국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징과 시사점*

선임연구위원 김종민

본고는 2009년부터 2017년까지 일반 투자자 대상 국내주식형 공모펀드의 자금흐름 및 판매 이후 성과에 대해 살펴보았다. 분석결과, 최근 1년 동안 자금유입이 많았거나 성과가 우수한 펀드 이외에도 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되었다. 액티브펀드의 경우에는 판매보수가 높을수록 자금유입 규모도 커졌다. 반면, 펀드성과는 투자자의 가입 이후 오히려 떨어지는 것으로 나타났다. 특히, 자금유입이 많았던 계열사펀드나 판매보수가 높은 펀드에서 이러한 펀드성과 저하 현상이 두드러졌다. 이는 2009년 이후 급격한 판매잔고 감소로 나타나고 있는 개인투자자의 공모펀드 투자기피 현상이 펀드성과의 부진뿐만 아니라 판매과정에 내재된 투자자와 판매사 간 이해상충 문제와도 연관되어 있음을 시사한다. 따라서, 투자자 신뢰를 회복하기 위해서는 운용업계의 운용성과 제고노력과 함께 '운용사-판매사-투자자' 간 이해관계를 일치시킬 수 있는 감독당국의 제도개선 노력이 필요하다.

공모펀드는 전문 금융지식이 없는 투자자가 주식과 같은 위험자산에 투자하고자 할 때 선택할 수 있는 대표적인 간접투자상품이다. 이에 따라 공모펀드는 개인투자자의 비중이 다른 금융투자상품에 비해 높은 수준이다. 실제로 2017년말 기준 국내주식형 공모펀드 판매잔고 중 개인투자자의 비중은 약 80% 수준이다. 그런데 개인투자자의 비중이 높은 만큼 투자자와 판매사 간 정보비대칭 수준도 높아 투자자는 공모펀드 가입 과정에서 불완전판매나 이해상충 문제에 노출될 가능성이 높다. 예를 들어 판매사는 판매보수나 판매수수료가 높은 펀드, 계열사펀드 등을 투자자에게 권유할 가능성이 높고, 신규펀드 가입을 위해 기존 펀드의 환매를 유도할 수 있다. 그 결과 투자자는 당초 기대했던 수익률보다 낮은 수익률을 얻거나 손실을 볼 수도 있다. 투자자와 판매사 간 이해상충을 다룬 여러 해외 연구결과에서도 이를 확인할 수 있다. 이에 본고에서는 금융투자협회의 국내주식형 공모펀드 판매데이터와 한국펀드평가(KFR)의 평가 데이터에 기초하여 자금흐름 및 수익률 추이를 분석, 판매양상의 특징을 파악하고 그 시사점을 논의하고자 한다. 분석기간은 2009년부터 2017년까지이며, 분석대상 펀드는 은행과 증권사 등 금융회사 창구에서 판매되는 일반 투자자 대상 펀드이다.[1)]

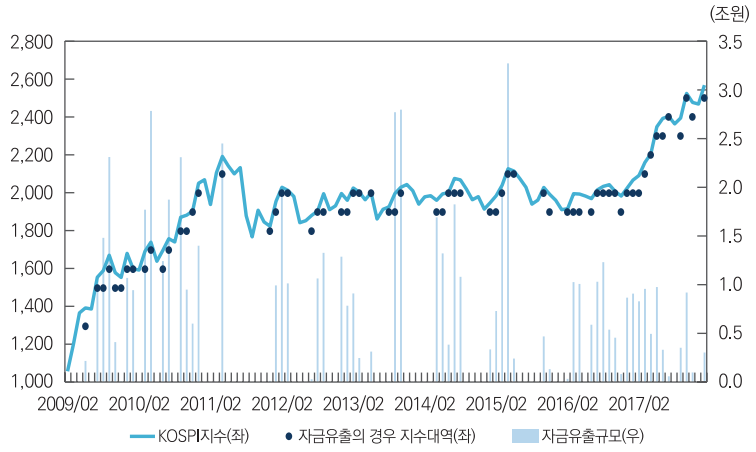
1) 개별 판매사에서 판매되는 펀드 데이터 단위에서는 투자자가 개인투자자인지 확인할 수 없기 때문에 펀드 판매사 창구에서 일반투자자를 대상으로 판매되는 펀드를 대상으로 하였다. 이를 위해 2009년부터 2017년까지 국내주식형 펀드 판매 및 평가데이터에서 온라인전용펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드 등을 제외하였다. 이외에도 분석 목적에 맞지 않는 다른 금융상품과 연관된 클래스 펀드와 선·후취 판매수수료 유형을 알 수 없는 펀드 등도 제외하였다.

자금흐름의 주요 특징

2017년말 기준 은행과 증권사 등 판매사 창구에서 판매되는 일반 투자자 대상 국내주식형 공모펀드 판매잔고는 20.4조원으로 2009년 52.2조원에 비해 절반 이상 감소하였다. 이를 고객유형 기준 판매잔고 집계(aggregate) 데이터와 결합하여 보면, 감소한 판매잔고 대부분은 개인투자자 자금인 것으로 보인다.[2] 즉, 분석기간 동안 개인투자자의 국내주식형 공모펀드 투자규모가 절반 이하 수준으로 급감한 것이다.

판매잔고가 급감한 만큼 자금유출의 추이를 주식시장 장세와 연계하여 보면 〈그림 1〉과 같다. 이에 따르면, 2009년부터 2017년까지의 자금유출 양상은 세 가지 시기로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 시기는 2009~2010년 주가지수 상승기로 주가 상승과정에서 약 17.0조원의 자금순유출이 있었다. 두 번째 시기는 주가지수가 일정 범위 내에서 등락을 반복했던 2012~2016년의 시기이다. 이 시기의 특징은 주가 하락기에 일시적인 자금순유입이 있은 후 주가 상승기에 이를 훨씬 넘어서는 대규모 자금유출이 있었다는 점이다. 이 기간 동안 자금순유출 규모는 약 24.6조원에 달한다. 세 번째 시기는 첫 번째 시기와 마찬가지로 주가지수가 상승했던 2017년으로 이 시기 자금순유출 규모는 5.3조원이다.

〈그림 1〉 KOSPI지수와 자금유출 규모 추이



자료: 금융투자협회

또한, 자금흐름의 양상을 보다 엄밀하게 파악하기 위해 국내외 기존 문헌을 참고하여 월별 자금순유입액(단위: 억원)을 종속변수로 하는 자금흐름 결정요인 분석을 수행하였는데, 주요 분석결과는 다음과 같다. 우선, 최근 1년 동안 자금유입이 많았거나 성과가 우수한 펀드, 또는 계열사펀드일수록 자금순유입 규모가 큰 것으로 나타났다. 특히, 계열사펀드에는 비계열사펀드보다 펀드당 월평균

2) 금융투자협회의 집계(aggregate)자료에 따르면, 개인투자자 대상 국내주식형 공모펀드 판매잔고는 2017년말 기준 약 21조원으로 2009년말 61조원에 비해 40조원 감소하였다. 동기간 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소분이 39조원임을 감안하면, 판매잔고 감소분은 대부분은 개인투자자 자금임을 알 수 있다. 이러한 사정은 해외주식형 공모펀드에서도 마찬가지이다.

4.6~5.6억원 가량 더 많은 자금이 유입되었다. 또한, 액티브펀드에 한정할 경우 판매보수 1단위 변화에 대한 자금순유입액의 변화가 1.66~1.68 수준의 유의한 양수로 추정되어 판매보수가 높을수록 자금순유입 규모도 유의하게 커지는 것으로 나타났다. 이처럼 계열사펀드 여부 및 판매보수 등 판매사의 이익과 직결된 변수들이 국내주식형 공모펀드 자금흐름에 유의한 영향을 끼친 것으로 나타난다.[3] 한편, 계열사펀드의 높은 판매비중을 낮추기 위해 2013년 4월부터 시행된 계열사펀드 판매상한제 도입 이후에는 계열사펀드 자금유입규모가 이전보다 펀드당 월평균 약 1.7억원 가량 감소하였다.

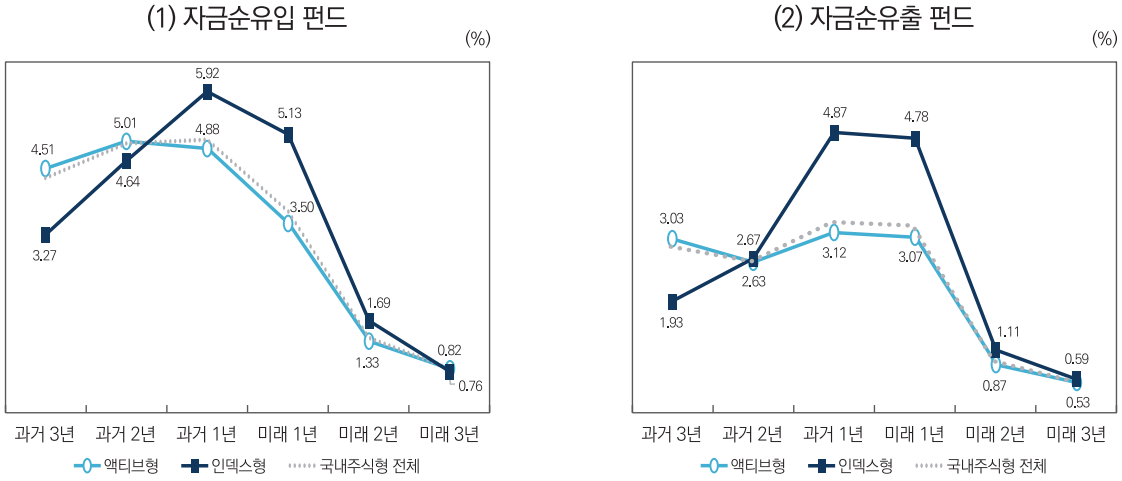
판매 이후 성과의 주요 특징

〈그림 2〉는 투자자 입장에서 본 국내주식형 공모펀드의 투자 전후 수익률 추이를 보여주고 있다. 이에 따르면, 자금순유입이 있었던 액티브펀드의 경우 가입 직전 투자자가 관찰할 수 있는 펀드의 과거 수익률은 연평균 4.51~5.01% 수준이다. 그런데 펀드가입 이후 연평균 수익률은 미래 1년 3.50%, 미래 2년 1.33%, 미래 3년 0.82%로 급격히 악화된다. 자금순유출이 있었던 펀드로 한정하면, 자금순유출은 과거 수익률이 연평균 2.63~3.12% 수준일 때 일어나고, 자금순유출 이후 수익률이 더욱 악화된다. 이로 미루어보면, 액티브펀드에 가입한 투자자는 연평균 4~5% 수준의 수익률을 기대하고 펀드에 가입하지만, 실제로는 이보다 2~3%p 정도 낮은 수익률을 얻은 후에 환매를 하는 것으로 추정된다. 이러한 경향은 수준은 다소 차이가 나지만 인덱스펀드에서도 동일하다. 이와 같은 자금흐름을 전후로 한 수익률 변화를 보면, 펀드성과의 부진이 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소의 일차적인 원인인 것으로 보인다.

이와 같은 펀드성과 저하 추세는 계열사펀드 여부나 판매보수와 같이 판매사와 관련된 변수를 감안해도 동일하게 나타난다. 보수구조 차이에 따른 수익률 차이를 통제하기 위해 TER 차감이전 벤치마크 대비 초과수익률을 기준으로 자금이 순유입된 펀드의 판매 이후 성과를 살펴보면, 다음과 같다.[4] 우선, 판매보수 1단위 변화에 대한 미래수익률의 변화는 미래 1년 -0.68, 미래 2년 -2.24, 미래 3년 -1.66로 추정되었다. 이는 다른 조건이 동일한 경우 판매보수가 10bp 높은 펀드는 그렇지 않은 펀드에 비해 자금순유입 이후 벤치마크 대비 초과수익률이 연평균 0.06~0.11%p 가량 낮음을 의미한다. 즉, 판매보수가 높은 펀드일수록 미래 운용성과도 낮은 것이다. 또한, 계열사펀드의 경우 비계열사펀드에 비해 벤치마크 대비 초과수익률이 판매 이후 3년 동안 연평균 0.19~0.35%p 가량 유의하게 낮은 것으로 추정되었다. 종합하면, 펀드 판매사가 투자자보다는 자사에 이익이 되는 판매보수가 높은 펀드 또는 계열사펀드를 판매한 결과 투자자가 손실을 본 것이다.

3) 자금순유출을 기준으로 보더라도 계열사펀드 여부 및 판매보수는 자금유출에 유의한 영향을 끼치는 것으로 나타났다.
4) 여기서 벤치마크 지수 및 수익률은 한국펀드평가의 데이터를 사용하였다.

〈그림 2〉 국내주식형 공모펀드의 투자 전후 수익률 추이



주 : 수익률(%)은 유형별 펀드의 평균 기간수익률을 연환산 기하평균 수익률로 환산한 값을 표시
자료: 한국펀드평가, 금융투자협회

시사점

이상 본고에서는 2009년 이후 국내주식형 공모펀드의 자금흐름과 판매 이후 성과의 특징에 대해 살펴보았다. 분석결과, 투자자의 펀드가입 이후 펀드성과가 낮아질 뿐만 아니라 투자자에게 반하는 판매사의 이해 때문에 투자자가 손실을 보았음을 알 수 있다. 이는 2009년 이후 급격한 판매잔고 감소로 나타나고 있는 개인투자자의 공모펀드 투자기피 현상이 펀드성과의 부진뿐만 아니라 판매과정에 내재된 투자자와 판매사 간 이해상충 문제와도 연관되어 있음을 시사한다. 따라서, 투자자 신뢰를 회복하기 위해서는 운용업계의 운용성과 제고노력과 함께 '운용사-판매사-투자자' 간 이해관계를 일치시킬 수 있는 감독당국의 제도개선 노력이 필요하다. 이를 위해 이해상충 및 불완전 판매 방지를 위한 감독당국의 모니터링 강화 노력 이외에도 개방형 플랫폼을 확대하여 구조적으로 투자자가 지불하는 판매관련 비용을 낮출 필요가 있다. 또한, 펀드투자 시 투자자가 활용하는 정보의 유효성을 높일 필요도 있다. 예를 들면, 투자자가 이해하기 쉬운 금액단위의 보수 및 수수료 정보 전달체계를 마련하고, Morningstar의 애널리스트 등급처럼 미래성과에 대한 외부 평가기관의 독립적인 판단에 의해 산정된 등급(forward-looking rating)을 투자자에게 제공할 필요도 있다.[5] 보다 근본적으로는 투자자문 활성화, 자산관리 플랫폼 확대, 연금상품과의 연계 강화 등을 통해 자산관리 수단이라는 공모펀드 본연의 기능을 제고할 필요가 있다.

5) Morningstar의 애널리스트 등급은 펀드 미래성과에 영향을 미치는 요인을 펀드 매니저(People), 투자전략(Process), 운용사(Parent), 가격(Price), 성과(Performance) 등으로 나누어 각각의 요인에 대한 애널리스트의 정량 및 정성평가에 따라 산정된 등급을 의미한다. 이 등급은 2011년 9월부터 시작되었으며, 기존의 스타등급과 구분하기 위해 Gold, Silver, Bronze, Neutral, Negative 등으로 등급이 매겨진다.