

Equity Mutual Funds: Current Status and Issues*

Kwangsoo Ko**, *Professor of Finance, Pusan National University*

〈Abstract〉

An equity mutual fund is a financial intermediary that collects funds from various investors and invests in equities and other assets. It has the following advantages or functions: record keeping and administration, diversification and divisibility, professional management, and low transaction costs. Compared to the rapid growth of the global equity fund markets over the past decade, the Korean market has shrunk significantly. The main cause is the decline in the reliability of equity funds. This study examines the current status of the global and Korean fund markets and their relationships with private pension markets. Based on the findings, various issues in the Korean equity fund market are identified, and various possible solutions concerning asset management companies, sales companies, and institutional regulations are suggested. If the equity fund market gains the investors' trust, it will reduce the direct investment of stocks by individuals, benefit the private pension markets, and contribute to the development of the Korean capital market.

Keywords: Equity Mutual Fund; Retirement Pension; Individual Retirement Account; Exchange Traded Fund; Master Trust

JEL Classification: A20, G10, G23

* This paper is a summary of the contents presented at the policy symposium hosted by the Korean Securities Association held on November 24, 2020. I would like to thank Professor Hyungcheol Lee of Chungbuk National University and Professor Jay M. Chung of Soongsil University for presiding, Dr. Minkyung Kwon of Capital Market Research Institute, Managing Director Haehyeon Park of Mirae Asset Management Company, Professor Sunjoong Yoon of Dongguk University, and Managing Director Joonhwan Cho of Korea Investment Trust Management Company for discussion. I also would like to thank President Heejoon Ahn and Editor-in-Chief Junghoon Seon of the Korean Securities Association for their encouragement. Finally, it is noted that the contents of this paper should not be used to commercially induce equity investment of private pensions.

** Corresponding Author. Address: Department of Business Administration, College of Business, Pusan National University, Busandaehak-ro 63beon-gil, Geumjeong-gu, Busan, Korea, 46241; E-mail: kks1201@pusan.ac.kr; Tel: +82-51-510-3730; Fax: +82-51-581-8180.

Received: December 21, 2020; Accepted: December 28, 2020

주식형 공모 펀드: 현황과 과제*

고 광 수 (부산대학교 교수)**

〈 요약 〉

주식형 공모 펀드는 투자자들로부터 자금을 모아서 주식과 기타 자산에 투자하는 금융 매개체로 다음과 같은 장점 또는 기능을 수행한다: 기록 보관과 관리, 분산 투자, 전문적 운용, 낮은 거래 비용. 지난 10년 동안 글로벌 주식형 펀드 시장의 급속한 성장에 비해, 우리나라 시장은 크게 위축되었다. 이의 가장 큰 원인은 주식형 펀드의 신뢰성 하락이다. 본 연구는 우리나라와 글로벌 주식형 펀드 시장의 현황과 함께 사적 연금(퇴직연금 및 개인연금) 시장과의 관계를 살펴본다. 가장 큰 특징은 인덱스 운용과 ETF가 크게 성장하였다는 것이고, 이와 함께 주식형 펀드 시장과 사적 연금 시장의 관계가 더욱 커졌다는 것이다. 본 연구는 이런 사실들을 기반으로 우리나라 시장에서의 다양한 이슈들을 진단하고, 자산 운용사, 판매사, 제도적 측면에서 여러 가지 해결 방안들을 제시하고자 한다. 주식형 공모 펀드 시장이 투자자들의 신뢰를 얻게 되면, 개인들의 투기적인 주식 직접 투자가 줄어들고, 사적 연금 시장에 도움이 되며, 우리나라 자본시장 발전에 기여할 것이다.

핵심 단어 : 주식형 공모 펀드, 퇴직 연금, 개인연금, 상장지수펀드, 마스터 신탁

JEL 분류기호: A20, G10, G23

* 본 논문은 2020년 11월 24일에 개최된 한국증권학회 주최 정책 심포지엄에서 발표된 내용을 정리한 것이다. 진행을 맡아주신 충북대학교 이형철 교수님, 사회를 담당하신 정재만 교수님, 토론에 참여해 주신 자본시장연구원 권민경 박사님, 미래에셋자산운용 박해현 상무님, 동국대학교 윤선중 교수님, 한국투자신탁운용 조준환 상무님께 감사드립니다. 마지막으로 본 논문에 도움을 주신 한국증권학회의 안희준 회장님, 선정훈 편집위원장님께도 감사드립니다. 본 논문의 내용은 사적 연금의 주식 투자를 상업적으로 유도하기 위해서 사용될 수 없음을 밝혀둡니다.

** 연락담당 저자. 주소: 부산 금정구 장전2동 부산대학로63번길 2 부산대학교 경영학부, 46241; E-mail: kks1201@pusan.ac.kr; Tel: 051-510-3730; Fax: 051-581-8180.

1. 서론

1999년의 대우 사태로 우리나라의 공모 펀드 시장은 크게 위축되었으나, 채권 시가 평가의 실시와 주식 및 채권시장의 정비로 다시 활성화되기 시작하였다. 2004년에 총순자산(Total Net Assets, 이하 TNA) 규모가 5조 원대로 크게 감소되었던 주식형 공모 펀드 시장도 2007년에는 125조 원을 상회할 정도로 급속히 성장하였다. 하지만 2008년 글로벌 금융 위기로 인한 해외 펀드 부문의 손실로 주식형 펀드에 대한 신뢰도가 급격히 추락하였다. 이로 인하여 주식형 펀드의 TNA 규모는 76조 5,840억 원으로 감소하였다. 주식형 펀드의 TNA는 2010년에 다시 106조 5,130억 원으로 증가하였지만, 그 이후로 꾸준히 감소하여서 2020년 10월 현재 60조 7,300억 원에 불과한 시장이 되었다.

일반적으로 자본시장이 발전할 경우 개인의 직접 투자보다는 공모 펀드를 이용한 간접 투자가 바람직하다고 한다. Bodie et al.(2020)은 주식의 간접 투자가 바람직한 이유로 4 가지 근거를 제시하고 있다. 첫째, 투자 회사 또는 자산 운용사가 투자 기록 보관 및 관리를 대행해 준다. 둘째, 큰 금액의 자금을 모아서 분산 투자를 하여 위험 대비 높은 수익성을 추구하는데, 투자자는 그 중의 일부분을 보유할 수 있다. 이런 분산 투자는 개인 자산의 규모로는 거의 불가능한 일이다. 셋째, 전문적인 증권 애널리스트의 분석을 바탕으로 펀드 매니저가 효율적인 펀드 운용을 하여, 상대적으로 높은 수익성을 추구한다. 마지막으로, 증권을 대량으로 거래하기 때문에 거래 비용과 수수료를 실질적으로 절약할 수 있다.

위와 같은 공모 펀드의 장점은 채권형 펀드에도 적용되지만, 주식형 펀드에 더욱 잘 적용될 수 있다. 이런 이유로 자산 운용사들은 높은 연봉을 제시하면서 유능한 펀드 매니저들을 채용하기도 하고, 자체적으로 양성하기도 한다. 전통적으로 펀드 매니저들은 수익성을 높이기 위해 주식형 펀드를 적극적으로 운용한다. 그 대표적인 예로 피터 린치를 들 수 있다. 그는 피델리티 인베스트먼트에서 펀드 매니저로 활동하면서 1977년 \$2,200만에 불과하였던 마젤란 펀드를 13년 간 운용하면서 연평균 29.2%의 투자 수익률을 기록하였다. 1990년에는 결국 마젤란 펀드의 TNA 규모가 \$140억으로 증가하여, 그때부터 수많은 기업의 DC(defined contribution, 확정 기여형) 플랜에 투자 수단으로 채택되었다.¹⁾

하지만 주식형 펀드의 적극적 운용에 대한 저항도 만만치 않았다. Bogle(2009)은 적극적 운용의 결과가 소극적 운용의 결과보다 좋을 수가 없다고 하였다. 그는 소극적 펀드 운용 방법인 인덱스 펀드의 창시자이자 옹호자로 세계적 펀드 운용사인 Vanguard의 설립자이다. 인덱스 펀드의 수익률은 특정한 주가지수에 연동하기 때문에 성과 확인의 투명성이 높고, 주식의 매매 회전율이 낮아서 거래 비용을 최소화 한다. 이로 인하여 상대적으로 높은 수익성을 유지할 수 있다고 하였다. 인덱스 펀드가 추종하는 주가지수는 Markowitz(1952) 이론의 시장 포트폴리오에 해당하기 때문에 가장 효율적인 투자 방법이라고 할 수 있다. Malkiel(1995)은

1) 마젤란 펀드는 1990년대부터 미국의 대표적인 주식형 펀드였지만, 피터 린치의 은퇴 이후 수익성이 좋지 않아서 TNA가 정체되었다.

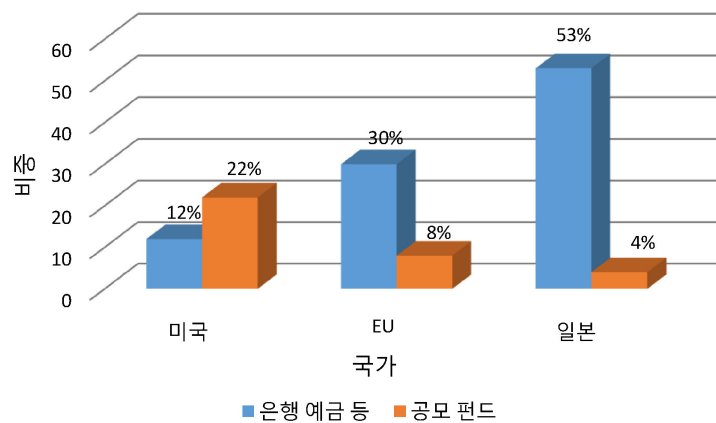
Equity Mutual Funds

적극적으로 운용되는 뮤추얼 펀드는, 운용비용과 총비용을 고려할 때, 총체적으로 벤치마크 포트폴리오보다 수익성이 떨어지고, 성과의 지속성도 없다고 하였다.²⁾ 이는 인덱스 펀드의 우월성을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 하지만 Malkiel(2015, 15장)은 인덱스 펀드가 세금 측면에서 완벽한 대안은 아니라고 주장하면서, 제도 측면에서 상장지수펀드(exchange traded fund, 이하 ETF)가 세금을 절약하는 대안이 될 수 있다고 하였다.³⁾

이러한 연구들은 주식형 공모 펀드 투자의 장점들을 보여주면서, 개별적인 주식 직접 투자의 비효율성을 강조하고 있다. 주식형 공모 펀드는 전 세계적으로 뮤추얼 펀드의 주류를 형성하면서 꾸준하게 발전해 왔다. 하지만 우리나라에서는 주식형 펀드의 발전이 원만하게 이루어지지 못했다. 특히 지난 10년 동안은 TNA 규모가 약 94조 원(2010년 말)에서 61조 원(2020년 10월 말)으로 축소되었다. 이러한 주식형 공모 펀드 시장의 침체는 투자자가 누릴 수 있는 효용의 감소를 의미한다.

그렇다면 우리나라 공모 펀드 시장, 특히 주식형 펀드 시장이 침체한 이유는 무엇일까? 공모 펀드 시장의 발전은 기업이 자금을 조달할 때 주로 자본시장 또는 은행을 이용하는가에 의존할 수 있다. 전자를 자본시장 중심 국가, 후자를 은행 중심 국가라고 하자. 미국의 뮤추얼 펀드 협회는 가계의 자산 중 공모 펀드와 은행 예금의 보유 비중을 자본시장 중심 국가와 은행 중심 국가로 나누어 알아보았다. <그림 1>은 자본시장 중심 국가인 미국, 은행 중심 국가 연합인 EU, 은행 중심의 경향이 가장 큰 일본의 가계 자산 구성을 보여주고 있다. 미국은 공모 펀드의

<그림 1> 가계의 공모 펀드와 은행 예금의 비중



출처: www.ici.org

- 2) 뮤추얼 펀드는 법적인 용어는 아니지만 판매회사에 의해 매매가 허용되는 개방형 공모 펀드를 지칭하는 실무적 용어이다. 이제 폐쇄형 공모 펀드는 규모가 매우 작기 때문에 뮤추얼 펀드는 공모 펀드와 거의 같은 개념으로 사용되고 있다.
- 3) ETF는 주가지수를 추종하기 때문에 상장지수펀드라고 명명되었지만, 미국 증권거래위원회(Securities Exchange Commission: 이하 SEC)가 2008년부터 적극적 운용을 허용하였기 때문에 이제는 상장지수펀드가 적절한 용어라고 하기 어렵다.

비중이 22%로 은행 예금 12%에 비해 상당히 높지만, EU는 공모 펀드의 비중이 8%로 은행 예금 비중 30%에 비해 크게 낮다. 일본의 경우에는 4%의 공모 펀드에 비해 은행 예금의 비중이 53%로 그 차이가 극단적으로 나타나고 있다.

이러한 구분이 확실한 기준이 된다고 주장하기에는 아직 학술적 연구가 부족하지만, 일본이 경제 수준에 비해 공모 펀드 시장의 발전이 매우 뒤쳐져 있음을 고려할 때, 어느 정도의 기준은 된다고 생각된다. 그렇다면 우리나라는 자본시장 중심 국가일까, 아니면 은행 중심 국가일까? 우리나라는 1997년 외환위기 이후에 주식시장과 채권시장을 완전히 자유화하여 개방형 경제 및 자본시장 체계를 추구하였다. 따라서 우리나라는 자본시장 중심 국가이어야 한다. 그럼에도 불구하고 주식형 펀드 시장이 침체한 이유는 무엇일까? 이 질문이 이 연구를 시작하게 된 경제적 동기라고 할 수 있다.

본 연구는 글로벌 시장의 관점에서 우리나라의 주식형 공모 펀드의 침체 원인을 진단하고, 개선 방안을 제시하고자 한다. 제2장은 글로벌 공모 펀드 시장의 성장과 변화를 알아본다. 3장은 주식형 공모 펀드와 밀접한 관계를 가지는 연금 시장에 대해서 살펴보고자 한다. 제2장과 제3장의 내용을 바탕으로, 제4장은 우리나라 주식형 공모 펀드 시장의 침체 원인을 진단할 것이다. 제5장은 침체 진단을 바탕으로 주식형 공모 펀드의 활성화 방안을 제시한다. 마지막으로 제6장은 전체 내용을 정리하면서 논문을 맺고자 한다.

2. 글로벌 공모 펀드 시장의 성장과 변화

2.1 전 세계 공모 펀드 시장의 성장과 변화

<표 1>은 2019년 말 현재 전 세계 및 미국의 공모 펀드 시장과 미국의 연금 시장 규모를 보여주고 있다. 미국 뮤추얼 펀드 협회(Investment Company Institute, 이하 ICI)에 의하면 전 세계 공모 펀드 시장의 규모는 \$54.9조로 미국이 \$25.7조(47%), 유럽이 \$18.8조(34%), 아시아/태평양이 \$7.3조(13%)를 차지하고 있다. 미국의 공모 펀드 시장이 전 세계의 절반 정도를 차지하고 있는데, \$25.7조 중 뮤추얼 펀드가 \$21.3조이고, ETF가 \$4.4조이다. 20세기 말에 처음 개발되어 2000년에 뮤추얼 펀드의 1% 정도를 차지했던 ETF 규모가 이제 \$4.4조가 되었다는 것은 펀드 시장의 구도 변화를 보여주는 중요한 사실이다. 1990년대에 공모 펀드의 3~4%를 차지하던 폐쇄형 펀드와 단위형 투자신탁은 이제 그 위상을 거의 상실하였다.

공모 펀드를 보유한 미국 가계는 현재 5,970만명으로 이는 전체 가계의 46.4%에 해당한다. 따라서 공모 펀드는 미국 가계의 일반적인 투자 수단이라고 할 수 있다. 가계의 평균 보유 규모는 \$150,000으로 1인당 GDP의 약 2.3배에 해당한다. 보유 펀드의 중위수가 4개라는 것은 펀드도 분산 투자를 한다는 것으로 해석할 수 있다. 또한 미국의 전체 연금 자산은 \$32.3조로, 이 중에서 개인연금(Individual Retirement Account, 이하 IRA)과 확정기여형 퇴직연금(defined contribution plan, 이하 DC 플랜)이 뮤추얼 펀드에 \$9.9조를 투자하고 있다. 이러한 뮤추얼 펀드 투자는 미국의 공모 펀드 시장과 연금 시장이 밀접한 관련성이 있다는 것을 의미한다.

Equity Mutual Funds

마지막으로 세계 적격 연금을 보유한 가계의 비중이 63%라는 것은 미국 가계의 상당수가 노후 생활에 대비하고 있다는 것을 말해준다.⁴⁾

<표 1> 전 세계 및 미국의 공모 펀드 시장과 미국의 연금 시장(2019년 12월 현재)

전 세계 공모 펀드(\$54.9조)	미국	\$25.7조
	유럽	\$18.8조
	아시아/태평양	\$7.3조
	그 외	\$3.1조
미국 공모 펀드(\$26.0조) ^a	뮤추얼 펀드	\$21.3조
	상장지수펀드(ETF)	\$4.4조
	폐쇄형 펀드	\$0.278조
	단위형 투자신탁	\$0.079조
미국 가계의 공모 펀드 보유	보유 가계 수	5,970만
	보유 개인 수	1억 390만
	보유 가계 비율	46.4%
	가계의 평균 보유 규모	\$150,000
	보유 펀드 중위수	4개
미국의 연금 시장	전체 연금 자산	\$32.3조
	세계 적격 연금 보유 가계 비중	63.0%
	IRA/DC 플랜의 뮤추얼 펀드 투자	\$9.9조

a. \$26.0조는 폐쇄형 펀드와 단위형 투자신탁(Unit Investment Trust)이 합산된 금액임.
출처: www.ici.org.

<표 2>는 전 세계 공모 펀드 시장의 시계열 추세를 보여주고 있다. 지난 10년 동안 전 세계 공모 펀드의 TNA는 \$29.1조(2010년)에서 53.9조(2020Q2)로 크게 증가하였다. 연평균 성장률은 8.52%이고, 기하평균 성장률은 6.36%이었다. 이러한 성장을 이끌었던 것은 주식형 펀드로 TNA가 \$11.9조(41%)에서 \$22.9조(45%)로 크게 증가하였다. 이에 비해 MMF는 \$5.1조(18%)에서 \$8.2조(13%)로 성장하였지만 공모 펀드 중 비중은 상당히 감소하였으며, 혼합형과 채권형은 비슷한 비중을 유지하면서 성장하였다. 이런 현상에는 지난 10년 간 사적 연금 등으로부터의 주식형 펀드 투자 증가와 글로벌 주식시장 호황의 두 가지 측면이 있다.⁵⁾ 그럼에도 불구하고 한 가지 확실한 것은 주식형 펀드의 비중이 10년 동안 40~45% 수준에서 유지되었다는 것이다.

4) 세계 적격 연금은 법에 의해서 세제상의 혜택을 받는다. 하지만 세계 비적격이라고 해서 세계상의 혜택을 받지 않는 것은 아니다. 세계 비적격 금융상품의 가장 대표적인 예는 생명보험사의 어뉴이티이다. 어뉴이티는 정해진 기간 동안의 적립된 금액이나 일시금을 정해진 시점부터 고정액 또는 변동액으로 사망 시까지 지급하는 보험상품이다. 사망 시까지가 아니라 정해진 기간 동안 지급하는 어뉴이티도 존재할 수 있지만 이런 금융상품은 보험 성격이 없다. 어찌 되었건, 어뉴이티는 장기 가입할 경우 보험차익 비과세에 의한 세제 혜택을 받는다.

5) Kenneth French의 웹사이트에 의하면 선진국 23개 국가의 지난 10년 간(2010~2019년) 연평균 수익률은 10.52%이고, 주식 프리미엄은 10.00%이다. 이에 비해 우리나라의 코스피는 2009년 말 1682.77, 2010년 말 2029.60, 2019년 말 2197.67로 2010년 이후로 9년 동안은 수익성이 거의 없었다. 2020년 12월 16일에 2771.79이므로 올해의 수익률은 상당히 높았다.

표에 나타나지는 않았지만 2019년 말 현재 평균 펀드 규모는 \$4억 4,806만으로, ₩/\$ 환율을 1,100으로 하면 4,935억 원 정도이다.

글로벌 공모 펀드 시장에서도 ETF의 성장은 뚜렷해서 2020년 6월 현재 \$6.1조의 TNA를 가지고 있다. 미국의 \$4.4조를 차감하면 미국 이외 지역 ETF의 TNA 규모는 \$1.7조이다. 이는 미국 이외의 지역에서도 ETF가 크게 성장하였지만 미국에서의 성장이 가장 뚜렷하였다는 것을 의미한다. 한편 기관용 펀드란 자산 운용사가 DB(defined benefit, 확정급여형) 플랜과 같은 연금 등의 기관투자자를 위해 만든 펀드인데, 2020년 현재 이 규모도 \$4.9조에 이르고 있다. 이 기관용 펀드는 공모 펀드는 아니지만 자산 운용사의 수익성에 상당한 기여를 하고 있다.

<표 2> 전 세계 공모 펀드 시장의 추세

(단위: \$조)

	주식형	혼합형	채권형	MMF	전체
2010	11.9(41%)	6.0(20%)	6.1(21%)	5.1(18%)	29.1
2011	10.9	6.1	6.6	4.8	28.4
2012	12.4	7.2	7.9	4.9	32.3
2013	15.5	8.0	8.0	4.9	36.4
2014	16.5	8.5	8.4	4.7	38.1
2015	16.4	8.7	8.0	5.2	38.3
2016	17.4	9.3	8.8	5.1	40.6
2017	21.8	11.2	10.4	5.9	49.3
2018	19.9	10.6	10.1	6.1	46.7
2019	24.5	11.6	11.8	6.9	54.9
2020Q2	22.9(45%)	11.2(21%)	11.6(21%)	8.2(13%)	53.9

ETFs: 6.1; 기관용 펀드: 4.9

출처: www.ici.org.

2.2 미국의 뮤추얼 펀드 시장

이제 앞에서 개략적으로 보았던 미국의 경우를 시계열 자료로 자세히 살펴보자. <표 3>은 미국 뮤추얼 펀드와 ETF 시장의 추세를 보여주고 있다. 전 세계 시장과 비슷하게 지난 10년 동안 주식형 펀드의 비중은 증가하고, MMF의 비중은 감소하였으며, 혼합형과 채권형 펀드의 비중은 큰 변화가 없었다. 주식형 펀드의 TNA는 \$10조 9,870억으로 전 세계 규모의 48%를 차지하고 있다.

가장 큰 특징은 ETF의 규모가 \$9,920억(2010년)에서 \$4조 6,830억(2020M10)으로 크게 증가하였다는 것이다. 표에 나타나지는 않았지만 2000년에 \$660억으로 뮤추얼 펀드의 1%에도 미치지 못했던 ETF가 2020년 10월 현재 뮤추얼 펀드 규모의 21% 정도라는 것은 놀라운 일이다. ETF의 평균 규모는 \$20.2억(2조 2,232억 원)으로 상당한 규모이다. 주식형 펀드도 \$24.5억(2조 4,879억 원)으로 비슷한 규모를 가진다. 이 정도의 TNA가 적절한 규모의 경제를 달성했는지에

Equity Mutual Funds

대해서는 의문이 있을 수는 있지만, 투자자의 신뢰를 얻고 거래 비용을 절약하는 데에 도움이 된다는 것은 분명하다. 한편, ETF의 성장세가 뚜렷한 이유는 다음과 같다: ① 거래 비용이 적고, ② 매매가 용이하며, ③ 지수에 연동되어 변동성이 작다. 또한 ④ 규모가 커서 신뢰성이 있고, ⑤ 펀드의 특성상 세금이 적다. ETF는 매매 회전율이 작아서 거래 비용이 감소하고 이익 실현이 크지 않기 때문에 세금도 작아진다.⁶⁾

<표 3> 미국 뮤추얼 펀드와 ETF 시장의 추세^{a)}

(단위: \$10억)

	뮤추얼 펀드				ETFs	전체
	주식형	혼합형	채권형	MMFs		
2010	5,596(47%)	842(7%)	2,589(22%)	2,804(24%)	992	12,823
2011	5,213	884	2,843	2,691	1,048	12,678
2012	5,939	1,032	3,389	2,693	1,337	14,391
2013	7,763	1,285	3,284	2,718	1,675	16,724
2014	8,314	1,379	3,459	2,725	1,975	17,852
2015	8,150	1,341	3,412	2,755	2,101	17,759
2016	8,577	1,400	3,648	2,728	2,525	18,878
2017	10,305	1,547	4,065	2,847	3,401	22,166
2018	9,228	1,384	4,061	3,037	3,371	21,081
2019	11,376	1,579	4,704	3,632	4,396	25,688
2020M10	10,987(50%)	1,474(7%)	5,002(23%)	4,357(20%)	4,683	26,502
평균 규모						
2010	1.24	1.70	1.37	4.30	-	-
2019	2.45	2.04	2.18	9.99	2.02	2.54

a. 폐쇄형 펀드, 단위형 투자신탁, 액면증서(Face-Amount Certificates) 제외.

출처: www.ici.org.

주로 주가지수를 추종하는 ETF가 크게 성장하였다는 것은 미국 투자자들이 인덱스 펀드를 선호하게 됐다는 것을 의미한다. 이를 알아보기 위해서 <표 4>는 미국 인덱스 펀드의 성장을 나타내고 있다. 적극적 운용 펀드, 인덱스 펀드, 인덱스 ETF의 규모와 비중은 지난 10년 동안 크게 변화했다. 2009년에 \$8.5조의 합계 중에서 적극적 펀드는 82%, 인덱스 펀드는 10%, 인덱스 ETF는 8%에 불과하였지만, 2019년에는 \$22.0조 중에서 각각 61%, 19%, 19%로 크게 달라졌다. 인덱스 펀드와 인덱스 ETF는 2009년에 18%에서 2019년에는 38%로 증가하였다. 실로 엄청난 변화라고 할 수 있다. 이런 변화에 따라 예전에 미국의 대표적인 자산 운용사였던 피델리티는 크게 위축되었고, 이제는 인덱스 펀드와 ETF를 주로 운용하는 블랙락, 뱅가드, SSGA(State Street Global Advisor)가 미국의 3대 자산 운용사가 되었다. 이들 자산 운용사들이 대표적인 자산 운용사가 된 이유는 높은 변동성을 좋아하지 않고 성과를 쉽게 알고자 하는 투자자들의 성향 변화를 빨리 읽었기 때문일 것이다.

6) 뮤추얼 펀드의 매매 회전율은 매입과 매출 중 작은 금액을 평균 TNA로 나누어 계산한다.

이에 따라 미국의 주식시장 시가총액을 구성하는 투자자 비중도 달라졌다. 국내 적극적 펀드 및 ETF와 국내 인덱스 펀드 및 ETF 비중은 2009년에 각각 20%, 6%이었지만, 2019년에는 모두 15%이었는데, 이는 인덱스형 운용의 놀라운 성장을 의미한다.⁷⁾ 그 외의 다른 투자자 비중은 74%에서 70%로 감소되었다. 이런 현상은 매우 중요한 시사점을 우리에게 주고 있다. 즉, 미국의 주식 간접 투자 금액의 절반 정도가 주가지수를 추종하고 있다는 것이다. 이로 인하여 어떤 종목이 S&P 500 주가지수에 포함되면 그 종목의 수요가 엄청나게 커지면서 주가도 크게 상승하게 된다. 최근에 S&P 500에 편입된 테슬라 주가가 이해하기 어려울 정도로 상승한 것도 이런 현상 때문이다. Shleifer(1986)는 이런 현상을 행동 재무론 입장에서 연구하여, 주식의 수요 함수가 우하향한다고 주장하였다.

<표 4> 미국 인덱스 펀드의 성장

패널 A: 인덱스 (뮤추얼) 펀드와 인덱스 ETF의 비중				
	적극적 운용 펀드	인덱스 펀드	인덱스 ETF	합계 ^a
2009	\$6.97조(82%)	\$0.85조(10%)	\$0.68조(8%)	\$8.5조
2019	\$13.42조(61%)	\$4.18조(19%)	\$4.18조(19%)	\$22.0조

패널 B: 주식시장 시가총액 대비 적극적 운용 펀드와 인덱스 운용 펀드의 비중			
	국내 인덱스 펀드 및 ETF	국내 적극적 펀드 및 ETF	다른 투자자
2009	6%	20%	74%
2019	15%	15%	70%

a. MMF를 제외한 모든 뮤추얼 펀드.
출처: www.ici.org.

미국 뮤추얼 펀드의 또 하나의 특징은 끊임없이 비용을 절약하여 펀드의 수익성을 높이려는 것이다. 이런 노력은 주식형 펀드에서 더욱 확실하게 나타난다. 비용의 절약은 두 가지 측면에서 생각할 수 있다. 첫째는 증권거래 비용이고, 둘째는 펀드의 평균 총순자산에 따라 청구되는 비용이다. 인덱스형 펀드의 비중이 증가하면서 매매 회전율이 감소하여 자연스럽게 거래 비용이 줄어들기도 하였지만, 펀드의 규모와 함께 협상력도 커지면서 브로커 회사에 지불하는 거래 수수료도 작아지게 되었다.⁸⁾ 또한 뉴욕증권거래소 등의 거래소에 매매 수수료의 인하 등을 요구하기도 하였다.

두 번째인 뮤추얼 펀드의 비용은 <표 5>를 통해 알 수 있다. <표 5>는 미국 뮤추얼 펀드의 비용을 2000년부터 보여주고 있다. 여기서의 비용은 기록 관리, 광고, 운용 등에 필요한 연간 비용으로, 판매회사의 판매비용이나 거래 비용은 포함되지 않는다. 주식형 펀드의 연간 비용은 2000년 0.99%에서 2019년에는 0.52%로 크게 감소하였다. 혼합형이나 채권형 펀드의 비용도

7) “인덱스형”이란 주가지수를 추종한다는 의미로, 인덱스 펀드와 인덱스 ETF를 지칭한다.
8) 2019년 주식형 펀드의 자산가중 회전율은 28%로 35년(1985~2019) 평균인 55%에 비해 상당히 작아졌다. 1980년대 이후 회전율은 80% 이상에서 꾸준히 하락하고 있다. 2019년 현재 주식형 펀드의 TNA의 50% 정도는 회전율 21% 미만의 펀드에 있다.

Equity Mutual Funds

감소하였지만, 주식형 펀드가 0.47%p로 감소폭이 가장 컸다. 이런 자산 운용사들의 노력은 매우 작은 수익률 제고를 가져옴에도 불구하고 투자자의 신뢰성 획득에 크게 기여하는 요인이 된다.

〈표 5〉 미국 뮤추얼 펀드의 비용^a

	주식형	혼합형	채권형
2000	0.99%	0.89%	0.76%
2005	0.91%	0.81%	0.69%
2010	0.83%	0.82%	0.63%
2015	0.67%	0.76%	0.54%
2019	0.52%	0.62%	0.48%

a. 비용은 매년 투자자에게 전가되는 비용을 자산가중 평균 총순자산으로 나누어 계산함. 판매 비용은 포함되지 않음.

출처: www.ici.org.

2.3 중국의 공모 펀드 시장

1990년 12월에 상하이와 심천 증권거래소를 설립하여 1992년부터 주식 거래를 시작한 중국의 거래소는 2000년 이후 매우 빠른 성장을 보였다. 두 증권거래소는 아직도 시가총액에 있어서 뉴욕증권거래소의 20%에도 못 미치지만, Berk et al.(2018)에 의하면 거래금액에 있어서는 2015년에 모두 뉴욕증권거래소를 넘어섰다. 이에 비해 공모 펀드 시장은 증권거래소만큼 크게 성장하지는 못했지만 중국 고유의 특성을 가지면서 발전하였다. 공모 펀드의 TNA는 우리나라의 10배 정도이면서 첨단 시스템을 추구하고 있다.

〈표 6〉은 2010년부터 중국 공모 펀드 시장의 추세를 보여주고 있다. 2001년에 2개의 혼합형 펀드 판매를 시작으로 개설된 중국의 공모 펀드 시장은 2010년에 TNA가 395조 원 규모로 크게 증가하였다. 그 후 10년 동안에도 공모 펀드 시장은 빠르게 성장하여 TNA는 2,672조 원이 되었다. 하지만 공모 펀드의 유형 구성도 크게 바뀌었다. 2010년에 각각 57.35%, 30.40%를 차지하던 주식형과 혼합형 펀드는, 2020년 6월에는 각각 13.17%, 13.39%로 크게 줄어들었다. 이에 비해 채권형 펀드와 MMF는 2010년에 각각 5.51%, 6.72%이었으나 2020년 6월에는 각각 29.60%, 48.83%가 되었다. 미국이나 전 세계와는 달리 주식에 투자하는 주식형과 혼합형의 상대적 규모는 크게 감소하고, 안정성이 큰 채권형과 MMF의 상대적 규모는 크게 증가하였다. 미국이나 전 세계를 선진적 시장이라고 전제하면, 중국은 후진적 공모 펀드 시장이라고 할 수 있다. 펀드의 평균 규모에서도, 주식형과 혼합형은 크게 감소하였지만, 채권형과 MMF는 크게 증가하였다. 이 역시 중국 공모 펀드 시장의 후진성을 보여주는 단면이라고 사료된다. 하지만 주식형과 혼합형 펀드의 평균 규모가 각각 2,290억 원, 1,530억 원이기 때문에 그렇게 작다고 보기는 어렵다.

이제 중국의 ETF 시장을 살펴보자. 증권거래소에서 매매가 가능한 개방형 펀드는 ETF와 LOF(listed Open-ended Fund)로 나누어진다. ETF는 증권거래소에서만 거래되지만, LOF는 증권거래소에서 거래가 되고 판매회사에서도 판매 및 환매가 가능한 중국 특유의 펀드 유형이다. 또한 ETF는 지수형 운용만 가능하고, LOF는 지수형뿐만 아니라 적극적 운용도 가능하도록

허용하였다. LOF는 적극적 운용이 80%이고 지수형의 소극적 운용이 20% 정도라고 한다. ETF는 주식형, 채권형, MMF가 있고, LOF는 주식형, 혼합형, 채권형만 존재한다.

〈표 6〉 중국 공모 펀드 시장의 추세^a: ETF와 LOF 포함

(단위: 10억 원; 1위안 = 170원)

	주식형	혼합형	채권형	MMF	전체
2010	226,629(57.38%)	120,079(30.40%)	21,752(5.51%)	26,530(6.72%)	394,990
2011	181,841	95,429	25,826	52,779	355,875
2012	201,737	94,070	38,893	97,225	431,925
2013	193,319	85,527	93,124	148,621	520,591
2014	208,712	97,651	72,492	321,646	700,501
2015	221,352	257,834	127,327	646,730	1,253,244
2016	196,414	251,736	274,157	652,756	1,375,063
2017	205,860	249,745	317,423	1,080,690	1,853,719
2018	198,067	180,557	475,658	1,197,736	2,052,018
2019	288,050	253,594	653,922	1,116,344	2,311,910
2020Q2	351,859(13.17%)	357,835(13.39%)	790,851(29.60%)	1,171,057(43.83%)	2,671,602
평균 규모					
2010	706	732	247	590	639
2020Q2	229	153	351	3,930	415

a. 재간접 펀드 및 상품 선물 펀드 제외.

출처: CSMAR.

〈표 7〉은 중국의 ETF와 LOF 시장의 시계열 추세를 보여주고 있다. 중국은 2004년에 LOF를, 2005년에 ETF를 처음 허용하였는데, 2010년에는 LOF의 TNA 규모가 42조 원으로 12조 원의 ETF를 크게 앞섰다. 그러나 지난 10년 동안 주식형과 MMF형 ETF의 급속한 성장으로 2020년

〈표 7〉 중국 ETF와 LOF 시장의 추세^a

(단위: 10억 원; 1위안=170원)

	주식형	혼합형	채권형	MMF	전체
패널 A: ETF(Exchange-Traded Fund)					
2010	11,506	0	0	1,155	12,662
2011	13,102	0	0	7,086	20,188
2012	24,328	0	0	17,337	41,666
2013	25,330	0	536	11,033	36,899
2014	35,419	0	105	23,923	59,446
2015	30,008	0	1,341	123,976	155,324
2016	30,543	0	1,165	82,075	113,782
2017	34,145	0	663	65,392	100,200
2018	55,782	0	1,800	100,806	158,388
2019	89,495	0	2,763	94,706	186,964
2020Q2	102,318	0	3,382	109,597	215,298

〈표 7〉 중국 ETF와 LOF 시장의 추세^a(계속)

패널 B: LOF(Listed Open-ended Fund)					
2010	12,161	27,665	2,412	0	42,239
2011	10,303	20,732	5,945	0	36,980
2012	10,354	21,560	9,542	0	41,456
2013	7,778	20,050	10,826	0	38,653
2014	11,499	22,421	6,840	0	40,760
2015	6,749	18,014	7,393	0	32,157
2016	6,151	19,679	16,705	0	42,536
2017	7,064	22,141	7,449	0	36,654
2018	8,182	38,184	6,560	0	52,926
2019	12,394	46,931	10,992	0	70,318
2020Q2	14,482	49,717	12,883	0	77,082

a. QDII 및 상품 선물 펀드 제외(QDII 펀드: 적격 국내 기관투자자가 운용하는 해외 펀드).
출처: CSMAR.

6월에는 ETF의 TNA가 LOF의 약 3배 수준에 이르고 있다. 이는 ETF보다 LOF의 가격 효율성이 부족하기 때문으로 보이지만, 이에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다.⁹⁾ 주식형의 평균 규모에 있어서도 차이가 많이 나서, 2020년 6월 현재 ETF는 3,847억 원이고 LOF는 1,591억 원이다.

2.4 우리나라의 펀드 시장

우리나라의 펀드 시장은 크게 공모와 사모 펀드 시장으로 나눌 수 있다. 공모 펀드는 이미 오래 전부터 있어 왔지만, 사모 펀드는 1998년에 처음 도입되었는데, 2004년에 경영 참여형 사모 펀드가, 2009년에 해외 헤지 펀드와 비슷한 전문 투자형 사모 펀드가 도입되었다. <표 8>은 우리나라 공모 및 사모 펀드의 추세를 보여주고 있다. 2010년에 사모 펀드의 TNA는 공모 펀드의 2/3 정도이었지만, 2014년부터는 공모 펀드를 추월하기 시작하여 2020년 10월 현재는 규모가 훨씬 크다.

공모 펀드에서의 큰 변화는 MMF의 규모가 2020년 10월에 123조 7,080억 원으로 2010년에 비해 두 배 정도로 증가하였다는 것이다. MMF는 원래 미국에서 1971년에 은행 고객을 자본시장으로 유입시켜 어려움을 겪고 있던 자산 운용사의 수익성을 증가시키기 위해 허용되었다. 따라서 이 부문의 TNA가 너무 비대하다는 것은 정상적인 자산 운용업의 상황이라고 보기는 어렵다. 또한 입출금이 자유롭기 때문에 지금과 같은 저금리 상태에서 MMF 규모의 지속성을 장담하기는 어렵다.

본 연구의 초점이 되는 주식형 펀드의 TNA는 2010년에 93조 9,520억 원으로 공모 펀드 전체의 50%를 초과하였지만, 그 이후부터 감소하기 시작하여 2020년 10월 현재는 70조 7,300억 원 수준으로 크게 위축되었다. <표 8>에 의하면 주식형 펀드의 위축은 MMF와 사모 펀드의

9) 여기서 효율성 부족이란 벤치마크와의 오차가 더 크다는 것을 의미한다.

확대와 관련이 있어 보인다. 해외에 비해 등락을 거듭했던 주식시장은 수익성이 없으면서 변동성만 커지게 되자, 안전성을 원하는 투자자들은 채권형 펀드나 MMF로, 위험을 감수하면서 수익성을 원하는 투자자는 사모 펀드로 떠난 것으로 추정된다.

<표 8> 우리나라 공모 및 사모 펀드의 추세

(단위: 10억 원)

	공모 펀드					사모 펀드
	주식형	혼합형	채권형	MMF	합계	
2010	93,952	14,918	9,651	64,964	183,485	122,585
2011	79,614	11,716	9,646	51,414	152,390	110,702
2012	79,651	11,328	12,907	62,011	165,897	123,612
2013	72,164	13,510	12,422	64,225	162,321	147,200
2014	63,576	16,787	15,265	79,251	174,879	176,465
2015	63,632	23,107	18,971	86,872	192,582	203,798
2016	56,126	20,900	23,937	87,154	188,117	252,955
2017	68,254	18,913	23,155	72,608	182,930	291,582
2018	64,516	17,372	27,371	70,050	179,309	335,510
2019	73,526	15,992	35,027	74,051	198,596	419,246
2020M10	60,730	15,357	33,630	123,708	233,425	435,946
평균 규모						
2010	86	13	18	256	61	22
2020M10	47	19	79	1,031	89	44

출처: 미래에셋자산운용.

이런 과정에서 주식형 펀드의 평균 규모는 크게 감소하였다. 2010년에 평균 860억 원이었지만 2020년 10월에는 470억 원으로 줄어들었다. Hartzmark and Sussman(2019)은 펀드의 지속 가능성이 있을수록 자금 유입에 유리하다는 것을 발견하였다. 우리나라처럼 펀드의 해지와 설립이 빈번한 경우에는 펀드 규모가 지속 가능성의 척도로 이용될 수 있다. 따라서 평균 펀드 규모의 감소는 투자자의 신뢰성을 잃고 거래 비용에 있어서 협상력을 갖기 어려워져서 거래 비용이 커질 수 있다.¹⁰⁾ 물론 우리나라에서 자산 운용사가 지불하는 거래 비용이 TNA 규모에 따른 협상력에 따라 실무적으로 달라지기는 어려운 상황이다. 그렇다 할지라도 평균 규모의 감소는 투자자의 신뢰를 회복하는 데에는 큰 걸림돌이 된다.

한편 <그림 2>의 패널 A는 우리나라 ETF 시장의 꾸준한 성장을 보여주고 있다. 2004년 4,720억 원으로 시작한 이 시장은 2020년 10월 현재 47조 원 규모가 되었다.¹¹⁾ 절대 금액 측면에서

10) 한편 Song(2020)은 지나치게 규모가 커지면 적극적 운용 펀드의 벤치마크-조정된 성과가 작아진다고 하였다. 적극적 운용 펀드가 수익성 차원에서 규모의 경제를 가지는 TNA에 대한 연구는 더 진행되어야 할 것이다. 하지만, 이 논리가 전 세계적으로 점점 확대되고 있는 인덱스 펀드나 인덱스 ETF에 적용되지는 않는다.

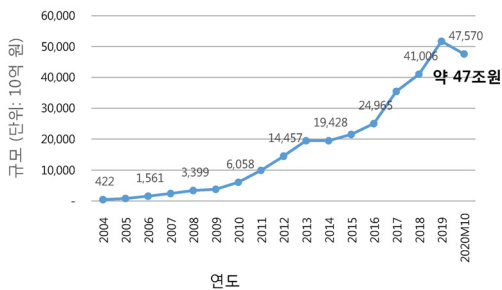
11) ETF도 여러 유형이 있지만 주식형, 혼합형, 채권형, 기타 등으로 분류되지 않아서 공모 펀드와 직접적인 비교는 어렵다. 한화자산운용이 제공한 자료에 의하면, 2020년 11월 현재 국내 주식형 ETF는 약 26조 2,562억 원으로 추정된다.

Equity Mutual Funds

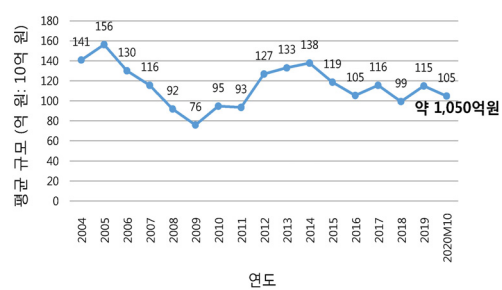
천천히 증가하던 시장 규모는 2010년경부터 빠르게 성장하기 시작하였다. 급성장하기 시작한 ETF도 주식형 공모 펀드의 TNA 감소와 밀접한 관련이 있다고 추정된다. 즉, 기존 주식형 펀드의 높은 판매 및 연간 비용, 환매의 불편함, 신뢰성 하락 등으로 우리나라에서도 ETF 시장이 상당히 증가하였고, 이러한 현상은 계속 확대될 것으로 예상된다. 패널 B에 나타난 ETF의 평균 규모는 2004년에 1,410억 원으로 시작하여 2020년 10월 현재 1,050억 원으로 약간 감소하였지만, 공모 및 사모 펀드보다는 큰 규모로 운용되고 있다. 이러한 ETF 시장의 확대는 세계적인 현상이기도 하면서 자본시장에 긍정적인 영향을 줄 수 있으리라고 사료된다.

<그림 2> 우리나라 ETF의 전체 및 평균 규모 추세

패널 A: ETF 전체 규모의 성장



패널 B: ETF 평균 규모



출처: 미래에셋자산운용

3. 연금 시장과 뮤추얼 펀드

3.1 미국의 연금 시장

미국의 연금 시장은 뮤추얼 펀드 시장과 밀접한 관계를 가지고 성장해 왔다. <표 9>는 미국 연금 자산의 시계열 추세를 보여주고 있다.¹²⁾ 1975년에 \$4,690억이었던 미국의 연금 자산은 2020년 6월 말에 \$31조 8,970억으로 증가하면서, 전 세계 연금 자산의 50%를 상회하는 것으로 추정된다.¹³⁾ 특히, IRA(Individual Retirement Account, 개인퇴직계좌 또는 개인연금), DC 플랜, DB 플랜으로 대변되는 미국의 사적 연금은 전 세계적으로 대표적인 사적 연금의 유형이 되었다. 1975년에는 사적 및 공적 연금이 모두 DB 플랜을 중심으로 운영되었고, 생명보험사가 운영하는 어뉴이티도 상당한 비중을 차지하고 있었다. DC 플랜은 아직 크게 성장하지 못한 상태였고, 1974년 종업원퇴직급여보장법(Employees Retirement Income Security Act of

12) 미국의 대표적 공적 연금인 사회보장 제도는 부과(pay-as-you-go) 방식으로 운영되고 부분적으로 적립되는 기금도 특별 국채에 투자되기 때문에 여기서의 연금 대상은 아니다.

13) OECD(Organization for Economic Co-operation and Development) 자료(Pension Markets in Focus, 2019)에 의하면 2019년 현재 세계의 연금 자산은 \$50조(OECD \$49.2+그 외 \$1.7) 이상이라고 한다. OECD와 미국 ICI의 연금 자산 기준이 다르기 때문에, 이 수치를 본 연구에서 제시된 미국의 수치와 직접적으로 비교하기에는 무리가 있지만, 개략적인 추정은 가능하다고 본다.

1974)과 함께 만들어진 IRA는 겨우 \$30억에 불과하였다. IRA는 1981년에 경제회생세금법 (Economic Recovery Tax Act of 1981)으로 인해 대중적 인기를 모으기 시작했다.

미국의 주식시장이 큰 호황을 보였던 1990년대를 거치면서 미국의 연금 시장은 크게 바뀌기 시작했다. 공적인 연금의 상대적 규모가 감소하고, 사적 연금인 IRA와 DC 플랜이 주역으로 등장하기 시작하였으며, 생명보험사의 어뉴이티도 연금 시장에서의 역할이 감소하였다. Ko(2003)에 의하면 1995년에 DC 플랜의 규모가 DB 플랜을 초과하였다. 결국 2010년에는 IRA가 \$5조를 초과하여 가장 대표적인 미국의 연금 부문이고, DC 플랜이 \$4조 7,690억으로 그 다음으로 큰 연금 부문이 되었다.

<표 9> 미국 연금 자산의 추세

(단위: \$10억)

	IRA	DC 플랜	DB 플랜	지방정부 DB 플랜	연방정부 DB 플랜	어뉴이티	합계
1975	3(1%)	91(19%)	174(37%)	104(22%)	42(9%)	55(12%)	469
1980	25	202	360	197	77	129	991
1985	241	491	819	405	172	181	2,309
1990	636	872	929	742	333	391	3,902
1995	1,288	1,698	1,507	1,354	506	581	6,934
2000	2,629	2,958	2,020	2,340	705	904	11,556
2005	3,425	3,739	2,262	2,761	912	1,288	14,387
2010	5,029(28%)	4,769(27%)	2,481(14%)	2,946(16%)	1,168(7%)	1,554(9%)	17,948
2015	7,477	6,455	2,861	3,679	1,519	1,997	23,988
2020Q2	10,796(34%)	8,869(28%)	3,417(11%)	4,649(15%)	1,886(6%)	2,279(7%)	31,897

출처: www.ici.org.

2020년 6월 현재, IRA, DC 플랜, DB 플랜의 사적 연금 부문은 총 \$23조 820억 원으로 전체 연금 자산의 73% 정도를 차지하고 있다. 물론 지방정부 및 연방정부의 DB 플랜과 어뉴이티도 뮤추얼 펀드에 투자하지만, 개인에 의해 주도되는 연금 부문의 뮤추얼 펀드 투자 주체는 IRA와 DC 플랜이다. IRA와 DC 플랜의 비중이 각각 34%, 28%라는 것은 개인의 뮤추얼 펀드 투자가 상당한 규모로 이루어지고 있다는 것이다. DC 플랜 중에서도 401(k)는 매우 큰 비중을 차지하고 있는 가장 중요한 뮤추얼 펀드 투자 주체이다.

<표 10>은 401(k)와 IRA가 투자하는 뮤추얼 펀드와 기타 자산의 구성을 보여주고 있다. 1990년대 미국 주식시장의 활황으로 인해 401(k)와 IRA는 2000년에 뮤추얼 펀드에 각각 \$8,300억(48%), \$1조 2,620억(52%)이라는 큰 금액을 투자하고 있었다.¹⁴⁾ 2020년 6월 현재 401(k)와 IRA의 뮤추얼 펀드 투자 금액은 각각 \$3조 8,110억(61%), \$4조 6,640(43%)억이 되었다. IRA는 모든 자산에 투자가 가능하기 때문에 뮤추얼 펀드 비중이 그렇게 크지는 않고,

14) 주로 주식형, 혼합형, 채권형에 투자되지만, 그 중에 주식형 비중이 가장 크다고 할 수 있다. 따라서 401(k)와 IRA는 주식형 뮤추얼 펀드 투자의 핵심 투자자이다.

Equity Mutual Funds

은행 및 생보 상품이 10% 정도를 차지하고 있다. 하지만 401(k)는 보통 사용자가 정한 10~12개 정도의 뮤추얼 펀드를 대상으로 투자한다. 이 중 주식형 펀드가 대부분이기 때문에 401(k)의 주식형 펀드 투자 비중은 상당히 높다고 평가할 수 있다.

〈표 10〉 미국 401(k)와 IRA의 자산 구성

(단위: \$10억)

	401(k)		IRA		
	뮤추얼 펀드	기타 자산	뮤추얼 펀드	은행/생보	기타 자산
1996	348(33%)	713(67%)	606(41%)	353(24%)	508(35%)
2000	830(48%)	908(52%)	1,262(48%)	452(18%)	916(35%)
2005	1,314(55%)	1,080(45%)	1,780(52%)	579(17%)	1,067(31%)
2010	1,836(61%)	1,282(41%)	2,418(48%)	714(15%)	1,838(37%)
2015	4,008(63%)	2,387(37%)	3,493(47%)	914(12%)	3,079(41%)
2020Q2	3,811(61%)	2,439(39%)	4,664(43%)	1,119(10%)	5,014(46%)

출처: www.ici.org.

3.2 우리나라의 연금 시장

미국과는 달리 우리나라의 공사 연금은 모두 자본시장에 투자가 가능하다.¹⁵⁾ 〈표 11〉은 최근 우리나라 공사 연금의 규모를 보여주고 있다. 2014년에 개인연금, 퇴직연금, 국민연금은 각각 270조 원(31.9%), 107조 원(12.7%), 469조 원(55.4%)이었으나, 2019년에는 351조 원(26.8%), 221조 원(16.9%), 737조 원(56.3%)으로 증가하였다. National Assembly Budget Office(2019, 69쪽)에 의하면, 국민연금 적립금은 꾸준히 증가하여 2039년에 1,431조 원의 최대치를 기록하였다가 다시 감소하기 시작하여 2054년에 -164조 원이 된다. 따라서 개인연금과 퇴직연금만이 인구가 크게 감소하기까지는 계속해서 증가할 가능성이 있다. 하지만 개인연금은 규제에 의한 투자 제한으로 국민의 노후 생활에 큰 도움이 되기는 어려운 상황이다.

〈표 11〉 우리나라 공사 연금의 추세

(단위: 조 원)

	개인연금	퇴직연금	국민연금	합계
2014	269.7(31.9%)	107.1(12.7%)	469.8(55.4%)	846.6
2015	292.2	126.4	512.3	930.9
2016	310.0	147.0	558.3	1,016.2
2017	330.1	168.4	621.7	1,120.2
2018	337.7	190.0	638.8	1,166.5
2019	351.3(26.8%)	221.2(16.9%)	736.7(56.3%)	1,309.2

출처: 금융감독원.

15) 공적연금에는 국민연금 이외에도 사학연금, 공무원 연금, 군인 연금, 주택 연금이 있지만 국민연금에 비해 규모가 너무 작기 때문에 제외하였다.

이제 개인연금과 퇴직연금에 대해서 살펴보자. <표 12>는 우리나라 개인연금 및 퇴직연금의 추세를 보여주고 있다. 패널 A에서 개인연금의 구성은 보험, 신탁, 펀드, 기타로 나누어져 있다. 세제 비적격은 조세특례제한법 대상은 아니지만 개인연금으로 인정되는 보험사의 보험차익 비과세 상품이다. 이 규모는 지난 6년 간 약 40조 원 증가하였다. 세제 적격의 경우 보험은 꾸준히 증가하고 있으나, 신탁은 최근 6년간 3조 원 정도의 증가에 그쳐서 비중은 14.5%에서 12.1%로 감소하였다. 이에 비해 펀드는 6.5조 원(6.4%)에서 14.5조 원(10.1%)으로 약 8조 원 정도 증가하였지만 6년 동안의 증가액으로는 큰 금액이 아니다.

<표 12> 우리나라 개인연금 및 퇴직연금의 추세

(단위: 조 원)

패널 A: 개인연금							
	연금저축 (세제 적격)				소계	세제 비적격	합계
	보험	신탁	펀드	기타			
2014	76.8 (76.1%)	14.5 (14.4%)	6.5 (6.4%)	3.1 (3.1%)	100.9	169.0	269.9
2015	81.1	15.3	8.8	3.5	108.7	183.0	291.7
2016	88.2	16.1	9.7	4.5	118.5	192.0	310.5
2017	94.9	16.8	12.2	4.9	128.8	201.0	329.8
2018	100.5	17.2	12.1	5.4	135.2	203.0	338.2
2019	105.6 (73.6%)	17.4 (12.1%)	14.5 (10.1%)	5.9 (4.1%)	143.4	207.8	351.2

패널 B: 퇴직연금					
	DB	DC	IRP (개인형 퇴직연금)		합계
	(확정 급여형)	(확정 기여형)	개인형	기업형	
2014	75.5(70.5%)	23.3(21.8%)	7.6 (7.1%)	0.7(0.7%)	107.1
2015	86.3	28.4	10.9	0.7	126.3
2016	99.6	34.2	12.4	0.8	147.0
2017	110.9	41.4	15.3	0.9	168.5
2018	121.2	48.7	19.2	0.9	190.0
2019	138.0(62.4%)	56.8(25.7%)	25.4(11.5%)	1.0(0.5%)	221.2

출처: 금융감독원.

퇴직금은 주로 DB 퇴직연금 위주로 운영되고 있는데, 2019년 현재 DB와 DC 퇴직금은 각각 138조 원(62.4%), 56.8조 원(25.7%)의 규모를 가지고 있다. DB 퇴직금은 사용자의 책임으로 사외에 적립되어 운용되기 때문에 큰 문제가 없지만, DC 퇴직금의 투자는 근로자의 노후 생활과 직접적으로 관련이 있다. 따라서 DC 퇴직금의 투자 대안은 매우 중요한 의미를 가진다. 한편 IRP(Individual Retirement Pension, 개인형 퇴직연금)는 근로자의 퇴직으로 발생하는 퇴직금의 단절을 방지하거나 중소기업의 퇴직금을 위해 만들어진 것으로, 이를 각각 개인형과 기업형이라고 한다. 시간이 지날수록 퇴직이 늘어나면서 개인형 IRP는 계속해서

증가할 것이다. 미국의 경우에도 퇴직으로 인한 401(k) 플랜의 연결 상품으로 IRA가 이용되기 때문에 그 규모가 더 증가할 수 있었다. 하지만 우리나라의 경우는 IRP와 개인연금이 각각 노동부와 기획재정부의 규제에 의해 만들어졌기 때문에 각기 다른 금융상품으로 취급되고 있다. IRP와 개인연금이 하나의 구조로 통합되어 적절한 투자 상품이 제시된다면 개인의 노후 생활에 큰 도움이 될 수 있을 것이다.

4. 우리나라 주식형 펀드의 현황과 진단

4.1 사모 펀드와 ETF의 급성장

앞에서도 언급했던 바와 같이, 사모 펀드의 급속한 성장은 주식형 펀드의 규모 증가를 억제하는 효과가 있었다. 원래 주식형 펀드와 사모 펀드의 투자자는 어느 정도 독립성이 있어야 하지만, 그동안 집합투자 수단이 주로 공모 펀드만 존재하였기 때문에 두 투자자 집단이 공모 펀드를 이용하는 경우가 많았다.¹⁶⁾ 2009년에 헤지 펀드 형태의 전문 투자형 사모 펀드가 도입되었다. 이제 위험을 추구하는 (기관투자자가 아닌) 고액 투자자들이 주식형 펀드에서 사모 펀드로 옮겨가는 것은 당연한 결과라고 하겠다. 2015년에는 사모 펀드 운용업자의 자격을 인가제에서 등록제로, 사모 펀드 설립을 등록제에서 보고제로 바꾸었고, 자산 운용의 자율성을 대폭 확대하였으며, 최소 투자 규모를 1억 원으로 낮추었다. 이런 규제 완화가 최근 발생한 사모 펀드 사태의 원인이 되었지만, 주식형 펀드 투자자를 사모 펀드로 이탈하게 만든 원인이기도 하였다.¹⁷⁾

한편 ETF의 성장도 주식형 펀드의 투자를 저해하는 요인이 되었다. 이런 현상은 미국에서 먼저 관찰되었다. ICI(2020, 74쪽 Figure 3.14)는 주식형 뮤추얼 펀드로부터의 현금 유출이 ETF로 이탈하였다는 것을 그림으로 보여주었다.(이미 ETF로의 이탈 이유는 앞에서 설명한 바와 같다.) 하지만 이런 현상은 부정적이라기보다는 투자자의 성향 변화로 인해 새로운 상품을 개발한 것으로 받아들여야 한다. 따라서 주식형 뮤추얼 펀드는 고유한 장점을 살려서 투자자 계층을 더 확대하여야 할 것이다.

4.2 주식형 펀드의 수익성과 신뢰성 하락

주식형 펀드에는 원래 만기가 없지만 그동안 실무적으로는 투자자들에게 만기를 지정해서 판매하였다. 여기서의 만기는 환매 수수료가 부과되지 않는 최소한의 기간이었다. 하지만 이런 실무 관행 때문에 투자자들은 공모 펀드 투자와 은행 예금 사이에 뚜렷한 구분이 없었다. 또한

16) <자본시장 및 금융투자업에 관한 법률>에 따라 이미 사모 펀드가 존재하였지만 대개 기관투자자를 위한 것들이 대부분이었다.

17) 공모와 사모 펀드의 수요자는 분명히 달라야 한다. 하지만 최소 투자 규모가 1억 원으로 낮아지고, 판매 제도의 문제점으로 인해 주식형 공모 펀드의 투자자가 사모로 옮겨간 것으로 추정된다. 하지만 이에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다고 본다. 사모 펀드에 대한 더 이상의 언급은 본 연구의 범위를 벗어난다.

적립식 펀드라는 상품을 만들어서 만기와 비슷한 개념으로 사용하였는데, 이것도 잘못된 개념이다. 어떤 개방형 펀드라도 매월 정해진 금액을 투자하는 적립식 투자를 할 수 있다. 그렇다고 해서 그 펀드가 적립식 투자만 허용하는 적립식 펀드일 수는 없다. 자산 운용사와 판매회사는 이런 그릇된 실무 관행을 이용하여 영업을 했다. 그러면서 주식형 펀드를 해지하기도 하고 쉽게 만들기도 했다. 자산 운용사와 판매회사는 신규 펀드를 선호하는 시장 분위기를 형성하였고, 실제로 신규 펀드에 운용사의 총력을 쏟아서 초창기 수익률을 높이는 경우도 비일비재하였다.

이런 이유로 오랫동안 운용되는 주식형 펀드가 많지 않게 되었고, 결과적으로 펀드의 평균 규모는 작아지게 되었다. 작은 펀드들은 투자자들의 신뢰를 잃게 되었고, 주식형 펀드 시장도 자연스럽게 위축되었다. 이에 대해서 미국 주식형 펀드 시장의 예는 우리에게 주는 시사점이 있다. 2020년 현재, 피델리티의 마젤란 펀드의 TNA는 \$155억(약 17조 원) 규모이고, 뱅가드의 S&P 500 인덱스 펀드의 TNA는 (동일한 전략의 펀드를 모두 포함하여) \$5,570억(약 613조 원)이다. 뱅가드의 S&P 500 인덱스 펀드의 규모는 주식형 펀드뿐만 아니라 우리나라의 모든 공모 펀드를 훨씬 상회하고 있다. 두 펀드는 역사도 오래 되었고 규모도 충분히 크며 투자자들의 신뢰를 얻어서 사적 연금(401(k), IRA)의 투자 대상으로 널리 이용되고 있다. 우리나라의 경우에는 1조 원 이상의 주식형 펀드가 10개 이상이었으나 지금은 오히려 10개에도 미달하고 있는 실정이다. 이런 상황에서 투자자들이 주식형 펀드를 신뢰하기는 매우 어렵다.

마지막으로 우리나라의 주식형 펀드는 펀드 간 부의 이전 문제에서 자유롭지 못하다. 특정 주식형 펀드의 수익률을 높이기 위해서 여러 가지 방법에 의해 다른 주식형 펀드들의 수익률을 인위적으로 낮추는 부의 이전 문제가 있다는 것이다.¹⁸⁾ 부의 이전 문제는 공모 펀드와 사모 펀드 사이에도 존재할 수 있다.¹⁹⁾ Ko and Ha(2012)는 공모와 사모 주식형 펀드 간에 부의 이전 문제가 있음을 발견하였다. 이런 행동은 주식형 공모 펀드의 수익성을 약화시킨다. 일시적으로 이런 일이 벌어졌다면 투자자들이 이런 결과를 알기 어렵겠지만, 오랜 학습을 통해 이제는 투자자들이 미세한 수익률 차이도 인식하게 되었다. 이런 현상은 국민연금이 가입한 사모 펀드에서 발생하기 쉽다. 국민연금이 가입한 사모 펀드의 수익률이 벤치마크보다 떨어지면 다음부터는 국민연금의 자금을 운용하기 어렵게 된다. 결과적으로 자산 운용사의 평판이 하락하여 일반 투자자에 대한 영업에도 지장이 생길 수 있다. 이런 경우에는 국민연금이 가입한 사모 펀드의 수익률을 높이기 위해 다른 주식형 공모 펀드의 수익률을 희생할 가능성이 있다.

4.3 주식형 펀드의 비용과 수익률

주식형 펀드의 비용은 크게 판매보수(환매 비용 포함), 운용보수, 거래 비용으로 나눌 수 있다.²⁰⁾ 판매보수와 운용보수는 각각 판매회사와 자산 운용사가 수취하는 비용으로 쉽게

18) 부의 이전 방법에 대해서는 Ko and Kim(2001)을 참조하십시오.

19) 이를 side-by-side management라고 부른다. 미국에서도 여기에 대한 논란이 있다.

20) 미국의 경우에는 기록관리 비용, 광고 비용, 12b-1 보수 등 여러 가지가 있지만, 우리나라에서는 이런 비용들은 모두 판매비용에 포함되어 있다.

드러나지만 거래 비용은 펀드의 운용 과정에서 발생하고 순자산가치(net asset value, 이하 NAV와 혼용함)에 포함되기 때문에 투자자들이 확인할 수 없다.

먼저 판매비용에 대해서 알아보자. 미국과의 큰 차이점은 판매비용이 연간 보수로 청구되는 경우가 많다는 것이다. 미국의 경우에는 선취 또는 후취 수수료가 부과되지만 평균 투자 기간을 5년 정도로 볼 때 매우 작아지게 된다. 또한 펀드 슈퍼마켓 등을 이용하면 판매비용에 대한 부담이 거의 없어진다. 하지만 우리나라는 평균 보유 기간도 짧고, 선취 수수료를 청구하면서도 연간 보수를 요구하는 경우도 있다. 판매보수가 연간 비용으로만 청구되는 경우에도 운용보수에 비해 상당히 높게 책정된다. 이런 이유들로 인해서 주식형 펀드의 비용은 다른 국가들에 비해 상대적으로 높아진다.²¹⁾ 지난 20년 동안 꾸준히 감소해 왔던 미국 뮤추얼 펀드의 비용 추세를 보면 우리나라 판매회사와 자산 운용사의 비용에 대한 안일함을 알 수 있다.

거래 비용도 주식형 펀드의 수익률을 낮추는 원인이 된다. 지나치게 회전이 높거나 거래 수수료를 낮추려는 노력이 없었다. 그 이유는 이런 비용들이 투자자들에게 쉽게 노출되지 않기 때문이다. 하지만 이미 오랫동안의 경험에 의해 투자자들은 높은 거래 비용도 수익률 저하의 한 원인이라는 것을 느끼고 있다.

4.4 DC 퇴직연금의 지나친 안전 자산 투자

현재 DC 퇴직연금은 대부분 1~2%의 수익률을 가지는 원금 보장형 펀드나 신탁에 투자되어 있다. 이럴 경우 근로자의 노후 생활에 큰 도움이 되기는 매우 어렵다. 지금 당장 100만 원을 1%(2%)로 투자하면 30년 후에 135만(181만) 원 정도가 된다. 하지만 7%의 수익률을 가정하면 761만 원이 된다.²²⁾ 40년 후라면 각각 149만 원, 221만 원, 1,497만 원이 된다. 이러한 사실은 5~6%의 수익률 차이가 30~40년 뒤에 엄청난 차이를 가져온다는 것이다. 이를 DC 퇴직연금에 적용하면, 퇴직연금은 30~40년의 장기 투자이므로 이에 적합한 투자가 이루어져야 한다.

물론 그동안 주식시장의 심한 변동성과 낮은 수익률 때문에 원금 보장형 투자가 안전성 측면에서 채택되었다고 본다. 하지만 이런 투자 선택이 근로자의 노후 생활 자금 마련에 큰 도움이 될 수 없다는 것은 확실하다. 임금 인상률이 원금 보장형 수익률보다 더 높기 때문에, 이럴 경우에는 DB 퇴직연금이 근로자에게 훨씬 유리할 것이다.²³⁾ 여기서 주식 프리미엄에 관해 알아보자.²⁴⁾

21) 2019년 10월 16일 동아일보 기사에 의하면, 우리나라 국내 설정 주식형 펀드의 연간 비용은 1.54%이고, 주식형 역외 펀드는 1.89%라고 한다. 미국의 경우에는 두 비용이 모두 0.59%라고 하였다. 물론 이것이 정확히 비교가 가능한 수치가 아닐 수는 있겠지만, 우리나라 주식형 펀드가 고비용 구조라는 것은 분명해 보인다.

22) Shin(2010)은 국민연금이 연 평균 5.29%의 수익률을 달성할 경우 2060년에 고갈될 것이라고 하였다. 국민연금이 2078년까지 재정 안정화를 이룰 수 있는 기대 수익률과 보험료율의 조합은 (6%, 12.3%), (7%, 10.2%), (7.5%, 9.2%)라고 하였다. 현재 보험료율이 9%이므로 국민연금이 이 상태에서 재정 안정화를 이루기 위해서는 적어도 7% 이상의 수익률을 가져야 한다.

23) 여기서 임금 인상률은 같은 직급에서의 일상적인 인상과 직급 상승으로 인한 인상을 모두 포함한다.

24) 주식 프리미엄은 주가지수 수익률에서 무위험 수익률을 차감한 값으로 정의한다. 일반적으로 발표되는 주가지수는 배당을 포함하지 않지만, 여기서의 주가지수 수익률은 배당을 포함한 것을 의미한다.

Mehra and Prescott(1985)은 1889~1978년 기간 동안 미국의 실제 주식 프리미엄이 6.18%라고 하였다. 그들은 이 값이 자신들이 개발한 표준 경제학적 모형에 의한 이론적 값에 비해 너무 크다고 하였다. 따라서 이런 현상을 주식 프리미엄 퍼즐이라고 하였다. Campbell and Shiller (1988)는 그렇게 높은 주식 프리미엄이 향후에는 발생하지 않을 것이라고 예상하였지만 실상은 그렇지 않았다. 1927~2019년 동안 미국의 주식 프리미엄은 8.56%로 더 높다. 이러한 결과는 주식 프리미엄이 미국 주식시장에서 아직도 살아있고, 그 크기도 크게 감소하지 않았음을 의미한다. Dimson et al.(2008)은 1900~2005년의 전 세계 주식 프리미엄은 6.07%라고 하였다.²⁵⁾

그렇다면 우리나라의 주식 프리미엄은 어떨을까? <표 13>은 우리나라의 주식 프리미엄을 보여주고 있다. 1962~2019년 기간 동안 우리나라의 주식 프리미엄은 10.57%이었다. 이는 최근 미국의 93년 동안 8.56%에 비해 상당히 큰 수치이다. (기하평균은 4.10%로 미국의 4.57%에 비해 약간 낮다. 이는 우리나라 주식시장의 높은 변동성 때문이다.) 이렇게 높은 주식 프리미엄은 1962년부터 18년 동안 34.99%라는 높은 주식 수익률과, 절대적으로 높았지만 상대적으로 낮았던 무위험 수익률(18.93%) 때문이다. 하지만 이때는 인플레이션 수준도 상당히 높았기 때문에 주식 투자의 수익성이 매우 불안했던 시기였다. 1980년부터 20년 동안 주식 수익률은 아직도 19.05%로 높았고, 무위험 수익률과 인플레이션은 낮아지기 시작했다. 2000년대에 들어서는 주식 수익률, 무위험 수익률, 인플레이션 등이 안정세로 접어들었다. 주식 프리미엄은 6.03%로 선진국들과 비슷한 수준이 되었다.

<표 13> 우리나라의 주식 프리미엄: 1962~2019년

주식은 주가지수를 의미함(배당락을 고려하여 연 2%씩 일률적으로 더해줌)

1962~1979년: 한국거래소 다우식 주가지수

1980~2019년: 한국거래소 종합주가지수

무위험 수익률(자료: 한국은행)

1962~2015년: 정기예금 이자율; 2016~2019년: 3개월 CD 금리

인플레이션(자료: 한국은행)

소비자물가지수 성장률

기간	여러 가지 수익률 평균			주식 프리미엄	
	주식	무위험 자산	인플레이션	무위험 자산 대비	
				산술평균	기하평균
1962~2019년	20.63%	10.06%	7.79%	10.57%	4.10%
1962~1979년	34.99%	18.93%	16.11%	16.05%	5.41%
1980~1999년	19.05%	8.87%	5.75%	10.18%	4.69%
2000~2019년	9.30%	3.27%	2.36%	6.03%	2.51%

하지만 이런 주식 프리미엄이 앞으로도 지속된다고 기대하는 것은 쉽지 않다. 그런 의미에서 Siegel(2014)은 20년 동안 주가지수에 투자할 때 최악의 경우를 살펴보았다. 그는 19세기 이후 미국에서 20년 동안 주식시장의 실질적 가치가 감소한 적이 없었다고 하였다. 하지만 우리나라에

25) 월드 주식 프리미엄을 기하평균으로 계산하면 4.74%로 작아진다.

같은 논리를 적용할 경우, 1961년~2019년 동안, 이 기간이 적어도 26년 이상으로 증가한다. 코스닥은 1996년 7월 1일에 1,000(당시 100)으로 시작하여 2003년 3월 10일에 2,925.20이었으므로, 40년 이상 걸릴 것으로 예상된다. 이는 우리나라 주식시장에만 투자하는 것은 미국 또는 전 세계 주식시장에 투자하는 것보다는 위험성이 크다는 것을 의미한다.

이런 상황에서 DC 퇴직연금을 위해 적절한 투자 상품을 어떻게 개발해야 할까? 참고로 미국 DC 플랜의 투자 현황을 보면, 국내 주식형 펀드에 42%, 세계 주식형 펀드에 15%, 혼합형 펀드에 28%가 투자되어 있다. 물론 당장 미국과 같은 투자가 이루어지기는 힘들다 할지라도, 적절한 퇴직연금 투자 상품이 개발되어 근로자들에게 제공된다면 30년 이상 장기 투자 수익률은 상승할 것으로 기대된다.²⁶⁾ 먼저 위험 선호도 관점에서 현재 판매 중인 TDF(target dated fund)도 하나의 대안이 될 수 있다. 또한 이론적·실증적으로 변동성이 가장 작으면서 세계 경제를 대변할 수 있는 주식형 펀드도 좋은 대안이 될 수 있다. 즉, 월드 포트폴리오를 적은 비용으로 쉽게 매입할 수 있다면 바람직하다. 월드 포트폴리오를 표방하는 인덱스 펀드나 ETF가 퇴직연금의 적절한 투자 대안이 될 수 있다.

4.5 개인연금(IRP 포함) 투자의 제한과 대리인 문제

개인연금은 1994년에 처음 도입되어서 개인들의 노후 생활을 도와주는 저축 및 투자 수단이었다. 개인연금저축은 분기당 300만 원의 한도로 저축이 가능한데, 이자 소득이 비과세(주민세 제외)되고 저축액의 40%가 72만 원을 한도로 소득공제가 되는 세제 혜택이 있었다.²⁷⁾ 이 제도는 2000년 12월까지만 가입이 허용되었고, 2001년 1월부터는 (신)연금저축이 도입되었다. 저축액이 연 400만 원 한도로 100% 소득공제가 되지만, 수급 시에 연금 소득세 5%(주민세 제외)가 부과된다. 이는 미국의 전통적 IRA와 매우 유사한 제도이다. 현재는 400만 원 한도의 15% 세액공제로 전환이 되었다.

우리나라 개인연금 제도의 치명적 문제점은 금융기관마다 연금 상품을 만들어서, 반드시 당해 상품에 가입해야만 세제 혜택을 볼 수 있다는 것이다. 개인연금 상품은 크게 연금보험, 연금신탁, 연금펀드로 나눌 수 있다.²⁸⁾ 연금신탁과 연금펀드는 실적 배당 상품이기에 때문에 연금 자산은 실적에 따라 변하게 된다. 여기서 문제가 발생하였다. 포트폴리오가 공개되지 않는 상황에서 개인연금 실적 배당 상품의 성과가 다른 실적 배당 상품보다 낮아졌다. 개인연금 상품은 기초자산의 위험이 거의 없고 만기가 짧아서 그럴 수 있다고 생각할 수 있었다. 그러나 1997년의 외환위기 때에 문제가 발생했다. 개인연금 실적 배당 상품의 기초자산이 위험이 거의 없고 만기가 짧았다면, 이때에도 수익성이 떨어질 이유는 전혀 없었을 것이다. 하지만 연금신탁의 수익률은 1~2%인 경우가 많았다. 산업은행의 산금채 발행 수익률이 17%이었던 시기에 1~2%의 개인연금 수익률이라는 것은 이해할 수 없는 일이었다.

26) 적절한 투자 대안에 변동성이 심한 개별 주식을 포함하여서는 안 된다.

27) 이자소득이 과세되지 않는다는 점에서 1997년에 도입된 미국의 Roth IRA와 비슷하다.

28) 연금보험은 처음에 12%의 확정 배당금을 약속했지만, 2000년대 들어서 이자율이 하락하자 6%의 확정 배당금으로 바꾸었다. 하지만 이자율이 더 떨어지자 6%의 연금보험도 유지할 수 없게 되었다.

그 이후에도 개인연금을 취급하는 대부분의 금융기관들은 세제 혜택을 받으려는 개인들의 저축 및 투자 금액을 마음대로 운용하였다. 마음대로 금융기관을 바꿀 수 없었던 개인연금 가입자들은 금융기관들의 잘못을 알면서도 연말에 주어지는 상당한 세제 혜택과 해지 시의 불이익 때문에 해지할 수도 없었다. 2000년대에 들어서 금융기관의 변경이 허용되었지만, 대부분의 금융기관들이 개인연금 상품들을 이익 창출의 수단으로 이용하였기 때문에 금융기관 변경이 아무런 의미가 없었다. 결국 국가가 국민의 노후 생활을 보장하기 위해 제공하는 세제 혜택이 의미를 상실하였다. 즉, 세제 혜택 이상의 금액을 금융기관이 가져가기 때문에 이자율이 터무니없이 낮아졌다.

채무금융학에서 연구하는 대리인 문제가 국가, 가입자, 금융기관 사이에서 발생한 것이다. 시간이 흘러서 개인연금 자산의 규모가 커지자 세제 혜택 금액보다 잃어버린 이자 금액이 더 커지게 되면서 상당한 불이익에도 불구하고 사람들은 오랫동안 가입했던 개인연금을 해지하기 시작하였다. 포트폴리오가 공개되지 않는 실적 배당형 개인연금 상품에 대한 개인들의 불신이 점점 커지면서 개인연금 규모는 정체되었고, 세제 혜택은 의미를 상실하였으며, 국민의 노후 생활 보장을 위한 정부의 노력도 뜸구름이 되었다. 2020년 12월 현재는 이자율이 너무 낮아서 개인연금 문제가 크게 인식되지 않지만, 언젠가는 다시 심각한 사안이 될 것이다.

처음부터 적절한 모든 금융상품에 저축 또는 투자할 수 있는 개인연금 제도를 설계하였다면 이런 일은 없었을 것이다. 2000년에 시작된 스웨덴 프리미엄 연금 제도의 민영화 사례를 잠깐 살펴보자. 사회보장제에서 2.5%포인트를 개인들이 자기 책임으로 투자해야 한다. 스웨덴 정부는 456개의 적절한 뮤추얼 펀드와 디폴트 펀드 중에서 선택하여 운용하도록 하였다. 가입자의 자율성을 높여서 수익성 극대화를 도모하자는 것이었다. 물론 스웨덴 프리미엄 연금 제도에도 너무 많은 선택을 주었다는 문제가 있었지만, 금융기관이 가입자들을 이용하는 대리인 문제는 발생하지 않았다.

4.6 판매사의 그릇된 영업 행위

금융상품의 판매회사는 핵심 성과 지표(key performance index, 이하 KPI)를 제시하여 직원들의 업무를 평가하고 있다. 여기서 판매회사 직원들과 투자자 간의 이해상충이 발생한다. 판매 직원들은 투자자의 위험 선호도나 목적보다는 자신들의 KPI 점수를 높이는 상품을 제시하곤 한다. 즉, 많은 금융상품 중에서 투자자의 목적에 맞는 것보다는 시기마다 회사가 주력으로 판매하는 금융상품을 권유하게 된다. 이때 주력 상품이 복잡한 구조를 가지고 있으면 이에 대한 이해도가 부족하게 된다. 그럴 경우 금융상품의 정확한 이해보다는 개략적으로 지시된 상품 특징을 강조하면서 권유하는 경우가 대부분이다. 금융상품의 불완전 판매는 대부분 이런 과정을 통해서 이루어진다.

4.7 새로운 상품과 시장 개척 의지의 부족

자산 운용사들은 다른 운용사와의 경쟁을 의식하여 창의적인 신상품이나 투자자에게 적합한 금융상품의 개발보다는 업계의 평균적인 상품으로 계열사의 브랜드와 마케팅을 이용하여 시장

점유율을 높이려고 한다. 이렇게 되면 대부분의 자산 운용사들은 독특한 특성이 없이 비슷한 전략을 추구하게 된다. 또한 평판을 높이기 위해 운용사의 수익성이 떨어지더라도 국민연금 등의 기관투자자 자금을 유치하려고 노력하게 된다.

이렇게 구태의연한 전략으로는 주식형 공모 펀드 시장은 명맥만 유지하는 형식적인 시장이 될 것이다. 이를 타개하는 하나의 전략으로 학계에서 널리 알려진 운용 전략을 우리나라 시장에 맞게 재개발하는 노력이 필요하다. 이미 미국의 많은 운용사들이 실무와 학계에서 발견된 운용 전략들을 이용하여 주식형 펀드를 운용하고 있다.²⁹⁾ 그런 운용사들을 벤치마킹하는 것이 하나의 대안이 될 수 있다. 또한 새로운 시장을 개척할 필요가 있다. 예를 들어, 대학 학비를 준비하는 미국의 529 플랜과 같은 제도를 도입하여 주식형 공모 펀드의 새로운 시장을 개척하는 것도 가능하다. 물론 이런 시장의 개척에는 10년 이상의 시간과 노력이 필요하다. 529 플랜 자산의 규모도 2000년에 \$26억(2조 8,600억 원)에 불과했지만, 2019년에는 \$3,456억(약 380조 원)으로 크게 증가하였다.

5. 주식형 공모 펀드의 활성화를 위한 제언

5.1 엄격한 펀드 간의 방화벽

펀드의 수익률 저하를 방지하는 첫 걸음은 펀드 간에 엄격한 방화벽을 만드는 것이다. 이를 위해서 펀드 해지 이외의 특별한 경우를 제외하고는 펀드 간 편출·입을 허용하지 말아야 한다. 특히 공모와 사모 펀드 간의 편출·입은 제한되어야 하며, 부득이한 경우에는 공시를 통해서 당해 펀드 투자자들이 인지할 수 있어야 한다. 또한 공모와 사모 펀드를 함께 운용하는 펀드 매니저에 대해서는 엄격한 운용 원칙을 요구할 필요가 있다.

5.2 펀드 운용 능력과 신뢰성 제고

다양한 방법으로 공모 펀드의 개수를 줄이고 규모를 증가시켜야 한다. 설립 요건과 기간을 확대하여 신규 펀드의 설립을 자제하고, 펀드 폐지 기준을 확대하여 정해진 기간 동안 일정 규모에 미달하면 펀드가 자동 폐지되도록 해야 한다.

또한 펀드의 만기 개념을 없애고 펀드의 지속성을 제고하여 펀드의 규모를 국제적 수준으로 확대할 필요가 있다.³⁰⁾ 한편 비슷한 투자 목적을 가지는 펀드들은 하나의 포트폴리오로 만들어서 모자 펀드(master-feeder fund) 관계로 재편하는 것이 바람직하다.

5.3 비용 절감을 통한 수익성 제고

펀드의 비용 절감은 매매 회전율을 낮추어서 거래 비용을 줄이는 것부터 시작해야 한다.

29) 그 중 대표적인 운용사로 AQR Capital Management, Fuller & Thaler Asset Management, Dimensional Fund Advisors를 들 수 있다.

30) 환매로 불이익을 보는 기간은 당연히 투자자에게 미리 고지하여야 한다.

물론 인덱스 펀드나 ETF는 매매 회전율이 작을 수밖에 없겠지만, 적극적으로 운용되는 주식형 펀드도 전략과 원칙에 따라 운용한다면 매매 회전율을 상당히 줄일 수 있을 것이다.

한편 운용보수가 전체 TNA에 대한 비율로 결정되므로, 비용 절감은 당해 운용사의 전체 주식형 펀드 TNA와 깊은 관계가 깊다. 따라서 당해 운용사와 주식형 펀드의 신뢰를 회복하면 전체 TNA가 상승하게 되고 운용보수도 커지게 된다. 그렇게 되면 운용보수 비율도 줄일 수 있게 되고, 이로 인해서 전체 TNA는 다시 증가하는 선순환 구조를 유도할 수 있을 것이다.

5.4 투자자를 위한 올바른 판매 제도의 정착

판매회사 직원이 KPI가 아닌 투자자를 위한 펀드 상품을 권유하도록 하고, 그들의 상품 이해도를 높여야 한다. 이를 위해 판매 상품의 이해도와 사후적인 고객 만족도를 KPI에 반영해야 한다. 사후적인 고객 만족도 확인은 금융상품 판매 후 일정 기간 후에(예: 1개월) 문자 메시지로 고객의 설문을 조사하는 방법으로 수행할 수 있다.

5.5 글로벌 펀드 상품의 개발

고도의 분산 투자로 변동성이 상대적으로 낮은 글로벌 펀드를 개발해야 한다. 즉 i-shares와 유사한 월드 또는 지역별 포트폴리오 펀드를 개발하여 퇴직연금과 개인연금의 투자 수요를 충족할 필요가 있다. 이를 인덱스 펀드나 ETF로 개발하면 투자의 안정성과 편리성이 제고될 것이다. 이런 상품은 일반적인 사적 연금의 투자 대상으로도 적합하고, 영세 사업장의 퇴직연금에도 중요한 의미가 있을 수 있다. 월드 주식형 펀드를 TDF에 이용하면 퇴직연금이나 개인연금의 적합한 투자 대상이 될 수도 있다.

또한 월드 포트폴리오에 포트폴리오 보험 기법을 결합한다면 중장기적으로 원금을 보장하면서 월드 주식시장의 수익성을 함께 추구하는 전략이 된다. 하지만 현재 우리나라의 펀드 규모로 전 세계 분산 투자가 어렵기 때문에 월드 포트폴리오의 구성에는 한계가 있을 수 있다. 이럴 경우 중단기적으로 기존의 해외 펀드를 이용한 재간접투자 펀드로 월드 포트폴리오를 설계할 수도 있을 것이다.

5.6 개인연금 상품의 네거티브 규제화

앞에서도 언급하였듯이 개인연금 상품을 특정하여 가입하도록 하는 것은 국가, 금융기관, 개인 간의 대리인 문제를 발생시킨다. 결과적으로 국가가 개인에게 주는 세제 혜택을 (개인 가입자가 아닌) 금융기관이 받게 되는 것이다. 이를 해결하기 위해서는 적절한 모든 금융상품에 대해서 개인연금의 저축 또는 투자를 허용하는 네거티브 규제 방식을 도입해야 한다.³¹⁾ 이는 투자 선택권을 다양화하여 개인연금 가입자 및 잠재 가입자들의 신뢰를 크게 향상시키고 국민의 노후 생활에 실질적으로 기여할 것이 분명하다.

31) 퇴직연금에 대해서도 동일한 네거티브 규제를 도입하여 사용자와 근로자의 투자 선택권을 확대하여야 한다.

한편 개인연금을 위험 자산에 어느 정도 투자할 수 있도록 허용하여야 한다. 허용 기준은 퇴직연금과 동일한 수준으로 하여 사적 연금 간의 정합성을 추구할 필요가 있다.

또한 현재 각각 기획재정부와 노동부의 규제를 받는 개인연금과 퇴직연금으로서의 IRP가 제도적으로 통합될 필요성이 있다. 두 제도는 개인 스스로 준비하는 노후 생활 보장책이라는 점에서 목적과 기능이 동일하다. 세제 혜택도 두 개를 합하여 주어지기 때문에 굳이 다른 제도로 분리시킬 필요가 전혀 없다. 두 제도를 합하여 간편성과 편리성을 추구한다면 우리나라에서도 미국과 같이 개인연금이 가장 대표적인 연금 부문이 될 것으로 기대된다.

5.7 새로운 운용 전략의 개발

자산 운용사 스스로의 노력을 요구하는 부문은 새로운 운용 전략의 개발이라고 할 수 있다. 학계에서 널리 알려진 과학적 운용 전략들은 이미 미국에서 공모 및 사모 펀드의 운용에 사용되고 있다. 하지만 미국에서 사용하는 모형이 우리나라 환경에도 적합할지는 알기 어렵다. 따라서 우리나라에서의 새로운 검증은 통해서 과학적 운용 기법을 도입하는 것이 바람직하다. 행동 재무론적 운용 전략은 주식형 공모 펀드의 운용에 큰 도움이 될 것이다.³²⁾

5.8 대학 교육을 위한 투자 제도의 도입

대학 교육의 부담이 커져가는 이 시점에서 새로운 시장의 하나로 대학 교육을 위한 투자 제도의 도입을 생각할 수 있다. 기존의 교육보험은 20 세기의 높은 인플레이션과 과도한 보험 사업비 때문에 이제는 존재감을 크게 상실한 상태이다. 이때에 미국의 529 플랜과 같은 제도를 도입하면, 10년 이상의 투자 기간을 요구하기 때문에 주식형 또는 채권형 공모 펀드의 투자가 필요할 것이다. 세제 혜택은 기존의 개인연금에 준하여 제공한다면 미래의 학부모에게 큰 도움이 될 수 있을 것이다.

5.9 중소 및 영세 사업장을 위한 DC 퇴직연금 마스터 신탁의 도입

대기업과 달리 중소(중견) 및 영세 사업장은 퇴직연금에 신경을 쓰기 어렵다. 그들은 퇴직연금에 추가적인 인력과 비용을 사용할 수 없기 때문에 이들에게 적합한 퇴직금은 국가가 만들어 줄 필요가 있다. 이를 위해서 2000년 12월에 도입된 홍콩의 MPF(Mandatory Provident Fund) 사례를 참고할 수 있다. MPF의 세 가지 유형 중 마스터 신탁 제도를 도입한다면 중소 및

32) 2013년 노벨 경제학상 수상자 Eugene Fama의 제자인 David Booth는 1981년에 Dimensional Fund Advisors를 설립하였다. 이 회사는 2020년 현재 운용 자산 규모가 \$5,270억(약 580조 원)인 운용사이다. 이 회사는 자기들의 투자에 대한 과학적 접근법은 학계에 뿌리를 두고 있다고 주장한다(Dimensional's scientific approach to investing is rooted in academia.). David Booth는 그가 공부했던 시카고 대학에 거액을 기부하였고, 이를 계기로 시카고 대학은 경영대학의 명칭을 Booth School of Business로 바꾸었다. 또한 AQR Capital Management는 Eugene Fama의 제자인 Cliff Asness가 설립한 글로벌 운용사로 2020년 현재 \$1,430억(약 157조 원)의 자산을 운용하고 있으며, 종업원 중 52명이 박사 학위 보유자이다. 이 회사는 특히 행동 재무론 투자 기법을 많이 이용하고 있으며, 실무에 도움이 되는 학계의 혁신적 연구들을 찾아내어서 학술상을 수여하기도 한다.

영세 사업장이 신의성실 의무에 크게 얽매일 필요 없이 손쉽게 DC 플랜을 도입할 수 있다고 본다.³³⁾ 즉 중소기업이 쉽게 가입할 수 있는 마스터 신탁을 개발하자는 것이다. 마스터 신탁은 주식형 공모 펀드의 새로운 수요처가 될 가능성이 높다.

중소 및 영세 사업장이 DC 퇴직연금에 가입할 때 가장 중점을 두는 것은 원금의 보장이다. 따라서 약간의 비용을 지불하더라도 원금을 보장할 수 있는 방법이 마스터 신탁에서 하나의 투자 대안이 된다면 근로자들의 효용을 크게 제고할 수 있을 것이다. 이를 위하여 본 연구는 두 가지의 포트폴리오 인슈어런스 방법을 제안하고자 한다. 첫째, 월드 포트폴리오 등에 풋 옵션을 매입하는 방법이다. 둘째, Black and Jones(1987)의 CPPI(constant proportional portfolio insurance) 방법이다. 이 두 가지 방법은 풋-콜 패리티 정리의 양변을 의미한다. 물론 이를 실무적으로 적용하기 위해서는 수없이 많은 시뮬레이션과 실증 분석이 필요하다. 하지만 이런 투자 대안이 존재한다면 30~40년 투자 시 무위험 수익률을 초과할 확률이 매우 높기 때문에, 중소기업 근로자에게 하나의 적합한 투자 대안이 될 수 있다고 사료된다.

6. 맺음말

본 연구는 주식형 공모 펀드의 현황과 과제를 글로벌 주식형 공모 펀드 시장과 사적 연금 시장의 관점에서 살펴보고, 문제점과 대안을 제시하였다. 글로벌 공모 펀드 시장의 가장 대표적인 특징은 주식형 투자에 있어서 주가지수를 추종하는 인덱스 펀드의 대중적 인기가 높아졌다는 것이다. 이로 인하여 ETF 시장도 놀라울 정도로 발전하였다.

한편 연금 시장에서의 특징은 미국 IRA와 DC 플랜이 가장 규모가 큰 연금 부문으로 성장하였다는 것이다. 대표적인 DC 플랜인 401(k) 플랜과 IRA가 뮤추얼 펀드에 투자하는 비중이 각각 61%와 43%라는 것은 우리나라 주식형 공모 펀드의 활성화에 중요한 시사점을 준다. 우리나라의 개인연금과 퇴직연금도 주식형 공모 펀드의 가장 중요한 수요처가 되어야 하는데, 현실은 그렇지 않다.

본 연구는 우리나라 주식형 공모 펀드 시장의 현황과 문제점을 다음과 같이 일곱 가지로 나누어 제시하였다: ① 사모 펀드와 ETF의 급성장; ② 주식형 펀드의 수익성과 신뢰성 하락; ③ 주식형 펀드의 비용과 수익률; ④ DC 퇴직연금의 지나친 안전 투자; ⑤ 개인연금 투자의 제한과 대리인 문제; ⑥ 판매사의 그릇된 영업 행위; ⑦ 새로운 상품과 시장 개척 의지의 부족.

이를 해결하기 위한 방안으로 자산 운용사, 판매사, 제도적 측면에서 다음과 같은 아홉 가지 제안을 하였다: ① 엄격한 펀드 간의 방화벽; ② 펀드 운용 능력과 신뢰성 제고; ③ 비용 절감을 통한 수익성 제고; ④ 투자자를 위한 올바른 판매 제도의 정착; ⑤ 글로벌 펀드 상품의 개발; ⑥ 개인연금 상품의 네거티브 규제화; ⑦ 새로운 운용 전략의 개발; ⑧ 대학 교육을 위한 투자 제도의 도입; ⑨ DC 퇴직연금을 위한 마스터 신탁의 도입. 주식형 공모 펀드 시장이 투자자들의 신뢰를 얻게 되면, 개인들의 투기적인 주식 직접 투자가 줄어들고, 사적 연금 시장에 도움이 되며, 우리나라 자본시장 발전에 기여할 것이다.

33) 이에 대한 자세한 설명과 방안은 Ko and Oh(2006)를 보시오.

References

- Berk, J., P. Demarzo, and J. Hartford, 2018, *Fundamentals of Corporate Finance*, 4th edition, Pearson.
- Black, F., and R. Jones, 1987, Simplifying Portfolio Insurance, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 14 (1), pp. 48–51.
- Bodie, Z., A. Kane, and A. Marcus, 2020, *Investments*, 12nd edition, McGraw–Hill Education.
- Bogle, J., 2009, *Common Sense on Mutual Funds, Fully updated 10th anniversary edition*, Wiley.
- Campbell, J., and R. Shiller, 1998, Valuation Ratios and the Long–Run Stock Market Outlook, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 24 (2), pp. 11–26.
- Dimson, E., P. Marsh, and M. Staunton, 2008, The worldwide equity premium: A smaller puzzle, *Handbook of Equity Risk Premium*, pp. 467–514, edited by R. Mehra, North Holland.
- Hartzmark, S., and A. Sussman, 2019, Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows, *Journal of Finance*, Vol. 74 (6), pp. 2789–2837.
- ICI, 2020, *Investment Company Fact Book*, 60th edition.
- Ko, K., 2003, On the Desirable Direction of Asset Management Industry, *Research Report* 03–07, Korea Securities Research Institute.
- Ko, K., and K. Kim, 2001, Improving Regulations for Activating Fund Industry, *Research Report* 01–02, Korea Securities Research Institute.
- Ko, K. and S. Oh, 2006, Efficient Application of Retirement System for Small Firms, *Research Report for the Ministry of Labor*, Institute of Management and Economics of Pusan National University. <https://www.moel.go.kr/skin/doc.html?fn=200611100601217a11f9564dcc441ca01beb5c6dc03001.hwp&rs=/viewer/BBS/2006//>
- Ko, K., and Y. Ha, 2012, Liquidation and Wealth Transfer of Equity Funds: Public Funds Versus Privately Placed Funds, *Korean Review of Financial Studies*, Vol. 41 (2), pp. 341–372.
- Malkiel, B., 1995, Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *Journal of Finance*, Vol. 50 (2), pp. 549–572.
- Malkiel, B., 2015, *A Random Walk Down Wall Street*, Norton.
- Markowitz, H., 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance*, Vol. 7 (1), pp. 77–91.
- Mehra, M., and R. Prescott, 1985, The Equity Premium: A Puzzle, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 15, pp. 145–161.

- National Assembly Budget Office, 2019, Financial Outlook of national Pension for 2019~2060.
<https://viewer.nabo.go.kr/streamdocs/view/sd;streamdocsId=72059198179848587>
- Shin, S., 2010, An ALM Study of Target Fund Returns of Korean National Pension Service, *Journal of Money & Finance*, Vol. 24 (1), pp. 67-97.
- Shleifer, A., 1986, Do Demand Curves for Stocks Slope Down?, *Journal of Finance*, Vol. 41 (3), pp. 579-590.
- Siegel, J., 2014, *Stocks for the Long Run*, 5th edition, McGraw-Hill Education.
- Song, Y., 2020, The Mismatch between Mutual Fund Scale and Skill, *Journal of Finance*, Vol. 75 (5), pp. 2555-2589.