

현행 펀드 판매보수 규제의 고찰 —역사적 기원과 미국 제도를 중심으로—

신 인 석

(중앙대학교 경영대학 부교수)

【초 록】

이 논문은 수익증권 판매사에 대한 보상방식으로서 법규에 특정되어 있는 ‘판매보수’ 규제의 입법 목적을 고찰한다. 이를 위하여 비교사례 분석과 규제의 역사적 기원 분석을 실시한다. 유사사례인 미국 12b-1 보수제도의 도입논리, 관련 논란추이를 분석한다. 이어 우리나라 현행 법규에 판매보수 규제가 자리잡게 된 역사적 배경을 분석한다. 분석결과는 다음과 같다. 미국의 ‘12b-1 보수’ 제도는 관련 산업이 어려움을 겪고 있던 1980년 관련 산업의 활성화를 위하여 도입되었다. 이후 산업성장으로 제도 도입 당시의 목적이 해소되자 투자자 보호 차원에서의 문제제기가 지속되고 있다. 우리의 경우 판매보수 제도는 과거 이미 존재하여 오던 산업의 관행을 추인하는 형식으로 법규에 도입되었다. 판매보수 제도가 산업관행으로 자리잡은 것은 과거 우리나라의 투자신탁 제도가 운용사와 판매사의 일체형으로서 ‘사실상의 은행’ 형태 금융제도로 도입되었던 데 기인한다.

주제어 : 판매보수 / 12b-1 보수 / 판매사 / 투자자보호 / 역사적 우연

【차 례】

I. 머리말

II. 연구의 배경

1. 판매보수의 규제와 실제
2. 판매보수의 기능적 성격

III. 미국의 사례

1. 1980년 이전
2. 1980년 12b-1 보수제도의 도입
3. 1980~1990년대 12b-1 보수제도의 추이
4. 최근 논의 추이
5. 정리 해석

IV. 우리나라 판매보수 규제의 역사적 기원

1. 우리나라 펀드산업의 역사적 추이
2. 우리나라 펀드보수·수수료 체계의 추이
3. 정리 해석

V. 맺음말

I. 머리말

일반인의 펀드투자가 급속히 증가하고 있다. 우리나라 투자신탁의 순자산 총액은 2005년 말 208조 수준에서 2006년 말 230조로 완만히 증가한 뒤, 2007년 말 307조로 급등하였다.¹⁾ 일반인의 펀드투자가 급증하면서 투자자가 부담해야 하는 펀드투자의 비용에 대한 논란도 활발하다. 펀드에 따라 약간의 차이가 있지만 현재 우리나라에서 일반인이 펀드투자를 위하여 지불하여야 하는 비용은 ‘운용보수’와 ‘판매보수’로 대별된다. 이 중 논란이 집중되고 있는 대상은 ‘판매보수’이다.²⁾

본문에서 자세히 보겠지만, 우리나라 대부분의 펀드는 투자자가 펀드에 투자하고 있는 기간 동안 투자자 보유 펀드 자산가치의 일정 비율(판매보수율)에 해당하는 금액이 지속적으로 ‘판매보수’의 명목으로 판매사에게 지급되는 체계를 갖고 있다. 판매사로부터 동일한 서비스를 제공받는 두 투자자가 동일 금액을 펀드에 투자하고 있다고 할 때 투자기간이 1년인 투자자는 투자기간이 6개월인 투자자에 비하여 두 배의 금전 보상을 판매사에 지불하는 셈이다. 게다가 동일 펀드는 해당 펀드가 판매되는 경로와는 관계 없이 약관에서 정해진 동일한 판매보수율을 투자자에게 적용한다. 즉 투자자가 A증권사에서 수익증권을 매입하여 펀드에 투자하든지, B은행의 판매 서비스를 이용하든지 투자자가 지불하는 판매보수는 동일하다. 이처럼 제공받는 서비스의 내용이 무엇이든지, 서비스 제공자가 누구이든지 동일한 보수율이 적용되는 현재의 판매보수 체계는 소비자인 투자자 후생의 관점에서 불합리하게 보인다. 서비스의 양 및 질과는 관계없이 서비스에 대한 가격을 지불하는 체계로 보이기 때문이다. 주목되는 점은 이와 같은 판매보수 체계가 법규에 의하여 뒷받침되어 있다는 점이다. 현행 관련법규인 「간접투자자산운용업법」과 하위 시행령은 투자기간에 비례한 보수산정, 모든 판매사의 동일한 판매보수율 적용 등의 특징을 지닌 판매보수 체계를 펀드가 채택할 수 있는 판매사 보상체계의 방법으로 정하고 있다.³⁾ 펀드에 대한 법규의 존재목적은 ‘투자자 보호’이다. 투자자 이익에의 부합여부가 언뜻 이해되기 어려운 판매보수 체계가 법에 의해 명시적으로 도입되게 된 이유는 무엇인가? 이 질문에 대한 답을 고찰하는 것이 이 논문의 목적이다.

연구목적을 달성하기 위하여 이 논문이 택한 방법은 비교사례분석과 역사분석이다. 판매사에 투자기간에 비례하여 펀드에서 일정 비율의 지속적인 보상이 지급되는 제도의 예는 펀드 산업이 가장 발전한 미국에서도 발견된다. 이른바 ‘12b-1 보수’(12b-1 fee) 제도이다. 펀드 산업과 투자자 보호를 위한 규제감독의 종주국인 미국의 사례는 판매보수 규제 문제를 이해하는 데 있어서 풍부한 선행 논의를 제공함으로써 판단을 위한 시각을 가늠하는 데 있어 유용한 자료가 된다. 이에 이 논문은 먼저 미국의 ‘12b-1 보수’ 제도의 도입 배경, 도입 이후 최근까지의 이용 현황과 논의 추이를 조사한다. 이 조사에 기초하여 지속적인 판매사로의 보상지급 제도를 어떻게 보아야 할 것인지에 대한 기본 시각을 정립한 다음, 우리나라의 판매보수 제도가 법규에 도입되게 된 역사적 배경을 살펴본다.

분석의 핵심결과는 다음과 같다. 1970년대 말에서 1980년대 초 미국의 펀드산업은 수탁고 감소라는 산업위기적인 상황을 맞이한다. 이에 펀드에서의 판매비용 부담으로 펀드 대형화가 이루어질 경우 규모의 경제효과로 기존 투자자들에게도 이익이 될 것이라는 논리에 의해 ‘12b-1 보수’ 제도가 도입된다. 그러나 이후 펀드산업의 고도성장으로 제도 도입 당시의 주된 목적이었던 산업의 성장위기 문제가 해소되면서, ‘12b-1 보수’ 제도가 투자자 이익과 상치된다는 문제제기가 지속적으로 제기되고 있다. 우리나라의 경우 판매보수 제도는 과거 이미 존재하여 오던 산업의 관행을 추인하는 형식으로 법규에 도입되었다. 판매보수 제도가

산업의 관행으로 자리잡은 것은 과거 우리나라의 투자신탁 제도가 운용사와 판매사의 일체형으로서 ‘사실상의 은행’(pseudo bank) 형태 금융제도로 도입되었던 데 기인한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 판매보수 규제의 현황과 운영 실태를 연구의 배경정보로서 설명한다. 3장에서는 미국의 12b-1 제도 도입과 이후 제도 자체 및 관련된 논의의 추이를 분석한다. 4장에서는 우리나라 판매보수의 역사적 기원을 분석한다. 5장에서는 논문의 분석결과가 종합되고 시사점이 논의된다.

II. 연구의 배경

1. 판매보수의 규제와 실제

투자자의 펀드투자는 경제적 관점에서 보면 투자자가 운용사의 운용서비스, 판매사의 판매서비스, 수탁기관의 수탁서비스 등을 구매하는 행위를 말한다. 투자자는 운용사, 판매사, 수탁회사 등에 이들 서비스의 대가를 지불하며 그 총액이 펀드투자의 비용을 구성하게 된다. 2007년 말 현재 규제에 의하면 투자자가 지불하는 서비스 대가는 지불방식에 따라 ‘보수’와 ‘수수료’의 두 가지로 구분된다.⁴⁾ ‘보수’는 투자자가 펀드투자 후 환매시점까지 투자기간에 비례하여 지속적으로 지불하는 비용을 뜻한다. ‘수수료’는 투자자가 특정서비스에 대해 확정된 금액을 (일반적으로) 일시에 지불하는 비용을 의미한다. 운용사와 수탁회사의 경우 모두 ‘보수’ 방식으로 서비스제공의 보상을 받도록 규제에서 정하고 있다. 구체적으로 이들은 일정 기간마다 펀드자산 규모에 보수율을 곱하여 산정된 보수를 펀드에서 직접 ‘운용보수’와 ‘수탁보수’로 징수한다. 독특한 것은 판매사에 대한 보상체계이다. 현행 법규에 의하면 판매사는 ‘보수’와 ‘수수료’의 두 가지 방식 중 한 가지, 또는 두 방식의 조합을 택하여 자신이 제공하는 서비스에 대한 금전적 보상을 받을 수 있다. 현행 법규의 판매보수에 대한 규정을 인용하면 다음과 같다:

간접투자증권의 판매에 따른 판매회사의 보수 그 밖의 수수료는 대통령이 정하는 바에 따라 간접투자증권을 취득하는 간접투자자 또는 간접투자기구가 부담한다.(「간접투자자산운용업법」 제60조 제2항)

판매회사는… 간접투자증권의 판매행위에 대한 대가 또는 간접투자자에게 지속적으로 제공하는 용역의 대가로서… 다음 각호의 방법으로 판매에 따른 보수 그 밖의 수수료를 취득할 수 있다.

1. 판매보수: 판매회사가 매일의 간접투자재산의 규모에 비례하여 간접투자기구로부터 취득하는 보수

2. 선취판매수수료: 판매시 일시에 투자자로부터 취득하는 수수료

3. 후취판매수수료: 환매시 일시에 투자자로부터 취득하는 수수료

(「간접투자자산운용업법 시행령」 제58조 제2항)

법과 시행령에 의해 ‘판매보수’와 ‘판매수수료’의 두 가격체계가 허용되어 있지만, 실제에 있어서는 ‘판매보수’가 지배적인 판매사에 대한 보상체계이다. 2007년 3월말 현재 전체 펀드에서 선취 또는 후취 등 판매수수료를 택하고 있는 펀드의 비중을 조사한 결과 약 14%(순자산 금액기준)에 불과하였고, 절대 다수인 약 86%의 펀드가 판매보수를 채택하고 있는 것으로 나타났다(<표 1> 참조).

판매보수가 판매사에 대한 지배적인 보상체계인 가운데 전체 보수에서 판매보수가 차지하는 비중이 약 70% 수준으로서, 판매보수는 투자자의 펀드투자 비용의 가장 큰 부분을 구성하고 있다. <표 2>는 펀드 유형별 총보수에서 판매보수가 차지하는 비중의 추이를 보인 것이다. 펀드의 유형별로 총보수의 수준에는 상당한 차이가 있다. 주식형·혼합주식형의 총보수율

이 가장 높아 200bp(2%) 내외이고 MMF가 가장 낮아 50bp(0.5%) 수준이다. 총보수율의 수준에는 차이가 있지만, 모든 펀드에서 지난 5년간 판매보수의 총보수에 대한 비중이 70% 수준에서 큰 변화가 없음을 알 수 있다.

2. 판매보수의 기능적 성격

투자자의 펀드투자 비용의 절대적인 비중을 ‘판매보수’가 차지하고 있는 가운데 판매보수의 경제적 또는 기능적 성격은 법상으로는 명확하지가 않다. 「간접투자자산운용업법」은 ‘판매보수’를 “판매에 따른 판매회사의 보수”로 규정하고 있다. 표면적으로 보면 “판매보수는 판매회사가 제공하는 수익증권(간접투자증권)의 판매서비스에 대한 보상”이라는 뜻으로 해석된다. 즉 판매보수는 유가증권의 일종인 수익증권의 중개(brokerage)서비스에 대한 대가라는 해석이다. 한편 「간접투자자산운용업법 시행령」은 “판매행위에 대한 대가 또는 간접투자자에게 지속적으로 제공하는 용역의 대가”로서 판매회사는 판매보수 또는 판매수수료를 징구할 수 있다고 규정하고 있다. 이 시행령의 규정에 의한다면 판매보수는 판매서비스만이 아니라 투자자문서비스 등 투자자에게 지속적으로 제공되는 서비스에 대한 보상이라는 해석도 가능하다.

이 같은 법규 규정의 불확실성이 존재하는 가운데 실재를 기준으로 한다면 판매보수는 판매서비스, 즉 판매사의 수익증권 중개(brokerage)에 대한 보상으로 보는 것이 타당하다고 생각된다. 특정 펀드의 판매보수율은 모든 판매사, 모든 투자자에 대하여 동일하다는 점이 그 근거이다. 특정 펀드가 있을 때, 이 펀드가 발행한 수익증권을 판매하는 판매사는 복수로 존재한다. 그런데 임의의 투자자가 어느 판매사를 통하여 수익증권을 매입하고 이 펀드에 투자하던 투자자가 지불해야 하는 판매보수율은 동일하도록 감독당국에 의하여 규율되고 있다. 예를 들어 A펀드의 수익증권을 투자자가 ○○은행을 통하여 매입하든 아니면 ##증권사에서 매입하든 지불하는 판매보수는 동일하다. 모든 투자자가 어느 판매사에서 서비스를 제공받든 동일한 보수를 지불한다면, 그 판매보수는 각 판매사가 공통적으로 모든 투자자에게 제공하는 서비스의 대가로 보는 것이 맞다. 그리고 현재 판매사가 제공하는 서비스로서 그 같은 공통되고 일률적인 서비스로 판별되는 것은 수익증권의 판매서비스 또는 단순중개서비스가 유일하기 때문이다.

III. 미국의 사례

1. 1980년 이전

미국의 펀드를 규제하는 최고 상위법인 「Investment Company Act」는 1940년 제정되었는데, 동법은 ‘조건부’로 판매보수가 허용될 수 있는 여지를 두고 있다. 법이 정한 조건의 내용은 판매보수에 대한 감독당국의 적절한 규제 제정, 그리고 이 규제에 따른 판매보수 제도의 시행이었다.⁵⁾ 그러나 법의 권한 부여에도 불구하고 미국의 감독당국인 SEC(Securities and Exchange Commission)는 1970년대 후반까지 판매보수는 투자자 보호의 관점에서 볼 때 부적합한 판매보상 체계라는 견해를 명시적으로 고수하며 판매보수가 시행될 수 있는 하위 규정을 제정하지 않는다. 예를 들어 1972년 SEC는 펀드가 추가로 판매하는 수익증권⁶⁾의 판매비용은 “수익증권 추가판매로부터 아무런 이익을 얻지 못하거나 또는 극히 적은 이익을 받는(little or no benefit) 기존 투자자들이 일부라도 부담하도록 해서는 안된다(not, even in part)”고 천명한다.⁷⁾ SEC의 이 정책방향은 판매서비스에 대하여 보수형식으로 보상하는 것은 운용사와 판매사의 투자자에 대한 ‘신인의무’(fiduciary duty)에 어긋난다는 논리였다.⁸⁾ 어느 투자자가 수익증권을 판매사 A를 통하여 매입하는 경우, 이 투자자에 대한 판매사 A의 판매서비스 제공은 수익증권 매입과 함께 종결된다. 그럼에

도 불구하고 이 투자자가 수익증권의 매입 이후에도 판매사 A에게 계속 펀드를 통하여 금전적 보상을 지급하는 것이 판매보수 제도이다. 해당 투자자가 제공받은 서비스가 없음에도 금전적 대가를 펀드에서 판매사에 제공하는 것은 투자자의 이익에 어긋나는 것이고, 따라서 투자자에 대한 ‘신인의무’에 어긋난다는 것이 SEC의 입장이었다.

이와 같은 SEC의 정책방향에 따라 1980년 이전까지 미국의 펀드보수·수수료 제도에서 판매사에 대한 보상은 ‘판매수수료’로 일원화되어 있었다. 즉 펀드가 발행한 수익증권 매입시에 투자자는 판매사에 ‘선취수수료’(front-end load)로 지칭되는 판매수수료를 일시에 지불하였다.9)

2. 1980년 12b-1 보수제도의 도입

보수 방식의 판매사 보상을 금지하는 SEC의 정책방향은 펀드에 대한 공적규제가 시작된 1940년 이래 1980년까지 줄곧 유지되어 왔다. 그러나 1980년 10월 SEC는 그 동안의 입장을 바꾸어 「SEC Rule 12b-1」의 제정에 의해 펀드에서의 판매보수 지급을 허용한다.10)

이 같은 정책방향의 전환은 70년대 후반 자산운용업계와 증권업계의 수익악화 추이에 기인한 현상이라는 것이 이 문제에 대한 법학적 논문의 일반적인 해석으로 판단된다. 70년대 미국의 자산운용업과 증권산업은 두 가지 부정적인 환경변화에 직면한다. 먼저 주식시장의 침체로 인한 펀드투자자금 유입의 정체가 있었다. 펀드산업은 60년대 주식형 펀드를 중심으로 성장하였으나, 70년대 초반 유가충격과 함께 주식시장이 침체되면서 전체적으로 정체국면에 진입한다(<표 3> 참조).

다른 한편으로는 1975년 증권사 중개수수료율을 자유화하는 조치가 단행되면서 증권사의 펀드 수익증권 판매에 대한 유인이 감소하는 환경변화가 있었다.11) 당시 일부 펀드는 증권사의 수익증권 판매에 대한 유인으로서 펀드운용과 관련된 유가증권 위탁매매 수수료를 활용하고 있었다.12) 위탁매매 수수료의 일부를 할인받아 이를 수익증권 판매 증권사에게 판매유인으로 제공하는 방법이었는데, 1975년 수수료율이 자유화되고 경쟁이 심화되면서 수수료의 절대 수준이 하락하자 이 방법의 판매유인 제공이 곤란하여졌던 것이다.13)

환경변화로 수익기반이 악화되자 관련 업계는 1970년대 후반 지속적으로 규제감독 당국인 SEC에 펀드자산에서 판매보수를 지급할 수 있도록 허용해 줄 것을 요구한다.14) 당시 업계가 내세운 논리는 다음의 두 가지였다: 첫째, 선취수수료율의 부과가 다른 금융상품 대비 펀드의 판매경쟁력을 약화시키는 요인이 되고 있으므로 다른 방식의 판매보수 부과 경로가 필요하다; 둘째, 펀드의 판매가 촉진되어 펀드규모가 확대될 수 있다면 펀드운용비용의 감소로 기존 펀드투자자에게도 이익이 될 것이므로 펀드자산에서 판매보수를 지급하는 것이 정당화될 수 있다.

SEC는 당초 이 같은 업계의 요구를 수용하지 않았으나 펀드산업의 침체가 계속되고 동시에 업계 요구가 지속되자 1980년 Rule 12b-1의 제정으로 보수방식의 판매사 보상 제도를 허용한다.15) SEC가 내세운 정책전환의 논리는 ‘규모의 경제’ 논리였다. 판매보수로 판매사의 펀드판매 유인이 강화되어 펀드판매가 촉진되고, 그로 인해 펀드규모가 증가된다면 펀드운용비용 감소로 투자자에게 귀착되는 펀드의 운용성고가 향상될 수 있다는 논리였다. 즉 업계가 주장하여 온 판매보수 허용의 두 가지 논리 중 두 번째를 수용한 것이었다.

비록 업계의 논리를 수용하여 판매보수 제도를 허용하였지만, 과거 판매보수 제도에 대하여 명시적으로 부정적인 입장을 취하여 온 SEC의 규제철학이 사라진 것은 아니었다. SEC는 Rule 12b-1의 발표문에 과연 ‘투자자의 이익이 증진되는지의 여부를 지속 감시’하겠다고는

입장을 명확히 표명하면서, 투자자의 이해가 침해되지 않도록 여러 가지 장치를 마련하였다. 먼저 미국 펀드제도의 독특한 장치인 독립이사(Independent director)에게 감시의 권한과 의무를 부여하였다. SEC는 「Investment Company Act」의 기본 정신에 입각하여, 12b-1 판매보수의 도입과 감시에 대한 권한과 책임을 각 펀드의 주주와 독립이사에게 부여하는 방식의 규제체계를 수립하였다.¹⁶⁾ 독립이사가 담당하게 되어 있는 역할과 책임은 다음과 같았다.¹⁷⁾ 첫째, 각 펀드는 12b-1 보수제도의 도입이 펀드와 기존 투자자들의 이익을 증진시킬 것이라는 펀드 이사들의 판단이 있음을 전제로 해서 동 제도를 도입할 수 있다; 둘째, 12b-1 보수제도는 펀드 전체 이사의 과반수, 또한 펀드 독립이사의 과반수 찬성하에 도입할 수 있다; 셋째, 12b-1 보수제도의 도입기간은 최장 1년이며 연장을 위해서는 도입시의 절차요건에 따라 이사진의 승인을 다시 얻어야 한다; 넷째, 독립이사는 최소한 매 분기마다 12b-1에 의해 펀드에서 지급된 보수의 내역보고서를 감사하여야 한다.¹⁸⁾

3. 1980~1990년대 12b-1 보수제도의 추이

(1) 12b-1 보수 펀드의 확산

미국의 뮤추얼 펀드는 1980년대 중반을 경과하면서 70년대 후반의 위기기간을 극복하고 급속한 성장기에 돌입한다. 1980년대에는 MMF(Money Market Fund)가 신상품으로 도입되며 1978년 558.4억달러에 정채되어 있던 미국 뮤추얼 펀드 자산규모가 1980년 1,347.6억달러, 1985년 4,953.9억달러로 성장한다. 1990년대 이후에는 주식시장의 급성장을 배경으로 주식형 펀드로의 자금유입이 기하급수적으로 증가하며 1990년 1조 651.9억달러, 2000년 6조 9,646.3억달러로 전체 펀드규모가 급증한다.¹⁹⁾ 펀드 자산규모의 급증이 지속되는 동안 12b-1 보수를 채택한 보수의 비중도 크게 증가하였다. 1980년 제도도입과 함께 12b-1 보수를 채택한 펀드의 수는 빠르게 증가하여 1983년 전체 펀드 중 24%를 차지하였고 2002년에는 61%에 달하였다(<표 4> 참조).

12b-1 보수 펀드가 확산되는 동시에, 다른 한편으로는 1980년 이전 단순한 선취수수료 제도로 일원화되어 있었던 펀드의 판매보수·수수료 체계가 다양화되는 현상이 나타났다. ‘이연 판매수수료’(CDSL: contingent deferred sales load) 제도의 도입이 그 대표적인 예이다. ‘이연판매수수료’(CDSL)는 투자자의 수익증권 구매 시점에는 판매수수료를 면제한 후, 일정기간(통상 5~8년) 이내에 환매할 경우 판매수수료를 징구하는 제도를 말한다. 기간이 경과할수록 판매수수료율이 하락하는 경우가 일반적이며, 12b-1 보수와 연계된 경우가 많다. 12b-1 보수제도는 특히 ‘이연판매수수료’와 연계되면서 급속히 확산되었다. <표 5>는 12b-1 보수가 통상 어떤 식으로 펀드에서 사용되고 있는지를 보이고 있다.

(2) 12b-1 보수제도에 대한 비판등장과 1988년 SEC의 대안제시

1980년 제도 도입 이후 펀드의 급성장과 12b-1 보수제도의 확산이 진행되면서 12b-1 보수제도에 대한 비판과 논란도 계속되어 왔다. 비판과 논란의 핵심은 업계의 특수한 여건을 배경으로 어려움을 타개할 임시방편으로 도입된 12b-1 제도가 영구화되고 있다는 것이었다. 비판론자들은 1980년 12b-1 보수제도가 도입된 것은 전체적인 펀드성장의 침체가 배경이었으나 더 이상 이 같은 상황논리가 성립하지 않는다는 점을 지적한다. 그리고 이 제도를 이용하여 업계는 투명성이 현저히 악화되는 방향으로 판매보수·수수료 체계를 변화시키고 있으며 그에 따라 판매경쟁은 저하되는 반면 투자자의 이익이 침해될 위험이 높아졌다는 것을 강조하였다. 특히 80년대 이연판매수수료와 12b-1 보수를 결합하여 총 판매사에 대한 금전보상이 지급되도록 하는 방식의 펀드가 유행하자 이에 대한 비판이 집중하였다. 이연판매수수료와 12b-1 보수가 결합된 펀드의 경우 투자자의 입장에서 판매보수·수수료로 실질

적으로 지불하게 되는 금액이 얼마인지를 계산하는 것은 선취수수료로 일원화된 경우에 비하여 상대적으로 쉽지 않았다. 특히 선취수수료에 비하여 투자자에 대한 판매보수·수수료의 수준에 대한 투명성은 감소한 가운데 업계는 ‘판매수수료가 없는 펀드’(no load fund)로 선전을 하며 판매하기 시작하였다.

이에 1988년 SEC는 이연판매수수료와 12b-1 보수를 결합하는 판매보상 체계를 금지하고 투명성을 제고하는 방안을 제안한다.²⁰⁾ SEC는 이연판매수수료와 12b-1 보수가 결합된 판매보상 체계의 문제점으로서 두 가지를 지적하였다: 첫째, 12b-1 판매보수의 영속적 지급 속성(open-ended nature of distribution payment)이다. 투자자가 불확정적인 환매시점까지 지속적으로 판매보수를 지불하게 되는 문제점이 있다는 지적이었다. 둘째, 투자자 입장에서 볼 때의 판매보수 수준의 전체적인 불투명성이다. 즉 투자자가 정확하게 어느 정도의 금전 보상을 판매사에게 지불하는지 알기 어렵다는 문제점의 지적이었다.

이 같은 문제점 지적을 바탕으로 SEC가 제안한 대안의 골자는 다음과 같았다. 첫째, 12b-1 보수가 있는 펀드에 대해서는 ‘no load fund’로 광고하는 것을 금지한다. 둘째, 이연판매수수료와 12b-1 보수의 결합을 금지하고 대신 이연수수료는 선취판매수수료의 ‘분할지급’(installment load)으로 투명화한다. 즉 투자자에게 주어진 실질적 선택권은 판매수수료를 수익증권 매입시 즉시 지불하거나, 향후 일정 기간 동안 분할 지급하거나 등의 두 가지 중 한 가지를 택하는 것이라는 점을 투명화한다.

(3) 1992년의 타협책

그러나 SEC의 대안은 업계의 강력한 반발에 직면하였다. 업계는 판매사들의 판매유인이 크게 감소할 것이고 투자자들에 대한 마케팅에 있어서도 어려움이 있어 펀드의 위축을 야기할 것이라고 반발하였다. 또 펀드 전체 자산에서 일정 비율을 판매보수로 지급하는 12b-1 보수제도에 비해 분할지급 방식은 판매사가 투자자별로 계정을 유지 기록할 것을 요구하므로 신규 비용이 소요된다고 주장하였다.

업계의 강력한 반발이 지속되자 결국은 업계 자율기구인 NASD가 12b-1 보수를 포함한 판매보수·수수료 체계로 투자자가 지불하게 되는 판매사에 대한 금전보상이 과도한 수준이 되지 않도록 판매보수 상한을 정하는 선에서 타협이 이루어진다. 일차적으로 SEC는 원래 제시한 대안의 규정화를 포기하였다. 대신 NASD가 상한규제를 도입하여 연평균 순자산의 0.75% 이내로 12b-1판매보수율을 제한하기로 한다. 또한 ‘No load fund’ 명칭 사용 문제의 경우 12b-1 보수율이 0.25% 미만인 펀드에 대해서는 계속 허용하는 타협안이 채택되었다.

4. 최근 논의 추이

미국 뮤추얼 펀드의 절대 규모 성장이 90년대 중반 이후 계속되고 관련 수치자료의 축적으로 학계의 연구도 활발해지면서 12b-1 판매보수에 대한 논란은 수그러들지 않고 있다. 이 절에서는 학계의 관련연구, 여론과 업계의 입장, SEC의 정책 등의 순으로 최근 논의 추이를 정리한다.

(1) 학계의 관련 연구

12b-1 판매보수제도의 도입논리가 실증적으로 확인되기 위해서는 다음 세 가지 사항이 검증되어야 한다. 첫째, 판매보수는 판매사의 보다 활발하고 적극적인 마케팅을 유발하는지의 여부이다. 즉 판매보수가 판매사의 마케팅 노력을 이끌어내는 데 있어 과연 유효한 유인체계인지의 여부가 자료에 의하여 확인되어야 한다. 둘째, 보다 활발한 판매사의 마케팅 노력이 펀드로의 자금유출입 흐름에 영향을 미치는지의 여부이다. 투자자가 합리적이고 정보획

득에 거래비용이 수반되지 않는다면, 투자자의 펀드선택은 투자자의 위험·수익에 대한 선호 체계와 펀드의 위험을 감안한 투자성과에 의해서 결정될 것이다. 실제 투자자의 펀드선택이 이와 같은 완전한 정보환경에서 이루어지는지, 아니면 판매사의 마케팅 노력 등이 투자자의 펀드선택에 의미 있는 영향을 미치는 환경인지의 여부는 실증분석이 요구된다. 마지막으로 판매보수의 지급이 결국에는 투자자에게 보다 높은 투자성과를 가져오는지의 여부가 검증되어야 한다. 판매보수가 보다 적극적인 마케팅을 유도하고, 그에 따라 펀드로의 자금유출입에도 영향을 미친다 하여도 궁극적으로는 투자자에게 귀착되는 펀드의 운용성과가 제고되는지의 여부가 검증되어야 한다. 앞의 두 가지 사항이 모두 성립한다 하여도 판매보수 지급이 펀드 투자자에게 보다 높은 이익으로 돌아오지 않는다면 판매보수 제도는 정당화되기 어렵다.

먼저 판매보수가 판매사의 적극적 마케팅에 대한 적절한 유인체계라는 점에 대해서는 관련 실증연구를 찾기가 어렵다. 다음으로 활발한 마케팅이 펀드로의 자금유입을 촉진하는지의 여부에 대해서는 연구가 많은 편은 아니나, 존재하는 일부 연구는 마케팅이 자금유입에 긍정적인 영향을 미친다는 점을 보고하고 있다. 널리 인용되는 연구는 Sirri and Tufano(1998)21)인데, 이들은 판매보수·판매수수료를 판매사가 마케팅에 쏟는 노력의 대용변수로 간주할 때 판매보수·판매수수료의 수준이 높은 펀드로 상대적으로 많은 자금유입을 얻는지를 검증하였고 그렇다는 결과를 얻었다. Capon, Fitzsimons, and Prince(1996)22)도 서베이 분석을 통하여 투자자들의 펀드 선택이 펀드의 단순히 위험-수익 구조에 기초해서 이루어지는 것은 아니며, 마케팅의 역할이 중요한 역할을 한다고 보고한다. 이들은 상당수 투자자들이 위험-수익 구조에 문외한인 ‘무지한’(naive) 투자자라고 보고, 따라서 마케팅 등 투자자의 심리에 영향을 미칠 수 있는 요인23)들이 투자자의 펀드선택에서 중요하다고 설명한다.

마지막으로 판매보수의 지급이 과연 투자자에게 귀착되는 펀드의 투자수익을 제고하는지에 대해서는 활발한 연구가 진행중인데, 대체로 부정적인 결과가 보고되고 있다. 다수 연구들이 12b-1 보수와 펀드의 운영비용의 관계를 분석하였으며, 그 결과 보수와 펀드 운영비용 간에는 음이 아니라 양(陽)의 관계가 존재한다고 보고한다.24) 한편 12b-1과 비용비율 또는 투자성과의 관계를 직접 검증한 연구는 아니지만, 일반적인 펀드 투자비용과 투자성과의 관계를 검증한 연구들이 있으며 이들 연구 중 일부는 펀드 투자비용과 투자성과 사이에는 음의 관계가 있다고 보고하고 있고,25) 나머지 연구는 특별한 상관관계를 찾지 못했다고 보고하고 있다.26)

(2) 여론 및 업계의 입장

12b-1 보수와 관련된 실증연구를 통해 대체로 부정적인 결과가 학계에 축적되면서 이 제도의 재고를 요구하는 주장이 점차 일반 여론으로 확산되는 추세가 2000년대 들어 등장한다. 주요 일간지에서 비판적인 기사를 보도하기 시작하였고, 정치권에서는 Richard Baker 하원 의원이 SEC에 제도개선 검토를 공개 요구하는 움직임도 등장한다.27)

12b-1 판매보수에 대한 부정적인 연구결과와 여론이 비등하자 판매사 등 관련 업계는 12b-1 보수는 투자자들이 ‘판매수수료’를 지불하는 다양한 방법 중 한 가지라는 새로운 논리를 내세운다. 펀드 대형화로 기존 투자자에게 이익을 주게 된다는 12b-1 제도의 애초 도입논리가 실증연구들에 의해 지지를 받지 못하자 업계는 새로운 논리를 개발하게 되었고, 그 논리가 12b-1 보수는 투자자가 판매수수료 지급의 한 방법으로서 선택할 수 있는 다양한 방법의 하나라는 것이었다. 수익증권 매입시 즉시 판매수수료를 지급하는 경로가 ‘선취

수수료' 방식이고 환매시 판매수수료를 지급하는 방법이 '후취수수료'이며 투자기간 중 점진적으로 지급하는 방법이 '12b-1 보수'라는 것이고, 투자자는 자신의 필요에 따라 다양한 판매수수료 지급방법 중 한 가지를 택하면 되는 것이며 다양한 선택기회를 제공하기 위한 방편으로서 12b-1 보수가 존재한다는 논리이다.

(3) SEC의 정책추이

12b-1 보수에 대한 부정적 여론과 개선요구가 점증하자, 규제감독 당국인 SEC는 2004년 2월 개선시안을 조심스럽게 공개하면서 이 시안에 대한 의견을 제시해줄 것을 공개 요구한다. SEC가 의견 제시를 요구한 개선시안을 요약하면 다음과 같다.²⁸⁾ 첫째, 펀드에서 판매보수를 지급하는 현행 12b-1 보수제도는 폐지한다. 둘째, 만일 투자자가 판매수수료를 수익증권 매입시점에 지불하기보다는 일정 기간에 걸쳐 분할지급하기를 원한다면 그 같은 분할지급을 가능하도록 한다. 셋째, 투자자가 분할지급을 선택할 경우 펀드에서 판매보수를 지급하는 것이 아니라, 투자자별로 회계계정을 설정하고 판매수수료를 분할지급할 수 있도록 한다. 예를 들어 어느 투자자가 \$10,000의 수익증권을 판매사를 통하여 매입하면서 \$500의 판매수수료를 판매사에 지급하여야 한다고 할 때, 투자자는 매입시점에 즉시 \$500을 지급하거나 매월 일정금액씩 분할지급할 수도 있도록 한다. 단, 분할지급의 경우 총지불액은 \$500과 일정한 이자의 합계가 되어야 한다.

SEC가 제안한 개선시안은 결국 12b-1의 도입시 주장되었던 도입논거가 성립하지 않음을 인정하고, 12b-1 방식의 판매보수를 유지한다면 그 유일한 논거는 '판매수수료의 분할지급 방법'이라는 점을 인식한 것으로 해석된다. 그러나 SEC의 개선시안은 동시에 12b-1 방식의 판매보수제도가 투자자로 하여금 판매수수료를 분할지급할 수 있도록 하기 위한 것이라고 한다면, 그에 맞추어 12b-1 제도를 수정하는 것이 적절하다는 점을 지적하고 있다. 투자자가 어느 방법의 판매수수료 지급방법을 선택하든 투자자가 결국 지불하는 판매수수료 총액의 현재가치는 확정되어 있어야 한다는 것이다.²⁹⁾

SEC는 2004년 10월 의견 수집을 종료하면서 향후 수집된 의견을 참조하면서 12b-1 제도의 개선여부, 또 개선할 경우 방안의 내용 등을 장기 과제로 고려하겠다는 방침을 발표하였다.³⁰⁾ 그러나 이후 현재까지 SEC는 아직 12b-1 보수의 개선방안 후속조치가 공표되지는 않고 있다.

5. 정리 해석

이상 미국의 12b-1 보수제도와 관련된 논의 및 정책추이는 다음과 같이 정리될 수 있다. 첫째, 펀드의 수익증권과 예금·보험 등 여타 금융중개기관이 제공하는 금융상품과의 차이에 대해서 미국 정책당국은 분명히 인식하고 있는 것으로 평가된다. 투자자의 수익증권 매입은 일반 유가증권 매입과 동일하며 이 점에서 예금상품 또는 보험상품 등 기타 금융상품의 매입과는 차이가 있다. 그러므로 투자자가 수익증권 매입으로 매입을 중개한 판매사에게 지급하는 금전은 일종의 위탁매매 수수료인 '판매수수료'로 보는 것이 타당하다. 이 같은 견지에 근거하는 한 투자자가 수익증권 매입 이후 판매사에게 지속적으로 금전을 제공하여야 할 이유는 찾기 어렵다. 둘째, 다른 관점에서 펀드에서의 판매보수 지급을 정당화하는 논리의 개발은 가능하지만, 그 논리가 실증적으로 뒷받침되지는 못하고 있다. 정당화 논리는 기본적으로 규모의 경제에 따른 투자자 이익 확대가 가능하다는 논리이다. 그러나 실증적으로 12b-1 보수가 투자성과의 개선으로 연결된다는 증거는 없는 것으로 결론지어지고 있다. 셋째, 제도의 개편이 요구되는 상황이지만, 제도가 광범위하게 유포되어 있어 개선이 지체되고 있는 것으로 추측된다. 기존제도 지속에서 이익을 얻을 수 있는 이해관계자들의 개선반

대가 상당한 것으로 판단된다. 다른 한편으로는 급격한 제도개편이 야기할 수 있는 부작용에 대한 정책당국의 우려가 있는 것으로 추측된다. 미국 자산운용산업이 호황을 누리고 있는 가운데 비록 문제점이 인식되고 있는 제도라 하여도 업계에서 강력히 반발하고 있는 제도의 개혁이 혹 산업의 호황국면을 중단시킬 가능성에 대한 부담감이 없지 않은 것으로 추론된다.

IV. 우리나라 판매보수 규제의 역사적 기원

1. 우리나라 펀드산업의 역사적 추이

우리나라 판매보수 규제의 기원을 분석하기 위해서는 먼저 산업정책과 그에 연계된 산업구조의 추이를 이해하는 것이 필요하다. 다음 절에서 보이듯이 펀드보수·수수료 체계는 해당 사안에 대한 정책방안에 의해서 독자적으로 변화하기보다는 펀드산업의 구조변천에 종속되어 부수적으로 변화하여 온 측면이 크기 때문이다. 펀드산업에 대한 산업정책을 기준으로 할 때, 우리나라 펀드산업의 과거 추이는 크게 세 기간으로 구분하는 것이 가능하다.³¹⁾

(1) 1기(1974~1995): 통제·육성기 - 유사은행기

1기는 정부주도에 의해 자산운용회사가 설립되고 정부의 실질적인 지배와 관리 아래 펀드산업이 성장한 시기이다. 1969년 「증권투자신탁업법」 제정으로 관련 제도가 마련되고 1974년 최초의 전업 자산운용회사인 ‘한국투자신탁’이 설립되고, 이후 ‘대한투자신탁’, ‘국민투자신탁’이 추가로 정부에 의해 설립되고 1989년에는 5개 지방 투자신탁회사가 설립되며 펀드산업의 외형이 확대된 시기이다. 이 기간 펀드산업은 명칭은 ‘투자신탁’으로 불리었으나 실질적인 내용에 있어서는 은행산업과 대동소이한 ‘유사은행’의 성격이었다. 수익증권을 매각하여 펀드자금을 모집해서 유가증권에 운용한다는 점에서 펀드산업의 외형을 지니고 있었다. 그러나 투자자에게 확정금리가 약속되었고 장부가 평가제도로 펀드가 운용되었으며 실제 펀드운용수익과 투자자에게 약속된 확정금리와의 차이로 인한 펀드 손실은 투자신탁회사의 고유계정이 흡수하는 등 은행과 운영원리에서 차이가 없었다. 유사은행의 실질을 지니고 운영됨에 따라 은행산업과 마찬가지로 수익증권의 판매와 펀드의 운용이 분리될 이유는 없었다. 8개 투자신탁회사가 모두 운용과 판매를 동시에 수행하였으며 지점망을 갖추고 은행과 차이가 없는 방식으로 경영되었다.

(2) 2기(1996~1998): 진입 자유화기 - 이행기

2기는 1995년 「증권산업 개편방안」의 도입으로 증권사와 은행의 투자신탁 설립이 허용되며 진입이 상대적으로 자유화된 시기이다. 법적으로는 제정 이후 최초로 ‘증권투자신탁업법’의 전문개정이 1995년 단행되었다. 상대적인 진입자유화 정책으로 1996년 신규 투신사가 대거 등장하며 투자신탁회사의 수가 이전 8개에서 1996년 23개로 급증한다. 이때 진입자유화와 함께 동시에 도입된 중요한 정책방안이 ‘운용사와 판매사의 구분정책’이다. 기존 투자신탁회사의 경우 기존 업무방식을 인정하여 운용과 판매의 동시 수행이 계속 허용되었으나, 신설 투자신탁회사의 경우 운용업무만을 수행하는 전업운용사로 허가되었고 수익증권의 판매업무는 유가증권 위탁판매업무로서 증권사에 위탁할 것이 규제로 강제되었다.

(3) 3기(1999~현재): 펀드산업 구조조정 및 실질화기

마지막으로 3기는 외환위기로 촉발된 광범위한 경제위기와 1999년 대우부도로 촉발된 투신위기를 거치면서 펀드관련 산업의 제도구조가 선진화되고, 펀드산업이 실질화된 시기이다. 자유화, 개방, 자본시장 중심의 금융순환 추구 등을 기본방향으로 하여 금융산업의 제도구조가 급격히 선진국 수준으로 변화한 시기이며, 이를 배경으로 펀드산업에서도 시가평가제 도입(1998년 11월), 공시제도 개선, 수익증권 판매경로 확대 등의 제도개선이 꾸준히 이루어

어진 시기이다. 이 같은 제도개선을 집대성하여 2003년 10월 「간접투자자산운용업법」이 제정되어 현재의 규제체계가 완성된다.

2. 우리나라 펀드보수·수수료 체계의 추이

(1) 1기(1974~1995): 통제·육성기의 펀드보수·수수료 체계³²⁾

펀드산업 초기의 펀드보수·수수료는 운용과 판매업무를 동시 수행하고 있는 투자신탁회사에 지급되는 단일 보수로서 ‘위탁자보수’만이 존재하였다. 운용과 판매업무의 구분이 존재하지 않았고 투자신탁회사가 두 업무를 동시에 수행하는 상황에서 운용보수와 판매보수·수수료의 구분 필요성은 없었다.³³⁾ ‘위탁자보수’에는 ‘관리보수’와 ‘운용보수’로 지칭되는 두 가지 종류의 보수가 있었다. ‘관리보수’는 현재의 운용보수와 동일한 방식으로 투자신탁회사에 지급되는 보수를 지칭한다. ‘운용보수’는 개념적으로 성과보수에 해당하는 것으로서 운용 순이익의 일정비율을 정하여 투자신탁회사에 지급되는 보수를 말한다.³⁴⁾

1993년 당시 정책당국이자 감독당국의 역할을 겸하고 있던 재무부는 지침으로 「표준약관」을 펀드산업에 도입한다. 「표준약관」에 의해 보수체계가 투명하게 공표되도록 함과 동시에 새로운 보수체계가 정해진다. 성과보수 개념이 없어졌고 ‘위탁자보수’는 이전의 관리보수에 해당하는 개념으로 단일화된다.³⁵⁾ ‘위탁자보수’ 개념 정립과 함께 투자신탁회사에 적정 수익을 보장할 수 있는 보수율 수준이 「표준약관」에서 정해진다. 펀드 종류에 따라 위탁자보수율에 차등이 두어졌으며 운용에 보다 많은 노력이 요구된다고 인정되는 주식형 펀드의 보수율이 높게 책정되는 구조였다(<표 6> 참조).

(2) 2기(1996~1998): 진입 자유화기의 펀드보수·수수료 체계 - 판매보수 관행의 등장

이 기간 앞에서 언급하였듯이 1995년 진입자유화 조치로 투자신탁회사가 신설되면서 신설 투자신탁회사는 전업 운용사로 허가된다. 이에 따라 운용업무에 대한 보수와 판매업무에 대한 보수의 배분 필요성이 등장한다. 그러나 관련규제의 변화는 없었으며 1993년의 「표준약관」이 그대로 유지된다. 투자자로부터 징구할 수 있는 보수체계가 ‘위탁자보수’로 유지됨에 따라 ‘위탁자보수’의 일정비율을 운용사가 판매사에게 할애하는 방식으로 판매사에 대한 보상이 이루어졌다. 즉 펀드 투자자로부터 징구하는 보수는 자산운용업자인 투자신탁회사에 지불되는 위탁자보수로 단일화되어 있는 가운데 위탁자보수의 일부분을 투자신탁회사가 위탁판매업자에게 할애하는 방식의 보수체계가 형성된다. 현재의 ‘판매보수’ 제도가 등장한 것이다.

(3) 3기(1999~현재): 구조조정 및 실질화기의 펀드보수·수수료 체계 - 판매보수의 규제화
시가평가제 도입, 판매경로의 확대 등 펀드 관련 여러 제도의 변화가 있었으나 펀드보수·수수료 관련 제도에는 변화가 없는 상황이 지속된다. 이러한 가운데 2003년 10월 「간접투자자산운용업법」이 제정되면서 최초로 판매보수·수수료에 대한 언급이 법규에 등장한다. 앞에서 설명한 현행법 제60조의 규정과 그에 근거한 시행령이 마련된 것이다. 그에 따라 그동안 업계의 관행개념이었던 ‘판매보수’가 법규 개념으로 공식화된다. 한편 2003년 제정된 「간접투자자산운용업법」은 새로운 판매보상 체계로서 ‘판매수수료’ 개념을 도입하였다. 그러나 II장에서 보았듯이 최근까지 판매수수료 형식의 보수체계는 아직은 널리 확산되지 못하고 있다.

3. 정리 해석

이상의 역사적 분석은 우리나라에서 판매보수는 ‘투자자 보호’ 등 특정 정책적 목적의 달성을 위하여 의식적으로 도입된 제도는 아니었다는 것을 보여준다. 미국의 12b-1 제도는 펀드 순환매라는 산업위기적 특수 상황에서 펀드에서의 판매비용 부담으로 펀드 대형화가 이

루어질 경우 규모의 경제로 기존 투자자들에게도 이익이 될 것이라는 논리에 의해 정책적으로 도입된 것이었다. 즉 펀드산업에 대한 규제개입(regulatory intervention)의 목적인 ‘투자자 보호’와 상치되지 않는 제도라는 논리에 의해 도입된 것이었다. 우리나라의 판매보수 제도는 특수상황에 대처하여 투자자에게 도움이 될 수 있는 제도라는 취지에서 도입된 것이 아니며, ‘역사적 우연’(historical accident)에 의해 존재하게 된 제도이다. 우리나라 초기 펀드산업은 유사은행적인 성격을 지닌 가운데 출범하였고, 펀드가 유사은행의 성격을 지니고 있었음에 따라 수익증권의 판매업무에 대한 ‘수수료’ 징구 개념이 없었다. 수익증권이 법적으로는 유가증권에 해당하였지만 실질적으로는 은행예금과 동일하였음에 따라 투자자에게 수익증권 판매에 대해 유가증권 위탁판매 수수료를 징구하는 것이 부적절한 상황이었다. 이에 따라 유사은행기 투자신탁회사가 투자자에게서 운용, 판매 등 모든 서비스에 대해 총괄적으로 비용을 징구하는 것이 자연스러웠고 그에 해당하는 것이 당시의 ‘위탁자보수’라고 하겠다.

이러한 가운데 1995년 운용업과 판매업이 분리되자 총괄적인 보수인 ‘위탁자보수’가 ‘운용보수’와 ‘판매보수’로 이원화되었다고 보여진다. 이상적으로는 당시 운용업과 판매업의 분리에 대응하여 보수·수수료 체계를 개편하는 것이 필요하였으나, 여전히 시가평가제가 도입되지 않고 투자자에게 확정금리가 약속되며 펀드경영이 유사은행으로서 이루어지고 있었음에 따라 수익증권의 판매가 유가증권 판매라기보다는 예금판매에 가까운 상황이 지속되고 있었다. 이에 유가증권 판매서비스에 해당하는 서비스 제공이 불필요하였으며 그에 따라 보수·수수료 체계의 정비 필요성도 없었던 것으로 생각된다. 보수·수수료 체계의 개편방안이 마련되지 않았음에 따라 판매업에 대한 보상은 자연스레 펀드경영에 대한 총괄 보수에서 일부가 지급되는 방식이 선택될 수밖에 없었다고 해석된다. 이후 2003년 「간접투자자산운용업법」은 판매시장에서 통용되고 있던 보수체계를 그대로 추인하는 형식으로 판매보수를 법규에 수용함으로써 판매보수는 명시적인 법적 규제의 지위로 격상되었던 것이다.

V. 맺음말

이 논문은 현행 법규가 판매사가 징구하는 보상체계로서 판매보수 체계를 명시적으로 특정하여 인정하고 있는 이유를 고찰하는 것이 목적이었다. 해당 규제의 역사적 기원과 미국의 유사 규제 도입배경을 분석한 결과 판매보수 규제의 존재목적이 투자자 보호에 있었다고 보기는 어렵다는 결론이 얻어진다. 미국의 경우 규제당국은 판매보수 제도도입을 투자자 이익의 관점에서 명시적으로 반대하여 왔으나, 1980년대 초반 펀드산업의 위기상황에서 산업이익 증진을 위하여 해당 규제를 도입한다. 이후 이 제도의 투자자 이익과의 상치여부와 개선 필요성이 지속적인 논란의 대상이 되고 있다. 한편 우리나라의 경우 판매보수 규제는 정책적 의도를 가지고 도입된 제도가 아니다. 과거 펀드산업의 시초가 유사은행 산업이었음에 따라 판매보수 제도가 존재하게 되었고 이를 법규는 사후적으로 수용한 것이었다.

판매보수 규제의 도입목적이 투자자 보호의 증진에 있지 않았다는 점은 해당 규제에 대한 개선 필요성과 개선방안이 향후 계속적인 논란의 대상이 될 것임을 시사한다. 이에 대한 결론적 의견을 제시하는 것은 이 논문의 연구범위를 벗어나는 것이고, 다만 논리적으로 가능한 논설들을 생각해 보는 것으로 논문을 마무리하고자 한다.

먼저 생각해 볼 수 있는 논의의 방향은 ‘현재 규제의 유지론’이다. 본문에서 언급하였듯이 2003년 이후 법규는 판매보수 이외에 판매수수료를 또 다른 판매사에 대한 보상체계로 도입하였다. 두 가지 보상체계가 공존할 수 있는 법환경이 마련된 것이다. 그러므로 시장경쟁에 향후 판매보수의 운명을 맡기자는 논리의 전개가 가능하다. 판매시장의 경쟁구조가 완전

경쟁적이라면 투자자의 이익을 희생하고 자신의 이익을 추구하는 펀드와 판매사는 경쟁에 의해 퇴출될 것이다. 결국 투자자의 후생을 극대화하는 가격체제와 가격수준이 시장의 지배적 제도로 존속되게 될 것이다. 구체적으로 만일 판매보수 제도가 투자자 이익에 배치된다면 경쟁원리에 의해 이 제도는 사라질 것이고 판매수수료 제도가 판매사에 대한 보상체제로 득세할 것이다.

다음으로 생각해 볼 수 있는 논설은 ‘판매보상 관련 규제의 완전 철폐론’이다. 사실 시장의 경쟁원리 작동을 신뢰한다면 굳이 법규에서 판매보수 및 수수료에 대해 언급하는 것이 필요한 이유를 찾기 어렵다는 주장이 가능하다. 시장의 자율경쟁원리에 충실하다면 가격을 징구하는 방법에 대한 규제 자체가 불필요하다는 정책방향이 일관되기 때문이다. 법규에서 판매보수와 수수료의 수준을 포함, 일체의 사항을 규제하지 않고 시장에서 자유롭게 판매사에 대한 보상방법과 보상수준이 정해지도록 방임하면 시장은 경쟁에 의하여 투자자에게 최적인 판매사 보상체제를 찾아낼 것이라는 논리가 가능할 것이다.

마지막으로는 ‘규제의 합리화론’이 가능할 것이다. 시장자율에 모든 것을 맡기는 방법을 채택하기 어렵다면 판매보수 및 수수료에 대한 규제개입은 투자자 보호라는 법 목적 차원에서 유지하는 것이 불가피하다. 그리고 이제 규제개입을 지속한다고 하면, 현재의 규제에 대한 합리화 방안이 고려되어야 함을 이 논문의 분석은 시사한다. 판매보수는 판매수수료에 대비하여 제공 서비스와 가격의 연계성이 불투명하고 투자자가 지급하게 되는 최종 가격이 불확정이라는 특성이 있다. 이 같은 특성은 서비스의 내용과 질에 대비한 가격경쟁을 어렵게 한다. 그러므로 최소한도로 투자자 관점에서 판매보수와 서비스의 연계성이 분명해지도록 투자자에 대한 공시를 강화하는 방안 등의 마련이 요구될 수 있을 것이다. 만일 이 정책방향을 채택한다고 할 때 보다 구체적인 제도개선의 내용을 논하는 것은 이 논문의 범위를 벗어 나며 별도의 연구논문이 요구된다.

췍 참고문헌

대한투자신탁, 『대한투자신탁20년사』 (1997).

신인석, 『집합증권투자 규제 연구: 비교법 및 경제학적 접근』 (한국개발연구원, 2002).

Burgunder, L., and K. Hartmann. "Soft Dollars and Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934," American Business Law Journal, Vol. 15, 1986.

Burgunder, L., and K. Hartmann, "The Mutual Fund Industry and Rule 12b-1 Plans: An Assesment," Securities Regulation Law Journal, Vol. 15, 1988

Capon, N., G. Fitzsimons, and R. Prince, "An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision," Journal of Financial Services Research, Vol. 10, 1996.

Carhart, M., "On Persistence in Mutual Fund Performance," Journal of Finance, Vol. 52, 1997.

Chance, D., and S. Ferris, "Mutual Fund Distribution Fees: An Empirical Analysis of the Impact of Deregulation," Journal of Financial Services Research, Vol. 5, 1991.

Dellva, Wilfred L., and Olson, Gerard T., "The Relationship between Mutual Fund Fees and Expenses and their Effects on Performance," Financial Review, No. 33, 1998.

Ferris, S., and D. Chance, "The Effect of 12b-1 Plans on Mutual Fund Expense Ratios: A Note," *Journal of Finance*, Vol. 42, 1987.

Friend, L., M. Blume and J. Crockett, *Mutual Funds and Other Institutional Investors*, New York: McGraw Hill, 1990.

Investment Company Institute, 「2007 Mutual Fund Fact Book」.

Kahneman, D., and A. Tversky, "Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases," *Science*, Vol. 185, 1974.

Lemke, T., G. Lins, and T. Smith, *Regulation of Investment Companies*, LexisNexis, 2002.

McLeod, R., and D. MalJiotra, "A Re-examination of the Effect of 12b-1 Plans on Mutual Fund Expense Ratios," *Journal of financial Research*, Vol. 17, 1994.

Malhorta, D. and R. McLeod, "An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses," *Journal of Financial Research*, Vol. 20, 1997.

SEC, IC-27600, "Investment Company Governance," 2006.

SEC, Investment Company Act Release 11414, 1980.

SEC Release No. IC-26356, "Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution." (Proposed Rule)

SEC Release No. IC-26591, "Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution," (Final Rule).

SEC, *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, Division of Investment Management, United States Securities and Exchange Commission, 1992.

SEC, "Report on Mutual Fund Fees and Expenses," Division of Investment Management, 2000.

SEC, "Statement on the Future Structure of the Securities Markets," 1972.

SEC, Rule Release 33-7932, "Role of Independent Directors of Investment Companies"), 2001.

Siggelkow, N., "Caught between Two Principals," Working Paper, Wharton School, 2003.

Sirri, E., and P. Tufano, "Costly search and mutual fund flows," *Journal of Finance*, Vol. 53, 1998.

Walsh, L., "The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses and Returns," Working Paper, Securities and Exchange Commission, 2003.

The Korean Journal of Securities Law, Vol. 9, No. 1, 2008

Evaluation of Fund Sales Fee Regulation

Inseok Shin

ABSTRACT

This paper investigates the economic nature of the fund sales fee regulation in Korea. Comparative legal and historical analysis is employed as methodology to serve the purpose of the paper. In particular, the US 12b-1 fee is taken as a benchmark case. Economic environment and related argument surrounding the introduction of the 12b-1 fee in 1980 are examined. Then, the historical process through which the Korean fund sales fee regulation came to existence is analyzed. Main findings of the paper are as follows. The US 12b-1 fee was introduced to provide economic assistance for the fund industry as the industry remained stagnant in the late 1970s. With the US stock market booming, the US fund industry has been registering record-high growth for the past two decades. As the regulation has outlived the purpose of the regulation, the 12b-1 fee regulation is now facing academic as well as public criticism. The Korean fund sales fee regulation was introduced in 2003 merely to accommodate an already existing-industry practice. The industry practice came to existence as a ‘historical accident’: it was owing to the fact that the Korean fund industry was introduced initially as a pseudo-bank.

Key words : Fund Sales Fee, 12b-1 fee, Investor Protection, Fund Broker, Historical Accident

1) 이 논문에서 ‘펀드’(Fund)는 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집하여 유가증권, 실물자산 등에 운용하여 그 운용수익을 투자자에게 귀착시키는 간접투자수단을 지칭하는 용어로 사용한다. 전문용어로는 ‘집합투자기구’(Collective Investment Vehicle)라는 용어가 사용되기도 하나, 보다 일반적으로는 ‘펀드’(Fund)로 통용되므로 이를 따른 것이다. 우리나라의 경우 집합투자기구의 법적 존재형태에 따라 ‘펀드’는 신탁제도를 원용한 ‘투자신탁’과 회사제도를 원용한 ‘투자회사’의 두 종류로 구분된다. 순자산총액을 기준으로 할 때 ‘투자회사’ 형태의 펀드는 비중이 미미하므로 이 논문의 논의대상은 ‘투자신탁’에 국한한다. 예를 들어 2007년 말 투자신탁의 순자산총액 307조에 대비하여 투자회사의 순자산총액은 14조에 불과하였다. 펀드제도의 개요에 대한 보다 자세한 설명은 신인석, 『집합증권투자 규제 연구: 비교법 및 경제학적 접근』(한국개발연구원, 2002), 15-20면 참조.

2) 다음의 두 기사가 많은 예 중 일부이다: “주식형 펀드 판매보수 OECD 평균 0.63%... 한국은 1.55%”(동아일보, 2007년 12월 3일자), “은행서 펀드상담했더니 수수료 높은 상품만 추천”(세계일보, 2007년 10월 17일자).

3) 「간접투자자산운용업법」 제60조, 「간접투자자산운용업법 시행령」 제58조.

4) 2007년 12월말 현재 ‘간접투자자산운용업법’ 및 동시행령을 참조. 이하 논문에서 ‘현행

법규'는 2007년 12월말 법규를 의미한다.

5) "It shall be unlawful for any registered open-end company ... to act as a distributor of securities of which it is the issuer, except through an underwriter, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest of for the protection of investors." (Investment Company Act, Section 12(b))

6) 미국의 집합투자기구는 건전성 법규에서는 'Investment Company', 금융시장에서는 '뮤추얼 펀드'(Mutual Fund)로 통칭되며, 법적 조직형태는 주식회사, 영업신탁(business trust), 또는 합자회사 등이다 (신인석, 전게서, 109-113면 참조). 따라서 투자자가 펀드에의 투자를 위해 매입하는 금융수단의 법적 성격은 '주식' 또는 '지분'이다. 그러나 여기서는 용어의 혼란을 피하기 위하여 투자자가 매입하는 펀드 발행 금융수단은 우리나라 투자신탁제도에서 사용되는 '수익증권'으로 통일하여 사용하도록 한다.

7) SEC, "Statement on the Future Structure of the Securities Markets," 1972. 한편 1980년 이전 펀드로부터의 판매사에 대한 금전지급이 부적절하다는 SEC의 입장, 법원 판례 등이 표명된 법규문서의 보다 자세한 목록은 T. Lemke, G. Lins, and T. Smith, Regulation of Investment Companies, LexisNexis, 2002, 7-19, 20절을 참조.

8) 법적으로는 「Investment Company Act」 Section 36(a), (b)에서 규정하고 있는 투자자에 대한 운용사 등의 신인의무(fiduciary duty) 위반이라는 논리이다. 이와 관련해서는 L. Burgunder and K. Hartmann, "The Mutual Fund Industry and Rule 12b-1 Plans: An Assesment," Securities Regulation Law Journal, Vol. 15, 1988; N. Siggelkow, "Caught between Two Principals," Working Paper, Wharton School, 2003; T. Lemke, G. Lins, and T. Smith, 상게서 참조.

9) 1980년 대 이후 판매수수료는 '후취수수료'(back end load), '이연판매수수료'(deferred sales load) 등으로 다양화되며 현재에 있어서도 이 상황은 동일하다. 그러나 1980년 이전 미국 뮤추얼 펀드의 판매수수료는 '선취수수료'의 단일 형태이었다.

10) 법제적으로는 「Investment Company Act」 Section 12(b)가 SEC에 부여한 권한에 근거하여 Rule 12b-1을 제정하고 이 규정에 의거하여 펀드에서의 판매보수가 가능하도록 허용하였다.

11) L. Burgunder and K. Hartmann. "Soft Dollars and Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934," American Business Law Journal, Vol. 15, 1986.

12) 위탁매매수수료 또는 중개수수료를 판매사에 대한 유인보수로 이용하는 것은 미국 일부 자산운용업계에서 오랫동안 지속되어 온 관행으로 생각된다. 이 관행이 투자자 이익과는 상치될 수 있다는 판단아래 최근에 와서 SEC는 이를 금지하는 규정을 제정하였다. SEC Release No. IC-26591, "Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution" 참조.

13) L. Burgunder and K. Hartmann, 전게서(1986)에 의하면 1975년 이전 1주당 39센트 수준이었던 위탁매매수수료는 1996년 3-5센트 수준으로 급감한다.

14) 이에 대한 자세한 설명은 SEC의 공식기록에서 찾을 수 있다. SEC, Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation, Division of Investment Management, United States Securities and Exchange Commission, 1992 참조.

15) SEC, Investment Company Act Release 11414, 1980.

16) 1940년 제정된 「Investment Company Act」는 투자자 보호를 법목적으로 하면서 이 법목적의 달성을 위하여 세 가지 방법을 채택하였다 (신인석, 전게서, 41-48면 참조). 첫째, 경쟁원리 확립: 시가평가제의 원리에 입각한 펀드 운용성과의 공시가 원활이 이루어지도록 함으로써 투자자가 성과에 입각한 선택을 용이하게 함; 둘째, 지배구조 구축: 회사구조인 미국 Mutual Fund의 특성을 이용하여 Fund의 이사 중 일정 비율(제정 당시에는 40%) 이상은 독립이사(independent director)를 선임하도록 하고, 이들이 투자자가 이해상충행위로 피해를 입지 않도록 감시할 수 있는 권한과 책임을 부여; 셋째, 이상의 두 가지 장치에 의해서도 제어되지 않는 이해상충행위가 있다고 할 경우 이는 법규에서 명시적으로 금지. SEC는 12b-1 보수의 경우 그 수준은 법규가 명시적으로 제어할 대상은 아니라고 판단한 뒤, 그러나 이해상충행위의 가능성이 존재하므로 독립이사가 모든 운영을 감시해야 할 것을 규정한 것이다.

17) 12b-1 보수제도에서 주주와 독립이사에게 요구되는 권한과 책임은 「Investment Company Act」가 펀드의 운용사 계약과 관련하여 주주와 독립이사에게 부여하고 있는 권한 및 책임과 유사하다.

18) SEC는 2001년 12b-1 보수제도를 운용하기 위해서는 해당 펀드의 독립이사는 전체 이사의 절반 이상(과거에는 40% 이상)이 될 것을 요구하여 펀드 지배구조에서 독립이사의 역할을 한층 강화하는 규제를 도입하였다(SEC (2001), Rule Release 33-7932, “Role of Independent Directors of Investment Companies”). 나아가 최근에는 50% 요건을 75%로 강화하고 이사회 의장은 독립이사로 선임되어야 한다는 규정을 제정하려는 움직임을 보이고 있는데, 2006년 새로운 규정안을 공시하고 의견을 공개적으로 수렴하고 있는 중이다(SEC, IC-27600, “Investment Company Governance,” 2006).

19) Investment Company Institute, 「2007 Mutual Fund Fact Book」. 2006년 말 현재 미국 뮤추얼 펀드 자산규모는 10조 4136억달러 수준이다.

20) 1980년대 12b-1 보수를 기반으로 하여 만들어진 판매보수·수수료 체계에 대한 비판과 SEC의 대안제시, 그리고 대안의 추이에 대한 기록은 SEC의 공식자료에서 찾을 수 있다. 본문의 서술은 이에 기초한 것이다(SEC, 전게서(1992), 322-326면 참조).

21) E. Sirri and P. Tufano, “Costly search and mutual fund flows,” Journal of Finance, Vol. 53, 1998.

22) N. Capon, G. Fitzsimons, and R. Prince, “An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision,” Journal of Financial Services Research, Vol. 10, 1996.

23) 금융소비자들이 경제적 이익의 합리적 계산에 의해서 의사결정을 하는 것이 아니라 ‘심리적 선택기준’을 사용한다는 주장과 ‘심리적 선택기준’의 구체적 내용에 대한 설명은 D. Kahneman, and A. Tversky, “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases,” Science, Vol. 185, 1974 참조.

24) S. Ferris and D. Chance, “The Effect of 12b-1 Plans on Mutual Fund Expense Ratios: A Note,” Journal of Finance, Vol. 42, 1987; D. Chance and S. Ferris, “Mutual Fund Distribution Fees: An Empirical Analysis of the Impact of Deregulation,” Journal of Financial Services Research, Vol. 5, 1991; McLeod, R., and D. MalJiotra, “A Re-examination of the Effect of 12b-1 Plans on Mutual Fund Expense Ratios,” Journal of financial Research, Vol. 17, 1994; Malhorta, D. and R.

McLeod, "An Empirical Analysis of Mutual Fund Expenses," Journal of Financial Research, Vol. 20, 1997; Dellva, Wilfred L., and Olson, Gerard T., "The Relationship between Mutual Fund Fees and Expenses and their Effects on Performance," Financial Review, No. 33, 1998; Walsh, L., "The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses and Returns," Working Paper, Securities and Exchange Commission, 2003.

25) M. Carhart, "On Persistence in Mutual Fund Performance," Journal of Finance, Vol. 52, 1997; SEC, "Report on Mutual Fund Fees and Expenses," Division of Investment Management, 2000.

26) L. Friend, M. Blume and J. Crockett, Mutual Funds and Other Institutional Investors, New York: McGraw Hill, 1990.

27) "Some Mutual Fund Fees Face the Smell Test," (Wall Street Journal, December 16, 2003), "Counting the Cost of Fund Fees," (Washington Post, December 4, 2003), "Pressure Builds to Cut Fund Fees," (New York Times, January 11, 2004).

28) SEC Release No. IC-26356, "Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution." (Proposed Rule) SEC의 이 공고는 판매사에 대한 유인의 일환으로서 판매 증권사에게 펀드 운용과 관련된 유가증권 위탁매매 주문을 몰아주는 행태를 금지하는 것이 본래 목적이었다. 그러나 이 같은 새로운 규제의 제안과 함께 SEC는 12b-1제도의 개선시안을 공개하면서 이에 대한 의견 제시도 요구하였다.

29) 사실 이는 신용카드를 사용한 분할지급과 동일한 상황이다. 소비자가 제품을 구매하며 신용카드를 사용하여 분할지급을 선택할 경우, 총 지급액은 즉시 지급할 경우와 비교하여 이자비용만큼만 증가한다. 즉 투자자가 지불하는 총지급액의 현재가치는 지급방법과 관계없이 동일하여야 한다.

30) SEC Release No. IC-26591, "Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution," (Final Rule). 수집된 의견은 "<http://www.sec.gov/rules/proposed/s70904.shtml>"에 공개되어 있다.

31) 신인석, 전계서, 3장 참조.

32) 이 절과 다음 절의 사실기술은 대한투자신탁, 『대한투자신탁20년사』 (1997), 187-189, 205면 등을 참조하였다.

33) 수탁기관에게 지급되는 '수탁자보수'가 추가로 존재하였으나 미미한 수준이었다.

34) 즉 당시에는 현행 규제에서 금지되어 있는 성과보수가 존재하였다.

35) 당시 성과보수 제도의 폐지는 업계동향에 기인한 것으로 판단된다. 투자신탁회사에 지급되는 보수의 상당부분을 성과보수로 구성한 초기 제도의 특성으로 당시 투자신탁회사의 전체 수익은 펀드의 운용성과에 절대적으로 의존하였다. 그러나 80년대 말~90년대 초반 주식시장 침체를 배경으로 주가부양을 위하여 투자신탁 펀드의 주식매입이 정책적으로 요구되면서 펀드의 운용수익이 급감하고 투자신탁회사의 수익성 악화가 초래된다. 투자신탁회사에 의해 수익을 안정적으로 확보할 수 있는 대책마련이 요구되었고, 그 방안으로서 성과보수에 해당하는 '운용보수'를 폐지하고 단일 보수로서 '위탁자보수' 개념이 정립되었다고 생각된다.