

투자회사제도 활성화 방안에 대한 소고

- 투자회사와 투자신탁의 비교를 중심으로 -

김 지 현*

목 차

I. 머리말	III. 한국에서 회사형 지배구조가 외면받게 된 이유
II. 투자회사의 지배구조	1. 간접투자제도 정착 과정과 회사형 지배구조의 도입 배경
1. 투자회사의 의의	IV. 투자회사제도 활성화 필요성과 방안
2. 미국의 회사형 간접투자기구(뮤추얼 펀드)의 지배구조	1. 회사형 펀드의 장점과 활성화 필요성
3. 영국의 신탁형 간접투자기구의 지배 구조	2. 회사형 펀드 활성화 방안
4. 현행법상 투자회사의 지배구조	V. 결 어

I. 머리말

금융산업은 시장의 실패가 발생할 경우 실물경제에 미치는 영향이 크기 때문에 투명한 운용과 정책적 규제가 중요한 분야다. 그 중에서도 특히 간접투자는 그 발생 자체가 간접투자행위 관련자와 투자자들의 정보 수집과 분석 능력에 차이에서 비롯된 만큼 모럴 해저드가 발생할 가능성이 높은 분야다. 자금의 운용과정에서 자금소유와 지배가 분리되기 때문에 대리인에 대한 신뢰문제와 윤리성 문제가 필연적으로 발생하게 되는 것이다. 집합투자기구(펀드) 운영체계의 핵심 쟁점이 투자자보호를 위한 규제, 즉 자산운용감시기능인 이유다. 그리고 이는 곧 펀드의 운영체계인 지배구조의 문제이기도 하다.

* 건국대학교 법학전문대학원 석사과정

그런데 투자자보호를 강화하기 위하여 1998년 기존의 증권투자신탁 제도에 더하여 증권투자회사제도가 도입되었으나 현재 제대로 기능하고 있지 못하고 시장의 외면을 받고 있다. 당시 신탁형 투자신탁상품이 평가 및 환매제도 등에서 글로벌 스탠더드에 적합하지 못하다고 판단되어 그에 비하여 투자자를 두텁게 보호하고 있는 미국식 증권투자회사(소위 뮤추얼 펀드) 제도를 도입하였지만, 자산운용사들이 투자회사형(이하 회사형) 펀드의 경우 설립절차가 번거롭고 고비용 구조라는 등의 이유로 투자신탁형(이하 신탁형) 펀드만을 출시하고 있는 까닭이다. 2012년 10월 기준 전체 투자펀드 중 투자회사제도의 이용률은 2.8%에 불과한 수준이다.¹⁾

펀드업계는 회사형 펀드를 만들지 않는 이유로 투자신탁의 경우도 지배구조 개선을 통하여 투자회사제도 못지않게 투명하게 운용되고 있다는 것과, 소비자들의 관심은 수익률에 집중되어 있어 지배구조 운용비용이 많이 드는 회사형 펀드를 선택하지 않는다는 것을 내세우고 있다. 하지만 과연 그 원인이 비용에만 있는 것일까. 본고는 투자자들이 어떤 이유로 회사형 펀드를 외면하고 있는지, 회사형 펀드의 지배구조가 제대로 구현되지 못하는 이유는 무엇인지 그리고 투자자들이 회사형 펀드를 선택할 실익은 무엇이 있을 수 있을지 고민해보았다.

먼저 투자회사제도 지배구조²⁾를 살펴보고, 투자신탁제도와와의 비교

1) 2012년 10월 31일 기준 증권펀드 975,558억 원 중 투자신탁기관의 잔고는 948,868억 원인데 비하여 투자회사기관의 잔고는 26,721억 원에 불과 전체 펀드에서 차지하는 비중은 2.8%에 그치고 있다. 참고자료 출처: 금융투자협회 <http://freesis.kofia.or.kr/> 이조차도 대부분은 부동산투자회사(리츠)와 해외펀드이며 본래의 주식회사형 펀드로 운영되는 상품의 비중은 더 낮다.

2) 기업의 지배구조(corporate governance)란 소유와 경영의 개념적 분리를 전제로 하는 공개기업에 있어 경영진이 주주 등 투자자의 이익을 위해 기업을 경영하도록 통제하는 제반 법적 구조를 의미한다. 기업을 경제학적으로 분석하는 입장에서는 '이해관계가 상이한 공동집단인 기업에 필연적으로 존재하는 개별 구성집단의 바람직하지 못한 행태로 인한 비용을 보다 적은 비용으로 줄이고자 하는 메커니즘'으로

를 통해 그 장단점을 설명한 뒤에 미국에서와 달리 우리나라의 경우 투자자의 두터운 보호라는 장점을 살리지 못하게 된 이유를 살펴본다. 그리고 투자회사제도를 유지하고 발전시켜야 하는 사회적 필요성과 투자회사제도 활성화 방안을 제시한다.

II. 투자회사의 지배구조

1. 투자회사의 의의

투자회사는 「상법」에 따른 주식회사 형태의 집합투자기구(collective investment scheme)를 말한다(법 제9조 제18항 제2호). 하지만 투자회사는 집합투자기구라는 특성상 상법이 아닌 자본시장법상 별도의 설립절차를 거쳐 설립되며 제도 제반에 걸쳐 「상법」에 우선하여 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」이 적용된다. 「상법」의 일부 규정은 상당부분 투자회사에 변경되어 적용되거나 또는 적용이 배제된다(법 제206조).

집합투자를 행하는 법적 수단인 집합투자기구는 전통적으로 회사형과 신탁형(또는 계약형)으로 발전되어 왔다. 자산운용감시기능은 회사형에서는 이사회 중심으로, 신탁형에서는 신탁회사 중심으로 이루어지고 있는데 현행법상 투자회사의 지배구조를 살피기 전에 우선 미국과 영국의 법제를 살펴보겠다.³⁾ 회사형 제도는 미국, 신탁형 제도는 영국의

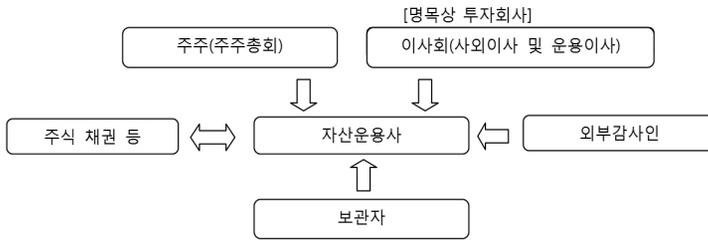
정의하기도 한다.

정병석, “투자회사의 지배구조와 법인이사제도”, 「상사법연구」, 제23권 제2호 통권 제43호, 2004.

- 3) 「자본시장법」은 회사형으로서 종래의 주식회사 형태 외에 유한회사 및 합자회사 형태를 추가로 인정하였다. 하지만 주식회사 이외 형태의 회사를 이용한 집합투자는 아직 이용도가 극히 낮기에 본고에서는 집합투자의 대부분을 차지하는 신탁계약과 주식회사 형태만을 논의 대상으로 한다.

제도를 수입, 보완과 변형을 거쳐 도입한 것이기에 한국의 회사형 집합 투자기구 규제의 실태를 검토하기 위해서는 외국의 제도운영과의 비교 분석 및 신탁형과의 비교 분석이 필요하기 때문이다.

2. 미국의 회사형 간접투자기구(뮤추얼 펀드)의 지배구조



가. 기본구조 및 기능

미국식 회사형 간접투자기구(소위 뮤추얼 펀드)에 있어 자산운용회사에 대한 감시장치는 투자회사 내부의 주주총회, 이사회 및 외부감사인이다. 투자회사는 명목회사로 이사회 결의를 거쳐 자산운용회사 및 보관회사를 선정하고 보관 및 운용 업무를 위탁하는 구조이다. 그리고 투자회사의 이사회는 운영이사와 사외이사(독립이사)로 구성되며, 사외이사가 이사회 구성원의 40% 이상이 되도록 하여 운용이사에 대한 감독기능을 수행하도록 하고 있다.

이 지배구조의 가장 특징적인 점은 이사회가 주주를 위해 자산운용회사의 자산운용행위 등을 감시하게 되어 있다는 점이다. 그리고 그 이사회는 독립이사 중심으로 구성되며 독립이사는 운용이사에 대한 감독을 담당하도록 하여 상호 견제와 균형을 이루고 있다.

자산운용사는 투자회사 및 주주를 위해 자산운용, 기준가격 계산, 주

식 인수인으로서 주식의 판매, 주주총회의 소집 등의 기능을 수행한다. 보관회사는 자산운용회사 및 이사회 등에 대한 감시기능 없이 단순하게 투자회사의 자산을 보관하는 업무만을 수행한다.

나. 지배구조의 특징

미국의 투자회사 지배구조의 핵심적인 특징은 자율규제 중심의 신탁형과는 달리 제도적 규제를 기반으로 하고 있다는 것이다. 그리고 그 규제는 이사회 및 독립이사를 중심으로 이루어지도록 되어 있다.

우선, 투자회사 이사회는 일반 회사의 이사회보다 광범위한 역할과 책임을 부담하며 의결과 집행을 동시에 수행하는 특징을 갖고 있다. 예컨대 투자회사가 투자목적 전략 및 위험기준 등에 부합하게 운용되는지 여부를 주기적으로 평가하고 이를 감시해야 하며, 주주의 이익과 관계된 자산운용회사, 보관회사 및 판매회사 등과의 업무 위탁계약을 직접 체결하는 등 투자회사의 운영과 관련된 사항도 결정한다. 자산운용회사에 대한 통제수단으로서 자산운용사와의 운용위탁계약을 파기할 수도 있다. 자산운용회사에 대한 투자회사의 순자산가치 평가시점을 정하고 시장가격을 평가하기 곤란한 자산의 공정한 평가에 관한 지침을 승인하고 투자회사 운용과 관련된 각종 수수료를 점검하고 결정할 책임도 부담한다.

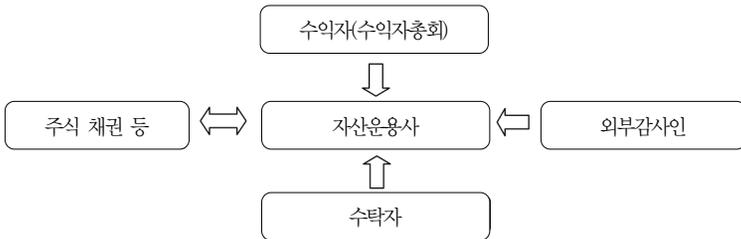
이사회에서 운영이사를 감독하는 사외이사는 이 지배구조의 핵심이다. 사외이사는 운영이사과 달리 기존의 독립이사에 의해서만 후보가 추천되고 선임되며, 위탁계약의 승인 및 자산운용회사를 감시하기 위해 자산운용회사 등으로부터 정보를 획득할 수 있는 권한을 갖고 있다. 특히, 사외이사만으로 구성된 위원회는 과반수 이상의 찬성으로 증권투자회사 운용과 관련된 중요한 사항을 의결할 수 있다.

이러한 측면을 감안할 때 미국의 회사형 간접투자기구는 독립이사들

에게 중요한 사항을 결정하도록 하며, 운영이사는 단지 자산운용회사를 대신하여 이사회에 참석하여 기본적인 자산운용방향을 설명하게 하거나, 이사회와 자산운용회사 간의 의사통로로서의 기능을 요구한다고 볼 수 있다.

독립이사만으로 구성된 별도 위원회에서 결정하는 사항은 자산운용회사 및 판매회사와의 계약 및 재계약 체결, 판매비용이 주주의 자산에서 지불되는 경우 판매비용 계획안 승인 및 관련 계약 체결, 증권투자회사의 관계인과의 유가증권 거래의 승인, 증권투자회사 간의 통폐합 등등의 주요 사항이다.

3. 영국의 신탁형 간접투자기구의 지배구조



가. 기본구조 및 기능

기본구조는 신탁법리에 근거한 자산운용사, 수탁자 및 수익자 구조의 형태를 취하고 있다. 자산운용사는 자산운용, 기준가격 계산, 수익증권 발행 소각을 수탁자에게 지시, 판매 환매기능 수행, 수익자총회 소집의 역할을 담당한다. 수탁자는 자산보관, 자산운용사의 감독, 자산운용사의 자산운용 지시 수행, 수익증권의 발행 소각, 수익자총회의 소집(중요한 사항에 대해서는 의무적 소집)의 역할을 담당한다. 수익자는 환매권,

수익자총회 등 수익권에 따른 권리행사(수익자 총회의 의결을 거쳐야 할 사항을 법령에서 명확하게 반영하고 있다.)를 한다.

나. 지배구조의 특징

수탁자 중심의 지배구조로 수탁자는 자산운용자가 일반 사법상 의무, 약관 및 투자설명서에 의한 자산운용상 의무에 따라 자산운용을 하고 있는지의 일반적 감독 기능을 수행한다. 나아가서 수탁자는 수익자 이익에 도움이 되는 경우에는 자산운용사를 해임 할 수 있는 기능까지 보유한다. 수탁자는 자산운용자의 운용지시에 대해 거부권을 가지고 있어 자산운용사의 불법적인 자산운용에 대해서는 이를 이행하지 않고 거부할 수 있다.

또한 수탁자는 자산운용자의 의무위반을 인지한 경우에는 그 내용을 FSA(영국재정청)에 통지하여야 하는 의무를 갖고 있으며, 수탁자는 매 회계기간마다 자산운용사의 운용에 대한 실태를 조사하여 수익자에게 보고해야 한다. 수탁자는 자산운용자에 대해 정보제공요구권이 있으며, 자산운용자는 즉시 이를 제공할 의무를 진다. 외부감사인인 매 회계기간마다 수익자에게 회계에 관한 보고를 할 의무가 있고 수탁자는 외부감사인으로부터 재무기록에 대한 정보접근권 및 자산운용자에 대한 설명요구권을 행사할 수 있다.

한편, 수익자는 약관에서 정한 수익권을 보유하고 있어 수익권에 비례하여 간접투자기구 자산에 대한 청구권을 보유하고 수익자총회를 통해 간접투자기구의 운용에 관련된 중요한 사항(펀드 합병 및 전환 등)을 결정하도록 하고 있다.⁴⁾

4) 법령제정 실무작업반(8인) 공저, 「간접투자(펀드)해설」, 박영사, 2005.

4. 현행법상 투자회사의 지배구조

가. 기본구조 및 상법상 주식회사와 구별되는 특징

투자회사형 집합투자기구는 1998년 「증권투자신탁업법」에 의해 도입되었으며 2004년 「간접투자자산운용업법」을 제정하면서 현행법상 기틀이 완성되었다.

상기 법에 따르면 투자회사는 회사 내에 감독이사와 이사회, 주주총회를 두고 이들에게 일상적인 업무에 관한 감시 및 의사결정에 관한 감독기능을 맡기도록 되어 있다. 시스템상으로는 투자회사가 갖추어야 할 내재적 감독시스템을 적절하게 갖춘 것이다.⁵⁾

상법상 주식회사와 구별되는 지배구조상의 특징으로는 대표이사가 없다는 것인데, 이는 페이퍼 컴퍼니인 투자회사는 그 업무가 전부 자산운용사, 자산보관회사 및 일반사무관리회사에 의하여 수행되는 특수한 형태의 회사이므로 업무집행기관으로서 대표이사를 둘 필요가 없기 때문이다. 그 직무는 이사가 수행하는 것으로 족하며, 사실상 투자회사를 설립하고 운영하는 자산운용회사가 직접 이사(법인이사)가 되므로 이 자산운용회사인 이사에게 대표이사와 같은 업무집행권한을 부여한 것이다.

요컨대 투자회사는 이사회 중심의 내재적 감독시스템을 갖추고 있으며, 보통의 주식회사와 달리 업무집행기관인 대표이사가 없고, 그 기능을 이사가 상호 독립적으로 수행하게 하는 단순화된 지배구조를 갖고 있다는 것이 특징이다.

5) 투자회사는 상법상 주식회사이므로 주주총회 외에 의사결정기관으로서 이사회와 그 구성원인 이사, 그리고 업무집행기관과 감독기관이 필요하다. 그러나 투자회사는 보통의 주식회사와 달리 간접투자수단으로서의 기능을 수행하므로 이러한 상법상의 지배구조의 수정이 불가피하다. 위의 책.

나. 한국에서의 투자회사형 지배구조 운용의 한계

일반적으로 거대조직인 투신운용사의 신탁형 펀드보다 소수정예로 구성된 회사형 펀드는 의사결정 과정과 펀드 운용에서 신속성과 기동성이 뛰어나며, 자산운용의 공정성과 투명성이 보장된다는 장점이 있다.

그러나 한국에서 회사형 지배구조가 제대로 운용되고 있는지에 대해서는 많은 의문이 제기되고 있다. 회사형 지배구조의 장점은 이사회에 많은 책임과 의무를 부과함으로써 지배구조 운용의 비용부담이 높은 대신에 엄격한 관리가 이루어진다는 것이다. 그런데 미국의 경우는 세계적으로 주식회사의 이사회 역할이 가장 잘 확립되어 있는 나라이므로 이러한 전통에 따라 이사회 중심의 규제장치가 발달되고 정착되었지만 한국의 기업환경에서는 지배주주나 대표이사의 권한이 큰 것이 일반적이라 이사회나 사외이사의 독립성이 보장되기 힘들기 때문이다. 그럴 경우 엄격한 감시와 규제라는 장점은 발휘되지 못하고 고비용의 부담만 남게 된다. 업계와 투자자의 외면을 받게 된 결정적인 이유다.

이하에서 회사형의 장점이 한국에서 발휘되기 힘든 배경에 대해 상술한다.

〈참고〉 회사형과 계약형 투자신탁의 비교⁶⁾

구분	뮤추얼펀드(회사형 투자신탁)	수익증권(계약형 투자신탁)
설립형태	펀드 자체가 주식회사 ⁷⁾	신탁 계약에 의한 신탁 관계
발행 유가증권	주식	수익증권
거래단위	주	좌
투자자의 지위	주주	계약자(수익자)
설립자 규제	비교적 자유로운 설립	사전 인가받은 투신사에 한함
운용의 책임	펀드의 이사회	위탁회사
실질 운용기관	위탁 계약에 의한 자산운용회사	위탁회사
자산의 보관	자산보관회사(은행)	수탁회사
통제제도	주주에 의한 자율 규제	감독기관의 의한 감독
법정 계약서	정관 투자설명서 위탁계약	신탁 약관 투자신탁설명서
취급기관	자산운용사	투신운용사
운용회사와의 관계	운용회사와 별개의 독립법인	운용회사의 신탁상품
금융상품 성격	투자의 수단으로 효율적인 운용여부에 따라 수익률 격차가 크게 벌어짐	저축수단으로서 원본의 개념이 강함. 만기존재
장점	투자제한 없음 투명성 확보 자산운용의 기동성 자산운용의 독립성	매수 환매 용이 운용비용 적음 소액투자 가능 상품의 다양성 및 만기 다양

6) 이런 비교분류는 학술적인 의미에서 하는 것인지 현행법상 큰 의미는 없다. 이하에서 알아보겠지만 간투법의 시행으로 수익증권에 비하여 투자회사형 펀드가 갖고 있는 제도 본연의 장점이 많이 희석되었기 때문이다.

7) 뮤추얼 펀드는 그 자체가 상법상의 주식회사다. 따라서 수익증권을 취득하는 것과 달리 A뮤추얼 펀드에 투자하는 것은 증권투자를 전문으로 하는 A뮤추얼펀드라는 주식회사의 주주가 되는 것이고 투자수익은 결산기때 배당의 형태로 돌려받는 것이라는 점에서 내용상 두 제도는 다른 점이 많다. 하지만 투자자의 입장에서는 펀드를 구매하고 수익을 올리는 과정에서 두 상품의 차이를 느끼기 힘들다.

Ⅲ. 한국에서 회사형 지배구조가 외면받게 된 이유

1. 간접투자제도 정착 과정과 회사형 지배구조의 도입 배경

가. 신탁제도를 중심으로 한 간접투자제도 발달

우리나라의 간접투자제도는 1969년 「증권투자신탁업법」이 제정되면서 시작되었다. 1974년 한국투자신탁회사, 1977년 대한투자신탁회사, 1982년 국민투자신탁회사가 설립되면서 3대 투신사의 과점체제가 1996년 자유화가 추진될 때까지 유지되었다. 이 시기의 증권투자신탁 제도는 형식적으로는 간접투자제도였으나 실질적으로는 정부의 정책적인 지원 아래 확정배당 상품과 장부가평가 상품을 중심으로 판매 운용하였기 때문에, 안정적인 금리가 지급되는 상품이 대부분으로 실질적으로 은행과 유사한 기능을 수행하였고 자기책임과 시장논리가 적용되는 투자가기보다는 예금보다 높은 수익이 보장되는 상품으로 시장에 인식되었다.

또한 은행도 신탁업을 겸영하였는데 모든 은행이 신탁업을 겸영할 수 있었던 것은 아니었으나 1985년부터는 은행신탁제도 제정으로 모든 은행이 신탁업을 겸영하게 되었다. 은행의 금전신탁은 증권투자신탁과 비슷한 기능을 하였고, 증권투자신탁사와 경쟁하게 되면서 우리나라에서 간접투자제도의 한 축을 담당했지만 이 역시 대부분 확정배당 또는 원리금 보전상품의 성격을 갖고 있어 실질적인 간접투자제도의 시작이라고 보기에는 곤란한 측면이 있다.

확정배당제도를 중심으로 은행예금과 차별성이 없었던 투자신탁상품은 1990년 9월 공사채 투자신탁 상품의 원본 및 이익 보전 조항이 삭제됨에 따라 진정한 의미의 간접투자제도 발전의 전기를 맞게 된다. 확정배당상품으로 운용되어 오던 공사채 투자신탁은 실적배당 원칙에

따라 운영되기 시작하였다. 은행들이 신탁부분을 확대하고 자산운용업으로 진출을 꾀하면서 증권투자신탁과 은행의 금전신탁 간의 경쟁관계가 격화되던 시기이기도 하다.

나. 증권투자신탁업제도의 발전 및 위기(1996~)

1990년대 중반까지 증권투자신탁업의 신규진입은 허용되지 않았으며, 3개 투신사 및 5개 지방투신사를 중심으로 과점구조가 지속되다가, 1995년 ‘증권산업개편방안’이 발표되면서 증권사 및 은행 등의 투신사 진입이 허용되었다.

이후 투신산업은 신규 진입자의 급증과 재벌 계열사의 적극적인 투신 시장 참여 등으로 99년 대우 사태가 발생하기 전까지 사상 유례없는 급성장을 하게 된다.

이때 급성장이 가능했던 또 다른 이유는 간접투자상품의 판매채널 확대였다. 기존에는 투신사가 일체형으로 판매와 운용을 동시에 담당하였으나 1995년 증권산업 개편 방안에 따라 운용과 판매가 분리형으로도 가능해지면서 판매채널이 증권회사 및 은행으로 확대되었다.⁸⁾

또한 1998년 증권투자회사제도 도입되면서 자산운용산업은 한층 경쟁적인 구조로 들어섰다. 그리고 외환위기 직후의 ‘바이코리아 펀드’ 열풍도 한 몫을 담당하였다.

그러나 ‘바이코리아’ 열풍은 무려 10조원이 넘는 자금을 펀드로 끌어들이면서 한국 간접투자 역사에 큰 획을 긋는 듯 했지만, 1999년

8) 1995년 8월 12일 당시 재정경제원에서 발표한 ‘증권산업개편방안’의 주요내용은 다음과 같다. 첫째 투신사 운영방식 및 신규진입제도의 개선에 관한 내용으로 기존 투신사는 운용 판매조직의 분리여부를 자율적으로 선택하되, 분리 시 본체는 증권사로 전환하고 운용조직을 자회사로 설립하고 신설투신사는 운용만 전담하도록 하였다. 둘째로는 증권업 진입장벽의 완화다. 기존 투신사의 증권업 진출을 허용하고 은행 및 보험사의 합작증권사 출자를 허용하여 증권업 진출에 대한 장벽을 완화하였다.

대우 사태로 대규모 환매사태가 일어나면서 투신산업에 대한 깊은 불신을 불러일으키는 계기가 되었다. 또한 대우채 환매 연기 조치⁹⁾ 이후에도 기업부분의 부실이 투신편드의 부실화로 연결되는 사례가 지속적으로 발생하여 불신은 계속되었고, 이는 운영의 투명성을 장점으로 내세우는 뮤추얼펀드가 2000년대 초반에 급성장할 수 있었던 배경이 되었다.

다. 1998년 투자회사제도의 도입

1998년 증권투자회사제도가 도입되면서 회사형 펀드 판매가 시작되었다. 하지만 폐쇄형 뮤추얼 펀드¹⁰⁾와 준개방형 뮤추얼 펀드만이 판매가 허용되었기 때문에 활성화가 안 되다가 2001년 2월부터 개방형 뮤추얼 펀드를 판매하기 시작하면서 뮤추얼 펀드가 활성화되기 시작했다. 자산운용산업에 대한 불신이 높은 상황에서 뮤추얼펀드가 내세운 ‘운영의 투명성’이라는 장점이 투자자들에게 어필한 결과였다. 하지만 뮤추

9) 대우사태 발생 당시 투신권은 총 수탁고 254조에서 대우채권 및 기업어음을 27.5조 원 보유하고 있었으며, 이 중 무보증회사채 및 기업어음은 무려 18.9억 원에 달했다. 물론 ‘수익증권 환매를 위한 대책’ 등 개인투자자의 이익을 최대한 보장해줄려는 조치들이 있었지만, 환매시기별로 달라지는 회수금액 탓에 투신사를 은행과 유사한 금융기관으로 인식했던 대다수 개인은 투신권에 대한 불신이 발생하였고, 특히 기관 투자자 등은 손실을 전부 부담함에 따라 투신권에 대한 신뢰가 하락하는 결정적인 계기가 되었다.

10) 뮤추얼펀드는 중도환매가능여부에 따라 돈을 찾을 수 없는 폐쇄형과 입출금이 자유로운 개방형으로 나뉜다. 폐쇄형 뮤추얼 펀드는 만기 이전에 환매가 불가능하며 발행주식은 유동성 확보를 위해 거래소나 코스닥 시장에 상장 등록된다. 그러나 만기전에는 할인가격으로 판매되는 것이 보통이다. 반면 개방형 뮤추얼펀드는 언제든지 환매가 가능하다. 당시 폐쇄형 펀드에 대한 부정적인 전망과 달리 펀드가 도입되자마자 현재 미래에셋 회장인 박현주가 내놓은 상품인 박현주펀드 1호가 폭발적인 인기를 누렸으나 그것은 박현주 회장 개인의 인지도가 가미된 펀드 열풍이었던 까닭에 폐쇄형 펀드 자체에 대한 선호라고 보기는 힘들 것이다.

얼 펀드의 인기는 곧 사그라들고 말았다.

한국의 경우 수탁업자의 지위에 있는 은행의 공신력이 크다는 특징이 있으며, 간접투자상품이 도입 초기부터 신탁업 중심으로 발전하였던 데에 기인한 결과였다. 이에 더하여 자산운용사들은 높은 운용비용에 대한 부담을 꺼리고, 투자자는 수익률을 우선시하는 마인드에서 벗어나지 못한 이유도 있었다.

결정적으로 2003년 「간접투자자산운용업법」이 제정되면서 간접투자기구의 지배구조가 신탁형으로 일원화되면서, 신탁형 지배구조가 강화되자 투자자가 고비용의 회사형 지배구조에 관심을 거두면서 신규펀드가 거의 생성되지 않고 있는 실정이다. 이후 펀드상품은 다시 수탁형 중심으로 회귀하였고 회사형 펀드는 부동산투자회사(리츠) 형태로 명맥을 유지하고 있는 실정이다.

라. 자산운용업계의 신뢰회복을 위한 노력

(1) 지배구조 일원화와 신탁형 지배구조의 강화

2003년 「간접투자자산운용업법」이 제정될 무렵 자산운용산업은 대우사태 등으로 인하여 실추된 투자자로부터의 신뢰회복이 절실하였다. 또한 Positive 방식의 사전적 규제체제로 인하여 다양한 상품출연이 지연되는 문제도 있었다. 이러한 상황에서 「간접투자자산운용업법」은 투자자 보호장치를 대폭 강화하고 자산운용에 있어서 규제를 전면 개선하는 한편 자산운용 행위 관련 규제를 종전의 기관별 규제에서 기능별 규제체제로 전환하는 방향으로 제정되었다.

또한 종전의 신탁형 지배구조와 이사회형 지배구조로 2분화되어 있는 지배구조를 단일의 지배구조로 전환하였고, 이사회형 지배구조의 주주총회에 상응하는 개념으로 신탁형 지배구조에 수익자 총회제도를 도입하게 된다.

(2) 주요 관련 입법

(가) 간접투자기구의 기능별 원칙의 구현 및 지배구조 강화

자산운용산업에서의 기능별규제개념은 두 가지 측면을 갖는다. 하나는 동일한 기능을 수행하는 ‘금융기관’은 동일한 수준의 규제를 받아야 한다는 측면이다. 즉 운용기능을 수행하는 투신사, 자산운용사 은행 등은 자신이 수행하는 운용업무에 관한 한 동일한 수준의 규제를 받아야 한다는 것이다. 또 증권사, 은행 운용사 등이 수행하는 판매업무에 대해서도 동일한 규제가 가해져야 한다는 것이다.

다른 한 측면은 동일한 기능을 수행하는 ‘투자장치’는 투자장치의 법적 형태와 관계없이 동일한 수준의 규제를 받아야 한다는 것이다. 투자신탁과 투자회사에 적용되는 규제의 정도는 기능적으로 동일하므로 동일한 수준의 규제를 부과하여야 한다는 논리다. 예를 들어 투자신탁에서 운용기능을 수행하는 위탁회사에 대한 규제수준은 투자회사에서 운용기능을 수행하는 법인이사에 대한 규제수준과 동일해야 한다. 마찬가지로, 투자신탁의 수탁기능에 대한 규제 정도는 투자회사의 보관기능에 대한 규제 정도와 동일해야 한다는 것이다.

기능별 원칙을 도입하게 된 이유는 엄격한 규제가 특정 기관에만 부과되어 동일 기능을 수행하는 금융기관과 투자장치간에 공정한 경쟁을 방해하는 결과가 될 것을 우려한 때문이었다. 즉, 동일한 경제적 기능에 대해서는 동일한 규제환경이 적용되어야 한다는 논리다.¹¹⁾

(나) 기능별 규제에 따른 지배구조 단일화

기능별 규제원칙이 도입되면서 지배구조도 단일화하자는 의견이 관철되어, 간접투자기구의 지배구조는 신탁형으로 단일화되었다. 이는 지배

11) 「간접투자자산운용업법」 제정 이전의 규제체계는 기관별 입법에 의한 기관별 규제체계의 형식을 띠고 있었다. 즉, 「증권투자신탁업법」에 의한 투신운용사의 투자신탁 규제, 「증권투자회사법」에 의한 자산운용사의 투자회사 규제, 「신탁업법」에 의한 은행의 불특정금전신탁 규제 등이 그것이다.

구조 도입 및 정착에 대한 부담, 이사회형 지배구조에 대한 회의론 그리고 우리나라의 경우 은행인 수탁회사의 공신력 등을 감안한 결과였다.

미국의 입법례를 보아도 간접투자기구의 법적 형태로 신탁형(계약형)과 회사형 등 복수의 형태를 허용하고 있지만 지배구조는 단일하다. 영국도 신탁형의 단일 지배구조를 채택하고 있다. 영미의 경우 굳이 새로운 지배구조 정착을 위한 정책적 비용을 지출할 필요성이 없다고 판단하여 간접투자기구의 지배구조를 간접투자기구의 법적 형식과 연관짓지 않고 단일의 지배구조를 선택한 것이다.

또한 이사회형 지배구조가 발달한 미국에서도 고비용에도 불구하고 감시기능을 제대로 수행하지 못하고 있다는 업계의 회의적인 시각과, 투자자의 신뢰성 측면에서 개인 이사에 대해 감독기능을 부여하는 것보다 수탁 보관회사(은행)가 담당하는 것이 투자자 등으로부터 공신력을 확보하기 수월하다는 점도 신탁형으로의 지배구조 단일화에 영향을 미쳤다.

(다) 수익자총회제도의 도입

기존의 간접투자제도 지배구조와 관련하여 회사형 간접투자기구에 인정되는 주주총회의 개념을 신탁형 간접투자기구에 인정하지 않은 점이 지적되어 왔다. 즉 회사형 간접투자기구에서는 투자자들이 주주총회에서 투자회사의 최고기관으로 자산운용의 기본방침을 정하거나, 정관의 중요 사항 변경 등에 대한 승인할 수 있지만 신탁형 간접투자기구에서는 수익증권 보유자들이 중요한 사항에 대해 승인하거나 이를 검토할 기회를 제공하고 있지 않았다.

간접투자자의 소극성을 감안하면 자산운용에서 총회의 개념은 그렇게 중요하지 않을 수 있다. 더구나 회사형 간접투자기구에서는 회사법 원리를 적용하는 과정에서 주주총회라는 기관이 창설되었고 일반 회사처럼 최고 의사결정기관으로 역할하게 되어 있지만 신탁형의 경우 본래 총회의 개념이 본질적인 것이 아니다.

하지만 간접투자기구 간의 합병, 환매연기, 자산의 구조변경 등 중요한 사안에 대해서는 투자자의 자기보호장치이자 자산운용회사에 대한 견제장치로서 총회의 역할이 중요하다고 판단하여 신탁형 간접투자구에 대해서도 수익자총회라는 개념을 탄생시켰다. 이는 1999년 대우사태를 계기로 대량환매사태 등의 해결과정에서 그 필요성을 느꼈기 때문이다. 이는 투자전문가로서 자산운용회사의 지위를 전제한 간접투자제도의 근간을 해치지 않는 범위에서 도입된 제도라고 볼 것이다. 또한 간접투자기구의 성격을 감안하여 수익자총회 및 주주총회에서 심의할 사항을 최소화함으로써 구체적인 운용에 대한 감시기능보다는 자산구조의 변경 등 수익자 또는 주주의 재산권에 관련된 중요한 사항을 결정토록 하여 최후의 감시장치로서 역할을 수행하도록 하였다.

이에 투자자는 비록 범위는 한정적이지만 수익자총회를 통한 의결권 행사를 통해 주주총회의 의결권 행사와 같은 지위를 누리게 되었다.

(라) 법인이사제도 도입

「간투법」은 투자회사에 ‘대표이사’라는 법률상의 기관을 두는 대신 1인의 ‘법인이사’를 두어 대표권과 업무집행권을 행사하도록 하면서, 자산운용회사가 법인이사로서 사실상의 대표이사로 기능하도록 하였다. 법인이사제도를 도입한 것은 신탁형 지배구조로 일원화하면서 회사형 간접투자기구의 설립절차 및 운용비용을 간소화하기 위해서다. 회사형 간접투자기구는 설립 및 운용 등에 있어 많은 비용이 들고 제약요인이 많다는 지적 등을 감안한 것이다.

물론 법인이사제도는 회사형 지배구조의 법체계에 부합하지 않는 측면이 있다. 투자자에 대한 책임관계를 보다 명확히 하고 책임능력이 있는 자산운용회사에게 직접 책임을 지우게 하는 것이 의도라면 법인이사제도를 도입하지 않고 법률에서 주주가 자산운용회사를 상대로 손해배상 책임을 묻게 하는 규정을 넣어 해결할 수 있다는 의견도 제시되었다.

그러나 간접투자기구의 설립 및 운용 등에 있어 별도의 운용이사를 지정할 때는 추가적인 비용이 발생하게 되는데, 업계는 비용 증가를 꺼린다는 점이 감안되어 도입되게 되었다.

마. 2007년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제정과 2009년 시행

이상의 제도적 정책적 노력에도 불구하고 금융산업의 고질적인 지배 구조 리스크가 해결될 기미가 보이지 않고 투자자 보호에 미흡하다는 지적이 계속되자 2007년 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」이 제정되게 되었다.

2009년부터 시행된 「자본시장법」은 「증권거래법」, 「선물거래법」, 「간접투자자산운용업법」, 「신탁업법」, 「종합금융회사에 관한 법률」, 「한국증권선물거래소법」의 자본시장 관련 6개 법률을 통합한 법률로서 증권업, 자산운용업, 선물업, 신탁업 등 그동안 개별 법률에 의해 운영되어온 자본시장 관련 금융업을 ‘금융투자업’으로 통합하고 금융투자업을 그 기능에 따라 ‘투자매매업’, ‘투자중개업’, ‘집합투자업’, ‘신탁업’, ‘투자자문업’, ‘투자일임업’ 등으로 구분하였다. 투신업은 이 중 집합투자업에 속한다. 이는 투자성(원본손실 가능성) 있는 모든 금융상품(예금, 보험 제외)을 ‘금융투자상품’으로 포괄적으로 규정하여 금융상품의 종류와 거래방식 등에 상관없이 투자성 있는 모든 금융상품 및 거래에 대해 투자자 보호제도 등 자본시장법의 규제를 적용하도록 한 것으로서, 금융투자회사가 투자자에게 금융투자상품을 판매하는 경우 상품의 내용과 위험을 충분히 이해시키고 투자자의 특성에 맞는 상품을 권유하도록 의무화하는 등 규제를 통하여 투자자 보호를 대폭 강화하려 한 것이 그 제정 목적이다.

하지만 투자자 보호에 관한 입법을 국제적인 수준으로 완비하려는 이런 시도에도 불구하고, 그 제재가 대부분 사법절차를 통하도록 되어

있어 실질적으로는 투자자 보호에 미흡하다는 비판을 받고 있다.

바. 소극적 투자문화와 고비용 구조 그리고 회사형 지배구조 운용의 현실적 한계

투자자들이 1999년 대우 사태 이후 자금의 투명한 운용에 대한 관심이 높아졌다고 하지만 아직도 투자는 수익률 위주로 결정되는 것이 현실이다. 하지만 이는 투자자들이 투자자 보호책에 대한 요구가 낮아서라기 보다는 투자자 보호 제도가 제대로 작동되지 않을 것이라는 회의감에서 비롯된 탓이 클 것이다. 또한 엄격한 공시제도와 주주총회의 개최 등을 통하여 자금의 운용의 감시가 가능해졌다고 하지만 상당수의 투자자는 이러한 제도에 대해 잘 모르거나 권리행사에 소극적인 탓에 그 장점을 주도적으로 활용하지 못하니 지배구조에 대한 관심이 덜할 수밖에 없다.¹²⁾ 자산운용사들도 수익률을 앞세워 판매에만 적극적일 뿐 그 외 펀드 상단에 소극적이라는 평가다.

특히 사외이사제도나 준법감시인제도 등을 강제하여도 그 구성원 상당수가 금융감독위원회나 투신사에서 은퇴한 간부들로 구성된 낙하산 인사로 채워지는 현실에서 과연 감시가 제대로 이루어질 수 있느냐는 의문이 끊임없이 제기되면서 비용이 많이 드는 회사형 지배구조에 대한 회의론도 덩달아 팽배하게 되었고, 대부분 정원이 50여명 남짓인 투자회사의 경우 이사회 구성에 따른 비용부담이 커 이사회형 지배구조를 회피하려는 경향이 뚜렷하여 이상의 이유로 회사형 지배구조는 시장의 외면을 받게 되었다.

12) 투자자보호 목적으로 적합성 목적 및 설명의무를 입법화한 자본시장법 제정 이후 투자자들이 자신이 소유한 펀드에 대해 만족도가 늘었으며 펀드의 내용에 대해 '알고 있다'라고 대답한 증가했다는 조사결과가 나왔다.

김민정, "펀드상품 투자권유에서의 금융소비자문제-적합성원칙과 설명의무를 중심으로", 한국금융소비자학회, 2012, 22면.

Ⅳ. 투자회사제도 활성화 필요성과 방안

1. 회사형 펀드의 장점과 활성화 필요성

위에서 본 여러가지 이유로 간접투자자산운용업에서 회사형 펀드가 외면 받고 있는데 이는 바람직한 방향이라고 볼 수 없다. 비록 지배구조 운용상 동일한 규제를 받고, 투자자 보호장치의 도입도 비슷한 수준으로 이루어졌다고 해도 지배구조 운용의 고유한 차이점은 그대로 남아있기 때문이다.

예컨대 자문형 랩(wrap)과 차별되는 규모의 경제 효과를 누리하고자 하면서 동시에 자산운용상황을 조금 더 상세하게 파악하고 싶어하는 보수적인 투자자들에게는 회사형 지배구조의 자산운용상품이 더 적합할 것이며, 저렴한 운용비용을 들이면서 높은 수익을 얻고 싶어하는 성향의 투자자들에게는 신탁제도 이용이 더 유리할 것이다.

그런데 표면적인 ‘비용 논리’에 발목이 잡혀 회사형 펀드의 장점을 충분히 활용하지 못하고 있는 것은 분명히 사회적 손해다.

우리의 경우 업계의 고질적인 관치금융과 대표이사로의 권한 집중, 낙하산 인사 등으로 인하여 내부자율규제 장치가 제대로 기능하고 있지 못하다. 자본시장이 미성숙하여 투자자의 적극적인 관심과 행동을 기대하기 어려워 외부자율규제 또한 제대로 작동하지 못하고 있다. 즉, 고비용에도 불구하고 회사형 펀드의 장점이 발휘되기 힘든 상황인 것이다. 이런 상황이 문제라면 시장의 문화를 바꿔나가야 할 일이지, 투자회사제도를 고비용 비효율 구조라고 평가절하하여 사장시켜 놓을 일은 아닐 것이다.

당연히 보수적인 투자자들에게는 회사형 펀드가 더 적합하다. 지배구조가 일원화 되었다고 해도 투자자 보호의 정도가 다를 것이기 때문이다. 이는 미국과 영국에 공통되는 투자자 보호 제도를 비교해 볼 때, 그 발현에 있어서 차이가 있다는 것에서도 확인이 가능하다. 예컨대

미국에서 빈번하게 이용되는 주주대표 소송도 영국의 경우 최근까지 그 이용실적이 극히 저조하다. 영국의 경우 주주대표소송이 인용되기 위해서는 원고가 문제로 삼은 행위가 이사회 내지 주주총회결의로는 해결되지 못한다는 점을 입증하여야만 하기 때문이다.¹³⁾ 이처럼 다른 주주이익을 보호하는 구체적인 장치들도 실체는 미국과 다르게 작동하고 있다고 한다.¹⁴⁾

또한 노령화 사회를 맞아 은행보다는 고수익을 원하지만 자산관리는 투명하게 되기를 원하는 노령층에게도 투자회사제도는 좋은 대안이 될 것이다. 미국의 경우 뮤추얼 펀드 투자자 중 45세 이상의 고령 투자자 비중이 전체의 63%를 차지하고 있다고 한다.¹⁵⁾ 위험을 회피하는 보수적 투자 성향을 보이는 고령자일수록 일반 펀드와 달리 투자와 동시에 주주가 되어 운용 내역을 투명하게 파악할 수 있고 의결권까지 행사할 수 있는 뮤추얼 펀드를 선호한다는 것이다.

물론 투자자 보호를 앞세운 주주 권한 강화가 무조건적으로 바람직한 것은 아닐 것이다. 미국의 금융위기는 소수주주의 권한이 너무 강해 자산 운용사들이 단기이익에 집착하다보니 발생한 것이라며 주주권한 강화를 부정적으로 보는 시각¹⁶⁾도 있다. 하지만 우리나라의 경우 자본시장의 발달이 일천한 까닭에 그런 비판의 원용이 적절한 상황이 아니다.

한국의 경우 대부분의 금융사고는 전통적으로 관치금융, 모럴헤저드, 낙하산 인사로 인한 내부통제의 형해화 등에서 비롯되어왔다. 따라서 미국의 경우를 원용하여 주주권한 강화를 반대하는 것은 한국의 상황에는 부적합하며, 우리 자본시장의 성숙을 위해서는 투자자들의 적극적인

13) 안수현, “기업지배구조와 규제간의 상관성 모색: 영국의 기업지배구조법제 변천에 기초하여”, 「상사판례연구」, 2011.

14) 위의 각주와 동일면.

15) 장진원, “[중시 ‘큰손’ 외국인 투자자] 美 ‘뮤추얼 펀드’가 핵심…안정지향적”, 한경비즈니스, 2012년 3월 28일자 기사.

16) 자세한 내용은 신석훈, “글로벌 금융위기와 회사지배구조”, 한국경제연구원, 2010, 34면.

권한행사 의지가 한층 더 요구된다고 하겠다.

2. 회사형 펀드 활성화 방안

신탁형과 회사형을 가리지 않고 간접투자업의 지배구조가 제대로 운영되고 있지 않은 우리의 현주소에서 투자자가 고비용의 회사형 펀드를 선택할 이유는 없는 만큼, 근본적으로는 지배구조 운용의 정상화와 투명화를 모색함과 동시에 신탁형 펀드와 차별화되는 주주권한의 강화를 꾀해야 할 것이다. 그 방안들에 대해 이하에서 고민해 보았다.

가. 주주 대상 공시사항에 대한 설명의무 도입

현행 「자본시장법」은 펀드 운용에 대한 제반 사항에 대하여 공시의무를 부과하고 있다. 그러나 정보격차가 심한 간접투자의 경우 공시를 통해 투자정보를 제공받는다 해도 투자자 입장에서는 그 정보의 분석과 투자판단에 대한 평가가 쉽지 않다.

금융상품이 전문화될수록 상품의 이해에 전문지식이 요구되는데, 특히나 직접투자가 아닌 간접투자를 선택하는 투자자들은 금융지식이 부족한 투자자들이 상당수기 때문에 운용을 투명하게 한다고 하여도, 운용 상태에 대해 파악하기가 힘들 수 있다. 상품의 수익구조가 복잡해질수록 더욱 그러할 것이다. 그런 상황에서 펀드 운용에 대한 주주들의 관심은 더욱 떨어질 수밖에 없을 것이다.

따라서 공시나 고지 사항에 따른 설명과 해석이 필요한데 현행법상 집합투자업자의 설명의무는 투자권유 당시에 한정되어 있다. 따라서 현행법상의 공시의무와 설명의무에 더하여 법정 공시 사항이 변경되거나 고지 사항이 생길 때마다 주주에게 그 이유를 설명할 의무를 부과하는 등 설명의무를 강화할 것을 제안한다. 사실상 대주주는 경영의 구성

원으로서 설명을 받거나 경영진으로부터 설명을 들을 수 있기 때문에 이는 특히 소수 주주들을 위한 보호방법이 될 것이다.

회사형 펀드를 선택한 투자자들은 고비용의 지출을 감수하고 선택한 투자자들이기 때문에 펀드 운용에도 관심이 많을 터, 이런 의무 부과는 회사형 펀드에 대한 수요를 늘릴수 있는 근본적인 방안이 될 것이다.

<참고> 「자본시장법」상 공시의무와 설명의무

제33조(업무보고서 및 공시 등)

② 금융투자업자는 제1항에 따른 업무보고서를 금융위원회에 제출한 날부터 그 업무보고서 중 중요사항을 발췌한 공시서류를 1년간 본점과 지점, 그 밖의 영업소에 이를 비치하고, 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다.

③ 금융투자업자는 거액의 금융사고 또는 부실채권의 발생 등 금융투자업자의 경영상황에 중대한 영향을 미칠 사항으로서 금융투자업의 종류별로 대통령령으로 정하는 사항이 발생한 경우에는 금융위원회에 보고하고, 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다.

제91조(장부·서류의 열람 및 공시 등)

① 투자자는 집합투자업자에게 영업시간 중에 이유를 기재한 서면으로 그 투자자에 관련된 집합투자재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있다.

③ 집합투자업자는 집합투자규약을 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 한다.

제113조(장부·서류의 열람 및 공시 등)

① 수익자는 신탁업자에게 영업시간 중에 이유를 기재한 서면으로 그 수익자에 관련된 신탁재산에 관한 장부·서류의 열람이나 등본 또는 초본의 교부를 청구할 수 있다. 이 경우 그 신탁업자는 대통령령으로 정하는 정당한 사유가 없는 한 이를 거절하여서는 아니 된다.

제114조(신탁재산의 회계처리 등)

⑨ 회계감사인의 선임기준, 감사기준, 회계감사인의 권한, 회계감사보고서의 제출 및 공시 등에 관하여 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

제188조(신탁계약의 체결 등)

① 투자신탁을 설정하고자 하는 집합투자업자는 다음 각 호의 사항이 기재된 신탁계약서에 의하여 신탁업자와 신탁계약을 체결하여야 한다.

7. 공시 및 보고서에 관한 사항

제188조(신탁계약의 체결 등)

① 투자신탁을 설정하고자 하는 집합투자업자는 다음 각 호의 사항이 기재된 신탁계약서에 의하여 신탁업자와 신탁계약을 체결하여야 한다.

3. 투자신탁재산의 운용 및 관리에 관한 사항 4. 이익분배 및 환매에 관한 사항

5. 집합투자업자·신탁업자 등이 받는 보수, 그 밖의 수수료의 계산 방법과 지급시기·방법에 관한 사항.

6. 수익자총회에 관한 사항 7. 공시 및 보고서에 관한 사항

③ 투자신탁을 설정한 집합투자업자는 제2항에 따라 신탁계약을 변경한 경우에는 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 하며, 제2항 후단에 따라 신탁계약을 변경한 경우에는 공시 외에 이를 수익자에게 통지하여야 한다.

제195조(정관의 변경 등)

① 투자회사는 이사회 결의로 정관을 변경할 수 있다. 다만, 정관의 내용 중 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사항을 변경하고자 하는 경우에는 제201조 제2항 단서에 따른 주주총회의 결의를 거쳐야 한다.

③ 투자회사는 제1항 또는 제2항에 따라 정관을 변경한 경우에는 인터넷 홈페이지 등을 이용하여 공시하여야 하며, 제1항 단서에 따라 정관을 변경한 경우에는 공시 외에 이를 주주에게 통지하여야 한다.

제47조(설명의무)

① 금융투자업자는 일반투자자를 상대로 투자권유를 하는 경우에는 금융투자상품의 내용, 투자에 따르는 위험, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 일반투자자가 이해할 수 있도록 설명하여야 한다.

제123조(투자설명서의 작성·공시)

① 제119조에 따라 증권을 모집하거나 매출하는 경우 그 발행인은

대통령령으로 정하는 방법에 따라 작성한 투자설명서를 그 증권신고의 효력이 발생하는 날에 금융위원회에 제출하여야 하며, 이를 총리령으로 정하는 장소에 비치하고 일반인이 열람할 수 있도록 하여야 한다.

② 투자설명서에는 증권신고서(제119조제2항의 일괄신고추가서류를 포함한다. 이하 이 장에서 같다)에 기재된 내용과 다른 내용을 표시하거나 그 기재사항을 누락하여서는 아니 된다.

나. 금융감독원, 금융위원회, 금융투자협회 등의 자산운용사 평가 강화

금융당국의 자산운용 평가는 기업의 자발적인 노력을 유도할 수 있고 자산운용 평가 지표와 결과에 대한 투자자의 관심도 불리일으킬 수 있다는 점에서 효과적인 간접규제 방식이다. 지난해 금융감독원의 ‘펀드 판매 미스터리쇼핑’¹⁷⁾ 결과가 발표된 뒤 최하점수를 받은 증권사의 대응이 그 예이다. 2012년 하반기 ‘펀드 판매 미스터리쇼핑 결과’에 따르면 은행, 증권사, 보험사 등 총 30개 펀드판매사의 600개 점포를 대상으로 실시한 미스터리쇼핑 평균점수는 76.6점으로 전년 평균 점수인 84.3점에 비해 7.7점(9.1%)이 하락한 것으로 집계됐고, 특히 펀드판매사들은 투자자들에게 펀드 환매방법이나 투자위험을 제대로 고지하지 않은 것으로 나타났다. 60점 이상을 받아 ‘미흡’으로 평가된 판매사는 국민은행, 동양증권, 교보증권, 메리츠증권, 한화생명, 한화증권, 한화투자증권, 현

17) 감독직원이 일반 고객으로 가장한 채 매장에 방문해 직원의 서비스 수준 또는 고객의 입장에서 현장의 서비스 개선점을 평가하기 위한 제도를 말한다. 2009년 1월 말부터 미스터리쇼핑이 국내 금융권에 전면 실시됐다. 금융감독원 직원이 고객으로 가장해 지점을 직접 방문해 금융회사들이 고객에게 금융상품을 판매할 때 이에 대한 설명을 제대로 하는지를 단속한다. 주요 대상이 되는 상품은 일반인들이 제대로 이해하기 어려운 펀드나 변액보험, 파생상품 등이다. 금융감독원은 이를 통해 금융회사가 상품의 특성과 손실 위험을 고객에게 제대로 설명하며, 고객의 투자성향을 고려하여 가입을 권유하는지, 수익률을 부풀리는 사례가 있는지 등 불완전판매 여부를 집중 단속한다는 계획이다.

대증권 등 6개사였다.

그런데 금융감독원의 발표가 있는 뒤 한화투자증권은 2013년 1월 금융업계 최초로 자발적 ‘펀드 리콜 제도’를 실시한다고 발표하며 모두 7개 계좌 1억7880만원에 달하는 투자원금을 돌려주기로 결정하여 업계 투자자들 사이에 화제가 되었다.

이러한 간접규제 방식을 통하여 투자자들에게 직접적인 혜택이 돌아가는 예가 축적되면, 투자자들도 투자자 보호 제도를 비롯한 금융제도에 대한 관심이 높아질 것은 분명하다. 특히 회사형 펀드의 경우 각종 공시 의무나 설명의무, 고지의무 등의 투자자 보호장치가 신탁형에 비해 다양하기 때문에 이런 제도들이 제대로 운영되고 있는지에 대한 금융당국의 평가가 강화된다면, 회사형 펀드에 대한 관심과 신뢰수준이 상승하게 되는 계기가 될 것이다.

다. 투자자 교육 강화

투자자 스스로 수익률 위주의 구매를 원한다고 하여도 그 수익률을 제대로 평가하기 위하여는 펀드 위험지표나 펀드 위험등급 등에 대한 이해가 필요한데, 이런 지표를 제대로 해석하고 이해하는 투자자들이 아직 많지 않다. 투자자들이 펀드 판매자의 설명에 휘둘리기 쉬운 이유다.

펀드 상품 구매시 구매자의 학력이 낮을수록, 배경지식이 적을수록 판매자들의 설명을 듣고도 제대로 이해하지 못하는 투자자들의 비율이 높다는 조사결과¹⁸⁾와, 운용보고서를 받고 읽어보지 않은 응답자가 50.5%나 되며, 운용보고서가 이해하기 어렵다고 지적했다는 보고서¹⁹⁾

18) 김민정, “펀드상품 투자권유에서의 금융소비자문제-적합성원칙과 설명의무를 중심으로”, 한국금융소비자학회, 2012, 34면.

19) 금융위원회 자본시장국 자산운용과, “경쟁촉진 및 투자자보호를 위한 펀드 판매시장 선진화 방안”, 한국개발연구원, 2011.

만 보아도 현재의 설명의무 충실의무 정도로는 투자자를 충분히 보호하기엔 부족하다는 것을 알 수 있다.

따라서 회사형 펀드의 경우 주주들에 대한 교육을 강화할 것을 제안한다. 자산운용사에게 일반 투자자들이 이해하기 쉬운 용어로 펀드 선택시 고려할 사항이나 지배구조 등 펀드에 관련한 제반사항에 대하여 온라인을 통해 지속적으로 교육할 의무 등을 부과하고, 펀드에 관련한 제반 설명이 공개강의나 온라인 강의 등을 통해 공개되어 있다는 것을 고지할 의무를 부과할 경우 회사형 펀드에 대한 관심을 크게 제고시킬 수 있을 것이다.

특히 투자자 교육은 상당한 금융지식을 갖추고 있거나 해당 정보를 듣고 이해할 수 있는 고학력자보다 노령자나 저학력자들에게 초점을 맞춰 진행되어야 할 것이다. 따라서 교육은 쉽고 간단한 어휘들로 구성되어야 하며, 이를 위해 금융당국은 이러한 교육 프로그램 개발을 지원하는 방안을 정책적으로 고려할 수도 있을 것이다. 내용에는 투자자가 선택한 상품에 대한 설명은 물론, 투자자보호 방법의 종류와 행사방법 등 펀드에 관련한 제반 설명 등이 모두 포함되는 것이 바람직할 것이다.

V. 결 어

외환위기 이후 기업경영의 투명성 제고와 소주주주 등 기업의 외부 이해관계자를 보호하기 위하여 소액주주권 행사요건의 완화, 집단(단체)소송제 도입, 적대적 M&A 시장의 활성화 등등 기업의 외부 이해관계자를 보호하기 위한 제도들이 속속 도입되었고 최근에는 이에 더하여 주주총회나 준법감시인 등의 내부통제장치가 도입되었다. 하지만 아직도 투자자 보호의 정도는 미흡하다는 평가다. 이는 제도 자체의 문제라기보다는 제반 제도가 정상적으로 운영되지 못하는 까닭일 것이다.

새로운 제도가 도입되어도 외부 규제는 대체로 소송이라는 번거로운

절차를 통하도록 되어 있고, 내부규제장치로 활동하는 준법감시인 등의 기관은 상당수 금융기관이나 동종 업계 출신으로 제 식구 감싸기에 급급한 것이 현 실태다.

투자자들이 지배구조에 무관심하고, 고비용 구조의 투자회사제도를 외면하게 된 근본적인 배경은 투자자들의 금융지식에 대한 관심부족과 희박한 권리의식이라기보다는 이런 현실에 대한 회의감에 있을 것이다.

따라서 금융당국은 이런 현실에 책임을 느끼고 투자자를 두텁게 보호하는 투자회사제도를 활성화시키기 위하여 고민해야 할 것이다.²⁰⁾ 그리고 이는 금융당국이 투자자 보호를 위해 금융정책을 마련하는 노력의 연장선상일 것이다.

투자자가 다양한 지배구조에 관심을 갖고 그에 따른 제도를 활용하는 투자 문화를 정착시켜 나가는 것이 아직 일천한 우리나라 금융업을 성숙시키는 과정일 것이다. 그리고 이를 통해 궁극적으로 주주이익의 극대화 와 금융 리스크 감소 등의 목표도 달성할 수 있을 것이라고 믿기에 금융 당국을 중심으로 투자회사제도의 활성화 방안에 대한 다양한 고민과 시도가 계속되길 바란다.

주제어 : 투자회사제도, 투자신탁제도, 회사형펀드, 뮤추얼펀드, 신탁형펀드, 기업지배구조, 간접투자기구, 투자자보호, 내부통제제도, 외부통제제도

20) 미국이나 영국, 일본의 경우 지배구조가 낙후된 금융회사의 경우 경영투명성이 미흡하거나 회사 경영에 대한 견제기능이 미흡한 것으로 보아 시장에서 주식가격이 하락하거나, M&A 대상으로 분류되어 자연스럽게 경영진 개편이 이루어지는 등 시장자율기능이 매우 강력하게 작동하고 있다. 따라서 금융회사의 경영진은 지배구조를 선진화하기 위하여 스스로 노력하고 있고 정부나 감독당국은 측면지원에 그치고 있다. 하지만 아직 자본시장이 성숙하지 못한 우리의 경우 당분간은 지배구조 개선 노력은 정부의 주도 하에 규제 중심으로 이루어지는 것이 효율적일 것이다. 물론 장기적인 관점에서는 시장자율규제 중심으로 지배구조 운용이 이루어지는 것이 바람직할 것이다.

[Abstract]

A Study of Methods to Activate the Mutual Funds in Korea

Jee-Hyun Kim*

This study aims to investigate the development of the corporate governance of investment funds in Korea (Republic of Korea), especially dealing with the mutual fund among the various type of investment funds to evaluate its effectiveness and needs to revitalize the mutual fund. Ever since the 1997 economic crisis, all financial companies of Korea have launched several systems such as outside director system and compliance officer system to improve the transparency of management accordingly with intensive business restructuring. These efforts were designed to improve the backwardness of Korean corporate governance to meet the global standards. Answering to these societal demands, the investment funds also have applied the mutual fund since 1998. However, despite the immediate popularity for its transparency, right after the 1997 crisis, the mutual fund has been avoided by investment banks for its structural demerit of high expenditure even if its merit of maximizing the interest of shareholders. Moreover, the investment trust also has improved its governance structure by applying the general meeting of beneficiaries system. This resulted in the indifference of investor protection between the mutual funds and the investment trusts. Not only the investment bankers but the individual investors who are sensitive to yields

* J. D. Candidate 2014, Konkuk Law School

also have avoided investment funds because of the high expenditure to operate. Hence, most indirect investments of Korea are employing the investment trust as it had been before the 1997 crisis. However, considering the difference between mutual fund, as the US model which maximizing the shareholder value and shareholder profit, and investment trusts, as the UK model which aims to long-term shareholder value and self-regulatory governance, such as the origin of each system and their tools for shareholder protection, it is doubtful to conclude that the investment trust provides the equal improvement of the governance and investor protection to the mutual funds. To answer this question, this study demonstrates what differences lie between the mutual fund and the investment trust through a comparative analysis of pros and cons of two systems to evaluate the needs to revitalize the mutual funds. Further, this study suggests the possible solutions to revitalize the mutual funds in Korean economy.

Key Words : collective investment scheme, corporate governance, investment vehicle, mutual fund, investment trust, contractual model, corporate model, internal audit and contro, compliancel