하여 스폰서는 컴포지트 구성과 관련된 정책 및 절차를 문서화해야 하며, 고객이 요구할 경우 컴포지트 정의에 대한 정보를 제공해야 한다(GIPS II.3.A.2).

GSCD가 의도하는 바는 각 컴포지트에 프로그램이 추구하는 재무목표가 정확하게 반영될 수 있도록 하려는 것이다. 스폰서가 컴포지트를 정의 할 때 참조할 수 있는 기준은 고객으로부터 받은 운용지침, 자산유형, 운용스타일, 벤치마크, 위험-수익률 특성 순이다(GSCD 2006). 예를 들어, 고객이 전 세계의 주식에 분산투자하라는 운용지침을 제시했다면, 스폰서는 그 운용지침에 따라

글로벌 주식형 컴포지트를 구성할 수 있다. 또는 포트폴리오의 운용대상이 되는 자산의 유형에 따라 주식형 컴포지트나 채권형 컴포지트를 구성하는 것도 가능하다. 더 나아가 고객이 운용전략을 보다 정확하게 파악할 수 있도록 운용스타일을 기준으로 컴포지트 구성을 보다 세분화하는 것도 가능하다.⁹²⁾ 한편, 포트폴리오의 특성을 잘 대변하는 벤치마크가 시장에 존재하다면 스폰서는 동일한 벤치마크를 채택하고 있는 운용자들을 하나로 묶어 컴포지트로 구성할 수 있다. 끝으로 유사한 위험-수익 특성을 공유하는 운용자들로 구성된 컴포지트를 정의하는 것도 가능하다.

2) 운용스타일 분류 세분화

스폰서가 GSCD에 제시된 전체 체계를 그대로 따라서 컴포지트를 구성할 필요는 없다(Lawton과 Remington, 2005).⁹³⁾ 컴포지트 분류를 얼마나 세분화할 것인지는 전적으로 스폰서의 재량에 달려 있다. 다만 스폰서는 각 컴포지트가 포괄할 수 있는 운용자의 범위를 신중하게 결정할 필요가 있다. 그 최소한의 기준은 고객이 운용스타일에 대해 유의미한 정보를 얻을 수 있으며 프로그램들 사이의 성과비교가 용이하게 이루어질 수 있어야 한다는 것이다. 예를 들어, 운용자들이 스타일투자를 적극적으로 활용하기 어려운 상황이라면 자산유형을 기준으로 한 컴포지트 분류만으로 충분하다. 반면에 운용자들이 스타일투자를 활용하고 있는 상황이라면, 컴포지트 분류가 운용스타일을 기준으로 세분화되는 것이 바람직하다.

그런데 국내 주식형 펀드들을 대상으로 스타일분석을 수행한 결과⁹⁴⁾, 주식형 컴포지트에 포함되는 펀드들 사이에서 상당한 정도의 스타일 편차가 존재

92) 대표적인 운용스타일 분류 예는 투자대상 종목의 시가총액 크기(대형, 중형, 소형)와 내재가치나 성장가능성의 크기(가치형, 혼합형, 성장형)에 따라 구분되는 9개의 스타일 행렬이다.

93) GIPS는 컴포지트 세분화 정도와 관련하여 최소한의 기준만을 스폰서에게 제시하고 있을 뿐이다.

94) 국내 주식형 뮤추얼펀드의 스타일을 파악하기 위해 Sharpe(1992)의 RBSA(return based style analysis)를 이용하여 추정된 주식형 펀드들의 스타일 노출을 대상으로 군집분석(clustering analysis)을 수행하였다. 보다 자세한 분석 결과는 진익-한지연(2007), “스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리”를 참조하기 바란다.

함을 확인할 수 있다. 즉 하나의 자산유형별 컴포지트 내에 동일한 운용스타일을 추구하는 운용자 집단들이 다수 포함되어 있다. 이는 기존의 자산유형별 컴포지트가 운용스타일별로 보다 세분화될 필요가 있음을 시사한다. 따라서 스폰서에게 GIPS에 따라 작성된 성과보고를 요구함으로써 국내 운용자들이 운용스타일별 컴포지트를 구성하도록 유도할 필요가 있다.

요컨대, 스폰서가 위탁운용자 선정 시 GIPS에 따라 작성된 성과보고가 제출되도록 요구하면, 운용스타일 분류가 보다 세분화되고 궁극적으로 국내 맞춤형 프로그램 내용의 다변화가 유도될 수 있다. 해외 금융선진국의 사례를 보면, 운용대상 자산의 다변화뿐만 아니라 운용스타일의 다변화를 통해 맞춤형 프로그램이 성숙해 왔다. 국내 맞춤형 프로그램에서도 양적 성장과 더불어 서비스 내용의 다변화가 실현되기를 기대한다.

Ⅶ. 보험회사에 대한 시사점

1. 개선사항 요약

국내외적으로 자산관리서비스에 대한 관심이 지속적으로 커지고 있다. 자산관리서비스에 대한 관심이 급증한 배경에는 사회경제적인 변화가 자리하고 있다. 무엇보다도 평균수명이 길어지는 가운데 공적연금의 건전성에 대한 불안감이 커졌다는 것이 기본적인 배경이다. 개인고객 스스로가 생애관리를 책임져야 할 상황이 됨에 따라 소득과 소비수준을 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지하려는 재무설계에 대한 수요가 계속 증가하고 있다.

그러나 국내에서 자산관리서비스 제공은 아직 본격화 되지 못하고 있다. 무엇보다도 고객과 금융회사 양자 모두가 자산관리서비스 개념과 특성을 충분히 이해하지 못하고 있는 것으로 보인다. 또한 자산관리서비스의 활성화를 억제하는 제도적 장벽이 존재하는 한편, 금융회사들도 자산관리서비스를 본격적으로 제공할 수 있는 체계적인 프로그램을 보유하고 있지 못하다고 판단된다. 이러한 점에 주목하여 본 연구는 해외 금융선진국에서 이미 보편화된 맞춤형 자산관리서비스에 대한 개념을 정립하고, 향후 국내에서 맞춤형 자산관리서비스가 활성화되기 위해 요구되는 제도 개선사항, 인프라 개선사항, 업무 개선사항을 검토하였다.

2장에서는 맞춤형 자산관리서비스의 개념, 특성, 관련 이론, 의의를 정리하였다. 현재까지 법률적으로 통용되거나 국제적으로 공인된 자산관리서비스 개념은 존재하지 않는다. 스폰서가 위임받은 업무의 종류, 스폰서의 유형, 지역이나 시기에 따라 다양한 개념이 사용되고 있다. 본 연구는 자산관리서비스 개념을 “복합적인 재무계획을 요구하는 고객을 대상으로, 고객별 특성을 반영하여 맞춤형 재무계획을 설계하고 위임받은 권한 범위 내에서 개별적인 재무계획을 달성하기 위해 요구되는 업무를 실행해 주는 서비스”로 정의할 것을 제안한다. 이러한 정의에서는 표준형 집합투자인 뮤추얼펀드로부터 차별화되는 자산관리서비스만의 특성이 강조된다. 집합투자와 비교할 때, 자산관리서

비스는 형식면에서 각 계좌의 개별적 관리를 전제로 하며, 내용면에서 복합서비스라는 특성을 갖는 한편, 표준형에 대비되는 맞춤형 구조를 추구한다.

최근 투자 패러다임이 표준형 집합투자를 지지하던 것에서 맞춤형 프로그램을 지지하는 것으로 전환되었다. 이에 따르면 표준형 집합투자 비해 개별적 요구에 맞춰 설계되는 프로그램이 고객에게 보다 유리하다. 고객은 개별적인 상황에 따라 매우 다양한 요인이 고려된 맞춤형 포트폴리오를 원하기 때문이다. 이러한 변화는 표준형 집합투자만으로는 고객의 모든 요구를 충족시킬 수 없으며, 맞춤형 프로그램에 대한 수요가 지속적으로 성장할 수 있음을 시사한다.

3장에서는 국내외 자산관리서비스 시장의 규모와 전형적인 자산관리서비스 프로그램의 내용을 소개한 후, 국내에서 자산관리서비스가 활성화되지 못하고 있는 원인을 파악하였다. 해외 금융선진국에서 자산관리서비스가 뮤추얼펀드로부터 구분되는 기준은 프로그램의 내용과 구조이다. 고객의 위험성향을 파악하기 위한 체계화된 절차의 존재, 투자기회 발굴을 위한 리서치 제공, 단일한 투자 배분안 제시, 배분조정과 세금설계의 연계, 결합보수, 통합적인 성과 보고라는 요소가 갖추어지면 자산관리서비스 프로그램으로 간주된다. 특히 복합적 내용과 맞춤형 구조가 강조되어, 개별적 형식에 주목하던 SMA-프로그램에서 투자대상의 복합성에 초점을 맞춘 MDA-프로그램과 맞춤형 서비스가 강조되는 UMA-프로그램로 진화하였다. 복합금융회사가 글로벌 자산관리서비스 시장을 주도하는 것도 복합적인 내용과 맞춤형 구조에서 경쟁력을 가지기 때문이라고 판단된다.

그러나 국내 현황을 살펴보면, 복합성, 효율성, 맞춤형 관점에서 자산관리서비스가 본격화되지 못하고 있다. 국내 자산관리서비스의 활성화가 미흡한 것에 대해서는 여러 가지 이유가 있겠으나, 무엇보다도 자산관리서비스의 형식적인 면인 개별성에 주목하기 때문이라고 생각한다. 즉 고객별 계좌가 개별적으로 관리되면 그 내용이나 구조에서 표준형 집합투자와 차별화되지 않음에도 불구하고 자산관리서비스로 간주된다. 이는 국내에 집합투자가 본격적으로 도입되기 이전에 신탁을 중심으로 형성되어 온 간접투자문화 때문이라고 보인다. 제도적인 면에서 볼 때에도 개별성을 제외하면 신탁과 집합투자 사이에 별다른 차별성이 존재하지 않는다. 하지만 논리적인 면에서 보거나 해외 금융

선진국의 사례를 볼 때, 자산관리서비스는 복합적인 내용과 맞춤형 구조를 기준으로 규정되는 것이 타당하다. 또한 국내 금융소비자가 누릴 수 있는 효율 차원에서 집합투자와는 명확히 차별화되는 자산관리서비스가 요청된다는 점에서도 복합성과 맞춤형이라는 특성이 강조되어야 한다고 생각한다.

이러한 문제의식에 따라 본 연구는, 4장에서는 신탁제도 개선을 통해 복합성을 제고하려는 취지에서 보험신탁의 도입을 제안하였다. 자산관리서비스의 기본적인 목표는 고객의 소비수준이 전 생애에 걸쳐 안정적으로 유지될 수 있도록 돕는 것이다. 즉 자산관리서비스의 핵심은 전 생애 중 축적국면과 소진국면에서 고객이 직면하는 투자위험, 사망위험, 장수위험을 포괄적으로 관리하여 안정적인 소득흐름을 생성하는 것이다. 투자위험은 은행상품이나 금융투자상품, 사망위험은 보험상품, 장수위험은 연금상품을 통해 관리된다는 점에서, 보험상품의 결합이 자산관리서비스에 포함될 수 있어야 한다. 따라서 은행상품, 금융투자상품, 보험상품, 연금상품 등이 복합적으로 결합될 수 있도록 신탁제도를 개선할 필요가 있다.

5장에서는 판매인프라 개선을 통해 효율성을 제고하려는 취지에서 개방형-판매플랫폼의 구축을 제안하였다. 개방형-판매플랫폼이 구축되면, 기능결합을 활용하여 전문성과 복합성을 동시에 추구하는 것이 가능하다. 핵심서비스는 스폰서 스스로 공급하되 부수서비스는 외부의 제3자로부터 공급받는 전략을 활용할 수 있기 때문이다. 그런데 개방형-판매플랫폼이 성공적으로 정착되기 위해서는 고객-스폰서(판매플랫폼)-운용자 사이에서 정보교환이 표준화되고 자동화되어야 한다. 이를 위해 내부-STP와 외부-STP를 구현할 필요가 있는바, 한국예탁결제원이 운영하는 펀드넷의 지원 범위를 맞춤형 프로그램으로 확대하는 방안을 제안하였다.

6장에서는 적합성원칙에 기초하여 맞춤형 프로그램을 구현하려는 취지에서 투자정책서 작성과 표준성과보고기준의 활용을 제안하였다. 자본시장법 시행, 보험업법 개정을 계기로 적합성원칙이 폭넓게 도입되었다. 동 원칙에 따르면 스폰서는 고객의 투자성향과 프로그램의 위험수준을 정확하게 파악한 후 고객에게 적합한 프로그램만을 고객에게 권유할 수 있다. 그런데 실무적으로 적합성원칙이 준수되었는지 여부와 관련하여 고객과 스폰서 사이에 상황인식이

다를 가능성이 높다. 이로 인하여 법적분쟁이 발생할 수 있는 바, 업무절차의 개선을 통해 불완전판매 가능성을 줄이고 법적 분쟁의 소지를 최소화하는 것이 중요하다. 따라서 스폰서가 신의성실원칙을 충실히 이행하였음을 사후적으로 쉽게 입증할 수 있도록, 해외 금융선진국에서 이미 관행으로서 정착된 투자정책서 작성과 표준성과보고기준인 GIPS를 활용할 것을 제안하였다.

2. 경쟁력 관련 시사점

자산관리서비스 스폰서는 경쟁력을 확보하는 차원에서 인지도 제고, 다양한 프로그램 개발, 전문 인력 확보, 운용능력과 위험관리능력, 대고객 컨설팅, 글로벌 네트워크 구축 등을 시도할 필요가 있다. 해외 금융선진국의 사례를 보면 스폰서가 자신의 핵심적인 업무를 중심으로 맞춤형 프로그램을 설계하고 그 내용을 적합한 고객집단에게 제공하는 것이 일반적이다. 이러한 선진사례를 참조할 때 국내에서도 핵심업무가 구분되어 있는 각 업권별로 자산관리서비스 프로그램의 내용과 목표고객집단이 다르게 나타날 것으로 예상된다. 즉 장기적으로 모든 영역을 포괄할 수 있는 능력에 따라 경쟁력이 결정되겠지만, 단기적으로는 전통적으로 영위해 온 핵심업무에 따라 경쟁력에서 차이를 보일 것으로 예상된다.

우선, 개별성이라는 형식에 대해 보자면 은행이 금융투자회사나 보험회사에 비해 높은 수준의 경쟁력을 가지고 있다고 볼 수 있다. 현재 금융업권별로 다양한 명칭과 형식으로 자산관리서비스가 제공되고 있다. 은행은 입출금기능, 결제기능을 활용하여 거래빈도가 높은 입출금 서비스를 중심으로 다양한 서비스를 제공하는 프라이빗뱅킹 프로그램에 주력하고 있다. 이에 비해 금융투자회사는 투자자문이나 일임을 중심으로 단기 금융투자상품과 정보를 제공하는 랩어카운트 프로그램에 주력하고 있으며, 보험회사는 퇴직, 상속, 장기간병 등과의 연계서비스를 중심으로 보험기능과 자산가치의 세대간 이전 서비스를 제공하는 재무설계 프로그램에 주력하고 있다. 이러한 프로그램들은 명칭의 차이에도 불구하고 개별성이라는 형식에서는 동일하다. 즉, 개별 고객에 대해

별도의 계좌를 개설하고 이를 통해 서비스를 제공하고 있다. 따라서 개별성 기준으로 하자면 오래 전부터 신탁업, 투자자문, 일임을 겸영해 온 은행이 뒤늦게 관련 업무를 시작한 금융투자회사나 보험회사에 비해 우월한 경쟁력을 가지고 있다고 볼 수 있다.

다음으로 복합성이라는 내용에 대해 보자면 은행, 금융투자회사, 보험회사 사이에 경쟁력 차이가 크지 않다고 생각한다. 은행과 금융투자회사가 자산가치 증식을 위한 신탁이나 투자일임 프로그램에 주목하는 것에 비해, 보험회사는 자산가치 보전을 위한 프로그램에 집중하고 있다. 따라서 현재의 복합성 수준을 보면 어떤 권역이 다른 권역에 비해 우월하다고 보기 어렵다.

다음으로 효율성 면에서 보자면 은행이 금융투자회사나 보험회사에 비해 다소 앞서있다고 판단된다. 우선 은행은 이미 독립적인 자산관리서비스 센터와 지점이라는 이원적인 체계의 영업망을 구축하고 있다. 또한 펀드, 보험, 연금의 판매회사로서의 경험과 인지도를 보유함으로써 개방형 판매플랫폼을 구축하였다고 볼 수 있다. 한편 보험회사의 경우 보험영업 과정에서 구축한 인적 판매조직과 외부 네트워크를 활용하여 개방형플랫폼을 구축하는 것이 가능할 것이다. 다만 설계사, 대리점, 독립대리점 등의 기존 판매채널을 전문자격증 소지자들로 구성된 독립전문채널로 보완할 필요가 있는 것으로 보인다.

다음으로 업무절차 표준화 면에서는 신탁업의 경험이 오래된 은행이 금융투자회사나 보험회사에 비해 우월하다고 볼 수 있다. 자동화 면에서도 은행은 이미 상당한 수준의 운용시스템과 위험관리시스템을 구축한 만큼 자동화 수준이 높다고 볼 수 있다. 다만 자산관리서비스는 기존의 표준형 금융상품과 질적으로 상이한 특성을 갖는 만큼, 기존의 시스템이 자산관리서비스 관련 업무를 지원할 수 있는 범위는 제한적일 것이다. 한편 금융투자회사와 보험회사의 경우 자산관리서비스 관련 시스템에 대한 투자가 적극적으로 이루어지지 않았던 점에 비추어 자동화 수준이 낮다고 판단된다. 더욱이 관련 시스템 구축에 상당한 수준의 비용지출이 수반되는데, 자산관리서비스로부터의 수익모델이 명확하지 않으면 자동화 시도가 지연될 것으로 보인다.

마지막으로 맞춤형이라는 구조에 대해 보자면, 맞춤형 프로그램 제공이 국내에서 본격화되지 못하고 있다는 점에서 은행, 금융투자회사, 보험회사 모두

경험과 노하우가 부족하다고 생각한다. 현재 국내에서 제공되는 자산관리서비스는 고객별 개별관리라는 형식적 차이를 제외하면 표준형 집합투자자와 유사한 금융투자상품이다. 즉 계좌만 별도로 관리될 뿐 동일한 모델포트폴리오가 복수의 고객에게 제시되며, 형식적인 위험성향 파악절차가 활용이 되고는 있으나 고객별 포트폴리오 구성이 보편화되지 못하고 있다. 이로 인하여 불완전 판매와 관련한 분쟁이 발생할 가능성이 높다. 이는 금융회사들의 적합성에 대한 인식이 충분하지 못하며, 적합성과 관련된 제도나 관행이 정착되어 있지 못하기 때문이다. 비록 자본시장법과 보험업법 개정안에서 적합성 원칙이 강화되고 있으나, 적합성 관련 업무절차의 표준화가 달성되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다. 현재와 같이 판매직원이 고객에게 상품 매입을 일방적으로 권유하는 영업방식 하에서는 적합성이 조기에 확보되기 어렵기 때문이다.

국내 스폰서들의 현재 모습은 비록 해외 선진 스폰서의 수준에 미치지 못하는 못하지만, 향후 맞춤형 프로그램을 개발할 수 있는 잠재력은 충분한 것으로 보인다. 일단 은행은 기존에 축적해 온 풍부한 고객 자료를 바탕으로 고객집단을 세분화 하고 각 고객집단에 대해 차별적인 서비스를 제공하는 기법이나 노하우를 보유하고 있다. 특히 기존의 CRM시스템을 잘 활용하면 맞춤형 프로그램을 본격적으로 개발하는 것이 가능할 것이다. 보험회사도 보험업의 특징인 장기계약에 따라 고객관계를 장기간 유지하는데 익숙한바, 향후 노력 여하에 따라 맞춤형 프로그램에서 조기에 경쟁력을 갖출 수 있다고 생각한다.

특히 보험회사는 보험기능을 수행하는 과정에서 형성된 노후생활보장 서비스 제공자로서의 인지도를 토대로 하면 은행이나 금융투자회사가 모방하기 어려운 차별적인 내용으로 프로그램 구성이 가능하다고 판단된다. 예를 들어, 자산관리서비스를 이용하는 주요 고객층은 50대의 남성으로 이들은 투자결정시 안정성을 가장 선호한다는 점에 주목할 필요가 있다.⁹⁵⁾ 다만 보험상품이나 연금상품의 경우 장기계약이 기본인 관계로 일회적인 재무설계 이후 동일한 포지션이 장기간 유지되는 경향이 존재한다. 따라서 지속적인 투자자문이 요구되는 금융투자상품과의 적절한 조화를 도모하는 것이 바람직할 것이다.

95) 신문식 이경희(2004), p94, 서울경제(2002)

3. 보험회사 신탁 경영 방안

신탁업이 보험회사에게 안정적인 수익원을 제공할 수 있는 만큼, 장기적으로 볼 때 보험회사가 신탁업을 경영하는 것이 바람직하다고 생각한다. 우선 신탁업은 전형적인 보수 기반 사업으로서 스폰서인 보험회사가 부담해야 하는 위험요인이 제한적이다. 또한 신탁업을 영위함에 따라 부담하게 될 위험요인은 보험업에 내재된 위험요인과 낮은 상관관계를 갖는다. 해외 금융선진국에서 보험회사들이 자산관리서비스 영업을 확대하는 것도 바로 이러한 점 때문이다. 따라서 수익원다각화를 원하는 보험회사라면 신탁업 경영을 적극적으로 검토해 볼 필요가 있다.

향후 수탁금전의 운용대상에 은행상품·금융투자상품과 더불어 보험상품도 허용되면 금융권역들 사이의 경쟁기반이 보다 공정해질 것이다. 특히 투자성 없는 신탁이 보험회사에게 허용되면, 보험회사가 경쟁우위를 가질 수 있는 맞춤형 프로그램의 개발도 가능하다고 생각한다. 예를 들어, 맞춤형 프로그램에서는 스폰서와 고객 사이의 신뢰관계가 기본인데, 보험회사와 보험계약자 사이에 형성된 장기적 거래관계가 중요한 자산이 될 수 있다. 또한 보험회사는 장기적인 자산운용에 대한 경험과 노하우를 토대로 생애설계에서 경쟁력을 가질 수 있다. 이하에서는 보험회사가 신탁을 경영하고자 할 때 주목해야 할 사항에 대해 검토한다.

가. 신규 진출 시 고려사항

보험회사가 신탁업에 진출하려면 최소한 신탁경영으로부터 기대되는 수익이 진출 시 소요되는 비용보다 커야 할 것이다.⁹⁶⁾ 신탁업 진출 시 비용이 최초 투자비와 신탁재산 운용비용으로 구성된다고 할 때, 보험회사는 수익성과 관련하여 다음과 같은 점들을 검토할 필요가 있다.

96) 현재 대형 증권회사가 부과하는 신탁수수료율(퇴직연금 자산관리 수수료 40bp)을 기준으로 판단해보면, 수탁고가 5,000억 원 수준이 되면 신탁부문이 손익분기점에 이를 것으로 보인다.

첫째, 신탁업 인가를 위해 요구되는 투자규모를 검토할 필요가 있다. 신탁업 인가를 받기 위해서는 적지 않은 규모의 투자가 수반되어야 한다. 예를 들어, 신탁업 인가를 위해서는 금전신탁의 경우 130억, 비금전신탁의 경우 120억으로 총 250억 원의 자기자본이 요구된다. 또한 신탁업 인가를 위한 구비요건으로 신탁 관련 운용전문인력(최소 5명) 확보, 신탁계정과 일반계정의 이해상충을 방지하기 위한 전산설비와 운영체계 구축이 요구된다. 이와 같은 명시적인 비용뿐만 아니라 신탁업 인가를 받기까지 상당한 비용과 시간이 소요된다는 점도 고려해야 한다.

둘째, 신탁업 진출 시 본체경영과 자회사경영 중 어느 것이 보다 적합한지 검토할 필요가 있다. 본체경영은 기존에 보유하고 있는 인적자원과 물적자원을 활용할 수 있다는 장점을 갖는다. 특히 요구 자기자본에 대한 추가적인 부담 없이 다른 요건(적정설비구비·계리구분·사무실독립·운용전문인력확보)을 구비하면 된다. 반면 신탁부문과 보험부문 사이에서 성과평가·보상체계·조직문화가 합리적으로 차별화되지 못할 경우 장기적으로 신탁업에서 경쟁력을 확보하거나 보험업과의 시너지를 기대하기 어려울 것이다.

자회사경영 방식으로 신탁업을 영위하는 경우, 상대적으로 단기간 내에 신탁 관련 전문성과 경쟁력을 축적하는 것이 가능하며 개방형·판매플랫폼을 활용하는데 유리할 수 있다. 반면, 모회사인 보험회사의 인지도·운용노하우를 활용할 수 없는 만큼, 신탁업 자체로부터 수익이 실현되기 전까지는 경쟁력이 취약할 것으로 예상된다. 특히 신탁업에 진출하더라도 수탁고가 일정 수준 이상으로 늘어나기 전까지는 신탁업으로부터의 수익 실현을 기대하기 어려울 것이다.

셋째, 보험회사의 현행 판매채널들 중 어떤 것이 신탁영업에 활용될 수 있는지를 검토할 필요가 있다. 현행 판매채널은 법인채널(퇴직연금·MMT)과 개인고객채널(특정금전신탁·보험금신탁·종합재산신탁)로 대별된다. 법인채널은 퇴직연금이나 MMT에 활용될 수 있으나, 신탁경영 시 요구되는 이해상충방지체계를 감안하면, 법인채널이 활용될 가능성은 높지 않다. 한편 개인고객채널은 특정금전신탁·보험신탁·종합재산신탁에 활용될 수 있는바, 일정한 자격을 갖춘 설계사가 고객에게 신탁설정을 권유하도록 하는 것이 가능하다. 다만 신

탁계약은 표준화된 수익증권과 달리 맞춤형으로 구성되는 만큼, 기존 설계사들을 활용하는 것이 쉽지만은 않을 것이다. 개별 보험회사의 상황이나 맞춤형 프로그램 도입 의지에 따라 개방형-판매플랫폼의 활용이 대안이 될 수 있을 것이다.

넷째, 신탁업을 수행하기 위해 요구되는 인프라를 어떻게 구축할 것인지 검토할 필요가 있다. 앞서 신탁업을 시작한 은행이나 금융투자회사에 비해 보험회사는 신탁업을 위한 인프라가 상대적으로 부족한 상태이다. 은행이나 금융투자회사의 경험을 참조하여 다양한 인프라(IT시스템구축·법률자문·상품개발·영업·운용)에 대한 내부규정을 정비하는 것이 중요하다.

다섯째, 어떻게 신탁부문의 인력을 확충할 것인지 검토할 필요가 있다. <표 VII-1>은 2008년 9월 기준으로 신탁을 겸영하고 있는 4개 생명보험회사들의 신탁업무 관련 조직도를 보여준다. 신탁담당 인원은 10명 이내로, 자산운용·컨설팅·연금계리 관련 전문 인력이 충분하지 못한 상황이다. 한 가지 방안은 기존의 보험부문 운용부서의 인력을 활용하여 신탁부문을 구성하는 것이다. 동 방안은 기존에 축적된 운용능력·경험·노하우·운용전략을 신탁부문에 이전시킬 수 있다는 장점을 갖는다. 또한 신탁부문 자체의 운용실적이 축적되기 전까지 기존 보험부문의 운용실적과 명성을 활용하는 것이 가능하다. 이해상충방지체계 하에서 신탁재산 운용성과는 고유재산 운용성과와 직접적인 관련이 없다. 그럼에도 불구하고 고객은 고유재산 운용실적이 우수한 보험회사를 선호할 가능성이 높다. 한편 금융투자상품에 대한 운용경험·운용능력이 우수한 외부 운용자에게 위탁하는 것도 고려해 볼 수 있다. 그러나 장기간 외부 운용자에게만 의존하는 것은 바람직하지 않다고 생각되는데, 무엇보다도 수탁고 성장에 따라 수수료 부담이 커질 수 있기 때문이다.

여섯째, 신탁부문을 어떤 형태로 구성할지 검토할 필요가 있다. <표 VII-1>에서 확인할 수 있듯이 대부분의 회사에서 신탁팀장이 전략기획실이나 영업대표 산하 하위부서에 속해있으며, 신탁부문이 별도로 확립되어 있지 못하다. 더욱이 신탁 관련 기능과 업무가 보험부문의 여러 부서에 산재되어 있다. 향후 전문화된 신탁부문을 구성하기 위해서는 신탁 전담임원 배치, 신탁 지원부·영업부의 구성이 요구된다. 부수적인 기능은 보험부문의 기존 부서에 의존하

더라도, 책임경영과 일관된 전략추진을 위해서는 신탁 전담임원 배치와 인력의 확충이 불가피하다.

<표 VII-1> 생명보험회사 신탁부서 현황

(단위: 명)

구 분	신탁담당 조직도	담당인원
삼성	기획관리실/경영기획담당/신탁파트	10
대한	전략기획실/기획담당/신탁팀	9
교보	CEO/신탁팀담당/신탁팀	7
미래	채널영업대표/신탁영업본부/신탁팀	10

자료 : 생명보험협회, 2008년 9월 기준

나. 활용가능성이 높은 신탁상품

보험회사는 이미 우수고객이 이탈하는 것을 방지하기 위해 FP-센터를 통해 거액자산가들에게 재무설계 컨설팅을 제공하고 있다. 그러나 아직까지는 펀드 판매 이외에 맞춤형 프로그램을 제공할 수 있는 수단이 존재하지 않아, 프로그램의 내용이 제한적이다. 그런데 신탁을 겸영하면 본격적인 맞춤형 프로그램 제공이 가능해진다. 특히 신탁겸영 보험회사는 보험금신탁이나 보험신탁을 활용할 수 있다고 판단된다.

첫째, 보험회사가 신탁을 활용하여 지급보험금을 재유치하는 것이 가능하다. 현재 신탁업을 겸영하지 않는 보험회사들의 경우, 인출되는 보험금이 재유치될 수 있는 수단이 존재하지 않는다. 그런데 신탁업 겸영 시에는 특정금전신탁을 통해 인출된 보험금이 재유치될 수 있다. 향후 비적격 개인연금과 변액보험 규모가 확대되면 환급금이나 보험금 규모가 큰 폭으로 증가될 수 있는바, 맞춤형 프로그램을 기반으로 하는 보험금신탁의 시장성은 충분하다고 생각한다. 다만, 보험금신탁에 대한 세제혜택이 없고 설계사가 직접 권유할 수 없다는 단점이 있는 바 이를 개선할 필요가 있겠다.

둘째, 보험회사가 보험신탁을 활용하여 본격적인 생애설계 프로그램을 개발하는 것이 가능하다. 평균수명 증가에 따라 노후생활을 대비하기 위한 생애설계 프로그램(유언상속·재산신탁 포함)에 대한 수요가 증가하고 있다. 이에 대응하기 위해서는 전 생애 차원의 복합적인 위험요인들을 관리할 수 있는 수단이 요청되는데, 이러한 목적으로 종합재산신탁·보험신탁이 유용하게 활용될 수 있다. 종합재산신탁에서는 상이한 종류의 자산들(금전·유가증권·부동산)이 단일의 신탁계약으로 수탁되어 통합적으로 관리·처분·운용됨에 따라 생애설계 프로그램 제공이 용이하다.⁹⁷⁾ 다만 현행 종합재산신탁에는 보험상품이 포함될 수 없는데, 이와 같은 한계를 해소하기 위해 보험신탁의 도입을 도모해야 할 것이다.

다. 퇴직연금 관련 고려사항

보험회사가 신탁업을 겸영하면 퇴직연금 신탁계약을 영위할 수 있게 된다. 해외 금융선진국의 사례를 보면, 퇴직연금이 도입된 후 신탁시장(간접투자시장)이 빠르게 성장하였다. 향후 국내에서도 퇴직연금이 의무화되면 관련 신탁시장의 확대가 예상된다. 따라서 보험회사들도 퇴직연금 신탁시장에 대해 관심을 가질 필요가 있다.

한편 2008년 중 퇴직연금 신탁계약 운용대상에 보험상품의 포함을 허용하는 규정개정이 있었는데, 그로 인하여 보험회사가 신탁겸영에 관심을 가질 필요성이 커졌다. 전통적으로 퇴직연금계약은 자산관리계약 상대방이 보험회사인 보험계약과 그 상대방이 은행·금융투자회사인 신탁계약으로 구분되어 왔다.⁹⁸⁾ 보험계약에서는 보험상품을 운용대상으로 하여 합동으로 운용되는 반면, 신탁계약에서는 예금·금융투자상품을 운용대상으로 하여 개별적으로 운용되었다. 따라서 제도변화 이전에는 연금형태의 지급(특히 중신지급)은 보험계

97) 일례로서 기업이 보유한 다양한 자산들이 하나의 종합재산신탁계약을 통해 포괄적으로 수탁되면, 이를 담보로 하여 자산유동화증권이 발행되는 것이 가능하다. 이 경우 자산유동화증권 발행절차가 간소화되어 자금조달비용이 낮아짐으로써 자금조달 효율성이 증진될 수 있다.

98) 지급가능 시점 이후에는 두 가지 계약 모두 IRA형으로 전환될 수 있으며, 전환 이후에는 어느 유형으로든 운용이 가능하다.

약에서만 가능하였다. 그러나 제도변화로 인하여 신탁계약에서도 연금의 종신 지급이 가능해졌다.

복합성 제고라는 면에서 보자면 이러한 변화가 긍정적이라고 생각하지만, 운용대상에서 보험계약과 신탁계약 사이에 차별이 발생하게 되어 보험계약이 상대적으로 경쟁열위에 놓이게 되었다. 은행·금융투자회사가 제공하는 신탁계약에 보험상품이 포함될 수 있는 반면, 보험회사가 제공하는 보험계약에는 해당 보험회사가 제공하는 확정금리상품·실적배당상품만 포함될 수 있기 때문이다. 이로 인하여 보험계약이 활용하기에 보다 불편한 상품이 되었다. 예를 들어, 가입자가 보험 이외의 자산을 편입하기를 원하는 경우 보험회사와 더불어 자산운용기관과도 추가적인 계약을 체결해야 한다.

<표 VII-2> 퇴직연금 유형

기 준	보 험 회 사	은행, 금융투자회사
계약형태	보험계약	신탁계약
운용대상	보험	예금·보험·금융투자상품
운용방법	합동 운용	개별 운용
지급방법	일시금, 분할, 종신 ¹⁾	일시금

주 : 1) 손보는 종신불가

따라서 현행 보험계약만으로는 퇴직연금 시장에서 보험회사가 경쟁력을 유지하기 어려울 것으로 예상된다. 이러한 경쟁열위를 극복하려면 보험회사가 신탁경영을 통해 보험계약과 신탁계약 제공을 병행할 필요가 있다. 확정기여형 퇴직연금에서는 사외적립재원이 다양한 금융상품에 투자될 필요가 있는 바, 신탁계약과 보험계약이 적절히 조합되면 퇴직연금 고객들의 다양한 요구를 수용할 수 있을 것이다.

퇴직연금신탁 진출 시 보험회사들이 검토할 사항은 다음과 같다. 첫째, 기존 퇴직보험을 퇴직연금신탁으로 전환하는데 노력할 필요가 있다. 신탁업에서는 규모의 경제가 작용하는 만큼, 초기에 퇴직연금 신탁시장을 선점하면 장기

적으로 시장지배력을 확보할 가능성이 높아진다. 따라서 퇴직보험 자금의 재유치를 기반으로 하여 다양한 시장선점 방안들(신규고객확보·브랜드가치구축·신탁상품개발·설계사전문성강화)을 추진할 필요가 있겠다.

둘째, 퇴직연금 업무지원부서와 영업부서를 신탁담당임원이 관할하는 신탁부문으로 재편할 필요가 있다. 이는 퇴직연금계약의 특성상 업무지원부서와 영업부서 사이의 유기적 협력체계가 중요하기 때문이다. 또한 부서별로 명확한 업무분장을 전제로 하되, 업무 효율성과 사업역량을 제고하려면 신탁부문 내 조정기능을 담당할 임원을 배치하는 것이 필요하다.

라. 이해상충방지체계 구축

신탁경영 보험회사는 고유부문과 신탁부문 사이에서 발생할 수 있는 이해상충을 방지하기 위한 장치를 마련해야 한다. 자본시장법에서 이와 관련된 내용을 규정하고 있는바 그 내용을 간략히 소개하면 다음과 같다.

우선 금융투자업자에게 이해상충이 발생할 가능성을 관리할 것이 요구된다. 금융투자업자는 이해상충을 방지하기 위하여 이해상충이 발생할 가능성을 파악하고 평가해야 한다(자본시장법 제44조 제1항). 이때 평가대상에는 금융투자업자와 투자자 사이의 이해상충뿐만 아니라 특정 투자자와 다른 투자자 사이의 이해상충도 포함된다. 이해상충이 발생할 가능성은 내부통제기준이 정하는 바에 따라 적절히 관리되어야 한다.

만약 이해상충이 발생할 가능성이 존재하면, 금융투자업자는 그 사실을 미리 해당 투자자에게 알려야 한다(자본시장법 제44조 제2항). 해당 이해상충이 발생할 가능성이 내부통제기준이 정하는 바에 따라 투자자보호에 문제가 없는 수준까지 해소된 이후에만 매매·거래를 할 수 있다. 반면 이해상충이 발생할 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되는 경우에는, 금융투자업자가 해당 매매·거래를 해서는 안 된다(자본시장법 제44조 제3항).

다음으로 이해상충이 발생할 가능성이 존재하는 복수의 금융투자업들이 경영될 경우, 해당 업들 사이에서 정보교류가 차단된다. 금융투자업자가 그 영위하는 금융투자업들(고유재산 운용업무 포함) 사이에서 이해상충이 발생할

가능성이 큰 경우, 각 업을 담당하는 부서들 사이에서 일부 행위가 제한된다(자본시장법 제45조 제1항). 자본시장법 시행령(제50조 제1항)에 제시된 예는 고유재산 운용업무(투자매매업·투자중개업 포함)와 신탁업(집합투자업 포함) 사이에서의 이해상충이다.

첫째, 자본시장법은 다음과 같은 세 가지 행위를 제한하고 있다. 첫째, 금융투자상품의 매매에 관한 정보가 고유재산 운용업무와 신탁업무 사이에서 교류되는 것이 제한된다(자본시장법 제45조 제1항 제1호). 제한 대상은 금융투자상품의 매매에 관한 정보, 금융투자상품의 소유현황에 관한 정보, 신탁재산(집합투자재산·투자일임재산 포함)의 구성내역과 운용에 관한 정보, 기업금융업무를 통해 취득된 정보 중 미공개중요정보 등이다. 다만, 이해상충이 발생할 가능성이 크지 않은 경우로서 금융위원회가 정한 기준에 따른 경우에는 정보 교류가 가능하다(자본시장법시행령 제50조 제2항).

둘째, 같은 임원(대표이사·감사·상근감사위원 제외)이나 직원에 의해 고유재산 운용업무와 신탁업이 겸직되는 것이 제한된다(자본시장법 제45조 제1항 제2호).

셋째, 사무실 공간과 전산설비가 공동으로 이용되는 것이 제한된다(자본시장법 제45조 제1항 제3호). 이와 관련하여 자본시장법시행령(제50조 제3항)에 규정된 내용은 아래와 같다. 사무공간이 벽이나 칸막이를 통해 공간적으로 분리되어야 하며, 출입문을 공동으로 이용할 수 없다. 전산시스템도 신탁업무 관련 정보가 고유재산 운용업무 관련 정보로부터 독립적으로 저장·관리·열람될 수 있도록 구축되어야 한다.

넷째, 자본시장법시행령(제50조 제4항)에 의해 다음과 같은 행위가 추가로 제한된다. 각 업무에 대해 담당부서가 독립적으로 구분되어야 하며, 담당부서가 해당 업무를 독립적으로 처리해야 한다. 각 업무를 수행하는 임직원 사이에서 해당 업무 관련 회의나 통신이 발생한 경우에는, 그 회의나 통신에 관한 기록이 유지되어야 한다. 관련 사항은 매월 1회 이상 준법감시인(감사·이에 준하는 자 포함)으로부터 확인받아야 한다.

요컨대, 자본시장법에 의해 요구되는 인적구분·물리적구분·정보교류 차단 규정이 엄격하게 적용되면 보험부문 업무를 담당하는 부서가 신탁부문 업무

에 개입하는 것이 원칙적으로 제한될 것이다. 하지만 보험회사의 적극적인 대응에 따라서는 규정적용이 완화될 가능성이 존재한다. 인적구분·물리적구분의 경우, 운용부서 이외의 보험부문 부서에 대해서는 적용되지 않는바 보험회사의 부담이 크지 않다고 생각한다. 오히려 신탁업에서의 전문성 확보와 책임경영을 위해 인적구분이 바람직할 수 있다. 특히 정보교류의 경우 보험부문(집합투자업에 해당하는 변액보험 제외)과 신탁부문 사이에서는 이해상충이 발생할 가능성이 크지 않은 만큼, 금융위원회가 정한 기준에 따른 정보교류를 허용 받을 수 있을 것으로 판단된다.

4. 보험지주회사를 통한 신탁 경영 방안

가. 개방형-판매플랫폼 구축 방안

보험회사가 맞춤형 프로그램을 제공하는 스폰서로서 개방형구조를 구축하고자 할 경우, 단계적으로 접근하는 것이 현실적이라고 생각한다.

우선은 벤더-플랫폼 전략을 추구할 필요가 있다. 계열판매회사가 존재하지 않거나 계열판매회사의 시장점유율이 높지 않은 운용회사에게 판매플랫폼을 제공하는 것이다. 동 전략은 찰스스왑, 구글에 의해 성공적으로 활용된바 있다. 이때 감안할 점은, 운용회사가 스폰서의 판매플랫폼과 기존의 판매회사를 동시에 활용하려 한다는 것이다. 이는 스폰서의 판매플랫폼에 보다 우수한 금융서비스를 제공하도록 운용회사가 유인하려면 개방성에 대한 신뢰를 줄 수 있어야 함을 시사한다.

벤더-플랫폼 전략에서 신뢰 구축의 중요성은 찰스스왑의 예에서 확인할 수 있다. 찰스스왑은 1990년대 초부터 독립운용회사들에게 매매중개업무·후선업무를 지원하기 시작하였다. 찰스스왑이 계열운용회사 U.S. Trust를 보유하고 있었던 만큼, 처음에는 고객에게 제공하는 투자자문 서비스를 두고 찰스스왑과 독립운용회사들이 경쟁관계에 있었다. 그러나 찰스스왑은 독립운용회사들을 계열운용회사와 동등하게 대우함으로써 이해상충 가능성에 대한 우려를

불식시키고 운용회사들의 참여를 성공적으로 유도하였다. 계열운용회사와 독립운용회사들에게 동일한 수준의 수수료를 부과하였던 것이 대표적인 예이다.

다음으로 양면플랫폼 전략을 추구할 필요가 있다. 운용회사들의 참여가 어느 정도 본격화된 시점에서 독립투자자문인력의 참여를 유도함으로써, 수요와 공급 양면에서 우수한 참여자들이 판매플랫폼에 모이도록 하는 것이다. 이를 위해서는 기본적으로 독립투자자문인력이 요구하는 사항을 광범위하고 유연하게 수용할 수 있어야 한다. 즉 독립투자자문인력의 개별적 요구를 수용하여 맞춤형 프로그램을 제공하는 것이 가능해야 한다. 이때에도 기존의 참여자에 비해 새로운 참여자가 차별받지 않는다는 신뢰를 구축하는 것이 중요하다. 이를 위해서는 독립투자자문인력과 운용회사에 대한 대우가 공정하게 이루어져야 한다.

한편 보험회사는 외부 대형 개방형-판매플랫폼(독립투자자문인력 네트워크)을 인수함으로써 개방형구조를 구축할 수 있다.⁹⁹⁾ 예를 들어, 영국 보험회사인 RBS는 Tesco와의 제휴를 통해 판매회사인 Tesco Personal Finance를 설립하고 금융상품을 판매하고 있다. 그리고 영국에서는 4대 보험회사¹⁰⁰⁾가 대형 판매법인 Tenet Group의 전체 지분 중 87%를 보유하고 있다. Skandia도 Bankhall Network의 전체 지분 중 81%를 보유하고 있다. 또한 Aegon은 다수의 지역 독립투자자문인력 네트워크를 인수하여 자회사 Origin을 설립한바 있다. 보험회사가 기존 판매채널의 분사를 통해 자회사를 설립하는 것도 가능하다. 예를 들어, 미국의 AXA Group에서는 1999년 AXA Financial Service가 100% 출자하여 AXA Advisors를 설립한바 있다. AXA Advisors는 투자자문인력들로 구성된 조직으로서, 기존 설계사들의 자질을 금융투자회사의 브로커 수준으로 향상시킨 후 부유층 고객을 대상으로 영업을 하고 있다.

나. 개방형-판매플랫폼 활용 방안

해외 보험회사들의 사례를 볼 때, 스폰서인 보험회사는 다음과 같은 두 가

99) 안철경(2009)를 참조한다.

100) 영국의 4대 보험회사는 Friends Provident, Aviva, Aegon, Standard Life이다.

지 형태로 개방형-판매플랫폼과 관계를 설정할 수 있다.

우선 보험회사가 대형 개방형-판매플랫폼과 제휴하거나 그에 대해 지분투자를 확대하는 것이 가능하다. 즉 보험회사가 맞춤형 프로그램의 제조와 판매를 분리한 후 제조(프로그램개발·운용)에 집중하고 판매는 개방형-판매플랫폼에 위탁하는 것이다. 이와 같은 전략을 선택하는 경우 개방형-판매플랫폼의 고의나 과실에 의해 불완전판매가 발생할 수 있다는 점에 주의할 필요가 있다. 불완전판매로 인한 고객과 보험회사의 피해가 우려될 경우에는 대형 개방형-판매플랫폼에 대해 판매자 책임을 요구해야 한다. 한편 보험회사는 과도한 수수료 경쟁에서 벗어나 금융 유통업에서 최소한의 지배력을 유지할 수 있도록, 차별화된 맞춤형 프로그램 개발에 노력해야 할 것이다.

다음으로 스폰서인 보험회사가 독립투자자문인력과 직접 거래관계를 설정하고 판매플랫폼을 제공하는 것이 가능하다. 즉 보험회사가 기존의 보험상품 판매 노하우·인적자원을 토대로 맞춤형 프로그램의 제조와 판매의 병행을 도모하는 것이다. 기존 판매채널을 활용하고자 하는 경우에는 설계사들을 고능률화해야 한다.¹⁰¹⁾ 고능률화된 설계사를 투자자문인력으로 활용하면 충성도가 높은 고객을 관리하고 수익성이 높은 맞춤형 프로그램을 제공하는 것이 가능할 것이다.

한편, 두 가지 방식 중 어느 것이 보다 적합한지는 보험회사가 기존에 활용하던 판매채널의 상황이나 독립투자자문인력의 수에 따라 달라질 수 있다. 기존 설계사채널로부터의 경험과 노하우를 활용하고자 하는 보험회사라면 독립투자자문인력과 직접 거래관계를 갖는 것이 보다 유리할 것으로 보인다. 또한 독립투자자문인력의 수가 일정 수준에 이르기 전까지는 독립적인 개방형-판매플랫폼이 출현하기가 쉽지 않을 것이므로, 스폰서인 보험회사가 독립투자자문인력과 직접 거래관계를 가지게 될 것으로 예상된다.

향후 독립투자자문인력의 수가 많아지면 스폰서인 보험회사와 별도로 개방형-판매플랫폼이 정착하게 될 가능성이 높다. 이러한 점은 호주의 선례에서 확인할 수 있는데, 전통적으로 독립투자자문인력의 수가 많았던 만큼 금융 빅

101) 이를 위한 개선과제로서, 채널비용 효율화, 모집수수료 체계 개선, 겸업화 적합성 제고, 교육 강화 등이 요구된다. 구체적인 내용은 안철경·권오경(2009)를 참조하기 바란다.

방 이후 개방형구조 스폰서가 등장한 이후에도 개방형-판매플랫폼이 계속 활용되고 있다.

다. 지주회사제도 활용 방안

2008년 10월 금융지주회사법 개정안이 입법 예고되었다.¹⁰²⁾ 동 방안은 비은행지주회사가 비금융회사를 지배하도록 허용하는 내용을 포함하고 있다. 현행 제도에서는 지주회사가 금융·비금융 자회사를 동시에 보유하는 것을 금지하고 있는데, 이를 개정하고자 하는 것이다. 이러한 내용의 개정이 이루어지면, 보험지주회사(지주회사 내에 은행이 없고 보험회사 중심으로 영업하는 금융지주회사)가 자회사 형태로 비금융회사를 직접 지배하는 것이 허용된다.¹⁰³⁾ 따라서 향후 보험회사가 기존에 자회사로 보유하고 있던 운용회사와 함께 보험지주회사로 전환한 후, 신규로 금융판매전문회사를 설립하는 것이 가능해진다.

다만 보완방안으로서 보험지주회사가 비금융자회사(금융판매전문회사)에 대해 신용을 공여하는 경우 지주회사에 현저히 불리한 조건의 지원은 제한된다. 또한 비금융자회사(금융판매전문회사)는 금융감독당국의 임점검사를 받게 된다.

보험회사가 지주회사 체제를 활용하여 신탁을 경영하고자 할 경우 다음과 같은 제도 변화 내용을 참조할 필요가 있겠다. 첫째, 지주회사 소속 금융자회사 간 임직원 겸직이 허용된다. 현재 동종업종에 한해서만 허용되는 임직원 겸직이 일정한 보완장치 마련을 전제로 하여 원칙적으로 허용되는 것이다.¹⁰⁴⁾ 이렇게 되면 지주회사를 중심으로 보험자회사·운용자회사·신탁자회사·투자중개자회사 사이의 매트릭스 조직¹⁰⁵⁾ 형성이 가능해짐에 따라 시너지 효과가

102) 지주회사-자회사간 신용공여 등 거래제한(firewall)을 은행지주회사 수준과 차등화되며, 설립인가·자회사 편입승인 규제, 자회사의 손자회사 지배요건, 수직적 출자단계 규제 등도 완화된다. 금융위원회(2008d)를 참조한다.

103) 그러나 비금융 손자회를 지배하는 것은 금지된다. 이는 보험계약자로부터 수탁 받은 자산을 비금융회사에 대한 지배력 확장에 직접 사용함으로써 이해상충 등의 문제를 야기하는 것을 방지하기 위해서이다.

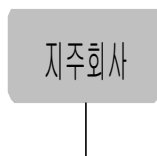
104) 다만 이는 금융위원회 승인사항이다.

제고될 수 있다. 이때 마련해야 할 보완장치로서 지주회사의 컴플라이언스 기능 강화, 겸직 사전승인 시 내부통제체제 적절성 심사, 분쟁(이해상충에 따른 손해배상 등) 발생 시 무과실 입증책임을 회사에게 부과하는 방안이 제시되고 있다.

둘째, 해당 인가를 받은 자회사 사이의 업무위탁이 허용됨에 따라 후선업무·전산업무를 중심으로 업무위탁 허용범위가 대폭 확대된다. 이렇게 되면 자회사들 사이의 중복기능이 통폐합됨으로써 시너지 효과가 제고될 수 있다. 예를 들어, 신탁자회사가 보험자회사·운용자회사의 후선업무를, 판매자회사가 보험자회사·운용자회사·신탁자회사의 판매업무를 통합적으로 담당하는 지주회사 체제를 생각해 볼 수 있을 것이다.

보험지주회사 체제를 활용하면 독립투자자문인력의 활용 방식도 이원화될 수 있다. 전문적 투자자문이 수반되어야 할 복합적 프로그램에서는 스폰서인 신탁자회사가 독립투자자문인력과 직접 거래관계를 설정하고 관리하는 반면, 서비스의 내용이 단순한 프로그램에서는 개방형-판매플랫폼(판매자회사)을 경유하여 독립투자자문인력과 거래관계를 설정하는 것이 가능하다고 판단된다. 이렇게 하면 경쟁수단인 서비스 내용과 가격의 명확화와 단순화를 도모하여 소비자 보호 강화에 대응하면서도 맞춤형 프로그램의 제공이 가능할 것이다.

<그림 VII-1> 지주회사 체제에서의 신탁경영



105) 지주회사의 자회사들을 고객·상품·지역별 사업부로 수평적으로 구분하여 경영·관리하는 체제를 의미한다.

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강창희, 『미일 증권회사의 자산관리형 영업』, 증권, 2002.
- 금융위원회, 『펀드 판매시장 선진화방안』, 보도자료, 2008a.
- 금융위원회, 『보험업법 개정안 입법예고』, 보도자료, 2008b.
- 금융위원회, 『금융규제개혁 기본방향 및 진입규제 개선방안』, 보도자료, 2008c.
- 금융위원회, 『은행주식 보유규제 및 금융지주회사 제도 합리화 방안』, 보도자료, 2008d.
- 금융위원회, 『투자권유 관련 업무처리 해설지침 마련 안내』, 보도자료, 2009.
- 김우재, 『자산관리산업의 변화』, 대신경제연구소, 2002.
- 김창호, 『국내 프라이빗뱅킹(PB)의 현황 및 과제』, 한국은행 은행국 은행연구팀, 2004.
- 박대근, 박준호, 이창용, 곽동철, 『FundNet 구축효과에 대한 실증분석』, 한국예탁결제원 연구용역보고서, 한국채권연구원, 2006.
- 박진수, 『국내 프라이빗 뱅킹의 현황 및 시사점』, 삼성경제연구소 연구보고서, 2003.
- 안성포, 『신탁제도의 발전을 위한 입법적 과제: 집단신탁을 중심으로』, 한국증권법학회 정기세미나 발표자료, 2007.
- 안철경, 『판매채널 변화에 따른 보험회사 대응전략』, 제30회 보험경영인 조찬회 발표자료, 2009.
- 안철경·권오경, 『보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안』, 보험연구원 연구보고서 2009-1, 2009.
- 이재돈·손관설·김완중, 『자산관리업 활성화를 위한 고객스타일별 포트폴리오 설계방안』, 삼성금융연구소 연구보고서 03-08.
- 진익·한지연, 『선진 금융투자상품 소개: PS(Property Swap)』, 자본시장포럼 가을호, 한국증권연구원, 2006.
- 진익·한지연, 『스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리』, 한국증권연구원 조사

보고서 06-01, 2007.

진익·유경원·서대교·최형선·이경아·이혜은·최원, 『자산운용산업 국제화를 위한 제도개선 및 인프라구축 방안』, 한국예탁결제원 용역보고서, 보험연구원, 2008.

펀드업무부, 『펀드결제수수료 수지분석 자료』, 한국예탁결제원, 2007.

<해외문헌>

Block, S.B., A study of financial analysts: Practice and theory, *Financial Analysts Journal* 55(4), 86-95, 1999.

Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A., Investments, 8th edition, The McGraw-Hill Companies, 2009.

Bronson, J., Scanlan, M., and Squires, J., Managing Individual Investor Portfolios, CFA Institute, 2005.

Capgemini & Merrill Lynch, *World Wealth Report 1997-2006*, 2006.

Chhabra, A.B., *Beyond Modern Portfolio Theory: Moving from the Aggregate to the Individual*, Wealth Management 2006 conference, 2006.

Clendenin, J., What do stockholders like? *California Management Review* 1(1), 47-55, 1958.

Cowles, A., A revision of previous conclusions regarding stock price behavior, *Econometrica* 28(4), 909-915, 1960.

Fama, E., Random walks in stock market prices, *Financial Analysts Journal* 21(5), 55-59, 1965.

Fama, E., French, K., The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 46, 427-466, 1992.

Fama, E., French, K., The capital asset pricing model: Theory and evidence, *Journal of Economic Perspectives* 18(3), 25-46, 2004.

Frieder, L., Subrahmanyam, A., Perspectives: Nonsecular regularities in returns and volume, *Financial Analysts Journal* 60(4), 29-34, 2004.

Ibbotson, R.G., Milevsky, M.A., Chen, P., Zhu, K.X., *Lifetime Financial*

- Advice Human Capital, Asset Allocation, and Insurance*, The Research Foundation of CFA Institute, 2007
- Johnson, K.J., Efficiency and restrictions on portfolios formed using quadratic programming, *Proceedings of the Institute of Management Science*, 1974.
- Kuronuma, E., *Basics of American Law*, 2004.
- Kaplan, M. and Haenlein, M., "Toward a parsimonious definition of traditional and electronic mass customization", *Journal of product innovation management* 23 (2), 2006.
- Loss, L., Seligman, J., *Fundamentals of Securities Regulation 1*, Aspen Publishers, 2004.
- Markowitz, H.M., Portfolio selection, *Journal of Finance* 7(1), 77-91, 1952.
- Maxwell, J.E., Using reporting to anchor a successful client communication strategy, CFA Institute Conference Proceedings, 2005 (Oct).
- Merton, R., Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous time case, *Review of Economics and Statistics* 51, 247-257, 1969.
- Miller, M.H., Modigliani, F., Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411-433, 1961.
- Partridge, I., The family office: Exploring the alternatives from a wealthy family's perspective, CFA Institute, 2004 (Aug 27).
- Pine II, J., *Mass Customization: The New Frontier in Business Competition*, 1992.
- Poser, S.N., *Broker-Dealer Law And Regulation: Private Rights of Action*, Aspen Law & Business 2nd Ring edition, 1997.
- Samuelson, P., Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246, 1969.
- Scorpio Partnership, *Private Banking KPI Benchmark*, 2008.
- Sharpe, W.F., Capital asset prices: A theory of market equilibrium under condition of risk, *Journal of Finance* 19, 425-442, 1964.

- Shefrin, H., Statman, M., Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 27, 253-282, 1984.
- Shefrin, H., Statman, M., The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence, *Journal of Finance* 40, 777-790, 1984.
- Shefrin, H., Statman, M., Behavioral capital asset pricing theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(3), 323-349, 1994.
- SIFMA, *Financial Fackbook 2006*, 2007.
- Snyder, R.C, Mack, R.W., The analysis of social conflict—toward an overview and synthesis, *Journal of Conflict Resolution* 1(2), 212-248, 1957.
- Statman, M., Lottery players/stock traders, *Financial Analysts Journal* 58(1), 14-21, 2002.
- Statman, M., The diversification puzzle, *Financial Analysts Journal* 60(4), 44-53, 2004.
- Statman, M., Normal investors, then and now, *Financial Analysts Journal* 61(2), 31-37, 2005.
- Tseng, M. and Jiao, J., Mass Customization, in *Handbook of Industrial Engineering, Technology and Operation Management* (3rd ed), 2001.
- Weintraub, R.E., On speculative prices and random walks a denial, *Journal of Finance* 18(1), 59-66, 1963.
- Welch, D.S., Investment consulting and its evolving role in advising family offices, AIMR, 2003 (September).
- Wilcox, Horvitz, diBartolomeo, *Investment Management for Taxable Private Investors*, Research Foundation of CFA Institute, 2006.
- Yeong Phick Fui, Insider insights: Trends in Asian High Net Worth clients behavior, UBS, 2007 (Jan 23).
- Zhou, X., Dong, M., Can Fuzzy Logic Make Technical Analysis 20/20? *Financial Analysts Journal* 60(4), 54-75, 2004.

보험연구원(KIRI) 발간물 안내

■ 연구보고서

- 2006-1 보험회사의 은행업 진출 방안 / 류근옥 2006.1
- 2006-2 보험시장의 퇴출 분석과 규제개선방향 / 김헌수 2006.3
- 2006-3 보험지주회사제도 도입 및 활용방안 / 안철경, 이상우 2006.8
- 2006-4 보험회사의 리스크공시체계에 관한 연구 / 류건식, 이경희 2006.12
- 2007-1 국제보험회계기준도입에 따른 영향 및 대응방안 / 이장희, 김동겸 2007.1
- 2007-2 민영건강보험료율 결정요인 분석 / 조용운, 기승도 2007.3
- 2007-3 퇴직연금 손·익 위험 관리전략에 관한 연구 / 성주호 2007.3
- 2007-4 확률적 프런티어 방법론을 이용한 손해보험사의 기술효율성 측정 / 지홍민 2007.3
- 2007-5 금융겸업화에 대응한 보험회사의 채널전략 / 안철경, 기승도 2008.1
- 2008-1 보험회사의 리스크 중심 경영전략에 관한 연구 / 최영목, 장동식, 김동겸 2008.1
- 2008-2 한국 보험시장과 공정거래법 / 정호열 2008.3
- 2008-3 확정급여형 퇴직연금의 자산운용 / 류건식, 이경희, 김동겸 2008.3
- 2009-1 보험설계사의 특성분석과 고능률화 방안/ 안철경, 권오경 2009.1
- 2009-2 자동차사고의 사회적 비용 최소화 방안 / 기승도 2009.1
- 2009-3 우리나라 가계부채 문제의 진단과 평가 / 유경원, 이혜은 2009.3

■ 조사보고서

- 2006-1 2006년도 보험소비자 설문조사 / 김세환, 조재현, 박정희 2006.3
- 2006-2 주요국 방카슈랑스의 운용사례 및 시사점 / 류건식, 김석영, 이상우, 박정희, 김동겸 2006.7
- 2007-1 보험회사 경영성과 분석모형에 관한 비교연구 / 류건식, 장이규, 이경희, 김동겸 2007.3
- 2007-2 보험회사 브랜드 전략의 필요성 및 시사점 / 최영목, 박정희 2007.3
- 2007-3 2007년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 오승철 2007.3
- 2007-4 주요국의 퇴직연금개혁 특징과 시사점 / 류건식, 이상우 2007.4
- 2007-5 지적재산권 리스크 관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2007.10
- 2008-1 보험회사 글로벌화를 위한 해외보험시장 조사 / 양성문, 김진억, 지재원, 박정희, 김세중 2008.2
- 2008-2 노인장기요양보험 제도 도입에 대응한 장기간병보험 운영 방안 / 오영수 2008.3
- 2008-3 2008년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 기승도, 이상우 2008.4
- 2008-4 주요국의 보험상품 판매권유 규제 / 이상우 2008.3
- 2009-1 2009년 보험소비자 설문조사 / 안철경, 이상우, 권오경 2009.3
- 2009-2 Solvency II의 리스크평가모형 및 측정방법 연구 / 장동식 2009.3
- 2009-3 이슬람 보험시장 진출방안 / 이진면, 이정환, 최이섭, 정중영, 최태영 / 2009.3
- 2009-4 미국 생명보험 정산거래의 현황과 시사점 / 김해식 2009.3

■ 정책보고서

- 2006-1 2007년도 보험산업 전망과 과제 / 동향분석팀 2006.12
- 2006-2 의료리스크 관리의 선진화를 위한 의료배상보험에 대한 연구 / 차일권, 오승철 2006.12
- 2007-1 퇴직연금 수탁자리스크 감독방안 / 류건식, 이경희 2007.2
- 2007-2 보험상품의 불완전판매 개선방안 / 차일권, 이상우 2007.3
- 2007-3 퇴직연금 지급보증제도의 효율체계에 관한 연구:미국과 영국을 중심으로/ 이봉주 2007.3
- 2007-4 보험고객정보의 이용과 프라이버시 보호의 상충문제 해소방안 / 김성태 2007.3
- 2007-5 방카슈랑스가 보험산업에 미치는 영향 분석 / 안철경, 기승도, 이경희 2007.4
- 2007-6 2008년도 보험산업 전망과 과제 / 양성문, 김진억, 지재원, 박정희, 김세중 2007.12
- 2008-1 민영건강보험 운영체계 개선방안 연구 / 조용운, 김세환 2008.3
- 2008-2 환경오염리스크관리를 위한 보험제도 활용방안 / 이기형 2008.3
- 2008-3 금융상품의 정의 및 분류에 관한 연구 / 유지호, 최원 2008.3
- 2008-4 2009년도 보험산업 전망과 과제 / 이진면, 이태열, 신종협, 황진태, 유진아, 김세환, 이정환, 박정희, 김세중, 최이섭 2008.11
- 2009-1 현 금융위기 진단과 위기극복을 위한 정책제언 / 진익, 이민환, 유경원, 최영목, 최형선, 최원, 이경아, 이해은 2009.2
- 2009-2 퇴직연금의 급여 지급 방식 다양화 방안 / 이경희 2009.3
- 2009-3 보험분쟁의 재판외적 해결 활성화 방안 / 오영수, 김경환, 이종욱 2009.3

■ 경영보고서

- 2009-1 기업후지보험 활성화 방안 연구 / 2009.3 이기형, 한상용

■ 연구논문집

- 1호 보험산업의 규제와 감독제도의 미래
/ Harold D. Skipper, Robert W. Klein, Martin F. Grace 1997.6
- 2호 세계보험시장의 변화와 대응방안
/ D. Farny, 전천관, J. E. Johnson, 조해균 1998.3
- 3호 제1회 전국대학생 보험현상논문집 1998.11
- 4호 제2회 전국대학생 보험현상논문집 1999.12

■ 영문발간물

- Environment Changes in the Korean Insurance Industry in Recent Years :
- 1호 Institutional Improvement, Deregulation and Liberalization / Hokyung Kim, Sango Park, 1995.5
 - 2호 Korean Insurance Industry 2000 / Insurance Research Center, 2001.4
 - 3호 Korean Insurance Industry 2001 / Insurance Research Center, 2002.2
 - 4호 Korean Insurance Industry 2002 / Insurance Research Center, 2003.2
 - 5호 Korean Insurance Industry 2003 / Insurance Research Center, 2004.2
 - 6호 Korean Insurance Industry 2004 / Insurance Research Center, 2005.2
 - 7호 Korean Insurance Industry 2005 / Insurance Research Center, 2005.8
 - 8호 Korean Insurance Industry 2006 / Insurance Research Center, 2006.10
 - 9호 Korean Insurance Industry 2007 / Insurance Research Center, 2007.9
 - 10호 Korean Insurance Industry 2008 / Korea Insurance Research Institute, 2008.9

■ Insurance Business Report

- 20호 선진 보험사 재무공시 특징 및 트렌드(유럽 및 캐나다를 중심으로) / 장이규 2006.11
- 21호 지급여력 평가모형 트렌드 및 국제비교 / 류건식, 장이규 2006.11
- 22호 선진보험그룹 글로벌화 추세와 시사점 / 안철경, 오승철 2006.12
- 23호 미국과 영국의 손해보험 직판시장 동향분석 및 시사점 / 안철경, 기승도 2007.7
- 24호 보험회사의 자본비용 추정과 활용: 손해보험회사를 중심으로 / 이경희 2007.7
- 25호 영국손해보험의 행위규제 적용과 영향 / 이기형, 박정희 2007.9
- 26호 퇴직연금 중심의 근로자 노후소득보장 과제 / 류건식, 김동겸 2008.2
- 27호 보험부채의 리스크마진 측정 및 적용 사례 / 이경희 2008.6
- 28호 일본 금융상품판매법의 주요내용과 보험산업에 대한 영향 / 이기형 2008.6
- 29호 보험회사의 노인장기요양 사업 진출 방안 / 오영수 2008.6
- 30호 교차모집제도의 활용의향 분석 / 안철경, 권오경 2008.7
- 31호 퇴직연금 국제회계기준의 도입영향과 대응과제 / 류건식, 김동겸 2008.7
- 32호 보험회사의 헤지펀드 활용방안 / 진익 2008.7
- 33호 연금보험의 확대와 보험회사의 대응과제 / 이경희, 서성민 2008.9

■ CEO Report

- 2006-1 생보사 개인연금보험 생존리스크 분석 및 시사점 / 생명보험본부 2006. 1
- 2006-2 보험회사의 퇴직연금 운용전략 / 보험연구소 2006.1
- 2006-3 생보사 FY2006 손익 전망 및 분석 / 생명보험본부 2006.2
- 2006-4 의무보험제도의 현황과 과제 / 손해보험본부 2006.2
- 2006-5 자동차보험 지급준비금 분석 및 과제 / 자동차보험본부 2006.3
- 2006-6 보험사기 관리실태와 대응전략 / 정보통계본부 2006.3
- 2006-7 자동차보험 의료비 지급 적정화 방안 / 자동차보험본부 2006.3
- 2006-8 자동차보험시장 동향 및 전망 / 자동차보험본부 2006.4
- 2006-9 날씨위험에 대한 손해보험회사의 역할 강화 방안 / 손해보험본부 2006.4
- 2006-10 장기손해보험 상품운용전략 -손익관리를 중심으로- / 손해보험본부 2006.5
- 2006-11 자동차 중고부품 활성화 방안 / 자동차기술연구소 2006.5
- 2006-12 장기간병보험시장의 활성화를 위한 상품개발 방향 / 보험연구소 2006.6
- 2006-13 보험산업 소액지급결제시스템 참여방안 / 보험연구소 2006.7
- 2006-14 생명보험 가입형태별 위험수준 분석 / 리스크·통계관리실 2006.8
- 2006-15 「민영의료보험법」 제정(안)에 대한 검토 / 보험연구소 2006.9
- 2006-16 모기지보험의 시장규모 및 운영방안 / 손해보험본부 2006.9
- 2006-17 생명보험 상품별 가입 현황 분석 / 생명보험본부 2006.10
- 2006-18 자동차보험 온라인시장의 성장 및 시사점 / 자동차보험본부 2006.10

- 2007-1 퇴직연금제 시행 1년 평가 및 보험회사 대응과제 / 보험연구소 2007.4
- 2007-2 외국의 협력정비공장제도 운영현황과 전략적 시사점 / 자동차기술연구소 2007.4
- 2007-3 예금보험제 개선안의 문제점 및 과제 / 보험연구소 2007.6
- 2007-4 자본시장통합법 이후 보험산업의 진로 / 보험연구소 2007.7
- 2007-5 방카슈랑스 확대 시행과 관련한 주요 이슈 검토 / 보험연구소 2007.11
- 2007-6 자동차보험 시장변화와 전략적 시사점 / 자동차보험본부 2007.11
- 2008-1 자동차보험 물적담보 손해를 관리 방안 / 기승도 2008.6
- 2008-2 보험산업 소액지급결제시스템 참여 관련 주요 이슈 / 이태열 2008.6
- 2008-3 FY2008 수입보험료 전망 / 동향분석실 2008.8
- 2008-4 퇴직급여보장법 개정안의 영향과 보험회사 대응과제 / 류건식, 서성민 2008.12
- 2009-1 FY2009 보험산업 수정전망과 대응과제 / 동향분석실 2009.2
- 2009-2 퇴직연금 예금보험요금 적용의 타당성 검토 / 류건식, 김동겸 2009.3

정기간행물

■ 계간

- 보험동향
- 보험금융연구

『 도서 회원 가입 안내 』

회원 및 제공자료

	법인회원	특별회원	개인회원	연속간행물 구독회원
연회비	₩ 300,000원	₩ 150,000원	₩ 150,000원	간행물별로 다름
제공자료	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 -연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향(계간)	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 -연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향(계간)	- 연구보고서 - 정책/경영보고서 - 조사보고서 - 기타보고서 -연속간행물 · 보험금융연구 · 보험동향(계간)	-보험금융연구 (년3회 ₩ 30,000) -보험통계월보 (월간 ₩ 50,000)
	-본원 주최 각종 세미나 및 공청회 자료 -보험통계월보 -손해보험통계연보	-보험통계월보 -손해보험통계연보	-	-보험동향 (계간 ₩ 20,000)

※ 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및
대학도서관

가입문의

보험연구원 도서회원 담당
전화 : (02)3775-9115, 9080 팩스 : (02)3775-9102

회비납입방법

- 무통장입금 : 국민은행 (400401-01-125198)
 예금주 : 보험연구원
- 지로번호 : 6360647

가입절차

보험연구원 홈페이지(www.kiri.or.kr)에 접속 후 도서회원가입신청서를 작성·등록 후
회비입금을 하시면 확인 후 1년간 회원자격이 주어집니다.

자료구입처

서울 : 보험연구원 보험자료실, 교보문고, 영풍문고, 반디앤루니스
부산 : 영광도서

저 자 약 력

진 익

Rice University 경제학박사
현 보험연구원 금융제도실장
(E-mail : realwing@kiri.or.kr)

경 영 보 고 서 2009-02
자 산 관 리 서 비 스 선 진 화 방 안

발 행 일 2009년 3월 일
발 행 인 나 동 민
발 행 처 보 험 연 구 원
서울특별시 영등포구 여의도동 35-4
대표전화 (02) 368-4400

ISBN978-89-5710-080-6

정가 10,000