



정보경제학 연구에서 나타난 금융상품 판매 수수료 체계의 중요성

정원석 연구위원, 마지혜 연구원

금융상품에 대한 정보를 가지고 있는 금융전문가(Expert)는 이에 대한 정보가 없는 고객에게 조언을 할 경우 자신의 이익을 극대화하는 방향으로 고객(Decision Maker)의 투자결정을 유도할 유인을 가지게 됨. 하지만, 수수료 체계가 투명하게 공개되어 고객이 정보를 합리적으로 해석할 수 있을 경우에는 대략적인 정보 전달이 가능해지고 이로 인해 고객(Decision Maker)은 옳은 결정을 할 수 있어 양측의 이익은 모두 증가하게 됨. 따라서 금융상품 판매·자문서비스 활성화를 통해 금융상품 소비자와 판매자 모두의 이익을 증대시키기 위해서는 금융상품 판매자의 수수료 구조를 고객이 알기 쉽게 공개할 필요가 있음.

■ Willis Towers Watson(2017)은 최근 연금자산 운용과 성장에 영향을 미치는 주요 요소로 자산운용자의 신의성실 및 인센티브(보수) 설계 개선 등을 제시하였음.¹⁾

- 금융상품에 대한 정보를 가지고 있는 금융회사가 정보가 없는 고객에게 정보를 전달할 때 금융회사의 이익을 극대화하는 방향으로 정보를 제공하고 고객 의사결정을 유도할 유인을 가짐.
 - 최근 미국은 금융기관에 고객 이익을 최우선으로 금융상품 설계 서비스를 제공할 의무를 부과하는 신의성실의무 규칙(Fiduciary Duty Rule) 도입 논의가 진행되고 있음.

■ 상품에 대한 정보가 없는 의사결정자(예: 금융상품 가입자)와 정보를 제공해주는 전문가(예: 금융기관) 사이에 이익(Incentive)이 일정 수준 이상 일치하는 경우 전문가에게 일임하는 것이 양측 모두의 후생을 증대시킬 수 있음(Dessein 2002).

- 예를 들어 투자신탁 등의 경우 수익률에 연동된 운용수수료를 지급할 경우 전문가는 수익률에 따라 수수료를 수취하게 되어 의사결정자의 이익과 전문가의 이익이 일치하게 됨.
 - 따라서 전문가가 가입자의 이익을 최우선으로 하여 자산을 운용하는 행위는 곧 자신의 보수

1) Wills Towers Watson(2017)은 이외에도 연기금 지배구조 및 제공하는 상품의 다양성 등을 제시함. 본문은 최신 해외보험 연구동향에서 볼 수 있음.

(Payoff)를 극대화하는 행위가 됨.

- 하지만 의사결정자는 전문가에게 투자결정을 일임하는 경우보다 전문가로부터 단순한 조언(Communication²)을 얻은 다음 스스로 의사결정을 내리는 것을 더욱 선호함(Lai and Lim 2012).
 - 많은 경우 전문가의 단순한 조언은 정보 전달에 비용이 소요되지 않고, 검증이 불가능함에도 투자자의 의사결정에 영향을 미침.

■ 의사결정자가 전문가의 보수구조(Payoff structure, 예: 수수료 체계)를 알고 있고 둘 사이 이익갈등이 크지 않다면 단순한 정보 전달로 양측의 보수(Payoff)가 모두 증가할 수 있음(Crawford and Sobel 1982).

- 이익갈등이 존재하는 경우 구체적인 정보 전달은 의사결정자에게 거부될 수 있으나, 이익갈등이 크지 않은 경우 대략적인 정보를 얻음으로 인한 의사결정자의 편익이 커지는 상황이 발생함.
 - 예를 들어 주식을 추천 시 전문가가 해당 종목의 예상 수익률을 정확한 수치로 제시하는 것은 믿기 어려우나 “매수추천” 혹은 “매도추천”과 같은 형태로 정보를 전달하는 것은 일정부분 신뢰도를 가질 수 있음(Morgan and Stocken 2003).
- 이들의 연구에 따르면 양측의 이익갈등이 크지 않은 경우 정확한 정보공유는 불가능하나 대략적인 정보공유는 가능하며 의사결정자가 올바른 의사결정을 내릴 수 있음.
 - 전문가 역시 의사결정자의 결정에 영향을 미쳐 상품거래를 발생시킴으로 인해 정보 전달이 없는 경우에 비해 더 높은 보수(Payoff)를 얻을 수 있음.
- 반면, 보수구조를 알지 못할 경우 전문가와 의사결정자 사이에 아무런 정보 전달이 일어나지 않는 균형상태(Babbling Equilibrium)가 됨.

■ 또한 의사결정에 관련된 정보가 다차원(예: 여러 종류의 상품)에 분포되어 있는 경우 전문가와 의사결정자 사이에 보다 생산적인 정보 전달이 가능성이 밝혀짐.

- 여러 상품을 비교하는 방식으로 정보를 전달할 경우 이익갈등이 크더라도 의미 있는 정보 전달이 가능성이 이론적으로 증명되었음(Chakraborty and Harbaugh 2010).
 - 단, 이들의 연구에서는 의사결정자와 전문가 사이의 이익갈등이 클 경우 의사결정자는 전문가의 조언을 이익갈등이 보정되는 수준만큼 할인하여 정보를 활용함.
- 여러 상품을 비교하는 방식의 정보 전달 시 투자자가 의사결정자의 상품에 대한 취향을 파악하여

2) 증명이 불가능하고 메시지 전달에 비용이 들지 않는 단순한 조언을 통한 정보 전달 방식을 해외 학술지에서는 Communication 혹은 Cheap talk이라 칭하고 있음.

정확한 정보 전달보다는 상품구매 확률을 높이는 방향으로 조언을 할 유인이 존재함이 밝혀짐 (Che, Kartik and Dessein 2013).

- 또한, 금융상품 등에 대한 정보를 여러 조언자가 부분적으로 전달하는 경우에도 의사결정자는 이를 조합하여 올바른 의사결정을 할 수 있음이 규명되었음(Battaglini 2002).
- 이러한 연구 결과들 역시 의사결정자가 전문가의 보수구조를 알고 있다는 가정을 기반으로 하고 있음.

■ 이러한 단순조언 게임(Communication game)의 이론적 결과들은 실험을 통하여 검증되었음.

- Cai and Wang(2006)은 상품에 대한 정보 전달 시 비용 혹은 증명을 요구하지 않는 단순조언으로도 의사결정자에게 정보를 전달할 수 있음을 실험을 통해 검증함.
 - 실험에서 의사결정자가 조언을 따르는 정도가 전문가의 보수구조에 따른 이론적인 예측치보다 더 높게 나타나는 특징이 있음을 발견하였음.
- Lai, Lim and Wang(2015)은 여러 전문가가 부분적으로 정보를 전달하는 경우에도 의사결정자가 이를 조합하여 옳은 의사결정을 내림을 실험을 통해 증명함.
 - 한사람의 의사결정자가 2인 이상의 전문가로부터 조언을 얻을 경우 이들의 보수구조(Payoff structure)상 이익갈등이 높은 수준이더라도 의사결정자가 부분적인 정보 활용을 통해 정보 전달이 가능함을 실험을 통해 보임.
- 실증분석을 통한 이론의 검증에서도 전문가의 보수구조와 투명성이 의사결정자와 전문가 사이 정보 전달의 가장 기초적인 조건임.

■ 판매 · 조언자의 상품 판매 및 설계에 대한 수수료 수취 구조를 고객에게 알기 쉽고 명확하게 공개하는 것은 금융소비자와 판매자 모두의 이익(사회후생)을 높일 수 있는 방안이라 할 수 있음.

- 지금까지 정보경제학 학술연구들은 이론분석 및 실증분석을 통해 전문가의 보수구조에 따라 전문가 조언의 신뢰도 및 투자자의 의사결정이 영향을 받을 수 있음을 보여주고 있음.
- 특히 전문가의 보수구조가 투명하게 공개되지 않을 경우 조언에 대한 신뢰도가 감소하여 의사결정자에게 의미 있는 조언을 할 수 없게 되며, 이는 전문가와 의사결정자 모두의 보수(Payoff)를 감소시키는 결과를 초래함. [kiri](#)

참고문헌



- Battaglini Marco(2002). “Multiple referrals and multidimensional cheap talk”, *Econometrica*, 70(4): pp. 1379~1401.
- Cai Hongbin and Wang Joseph Tao-Yi.(2006) “Overcommunication in strategic information transmission games”, *Games and Economic Behavior*, 56(1): pp. 7~36.
- Chakraborty Archishman and Harbaugh Rick(2010), “Persuasion by cheap talk”, *American Economic Review*.
- Che, Yeon-Koo; Dessein, Wouter; Kartik, Navin(2013), “Pandering to Persuade”, *American Economic Review*, Vol. 103, pp. 47~79.
- Chung Wonsuk and Harbaugh Rick(2017), “Biased Recommendations”, SSRN Working paper.
- Crawford Vincent P. and Sobel Joel(1982), “Strategic Information Transmission”, *Econometrica*, Vol. 50(6): pp. 1431~1451.
- Dessein Wouter(2002), “Authority and Communication in Organizations”, *Re-view of Economic Studies*, 69(4): pp. 811~838.
- George Akerlof A(1970), “The Markets for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No 3, pp. 488~500.
- Lai Ernest K. and Lim Wooyoung(2012), “Authority and Communication in the Laboratory”, *Games and Economic Behavior*, 74(2): pp. 541~560.
- Lai Ernest K., Lim Wooyoung and Wang Joseph Tao-yi(2015), “An Experimental Analysis of Multidimensional Cheap Talk”, *Games and Economic Behavior*, 91: pp. 114~144.
- Milgrom Paul R.(1981). “Good news and bad news: Representation theorems”, *Bell Journal of Economics*, 21: pp. 380~391.
- Morgan John and Stocken Phillip C.,(2003), “An analysis of stock recommendations”, *RAND Journal of Economics*, Vol. 34, No. 1, Spring 2003, pp. 183~203.
- Willis Towers Watson (2017), Global Pension Assets Study.