

학술연구용역보고서

중위험·중수익 금융투자상품 활성화 방안

2013. 12.



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

제 출 문

금융위원회 위원장 귀하

본 보고서를 「중위험·중수익 금융투자상품 활성화 방안」의 최종 보고서로 제출합니다.

2013. 12.

<연구책임자> 김 준 석 (자본시장연구원 연구위원)

<연 구 진> 백 인 석 (자본시장연구원 연구위원)

이 효 섭 (자본시장연구원 연구위원)

목 차

Executive Summary	vii
I. 중위험·중수익 금융상품의 개념 및 현황	1
1. 중위험·중수익 금융상품의 개념	1
2. 중위험·중수익 금융상품의 유형 및 현황	5
II. 중위험·중수익 금융상품의 필요성	26
1. 투자수요 측면	26
2. 경제효율성 측면	38
3. 금융산업 측면	51
III. 중위험·중수익 금융상품시장의 문제점	58
1. ELS·DLS 및 ELB·DLB 등 구조화 상품	59
2. 중위험·중수익 유형의 펀드 및 개별자산 투자	62
IV. 중위험·중수익 금융상품 활성화 방안	66
1. 새로운 중위험·중수익 금융상품 도입	67
2. 기존 중위험·중수익 금융상품 활성화	72
3. 중위험·중수익 금융상품 관련 인프라 개선	77
4. 자산관리서비스 및 판매시장 활성화	84
5. 중위험·중수익 금융상품 과세체계 개선	88
참 고 문 헌	91

표 목 차

<표 I-1> 위험 등급별 주요 금융투자상품의 분류	3
<표 I-2> ELS·DLS의 연환산 수익률	6
<표 I-3> 주식과 채권의 분산 투자시 위험 조정 성과	11
<표 I-4> 지수유형별 위험수익 특성	13
<표 I-5> 국내 회사채 신용등급별 수익률	15
<표 I-6> 주요국 10년만기 국채 수익률	15
<표 I-7> 글로벌 헤지펀드의 위험 조정 성과	18
<표 I-8> 유형별 부동산펀드 수익률과 표준편차	21
<표 I-9> 유형별 REITs 배당수익률	21
<표 II-1> 개인투자자 설문결과: 금융상품별 투자의향 이유	36
<표 II-2> 가계자산 구성	39
<표 II-3> 가구소득별 주식·펀드투자 참여율	42
<표 II-4> 개인투자자 상장기업 보유규모별 비중	42
<표 II-5> 주요 기관투자자별 자산규모 추이	46
<표 II-6> 자산운용사 유형별 매출액 영업이익률	56
<표 III-1> 해외 장내파생상품의 만기 및 행사가	61
<표 IV-1> ETN과 ETF의 비교	68

그 립 목 차

<그림 I-1> 주식 및 채권 포트폴리오의 투자성과	2
<그림 I-2> 금융투자상품의 기대수익과 위험 프로파일	3
<그림 I-3> ELS·DLS, ELB·DLB의 기대수익·위험도 비교	7
<그림 I-4> ELS의 미상환잔액 추이	8
<그림 I-5> DLS의 미상환잔액 추이	9
<그림 I-6> ELS 발행금액 및 ELB(원금보장) 비율	9
<그림 I-7> DLS 발행금액 및 DLB(원금보장) 비율	10
<그림 I-8> 혼합형 펀드 설정 잔액(AUM) 및 비중 추이	12
<그림 I-9> KOSPI 고배당지수의 설정액 및 비중 추이	14
<그림 I-10> 해외채권형 펀드의 설정액 추이	16
<그림 I-11> 국내 헤지펀드 수익률 추이	18
<그림 I-12> 한국형 헤지펀드 설정액 추이	19
<그림 I-13> 주가지수와 상품지수 추이	22
<그림 I-14> 국내 대체투자펀드 현황	23
<그림 I-15> 대체투자펀드 유형별 비중	24
<그림 I-16> 부동산 펀드의 설정액 추이	25
<그림 I-17> 인가REITs 및 자산규모 추이	25
<그림 II-1> 실질GDP 성장률 추이	26
<그림 II-2> 주요금리지표 추이	27
<그림 II-3> 순저축률 추이	28
<그림 II-4> 인구구조 추계	29
<그림 II-5> 주식시장 수익률 추이	31
<그림 II-6> 상장주식 누적순매수 추이	32
<그림 II-7> 증시주변자금 추이	33

<그림 II-8> 개인투자자 설문결과: 투자목적	34
<그림 II-9> 개인투자자 설문결과: 금융상품 개선·보완요소	35
<그림 II-10> 개인투자자 설문결과: 금융상품별 투자의향도	36
<그림 II-11> 대체투자 및 솔루션 자산운용상품 글로벌 비중	38
<그림 II-12> 가계자산 구성: 국제비교	40
<그림 II-13> 가계금융자산 구성: 국제비교	41
<그림 II-14> GDP 대비 기관투자자 자산규모	45
<그림 II-15> 투자자유형별 주식보유 비중	45
<그림 II-16> 기관투자자와 은행의 자산규모 추이	46
<그림 II-17> 투자방식별 투자기간	49
<그림 II-18> 주식시장별 거래회전율	50
<그림 II-19> 국내 증권사 수익구조 현황	53
<그림 II-20> 미국과 일본 증권사 수익구조 현황	53
<그림 II-21> 한국과 미국 자산운용사 수익구조 현황	54
<그림 II-22> 증권사 및 자산운용사 ROE 추이	55
<그림 II-23> 위탁매매수수료율 추이	55
<그림 IV-1> ETC 상품의 수익구조 예시	73
<그림 IV-2> VKOSPI와 VKOSPI 선물예시	78
<그림 IV-3> KOSPI 지수와 VKOSPI 지수의 상관관계	79

약 어 표

CMA	Cash Management Account
DLB	Derivatives Linked Bonds
DLS	Derivatives Linked Securities
ELB	Equity Linked Bonds
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity Linked Warrant
ETC	Exchange Traded Certificate
ETF	Exchange Traded Fund
ETN	Exchange Traded Note
KODI	Korea Dividend Stock Price Index
MMF	Money Market Fund
NCR	Net Capital Ratio
REITs	Real Estate Investment Trust
PEF	Private Equity Fund
PPC	Principal Protected Certificate

Executive Summary

I. 중위험·중수익 금융상품의 개념 및 현황

1. 중위험·중수익 금융상품의 개념

- 이론상, 모든 금융상품은 투자위험 수준이 높을수록 높은 수익을 제공하고 투자위험 수준이 낮을수록 낮은 수익을 제공
 - 위험회피적(risk averse)인 투자자는 투자위험을 감수하는 댓가로 더 높은 수익을 요구하므로(risk premium), 투자위험에 비해 낮은 수익을 제공하는 금융상품은 시장에서 도태될 수 밖에 없음

- 은행예금이나 국채는 저위험·저수익 특성, 주식은 고위험·고수익 특성을 갖는 대표적인 금융상품
 - 은행예금이나 국채는 미래의 현금흐름이 고정적인 반면, 주식은 미래의 현금흐름이 불확실하다는 점에서 뚜렷한 차이가 있음

- 중위험·중수익 금융상품은 은행예금이나 국채투자에 비해 기대위험과 기대수익이 높고 주식투자보다는 기대위험과 기대수익이 낮은 금융상품을 통칭
 - 중위험·중수익 금융상품에는, ①다양한 기초자산과 파생상품을 활용하여 중위험·중수익 수익구조를 갖도록 구조화한 금융상품(예: ELS·DLS), ②중위험·중수익 투자전략을 채택한 펀드상품(예: 주식·

채권 혼합형 펀드), ③중위험·중수익 특성의 개별자산에 투자하는 금융상품(예: 하이일드(high yield) 회사채 펀드) 등이 있음

- ‘예금금리+a’의 수익률을 추구하는 ‘절대수익 추구형’ 금융상품도 중위험·중수익 금융상품에 해당

□ 단, 중위험·중수익 금융상품이 투자의 결과 사후적으로 중위험·중수익의 실현을 보장하는 것은 아니며, 모든 구조화상품 및 혼합형 펀드가 모두 중위험·중수익 금융상품인 것은 아님

- 중위험·중수익 특성은 사전적 기대(expectation)에 근거하여 상대적으로 평가한 것이므로, 중위험·중수익을 달성할 가능성이 높다는 것이지 중위험·중수익을 보장한다는 의미가 아님
- 또한, 구조화상품과 펀드상품은 수익구조, 자산배분전략, 운용전략에 따라 고위험·고수익 또는 저위험·저수익에 더 가까울 수 있음

□ 중위험·중수익 특성은 결국 금융상품간 자산배분의 문제이므로, 특정 금융상품을 통해서만 달성할 수 있는 것은 아님

- 기본적으로 구조화상품, 펀드상품 모두 다양한 자산 및 금융상품의 포트폴리오 형태이므로, 투자자 스스로 각 자산 및 금융상품의 위험·수익 특성을 고려하여 투자자금을 배분함으로써 중위험·중수익을 달성할 수 있음

2. 중위험·중수의 금융상품의 유형 및 현황

가. ELS·DLS 및 ELB·DLB

- **ELS·DLS**는 한 개 또는 두 개 이상의 기초자산 중 하나에서 큰 하락이 발생하지 않으면 금리보다 높은 수익을 제공하는 구조화 상품
 - ELS·DLS는 주식과 채권의 중간정도의 위험도를 갖도록 설계되며, ELS의 기초자산으로는 주가지수, 개별주식 등이, DLS의 기초자산으로는 이자율, 원자재, 환율, 신용 등이 이용됨
 - ELB·DLB는 기존의 원금보장형 ELS, DLS를 지칭하는데, 원금이 보장되기 때문에 채권에 가까운 상품으로 볼 수 있음

- **ELS·DLS** 투자의 실질수익률은 금리보다 높으며, 원금 손실이 발생할 확률은 대체로 5% 미만으로 낮은 것으로 알려져 있음
 - 2012년 1분기 기준으로, 상환된 ELS의 연평균 수익률은 8.5%이며 해당 기간 동안 손실이 발생한 ELS는 전체 상환액의 1.2%에 불과

- **ELS·DLS**는 각각 2003년과 2005년 도입된 이후, 연평균 30% 이상의 성장세를 보인, 가장 대중적인 중위험·중수의 금융상품
 - 2013년 7월 기준으로 ELS의 미상환잔액은 약 40조원, DLS의 미상환잔액은 약 21조원 규모
 - ELB·DLB의 비중은 전체 ELS와 DLS 발행금액의 각각 30~40%와 60~70%로 최근 들어 비중이 소폭 증가

나. 주식·채권 혼합형 펀드

- 혼합형 펀드는 고위험·고수익을 대표하는 주식과 저위험·저수익을 대표하는 채권에 분산투자함으로써 중위험·중수익을 추구
 - 통상 주식과 채권의 가격은 음(-)의 상관관계를 갖기 때문에, 분산 투자를 통해 포트폴리오 위험이 줄어드는 효과를 누릴 수 있음

- 주식·채권 혼합형 펀드의 설정 잔액은 2013년 10월 기준 약 33조원으로 전체 펀드 설정 잔액의 9.6%에 해당
 - 주식·채권 혼합형 펀드는 2005~2007년 사이 규모가 증가하였으나, 2008년 글로벌 금융위기 이후 증가세가 둔화되었음

다. 배당형 주식 펀드

- 고배당주식의 경우, 일반 주식에 비해 가격변동성이 낮으므로 상대적으로 중위험·중수익 특성을 가짐
 - 성장성이 낮고 안정적인 현금흐름을 창출하는 기업들이 주로 배당을 많이 하는 경향이 있음, 따라서 주식의 가격변동성이 상대적으로 작고 안정적인 배당수익률을 제공

- 배당주 지수인 KODI를 벤치마크로 하는 배당형 주식 펀드의 설정액은 2013년 10월 기준 약 2조 3천억원으로 전체 펀드설정액의 0.68%

- 2006년~2008년 사이, 배당형 주식 펀드의 설정잔액은 전체 펀드설정액의 1.5% 수준까지 증가하였으나, 2010년 이후 꾸준히 감소

라. 하이일드(**high yield**) 채권펀드

- 하이일드 채권펀드는 주로 고수익 채권에 투자하는 펀드로, 국채보다 기대수익률과 위험이 높은 특징이 있음

- 한국 국채보다 채권수익률이 높은 회사채, 신흥국 국채, 선진국 회사채에 투자하는 채권형 펀드가 중위험·중수익 상품에 포함됨

- 국내 회사채에 투자하는 펀드는 거의 전무한 반면, 2010년 이후 신흥국 국채 또는 선진국 하이일드 채권에 투자하는 펀드의 규모는 가파르게 성장하고 있음

- 2013년 10월 기준, 해외채권의 설정 규모는 약 7조원으로 2011년 말 대비 약 2배 이상 성장

마. 롱숏(**long-short**)전략 헤지펀드

- 롱숏전략을 사용하는 헤지펀드는 '예금금리+a' 수익률을 목표로 하므로 중위험·중수익 투자목적에 적합한 상품

- 롱숏전략은 저평가된 자산을 매수하고, 고평가된 자산을 매도하는 전략으로 시장변화와 무관하게 수익을 창출하는 전략

- 롱숏전략 헤지펀드는 위험조정 성과가 우수한 것으로 알려져 있으며, 국내 헤지펀드의 성과 역시 주가지수에 비해 안정적

- 한국형 헤지펀드는 **2011년 말 도입 이후, 꾸준한 성장세를 보이고 있으나, 주식형 펀드에 비해서는 여전히 규모가 미미한 상황**
 - 2013년 말 기준, 한국형 헤지펀드의 설정 규모는 약 1조 6천억원으로 주식형 펀드 설정 규모인 85조원 대비 약 1.5~2.0% 수준
 - 한국형 헤지펀드는 대부분 롱숏전략을 기반으로 함

바. 대체투자 펀드

- 대체투자 펀드는 주식과 채권 이외의 모든 자산을 포괄하며, 유형에 따라 중위험·중수익 구조에 부합할 수 있음
 - 원자재, 실물상품, 외환, 부동산, 인프라 등에 투자하는 각종 대체투자펀드 중, 해외 부동산 및 부동산 지수, 해외 인프라 등에 투자하는 펀드 등을 중위험·중수익 상품으로 분류할 수 있음
 - 실물상품의 경우 장기적으로 주가지수와 상관관계가 낮아 분산투자 효과를 누리기 위한 수단으로 활용

- 국내 전체 대체투자펀드의 순자산 총액은 **2008년 말 31조 6천억원에서 2012년 말 74조 5천억원으로 크게 성장하였으며, 이중 부동산 관련 대체투자펀드의 비중은 27% 수준**
 - 전체 펀드에서 대체투자펀드가 차지하는 비중은 같은 기간 10.6%에서 22.0%로 두 배 이상 증가한 것으로 나타남
 - 대부분 사모펀드의 형태로 주로 연기금 등 기관투자자들이 투자

II. 중위험 · 중수익 금융상품의 필요성

1. 투자수요 측면

가. 저성장·저금리

- 한국경제의 성장률은 장기적인 하락추세와 함께 **2%대에 진입**하였고, 저금리 기조가 지속되면서 실질금리는 **0%에 근접**
 - 한국의 평균 경제성장률은 1970년대 10.3%, 1980년대 8.6%, 1990년대 6.7%, 2000년대 4.4%로 지속적으로 하락, 지난해 2.3%에 그침
 - 최근 한국은행 기준금리는 2.5%, 3년만기 국채수익률은 3%를 하회
 - 한국의 장기성장전망을 고려할 때 저금리는 계속될 것으로 전망

- 현재 실질금리 수준이 매우 낮은 데다, 경제성장률 하락으로 가처분소득 증가세도 둔화되면서 고수익 금융상품에 대한 수요가 증가

나. 고령화

- 한국사회는 **2000년에 이미 고령화사회로 진입**하였으며 **2018년 고령사회로, 2026년 초고령사회로 진입**할 것으로 예상
 - 주요국에 비해서도 매우 빠른 속도로 고령화가 진전

- 고령화로 인해 근로소득에 대한 의존도가 낮아지고 미래소득의 불확실성이 커지면서 이에 대비하기 위한 투자수요가 발생
 - 근로소득자는 은퇴 이후를 대비하여 금융투자를 증가시키게 됨

- 저금리 기조로 은행예금과 같은 방식으로는 노후자금 마련이 용이하지 않으므로 고수익 금융상품에 대한 수요가 증가
 - 안정적인 소득을 제공하는 형태의 금융상품, 장기상품에 대한 수요와, 고령자의 효과적인 자산운용을 위한 자산관리서비스 수요 증가
 - 반면, 저성장과 디플레이션 가능성으로 인해 유동성이 부족한 부동산 등 실물자산에 대한 선호도는 점차 감소

다. 주식시장 침체

- 대표적인 고위험·고수익 금융투자상품인 주식은 최근 침체되어, 증시자금의 지속적인 이탈이 이어지고 있음
 - KOSPI 수익률은 2010년 이후 꾸준히 하락하였고 변동성도 2000년 이후 최저치를 기록, 최근의 주식은 고위험·고수익 특성을 상실
 - 국내 주식시장에서 개인투자자는 2010년 이후 약 24조원, 펀드는 2008년 이후 약 53조원 순매도하였으며, 대안적인 투자대상을 찾지 못한 자금은 단기금융상품에 머물러 있는 상태

- 이러한 경향에는, 금융위기를 반복적으로 거치면서 위험자산 투자에 대해 보수적인 관점이 강화되어 온 것도 영향

- 위기발생에 대한 두려움, 경기회복의 지체, 금융위기 이후의 부채 조정, 금융위기로 인한 자산가격 변동성 확대로 주식투자가 위축

□ 주식투자의 기피와 함께, 대안적 금융투자상품에 대한 수요가 증가하고 있으며, 효과적인 위험관리에 대한 수요가 증가

라. 잠재투자수요

□ 일반 투자자를 대상으로 한 금융투자협회의 설문결과에 따르면, 중위험·중수익 금융상품에 대한 수요가 존재

- 설문대상 투자자의 39%가 고수익·고위험 금융상품에, 90%가 저수익·저위험 금융상품에 대한 투자의향을 가지고 있음, 따라서 중위험·중수익 금융상품에 대한 수요가 존재함을 추론 가능
- 한편, 응답자의 62%는 중장기 투자목표를 가지고 있다고 응답

□ 그러나 중위험·중수익 금융상품에 대한 인식은 아직 부족한 것으로 나타남

- 중위험·중수익 금융상품에 대해 투자의향이 없다는 응답이 90%에 이르는데, 그 이유로 '어떤 상품인지 몰라서'라는 응답이 대다수

□ 세계적으로 중위험·중수익 금융상품에 대한 투자가 꾸준히 증가하고 있는 것으로 나타남

- 글로벌 자산운용상품 운용규모에서 대체투자펀드 및 솔루션펀드가 차지하는 비중은 2003년 9%에서 2011년 15%로 꾸준히 증가

- 대체투자펀드는 부동산, 인프라, 실물상품 등 전통적 자산이외의 자산에 투자하는 펀드를 말하며, 솔루션펀드는 고객맞춤형 펀드로서 멀티에셋펀드, 절대수익형 펀드, 인컴펀드 등을 말함

2. 경제효율성 측면

가. 자본시장 투자자저변 확대

- 국내 총 가계자산에서, 부동산이 **69.9%**로 절대적인 비중을 차지하는 반면, 금융자산은 **17.9%**에 불과하며 대부분 현금예금
 - 소득이 낮을수록, 순자산이 많을수록, 고령층일수록 부동산의 비중이 높아지는 것으로 나타남
 - 주요국과 비교하더라도 총 가계자산에서 금융자산이 차지하는 비중이 매우 낮고, 현금예금에 대한 편중도 높은 편
- 국내 가구 중 주식투자 또는 펀드투자에 참여하는 가구는 **21%**에 불과하며 이들은 대부분 고소득층
 - 주식투자에 참여하는 가구는 11%, 펀드투자에 참여하는 가구는 15%에 불과하며(주식과 펀드에 동시에 투자하는 가구는 5%), 개인 주식투자자 중에서도 일부가 투자비중의 대부분을 차지
- 국내 자본시장의 투자자기반이 취약하여 경제 내 위험자본 공급이 효과적으로 이루어지지 않고 있는 것으로 보임

- 주식시장의 개인투자자기반은 고소득층, 그 중에서도 일부에 국한
- 자본시장 투자자기반의 취약성은 위험자본의 공급부족을 초래하여 기업성장을 저해하는 요인

□ 중위험·중수익 금융상품의 활성화는 자본시장 투자자저변을 확대하고 경제 내 자원배분의 효율성을 제고하는 한편, 가계 자산의 부동산 편중을 해소하는 효과를 기대할 수 있음

- 위험감내도(risk tolerance)가 낮은 투자자와 소득수준이 낮은 투자자에게 위험자본 공급에 따른 성과를 공유할 기회를 제공
- 위험자산에 대한 투자를 통한 위험의 분산은 기업가정신이 경제성장동력으로 이어질 수 있는 기반을 제공
- 지금까지 부동산시장에 투입되어왔던 투자자금을 자본시장으로 유입시키고, 증시주변자금에 대해 새로운 투자기회를 제공

□ 물론, 중위험·중수익 금융상품의 긍정적 효과는 투자자의 투자여력이 뒷받침되어야 기대할 수 있음

- 저소득층, 고령층의 경우 투자여력이 없고, 소득의 변동성이 크기 때문에 추가적인 투자위험을 감당할 수 없을 가능성이 높음
- 따라서 이들의 총 자산 중 금융자산의 비중이 낮고 금융자산 중 안전자산 비중이 높은 것은 불가피한 결과일 수 있음

나. 자본시장의 기관화 및 장기투자문화 확산

- 현재 한국 기관투자자의 축적자산 규모와 자본시장 투자비중은 주요국 대비 낮은 상황이며, 국내 투자자의 평균 투자기간은 짧은 것으로 나타나고 있음
 - GDP 대비 기관투자자 축적자산은 영국, 미국, OECD 평균보다 훨씬 낮으며, 자산배분도 안전자산 위주
 - KRX 상장주식 평균보유기간은 주요 선진시장에 비해 짧음, 개인투자자의 단기거래행태가 가장 큰 원인으로 추정

- 높은 개인투자자 비중과 단기투자행태는 주식시장 변동성을 증폭시키고 경제 내 위험자본의 안정적인 공급을 저해
 - 단기적·투기적 투자행태는 불필요한 가격변동을 야기하고 효율적인 가격발견을 방해
 - 시장의 건전성·신뢰성 저하에 따른 주식투자 기피로 이어져 기업자금조달에 어려움이 나타나는 악순환이 발생

- 중위험·중수익 금융상품의 활성화는 간접투자의 확대를 의미하므로 기관투자자 비중확대, 투자기간 장기화로 나타나게 됨
 - 중위험·중수익 금융투자상품은 구조화상품 및 펀드의 형태로서 기관투자자를 매개로 한 투자형태

- 기관투자자의 중위험·중수익 금융상품에 대한 수요가 높고, 중위험·중수익 금융상품의 공급에는 금융투자회사가 핵심역할

- 장기 절대수익률을 추구하여 중위험·중수익 금융상품에 대한 수요가 높은 연기금, 보험 등 국내 장기기관투자자의 규모가 급증
- 중위험·중수익 금융상품은 구조화, 간접투자, 자산관리·자문의 형태를 띠기 때문에 금융투자회사의 역량이 핵심요소

□ 기관투자자는 합리적거래자(**rational trader**), 정보거래자(**informed trader**)로서 자본시장의 가격효율성 제고 및 변동성 완화에 기여

- 기관투자자는 기업정보의 생산을 활성화시키고 투자기회를 신속하게 포착함으로써 자산가격이 균형에 빠르게 도달하도록 기여
- 기관투자자는 시장변화에 민감하게 반응하거나 비합리적인 거래행태를 보일 가능성이 낮으며, 시장충격을 회피하기 때문에 불필요한 변동성을 일으키지 않음
- 기관투자자의 참여로 가격효율성이 제고되면 초과수익 기회가 감소하고, 개별종목 선정보다 자산배분에 집중하는 장기투자가 유리
- 장기기관투자자의 경우, 외국인투자자의 투자자금 유출입에 대응하여 시장충격을 완화하는 기능을 가짐

□ 또한 기관투자자는 다양한 투자대상에 낮은 비용으로 접근할 수 있어 효율적 위험관리와 높은 투자성과를 달성할 수 있음

- 기관투자자는 개인투자자에 비해 신용도가 높고 대량거래에 따라 규모의 경제를 실현할 수 있으므로 거래비용이 낮음

□ 장기투자는 기업에게는 위험자본의 안정적인 공급처가 됨

- 신기술을 개발하고 신산업을 육성하기 위해서는 장기적인 관점에서 꾸준한 투자가 요구되는 바, 장기투자자는 이에 필요한 자금을 공급하고 위험을 분산함으로써 경제 내 성장동력 창출에 기여

□ 기관투자자와 장기투자는 기업지배구조 개선에 기여할 수 있음

- 기업지배구조는 법제도·기업관행·문화와 관련된 문제로 장기적 관점에서 접근해야 할 사항, 단기투자자는 이러한 이슈에 무관심
- 기관·장기투자자는 기업가치 제고를 목표로, 기업과 일상적 관계를 구축하고 경영에 영향력을 행사함으로써 기업지배구조를 개선

3. 금융산업 측면

□ 국내 금융투자회사는 동질적인 상품과 서비스를 제공해 옴으로써 치열한 가격경쟁을 불가피하게 겪어 왔음

- 상품과 서비스가 동질화된 상황에서는 가격이 유일한 경쟁수단
- 증권사의 경우 위탁매매수수료 의존도가 높고 위험업무를 기피하여 수익성이 떨어짐, 자산운용사의 경우 운용보수 의존도가 높고 판매수수료나 리서치수수료 등 수익원의 다양성이 부족한 상황

□ 최근 금융투자회사가 수익성 위기에 직면하면서 상품·서비스 차별화 전략은 선택이 아닌 생존의 문제로 다가오고 있음

- 위탁매매수수료율이 크게 낮아진 상태인데다, 주식시장 거래대금이 급감하면서 위탁매매수수료 수입이 급격히 감소
- 증권사와 자산운용사의 ROE는 2000년대 중반 이후 지속적으로 하락하여 2012년 각각 3.0%, 9.7% 수준

□ 이러한 상황에서 투자수요가 점증하고 있는 중위험·중수익 금융상품을 국내 금융산업의 돌파구로 활용해야 함

- 저금리, 저성장, 고령화가 급속도로 진전되면서, 틈새시장 정도로 여겨져 왔던 중위험·중수익 금융상품이 중요한 투자대안으로 부각

□ 중위험·중수익 금융상품의 경쟁력은 금융회사의 자산배분역량, 상품설계역량, 운용역량, 위험관리역량에 달려 있으므로, 중위험·중수익 금융상품 확대는 국내 금융산업 경쟁력에 기여할 것

- 구조화상품은 상품구조설계와 위험관리역량, 펀드상품은 투자전략 수립과 운용역량이 핵심 경쟁력
- 금융상품과 서비스의 차별화는 높은 부가가치 창출로 이어질 수 있으며, 금융투자회사 간 평판격차를 키울 것으로 예상됨

□ 중위험·중수익 금융상품의 확대는, 부수적으로 보관·사무수탁 업무, 펀드평가 및 신용평가, 금융컨설팅 등 각종 금융인프라의 발전을 촉진

III. 중위험·중수의 금융상품시장의 문제점

- **현행 중위험·중수의 금융상품시장의 문제점을 구조화 상품시장과 펀드 및 개별자산 투자 측면에서 살펴보면 다음과 같음**

- **ELS와 DLS의 경우 발행증권사의 신용위험, 객관적인 환매 기준가 산정 및 불완전 판매 등에 대한 문제가 지적됨**
 - ELS와 DLS는 발행증권사 도산 시 투자원금의 일부 손실이 불가피하여, 시장상황에 따라 대규모 환매가 발생할 경우 발행증권사의 건전성이 저하될 우려가 있음
 - 중도환매 수수료가 비쌀 뿐만 아니라, 중도환매 기준가격 산정이 객관적이지 못하다는 지적이 제기되고 있음
 - 상품구조의 복잡·다양하여 투자자가 손실발생 가능성을 정확히 인식하기 어려움

- **투자자 인식 부족으로 중위험·중수익형 펀드에 대한 투자가 활성화되지 못하는 측면이 존재**
 - 글로벌 금융위기 이후 ELS·DLS 등의 구조화 상품 시장규모는 빠르게 증가하고 있는 반면, 중위험·중수익 유형 펀드의 경우 우수한 위험 조정 성과에도 불구하고 자금 유입이 대체로 정체되거나 증가세가 크지 않음

- 중위험·중수익 투자목표 달성을 위해서는 해외자산에 대한 분산투자가 필요하나, 국내 거주자가 해외 자산에 투자할 수 있는 금융상품이 부족하며 높은 비용을 지불해야 되는 실정임
 - 현재 해외투자 금융상품으로는 해외주식·채권형 펀드와 해외 ETF 등이 있으나, 높은 운용 보수와 함께 세제상 불리한 측면이 있음

- 개인투자자가 손쉽게 투자할 수 있는 중위험·중수익 기반의 ‘장내상품’ 다양성이 부족함
 - 국고채 ETF 등을 제외하면 실질적으로 활성화된 중위험·중수익형 장내 상품이 거의 없는 실정임

- 외국에서는 ‘예금금리+α’ 수익을 대표하는 하이일드 회사채 펀드가 활성화 되어 있으나, 국내에서는 회사채시장의 여건 미성숙으로 하이일드 펀드 시장발전이 매우 저조함
 - 중위험·중수익 특성에 적합한 비우량등급 회사채의 경우 발행 및 유통시장이 미발달
 - 회사채 위험을 헤지할 수 있는 파생상품이 활성화되지 못한 실정

- 2013년 세제 개편 등의 영향으로, ELS·DLS 등의 구조화 상품을 포함하여 중위험·중수익 유형 펀드 상품에 대한 세제 편익이 낮아지고 있음
 - 금융소득종합과세 기준금액 하향조정으로 금융소득이 2천만원을 초과할 경우 최고 38%의 높은 세금을 내야할 수 있음

[Executive Summary]

- 해외상장 ETF 등 해외자산에 직접 투자할 경우 양도세로 분리 과세되어 매매차익의 22%를 납부하는 반면, 국내의 해외지수 ETF 등은 종합과세 대상으로 최고 38% 과세가 가능해 유사한 상품 간 세제불균형이 존재함

□ 펀드 판매채널의 문제점과 한국형 헤지펀드에 대한 개인투자 제한 등은 중위험·중수익형 펀드에 대한 투자자의 접근성을 제한하는 요인

- 현행 국내 펀드 판매채널은 증권 및 은행과 같은 대형금융회사에 집중되어 있으며, 계열 자산운용사 펀드 판매비중이 매우 높아 수익률 기반의 펀드판매 경쟁구도가 정착되지 못하고 있음
- 한국형 헤지펀드의 경우, 개인투자자의 최소가입금액이 매우 높아 실질적인 투자가 불가능한 상황임

IV. 중위험·중수익 금융상품 활성화 방안

- 중위험·중수익 금융상품 활성화를 위해서는 ①신상품 도입, ② 기존 상품 활성화, ③금융 인프라 개선, ④자산관리 서비스 활성화, ⑤과세 체계 개선 등과 관련한 제도적 개선이 필요

1. 중위험·중수익 신상품 도입

- 새로운 중위험·중수익 금융상품으로 **ETN(Exchange Traded Note)**과 하이일드 회사채 **ETF** 등의 도입을 고려
 - ETN은 벤치마크를 추종하는 상품으로 원본 초과 손실 가능성이 없기 때문에 기초지수에 따라 '예금금리+ α '의 기대수익률을 제공하는 중위험·중수익 상품
 - 중위험·중수익형 ETN에 적합한 상품으로는 '롱숏전략 ETN', '커버드콜 ETN', '해외부동산지수 ETN', '에너지 인프라 MLP(Master Limited Partnership) ETN' 등이 있음
 - ETN을 통해 전세계 상품지수, 부동산지수, 환율, SOC 등 해외자산에 손쉽게 투자할 수 있어 중위험·중수익형 금융상품 다양성이 확보될 수 있음
 - 또한 ETN이 도입될 경우, 과거 장외시장에서 거래되어왔던 지수연계 구조화상품을 장내시장으로 유도함으로써 불완전판매 개연성, 가격 투명성 저하, 시스템 리스크 전이 위험 등의 우려를 최소화할 수 있어, 금융소비자 보호에도 기여할 수 있을 것으로 전망됨

□ 회사채 ETF의 경우 현행 국내 회사채시장 여건을 고려할 때, 우량등급 회사채 기반 ETF 상품 도입이 바람직, 단 수익률을 제고할 수 있는 방안이 강구되어야 함

— 현 국내 회사채시장 여건 상 낮은 신용등급(A등급 이하) 회사채 ETF 상품화는 현실적으로 용이하지 않음

— 최근 신용스프레드 축소로 인해 수익률이 낮은 상황이므로, 국고채 ETF 대비 높은 수익률을 제공할 수 있도록 방안을 모색해야 함

2. 기존 중위험·중수익형 금융상품 활성화

□ ELS·DLS 상품 중 표준화가 용이한 단순구조의 상품을 ETC(Exchange Traded Certificate)로 상장하면, 환매 신뢰성 제고, 소액투자자의 투자접근성 향상 및 거래비용 절감 등의 효과를 기대할 수 있음

— 이를 위해서는 발행증권사의 자체 헤지운용이 필수적이므로 거래소 상장을 통해 국내 증권사들의 구조화 상품 관련 역량 강화를 유도하는 효과도 기대할 수 있음

□ ELS·DLS 발행사의 신용위험을 축소하는 방안으로 발행사가 자율적으로 일정 비율의 담보를 제공하는 방안을 고려할 수 있음

— ELS·DLS는 담보를 제공할 의무가 없기 때문에, 담보제공은 발행사가 자율적으로 할 수 있게 하되, 담보제공사에 대한 정책적 혜택을 부여하는 방안을 고려할 필요가 있음

- 원금보장형과 비보장형으로 양분된 현행 ELS·DLS의 위험유형을 다양화하여 ELS·DLS 상품의 중위험·중수익 특성을 보완할 필요가 있음
 - 예를 들어, ‘원금부분보장형’ ELS·DLS 상품을 통해 일정 비율 이상의 원금을 보장할 수 있음

- 부동산펀드 및 REITs와 관련해서는 공모형식의 자금모집 활성화, 규모의 대형화, 투자자산의 다양화 및 규제법령의 일원화를 통한 통합관리체계 구축이 필요함
 - 현행 부동산펀드 및 REITs는 사모형에 크게 편중돼 있어, 제도 도입 취지를 살리고 투자수요 증가에 부응하기 위해서는 공모형을 활성화할 필요가 있음
 - 이를 위해서는 공모형에 대한 세제지원과 같은 추가적인 혜택이 필요함
 - 국내 부동산펀드 및 REITs는 대부분 규모가 영세하거나 소수의 물건에 투자가 집중돼 있어, 수익률의 안정성 제고와 분산투자를 통한 위험관리를 위해서 대형화와 함께 투자자산의 다양화가 필요
 - 부동산펀드 및 REITs는 경제적 실질에는 차이가 없음에도 불구하고 이원화된 법규제를 받기 때문에 관리의 불편함, 투자자의 혼란, 투자자 보호수준의 차이 등의 문제가 지적되고 있으므로 규제법령의 일원화 등 통합된 관리체계 구축이 필요함

- 국외 금융상품에 대한 투자접근성 제고를 위해 해외지수 ETF의 교차상장 및 국내 자산운용사들에 의해 운용되는 해외자산 추적 ETF 시장을 도입·활성화할 필요가 있음

- 해외지수 ETF 교차상장 시 국내 금융투자회사들의 해외 시장 진출을 통한 국제 경쟁력 강화에도 긍정적인 역할을 할 것으로 기대됨

3. 중위험·중수익 금융 인프라 개선

□ 구조화 상품의 헤지 수단을 보완하기 위해 **VKOSPI** 선물의 도입과 현행 장내 파생상품 시장의 제도 개선이 필요함

- VKOSPI 선물은 한국의 변동성지수인 VKOSPI 지수를 기초자산으로 하는 선물로, ELS·DLS 발행사에게 유용한 변동성 위험 관리 수단이 될 수 있음
- 또한 VKOSPI 선물이 도입될 경우, 금융투자회사는 VKOSPI와 연계된 상품의 헤지운용이 가능하기 때문에 VKOSPI ETN을 포함해 다양한 구조를 가진 연계 금융투자상품의 도입이 가능
- KOSPI200 옵션 시장의 경우, 최장 만기와 행사가격의 범위를 확장하면 금융투자회사가 구조화 상품을 헤지하기가 보다 수월해짐

□ **섹터지수선물, 장기국채선물** 등을 도입하여 중위험·중수익 유형 전략을 활용할 수 있는 인프라 확대가 필요함

- 섹터지수선물이 도입될 경우, 룡숏 펀드, 섹터지수 추종펀드 등 중위험·중수익 유형의 전략을 효과적으로 구사할 수 있음
- 장기국채선물이 도입될 경우, 장기채권 투자전략 및 위험관리 등 중위험·중수익 유형의 전략을 효과적으로 구사할 수 있음

- 구조화상품 운용과 관련한 **NCR 산출식이 BIS에 비해 보수적으로 계산되도록 정의되어 있어, 중위험·중수익 상품 헤지운용을 원활하게 하기 위해 일부 NCR 산출식의 완화가 필요함**
 - BIS 산출식에 비해 보수적인 깊은 외가격(deep out of the money) 옵션 위험, CDS 상계시 위험평가 등의 재검토가 필요

- 상품구조가 복잡·다양한 **ELS·DLS의 위험요인 및 상품특성을 일반투자자가 쉽게 제공받을 수 있도록 제도적 개선이 요구됨**
 - 유럽 파생상품그룹(European Derivatives Group) 사례를 참고하여, 투자자에게 ELS·DLS의 위험등급, 발행 및 조기상환 등에 대한 정보를 제공해 투자자 보호를 강화할 필요가 있음

4. 자산관리 서비스 및 펀드 판매시장 활성화

- 중위험·중수익 투자목표 달성에는 개별상품 단위의 시장활성화와 함께 자산관리시장의 뒷받침이 필요함
 - 자산관리 서비스는 금융상품 간 투자배분에 제한하지 않고 생애주기에 따른 금융자산 관리라는 포괄적인 개념으로 확장하여 접근할 필요성이 있음
 - 이를 위해서는 투자자의 인식 전환과 함께 서비스 공급 측면에서 자산관리 및 자문에 대한 보수 수취가 가능하도록 제도를 변경할 필요가 있음

- 또한 포괄적인 자산관리 서비스 제공을 위해, 취급 가능한 상품에 대한 제한을 대폭적으로 완화할 필요가 있음

- **현재 추진 중인 온라인 펀드 판매채널인 펀드슈퍼마켓이 도입 취지에 부합하기 위해서는 제도적 개선이 필요**
 - 금융실명제 본래의 취지를 훼손하지 않는 범위에서, 펀드슈퍼마켓의 실명확인 불편을 완화하는 제도개선이 필요함
 - 금융지식이 부족한 투자자들을 대상으로 투자자문 서비스가 제공될 수 있도록, 독립투자자문업제도의 도입을 검토할 필요가 있음
 - 중기적으로는 펀드슈퍼마켓을 자산관리 서비스 시장과 연계시킴으로써, 펀드슈퍼마켓이 종합자산관리 플랫폼의 역할을 수행하도록 발전시킬 필요가 있음

5. 중위험·중수의 금융투자상품에 대한 과세 체계 개선

- 복지기반 확충 과정에서 조세혜택을 축소하는 방향으로 변화를 모색 중에 있으나, 핵심 전략 부문에 대해서는 기존의 비과세와 조세감면 혜택이 유지되고 강화될 필요가 있음

- 특히, 자본시장 선진화와 실물경제에 대한 안정적 자본 공급에 기여할 수 있는 장기투자 및 장기투자 금융상품에 대한 세제 혜택은 확대될 필요가 있음

- 목돈마련을 위한 장기펀드투자에 대해 세제혜택을 부여하고, 부동산, SOC, 창의자본이나 하이일드 펀드 등에 대해서는 비과세 방식의 세제혜택을 유지하거나 새롭게 도입할 필요가 있음

□ **현행 국내 해외지수 ETF와 외국 ETF 투자간에 존재하는 과세 불균형이 해소되어야 함**

- 현행 세제 불균형으로 인해 국내에 상장된 해외지수 ETF에 대한 투자 보다 외국 ETF에 대한 직접 투자가 세제상 유리함
- 과세체계의 비대칭성은 고액자산가 뿐만 아니라 소액투자자에게도 해외 EFT에 대한 직접 투자를 선호하는 유인으로 작용함
- 이러한 세제상 역차별로 인해 국내 금융투자회사들의 상품개발능력에도 불구하고 외국 ETF 대비 상품성이 저하될 우려가 있으며, 더 나아가서 국내 ETF 시장의 활성화와 금융투자회사들의 경쟁력 저하가 초래될 수 있음
- 따라서 국내 해외자산 추적 ETF에 대한 과세체계를 외국 ETF와 동일한 과세체계로 변경하는 제도개선이 적극적으로 검토되어야 함

I. 중위험 · 중수익 금융상품의 개념 및 현황

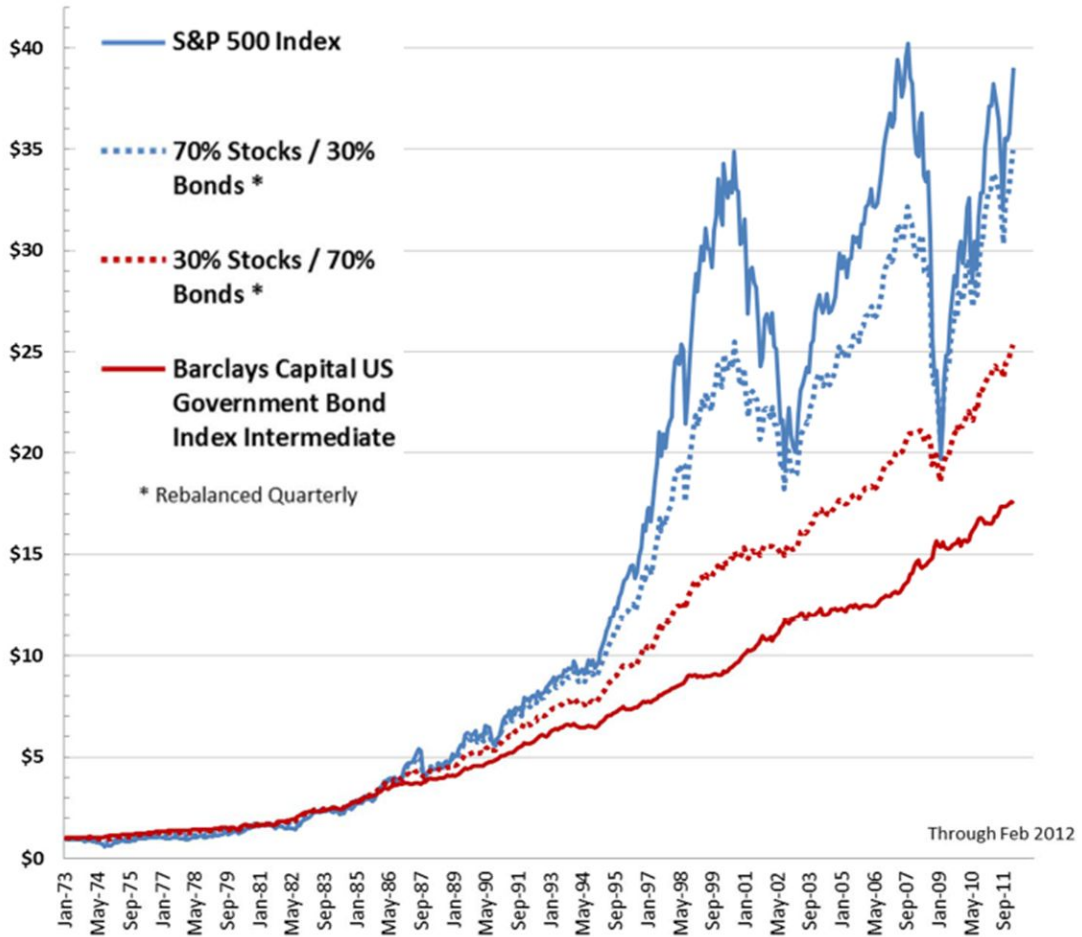
1. 중위험 · 중수익 금융상품의 개념

- 이론상, 모든 금융투자상품은 투자위험 수준이 높을수록 높은 수익을 제공하고 투자위험 수준이 낮을수록 낮은 수익을 제공
 - 위험회피적(risk averse)인 투자자는 투자위험을 감수하는 댓가로 더 높은 수익을 요구하게 되므로(risk premium), 투자위험에 비해 낮은 수익을 제공하는 금융상품은 시장에서 도태될 수밖에 없음
 - 따라서 이론적으로, 동일한 크기의 투자위험을 가진 금융투자상품은 모두 동일한 크기의 기대수익을 제공, 즉 기대수익과 투자위험 사이에는 비례관계가 성립

- 은행예금이나 국채투자는 저위험·저수익 특성, 주식투자는 고위험·고수익 특성을 갖는 대표적인 금융투자상품
 - 은행예금이나 국채는 미래의 현금흐름이 고정적인 반면, 주식은 미래의 현금흐름이 불확실하다는 점에 근본적 차이가 있음
 - 통상적으로 은행예금, MMF(Money Market Fund), 국채, CMA (Cash Management Account) 등을 저위험·저수익 금융상품으로, 개별주식, 원자재, 선물·옵션 등 파생상품, 투자부적격 등급 회사채 등을 고위험·고수익 금융상품으로 분류함
 - <그림 I-1>에 따르면 1달러를 S&P500지수에 투자하면 수익의 변동폭은 매우 크지만 약 39년 후 39달러로 증가하여 38달러의 이익을 실현
 - 반면, 1달러를 Barclays Capital 미국국채지수에 투자하면 수익의 변화는 매우 안정적이거나 39년 후 단 16달러의 이익을 실현

- 이와 같이 이론상의 균형이 드러나는 장기간의 시계열 자료를 토대로 평가할 경우, 채권의 저위험·저수익의 특성과 주식의 고위험·고수익의 특성이 잘 확인됨

<그림 I-1> 주식 및 채권 포트폴리오의 투자성과

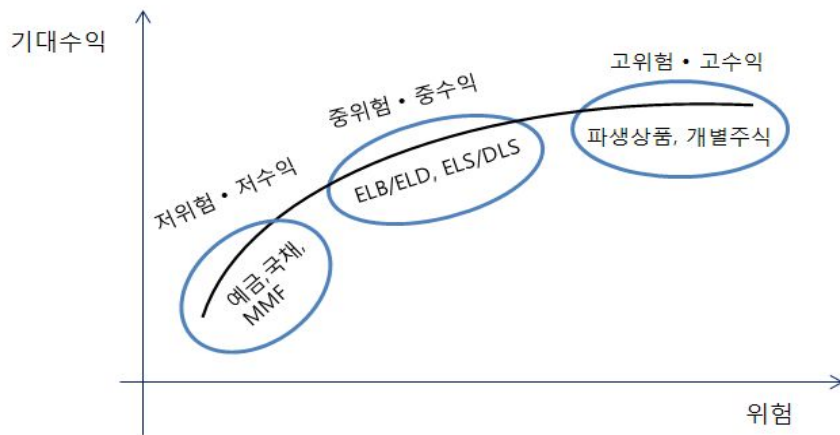


주 : 1973년 초 \$1를 투자하는 것으로 가정(배당과 이자는 재투자하며 세금은 무시)
 자료: Granite Hill Capital Management LLC

- 중위험·중수익 금융투자상품은 은행예금이나 국채투자에 비해 기대위험과 기대수익이 높고 주식투자보다는 기대위험과 기대수익이 낮은 금융투자상품을 통칭(<그림 I-2>, <표 I-1>)

- 중위험·중수익 금융상품에는, ① 다양한 기초자산과 파생상품을 활용하여 중위험·중수익 수익구조를 갖도록 구조화한 금융상품
 - 예) ELS·DLS, ELB·DLB
- ② 중위험·중수익 달성을 목표로 하는 투자전략을 채택한 펀드상품
 - 예) 주식·채권 혼합형 펀드, 롱숏(long-short) 펀드
- ③ 중위험·중수익 특성을 갖는 개별자산에 투자하는 금융상품 등이 포함됨
 - 예) 하이일드(high yield) 회사채 펀드, 하이일드 해외채권 펀드, 고배당주 펀드

<그림 1-2> 금융투자상품의 기대수익과 위험 프로파일



<표 1-1> 위험 등급별 주요 금융투자상품의 분류

위험분류	주요 금융투자상품
저위험·저수익	은행예금, 국채, MMF, CMA
중위험·중수익	ELS·DLS, ELB·DLB, 주식·채권 혼합형 펀드, 고배당 주식형 펀드, 롱숏 펀드, 하이일드(high yield) 회사채, 하이일드 해외채권
고위험·고수익	개별주식, 원자재, 투자부적격 등급의 회사채

- '절대수익 추구형'이라 칭하는 금융상품 역시 중위험·중수익 금융상품으로 분류할 수 있음
 - '절대수익 추구형' 금융투자상품은 '예금금리+ α '의 수익률을 추구하므로 사실상 중위험·중수익 금융투자상품에 해당
 - 예) 차익거래 펀드, 룡숯 펀드

- 단, 특정 금융투자상품의 중위험·중수익 특성은 사전적 '기대(expectation)'에 근거하여 '상대적으로' 평가한 것이며, 투자의 결과 사후적으로 중위험·중수익의 실현을 보장하는 것은 아님
 - 고위험·고수익 특성의 주식과 저위험·저수익 특성의 국채에 분산투자한 경우, 사전적-상대적 관점에서는 중위험·중수익 투자안으로 분류해야 함
 - 그러나, 사후적으로 특정기간에 대해 이 포트폴리오의 위험·수익 특성을 평가할 경우 중위험·중수익 특성이 나타나지 않을 수 있음
 - 예를 들어 주식시장이 급락한 기간에는 국채에 100% 투자한 포트폴리오에 비해 고위험·저수익을 실현할 수 있고, 주식과 국채의 수익률 상관관계가 음(-)인 경우에는 국채에 100% 투자한 포트폴리오에 비해 저위험·고수익을 실현할 수도 있음
 - 즉, 중위험·중수익 금융투자상품의 구분은 사전적 기대와 통상적인 분류에 따른 것으로, 투자의 결과로 중위험·중수익을 달성할 가능성이 높다는 것이지 중위험·중수익을 보장한다는 의미가 아님

- 또한, ELS, DLS 등의 구조화상품이나 주식·채권 혼합형 펀드, 룡숯 펀드 등의 펀드상품을 모두 중위험·중수익 금융투자상품으로 분류할 수 있는 것은 아님
 - ELS, DLS 등의 구조화상품의 경우 상품의 수익구조 설계에 따라, 펀드상품은 자산배분 및 운용전략에 따라 고위험·고수익 금융상품이나 저위험·저수익 금융상품에 더 가까울 수 있음

- 예를 들어, 대형주 100%로 구성된 주식형 펀드가 소형주 90%와 국채 10%로 구성된 주식·채권 혼합형 펀드보다 저위험·저수익 특성을 가질 수 있음
- 따라서 특정한 유형의 금융투자상품을 중위험·중수익 상품으로 일반화시키는 데에는 주의가 필요함

□ 중위험·중수익 여부는 궁극적으로 금융상품 간 자산배분의 문제이므로, 앞서 언급된 특정 금융상품을 통해서만 달성할 수 있는 것이 아니라는 사실도 반드시 인식해야 함

- 구조화상품, 펀드상품 모두 기본적으로 기초자산, 파생상품 등의 포트폴리오 형태로, 금융투자회사가 포트폴리오의 구성과 운용을 체계화하고 규모의 경제를 통해 비용을 낮춤으로써 상품화 시킨 것임
- 주식, 채권, 실물상품, 외환 등의 기초자산과 선물, 옵션 등 각종 파생상품을 이용하여 기존의 상품과 다른 새로운 중위험·중수익 수익구조를 구성할 수 있음
- 즉, 투자자 스스로 각 개별 금융상품의 위험수익 특성을 고려하여 투자자금을 적절히 배분함으로써 중위험·중수익을 추구할 수 있음

2. 중위험·중수익 금융상품의 유형 및 현황

가. ELS·DLS 및 ELB·DLB

1) 개념 및 위험 분류

□ ELS·DLS는 한 개 또는 두 개 이상의 기초자산 중 하나에서 큰 하락이 발생하지 않으면 금리보다 높은 수익을 제공하는 상품으로, 자본시장법상 '파생결합증권'으로 분류됨

- ELS의 기초자산은 주가지수, 개별주식이 해당되며, DLS의 기초자산은 이자율(금리), 원자재, 환율, 신용 등이 해당됨
- ELB·DLB는 기존의 원금보장형 ELS, DLS가 자본시장법상 파생결합증권에서 채무증권으로 재분류됨에 따라 새롭게 ‘파생결합사채’로 불리고 있음
- ELS·DLS 투자의 실질 수익률은 금리보다 높으며, 원금 손실이 발생할 확률은 대체로 5% 미만으로 낮은 것으로 알려져 있음
 - 2012년 1분기 기준 ELS 투자자 상환액의 연평균 수익률은 8.5%로, 금리보다 2배 이상 높은 수치임(<표 I-2>)
 - 해당 기간 동안 손실로 상환된 ELS는 1천억원으로, 전체 ELS 상환액의 1.2%에 해당하며, 연환산 손실율은 -10.5%로 나타남

<표 I -2> ELS·DLS의 연환산 수익률

기간	ELS 연환산 수익률	DLS 연환산 수익률
2011.1분기	11.2%	5.2%
2011.2분기	7.4%	0.6%
2011.3분기	7.6%	-1.2%
2011.4분기	5.0%	2.0%
2011년 전체	8.2%	1.3%

자료: 금융감독원

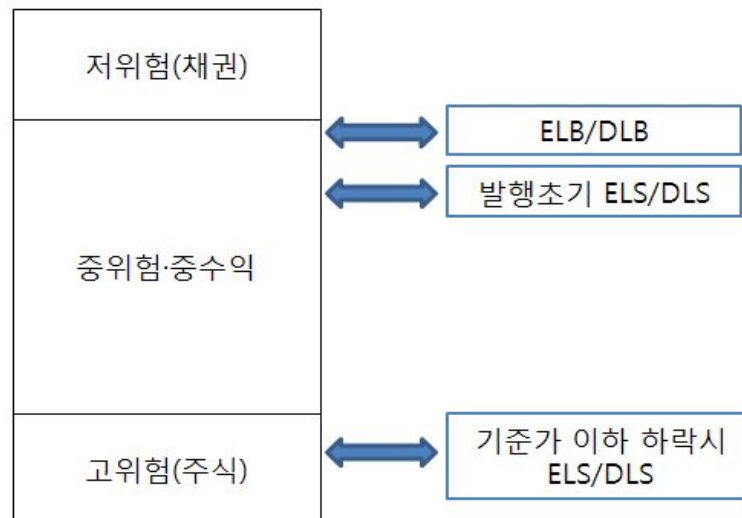
- ELS·DLS는 주식과 채권의 중간정도의 위험도를 가지고 있으며 발행 초기에는 주식보다는 채권에 가까운 위험을 가지고 있음 (<그림 I-3>)

- 만일, 기초자산이 기준 조건 이하¹⁾로 크게 하락한 경우 ELS·DLS는 채권보다 주식에 가까운 위험을 가지고 있음
- ELS·DLS의 원발행 증권회사는 해당 상품을 복제하기 위해 전체 투자금의 70~80%를 채권에 투자하고, 나머지 20~30%는 해당 기초 자산 및 옵션 등에 투자하고 있음
 - 즉, 결과적으로 ELS·DLS는 저위험·저수익 자산과 고위험·고수익 자산에 분산투자한 형태라는 의미

□ ELB·DLB의 경우, 원금이 보장되기 때문에 채권에 가까운 상품으로 볼 수 있음(<그림 I-3>)

- ELB·DLB의 경우, 원발행 증권회사는 해당 상품을 복제하기 위해 전체 투자금의 약 90% 가까이를 채권에 투자하며 나머지 10% 내외를 기초자산 또는 관련 옵션에 투자하고 있음
 - ELB·DLB 역시 저위험·저수익 자산과 고위험·고수익 자산에 분산투자한 형태라는 의미임

<그림 I -3> ELS·DLS, ELB·DLB의 기대수익·위험도 비교



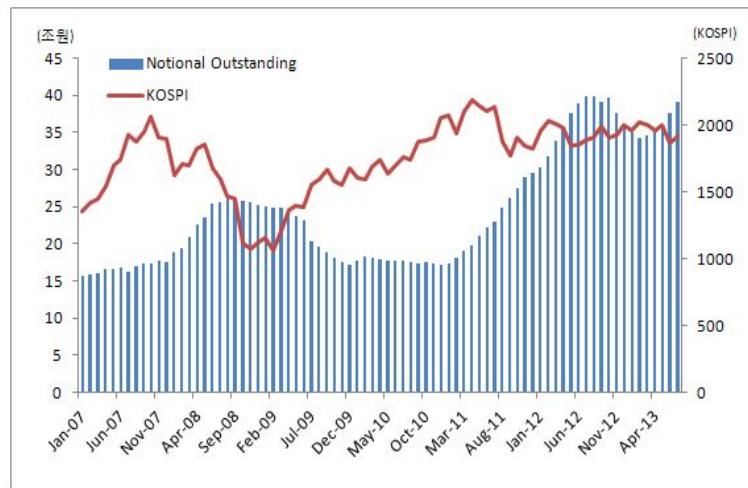
1) 주로 “낙인 배리어(knock-in barrier)를 하회한 경우”가 해당됨

2) 현황

□ ELS·DLS는 각각 2003년과 2005년 도입된 이후, 연평균 30% 이상의 성장세를 보이며 중위험·중수익 구조를 제공하는 핵심 자산으로 자리매김 하였음

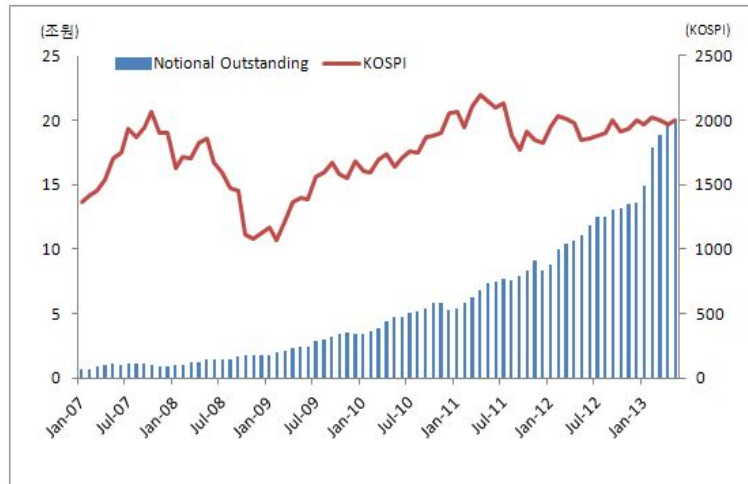
- 2013년 7월 기준, ELS의 미상환잔액은 약 40조원이며, 월평균 발행금액은 2~3조원 규모를 보이고 있음
- 해당기간, DLS의 미상환잔액은 약 21조원이며, 월평균 발행금액은 1~2조원 규모를 보이고 있음
- <그림 I-4>, <그림 I-5> 참조

<그림 I-4> ELS의 미상환잔액 추이



자료: 금융투자협회

<그림 I-5> DLS의 미상환잔액 추이

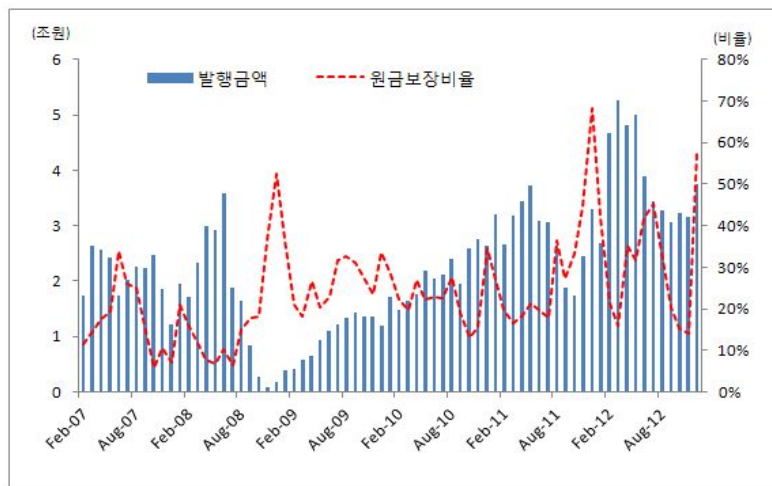


자료: 금융투자협회

□ 원금보장형 ELS·DLS로 불리는 ELB·DLB 상품의 비중은 전체 ELS와 DLS 발행금액의 각각 30~40%와 60~70%로 최근 들어 비중이 소폭 증가하고 있음(<그림 I-6>, <그림 I-7>)

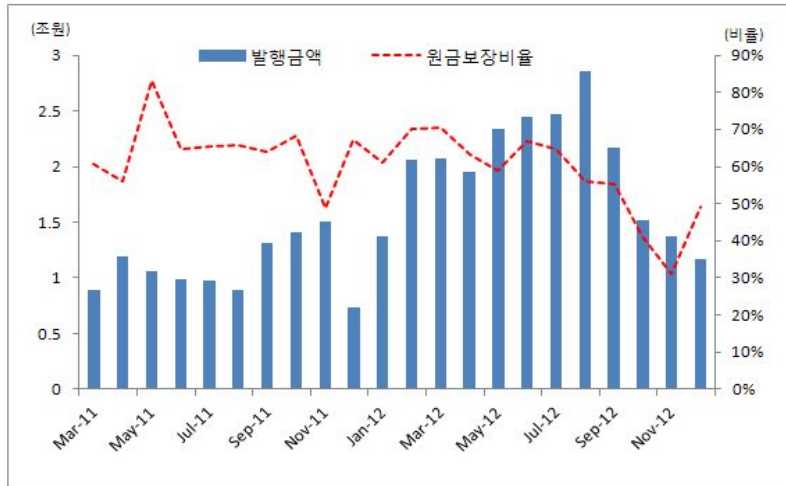
— 전체 ELS·DLS 중 원금보장형 상품인 ELB·DLB의 비중이 높을수록 투자자는 안전한 자산을 선호하는 비중이 증가한다고 볼 수 있음

<그림 I-6> ELS 발행금액 및 ELB(원금보장) 비율



자료: 금융투자협회

<그림 1-7> DLS 발행금액 및 DLB(원금보장) 비율



자료: 금융투자협회

나. 주식·채권 혼합형 펀드

1) 개념 및 위험 분류

□ 고위험·고수익과 저위험·저수익을 대표하는 주식과 채권에 분산 투자함으로써 중위험·중수익을 추구

- 주식 또는 채권에 100%를 투자하는 경우보다 주식과 채권에 50%씩 분산투자를 하면, <표 I-3>에서 보듯이 투자자의 위험 조정 성과가 증가하기 때문에 기대 효용 증가로 이어지게 됨
- 일반적으로 주식과 채권의 가격 움직임이 서로 반대로 나타나기 때문에, 분산투자를 통해 포트폴리오의 위험이 줄어드는 효과를 누릴 수 있음

<표 1-3> 주식과 채권의 분산 투자시 위험 조정 성과

포트폴리오	기대수익률(A)	위험(B)	위험 조정 성과 (A/B)
주식 100%, 채권 0%	10.0%	15.0%	0.66
주식 0%, 채권 100%	3.0%	4.0%	0.75
주식 50%, 채권 50%	6.5%	6.0%	1.08

주: 주식과 채권의 기대수익률은 각각 3%, 10%, 표준편차는 각각 4%, 15%, 상관계수(correlation coefficient)는 -0.8로 가정

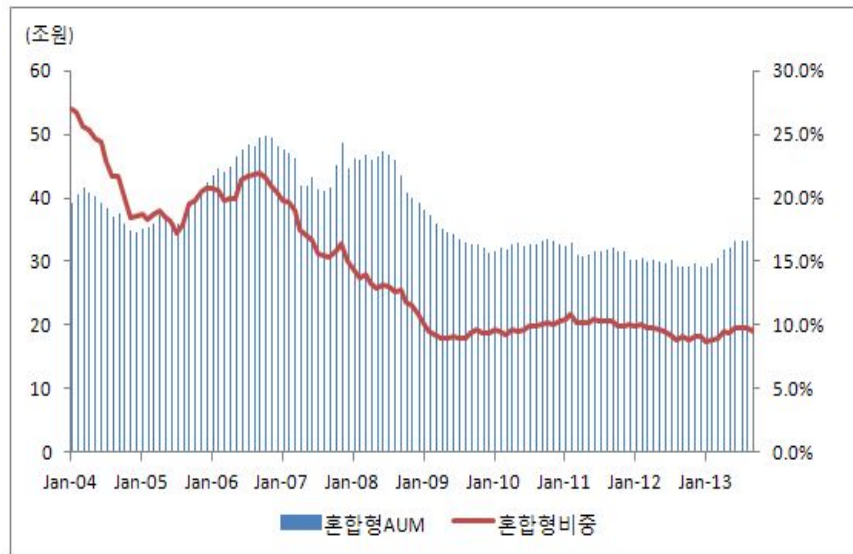
- 주식과 채권의 혼합형 펀드는 주식형 펀드 분류 안에, 혼합주식형으로 구분하거나, 채권형 펀드 안에 혼합채권형으로 구분
 - 기타, 파생상품 유형 펀드에서도 지수선물과 채권 등을 이용하여 주식 및 채권 혼합형 전략을 추구할 수 있음

2) 현황

- 주식혼합형 및 채권혼합형 펀드 유형을 합한 주식과 채권의 혼합형 펀드의 설정잔액은, 2013년 10월 기준 약 33조원으로 전체 펀드 잔액의 9.6%에 해당함(<그림 I-8>)
 - 2013년 10월 기준으로, 주식형 펀드 설정 잔액은 85조원(24.9%), 채권형 펀드 설정 잔액은 55조원(16.1%), 단기금융²⁾ 펀드 설정 잔액은 약 75조원(21.7%) 등으로 전체 펀드 설정 잔액은 약 340조원임
- 주식과 채권 혼합형 펀드는 2005~2007년 사이 규모가 증가하였으나, 2008년 글로벌 금융위기 이후 증가세가 둔화되었음
 - 2013년 들어 혼합형 펀드로 자금 유입이 소폭 증가하는 양상

2) MMF 등이 주로 해당됨

<그림 1-8> 혼합형 펀드 설정 잔액(AUM) 및 비중 추이



자료: 금융투자협회

다. 배당형 주식 펀드

1) 개념 및 위험 분류

□ 고배당주식의 경우, 대체로 일반 주식에 비해 가격 변동성이 낮아 주가 하락에 따른 손실 위험이 적은 것으로 평가되므로 중위험·중수익 구조에 해당한다고 볼 수 있음

- 성숙기에 접어들어 성장성이 낮고 안정적인 현금흐름을 창출하는 기업들이 주로 배당을 많이 하는 경향이 있음, 따라서 주식의 가격 변동성이 상대적으로 작고 안정적인 배당수익률을 제공
- 통상적으로, 유틸리티, 금융업종, 필수소비재의 배당성향이 높고, 정보통신, 경기소비재 업종의 배당성향이 낮음
- 물론, 주가 하락시 투자 손실이 발생할 수 있는 위험은 존재함

- 한국거래소에 상장된 주식 중 고배당주의 주가로 산출하는 배당지수 KODI(Korea Dividend Stock Price Index)는 배당성향이 낮은 주식으로 구성된 KRX 정보통신지수와 비교할 때 보다 수익률과 변동성이 낮은 것으로 나타남(<표 I-4>)
 - KODI의 2001년 8월~2013년 11월의 평균 월간수익률은 1.05%로 KOSPI 1.08%, KRX정보통신지수 1.32%에 비해 낮음
 - 같은 기간 KODI의 월간수익률의 표준편차는 5.91%로 KOSPI 6.45%, KRX정보통신지수 8.20%에 비해 역시 낮음

<표 I-4> 지수유형별 위험수익 특성

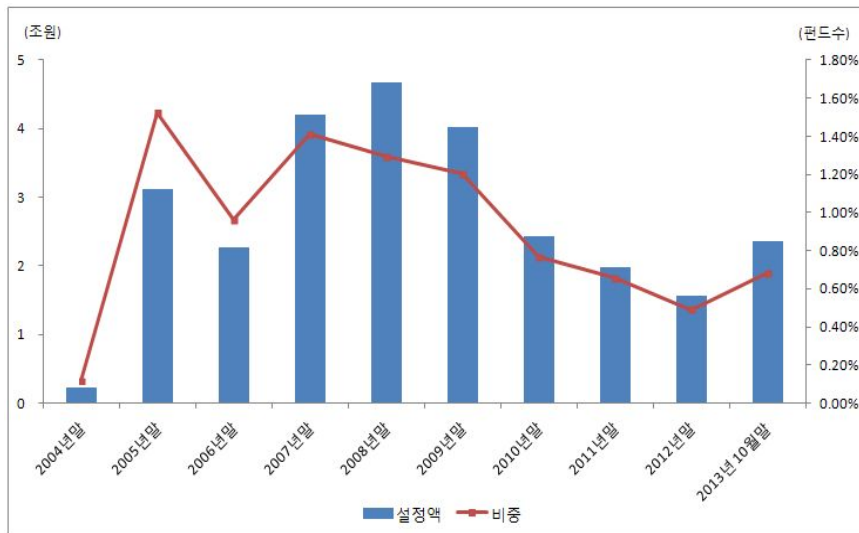
	KODI	KOSPI	KRX정보통신
평균 월간수익률	1.05%	1.08%	1.32%
월간수익률 표준편차	5.91%	6.45%	8.20%

주: 2001년 8월~2013년 11월까지의 월간수익률 자료를 이용

2) 현황

- KODI를 벤치마크로 하는 배당형 주식 펀드의 설정액은 2013년 10월 기준, 약 2조 3천억원으로 전체 펀드설정액의 0.68%에 불과 (<그림 I-9>)
- 2006~2008년 사이, 배당형 주식 펀드의 설정 잔액은 4조원을 상회하며 전체 펀드 설정액의 1.5% 수준까지 증가하기도 하였으나, 2010년 이후 꾸준히 감소하는 모습을 보임(<그림 I-9>)
 - 2013년 들어, 배당형 주식 펀드의 설정액이 전년대비 약 8천억원 (49.7%)이 증가하였음

<그림 1-9> KOSPI 고배당지수의 설정액 및 비중 추이



자료: 펀드닥터

라. 하이일드(high yield) 채권펀드

1) 개념 및 위험 분류

- 하이일드 채권펀드는 주로 고수익 채권에 투자하는 펀드로, 국채보다 기대수익률과 위험이 높은 특징이 있음
 - 채권수익률이 국채수익률보다 높은 회사채 등에 투자하는 하이일드 회사채 펀드가 중위험·중수익 상품에 포함될 수 있음
 - 회사채는 국채보다 수익률이 높으며, 발행기업의 신용등급이 낮을수록 수익률이 높음 (<표 I-5>)
 - 한국 국채보다 수익률이 높은 이머징 국가의 국채 또는 선진국 회사채에 투자하는 해외채권형 펀드가 중위험·중수익 상품에 포함될 수 있음
 - 국채 역시 각 국가의 신용등급이 낮을수록 수익률이 높음, 일반적으로 선진국 국채보다 신흥국 국채의 수익률이 높음(<표 I-6> 참조)

<표 1-5> 국내 회사채 신용등급별 수익률

신용등급	잔존만기			
	3월	1년	3년	5년
국채	2.60% ¹⁾	2.72%	3.04%	3.42%
AAA	2.64%	2.84%	3.35%	3.75%
AA+	2.67%	2.88%	3.39%	3.80%
AA0	2.70%	2.92%	3.43%	3.87%
AA-	2.74%	2.96%	3.48%	3.97%
A+	2.91%	3.18%	3.73%	4.33%
A0	3.05%	3.33%	3.96%	4.71%
A-	3.25%	3.55%	4.31%	5.23%
BBB+	3.68%	4.79%	6.78%	7.28%
BBB0	4.06%	5.47%	7.83%	8.33%
BBB-	4.73%	6.44%	9.19%	9.75%

주 : 1) 통안증권 수익률로 대체
 자료: 코스콤, 2013년 12월 6일 기준

<표 1-6> 주요국 10년만기 국채 수익률

국가	S&P 국가신용등급	수익률
독일	AAA	1.8595%
영국	AAA	2.7446%
미국	AA+	2.8690%
프랑스	AA	2.2525%
일본	AA-	0.6384%
한국	AA-	3.7650%
중국	AA-	4.5000%
멕시코	A-	6.4465%
브라질	A-	12.9805%

자료: Bloomberg, 2013년 12월 6일 기준

□ 국내 회사채 펀드에 투자하는 경우, 금리 상승으로 인한 평가손실 발생위험 뿐 아니라, 부도 사건 발생 등으로 인한 신용위험에 노출될 수 있음

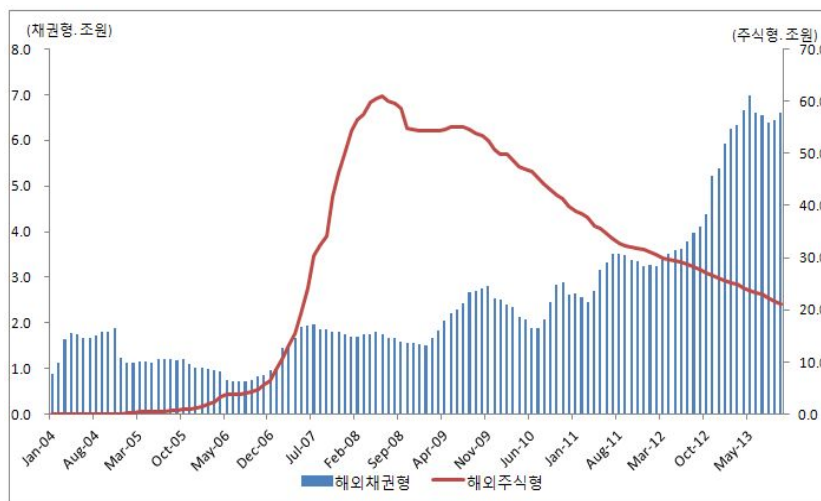
— 여러 종류의 회사채에 분산투자를 하거나, 회사채 지수에 간접적으로 투자하게 되면, 해당 위험을 효과적으로 줄일 수 있음

- 해외채권 펀드에 투자하는 경우, 금리 상승으로 인한 평가 손실 위험 뿐 아니라, 환율 변동에 따른 위험이 존재함
 - 상대적으로 원화 가치가 상승할 경우 해외 채권의 평가 손실이 발생할 수 있으며 반대로 원화 가치가 하락할 경우 평가 이익이 발생할 수 있음
 - 해외채권 펀드의 경우에는 환위험을 헤지하는 상품도 존재함

2) 현황

- 2010년 이후 저금리·저성장 기조가 계속되면서, 해외 신흥국 국채에 투자하는 펀드와 해외 선진국 하이일드 채권에 투자하는 펀드 등 해외채권 규모가 가파르게 성장하고 있음
 - 2013년 10월 기준, 해외채권의 설정 규모는 약 7조원으로 2011년 말 대비 약 2배 이상 성장하였음(<그림 I-10>)
 - 상대적으로 해외주식형 펀드의 설정 규모는 글로벌 금융위기 이후 꾸준히 감소하여 현재는 20조원의 규모를 보이고 있음

<그림 I-10> 해외채권형 펀드의 설정액 추이



자료: 펀드닥터

- 국내 회사채에 투자하는 하이일드 회사채 펀드시장은 거의 전무한 상황임
 - 회사채 발행규모가 상대적으로 작고 유동성이 낮아 펀드의 구성과 운용이 어렵기 때문에 평가됨

마. 롱숏(long-short)전략 헤지펀드

1) 개념 및 위험 분류

- 롱숏전략을 사용하는 헤지 펀드는 주가지수 및 채권 수익률 등 시장가격 지표의 움직임에 상관없이 '예금금리+d' 수익률을 목표로 하고 있어 중위험·중수익 투자목적에 적합한 상품
 - 롱숏전략은 저평가된 자산을 매수하고(long), 고평가된 자산을 매도하는(short) 전략을 말하는데, 고평가된 자산의 가격이 하락하고 저평가된 자산의 가격이 상승할 때 수익이 발생함
 - 헤지펀드 중 롱숏전략을 수행하는 펀드의 성과는 주가지수보다도 변동성이 낮고, 기대수익률이 높아 위험조정 성과가 우수한 것으로 알려져 있음

- 롱숏전략을 사용하는 글로벌 헤지펀드의 성과를 살펴보면 KOSPI 지수에 투자하는 것보다 위험이 낮고 수익률은 높게 나타남
 - <표 I-7>에서 보듯이, 롱숏전략 헤지펀드의 월별 기대수익률과 표준편차는 각각 1.041%와 2.697%로, 해당기간 KOSPI의 기대수익률인 0.722%보다는 수익률이 높고, KOSPI의 표준편차인 8.684%보다는 위험이 낮은 것으로 관찰됨

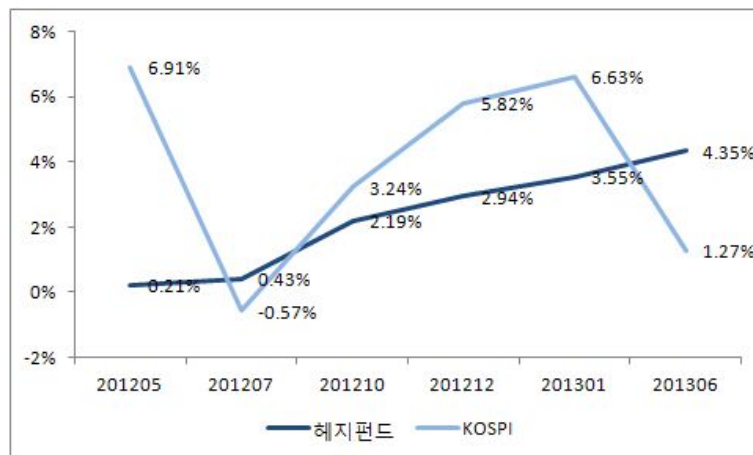
<표 1-7> 글로벌 헤지펀드의 위험 조정 성과

구분	기대수익률 (A)	위험 (B)	위험 조정 성과 (A/B)	
헤지펀드 전략	Convertible Arbitrage	0.687%	2.200%	0.312
	Emerging Markets	1.116%	4.406%	0.253
	Equity Market Neutral	0.699%	0.833%	0.839
	Event Driven	0.828%	1.580%	0.521
	Global Macro	0.856%	1.932%	0.443
	Long/Short Strategy	1.041%	2.697%	0.386
	Multi Strategy	0.823%	1.509%	0.545
KOSPI	0.722%	8.684%	0.083	

자료: TASS, 1994년~2010년, 월별기준

- 최근에야 도입되어 평가가 이른 감이 있으나, 국내 헤지펀드의 수익률 역시 KOSPI지수에 비해 안정적인 모습을 보이고 있음
 - <그림 1-11>에 나타난 바와 같이, KOSPI는 수익률의 등락폭이 큰 반면 헤지펀드는 꾸준하게 수익을 창출하고 있는 것으로 나타남
 - 2012년 5월 이후 약 14개월간 누적수익률 4.35%를 달성

<그림 1-11> 국내 헤지펀드 수익률 추이



자료: 김종민(2013)

2) 현황

□ 한국형 헤지펀드는 2011년 말 도입이후, 꾸준한 성장세를 보이고 있으나, 주식형 펀드에 비해서는 여전히 규모가 미미한 상황임

— 2013년 말 기준, 한국형 헤지펀드의 설정 규모는 1조 6천억원으로 주식형 펀드 설정 규모인 85조원 대비 약 1.5~2.0% 비중에 그침 (<그림 I-12>)

— 한국형 헤지펀드는 대부분 롱숏전략을 기반으로 하고 있음

<그림 I-12> 한국형 헤지펀드 설정액 추이



자료: 펀드닥터

바. 대체투자 펀드

1) 개념 및 위험 분류

□ 대체투자 펀드는 전통적인 주식과 채권 이외의 모든 자산을 포괄하며, 투자대상 유형에 따라 일부 펀드는 중위험·중수익 구조에 부합할 수 있음

- 원자재, 실물상품, 외환, 부동산, 인프라 등에 투자하는 펀드가 대체투자 펀드에 포함되는데,
- 이 중 국내외 부동산 및 부동산 지수에 투자하는 부동산펀드·REITs 및 해외 인프라 등에 투자하는 펀드 등이 중위험·중수익 상품으로 분류됨³⁾

□ <표 I-8>에 나타난 바와 같이 국내 부동산펀드도 KOSPI 및 3년 만기 국고채와 비교할 때 중위험·중수익을 가지는 것으로 나타남

- 부동산펀드 전체의 연간수익률은 7.37%로, KOSPI수익률 13.02%보다는 낮고, 3년만기 국고채 수익률 4.76%보다는 높으며,
- 표준편차는 2.41%로 KOSPI수익률의 표준편차 27.62%보다 낮고, 3년만기 국고채 수익률의 표준편차 0.59%보다는 높음

□ REITs의 경우에도, <표 I-9>에 제시된 바와 같이 2002년~2012년 기간 동안 연평균 수익률과 표준편차가 각각 15.1%와 11.2%로 나타남

- <표 I-9>의 REITs 수익률에는 임대수익에 의한 배당수익과 매각차익에 따른 청산배당이 합산되어 있어, 2007년~2009년 기간 동안의 높은 수익률에는 해당 기간 동안의 국내 부동산 경기가 반영됨
- 하지만 2007년~2009년을 제외하더라도 연 평균수익률 8.95%, 수익률 표준편차 2.04%로 부동산펀드와 같이 중위험·중수익 특성을 나타냄

3) 부동산펀드는 다수 투자자들로부터 자금을 모집하여 전문적인 투자·운용기관에 위탁하여 부동산 및 부동산과 관련한 대출 및 유가증권 등에 투자하고 그 운용성과에 따라서 수익을 배분하는 투자신탁, 투자회사 또는 간접투자 상품을 의미하며(KDI, 2012), 자본시장법에 따른 부동산투자집합기구(Real Estate Collective Investment Vehicle)와 부동산투자회사법 상의 부동산투자회사(REITs: Real Estate Investment Trusts) 및 외국계 투자펀드 등이 포함되나(이현, 2012), 본고에서는 부동산투자집합기구를 부동산펀드로, 부동산투자회사를 REITs로 각각 지칭하기로 함

<표 1-8> 유형별 부동산펀드 수익률과 표준편차

구분	연간수익률	표준편차
부동산펀드전체	7.37%	2.41%
부동산펀드(공모)	7.60%	2.22%
부동산펀드(사모)	7.41%	2.44%
부동산펀드(대출채권형)	6.65%	2.24%
부동산펀드(대출채권형/공모)	6.88%	1.92%
부동산펀드(대출채권형/사모)	6.63%	2.35%
부동산펀드(임대형)	9.47%	4.09%
부동산펀드(임대형/공모)	11.04%	5.95%
부동산펀드(임대형/사모)	9.41%	3.59%
KOSPI 수익률	13.02%	27.62%
3년만기 국고채수익률	4.76%	0.59%
소비자물가	3.01%	1.10%
아파트매매가격	5.02%	4.87%
KOSPI 건설업 수익률	21.79%	49.69%

자료: 송요섭, 이용만(2010), 2006년~2010년 5월 기준

<표 1-9> 유형별 REITs 배당수익률

	CR REITs	위탁관리 REITs	상장 REITs	평균수익률
2002	8.5%	-	8.9%	8.5%
2003	6.6%	-	7.1%	6.6%
2004	8.4%	-	8.7%	8.4%
2005	12.2%	-	11.9%	12.2%
2006	12.1%	10.1%	11.1%	11.9%
2007	49.0%	7.4%	70.3%	40.4%
2008	40.3%	6.3%	93.8%	28.0%
2009	40.0%	7.2%	71.7%	26.1%
2010	10.4%	6.4%	9.9%	8.6%
2011	9.9%	6.4%	6.0%	8.3%
2012	9.4%	4.9%	3.7%	7.1%
평균	18.6%	6.9%	27.6%	15.1%

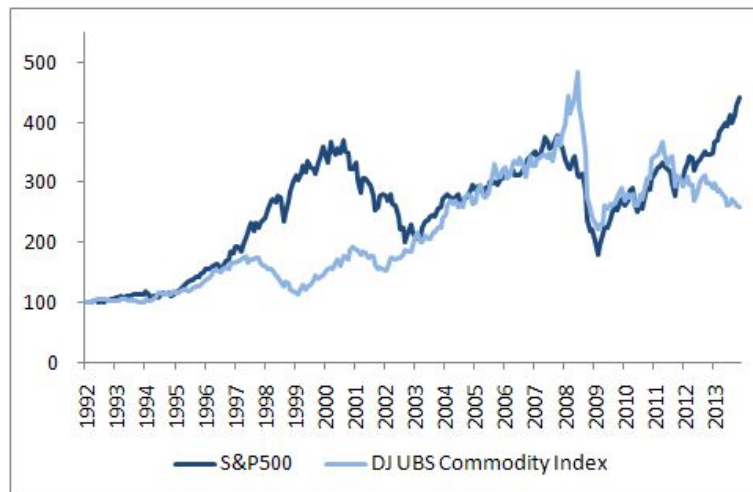
자료: 한국리츠협회(2013)

□ 상품지수(commodity index)의 경우 위험·수익특성이 주가지수와 크게 다르다고 볼 근거는 없으나, 장기적으로 주가지수와 상관관계가 낮아 분산투자 효과를 누리기 위한 수단으로 활용

— 단, 실물상품은 대부분 생산의 원자재, 중간재이기 때문에 경기침체나 경기회복에 대한 기대가 형성될 때 주가와 높은 상관관계가 나타나기도 한다는 사실을 감안해야 함

- <그림 I-13>에 나타나는 바와 같이 주가지수와 상품지수 간의 상관관계는 시간에 따라 차별화되는데, 1990년대 중반, 2000년대 중반에는 양(+)의 상관관계가 나타나는 반면, 1990년대 후반, 2010년대에는 음(-)의 상관관계가 나타남

<그림 I-13> 주가지수와 상품지수 추이



자료: Bloomberg

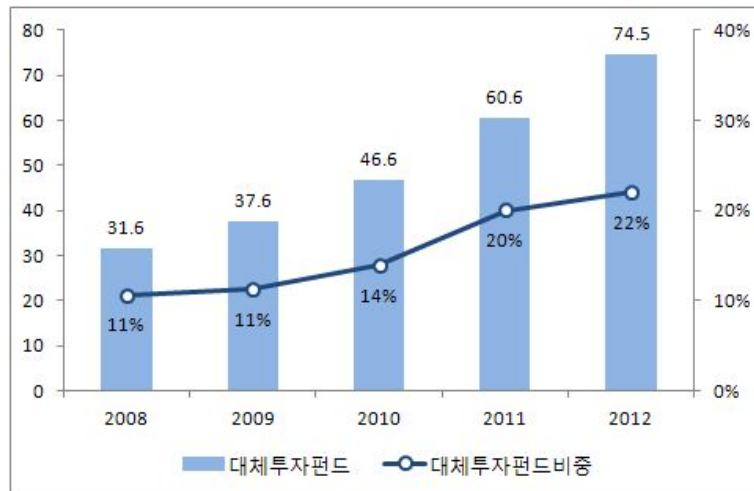
2) 현황

□ 부동산, 실물, 특별자산, PEF(Private Equity Fund), 헤지펀드 등 국내 전체 대체투자펀드의 순자산 총액은 2008년 말 31조 6천억원에서 2012년 말 74조 5천억원으로 크게 성장(<그림 I-14>)

- 전체 펀드에서 대체투자펀드가 차지하는 비중은 같은 기간 10.6%에서 22.0%로 두 배 이상 증가한 것으로 나타남
- 이 중 부동산 펀드의 비중은 27% 수준
 - PEF가 43%로 가장 비중이 크고, 이어 실물자산 및 특별자산이 29%를 차지(<그림 I-15>)
- 대부분 사모펀드의 형태로 연기금 등 기관투자자들의 수요가 대부분으로 파악됨

<그림 I-14> 국내 대체투자펀드 현황

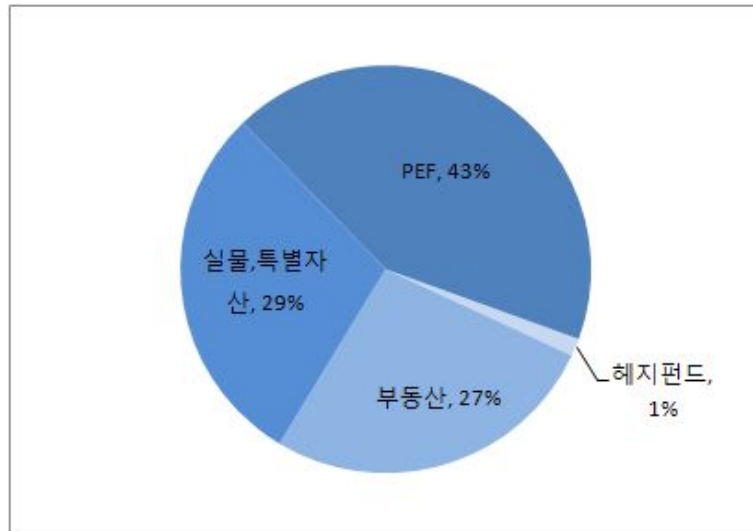
(단위: 조원)



주 : 자산운용회사 펀드 순자산총액과 PEF 투자총액의 합계 대비 비중

자료: 김재철, 장지혜(2013)

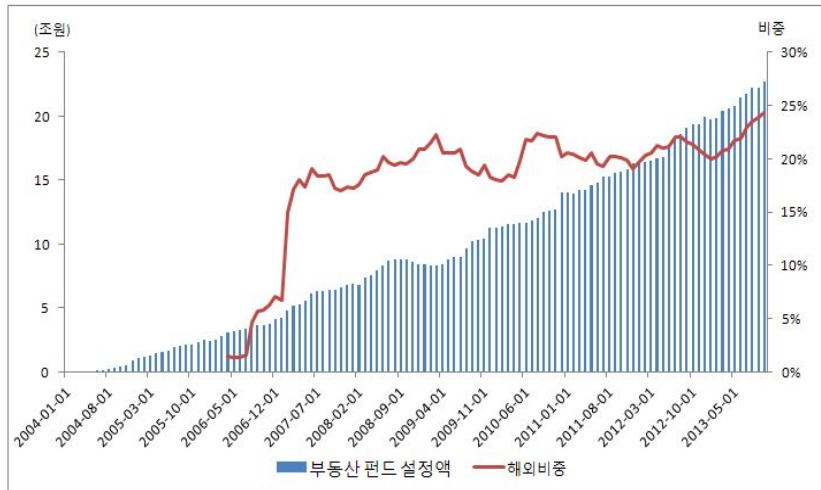
<그림 I-15> 대체투자펀드 유형별 비중



자료: 김재철, 장지혜(2013), 2012년 기준

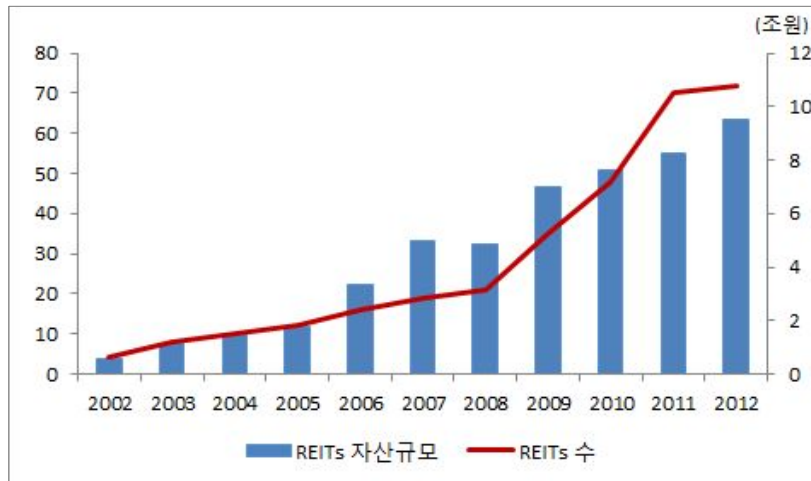
- 부동산펀드 및 REITs를 세부적으로 살펴보면, 2008년 글로벌 금융위기 이후에도 부동산펀드 및 REITs 시장은 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있음(<그림 I-16>)
 - 부동산펀드는 설정 금액 기준으로 전체 펀드시장에서 부동산펀드의 비중은 2008년 2.5%에서 꾸준히 증가하여 2013년 10월에는 6.7%에 달함(<그림 I-16>)
 - 2006년 이후 국내 및 해외 부동산에 투자하는 펀드의 규모는 꾸준히 증가하고 있으며, 2013년 10월 기준, 부동산펀드 중 24%가 해외 부동산에 투자하고 있음
 - REITs의 경우에도, 인가 REITs 숫자가 2002년 4개에 불과하였으나, 2012년에는 72에 달함(<그림 I-17>)
 - 자산규모 측면에서 보면, 국민연금이 투자를 시작한 2006년부터 급격히 증가하여, 2008년 일시적인 감소세를 제외하면 꾸준한 증가세를 유지하고 있음

<그림 1-16> 부동산 펀드의 설정액 추이



자료: 금융투자협회

<그림 1-17> 인가REITs 및 자산규모 추이



자료: 한국리츠협회(2013)

II. 중위험 · 중수의 금융상품의 필요성

1. 투자수요 측면

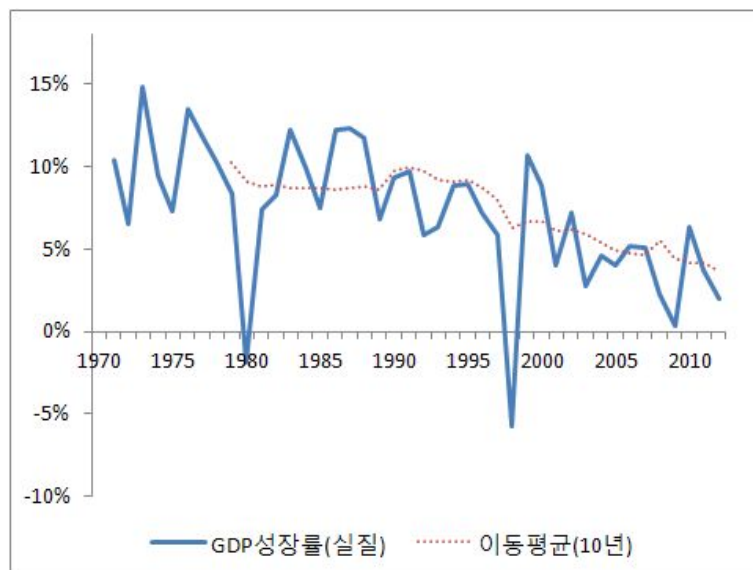
가. 저성장·저금리

□ 한국경제의 성장률은 장기적인 하락추세와 함께 2%대에 진입하였고, 저금리 기조가 지속되면서 물가상승률과 세금을 감안할 경우 실질금리는 0%에 근접한 상황(<그림 II-1>, <그림 II-2>)

— 우리나라의 평균 경제성장률은 1970년대 10.3%, 1980년대 8.6%, 1990년대 6.7%, 2000년대 4.4%로 지속적으로 하락해, 지난해 경제성장률은 불과 2.3%에 그침

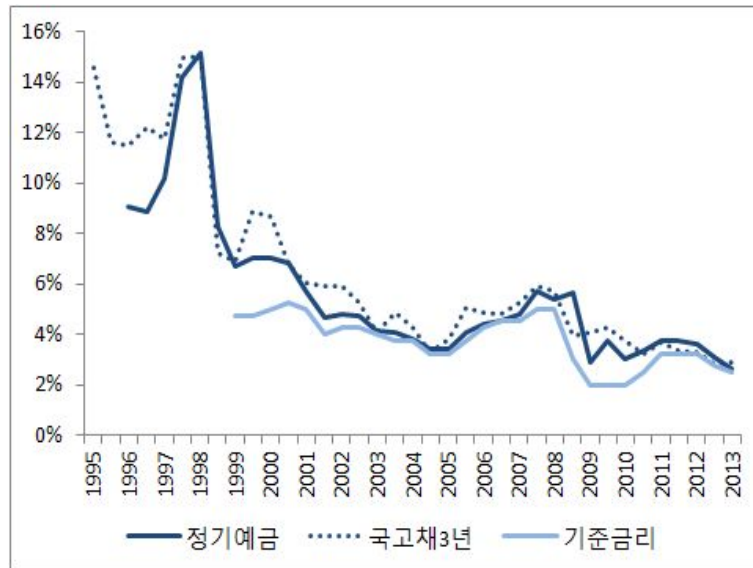
— 최근 한국은행 기준금리는 2.5%, 3년만기 국채수익률은 3%를 하회하고 있음(2012년 물가상승률은 2.2%)

<그림 II-1> 실질GDP 성장률 추이



자료: 한국은행

<그림 II-2> 주요금리지표 추이

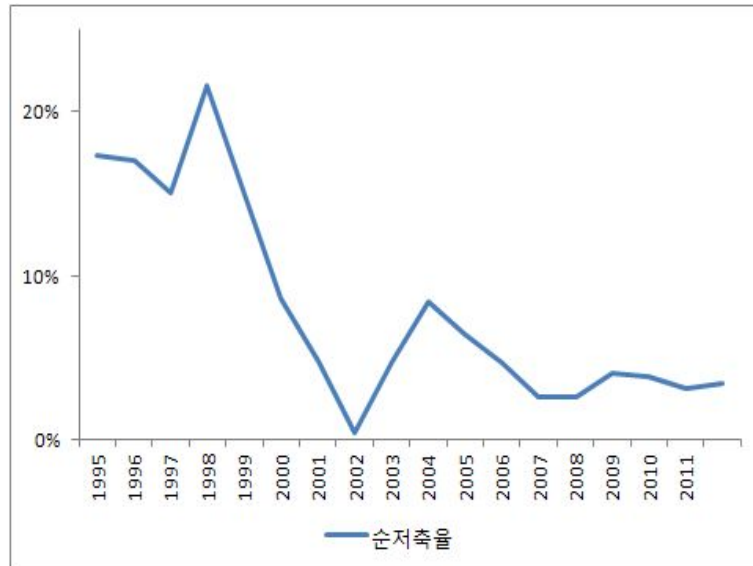


자료: 한국은행

- 저금리 기조는 경제가 안정기(저성장)에 진입한 선진국에서는 흔한 현상으로 한국의 장기 경제성장전망을 고려할 때 저금리는 계속될 것으로 전망
 - 기본적으로 금리는 경제성장률과 인플레이션 수준을 반영하므로 경제성장률과 금리추이는 장기적으로 유사한 추세를 보임

- 현재 실질금리 수준에서 은행예금으로는 자산가치의조차 유지하기 어려운데다, 경제성장률 하락과 함께 가처분소득 증가세도 둔화되면서 고수익 금융투자상품에 대한 수요가 증가
 - 가계의 순저축률은 1998년 21.6%에 이르기도 하였으나 하락추세가 이어져 2012년에는 3.4%에 불과, 이는 저금리와 가처분소득 증가세 둔화가 핵심 원인(<그림 II-3>)
 - 순저축률이 하락할 경우, 가계부채의 해소가 지연되고 노후소득 마련에 있어 장애요인으로 작용할 수밖에 없음

<그림 II-3> 순저축률 추이



자료: 한국은행

나. 고령화

□ 고령화와 저성장·저금리는 경제적으로 연관성이 깊은 현상

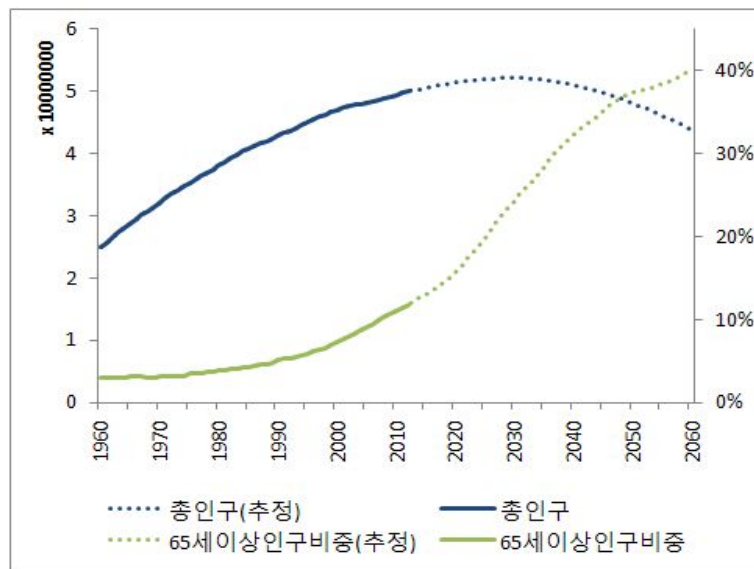
- 인구 고령화는 생산가능인구의 감소와 저축률의 하락을 가져와 생산적 자본축적을 감소시키며, 이는 경제의 잠재성장능력을 저하
- 잠재성장능력의 저하는 투자감소로 이어지고 결국 실질금리의 하락을 초래하게 됨(김기호, 2005)
- 실상, 저성장 및 저금리의 기저에는 고령화가 자리잡고 있다고 보아도 무리가 없음

□ 한국사회는 고령화가 매우 급속도로 진행되고 있음

- 총인구 중 65세 이상 인구비중이 7%이상이면 고령화(aging)사회, 14%이상이면 고령(aged)사회, 20%이상일 경우 초고령(super-aged)사회로 분류하는데,

- 한국은 2000년 이미 고령화사회로 진입하였으며 2018년 고령사회로, 2026년 초고령사회로 진입할 것으로 예상됨, 현재 국내 65세 이상 인구비중은 12.22%로 고령사회에 임박한 상황(<그림 II-4>)
- 고령화사회에서 고령사회로 이행하는데 프랑스 115년, 미국 73년, 이탈리아 61년, 영국 47년, 독일 40년이 각각 소요되었으나 한국은 불과 18년이 소요될 것으로 예상(장동구, 2011)

<그림 II-4> 인구구조 추계



자료: 통계청

- 고령화로 인해 근로소득에 대한 의존도가 낮아지고 미래소득에 대한 불확실성이 커지면서 이에 대비하기 위한 투자수요가 발생
 - 근로소득자는 은퇴 이후 근로소득이 발생하지 않는 시기를 대비하기 위해 금융투자를 증가시키게 되며, 기대수명이 길어질수록 고수익, 안정적인 수익을 제공하는 자산에 대한 투자 필요성이 높아짐
 - 한편, 고령자의 경우에는 위험회피성향이 증가하고 축적한 금융자산을 소비하게 되어 위험자산비중을 줄일 가능성이 있는데, 이는 위험자산의 가격하락압력으로 작용

— 단, 한국의 경우 현재 고령자의 위험자산에 대한 의존도가 높지 않기 때문에 후자에 대한 우려는 높지 않음

□ 저금리 기조로 은행예금으로는 노후자금 마련이 용이하지 않으므로 고수익 금융투자상품에 대한 수요가 증가

— 특히, 안정적인 소득을 제공하는 형태의 금융투자상품, 장기투자상품에 대한 수요와, 금융지식 습득이 제한적인 고령자의 자산운용을 위한 자산관리 및 투자자문서비스에 대한 수요가 증가

— 한편, 저성장과 디플레이션 가능성하에서 유동성이 부족한 부동산 등 실물자산에 대한 선호도는 점차 감소

다. 주식시장 침체

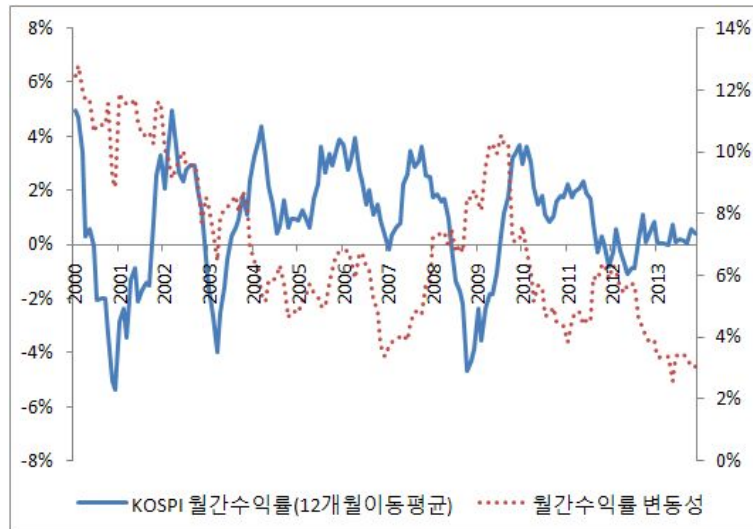
□ 대표적인 고위험·고수익 금융투자상품인 주식은 최근 매우 침체되어 있는 상황

— KOSPI의 12개월 이동평균 월간수익률은 2010년 이후 지속적으로 감소하여 현재 0% 수준이며, 월간수익률 변동성 역시 2000년 이후 최저치를 기록하여, 최근의 주식은 고위험·고수익 특성을 상실(<그림 II-5>)

— 2000년 이후 주가지수의 연평균 수익률은 4.86%로 같은 기간 3년만기 국채의 연평균 수익률 4.66%와 큰 차이가 나지 않고, 2010년 이후로 보더라도, 주가지수의 연평균 수익률은 4.70%로 3년만기 국채 연평균수익률 3.29%보다 불과 1.41% 높은 수준

— 주식투자의 위험성을 고려한다면 매력적인 투자대상이라고 보기 어려운 것이 현실

<그림 II-5> 주식시장 수익률 추이



□ 주식시장의 부진은 개인투자자자금과 펀드자금의 지속적인 이탈로 이어지고 있음(<그림 II-6>)

— 국내 주식시장에서⁴⁾ 개인투자자는 2010년 이후 약 24조원을 순매도(2000년 이후 30조원 순매도)하였으며,

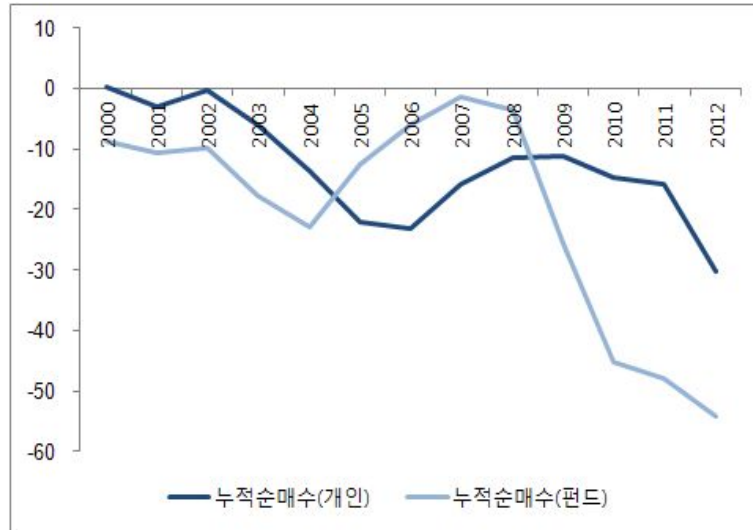
— 펀드의 역시 2008년 이후 모두 53조원 순매도(2000년 이후 60조원)

- 펀드투자자금의 절반가량은 개인투자자의 자금

4) 유가증권시장과 코스닥시장 합산

<그림 II-6> 상장주식 누적순매수 추이

(단위: 조원)



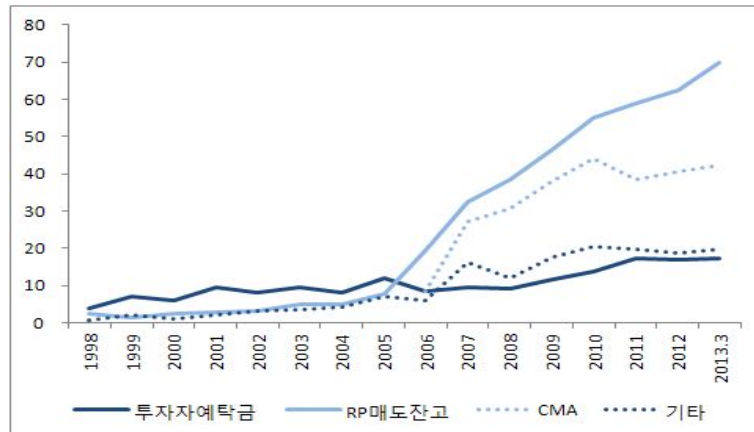
자료: 한국거래소

- 대안적인 투자대상을 찾지 못한 증시자금은 대기자금으로 CMA 등과 같은 단기금융상품에 머물러 있는 상태(<그림 II-7>)
 - 증시주변자금은 2006년부터 증가하기 시작하여 금융위기 기간을 지나면서 급격하게 증가한 것으로 나타남
 - 2013년 3월 기준 투자자예탁금은 17조원, RP매도잔고는 70조원, CMA 잔액은 42조원에 이르고 있음

- 이러한 경향에는, 1997년 외환위기, 2000년대 IT버블 붕괴, 2008년 금융위기를 차례로 거치면서 위험자산투자에 대해 보수적인 관점이 강화되어 온 것도 영향을 미쳤을 것으로 판단됨
 - 투자자들이 위기의 발생에 대한 두려움을 갖게 되었으며, 경기회복에 대한 확신을 갖지 못하게 되면서 투자활동이 전반적으로 위축
 - 대개의 경우, 위기에 앞서 과도한 경기확장이 나타나면서 공공 및 민간부채가 급증하는데, 위기 발생 이후 부채의 재조정이 일어나면서 투자활동이 위축되는 측면도 있음

- 금융위기로 인한 자산가격의 변동성 확대는 단기적 투자, 안전자산에 대한 과도한 선호로 나타나기도 함

<그림 II-7> 증시주변자금 추이



주 : 기타는 장내파생상품거래 예수금, 위탁매매수수금, 신용거래유자, 예탁증권담보
 자료: 금융투자협회

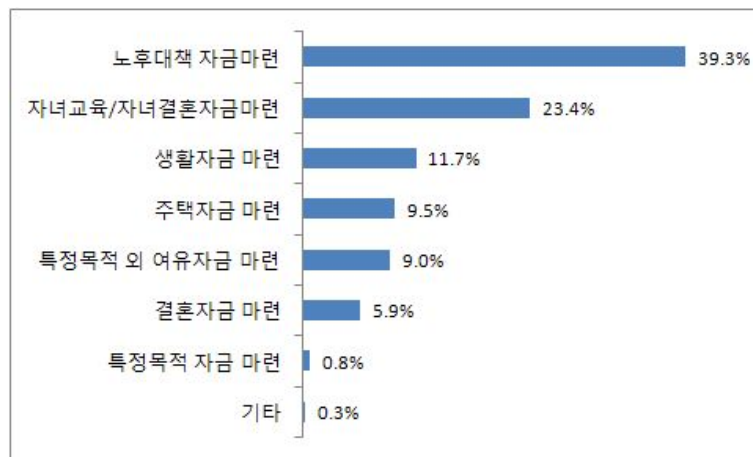
- 이에 따라 주식 이외의 '대안적' 금융투자상품에 대한 수요가 증가하고 있으며, 효과적인 포트폴리오관리 및 위험관리를 위한 자산관리 및 투자자문서비스에 대한 투자수요가 증가
- 결국, 저금리·고령화에 따른 '고수익 자산에 대한 수요'와 주식시장 침체에 따른 '고위험 자산에 대한 기피'가 결합되어 중위험·중수익 금융상품에 대한 필요성과 수요로 나타나게 됨

라. 잠재투자수요

- 금융투자협회의 '금융투자자 니즈(Needs) 조사보고서'의 설문결과에 따르면 개인투자자의 중위험·중수익 금융투자상품의 수요를 확인할 수 있음

- 개인투자자의 투자목적에 묻는 질문에 대해, 노후대책 자금마련(39.3%), 자녀교육 및 자녀결혼 자금마련(23.4%)을 꼽은 응답자가 가장 많은 것으로 나타남, 즉 중장기 투자수요가 확인됨(<그림 II-8>)
 - 이외에 생활자금 마련(11.7%), 주택자금 마련(9.5%), 여유자금 마련(9.0%)의 순으로 응답률이 높음

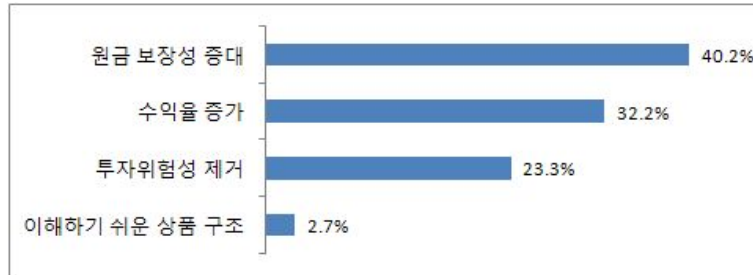
<그림 II-8> 개인투자자 설문결과: 투자목적



자료: 금융투자협회, 2012년

- 금융투자상품의 개선·보완요소를 묻는 질문에 대해서는 수익률 증가(32.3%)에 대한 응답이 두 번째로 많아, 고수익 금융투자상품에 대한 수요가 있음이 확인됨(<그림 II-9>)
 - 가장 많은 응답은 원금보장성 증대(40.2%)
 - 높은 수익률을 추구한다는 응답과 낮은 투자위험을 추구한다는 응답이 가장 많은 것은 투자원칙에 부합하는 상식적인 결과

**<그림 II-9> 개인투자자 설문결과:
금융상품 개선·보완요소**

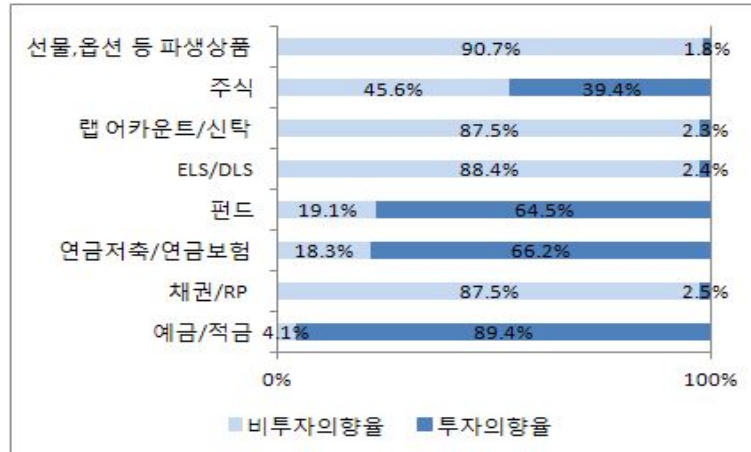


자료: 금융투자협회, 2012년

- 금융상품별 투자의향도에 대한 조사에서는 예금·적금, 연금저축·연금보험, 펀드, 주식의 순으로 투자의향이 높은 것으로 나타나, 국내 투자자들이 각 금융투자상품의 위험·수익 특성을 정확히 파악하고 있는 것으로 보임(<그림 II-10>, <표 II-1> 참조)
 - 투자의향도는 예금·적금 89.4%, 연금저축·연금보험 66.2%, 펀드 64.5%, 주식 39.4%의 순
 - 투자의향과 비투자의향의 이유에 대한 질문에서, 주식, 펀드는 수익률이 높기 때문에 투자하고, 투자위험이 높아서 투자하지 않는다는 응답이 많고, 예금적금의 경우 원금보장이 되기 때문에 투자하고, 수익률이 낮아서 투자하지 않는다는 응답이 많음
 - 이는 국내 투자자들이 전통적인 금융투자상품의 위험·수익 특성을 인식하고 있으며 이에 따라 투자하고 있음을 보여주는 결과

- 반면, 중위험·중수익 특성을 갖는 ELS·DLS 등의 금융상품에 대해서는 투자의향이 없다는 응답이 90%에 육박하는데, 그 이유가 '어떤 상품인지 몰라서'인 응답이 가장 많음
 - 중위험·중수익 금융투자상품을 정확히 이해하고 있었다면, 예금적금보다 위험해서 또는 주식보다 기대수익률이 낮아서 투자의향이 없고, 예금적금보다 수익률이 높아서 또는 주식보다 투자위험이 낮아서 투자의향이 있다는 응답이 나왔을 것

**<그림 II-10> 개인투자자 설문결과:
금융상품별 투자의향도**



자료: 금융투자협회, 2012년

<표 II-1> 개인투자자 설문결과: 금융상품별 투자의향 이유

	투자의향이유	비투자의향 이유
주식	수익률이 높아서(81.2%)	투자위험성이 높아서(80.9%)
펀드	수익률이 높아서(73.4%)	투자위험성이 높아서(44.6%) 수익률이 낮아서(27.5%)
ELS·DLS, 채권·RP, 파생상품, 랩어카운트·신탁	수익률이 높아서 (52.2%~77.8%)	어떤상품인지 몰라서 (45.3%~57.4%)
연금저축·연금보험	원금보장이 되므로(29.8%) 투자위험성이 낮아서(15.0%)	투자회수기간이 부적절(31.4%) 수익률이 낮아서(21.1%)
예금적금	원금보장이 되므로(74.8%)	수익률이 낮아서(80.5%)

자료: 금융투자협회, 2012년

□ 이 같은 조사결과는 국내 개인투자자들이 중위험·중수익 투자상품에 대한 수요를 가지고 있음에도 불구하고 이들 상품에 대한 인지도와 이해도가 높지 않음을 보여주고 있음

— 주식에 대한 투자수요가 있고, 예금적금에 대한 투자수요가 있다면 중위험·중수익 투자상품에 대한 수요도 존재하기 마련

- 특히 개인투자자들이 중장기 투자목표를 가지고 있다는 점에서 중위험·중수익 투자상품에 대한 수요는 보다 명확

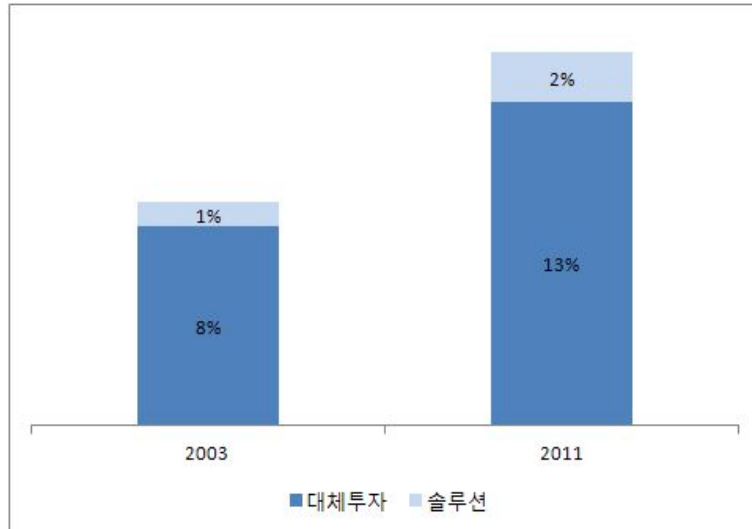
□ 한편, 국내외 투자자들이 상대수익을 추구하는 투자상품에서 절대수익을 추구하는 투자상품으로, 고비용 투자상품에서 저비용 투자상품으로 관심이 이동하는 추세가 나타나고 있음(김재철, 장지혜, 2013)

- 과거에는 특정 벤치마크 수익률에 비해 수익률이 우수하면 투자자들이 용인하는 경향을 보였으나(상대수익 추구), 최근에는 미리 설정한 투자목적에 추구하는 투자상품을 선호하는 것으로 보임(절대수익 추구)
 - 경기침체로 가처분소득이 부족한 개인들이 원금을 보전하면서 일정수익의 소득흐름을 제공하는 상품을 선호
- 또한 고비용 투자상품(예: 주식형 펀드)의 초과수익 창출력에 회의감을 갖기 시작하고, 투자기간이 장기화되면서 비용절감이 장기수익률 확보에 중요한 변수라는 인식이 확산되고 있음

□ 이러한 변화는 세계적으로 대체투자펀드, 솔루션펀드의 비중 확대로 나타나고 있는데, 이들은 중위험·중수익 금융상품과 밀접

- 대체투자펀드는 부동산, 인프라, 실물상품 등 전통적 자산이 아닌 자산에 투자하는 펀드를 말하며, 솔루션펀드는 고객맞춤형 펀드로서 멀티에셋(multi-asset) 펀드, 절대수익 추구형 펀드, 인컴(income) 펀드, 인플레이션(inflation) 연계 펀드 등을 말함
- 글로벌 자산운용상품 운용규모에서 대체투자펀드가 차지하는 비중은 2003년 8%에서 2011년 13%로 증가한 것으로 나타나며, 솔루션펀드가 차지하는 비중은 같은 기간 1%에서 2%로 증가(<그림 II-11>)

**<그림 II-11> 대체투자 및 솔루션 자산운용상품
글로벌 비중**



자료: 김재철, 장지혜(2013) 재인용

2. 경제효율성 측면

가. 자본시장 투자자저변 확대

- 중위험·중수익 금융상품의 활성화는 자본시장의 투자자 저변을 확대하고 경제 내 자원배분의 효율성을 제고하는 효과를 가져올 수 있음
 - 중위험·중수익 금융투자상품은 상대적으로 위험감내도가 낮은 투자자와 소득수준이 낮은 투자자에게 위험자산에 대한 투자기회를 확대하여 위험자본 공급에 따른 성과를 공유할 기회를 제공
 - 지금까지 부동산시장에 투입되어왔던 투자자금을 자본시장으로 유입시키고, 주식시장의 부진으로 대기하고 있는 증시주변자금에 대해 새로운 투자기회를 제공

- 위험자산에 대한 투자를 통한 위험의 분산은 기업가정신이 경제성장동력으로 실현될 수 있는 기반을 제공

□ 국내 가계의 자산구성을 살펴보면, 부동산이 69.9%로 절대적인 비중을 차지하는 반면, 저축성 금융자산(적립식, 예치식, 예금, 주식, 펀드를 모두 포함)은 17.9%에 불과(<표 II-2>)

- 실물자산의 축적속도가 빠른 고도성장시기에 이러한 특성이 나타나는데 그러한 추세가 여전히 이어지고 있는 것으로 보임, 더불어 부동산을 투자자산으로 간주해왔던 것도 영향이 있음
- 소득이 낮을수록, 순자산이 많을수록, 고령층일수록 부동산의 비중이 높아지는 것으로 나타남

<표 II-2> 가계자산 구성

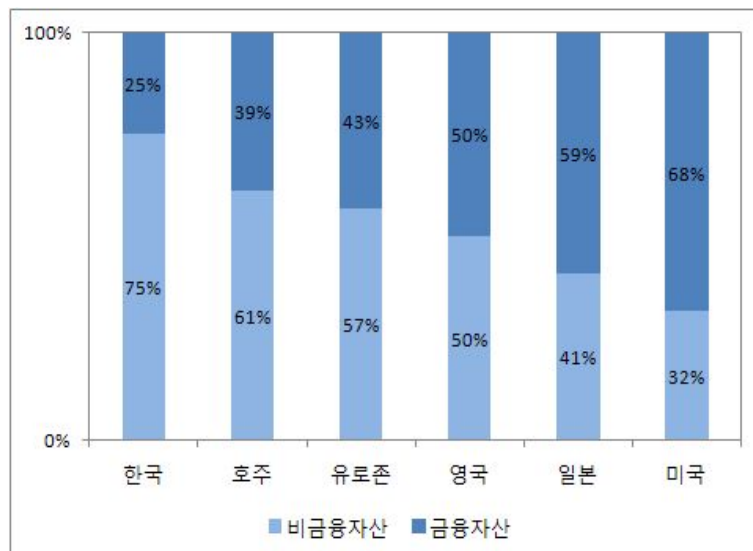
자산유형	금융자산		실물자산		
	저축	보증금	부동산	기타	
전체	17.9%	7.0%	69.9%	5.1%	
소득분위	1분위(저)	11.0%	8.5%	78.8%	1.7%
	2분위	13.2%	9.5%	73.7%	3.6%
	3분위	16.5%	9.1%	69.2%	5.3%
	4분위	18.1%	7.4%	69.0%	5.4%
	5분위(고)	20.3%	5.4%	68.5%	5.8%
연령대	30세미만	21.1%	30.6%	41.7%	6.6%
	30~39세	19.4%	17.9%	56.2%	6.5%
	40~49세	20.1%	8.5%	65.2%	6.2%
	50~59세	19.1%	4.1%	71.3%	5.5%
	60세이상	13.5%	2.6%	81.0%	2.9%
순자산분위	1분위(저)	24.3%	34.6%	31.5%	9.5%
	2분위	20.4%	24.8%	47.3%	7.5%
	3분위	19.0%	12.9%	62.3%	5.9%
	4분위	18.4%	7.9%	68.4%	5.3%
	5분위(고)	17.2%	3.5%	74.7%	4.6%

자료: 통계청, 2012년 기준

□ 주요국과 비교하더라도 국내 가계의 총자산에서 금융자산이 차지하는 비중은 낮으며, 또한 금융자산은 저위험자산인 현금예금 또는 고위험자산인 주식에 편중되어 있는 것으로 나타남(<그림 II-12>, <그림 II-13>)

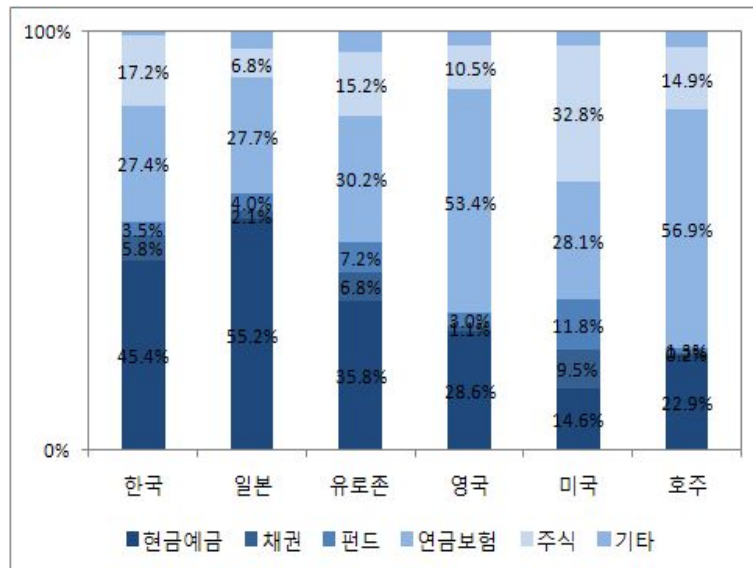
- 가계 총 자산에서 금융자산이 차지하는 비중은 한국 25%, 호주 39%, 유로존 43%, 영국 50%, 일본 59%, 미국 68%로, 한국이 가장 낮은 비중
- 가계 금융자산에서 현금예금이 차지하는 비중은 45.4%로 일본을 제외한 유로존, 영국, 미국, 호주에 비해 높게 나타나고, 가계 금융자산에서 주식의 비중은 17.2%로 미국을 제외한 일본, 유로존, 영국, 호주에 비해 높게 나타남
- 결과적으로, 주요국과 비교할 때 국내 가계금융자산에서 중위험 자산의 비중이 낮은 것으로 평가할 수 있음
- 주식이나 현금예금과 비교할 때 상대적으로 중위험자산으로 분류할 수 있는 펀드와 연금의 비중은 한국 30.9%, 일본 31.7%, 유로존 37.4%, 영국 56.4%, 미국 39.9%, 호주 58.2%로 한국이 가장 낮음

<그림 II-12> 가계자산 구성: 국제비교



자료: 금융투자협회, 2012년 기준

<그림 II-13> 가계금융자산 구성: 국제비교



자료: 금융투자협회, 2012년 기준

□ 한편, 주식투자는 대부분 일부 고소득층을 중심으로 이루어지고 있고, 개인 주식투자자의 절대다수는 소액투자자(<표 II-3>, <표 II-4>)

- 국내 가구 중 주식투자 또는 펀드투자에 참여하는 가구는 21%에 불과하며 이들은 대부분 고소득층
 - 주식투자에 참여하는 가구는 11%, 펀드투자에 참여하는 가구는 15%, 주식과 펀드에 동시에 투자하는 가구는 5%
- 경상소득 10분위를 기준으로 3분위 이하의 저소득층의 주식 또는 펀드투자 참여가구 비중은 10%가 채 안되는데 비해, 8분위 이상 고소득층의 참여가구 비중은 30%를 상회
- 전체 주식투자 인구 496만명 중 6.7%인 33만 4천명이 개인투자자가 직접 보유한 주식 중 78.9%인 239조원을 보유하고 있으며, 나머지 93.3%의 개인투자자가 보유한 주식은 64조원에 불과

<표 II-3> 가구소득별 주식·펀드투자 참여율

경상소득분위	참여율		
	주식투자 가구	펀드투자 가구	주식 또는 펀드투자 가구
1(저)	2%	1%	2%
2	1%	1%	2%
3	3%	5%	7%
4	5%	7%	12%
5	7%	10%	16%
6	9%	14%	20%
7	13%	18%	26%
8	15%	21%	31%
9	24%	29%	43%
10(고)	29%	39%	53%
평균	11%	15%	21%

자료: 통계청, KCMi 재구성

<표 II-4> 개인투자자 상장기업 보유규모별 비중

보유규모	주주수(천명)		시가총액(십억원)	
		비중		비중
1억원	334	6.7%	239,183	78.9%
1천만원~1억원	1,626	32.8%	56,454	18.6%
1백만원~1천만원	1,592	32.1%	7,056	2.3%
~1백만원	1,408	28.4%	376	0.1%
합계	4,960	100.0%	303,069	100.0%

자료: 한국거래소, 2012년 기준

- 이상의 결과는 국내 가계의 금융자산에 대한 투자와, 금융자산 내에서의 분산투자가 효과적으로 이루어지지 않고 있음을 보여주며, 결국 국내 자본시장의 투자자기반이 취약하다는 것을 드러냄
- 국내 가계는 전반적으로 금융자산에 대한 투자비중이 낮고,
 - 일부의 고소득층을 제외한 대부분의 개인투자자와 중·저소득층은 금융자산의 대부분을 현금예금과 같은 저위험·저수익 금융상품에 투자하고 있는 것으로 파악됨

□ 이러한 상황에서는 경제 내 위험자본 공급이 효과적으로 이루어지기 어렵고, 부동산시장에 충격이 발생할 경우 고령층·저소득층은 경제적 충격을 피할 수 없을 것임을 시사

— 중소벤처기업은 주식을 통한 자금조달이 어려워 부채에 대한 의존도가 높고, 이에 따른 높은 금융비용은 중소벤처기업의 성장을 저해하는 요인이 되고 있는 것이 현실

— 게다가 최근 주식시장의 침체로 개인투자자 자금이탈이 계속되고 있으며, 부동산시장의 침체는 높은 가계부채와 맞물리면서 사회적 이슈로 부각되고 있음

□ 따라서, 중위험·중수익 금융상품 활성화를 통해, 위험자산에 대한 투자 비중을 증가시킬 필요성이 있음

— <그림 II-13>에 나타나듯이, 유로존, 영국, 미국, 호주의 경우 가계 금융자산에서 펀드와 연금 등 중위험자산의 비중이 높고 현금예금과 같은 저위험자산의 비중이 낮는데,

— 이는 간접투자를 통해 투자효율성을 높임으로써 위험자산에 대한 투자비중을 유지할 수 있음을 보여주는 것

- 이들 국가의 연금, 보험의 위험자산 투자비중은 우리나라 연금, 보험에 비해 높은 것으로 알려져 있음

□ 물론, 중위험·중수익 금융투자상품의 긍정적 경제적 효과는 국내 투자자의 투자여력이 뒷받침되지 않는다면 제한적

— 저소득층, 고령층의 경우 투자여력이 없고, 소득의 변동성이 크기 때문에 추가적인 투자위험을 감당할 수 없을 가능성이 높음

— 따라서 이들의 총 자산 중 금융자산의 비중이 낮고 금융자산 중 안전자산 비중이 높은 것은 불가피한 결과일 수 있음

- 이 경우, 중위험·중수익 금융투자상품의 긍정적 효과, 즉 가계자산의 부동산 편중을 해소하고 자본시장 투자성과의 공유를 기대하기는 어려울 것

나. 자본시장의 기관화(institutionalization)

□ 중위험·중수익 금융상품의 수요와 공급, 양 측면에서 기관투자자가 중요한 비중을 차지하므로, 중위험·중수익 금융상품 활성화는 한국 자본시장에서 기관투자자의 역할이 증대됨을 의미

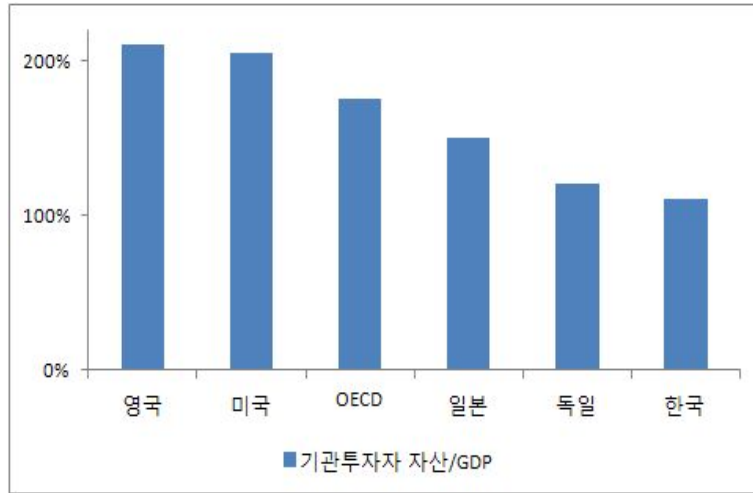
- 중위험·중수익 금융상품은 간접투자의 형태를 띠기 때문에 기관투자자가 거래 당사자로 시장에 참여하게 됨
- 저금리 기조가 이어지면서, 장기 절대수익을 추구하는 연기금, 보험 등 기관투자자의 경우 중위험·중수익 금융투자상품에 대한 투자 수요가 높음
- 중위험·중수익 금융상품의 수익구조 설계, 투자전략 및 운용전략 수립에 있어서는 금융투자회사의 역할이 핵심

□ 현재, 한국 기관투자자의 축적자산 규모와 자본시장 투자비중은 주요국 대비 낮은 상황⁵⁾(<그림 II-14>)

- GDP 대비 기관투자자 축적자산은 영국, 미국은 물론 OECD 평균보다 훨씬 낮은 것으로 나타남
- 축적자산 규모 자체가 작을 뿐만 아니라 국내 금융회사의 자산배분도 안전자산 위주로 이루어져, 국내 기관투자자의 주식보유비중은 13%로 미국 49%, 영국 71%에 비해 현저히 낮은 편(<그림 II-15>)

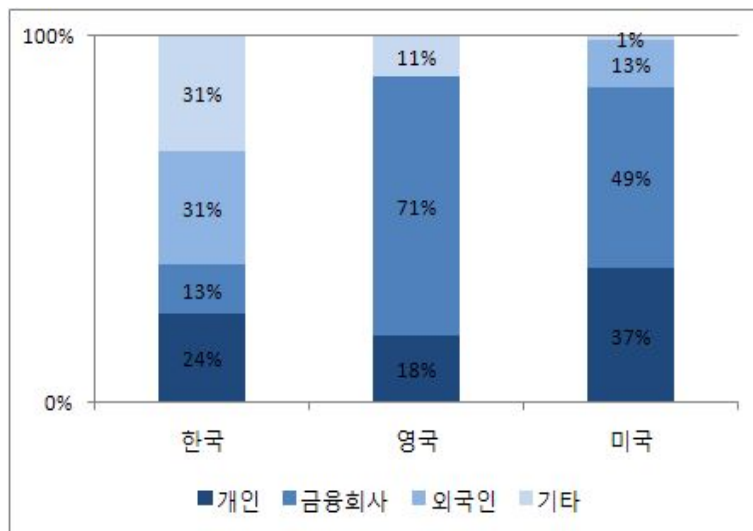
5) 여기서 기관투자자는 펀드, 보험사, 연기금 뿐만 아니라 은행, 증권사도 포함함

<그림 II-14> GDP 대비 기관투자자 자산규모



주 : OECD는 홍콩과 싱가포르를 제외한 17개 국가 평균치
 자료: WFE, OECD, IMF, 2010년 기준

<그림 II-15> 투자자유형별 주식보유 비중

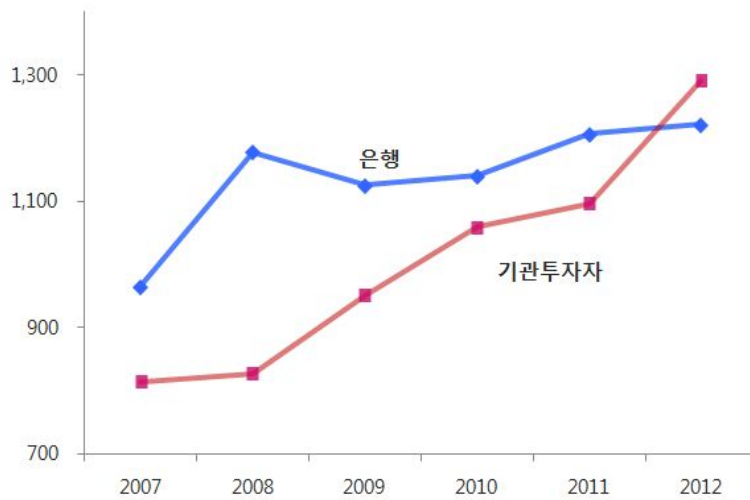


주 : 영국은 외국인에 대한 분류항목이 없음
 자료: KRX, FRB, ONS, 2010년 기준

□ 그러나 국내 기관투자자의 자산규모는 지속적으로 증가하는 추세를 보임, 특히 연금기금, 보험과 같은 장기투자성향의 기관투자자의 비중이 급격히 증가하고 있음(<그림 II-16>, <표 II-5>)

- 펀드, 생명보험사, 국민연금기금, 퇴직연금기금의 자산규모는 2007년 815조원에서 2012년 1291조원으로 연평균 9.6% 성장
- 이들 기관투자자 중에서 펀드의 자산규모는 거의 성장하지 않았는데 비해, 생명보험 자산규모는 연평균 13.8%, 국민연금 및 퇴직연금의 자산규모는 연평균 15.6%로 성장
- 반면, 같은 기간 은행의 자산규모는 연평균 4.7% 성장에 그침

<그림 II-16> 기관투자자와 은행의 자산규모 추이
(단위: 조원)



주 : 기관투자자는 펀드, 생명보험사, 국민연금기금, 퇴직연금기금의 합이며, 은행은 일반은행(신탁 제외)
자료: 금융감독원, 금융투자협회, 국민연금

<표 II-5> 주요 기관투자자별 자산규모 추이¹⁾

(연말기준, 단위: 조원)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
펀드	318.4	288.5	318.5	318.8	277.3	307.6
생명보험	274.2	295.9	339.9	387.0	420.1	524.2
국민연금	219.5	235.4	277.6	324.0	348.9	392.0
퇴직연금	2.8	6.6	14.0	29.1	49.9	67.3
합계	814.9	826.4	950.0	1,058.9	1,096.2	1,291.1

주 : 1) 생명보험사는 운용자산, 국민연금은 금융자산 기준
자료: 금융감독원, 금융투자협회, 국민연금

□ 국내 자본시장에서 기관투자자 비중의 증가는 자본시장의 가격효율성 제고 및 변동성 완화에 기여할 것

- 기관투자자는 합리적거래자(rational trader)이자 정보거래자(informed trader)로 개인투자자와 대비됨
- 기관투자자는 정보력, 분석력, 투자전략상의 우위를 바탕으로 투자 기회를 신속하게 포착하고 거래를 실행함으로써 자산가격이 균형 가격에 빠르게 도달하도록 기여
- 기관투자자의 참여는 애널리스트의 분석을 촉진하여 기업에 대한 고유정보 생산을 활성화시킴
- 기관투자자는 갑작스러운 시장변화에 반응하거나 비합리적인 투자 행태를 보일 가능성이 낮으며, 수익률 극대화를 위해 시장충격을 체계적으로 회피하기 때문에 불필요한 가격변동을 일으키지 않음
 - 실증연구에 따르면, 한국 주식시장의 높은 변동성은 낮은 기관투자자 비중, 높은 개인투자자 비중과 밀접한 연관이 있는 것으로 나타남(고광수, 박창욱, 2005; 신보성, 김준석, 2013)
- 물론 시장효율성 관점에서 기관투자자가 반드시 긍정적인 측면만 가지는 것은 아니나, 한국과 같이 개인투자자 비중이 높은 시장에서는 기관투자자의 긍정적 영향이 전반적으로 더 큰 것으로 평가
 - 해외요인에 의한 외국인 기관투자자 자금의 급격한 유출입이나, 일부 기관투자자의 빈번한 거래는 변동성을 증폭시킬 수 있고, 기관투자자 유형이 편중된 경우 거래의 군집현상(herding)을 일으킬 수 있음

□ 또한 기관투자자는 해외자산, 파생상품 등 개인투자자가 쉽게 접근하기 어려운 투자대상에 쉽게 접근할 수 있으므로 다양한 투자 전략을 실행할 수 있고 효율적 위험관리도 가능

- 기관투자자는 개인투자자에 비해 신용도가 높고 대량거래에 따른 규모의 경제를 실현할 수 있으므로 거래비용이 낮음

- 기관투자자의 활성화는 장기투자문화 확산에 기여할 수 있음
 - 기관투자자의 활발한 참여로 자산가격의 효율성이 제고되면 초과 수익의 기회가 감소됨
 - 따라서 개별종목 선정보다는 자산배분에 집중하는 장기투자방식이 유리한 환경이 조성됨

- 기관투자자의 활성화는 기업지배구조 개선에 기여
 - 한국기업의 지배구조 취약성은 지정학적 위험과 함께 코리아 디스카운트의 중요한 요인으로 지목되어 왔음
 - 기관투자자는 기업가치 제고를 위해 기업지배구조 개선에 영향력을 행사할 수 있으며, 최근 그 역할이 점차 강화되고 있는 추세

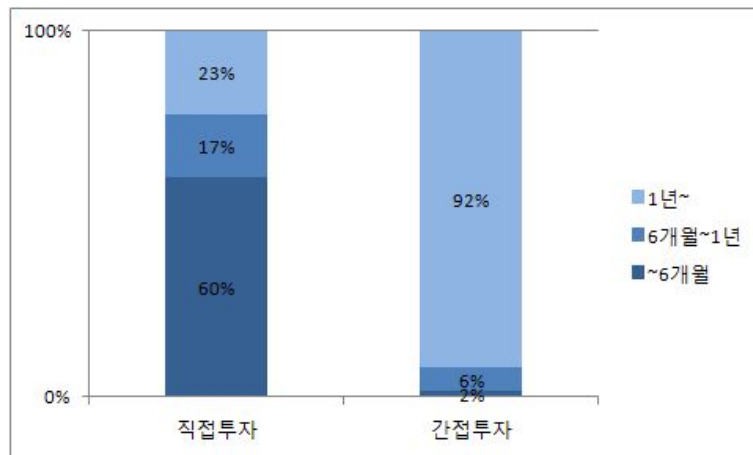
- 연금기금이나 보험사와 같은 국내 장기기관투자자는 대외적 충격을 흡수하여 변동성 완화에 기여
 - 국내 기관투자자는, 특히 장기투자 위주의 기관투자자의 경우, 대외환경 변화에 따른 외국인투자자의 투자자금 유출입에 대응하여 시장충격을 완화하는 기능을 가짐

다. 장기투자문화 확산

- 중위험·중수익 금융상품의 활성화는 결과적으로 간접투자의 확대를 의미하므로 투자기간의 장기화로 나타나게 됨
 - 중위험·중수익 금융투자상품은 구조화상품 및 펀드의 형태로서 기관투자자를 통한 간접투자의 형태이며, 장기투자목적에 적합
 - ELS·DLS와 같은 구조화상품의 경우 만기는 통상 2년 6개월~3년이며, 최대 5년에 이룸
 - 4개월~6개월마다 조기상환의 기회가 부여되는 경우가 많음

- 금융투자협회의 투자자 설문결과에 따르면, 국내 개인투자자들이 주식시장에 직접투자하는 경우 투자종목을 1년 이상 보유하는 비율은 23%에 불과한데 비해, 펀드를 통해 간접투자하는 경우 투자기간이 1년 이상인 비율은 92%에 달함(<그림 II-17>)
- 합리적거래자, 정보거래자로서 기관투자자는 불필요한 거래를 최소화하기 때문에, 시장조성을 수행하는 등 일부 예외적인 경우를 제외하면 기관투자자의 거래회전율은 개인투자자에 비해 낮음
- 따라서, 중위험·중수익 금융상품의 활성화는 장기투자문화 정착에 도움이 될 것으로 기대됨

<그림 II-17> 투자방식별 투자기간



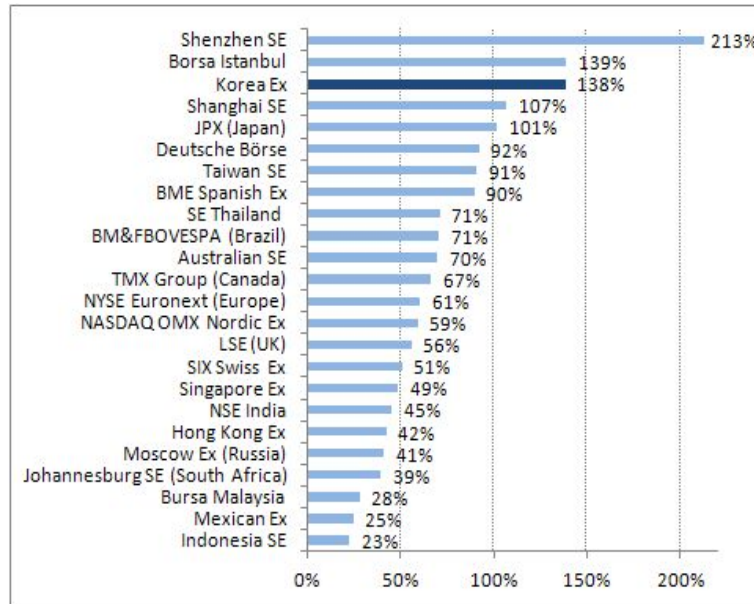
자료: 금융투자협회, 2012년 기준

- 한국 주식시장의 거래회전율은 주요국 대비 매우 높은 것으로 파악됨, 즉 평균보유기간이 매우 짧음⁶⁾(<그림 II-18>)
- 한국거래소 상장주식의 거래회전율은 138%로, 일본에 비해 37%, 독일에 비해 46%, 영국에 비해 82% 높음⁷⁾
- 개인투자자의 단기적·투기적 거래행태가 가장 큰 원인으로 추정됨

6) 평균보유기간은 거래회전율과 반비례 관계

7) 미국은 시장분할이 심화되어 개별 거래소의 거래회전율은 의미가 없으므로 비교대상에서 제외함

<그림 II-18> 주식시장별 거래회전율



주 : 거래회전율=거래대금/시가총액
 자료: WFE, 2012년 기준

- 이러한 단기적 투자행태는 주식시장의 불필요한 변동성을 일으키고 경제 내 위험자본의 안정적인 공급을 저해
 - 단기적 투자행태는 주식의 본질가치와 무관한 거래를 일으켜 불필요한 가격변동을 야기하고 효율적인 가격발견을 방해
 - 이로 인해 공정한 투자수익을 보장받지 못하는 투자자는 주식투자를 기피하게 되고 기업은 자금조달에 어려움을 겪게 되는 악순환이 발생하게 됨

- 반면, 장기투자자는 시장충격을 흡수하여 변동성 완화에 기여
 - 장기투자자는 주가에 대한 단기적인 충격에 반응하지 않으므로, 장기투자자의 비중이 높을수록 균집적 행태나 과잉반응이 감소
 - 장기투자자의 중장기 관점에서 역추세추종전략(contrarian trading strategy)은 주가가 하락할 때 매수하고 주가상승할 때 매도함으로써 가격의 변동성을 완화

- 국내 실증분석에 따르면, 대표적인 장기투자자인 국민연금이 국내 주식시장에서 시장안정자 역할을 수행한 것으로 나타남(남재우, 남재현, 이지현, 2008)
- 또한 장기투자는 기업에게는 위험자본의 안정적인 공급처가 됨
 - 신기술을 개발하고 신산업을 육성하기 위해서는 장기적인 관점에서 꾸준한 투자가 요구됨
 - 장기투자자는 이에 필요한 자금을 공급하고 위험을 분산함으로써 경제 내 성장동력 창출에 기여
- 장기투자자는 기업지배구조의 개선에 기여할 수 있음
 - 기업지배구조는 법제도, 기업의 관행·문화와 관련된 문제로 장기적 관점에서 접근해야 할 사항임, 따라서 단기투자자는 이러한 이슈에 대해 무관심한 ‘무임승차문제’ 발생
 - 따라서 장기투자자는 기업가치 제고를 목표로, 기업과 일상적 관계를 구축하고 경영에 관여함으로써 기업지배구조 개선에 기여
- 따라서, 중위험·중수익 금융상품 활성화를 통해 장기투자문화의 정착을 도모하는 것은 자본시장의 건전한 발전에 도움이 될 것으로 기대됨

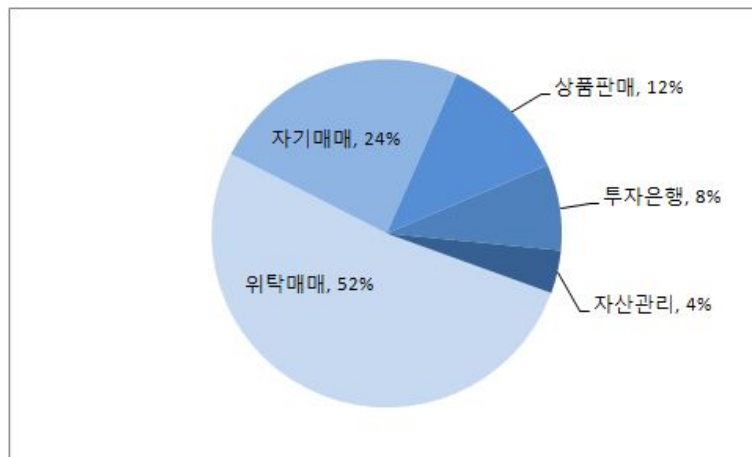
3. 금융산업 측면

- 투자수요가 점증하고 있는 중위험·중수익 금융상품의 활성화는 국내 금융산업의 수익성을 개선하고 경쟁력을 강화하는 데 있어 기폭제가 될 수 있을 것으로 기대됨

- 저금리, 저성장, 고령화가 급속도로 진전되고, 대표적인 위험자산인 주식시장이 침체되면서, 틈새시장 정도로 여겨져 왔던 구조화상품, 대체투자상품, 자산관리상품 등 중위험·중수익 금융상품은 국내 투자자에게 중요한 투자대안으로 부각
 - 중위험·중수익 금융상품의 경쟁력은 금융회사의 자본력, 자산배분 역량, 상품설계역량, 운용역량, 위험관리역량에 달려 있으므로, 중위험 중수익 금융상품 활성화의 성패는 결국 국내 금융산업 경쟁력에 달려 있음
 - 예를 들어, ELS·DLS와 같은 구조화상품은 상품구조설계와 위험관리역량, 펀드형 상품은 투자전략 수립과 운용역량이 중요하며, 자산관리 상품은 자본력과 규모가 경쟁력에 중요한 요소
- 중위험·중수익 금융상품 활성화를 통한 금융투자상품의 다양화, 차별화는 궁극적으로 국내 금융투자산업의 경쟁의 차원을 양적차원에서 질적차원으로 넓히는 결과를 가져올 것
- 금융상품과 서비스의 차별화는 높은 부가가치 창출로 이어질 수 있으며, 금융투자회사 간 수익성 및 평판 격차를 키울 것으로 예상
- 지금까지 국내 금융투자회사는 동질적인 상품과 서비스를 제공해 옴으로써 치열한 가격경쟁을 불가피하게 겪어왔음
- 상품과 서비스가 동질화된 상황에서는 가격이 유일한 경쟁수단
 - 대표적인 예로, 온라인거래에 의존하는 소매고객 중심의 위탁매매업을 들 수 있는데, 차별화가 사실상 불가능한 위탁매매업에서는 끊임없는 가격경쟁이 이루어져 영업마진이 거의 없는 상태
- 국내 금융투자회사는 금융상품과 서비스의 차별화 및 혁신을 통한 이익창출능력이 낮은 것으로 평가됨
- 증권사의 경우 위탁매매수수료에 대한 의존도가 높고, 위험업무를 기피하여 수익성이 떨어짐(<그림 II-19>, <그림 II-20>)

- 상위 10개 증권사의 경우 전체 수익에서 위탁매매수수료가 차지하는 비중이 52%에 이르고 있음
 - 반면, 미국과 일본 증권사의 수수료 비중은 각각 15%, 27%에 불과
- 자산운용사의 경우 운용보수에 대한 의존도가 높고, 판매수수료나 리서치수수료 등 수익원의 다양성이 부족한 상황(<그림 II-21>)

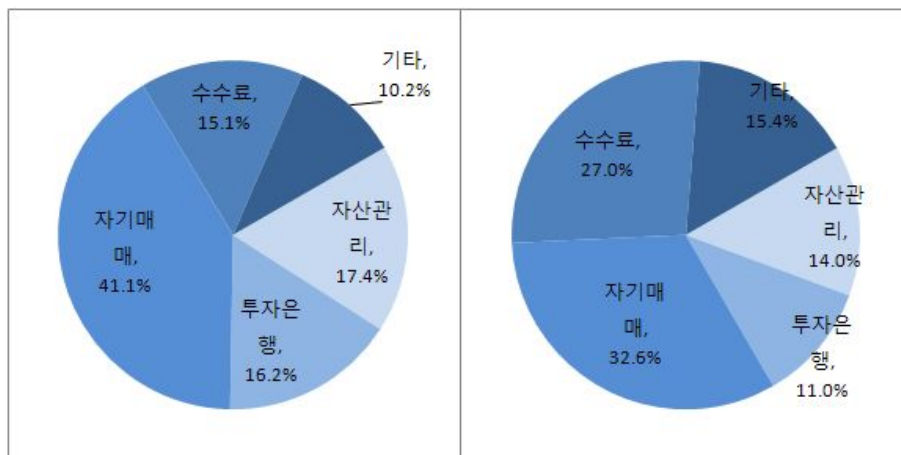
<그림 II-19> 국내 증권사 수익구조 현황



주 : 자본규모 상위 10개 증권사 기준
 자료: 금융감독원

<그림 II-20> 미국과 일본 증권사 수익구조 현황

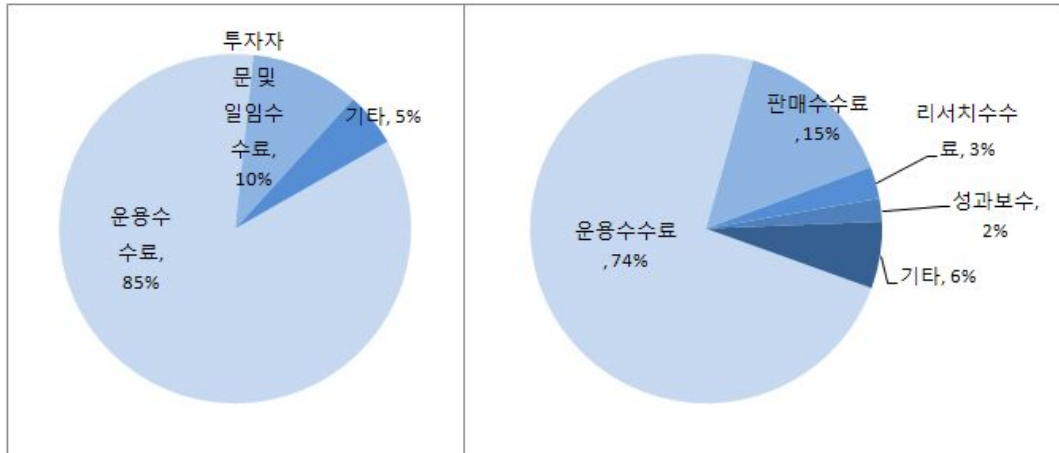
(좌: 미국, 우: 일본)



주 : 자본규모 상위 5개 증권사 기준
 자료: KCMF

<그림 II-21> 한국과 미국 자산운용사 수익구조 현황

(좌: 한국, 우: 미국)

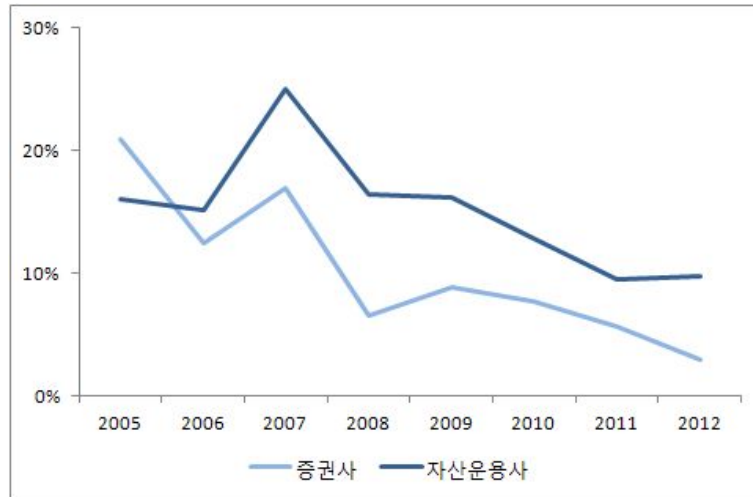


주 : 한국은 설정잔고 상위 5개 자산운용사, 미국은 5개 상장 자산운용사 기준
 자료: 금융투자협회, 2009년 기준

□ 최근 주식시장의 부진과 함께 금융투자회사가 수익성 위기에 직면하면서 금융투자회사의 상품·서비스 차별화 전략은 선택이 아닌 생존의 문제로 다가오고 있음

- 치열한 경쟁으로 위탁매매수수료율은 2005년 16.2bps에서 꾸준히 하락하여 2012년에는 9.4bps까지 낮아진 상태인데다, 주식시장 부진으로 거래대금이 최근 몇 년간 절반 가까이 급감하면서 수익 비중이 높은 위탁매매수수료 수입이 급격히 감소
- 증권사의 자기자본이익률은 2005년 20.9%를 정점으로 지속적으로 하락하여 2012년 3.0%에 불과(<그림 II-22>)
- 자산운용사의 경우도 2007년 25.0%를 정점으로 하락하여 2012년 9.7% 수준(<그림 II-23>)

<그림 II-22> 증권사 및 자산운용사 ROE 추이



자료: 금융투자협회

<그림 II-23> 위탁매매수수료를 추이

(단위: bps)



자료: 금융감독원

- 지금까지 증권사의 핵심사업인 위탁매매업무는 결국 대형사가 대부분의 시장을 차지할 것으로 전망되므로, 중위험·중수익 금융상품의 중요성은 중소형 증권사에게 더 높을 것
 - 위탁매매, 특히 리테일 위탁매매의 경우에는 IT투자나 점포망 구축이 핵심이므로 높은 고정투자비용이 소요

- 또한 증권거래는 네트워크 외부성이 작동하는 전형적인 분야이므로 비용효율적인 대형사 또는 소수의 온라인 증권사가 유리
- 절대수익 추구형 헤지펀드의 확산은 국내 증권회사의 투자은행으로의 전환노력을 가속화시킬 것으로 전망
 - 프라임브로커 업무에 대비하여, 증권사의 대형화, 해외 유수의 투자은행과의 업무협약, 늘어난 자본력을 바탕으로 한 투자은행업무의 확장을 꾀하고 있음
- 자산운용사의 경우에도 장기기관투자자의 유치와 투자상품의 특화를 지속적으로 추구할 수밖에 없을 것으로 전망
 - 김재철, 장지혜(2013)의 분석에 따르면, 투자일임의 비중(장기투자자 비중)이 클수록, 운용보수율(위험자산 펀드 비중)이 높을수록, 상품특화도(특정 펀드유형에 대한 집중도)가 높을수록 자산운용사의 수익성이 높은 것으로 나타남(<표 II-6>)
 - 또한 이러한 수익성이 높은 특성을 가진 자산운용사일수록 최근의 수익성 하락세가 비교적 완만한 것으로 나타남

<표 II-6> 자산운용사 유형별 매출액 영업이익률

(단위: bps)

기준	구분		
	대형사	중형사	소형사
운용자산규모(AUM) 기준	12.7	8.4	3.4
투자일임비중 기준	상위	하위	
	7.33	5.79	
운용보수율 기준	상위	하위	
	10.6	2.6	
상품특화도 기준	상위	하위	
	7.9	5.1	

자료: 김재철, 장지혜(2013), 2004년~2012년 기준

- 중위험·중수의 금융상품의 확대는, 부수적으로 보관수탁사, 사무수탁사, 펀드평가, 신용평가, 금융컨설팅, 지배구조컨설팅 등 각종 금융인프라의 발전을 촉진

III. 중위험·중수익 금융상품시장의 문제점

- 지금까지 살펴본 바와 같이, 저금리, 저성장, 고령화에 따른 고수익 금융상품 투자수요 확대와 주식시장 침체지속에 따른 고위험 금융상품 투자수요 위축은 중위험·중수익 금융상품에 대한 수요로 나타나고 있음
 - 간접투자, 장기투자, 구조화상품으로 요약할 수 있는 중위험·중수익 금융상품은, 투자자들에게 투자기회의 확대와 효과적인 위험관리 수단을 제공

- 국내에 중위험·중수익 특성을 충족하는 다양한 금융상품이 존재하고 있으나, 활발하게 투자가 이루어지지 않는 것이 현실임
 - ELS·DLS의 미상환잔액은 61조원이며, 주식·채권 혼합형 펀드, 배당형주식펀드, 해외채권형펀드, 헤지펀드, 부동산펀드 등 중위험·중수익형 펀드의 설정액은 62조원 수준에 불과
 - 국내 가계의 자산구성은 여전히 부동산에 편중되어 있고, 일부 고소득 계층을 제외한 대부분 가계의 금융자산은 저위험·저수익 특성의 현금예금에 편중되어 있음
 - 기관투자자 역시, 절대규모 자체가 작은데다, 안전자산 위주로 자산배분이 이루어지고 있음

- 이하에서는 중위험·중수익 금융상품에 대한 투자가 부진한 이유를 구조화상품과 펀드상품으로 나누어 정리함
 - 구조화상품의 경우 투자부진의 이유로 ①발행회사 신용위험, ②높은 환매수수료, ③상품복잡성, ④운용사 헤지수단 부족 등이 지적되고 있으며,

- 펀드상품의 경우에는 ①해외자산 접근성 부족, ②장내상품 부족, ③자산시장 미성숙, ④세계편익 하락, ⑤투자자 진입장벽 등이 지적되고 있음

1. ELS·DLS 및 ELB·DLB 등 구조화 상품

가. 발행회사의 신용위험

- ELS·DLS 및 ELB·DLB 상품은 증권사 신용으로 발행된 금융투자상품으로, 발행회사가 도산에 처할 경우 투자자는 무보증 채권자와 동일한 지위를 부여받게 되므로 투자원금의 손실을 볼 수 있음
 - 최근 동양그룹 사태 이후, 증권사의 신용위험이 부각되면서 ELS·DLS의 신규 발행이 위축되었을 뿐 아니라, 대규모 환매가 발생하여 발행회사의 건전성 우려가 제기되기도 하였음

나. 환매 시 손실위험

- ELS·DLS 및 ELB·DLB 투자자는 중도환매 시 상품 유형 및 잔존 만기에 따라 약 5~10% 수준의 중도환매 수수료를 부담해야 함
 - 이로 인해 원금보장형 상품이라도 원금손실이 발생할 수 있음
 - 중도환매 수수료가 높을 뿐 아니라, 중도환매의 기준가격 산정이 객관적이지 못하다는 지적이 제기되고 있음

다. 불안전 판매

- ELS·DLS 및 ELB·DLB 상품은 기초자산 및 상품 구조가 다양하고 복잡하여, 투자자가 손실발생 위험을 명확하게 인식하지 못하고 있다는 지적이 제기
 - 투자자의 위험 성향에 적합한 상품구조를 권유할 수 있도록 ELS·DLS 및 ELB·DLB에 대해 채권과 유사하게, 객관적인 방식으로 위험 평가 등급을 매기는 것이 필요함
 - 구조화 상품의 판매자는 투자자의 위험 성향을 정확히 알아야 할 뿐 아니라(Know your customer), 해당 상품의 위험 요인 또한 정확히 인지하고 있어야 함(Know your security)

라. 구조화상품의 헤지수단 부족

- 장내·외 파생상품 시장의 위축 및 구조상 미비점으로 인해 증권사들의 원활한 헤지에 필요한 적절한 헤지 수단이 제공되지 못함
 - ELS·ELB 발행회사의 헤지 손익은 기초자산의 변동성 변화에 따라 크게 변할 수 있으나, 동 위험을 관리하기 위한 적절한 헤지수단이 부족한 실정임
 - ELS·ELB 상품의 평균 만기는 2~3년이나, KOSPI200 옵션은 가장 긴 만기가 6개월에 불과하여 장내 옵션을 활용한 ELS·ELB 변동성 위험 헤지에 어려움이 존재함
 - 미국, 홍콩, 일본, 독일 등의 주요 장내지수옵션의 경우, 최장 만기가 2~4년에 달함(<표 III-1>)
 - 또한 KOSPI200 옵션의 경우 옵션행사 가격의 범위가 해외 주요 지수옵션에 비해 매우 제한적일 뿐만 아니라 이 조차도 근월물을 제외한 옵션의 거래량이 매우 적어 꼬리 위험(tail risk)에 대한 헤지를 하기 어려움(<표 III-1>)

<표 III-1> 해외 장내파생상품의 만기 및 행사가

기준일: 2013년 12월13일	선물최장만기	옵션최장만기	최장만기옵션의 행사가
미국 S&P500 지수	2017년 12월	2015년 12월	100(6%) ~ 3,000(169%)
홍콩 HSCEI	2014년 6월	2015년 12월	7,000(63%) ~ 11,400(131%)
일본 NIKKEI225	2018년 6월	2018년 6월	11,250(73%) ~ 19,250(125%)
독일 DAX30	2014년 6월	2017년 12월	1,800(20%) ~ 12,000(132%)
한국 KOSPI200	2014년 12월	2014년 6월	245(95%) ~ 275(107%)

자료: Bloomberg, 2013년 12월 13일 기준

□ 국내 증권회사는 ELS·DLS 등 구조화 상품의 변동성 위험을 헤지하기 위해 주로 장외 변동성시장에 참여하고 있으나, 장외시장을 이용할 경우 헤지 비용이 높고, 국내 중소형 증권회사는 참여가 어렵다는 단점이 있음

- 장외옵션시장의 경우 주로 신용등급이 높은 외국계 IB가 주로 참여를 하고 있어, 국내 중소형 증권회사가 참여하는 데에는 제약이 따름
- ELS·ELB를 운용하는 국내 증권회사는 변동성 위험 헤지를 위해 장외시장에서 변동성을 매도해야 하나, 시장쏠림으로 인해 변동성 매도포지션이 구조적으로 고착화되어 변동성이 지속적으로 저평가 되는 현상이 발생하는 등 국내 증권회사의 헤지 비용 증가로 이어지고 있음

마. 구조화상품 헤지의 외사(外社) 의존

□ 상당수 국내 증권사가 ELS·ELB 상품에 대한 헤지운용을 외사에 의존하고 있어 동 시장의 성장이 국내 증권사들의 역량 강화로 연결되는 선순환 구조가 창출되지 못함

- 국내 증권회사의 자체 헤지 비중은 약 30% 내외에 머무르고 있음

- 증권사들이 상품에 대한 헤지운용을 외사에 의존함으로써 자체 상품설계나 헤지운용 역량 강화 보다는 상품 판매에 치중하고 있는 실정임
- 이로 인해 상품 다변화 및 혁신이 일어나기 어려우며, 특정 유형의 상품에 대한 쏠림 현상이 나타나 과당경쟁으로 인한 증권사들의 마진감소로 수익성에 부정적 영향을 미칠 수 있음

2. 중위험·중수익 유형의 펀드 및 개별자산 투자

가. 투자자 인식 부족

- 2008년 글로벌 금융 위기 이후, ELS·DLS 등의 구조화 상품의 규모는 가파르게 증가하고 있으나, 중위험·중수익 유형의 펀드로의 자금 유입은 대체로 정체되거나 증가세가 크지 않음
 - 주식 및 채권 혼합형 펀드, 고배당형 펀드, 하이일드 펀드, 롱숏 펀드 등 중위험·중수익 펀드들의 위험 조정 성과의 우수성에 대한 국내 투자자들의 인식이 부족

나. 투자자산의 국내 쏠림 현상

- 금융자산의 위험을 줄이기 위해서는 해외자산 등에 분산투자가 필요하나, 국내 거주자가 해외 자산에 투자할 수 있는 수단이 부족할 뿐 아니라 비용이 비싸 실질적인 투자에는 한계가 있음
 - 국내에서 해외자산에 투자할 수 있는 수단으로는, 해외주식 및 해외채권형 펀드, 국내 상장된 해외지수 ETF 등이 있으나,

- 연간 운용보수가 비싸고 환위험 등에 노출되어 있을 뿐 아니라, 세계 상 불리한 부분이 있음

다. 중위험·중수익형 장내 금융상품 부족

□ 개인투자자가 적은 비용으로 손쉽게 거래할 수 있는 중위험·중수익 기반의 장내 상품은 채권형 ETF 등을 제외하고는 실질적으로 활성화되어 있지 않음

- 해외에서는 중위험·중수익에 적합한 ETN(Exchange Traded Note), ETC(Exchange Traded Certificate), PPC(Principal Protected Certificate) 등 다양한 종류의 상품이 거래소에 상장되어 있을 뿐 아니라, 거래가 활발하게 이루어지고 있음
- 해외 주요 거래소에는 중위험·중수익 전략을 추구하는 Active ETF, Strategy ETF 등 다양한 펀드들이 ETF를 매개로 하여 상장되어 있음

라. 회사채 유통시장의 미성숙

□ 해외에서는 '예금금리+ α ' 수익을 대표하는 상품으로 하이일드 회사채 펀드가 활성화되어 있으나, 국내에서는 회사채 유통 시장의 미성숙으로 인해 발달되어 있지 못함

- 신용등급이 높은 우량기업 회사채의 경우, 발행 및 유통 시장이 비교적 활성화되어 있으나, 기대수익률이 국채 수익률과 큰 차이가 나지 않아 저위험·저수익 투자 유형에 가까움
- 신용등급이 비교적 낮은 회사채의 경우, 발행과 유통 시장이 미미할 뿐 아니라, 해당 회사채 위험을 헤지할 수 있는 수단이 부족하여 활성화가 되지 않고 있음

마. 세제문제

- 2013년 세법 개정 등의 영향으로, ELS·DLS 및 ELB·DLB 등의 구조화 상품을 포함하여 중위험·중수익 유형에 포함되는 펀드 상품에 대해서 세제 편익이 낮아지고 있음
 - 금융소득이 2천만원⁸⁾을 초과하는 경우, 종합과세 대상이 되어 최고 38%의 세금을 납부해야 함
 - 해외상장 ETF 등 해외자산에 직접 투자를 하는 경우, 양도세로 분리 과세되어 이익의 22%를 납부하면 되나, 국내의 해외지수 ETF 등은 종합과세 대상이 되어 최대 38%를 납부해야 하기 때문에 세제상 차별적인 부분이 있음
 - 따라서 중위험·중수익 상품의 수요를 견인하기 위한 세제 혜택이 재검토 되어야 할 것으로 판단됨

바. 상품접근성 제약

- 중위험·중수익형 금융상품에 대한 투자자의 접근성을 제한하는 요인으로서는 펀드 판매채널의 문제점과 한국형 헤지펀드에 대한 개인투자자 제한 등을 들 수 있음
- 현행 국내 펀드 판매채널은 증권 및 은행과 같은 대형 금융회사에 집중되어 있으며, 계열 자산운용사 펀드 판매비중이 매우 높은 실정임
 - 계열사 펀드 판매에 의존하는 채널중심의 경쟁관행이 지속되면서 수익률 기반의 경쟁구도가 정착되지 못하고 있음

8) 2013년 세법개정 이전에는 금융소득 종합과세 기준이 4천만원이었음

— 이로 인해 투자자 신뢰회복에 걸림돌이 되고 있어 펀드시장 활성화에 큰 제약요인으로 지적됨

□ 룡숏전략을 주로 사용하는 한국형 헤지펀드의 경우, 개인투자자의 최소 가입금액이 매우 높아 실질적인 투자가 불가능한 상황⁹⁾

— 한국의 경우, 개인투자자의 최소 가입금액은 5억원으로 싱가포르(8만달러), 홍콩(5만달러)보다 훨씬 높은 수준임

9) 금융위원회는 최근 전면적인 사모펀드제도 개선방안을 발표하였는데, 동 제도개선방안에는 헤지펀드를 포함한 사모펀드에 재투자하는 공모재간접펀드 허용이 포함되었음

IV. 중위험·중수익 금융상품 활성화 방안

- 중위험·중수익 금융상품 활성화를 위해서는, 금융상품투자를 통해 저금리, 고령화에 대비한다는 투자자 인식이 제고되어야 하며, 투자자수요를 발굴하고 충족시키는 금융상품 및 서비스를 제공하려는 금융투자회사의 적극적인 노력이 전제되어야 함
 - 저금리, 고령화에 대비한 투자수익의 달성을 위해서는 투자자산·상품의 선택과 투자위험의 효과적 관리가 중요하다는 점에서,
 - 간접투자, 장기투자, 구조화 특성의 중위험·중수익 금융상품의 필요성이 있고, 금융투자회사의 역할과 역량이 중요

- 중위험·중수익 금융상품을 통해, 투자자들은 안정적인 투자수익을 확보하는 한편, 금융투자회사의 경쟁력이 강화될 수 있으며, 나아가 경제 내 자원배분 효율성이 제고되고 위험분산을 통해 기업성장의 동력을 만들어 낼 수 있을 것

- 중위험·중수익 금융상품의 활성화가 이러한 경제의 선순환 구조로 이어질 수 있도록 제도적 장애요인을 해소하는 것이 필요

- 이하에서는 중위험·중수익 금융상품 활성화를 위한 제도적 개선사항을 ①새로운 중위험·중수익 금융상품 도입, ②기존 중위험·중수익 금융상품 활성화, ③중위험·중수익 금융상품 관련 인프라 개선, ④자산관리서비스 및 판매시장 활성화, ⑤중위험·중수익 금융상품 과세체계 개선의 순으로 제시하도록 함

1. 새로운 중위험·중수익 금융상품 도입

가. ETN(Exchange Traded Note) 도입

1) 상품 개요

- ETN은 사전에 정한 기초지수의 수익률을 추종하는 거래소 상장 상품으로, 증권회사 등의 발행회사가 자신의 신용으로 수익률 지급을 약속하는 무보증 채권을 뜻함
 - ETF와는 달리, 자사운용회사가 운용하는 것이 아니라, 증권회사가 직접 발행 및 운용을 담당하기 때문에 발행회사가 부도위험에 처할 경우 투자자는 원금 손실이 발생할 수 있음

- ETN은 ETF와 달리, 추적오차가 존재하지 않으며, 만기가 존재하여 만기시점에 투자자에게 약속한 금액을 지급하고 상장 폐지됨
 - ETN의 만기는 15년~30년이며 경우에 따라 채권과 유사하게 매시점 쿠폰을 지급하는 상품도 존재함

- ETN의 기초자산은 상품지수, 변동성지수, 환율, MLP(Master Limited Partnership)¹⁰⁾ 등으로 ETF가 주로 주가지수 및 채권지수 등을 벤치마크 지수로 하는 것과는 구별되고 있음(<표 IV-1>)
 - 동일한 기초지수에 대해서 ETN과 ETF 상품이 존재하기도 함

- ETN의 경우 운용보수가 연평균 0.5~1.5% 내외로 ETF에 비해 소폭 높은 편임

10) MLP는 Master Limited Partnership의 약자로, 마스터합자회사로 불리고 있으며 주로 에너지 인프라 등에 투자하는 유한책임회사를 관리하고 지분을 주식처럼 거래하는 것을 말함

- ETF의 연간 운용보수는 0~1% 내외이며, 거래가 활발한 ETF의 경우 대부분 0.5% 미만임

<표 IV-1> ETN과 ETF의 비교

	ETN	ETF
운용사	증권회사	자산운용회사
기초자산	상품지수, 변동성지수, 통화지수, MLP 등	주가지수, 채권지수 중심
추적오차	없음	존재함
신용위험	발행회사 부도시 손실 발생	자산운용사가 부도나더라도 펀드 손실은 제한됨
운용보수	0.5~1.5% 내외	0~1.0% 내외
만기	15~30년	없음

- ETN은 2006년 미국 NYSE Arca 거래소에 처음 상장이 되었으며, 2013년 기준, 200여 종목이 상장되어 약 \$20 bn 규모의 시가총액을 보이며 활발히 거래되고 있음
 - 캐나다의 토론토 거래소, 영국의 런던증권거래소, 독일의 프랑크푸르트 거래소, 일본의 도쿄증권거래소 등에 ETN이 도입되어 비교적 활발히 거래가 이루어지고 있음

2) 도입 필요성

- ETN은 벤치마크지수를 추종하는 상품으로, 기초지수가 주가지수보다 위험이 높지 않다면, 투자자에게 “예금금리+a” 기대수익률을 제공하는 중위험·중수익 상품으로 적합할 수 있음
 - ETN은 ELW와는 달리 레버리지가 내재되어 있지 않으며, 대부분 기초지수 수익률의 1배를 추종하고 있음
 - 장내 옵션과는 달리, 원본 초과 손실 가능성이 없음

- 중위험·중수익형 ETN에 적합한 상품으로는 “롱숏전략 ETN, 커버드콜 ETN”, “해외부동산지수 ETN”, “에너지 인프라 MLP (Master Limited Partnership) ETN” 등이 있음
 - 미국에서 거래가 활발한 “VIX(변동성지수) ETN”은 주가지수보다 가격변동성이 높을 뿐 아니라, 기초지수와 괴리율이 높아 고위험·고수익 상품으로 볼 수 있음
 - 단, 국내 VKOSPI ETN이 도입될 경우, ELS·DLS 등 다양한 중위험·중수익 상품들의 변동성 위험을 헤지하기가 용이해짐
 - 만기가 15~30년 이상인 ETN의 경우, 발행회사의 신용등급이 낮을수록 부도위험에 크게 노출될 수 있음

- ETN을 통해 전세계 상품지수, 부동산지수, 환율, 인프라 등 해외 자산에 손쉽게 투자할 수 있어 중위험·중수익 금융상품 다양화에 기여할 수 있음
 - 한국의 국내 투자자는 부동산, 예금, 그리고 국내 주식 등에 주로 투자하고 있어 국내 경기 변화에 따른 자산 가격 변동 위험에 크게 노출되어 있기 때문에 해외 자산의 분산 투자를 통해 포트폴리오 위험을 줄일 필요가 있음
 - 기존 해외 상품은 거래비용이 높고 접근성이 낮아 국내 투자자가 직접 투자하는데 한계가 있었으나, ETN이 도입되면 낮은 거래비용으로 손쉽게 거래소를 통해 매매가 가능함

- 상장지수채권이 도입될 경우, 과거 장외시장에서 거래되어왔던 지수연계 구조화상품을 장내 상품으로 유도하여, 불완전판매 개연성, 가격 투명성 저하, 시스템 리스크 전이 위험 등의 우려를 최소화하는 등, 금융소비자 보호에도 기여를 할 것으로 판단됨
 - 유동성공급자가 원활하게 매수 및 매도 호가를 제공하는 경우, 투자자는 저렴한 비용으로 환매가 가능할 수 있음

- ETN은 증권회사가 발행 및 운용을 담당하는 상품으로, 다양한 수익구조를 가진 상품을 제공할 수 있기 때문에 일반 투자자의 투자기회집합을 확대시킴으로써, 금융혁신에 큰 기여를 할 것으로 판단됨
- ETN은 ETF와 유사한 기초자산을 추종할 수 있으며, ELS와도 유사한 수익구조를 제공할 수 있기 때문에 ETN과 ETF, ETN과 ELS간의 경쟁유도를 통해 금융투자상품의 건전한 발전을 도모할 수 있음

나. 중위험·중수익형 **Strategy ETF** 및 **Active ETF**의 도입

- 롱숏전략 등 ‘예금금리+α’ 수익률을 목표로 하는 전략형 펀드가 ETF를 통해 상장될 경우, 투자자는 적은 비용으로 중위험·중수익 포트폴리오에 투자할 수 있을 것임
 - 해외에는 섹터 ETF 롱숏 전략, 130/30 전략 ETF, 커버드 콜 (covered call) ETF, 불-베어 스프레드(bull-bear spread) ETF 등 중위험·중수익에 적합한 다양한 전략형 ETF들이 상장되어 거래되고 있음
 - 국내에서 ‘예금금리+α’ 수익을 목표로 하는 ETF가 활성화되기 위해서는 파생상품 위험평가액 개선 등의 규제 완화가 필요함
- 신흥국 채권, 회사채, 부동산지수 등 중위험·중수익에 적합한 기초자산을 벤치마크로 하는 Active ETF를 도입할 경우, 투자자는 적은비용으로 손쉽게 ‘예금금리+α’ 수익률 상품에 투자할 수 있을 것

- Active ETF를 운용하는 회사는 거래 전략의 전부를 노출시킬 수 없기 때문에, 특정 시점마다 편입 포트폴리오의 일부에 대하여 보유 자산 및 편입 비중을 공개하여 투명성을 높일 수 있음

다. 회사채 ETF의 활성화

- 회사채 ETF의 도입을 위해서는 관련 기초자산지수의 정확성과 회사채시장의 유동성이 뒷받침되어야 하므로 낮은 신용등급 회사채를 활용한 ETF 상품화는 현실적으로 용이하지 않음
- 반면, 우량등급 회사채의 경우 발행물량과 유통시장의 유동성이 높아 ETF 상품화를 위한 요건이 충족되어 있다고 볼 수 있음
 - 최근 국내 회사채 시장 여건에서 우량등급은 AA 이상이 해당됨
- 우량등급 회사채 ETF 도입시 레버리지를 적용하여 수익률을 제고함으로써 중위험·중수익에 적합한 상품특성을 갖추도록 해야 할 필요성이 있음
 - 회사채 시장의 경우 원화파생상품 시장이 도입되지 않아 파생상품을 활용한 레버리지는 쉽지 않음
 - 펀드 편입 우량 회사채를 담보로 하여 RP를 활용하면 일정 부분의 레버리지가 가능할 수 있음
- 회사채 ETF 시장의 활성화를 위해서는 회사채 유통시장의 개선이 선행되어야 함
 - 100억 단위의 회사채 거래 관행을 10억 단위로 낮추어, ETF 헤지 운용을 위한 채권 거래 수월성이 확보되어야 함

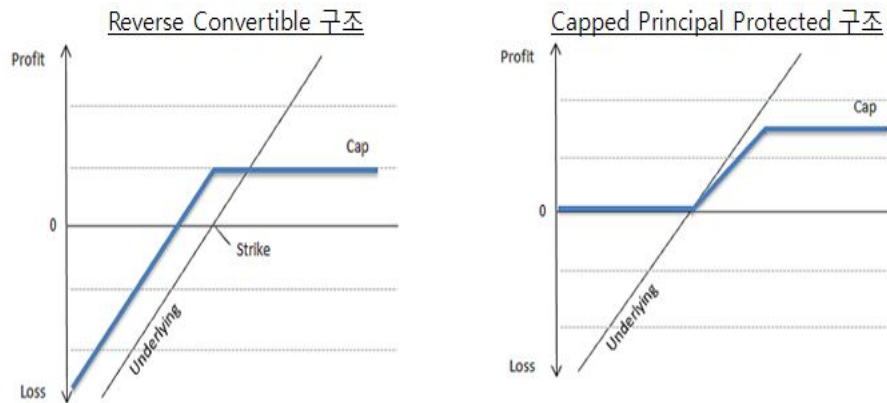
2. 기존 중위험·중수의 금융상품 활성화

가. ELS·DLS시장 활성화 및 보완

1) ELS·DLS 상품의 장내화 유도

- ELS·DLS 상품들 중에서 상품구조가 단순하고 표준화가 용이한 상품들을 ETC(Exchange Traded Certificate) 형태로 거래소에 상장시킴으로써 헤지거래의 투명성 및 환매의 신뢰성을 제고할 필요가 있음(<그림 IV-1> 참조)
 - 특히 ELS의 경우, 거래소 상장을 통해 현재의 불투명한 환매위험의 해소를 기대할 수 있으며, 소액투자자의 투자접근성 제고 및 거래비용의 절감 효과도 기대할 수 있음
 - ELS 상품의 거래소 상장을 위해서는 발행사가 공정하고 투명한 기준가격을 제시하도록 의무화해야 할 것이며, 이에 기초한 시장매매를 통해 환매의 용이성 및 신뢰성을 제고할 수 있음
 - 시장 유동성 향상을 위해서는 유동성공급자(LP) 제도를 도입할 필요가 있는데, LP의 위험관리를 위해서는 발행증권사의 자체 헤지운용이 필수적임
 - 따라서 ELS 상품을 거래소에 상장시킴으로써 국내 발행사들의 자체 헤지운용에 대한 인센티브를 강화하는 효과를 기대할 수 있음

<그림 IV-1> ETC 상품의 수익구조 예시



2) ELS·DLS 발행회사의 신용위험 축소 방안

- 기존 공모형 ELS·DLS 상품 또는 동 상품의 거래소 상장 시 발행사 신용위험 축소를 위해 발행사가 투자자에게 자율적으로 담보를 제공하는 방안을 고려할 수 있음
 - ETF와 달리 ELS·DLS에서는 편입자산에 대한 소유권이 발행사에게 있어 발행사 도산 시 투자자의 원금손실이 불가피함
 - ELS·DLS 발행사가 투자자에게 투자금액의 일정부분을 커버할 수 있는 담보를 제공한다면 투자자 보호를 강화할 수 있을 것임

3) ELS·DLS의 상품구조 다양화

- 현행 ELS·DLS 상품은 원금보장형과 원금비보장형으로만 구분되어 있어 투자자에게 다양한 위험·수익구조를 제공하지 못함
 - 원금부분보장형 ELS·DLS 상품을 통해 일정 비율 이상의 원금을 보장함으로써 중위험·중수익형 상품 특성을 보완할 수 있음

나. 중위험·중수익형 대체펀드 활성화: 부동산펀드 및 REITs

□ 현행 부동산펀드 및 REITs는 자본조달방식에 있어 사모형에 크게 편중해 있어, 부동산 간접투자 제도 도입 취지를 살리고 최근 늘어나고 있는 일반투자자의 수요에 부응하기 위해 공모펀드를 활성화할 필요가 있음

- 금융투자협회 통계에 따르면, 2013년 10월 기준 총 460개의 부동산펀드 중 사모형이 432개로 94%의 비중을 차지하는 것으로 나타남
- REITs의 경우에도 KDI(2012)에 의하면 2011년 말 누적기준, REITs의 지분투자액 중 일반공모는 10%에 불과함
- 이와 같이 공모형에 비해 사모형의 비중이 높은 이유는 자금모집 절차, 운용제도, 공시제도 등 공모형이 사모형에 비해 많은 비용을 유발함에도 불구하고 공모형에 대한 추가적인 세제혜택이 없어 자금모집 수월성이 높은 사모형식이 선호되기 때문임(이현, 2012)
- 부동산펀드 및 REITs에 대한 일반투자자의 인식 부족과 투자 규모가 크다는 점 또한 사모형 자금모집 편중의 원인으로 작용했음
- 따라서 부동산 간접투자 제도의 도입 취지를 살려 일반 투자자에 대한 투자기회를 확대하고, 개인의 투자자금이 부동산 산업의 안정적인 자금공급원으로 기능하기 위해서는 공모형 자금모집에 대해 세제지원과 차별적인 혜택이 필요함

□ 개별 물건에 대한 투자 규모가 큰 부동산 투자의 특성상 수익률의 안정성을 제고하고 분산투자를 통한 효율적 위험관리를 위해서, 부동산펀드 및 REITs 모두 대형화 및 투자자산 다양화가 필요함

- 부동산펀드의 경우 그 규모가 영세하거나 한 두 개의 특정 물건이나 프로젝트에 투자하는 방식으로 운영되고 있음(KB금융지주, 2013)

- REITs의 경우 투자자산 중 70% 이상이 오피스에 집중되어 있음(한국리츠협회, 2013)
- 주식 또는 채권과 같은 전통적 투자의 위험관리와 마찬가지로 부동산 투자 또한 개별 물건에 대한 과도한 집중을 지양하고, 효율적인 투자 포트폴리오의 구축이 필요함

□ 부동산펀드와 REITs부동산투자회사는 경제적 실질에는 차이가 없음에도 불구하고 이원화된 법규제를 받기 때문에 비효율이 존재하며, 규제법령의 일원화 등 통합된 관리체계 구축이 필요함

- 현재 부동산펀드와 REITs는 각각 자본시장법과 부동산투자회사법에 의해 규율을 받고 있으며, 법적 형태, 최저자본금, 주식분산의 무, 투자대상 등의 측면에서 많은 차이가 있음
 - 예를 들어, 법적 형태에 있어 REITs는 주식회사만이 허용되어 있는 반면, 부동산펀드는 투자신탁, 주식회사, 유한회사, 합자회사, 투자조합, 투자익명조합 등 다양한 형태를 허용하고 있음
- 법체계 중복으로 인한 관리의 불편함, 투자자의 혼란 및 보호수준의 차이, 사회적 자원배분의 비효율성 등의 문제가 지적되고 있음
- 부동산펀드와 REITs의 통합관리체계 구축에 관해서는 보다 심도 깊은 논의가 필요한 상황
 - 자본시장법의 규제 내용이 펀드의 운용 및 관리에 적합하다는 관점이 우세하나, 자본시장법이 증권펀드를 대상으로 하기 때문에 특수성이 보다 강조되는 개별법에 의한 부동산투자회사의 특성을 적절하게 반영하지 못할 수 있다는 지적이 있기 때문에 폭넓은 논의가 필요

다. 해외 금융상품 투자접근성 제고

□ 해외 금융상품에 대한 투자는 분산투자 측면에서 중위험·중수익 투자목표 달성을 위해 중요한 역할을 할 수 있음

- 현행 해외 상품에 대한 투자는 주로 해외 주식 및 채권펀드와 직접 투자를 통해 이루어지고 있어, 높은 운용보수와 접근성 제한이라는 한계점을 가지고 있음
- 해외지수 ETF에 대한 교차상장을 통해, 일반 투자자는 저렴한 비용으로 손쉽게 해외 자산 포트폴리오에 투자할 수 있음
 - 해외지수 ETF 교차상장 시 국내 투자자들의 해외 지수에 대한 투자를 용이하게 할 뿐만 아니라 국내 금융투자회사들의 해외 시장 진출을 통한 국제경쟁력 강화에도 긍정적 역할을 할 수 있음
 - 해외지수 ETF 교차상장과 국내 해외자산 추적 ETF 모두 해외 상장 ETF에 대한 직접 투자 대비 세제상 불리한 측면이 있어 이에 대한 제도적 개선이 필요한 상황임

라. 하이일드 채권펀드 활성화

- 중위험·중수익에 적합한 하이일드 회사채펀드 활성화를 위해서는 세제혜택이 적극적으로 검토되어야 함
 - 개인투자자 자금유입에는 세제혜택이 효과적인 지원책이 될 수 있어 혜택조건을 펀드활성화에 적극 부합하도록 제한할 필요가 있음
 - 공모형 펀드로 그 범위를 제한할 필요가 있으며, BBB 이하 등급 회사채에 대한 높은 편입비율을 강제할 필요가 있음 (예: 30% 이상)
 - 회사채 거래가 100억 단위이므로, 펀드의 규모요건이 요구됨 (예: 5,000억원)
 - 거액재산가가 주로 참여한다는 점을 고려해 제도의 실효성을 높이기 위해 충분한 규모의 투자한도를 설정할 필요가 있음 (예: 1억원 이상)
- 펀드의 포트폴리오 효과를 높이기 위해서는 펀드의 위험관리 방식을 최저투자등급제한 보다 펀드신용평가로 전환할 필요가 있음

- 제도적 기반은 이미 갖춰져 있으나, 평가를 위한 펀드정보의 제공 범위에 대한 제약으로 아직 실행되지 않고 있음
- 규제와 관련해서는 펀드 환매연기 기준을 완화하고, 신규 회사채에 대한 관계인 인수제한을 폐지해야 할 필요성이 있음

□ 담보부사채 활성화를 통해 하이일드 펀드시장의 수익-위험구조 다양성을 제고해야할 필요가 있음

- 현행 담보부사채신탁법에서는 실질적으로 부동산만이 담보로 활용될 수 있으므로 동산, 채권 등의 담보제공이 용이해질 수 있도록 관련 제도를 정비할 필요가 있음

3. 중위험·중수익 금융상품 관련 인프라 개선

가. 중위험·중수익형 기초자산지수 개발 및 헤지수단 보완

1) VKOSPI 선물 도입

① 상품 개요

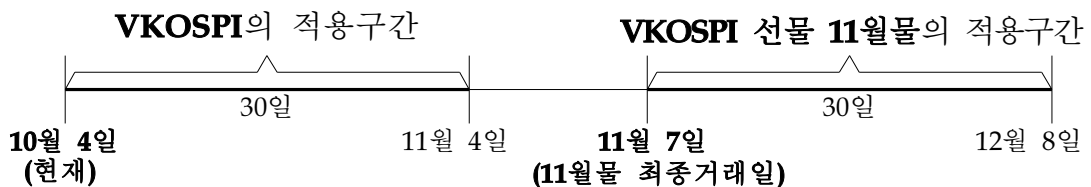
□ VKOSPI 선물은 한국의 변동성지수인 VKOSPI 지수를 기초자산으로 하는 선물로, 만기에 정해진 가격으로 미래의 옵션 변동성에 내재되어 있는 VKOSPI 지수를 사거나 파는 계약을 뜻함

- 미래에 변동성이 올라갈 것으로 예상되는 경우, VKOSPI 선물을 매수하면 변동성 상승 시 수익을 거둘 수 있음
- 반대로, 미래의 변동성이 하락할 것으로 예상되면, VKOSPI 선물을 매도하여 변동성 하락 시 수익을 거둘 수 있음

- VKOSPI 선물은 일반 상품선물 또는 금융지수 선물과는 달리, 기초자산의 실질적 보유가 불가능하기 때문에, 보유비용(Cost-Carry) 모형으로는 이론 가격 산출이 불가능함
 - VKOSPI 선물의 이론가격 산출에 대한 객관적인 표준 모델이 없기 때문에 이론가격과 선물가격 차이를 이용한 차익거래가 쉽지 않을 수 있음

- 일반적으로 변동성지수 선물과 변동성지수는 양의 상관관계가 높은 것으로 알려져 있으나, 다른 선물 상품들에 비해서는 기초자산과의 상관관계가 낮은 편임
 - VKOSPI 선물은 최종 거래일의 VKOSPI 지수에 대한 예측치이기 때문에, 현재 시점의 VKOSPI 지수와는 항상 같은 방향으로 움직이는 것이 아님
 - 예를 들어, 아래 <그림 IV-2>에서와 같이 10월 4일 VKOSPI와 VKOSPI 선물이 각각 15.00p, 20.00p 이라고 할 때, 15p의 VKOSPI는 10월 4일부터 11월 4일 동안 30일간의 KOSPI200 지수 변동성의 기대치가 15%를 뜻하며, 20.00p의 VKOSPI 선물은 11월 7일부터 12월 8일까지 30일 동안 KOSPI200 지수 변동성의 기대치가 20%임을 뜻함

<그림 IV-2> VKOSPI와 VKOSPI 선물의 예시



자료: 한국거래소

□ 미국 CBOE 거래소에서는 2004년 최초의 변동성지수 선물인 VIX를 도입하였으며, 최근에는 일평균 10만계약 내외의 거래량을 보이며 비교적 활발히 거래가 이루어지고 있음

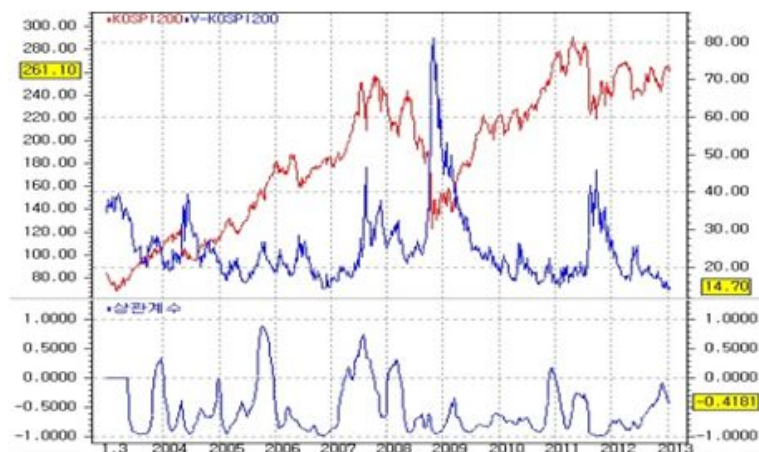
— 최근 독일의 EUREX 거래소, 일본의 오사카 거래소, 홍콩거래소 등에서 변동성지수 선물을 상장하였음

② VKOSPI 선물 도입 필요성

□ KOSPI 지수와 VKOSPI 지수는 음의 상관관계를 가지기 때문에, VKOSPI 선물 매입 거래를 통해 KOSPI 지수의 하락 위험을 헤지할 수 있음

— 아래 <그림 IV-3>에서 볼 수 있듯이, KOSPI 지수와 VKOSPI 지수와의 상관계수는 -0.5 내외로, 음의 상관관계가 높은 것으로 알려져 있음

<그림 IV-3> KOSPI 지수와 VKOSPI 지수의 상관관계



자료: 코스콤

- ELS·DLS를 발행하는 증권회사는 기초자산의 변동성 변화 위험에 크게 노출되어 있으나, 이러한 위험을 헤지할 수 있는 수단은 거의 없음
 - ELS·DLS 상품은 대체로 기초자산의 변동성이 하락하는 경우, 발행 회사가 손실을 보기 때문에 변동성 변화 위험을 효과적으로 관리하는 것이 무엇보다 중요함
 - VKOSPI 선물은 ELS·DLS에 대한 헤지 수단의 역할을 수행할 수 있음

- 변동성지수는 주가지수 등과 음의 상관관계를 가질 뿐 아니라, 기초자산의 급락 시 매우 가파르게 상승하는 경향이 있기 때문에 극단적 사건 발생 위험을 헤지하는 데 유용함
 - 장내 파생상품 시장에서는 극단적 사건 발생과 관련한 꼬리 위험 (Tail Risk)을 헤지할 수 있는 수단이 마땅치 않음

- 해외 거래소에는 변동성지수 옵션, 변동성지수 ETN, 변동성지수 ETF, 그리고 변동성지수 구조화상품 등 변동성지수를 기초로 한 다양한 금융투자상품이 상장되어 활발히 거래되고 있음
 - VKOSPI 선물이 도입될 경우, 금융투자회사는 VKOSPI와 연계된 상품의 헤지운용이 가능하기 때문에 VKOSPI ETN 등 다양한 구조를 가진 연계 금융투자상품의 도입이 가능할 것임

2) 중위험·중수익 투자전략 활성화를 위한 파생상품 도입

- 섹터지수선물을 도입할 경우, 룡샷 전략, 특정 섹터지수 추종 전략 등 '예금금리+ α ' 전략을 추구하는 중위험·중수익 유형의 전략을 활성화하는 수단을 제공해줌

- 미국 S&P 섹터지수 선물, 독일 STOXX 섹터지수 선물, 일본 TOPIX 섹터지수 선물 등이 상장되어 비교적 거래가 활발함
 - 섹터 포트폴리오를 보유하고 있는 투자자에게 정교한 헤지 수단을 제공할 수 있음
- 장기국채선물을 도입할 경우 장기국채보유 전략 등 장기채 관련한 중위험·중수익 전략을 활용하는데 효과적인 수단을 제공할 뿐 아니라 장기채 보유 투자자에게 위험관리 수단을 제공할 수 있음
- 최근 20년 만기 및 30년 만기 국채가 발행되는 등 기관투자자의 장기채 포트폴리오 비중이 증가하고 있어, 장기국채선물을 통한 금리 상승 위험을 헤지하려는 수요가 증가하고 있음
 - 미국 CME 거래소에 30년 만기 국채 선물이 상장되어 비교적 활발히 거래되고 있음

3) 중위험·중수익형 구조화 상품 활성화를 위한 제도 개선

- ELS·DLS를 포함해 다양한 유형의 중위험·중수익형 구조화 상품 개발을 촉진하기 위해 KOSPI200 옵션 시장의 구조 개선과 ELW 시장의 정상화가 필요함
- KOSPI200 장내 옵션시장의 경우에는 최장 만기와 행사가격의 범위를 확장함으로써 국내 증권사들의 구조화 상품 헤지운용 수월성을 제고해야 함
- ELS·DLS 등 구조화 상품의 만기는 2.5~3년으로 비교적 길어, 만기가 최대 6개월인 KOSPI200 옵션으로는 해당 구조화 상품의 변동성 변화 위험을 헤지하기가 어려움

- 미국 S&P 500 옵션, 독일 STOXX 옵션, 홍콩 HSCEI 옵션, 일본 NIKKEI 225 옵션의 만기는 2~5년으로 비교적 길어, 만기가 긴 구조화 상품들의 위험을 헤지하기가 수월함

□ 현재 정상적인 시장기능을 수행하지 못하는 ELW 시장을 정상화 함으로써 다양한 구조화 상품을 통한 위험관리가 가능하도록 함으로써 구조화 상품 시장의 쏠림현상 완화와 국내 금융투자회사들의 다양한 구조화 상품 개발 능력을 제고할 수 있음

- ELW의 경우 투자자보호 원칙을 훼손하지 않는 범위에서 LP 제도와 관련한 제도개선을 적극적으로 모색할 필요가 있음

□ 구조화 상품을 헤지 운용하기 위해 외가격 옵션, CDS(신용파생상품) 등을 주로 활용해야 하나, 해당 상품들의 경우 NCR 산정식이 BIS보다 보수적으로 계산되어 구조화상품 헤지운용에 제약이 따름

- NCR에서는 BIS와는 달리, 깊은 외가격 옵션에 대해 시장위험액 가중치를 부여하고 있음
- NCR에서는 CDS 상계와 관련해서 BIS보다 보수적으로 적용하고 있어 신용위험액이 과다 산출될 수 있음

나. 구조화상품 정보제공 플랫폼 구축

□ ELS·DLS 파생결합증권 신고서에는 기준가격 변동에 영향을 미치는 요인별 위험이 명시되어 있으나, 일반투자자가 복잡하고 다양한 상품구조에 대한 위험 정도를 객관적으로 이해하기는 현실적으로 어려움

- 일반투자자가 ELS·DLS 상품의 위험 요인을 알기 쉽게 제공받을 수 있도록 제도개선이 요구됨
 - 기초자산의 하락 및 발행사의 도산으로 인한 원금 손실 가능성 및 조기환매시 환매 수수료율 등을 투자자가 알기 쉽게 제공되도록 해야 함
 - ELS/DLS 투자권유 단계에서, ELS/DLS 상품들 간 비교 제시를 통해 원금 손실 가능성 및 환매기준에 대한 객관적인 위험 정보를 별도 항목으로 투자자에게 제시하고, 이를 자필확인 및 녹취 등을 통해 확인을 강화하는 것이 필요함

- 더 나아가서는 ELS·DLS 상품의 기대수익과 위험, 발행사의 신용 위험 등을 요약하여 투자자에게 제공하는 정보제공 플랫폼 도입을 검토할 필요가 있음
 - 유럽 파생상품 그룹(European Derivatives Group: EDG)의 해외사례를 참고할 필요가 있는데, EDG에서는 독일, 스위스 및 오스트리아의 50만개 이상의 구조화 상품들에 대해 VAR(Value at Risk)에 기초한 위험등급을 산정하여 제공하고 있음
 - EDG에서는 위험등급 산정과 함께, 비용, 거래, 발행사의 신용등급 등에 따라 구조화 상품의 품질평가를 수행하고 있으며, 위험등급과 품질평가를 종합적으로 고려하여 구조화 상품의 등급을 제시하고 있음

- 이와 같은 정보제공 플랫폼을 통해 ELS·DLS의 발행 및 조기상환과 관련한 정보를 비교하여 제공함으로써 투자자 보호 효과도 기대할 수 있음
 - ELS·DLS의 발행 및 조기상환 정보가 특정 투자자에게만 전달될 경우, 헤지물량 정보의 비대칭성으로 인해 시세조종과 관련한 불공정 거래의 개연성이 존재함

- 현재 ELS·DLS의 발행 및 조기상환과 관련한 통계는 금융감독원, 한국예탁결제원 및 금융투자협회에서 비정기적으로 제공하고 있으나, 통계의 일관성 및 구체성 부족으로 인해 이를 일반투자자가 활용하기에는 한계가 있음

4. 자산관리서비스 및 판매시장 활성화

가. 자산관리시장 활성화

- 중위험·중수익형 금융인프라 확충을 위해서는 개별 상품 단위의 시장활성화와 함께 중위험·중수익 투자목표 달성을 지원할 수 있는 자산관리시장이 뒷받침되어야 함
 - 금융상품이 복잡 다양해짐에 따라 효과적인 포트폴리오관리 및 위험관리를 위한 자산관리 및 투자자문서비스에 대한 투자수요가 증가할 것으로 전망됨
- 현재 국내 자산관리시장은 은행의 프라이빗뱅킹(Private Banking: PB), 증권사의 웰스매니지먼트(Wealth Management: WM), 보험사의 종합자산관리사(Financial Planner: FP)를 중심으로 구성되어 있음
- 하지만 아직까지 국내 자산관리시장의 현황은 자산관리 서비스의 정의와 범위가 금융회사 및 고객 입장에서 모두 정확하게 정립되어 있지 않은 상황으로, 상품판매를 통해 주요 수익이 발생하는 구조를 가지고 있음

- 금융회사마다 사업의 정의가 다르며, 고객들 또한 자산관리가 무엇인지에 대한 인식 및 이해가 높지 않음
 - 자산관리시장의 주요 수익창출이 서비스 제공에 따른 보수(fee)가 아닌 상품판매에 따른 수수료를 기반으로 이루어지고 있음
- 향후 자산관리 서비스는 금융상품 간 투자배분에 제한되지 않고 생애주기에 따른 금융자산 관리라는 포괄적인 개념으로 확장하여 접근해야 하며, 이를 위해서는 투자자의 인식 전환과 함께 서비스 공급 측면에서 다음과 같은 제도적 보완이 필요함
- 인구고령화 및 저성장·저금리 기조로 인한 생애 금융자산관리에 대한 불확실성 증가와 함께 상품의 다양성과 복잡성 증가로 인해 자산관리 서비스에 대한 질적 변화가 요구될 전망
- ‘상품’이 아닌 ‘서비스’ 중심으로 시장구조를 전환하기 위해서는 자산관리 및 자문에 대한 보수 수취가 가능하도록 제도를 변경할 필요가 있음
- 현재 자산관리 업무에 대한 보수에 있어 개별 상품에 대한 보수(asset management fee)는 가능하지만 포트폴리오 자문 및 관리에 대한 보수(portfolio fee)는 제도 상 가능하지 않음
 - 효율적 금융자산 관리를 위한 법률 및 세금 관련 자문도 자산관리 서비스 범주로 편입되어야 함
- 포괄적인 자산관리 서비스 제공을 위해, 동 서비스에서 취급할 수 있는 상품에 대한 제한을 대폭적으로 완화할 필요가 있음
- 현재는 금융기관 별로 자산관리 서비스의 취급대상 자산에 제한이 있음

- 예를 들어, 증권사의 대표적인 자산관리 서비스인 랩어카운트의 투자대상은 금융투자상품으로 제한되어 있어 부동산, 보험 등 종합적인 자산관리 서비스를 제공하는 데 한계가 있음

나. 펀드 판매채널 다양화-펀드슈퍼마켓

1) 펀드슈퍼마켓 설립 추진 현황

- 현행 펀드 판매채널의 범위가 한정되어 투자접근성 및 펀드선택에 제약요인으로 작용함에 따라 모든 자산운용사의 펀드를 차별 없이 판매하는 온라인 펀드 판매채널인 펀드슈퍼마켓 설립이 추진 중에 있음
 - 2013년 9월 25일에 47개 자산운용사들이 공동출자하여 “(주)펀드온라인코리아”가 설립되었으며, 금융위원회 인가를 거쳐 2014년 3월 중에 업무를 시작할 예정임

2) 펀드슈퍼마켓의 문제점

- 현행 금융실명제법에서는 펀드슈퍼마켓이 직접 계좌를 개설할 수 없어 계좌개설시 실명확인에 따른 불편이 예상되며, 펀드의 다양성 및 복잡성 증가로 인해 일반 투자자들의 펀드선택에 어려움이 따를 것으로 전망됨

3) 펀드슈퍼마켓의 제도적 보완점

- 금융실명제 본래의 취지를 훼손하지 않는 범위에서, 펀드슈퍼마켓의 실명확인 불편을 완화하는 제도개선이 필요함

- 예를 들어, 금융실명제법 개정 없이도 가능한 ‘가상연결계좌의 이종 금융회사간 개설’ 허용 등을 고려할 수 있음
- 금융지식이 부족한 투자자들을 대상으로 투자자문 서비스가 제공될 수 있도록 뒷받침해야 할 필요가 있으며, 이를 위해서는 독립 투자자문업제도 도입 등과 같은 제도개선이 요구됨
- 독립투자자문업제도 도입시 불완전판매 및 손실책임 등의 문제점이 야기될 수 있으므로 투자자문업자의 자격요건·감시감독 및 수수료 체계의 공시, 이해상충가능성 방지 등을 통해 투자자보호 및 투명성을 제고할 수 있는 제도적 장치가 선결되어야 할 것임¹¹⁾
- 중·장기적으로 중위험·중수익 금융투자상품의 판매 및 자산관리 활성화를 위해 펀드슈퍼마켓을 전술한 자산관리 서비스 시장과 연계시킴으로써, 펀드슈퍼마켓이 종합자산관리 플랫폼의 역할을 수행하도록 발전시킬 필요가 있음
- 펀드만을 자문, 판매하는 펀드슈퍼마켓은 다양성 충족 측면에서 한계를 가지고 있으므로 펀드, 연금 및 기타 투자상품 등을 종합적으로 판매할 수 있도록 확대할 필요가 있음
 - 또한 자산관리 서비스가 연계되어 제공될 수 있도록 함으로써 펀드슈퍼마켓을 생애자산관리 플랫폼으로 확대 발전될 수 있도록 해야 할 것임

11) 미국의 경우, 2011년 6월 투자자문업자법(Investment Advisors Act)의 개정을 통해 기존 감독 면제대상이었던 소규모 투자자문사들(고객수 15인 미만)도 규제 대상에 포함된 바 있음(금융투자협회, 2012)

5. 중위험·중수의 금융상품 과세체계 개선

가. 세제정책의 기본 방향

- 글로벌 금융위기와 고령화 복지기반 확충 과정에서 국내 세제정책은 재정의 장기적인 건전성 확보를 위해 조세 감면 및 비과세 혜택을 대폭 축소하는 방향으로 기조변화를 모색 중
 - 2009년 말 이전에 가입한 장기주식형 펀드에 한해, 소득공제 혜택이 있었으나, 2012년 말 이후 관련 세제 혜택이 종료됨
 - 2013년, 금융소득 종합과세 기준이 4천만원에서 2천만원으로 낮아졌음

- 기존 비과세 및 조세감면 혜택이 금융산업에서 상품과 서비스 및 특정 부문의 시장활성화에 크게 기여해온 것이 사실임
 - 금융산업이 가계의 노후자산 축적과 직결되어 있다는 점을 감안할 때 세제정책의 후퇴로 인한 금융산업의 기회손실은 결국 노후자산의 비효율적 축적으로 이어질 수 있음

- 따라서 선택과 집중을 통해 핵심 부문에 대해서는 기존의 비과세와 조세감면 혜택이 유지 및 강화될 필요가 있음
 - 첫째, 고령화에 대응하여 장기투자를 통해 가계부문의 안정적 노후자산 축적을 목표로 하는 금융상품에 대한 세제혜택을 확대해야 할 것임
 - 둘째, 금융상품을 통한 가계의 자산축적 효율성은 결국 국내 금융투자회사들의 역량에 의존하는 바가 크므로, 세제혜택은 가능한 국내 금융투자회사들의 경쟁력 강화를 유도하는 방향으로 이루어져야 할 것임

나. 장기투자 금융상품에 대한 세제혜택

- 자본시장 선진화와 실물경제에 대한 안정적 자본 공급에 기여할 수 있는 장기투자 및 장기투자 금융상품에 대한 세제혜택은 확대될 필요가 있음
 - 장기투자는 자본시장 측면에서, 기관투자자 활성화를 통한 국내 금융투자회사들의 역량강화와 자본시장의 변동성 완화라는 긍정적 역할을 수행함
 - 또한 장기투자는 기업지배구조 개선과 혁신산업에 대한 안정적 위험자본 공급을 통해 저성장 탈피를 위한 실물경제 활력제고에 중요한 역할을 수행함

- 따라서 장기투자를 유도하는 시장 또는 금융상품에 대한 세제혜택은 유지되거나 더 나아가 강화되어야 할 필요가 있음
 - 목돈마련을 위한 장기펀드투자에 대해 세제혜택을 부여할 필요가 있음
 - 부동산, SOC, 창의자본이나 하이일드 펀드 등에 대해서는 비과세 방식의 세제혜택을 유지하거나 새롭게 도입할 필요가 있음

다. 국내 해외지수 ETF와 외국 ETF에 대한 과세 불균형 해소

- 현행 세제 불균형으로 인해 국내에 상장된 해외지수 ETF에 대한 투자 보다 외국 ETF에 대한 직접 투자가 세제상 유리함
 - 국내에 상장된 해외지수 ETF는 매매차익에 대한 보유기간과세 및 분배금에 대한 배당소득세가 적용되며, 금융소득으로 종합과세 대상임(최대 38%)

- 반면, 외국에 상장된 ETF는 매매차익에 따른 소득금액에 대해 양도소득세(22%)가 부과되며, 기본공제로 인한 절세효과가 있음
- 과세체계의 비대칭성은 고액자산가 뿐만 아니라 소액투자자에게도 해외 EFT에 대한 직접 투자를 선호하는 유인으로 작용함¹²⁾
 - 금융소득 종합과세 과표기준 강화로 절세수단의 일환으로 최근 고액자산가의 해외 상장 ETF에 대한 투자가 급증하고 있음
 - 기본공제로 인해 금융소득 종합과세 대상자가 아니더라도 소액투자자 측면에서도 외국 ETF에 직접투자가 유리함¹³⁾
- 이러한 세제상 역차별로 인해 국내 금융투자회사들의 상품개발능력에도 불구하고 외국 ETF 대비 상품성이 저하될 우려가 있으며, 더 나아가서 국내 ETF 시장의 활성화와 금융투자회사들의 경쟁력 저하가 초래될 수 있음
- 따라서 국내 해외자산 추적 ETF에 대한 과세체계를 외국 ETF와 동일한 과세체계로 변경하는 제도개선이 적극적으로 검토되어야 함

12) 종합소득과세 과표 수준이 22% 이상인 고소득자에게는 국내에 상장된 해외 ETF보다 해외 ETF의 직접 투자가 유리할 수 있음

13) 기본공제(250만원)로 인해 ETF 투자금액이 800만원 이하인 경우 국내 해외지수 ETF보다 외국 ETF 투자가 유리함

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 금융위원회, 2013, 사모펀드제도 개편방안
- 금융위원회, 2013, 펀드슈퍼마켓의 주요내용 및 기대효과
- 금융투자협회, 2010, “우리나라 금융투자회사의 수익구조 다변화 필요” 보도자료
- 금융투자협회, 2012, 글로벌 자산관리 비즈니스 동향 및 시사점
- 금융투자협회, 2012, 금융투자자 니즈(Needs) 조사보고서
- 금융투자협회, 2013, 2012년 금융투자자의 투자실태에 관한 조사보고서
- 금융투자협회, 2013, 2013 금융투자 Fact Book
- 금융투자협회, 2013, 2013년 11월 국내 펀드시장동향 분석
- 김기호, 2005, 인구고령화가 경제성장에 미치는 영향, 금융경제연구 224, 한국은행 금융경제연구원
- 김종민, 2013, 도입 이후 국내 헤지펀드 성과의 주요 특징과 시사점, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2013-07
- 김재철, 장지혜, 2013, 자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향, 자본시장연구원 조사보고서
- 남길남, 이효섭, 2011, 투자형 파생결합증권 장내 도입 방안, 한국거래소 용역보고서
- 남재우, 남재현, 이지현, 2008, 국민연금기금의 주식투자과 시장의 변동성 변화, 금융연구 22-1
- 박용린, 이석훈, 장정모, 최순영, 발간예정, 국내 증권산업의 환경변화와 대응방안 - 2020 증권산업 비전 -, 자본시장연구원 연구보고서

송요섭, 이용만, 2011, 우리나라 부동산펀드 성과 측정에 관한 연구, 주택 연구 19-3, 49-75

송홍선, 김재철, 김종민, 남재우, 홍원구, 발간예정, 연금사회와 자산운용산업의 미래, 자본시장연구원 연구보고서

신보성, 김준석, 발간예정, 기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제, 자본시장연구원 연구보고서

이현, 2012, 우리나라 부동산펀드의 현황과 향후 개선방안, 부동산포커스, 49

이효섭, 김지태, 2013, 한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안, 자본시장연구원 이슈&정책 13-02

장동구, 2011, 고령화사회 진입이 금융시장 및 산업에 미치는 영향, 금융연구 Working Paper

최공필 외, 2005, 고령화에 대비하기 위한 금융부문의 대응, 금융연구 19, 금융연구원

통계청, 2012, 2012년 가계금융·복지조사 결과

한국거래소, 2013, 2012년도 "주식투자인구 및 주식보유현황" 조사결과 보도자료

한국거래소, 2013, 국내 해외지수 ETF와 외국 ETF 세계 비교 분석

한국리츠협회, 2013, 국내 리츠현황, 리츠저널 9

KB금융지주 경영연구소, 2013, 부동산펀드의 이해와 최근 동향

KDI, 2012, 부동산금융의 현황과 과제