

코로나19 국면의 개인투자자*

선임연구위원 김준석

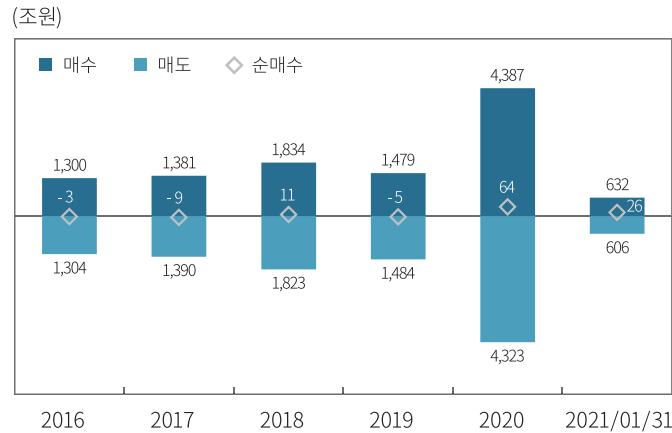
코로나19 발생 이후 한국 주식시장의 개인투자자는 유례없는 수준의 순매수와 거래대금을 기록하였다. 지난 1년간 개인투자자의 활발한 주식거래는 코로나19 발생 이전에 보유했던 주식의 가치상승에 더하여 13조원의 추가적인 수익을 안겨준 것으로 나타난다. 그러나 추가적인 수익은 시장수익률에 미치지 못한 것으로 추정되며, 거래대금 급증으로 거래세, 매매수수료 등 거래비용은 13조 7천억원에 달했던 것으로 분석된다. 코로나19 국면에서 나타난 높은 변동성과 급격한 주가 반등은 투자능력에 대한 과신과 극단적인 수익률에 대한 기대를 강화하여 개인투자자의 과도한 거래를 유발한 것으로 보인다. 개인투자자의 투자역량 부족과 행태적 편익은 저조한 직접투자성과로 이어질 가능성이 높으므로 간접투자수단과 전문적 자문서비스의 활용도를 높이는 방안을 모색할 필요가 있다.

국내에서 코로나19가 확산되기 시작한지 1년여가 지났다. 지난해 한국 주식시장은 글로벌 팬데믹 선언 전후 큰 충격을 받았으나 이후 양호한 방역성과, 풍부한 유동성, 상장기업 실적회복 등에 힘입어 빠르게 반등하였다. 지난해 3월 하순 1,400대까지 하락했던 KOSPI지수는 7월에 코로나19 발생 이전 수준인 2,200을 회복하였고 올해 초에는 3,000을 돌파하였다. 3,000을 넘어선 이후에는 주식시장 과열에 대한 우려가 나오면서 상승세가 둔화된 상황이다.

코로나19 발생 이후 주식시장에서 나타난 가장 특징적인 현상 중 하나는 개인투자자의 참여확대를 들 수 있다. 개인투자자는 지난해 63조 8천억원, 올 들어 1월 한달간 25조 9천억원을 순매수하였고 주식시장 활동계좌수는 2020년초 2,936만개에서 2021년 1월말 3,696만개로 무려 760만개가 증가하였다. 신규 투자자금과 신규 투자자가 이렇게 단기간에 집중적으로 유입된 것은 유례가 없는 일이다. 더욱 인상적인 것은 개인투자자 거래대금이다. 2020년 개인투자자의 매수대금과 매도대금은 각각 4,387조원, 4,323조원에 이른다. 2016~2019년 평균에 비해 2.9배 증가한 수준이며 2020년 주식시장 시가총액의 2.5배 규모다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

〈그림 1〉 개인투자자 거래규모



개인투자자들이 코로나19 국면을 다시 오기 어려운 투자기회로 생각했을 것이라는 사실은 어렵지 않게 짐작할 수 있다. 그렇다면 개인투자자들은 대규모 거래를 통해 기대만큼의 성과를 달성했을까. 본고에서는 코로나19 국면에서 개인투자자들의 거래성과를 분석하고 그 결과가 의미하는 바를 짚어 보고자 한다.

개인투자자 거래성과

개인투자자의 거래성과는 2020년 2월 이후 거래를 통해 발생한 거래이익(trading profit)으로 측정한다.¹⁾ 전체 개인투자자가 2020년 1월말에 보유하고 있었던 포트폴리오의 가치상승에 따른 이익은 제외하고 그 이후의 거래를 통해 ‘추가적으로’ 확보한 이익만을 고려한다. 예를 들어, 2020년 1월말 주가 10,000원인 주식을 100주 보유하고 있었고 2020년 6월에 10주를 12,000원에 추가로 매입하였다고 가정하자. 2021년 1월말 주가가 15,000원이라고 할 때, 거래이익은 10주×(15,000원-12,000원)=30,000원이다. 당초 가지고 있었던 100주의 가격상승에 따른 이익, 100주×(15,000원-10,000원)=500,000원은 고려하지 않는다.

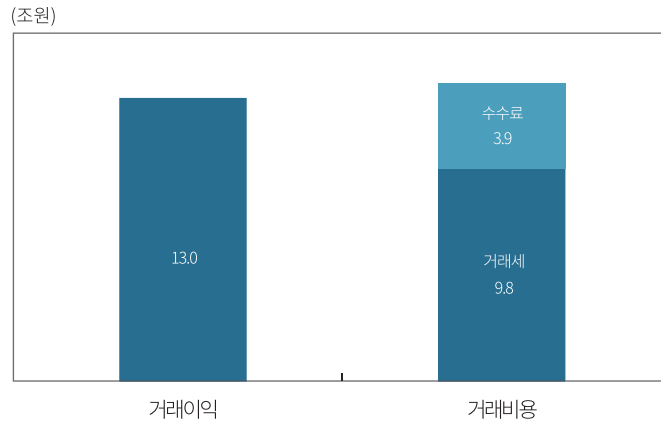
유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주 중에서 분석의 정확성이 확보되는 1,807개 주식²⁾을 대상으로 거래이익을 계산한 결과, 2020년 2월부터 2021년 1월까지 12개월간 개인투자자의 거래이익은 약 13조원으로 나타난다. 개인투자자가 코로나19 이전에 보유한 분석대상 주식의 가격상승에 따른 차익이 약 70조원임을 감안할 때 적지 않은 금액이다. 그러나 문제는 거래비용이다. 거래세(매도대

1) Comerton-Forde et al.(2010), Menkveld(2013) 참조

2) SPAC과 분석기간 동안 액면분할·병합 이외의 이유로 유통주식수가 10% 이상 변화한 주식은 분석에서 제외하였다. 분석에 이용된 1,807개 주식은 전체 시가총액의 95%, 거래대금의 86%를 차지한다.

금의 25bp) 약 9조 8천억원, 위탁매매수수료(거래대금의 5bp³⁾ 기준) 약 3조 9천억원 등 모두 13조 7천억원으로 거래이익에 비해 7천억원 가량 크다. 전체 개인투자자가 1년간 추가적으로 확보한 거래이익을 상쇄하고도 남을 정도로 막대한 거래비용이 발생했다는 결과다.

〈그림 2〉 개인투자자 거래이익

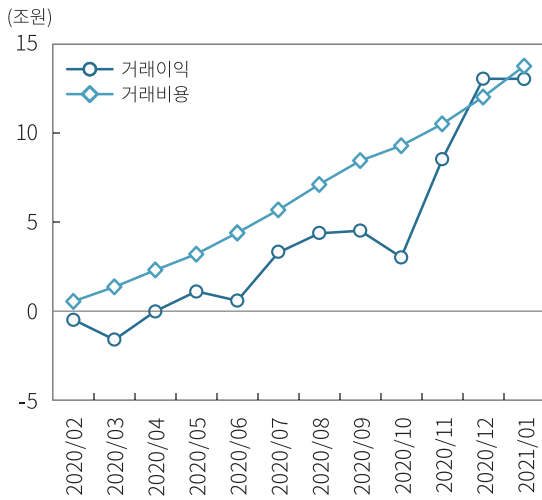


거래이익을 월간단위로 누적해보면 주가지수와 유사한 추세를 보인다. 특히 11-12월 지수상승기에 10조원에 달하는 큰 폭의 거래이익이 발생한 것으로 나타난다. 누적 거래비용은 2020년 12월을 제외하고 누적 거래이익보다 컸던 것으로 관찰되는데 11-12월 큰 폭의 거래이익이 발생하기 직전인 10월에 그 격차는 6조 3천억원에 달했던 것으로 나타난다.

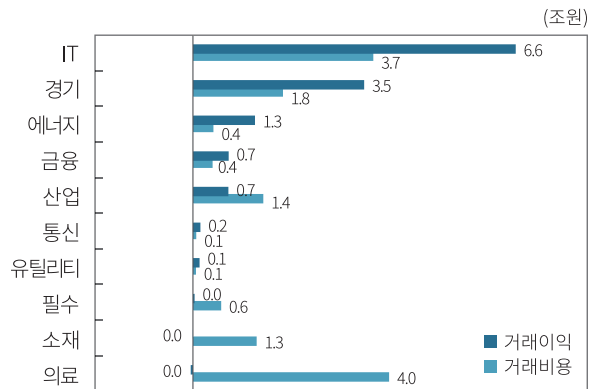
한편 섹터별 거래이익은 IT, 경기소비재, 에너지, 금융의 순이다. 코로나19 국면에서 개인투자자 거래이익은 주가변동이 상대적으로 컸던 경기민감 섹터에서 주로 발생한 것으로 보이며, 그 중 IT섹터의 거래이익이 6조 6천억원으로 전체 거래이익의 절반을 차지한다. 다만 3조 7천억원의 거래비용을 고려하면 거래이익은 2조 9천억원으로 감소한다. 거래이익이 가장 작았던 섹터는 의료섹터로 거래이익이 거의 발생하지 않은 것으로 나타난다. 그럼에도 전체 섹터 중 가장 큰 4조원의 거래비용이 발생한 것으로 분석된다.

3) 개인투자자 거래에 대한 가중평균수수료 통계가 존재하지 않으므로 전체 주식거래에 대한 가중평균수수료를 이용한다. 16개 증권사 분기보고서 자료에 따르면, 개인투자자 거래비중이 88%인 코스닥시장 거래에 대한 가중평균수수료율은 4.8bp 수준으로 전체 거래에 대한 가중평균수수료와 큰 차이가 없다.

〈그림 3〉 거래이익 및 거래비용 추이(누적)



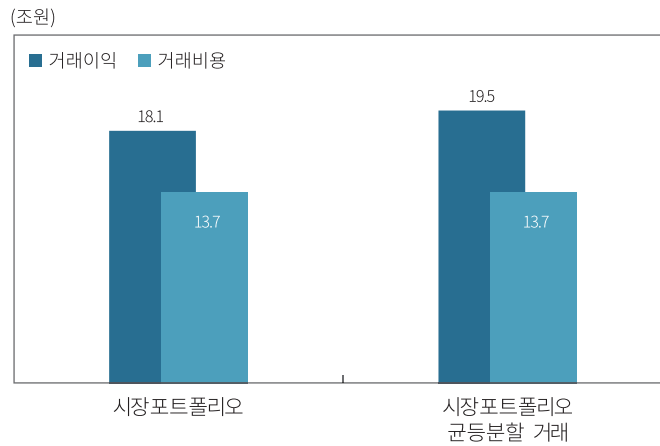
〈그림 4〉 섹터별 거래이익과 거래비용



이상의 분석은 코로나19 국면에서 개인투자자의 활발한 거래가 추가적인 성과를 가져다주지 못했음을 보여준다. 막대한 규모의 거래비용이 주된 원인으로 판단되나 거래이익이 작았기 때문일 가능성도 존재한다. 이 가능성을 간단한 시뮬레이션을 통해 검토해보자. KOSPI지수와 KOSDAQ지수를 가중평균한 지수의 수익률을 따르는 가상의 주식이 존재하고, 개인투자자의 일간 매수·매도대금에 해당하는 거래가 이 주식만을 대상으로 이루어졌다고 가정하자. 이는 개인투자자가 시장포트폴리오를 추적하는 거래를 수행했다고 가정하는 것과 같다. 앞선 분석에서 적용한 방식으로 거래이익을 계산해보면 18조 1천억원으로 실제 실현된 거래이익 13조원보다 5조 1천억원 크다. 거래대금이 동일하다고 가정하였으므로 거래비용 차감후 거래이익의 격차도 5조 1천억원이다. 이 결과는 코로나19 국면에서 개인투자자의 투자대상 선정이 비효율적이었음을 시사한다.

추가적으로, 개인투자자가 이 가상의 주식을 1년간 매일 동일한 금액만큼 매수, 동일한 금액만큼 매도했다고 가정해보자. 이는 거래비용이 발생하는 것을 제외하면 순매수대금을 균등 분할하여 시장 포트폴리오에 적립식으로 투자하는 것과 같다. 전체 거래대금을 실제와 동일하게 설정하고 거래이익을 산출하면, 거래이익은 실제 실현된 거래이익보다 6조 5천억원, 앞선 시뮬레이션의 거래이익보다 1조 4천억원 큰 것으로 나타난다. 개인투자자는 투자대상 선정뿐만 아니라 거래시점의 선택에서도 효과적이지 못했음을 보여주는 결과다.

〈그림 5〉 거래이익 시뮬레이션



개인투자자의 과잉거래

코로나19 발생 이후 1년간 전체 개인투자자는 기존에 보유하고 있던 분석대상 주식의 가격상승으로 약 70조원에 이르는 평가이익을 얻은 것으로 추정된다. 그러나 코로나19 발생 이후의 대규모 거래로부터는 추가적인 이익을 창출하지 못한 것으로 분석된다. 개인투자자가 추가로 확보한 거래이익을 모두 상쇄하고도 남는 거래비용이 발생할 정도로 빈번하게 거래한 이유는 무엇일까. 사실 코로나19 발생 이전에도 국내 개인투자자의 거래회전율은 국내 기관투자자의 2-3배, 외국인투자자의 3-4배 정도 높은 수준이었으며, 개인투자자가 과도하게 거래하는 경향은 외국시장에서도 지속적으로 관찰되어 온 현상이다.⁴⁾

개인투자자가 과도하게 거래하는 원인에 대한 검증된 설명은 크게 두 가지다. 첫 번째는 과잉확신(overconfidence)의 영향이다.⁵⁾ 스스로의 능력이 뛰어나다는 믿음, 자신이 가진 정보가 더 정확하다는 믿음이 빈번한 거래를 유발한다는 것이다. 물론 기관투자자도 과잉확신 경향을 보이나 개인투자자에서 더 현저한 것으로 평가된다. 불확실성이 높은 주식시장에 직접 참여하는 투자자들은 기본적으로 과잉확신을 가지고 있을 가능성이 높은 데다, 우수한 투자성과는 자신의 능력에 따른 것, 저조한 투자 성과는 운이 없었기 때문이라고 생각하기 때문에 주식시장에서 과잉확신은 쉽게 사라지지 않는다고 설명한다. 실증적으로 과잉확신 경향을 가진 투자자는 거래빈도가 높고, 과거의 수익률이나 거래량을 추종하는 거래행태를 띠며, 결과적으로 투자성과는 저조하다. 과잉확신 경향은 주가의 과대평가와 버블을 일으키는 원인으로 지적되기도 한다.

두 번째 설명은 주식투자가 대박 또는 도박의 기회라는 인식이다. 이러한 인식을 가진 투자자는 변동성이 크고 수익률 특성이 도박과 유사한 주식을 선호하며 주가가 단기간에 급등할 확률을 과대평가

4) 이를 과잉거래 퍼즐(excessive trading puzzle)이라 한다.

5) Barber and Odean(2000)

한다. 극단적인 수익률이 주는 자극과 흥분을 추구하기 때문에 거래대상의 교체가 잦고 거래빈도가 높게 나타난다. 미국, 독일, 대만 등에서 복권이 도입된 후 주식거래가 감소하는 현상, 복권 당첨일마다 개인투자자의 주식거래가 감소하는 현상이 보고된 바 있는데, 개인투자자가 주식을 복권의 대체제로 인식하고 있음을 보여주는 사례다.⁶⁾ 충분히 예상할 수 있듯이, 극단적인 수익률을 추구하는 투자자가 선호하는 주식은 수익률이 저조한 것으로 나타난다.

코로나19 국면에서 개인투자자의 이러한 행태적 특성은 더욱 강하게 나타났을 가능성이 높다. 변동성의 증가와 주가의 급격한 반등은 과잉확신 경향을 강화시키고 극단적인 수익률에 대한 기대를 키우는 조건이 되었을 것으로 보인다. 온라인 중심으로 재편된 거래환경의 영향도 빼놓을 수 없다. 온라인상에서 접할 수 있는 다양한 정보는 투자자가 충분한 투자지식을 보유하고 있다는 착각, 온라인 거래의 편의성은 일련의 투자과정을 스스로 통제하고 있다는 착각을 일으키기 쉬우며 이는 과도한 거래를 유발하는 요인으로 작용한다.⁷⁾

맺음말

한국 주식시장에서 개인투자자는 큰 비중을 차지하는 투자주체다. 코스닥시장의 경우 사실상 개인투자자가 지탱하고 있다고 해도 과언이 아니다. 그러나 개인투자자들이 제공하는 풍부한 유동성이 과잉확신이나 도박성향에 기댄 것이라면, 그리고 그로인해 저조한 수익률이 누적되고 있다면 지속가능한 것일까? 코로나19 국면에서 확인된 개인투자자의 거대한 투자수요는 한편으로 한국 주식시장의 성장 잠재력을 확인시켜 주기도 하지만 다른 한편으로는 코로나19 이후 나타날 수 있는 과잉거래의 후유증을 우려하게 한다. 주식시장 개인투자자에게 실패를 통한 학습을 기대하기는 어렵다. 비용이 너무 크고, 투자는 복잡한 주제이기 때문이다. 행태적 편익과 역량의 부족에 노출된 주식시장의 개인투자자에게 필요한 것은 공모펀드와 같은 간접투자수단과 전문적인 자문이라 할 수 있다. 그리고 간접투자수단과 전문적 자문을 제공하는 금융회사에게 필요한 것은 개인투자자의 신뢰다.

참고문헌

Barber, B. M., Lee, Y. T., Liu, Y. J., Odean, T., 2009, Just how much do individual investors lose by trading? *The Review of Financial Studies* 22(2), 609-632.

6) Barber et al.(2009), Gao and Lin(2015), Dorn et al.(2015)

7) Barber and Odean(2002), Choi et al.(2002)



- Barber, B. M., Odean, T., 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance* 55(2), 773-806.
- Barber, B. M., Odean, T., 2002, Online investors: do the slow die first?. *The Review of Financial Studies* 15(2), 455-488.
- Choi, J. J., Laibson, D., Metrick, A., 2002, How does the internet affect trading? Evidence from investor behavior in 401 (k) plans, *Journal of Financial Economics* 64(3), 397-421.
- Comerton-Forde, C., Hendershott, T., Jones, C. M., Moulton, P. C., Seasholes, M. S., 2010, Time variation in liquidity: The role of market-maker inventories and revenues, *The Journal of Finance* 65(1), 295-331.
- Dorn, A. J., Dorn, D., Sengmueller, P., 2015, Trading as gambling. *Management Science* 61(10), 2376-2393.
- Gao, X., Lin, T. C., 2015, Do individual investors treat trading as a fun and exciting gambling activity? Evidence from repeated natural experiments. *The Review of Financial Studies* 28(7), 2128-2166.
- Menkveld, A. J., 2013, High frequency trading and the new market makers, *Journal of Financial Markets* 16(4), 712-740.

코로나19와 환경·사회책임 우수기업 주식의 성과*

연구위원 박혜진

본고에서는 최근의 코로나19 대유행에 따른 시장 위기 상황에서 기업의 환경·사회책임 성과가 주식수익률에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석 결과, 환경·사회책임 성과가 우수한 기업일수록 주가 하락 폭이 유의하게 낮은 경향을 보였다. 이는 평소 환경·사회책임 수준이 높은 기업들이 코로나19와 같은 예상치 못한 외부 충격에 대해 상대적으로 덜 취약함을 의미한다. ESG가 투자성과에 영향을 미치는지에 대해 학계에서는 여전히 합의된 결론에 이르지 못한 상황이나, 이러한 결과는 부분적으로나마 투자 결정에 있어서 ESG와 같은 비재무적 요소가 중요한 지표가 될 수 있음을 보여주고 있다.

코로나19 대유행은 글로벌 금융위기 이후 세계 경제에 가장 큰 타격을 주었을 뿐 아니라 기업의 지속가능성에 대한 투자자들의 관심을 더욱 촉발하였다. JP 모건이 50개 글로벌 기관투자자들을 대상으로 실시한 설문조사 결과에 따르면 응답자의 55%가 코로나19 위기의 여파로 향후 3년간 ESG(환경·사회·거버넌스) 투자 모멘텀이 더욱 강화될 것으로 예상하며, 71%는 코로나19를 계기로 기후변화와 생물다양성(Biodiversity)과 같은 지속가능성 의제의 중요성이 더욱 커질 것으로 예상한다고 응답했다.¹⁾ 한편 글로벌 펀드 시장에서는 코로나19 확산에 따른 주가 폭락의 영향으로 2020년 1/4 분기 3,847억 달러가 유출되었는데, 동기간 ESG 펀드는 이와 대조적으로 456억 달러의 순 유입을 보이며 ESG에 대한 투자자들의 높은 관심이 여전히 식지 않음을 보여주었다.²⁾

이러한 가운데 코로나19와 같은 위기 시에 기업의 ESG 활동이 재무성과에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 연구도 활발히 진행되고 있다. 현재로서는 긍정적 시각이 조금 더 우세하나 아직 명확히 합의된 바가 없이 논쟁이 지속되는 양상이다. 우선, ESG가 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 측은 ESG 경영성과가 우수한 기업은 평상시 긍정적인 이미지와 신뢰가 누적되어 코로나19 같은 위기가 발생하였을 때 소비자 이탈이 적고 따라서 더 높은 회복탄력성(resilience)을 보인다고 주장한다.³⁾ 그 외

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) J.P. Morgan, 2020, Why COVID-19 Could Prove to Be a Major Turning Point for ESG Investing.

2) Morningstar, 2020, Global Sustainable Fund Flows Report.

3) Flammer, 2015, Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach; Lin et al. 2017, Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis.

에도 ESG 수준이 높은 기업은 주주와 투자자, 임직원, 공급업체, 지역사회 등 다양한 이해관계자와의 안정적인 관계를 기반으로 변동성이 큰 시장에서도 안정적인 경영성과를 낼 수 있다는 주장도 있다. 반면, ESG가 재무성과에 부정적인 영향을 미친다는 측은 이윤추구와 무관한 ESG 활동은 불필요한 비용으로 기업의 가치를 감소시킨다고 주장한다.⁴⁾ 또한 비정형 데이터가 많은 ESG 정보의 특성상 시중의 많은 ESG 평가기관에서 제공하는 정보에 대한 신뢰성을 판단하기 어렵고, 따라서 ESG와 재무성과 간의 관계를 규명할 수 없다는 주장도 있다.⁵⁾

이러한 논의를 바탕으로 본고에서는 국내 데이터를 이용하여 지난해 코로나19 확산에 따라 주식이 급락하던 기간(2/24~3/18) 동안 개별 기업의 환경·사회적 성과가 주식수익률에 어떠한 영향을 미쳤는지 살펴보고자 한다. 이를 통해 최근 더욱 강화되고 있는 ESG에 대한 시장의 기대를 평가해보고 시사점을 제시하고자 한다.

코로나19와 환경·사회책임 우수 기업의 주식수익률

〈표 1〉은 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업 가운데 환경·사회 평가등급이 존재하는 867개 기업을 대상으로 환경·사회 평가등급이 높은 기업군과 낮은 기업군으로 구분하여 주가 급락 기간(2/24~3/18)의 주식수익률을 비교한 결과이다. 여기서 기업의 환경·사회책임 성과 수준을 나타내는 지표로는 한국기업지배구조원이 발표하는 환경 및 사회부문 평가등급(2019년 기준)을 표준점수로 변환하여 평균한 값을 사용한다.

먼저 기간수익률을 보면 환경·사회책임 성과가 우수한 그룹일수록 주가 급락 기간에 상대적으로 높은 수익률을 보임을 확인할 수 있다. 상위 25% 그룹과 하위 25% 그룹을 비교하면 그 차이가 더욱 뚜렷한데, ‘그룹4’는 ‘그룹1’에 비해 평균적으로 +4.7%p 더 높은 기간수익률을 달성하였다. 다음으로 CAPM-조정수익률을 보면 ‘그룹3’이 상대적으로 낮은 수익률을 나타내고 있지만, 나머지 그룹들만 놓고 보면 환경·사회적 성과에 따라 수익률 하락이 완화되는 특징이 발견된다. 또한 ‘그룹4’의 경우 ‘그룹1’ 대비 CAPM-조정수익률이 평균적으로 +3.7%p 유의하게 더 높다.⁶⁾

4) Friedman, 1970, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits.

5) Berg et al., 2019, Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings; Dimson et al. 2020, Divergent ESG ratings.

6) 본문에 제시하지는 않았지만 기업고정효과와 주가수익률에 영향을 미칠 수 있는 다른 통제변수들을 포함한 회귀분석에서도 결과는 크게 다르지 않았다.

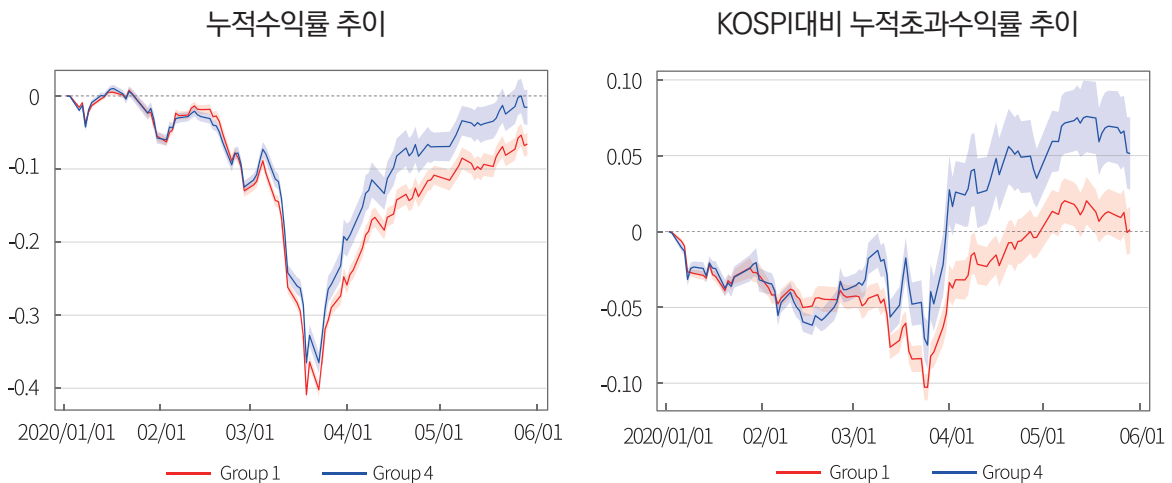
〈표 1〉 환경·사회책임 성과 수준별 주식수익률

	그룹1	그룹2	그룹3	그룹4	차이(=그룹4-그룹1)
기간수익률(%)	-26.2	-26.1	-26.0	-21.5	4.7***
CAPM-조정수익률(%)	-5.1	-3.7	-6.3	-1.5	3.7***
표본수(개)	240	197	219	211	

주: 그룹 1~4는 환경·사회 평가등급을 기준으로 낮은 등급부터 높은 등급까지 4개의 동일 크기의 기업군으로 분류, 기간수익률은 코로나19 확산에 따른 주식 급락 기간(2/24~3/18)의 보유기간수익률, CAPM-조정수익률은 베타를 감안한 초과수익률, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

〈그림 1〉은 분석기간(1/2~5/29)을 보다 확장하여 ‘그룹1’과 ‘그룹4’ 기업들의 누적수익률 추세를 비교한 그래프이다. 코로나19 관련 시기 동안 환경·사회책임 성과 정도에 따라 수익률 격차가 심화되는 모습을 확인할 수 있다. 주가가 급락하던 시기(2/24~3/18)에서 ‘그룹4’ 기업들은 ‘그룹1’ 기업들에 비해 상대적으로 하락폭이 적으며, 주가가 반등하던 시기(3/19이후)에서도 상대적으로 더 빠르게 반등하였다. 즉, 환경·사회책임 성과가 우수한 기업의 주식이 상대적으로 더 높은 회복력(resilience)을 나타내고 있다.

〈그림 1〉 환경·사회책임 성과 수준별 누적수익률



주: 좌측 그림은 2020년 1월 1일 이후 그룹1과 그룹4의 누적수익률의 평균값, 우측 그림은 KOSPI 대비 누적초과수익률의 평균값, 음영으로 표시된 부분은 90% 신뢰구간을 표시⁷⁾

7) 본고에서는 설명의 편의를 위해 단순평균값을 사용하였으나, 비교가능성 측면에서는 포트폴리오 수익률(가중평균)을 사용하는 것이 바람직하다. 가중평균을 사용하였을 경우에도 결과에는 큰 차이가 없으며, 다만 신뢰구간은 좀 더 좁아진다.

맺음말

ESG는 이미 오래전부터 글로벌 핵심 의제로 논의되고 있었으며, 코로나19 사태는 이러한 트렌드를 더욱 가속화하는 촉매제로 작용하고 있다. 코로나19와 같은 신종 바이러스 확산의 근본원인이 지구온난화로 인한 환경 파괴 때문이라는 공감대가 확산되면서 환경문제 해결을 위한 글로벌 이니셔티브가 더욱 강화되고 있으며, 경제활동 위축에 따른 경영악화 상황에서도 기업들이 직원 및 지역사회 관계를 어떻게 유지하고 있는지 등에 대한 관심도가 늘어나고 있다.⁸⁾ 과거 기업 이미지 홍보용 또는 연차 보고서 장식용 정도로 취급되던 ESG 활동이 단순한 사회공헌 차원을 넘어, 기업을 평가하는 주요 기준으로 변모하고 있다.⁹⁾

이러한 배경 하에 본고에서는 지난해 코로나19 관련 금융시장 위기 시점을 전후로 환경·사회적 성과와 주식수익률의 관계를 분석하였다. 분석결과, 환경·사회적 성과가 우수한 기업일수록 주가 하락 폭이 유의하게 낮았다. 특히 환경·사회책임 성과가 매우 우수한 기업은 변동성이 가장 크게 확대되었던 지난 1분기에 높은 회복력을 나타내었다. 물론, 아직 학계에서 ESG가 실제 재무성과로 귀결되는지에 대해 명확한 합의가 내려지지 않았기 때문에 본고의 결과를 토대로 환경·사회책임 활동과 재무성과 간의 관계에 대해 단정적 판단을 내리기는 어렵다. 다만, 최근 국내외에서 환경·사회책임 수준이 높은 기업의 주식이 변동성 장세에서 안정적인 수익률을 보인다는 연구결과들이 늘어나고 있는 만큼, 국내 투자자들도 위험 관리 차원에서 ESG요소를 적극적으로 고려해볼 수 있을 것이다.¹⁰⁾

8) Morgan Stanley, 2020, Coronavirus and ESG: Emphasize the Social.

9) 물론 이외에도 ESG가 기업가치에 영향을 미치는 경로는 매우 다양하다. 지면상 본고에서는 깊이 있게 다루지는 못하였지만, 예를 들어 지역사회 및 정부와 우호적 관계를 통한 자원 접근성 향상, 고객 신뢰를 바탕으로 사업 기회 확장, 에너지 소비 감축을 통한 생산 비용 절감, 직원 사기 제고를 통한 노동 생산성 향상, 긍정적인 기업 이미지 및 평판 형성으로 고급인력 수혈, 규제 위반 및 법률적 소송 위험 노출 최소화로 안정적인 경영 환경 확보, 지속가능성 높은 사업에 대한 자원배분을 통한 꾸준한 수익 창출 등 다양한 가능성을 생각해볼 수 있다.

10) MSCI, 2020, MSCI ESG Indexes during the coronavirus crisis: S&P 2020, ESG funds outperform S&P 500 amid COVID-19, helped by tech stock boom; HSBC, 2020 ESG stocks did best in COVID-19 slump.

지식재산(IP) 증가 추세에 따른 국내 IP금융 현황 및 과제

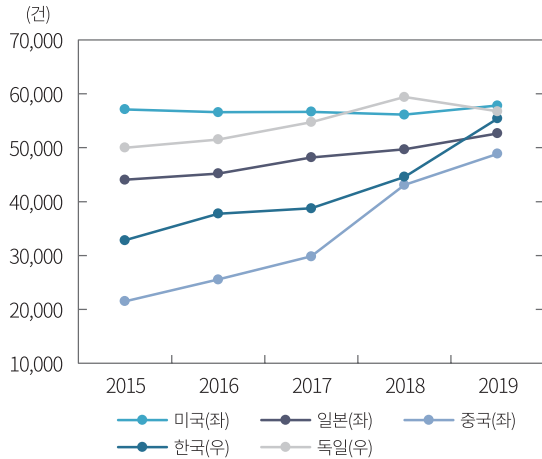
- 지식재산(Intellectual Property: IP)은 4차 산업혁명 시대의 핵심요소로서 기업 자산에서 차지하는 비중이 증가함에 따라 IP금융에 대한 중요성도 더욱 강조됨
- 국내 IP금융 규모는 여러 활성화 정책에 힘입어 확대되고 있는 추세이나 여전히 간접금융 위주로 이루어지는 가운데, IP에 대한 투자 방법의 다변화가 필요한 시점임
- 코로나19 확산으로 영업권, 특허권 등과 같은 무형자산에 대한 관심이 집중됨에 따라 IP금융의 필요성이 더욱 확대될 것으로 예상되는 상황 속에서 투자대상이 되는 IP에 대한 가치평가와 공시 등의 투명성 확보가 전제되어야 함

□ 지식재산(Intellectual Property, 이하 IP)은 인간의 지적활동에 의해 창출되는 무형적인 재산으로 4차 산업혁명 시대를 맞이하면서 중요한 경쟁력 요소로 부상함에 따라 IP금융에 대한 중요성도 더욱 강조됨¹⁾

- IP는 인간의 창조적 활동을 통해 발견되는 지식·정보·기술 등 지적창작물에 부여되는 무형자산을 의미하며, 유형자산 대비 IP 규모 및 비중이 확대되고 있는 추세임
 - WIPO(World Intellectual Property Organization)에 의하면 전 세계적으로 특허출원 건수는 증가하는 추세이며 과거 특허출원을 주도했던 미국, 일본보다 우리나라, 중국 등에서 증가율이 두드러짐
 - S&P500 기업의 무형자산 비중은 꾸준히 확대되었고, 2000년대 들어 50%를 넘어서며 2015년에는 84%, 2020년에는 90%까지 확대됨

1) 지식재산(Intellectual Property: IP) 금융은 특허권, 저작권, 디자인권 등의 재산권이 확보된 지식뿐 아니라 창의적 아이디어 등이 대상이 되며, 국내에서는 지식재산권을 특허권, 실용신안, 디자인권, 상표권과 같은 산업재산권과 문화 및 예술분야와 관련된 저작권, 캐릭터, 영업비밀, 인공지능 등의 신지식재산권으로 정의함(특허청, 한국지식재산연구원, 2012, 지식재산과 경제발전 연구: 국내 지식자본 및 특허의 경제적 가치 추정)

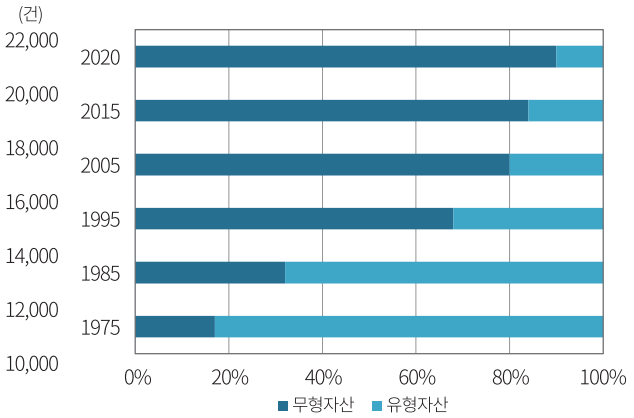
주요국 특허출원 건수



주 : WIPO의 특허협력조약(Patent Cooperation Treaty: PCT)에 따른 국제특허출원 건수

자료: WIPO

S&P 500 기업의 자산별 비중



자료: Ocean Tono Intangible Asset Market Value Study

- IP 규모 및 비중이 확대됨에 따라 특허권, 상표권, 디자인권 등과 같은 IP의 ‘독점권’적인 특성으로 인해 글로벌 기업 간 특허 분쟁(Patent War)이 빈번하게 발생함
 - IP가 기업가치를 견인하는 중요한 자산으로 인식되면서 IP 가치를 인정받고 해당 기업의 소유라는 것을 증명하기 위해 유사한 IP를 보유하고 있는 기업 간의 소송이 계속적으로 제기됨
- 특히, 최근에는 코로나 19 확산에 따라 백신 개발과 관련한 특허권과 언택트 시대의 도래로 온라인 문화 콘텐츠 등을 중심으로 IP의 가치에 대한 관심이 더욱 높아짐²⁾
- IP 비중이 커지고 가치에 대한 관심이 증대됨에 따라 IP를 활용하여 자금을 조달하는 IP금융의 중요성도 확대됨
 - IP금융은 담보마련이 어려운 기술 개발 기업에게 보유하고 있는 IP가치에 기초하여 자금을 지원하는 방법으로 IP에 직접 투자하는 IP펀드와 IP를 담보로 제공하는 대출 및 IP유동화 증권 등이 있음

□ IP금융이 활성화되어 있는 미국과 영국에서는 민간 주도의 IP금융이 다양한 방법으로 운영되는 한편,³⁾ 그 외 국가들은 정부 주도로 IP금융이 이루어짐

- 미국은 NPE(Non Practicing Entity)⁴⁾가 설립하는 다양한 IP펀드가 있으며 이들이 주도하는 IP 소송, M&A 등의 투자금융 모델이 발달함

2) CNBC, 2021. 1. 22, Countries worldwide look to acquire the intellectual property rights of Covid-19 vaccine makers; The National, 2020. 10. 6, Covid-19 pandemic to boost investments in intangible assets, Carlyle study shows.

3) 특허청, 2018, 특허기술 활용 촉진을 위한 지식재산금융 및 특허거래 활성화 방안 연구.

4) NPE는 제품의 생산·판매없이 특허·창출·거래·라이선싱 등으로 수익을 내는 회사로 특허관리전문회사라고도 함

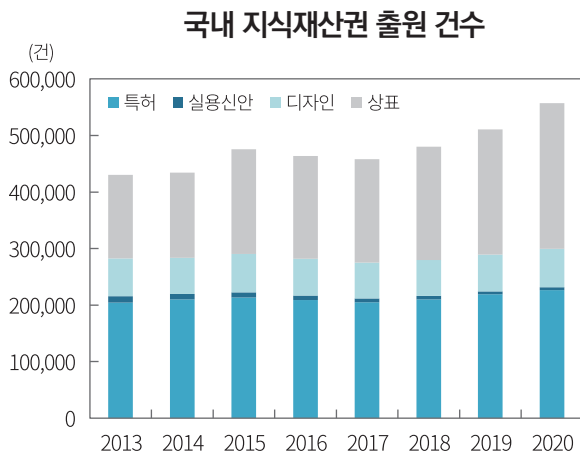
- 상표권, 프랜차이즈권, 제약 특허권 및 저작권 등의 다양한 IP가 활용되고 있으며, NPE를 통해 IP를 매집하여 소송을 통해 손해배상과 기술료 수입을 받는 형식의 IP펀드가 활성화되어 있음
- 미국은 다양한 민간 평가기관이 존재하며, 공공단체는 평가 담당자를 상호 연결하여 민간과 공공 간의 네트워크를 통해 기술 가치평가가 수행됨
- 영국에서도 IP금융이 민간 영역에서 자율적으로 운영되고 IP가치 평가 전문인력을 보유하여 IP투자가 활발하게 실시되고 있으며, 유럽은 정부주도형 벤처캐피탈 펀드를 조성하여 자금을 지원함
 - 영국에서는 다양한 민간펀드가 설정되어 있고, 기업이 투자자를 대상으로 자금조달 시 금융기관이 IP 가치를 제시하는 'IP금융 툴킷(IP Finance Toolkit)'을 실행 중임
 - EIB(European Investment Bank)와 EU 국가들이 출자해서 EIF(European Investment Fund)를 조성하여 창업·벤처기업의 자금조달을 지원함
- 큰 폭의 국제 특허 출원 건수 증가율을 나타내고 있는 중국은 IP담보대출과 국부펀드를 중심으로 정부주도의 IP금융을 적극적으로 추진하고 있으며, 전문적으로 IP 가치평가를 하는 자산평가회사(资产评估公司)가 존재함
 - 중국은 국가지식재산권국(State Intellectual Property Office: SIPO)의 주도로 각 지방 정부마다 별도로 IP담보대출 정책을 추진하며 이자할인, 대출손실 보조, 평가비용 지원, 담보비용 지원 등을 시행하고 지식재산거래소를 설립하여 지식재산권 담보대출을 지원함

□ **국내의 IP금융은 여러 차례 활성화 방안을 통해 성장세를 시현하며 2020년에는 2조원을 넘어섰으나, 여전히 간접금융의 비중이 높고 IP에 대한 직접투자는 시작 단계에 있음**

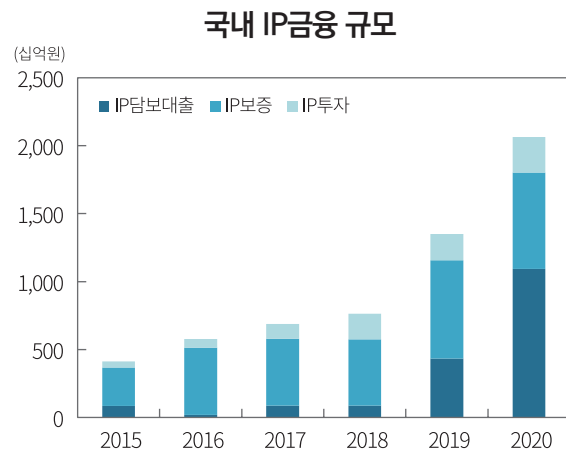
- 국내 IP금융은 2013년 기술금융으로부터 분리되면서 본격화되었고, 이후 IP금융은 활성화를 위한 대책이 마련되면서 성장해 옴
 - IP 자체가 투자 및 거래의 대상이며 자본시장에서 특허권을 구성하여 자본을 조달할 수 있도록 통로를 마련해야 한다는 논의에 따라⁵⁾, 2013년 IP 자체에 기반한 보증제도가 신설되고 IP펀드가 조성됨
 - 2018년에는 IP보증 강화 및 펀드 투자대상을 특허권에서 상표, 디자인까지 포함하였으며 가치평가체계를 구축하고 기관 간 정보공유 확대 및 우수 IP기업 발굴 노력 강화 등의 인프라를 정비하는 종합대책을 마련함
 - 지난해에는 IP 기반의 혁신기업 지원을 위해 금융투자를 확대하는 방향으로 개인투자자의 투자가 가능하도록 다양한 형태의 투자상품을 조성하는 계획을 발표하면서 IP자체에 투자하는 특허계정 400억원, 문화계정 260억원 규모의 전용펀드를 신설함

5) 박용린, 천창민, 2012, 지식재산권 보호와 창의자본 활성화를 위한 정책세미나.

- 올해 1월에도 우수한 기술력을 확보하고 있지만 리스크가 높은 기업에 대한 투자 안정성을 높이기 위해 보증기관이 특허 보증금액의 일부를 IP 지분으로 전환할 수 있는 IP투자옵션부 보증제도를 도입함
- 이와 같은 정책적 노력에 의해 IP금융 규모는 꾸준히 증가하여 2019년 1조원을 넘어선 이후 2020년에는 2조원을 상회하였으나, 여전히 IP가 투자대상이라는 인식은 낮은 편임⁶⁾
 - 2013년 738억원에 불과했던 IP금융 규모는 2020년에는 2조 640억원을 달성하며 전년 대비 52.8% 증가함
 - 2020년 기준 IP를 담보로 하는 대출이 1조 930억원, 53%의 비중으로 가장 크고 IP보증은 34.3%, IP투자는 12.7%에 불과함
- 최근 IP금융은 정부 주도의 간접투자 성격에서 벗어나, 민간영역에서의 IP투자 및 직접투자 상품이 등장하면서 변화의 양상을 보임
 - 국내 민간 IP투자 금융상품은 특허권 사용료를 통해 수익을 얻는 2019년 흥국증권과 아이디어브릿지자산운용이 출시한 상품을 시작으로 지난해 7월에는 개인투자자가 참여가능한 ‘크라우드 펀딩형’ 투자상품이 출시되며 IP투자 방법의 다변화 움직임이 나타남



자료: 특허청



□ IP금융 투자 방법이 다양해지고 활성화되기 위해서는 투자대상이 되는 IP 정보의 투명성이 요구되며, IP에 대한 가치평가 및 공시의 정확성이 담보되어야 함

- IP금융 투자 활성화를 위해서는 투자대상이 되는 IP의 가치 정보를 투명하게 파악할 수 있어야 하지만, IP보유 기업과 사용기업 간의 가치평가 차이로 인한 정보비대칭과 불확실성에 대한 문제가 꾸준히 제기되어 있음⁷⁾

6) 특허청, 2020. 7. 2, 지식재산에 투자하는 시대가 열린다, 보도자료.

7) 한국지식재산연구원, 2013, 지식재산 가치평가 및 금융 생태계 조성방안; 과학기술정책연구원, 2015, 기술가치평가 기반 국가 R&D사업의 성과평가 및 기술료 연계 가능성 탐색연구; 특허청, 2020. 9. 5, 특허청, 지식재산 가치평가 체계 전면적으로 손질한다. 보도자료.

- 이는 현행 회계기준에서 무형적인 가치를 반영할만한 기준이 미비한데 기인하며, IP와 같은 무형자산의 회계처리를 할 때 그 가치는 지출과 연동되어 계상하는 금액이 전부임
 - 예를 들어, 특허권은 특허 신청으로 소요되는 비용 정도만 자산으로 회계처리하고, 기술력에 대한 가치도 지출하는 개발비만을 무형자산으로 계상하며, 브랜드나 축적한 노하우 등의 IP 가치는 재무제표에 반영되지도 않음
- 이에 IP가치는 평가기관의 인증제도에 따른 가치평가에 의존해야 하는 상황으로 가치평가의 신뢰성 향상을 위해서는 전문인력의 확보와 명확한 기준 마련이 이루어져야 함
 - 국내의 IP가치평가는 전문인력 및 세부기준의 부족으로 고품질의 가치평가가 이루어지지 않는다는 문제제기에 따라, 지난해 9월 특허청이 IP가치평가 체계를 개선하기 위한 ‘지식재산 가치평가체계 개선방안’을 발표하면서 금융기관과 평가기관이 공동으로 가치를 평가하는 모듈형 평가모델을 도입할 계획이라고 밝힘⁸⁾
- 또한 IP 관련 공시는 대부분 취득 시 자율공시 사항으로 정하고 있어 선택적으로 이루어지고 있으므로, 투자자가 기업의 IP에 대한 정보를 명확히 파악하게 하기 위해서는 의무공시로의 전환을 고려할 필요가 있음⁹⁾

선임연구원 홍지연

8) 특허청, 2020. 9. 5, 특허청, 지식재산 가치평가 체계 전면적으로 손질한다. 보도자료.

9) 이지연, 2020, 지식재산(IP) 투자 활성화를 위한 공시제도 개선, 금융브리프 29권 10호.

개인투자자의 간접투자상품에 대한 자금 유입 감소

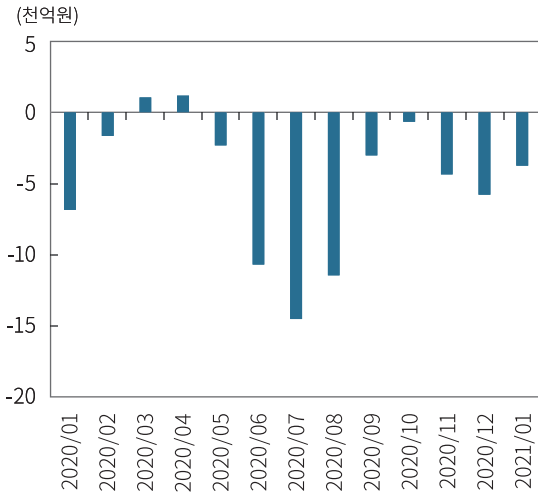
- 2020년은 코로나19사태에도 불구하고 주식시장의 유례없는 활황으로 개인투자자들의 관심이 높아짐에 따라 주식시장에 대한 직접투자 비중이 크게 증가
 - 반면 간접투자상품에 대한 선호는 상대적으로 감소하여 공모 주식형펀드 중에서도 국내형의 경우 한해동안 지속적인 자금유출이 발생하였고 파생결합증권의 발행금액도 금융당국의 규제강화 및 수요 감소로 작년대비 감소
 - 주식형펀드 자금의 순유출에도 불구하고 자산운용사의 2020년 영업이익은 꾸준히 증가하는 모습을 보여주었는데, ETF 등 주식형펀드 외의 펀드운용자산으로부터의 수수료수익 증가, 자산운용사 고유재산의 투자손익 증가 등이 있었기 때문
 - 공모 주식형펀드의 자금 유출은 저조한 수익률을 가장 큰 원인으로 들수 있으며, 간접투자상품에 대한 투자자의 신뢰저하 등 여러 이유가 존재하므로, 운용사와 판매채널의 수익률 제고 및 신뢰회복을 위한 시스템과 투명성을 갖춰나가는 것이 필요
-
- 2020년 동안 국내 주식시장은 물론 미국의 주식시장 또한 유례없는 활황을 보여주었으며 이에 따라 개인투자자들의 주식시장에 대한 직접투자 비중도 다른 해보다 크게 증가하였음
 - 개인의 경우 2007년은 주식형펀드를 통한 간접투자 방식으로 증시에 활발하게 참여한 반면, 2020~2021년도는 직접 투자방식으로 참여¹⁾
 - 2020년부터 현재까지 투자자예탁금이 꾸준히 증가하여, 2020년 월평균 48.34조원으로 2019년 월평균 25.1조원 대비 92.0% 증가
 - 2020년 4월부터 개인투자자의 주식시장 거래비중이 거래대금 기준으로 월평균 68.6%를 유지하고 있어, 코로나 이전에는 개인의 거래비중이 50% 이하를 유지하던 것과 대비
 - 반면 간접투자상품으로 대표되는 공모펀드 및 파생결합증권 등 간접투자상품에 대한 투자는 감소하는 모습을 보여주었음
 - ETF를 제외한 공모 주식형펀드의 경우 2020년 5월부터 지속적인 자금 유출을 기록하였으며, 펀드시장 내 개인의 비중도 판매잔고기준 4.4조원 이상이 감소하여 2019년 81.95%에서 2020년말 79.48%로 감소²⁾

1) 한국거래소, 2021, KOSPI 3000 시대 개막, 보도자료.

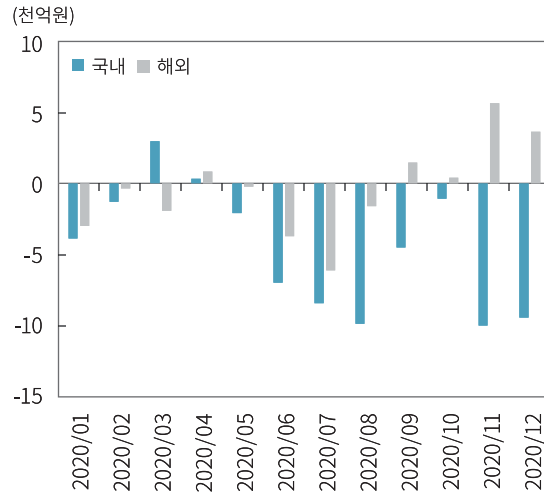
2) 금융투자협회 freesis

- 주식형펀드가 시가총액대비 차지하는 비중은 2020년말 기준 3.28%로 2019년 4.83%에 비해 1.55%p감소하였으며, 이는 2004년 3.25% 이후 최저치

〈그림 1〉 주식형 펀드의 유출입 추이



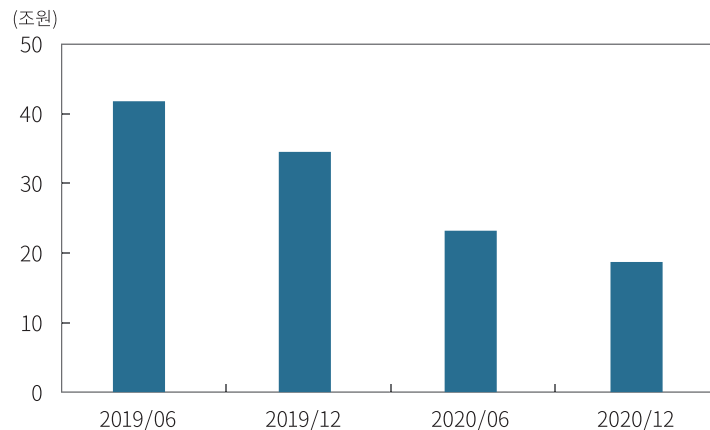
〈그림 2〉 국내 및 해외 주식형펀드의 유출입 추이



주 : 〈그림 1〉은 ETF를 제외한 공모 주식형펀드이며, 〈그림 2〉는 〈그림 1〉을 국내와 해외로 나누어 본 추이
 자료: 금융투자협회 freesis

- 파생결합증권의 발행규모도 감소하여, 2020년 ELS의 발행규모는 42.1조원으로 2019년 76.7조원 대비 45.1%가 감소³⁾
- 원금보장형 상품인 ELB를 포함하는 경우 2020년의 발행규모는 68.3조원으로 2019년 대비 31.6% 감소

〈그림 3〉 ELS의 발행 추이



주 : ELS의 경우 원금보장형 상품인 ELB집계는 제외
 자료: 예탁결제원 Seibro

3) 예탁결제원 Seibro

- 국내 주식형펀드의 자금 유출이 심화된 이유는 주식시장 활황에 따라 차익실현을 위한 펀드 환매 및 개인투자자들의 국내 및 해외 주식시장 직접참여가 늘어났기 때문
 - 개인의 직접투자 선호는 국내는 물론 해외주식시장에서도 나타났으며, 증권사들의 해외주식투자 관련 이벤트도 개인투자자들의 해외주식 직접투자 참여에 한몫
 - <그림 2>를 보면 해외 주식형펀드의 경우 국내 주식형펀드와 달리 2020년 9월부터 자금유입이 순증가하여, 투자자들의 해외시장에 대한 선호를 보여주었음
 - 단기성 자금인 MMF의 설정액도 증가하였는데, 이는 투자자들이 차익실현 후 다음 투자가 이루어지기 전까지 최소한의 안전 수익을 확보하고 재투자하기 용이한 상품이기 때문

〈표 1〉 유형별 펀드설정액 증감

(단위:억원)

유형	설정액		증가율
	2021. 1. 4.	2020. 1. 4.	
국내주식형	389,763	560,159	-30.4%
해외주식형	203,519	192,951	5.5%
MMF	1,018,233	824,625	23.5%

주 : 펀드유형은 공모펀드를 대상으로 FnGuide 유형분류 기준에 따름

자료: FnGuide 2020년 12월 펀드평가보고

- 파생결합증권의 경우 주식시장 수익률이 증가함에 따라 조기상환이 증가하였고, 직접투자에 대한 개인투자자의 관심 증가 및 금융당국의 규제강화 여파로 파생결합증권 상품의 수요 및 발행이 감소하였기 때문⁴⁾
 - 금융위원회는 2020년 7월에 파생결합증권이 금융시장에 위험요인이 되지 않도록 자체 리스크 관리강화 및 파생결합증권의 규모 축소, 투자자 보호 강화를 위한 대응체계를 제시⁵⁾
 - 건전화방안이 발표되기 몇 달 전부터 규제 수준에 대한 업계의 우려⁶⁾가 지속되어 발행이 매우 위축되는 요인으로 작용
 - 또한 주가지수의 수익률보다 테크 및 바이오와 같은 특정 개별 주식의 주가 상승률이 높았던 2020년 주식시장에서, 지수에 투자하는 상품이 다수인 ELS에 대한 투자자 선호가 하락
 - 네이버(56.8%), 카카오(153.7%), 셀트리온헬스케어(207.5%) 등의 1년 수익률에 비해 KOSPI200, S&P500, Nikkei225 지수의 수익률은 각각 32.5%, 16.3%, 16.0%
 - 2015년부터 발행 ELS의 98%가 국내외 지수형(금융투자협회)이며 주로 KOSPI200, EuroStoxx50, HSCEI, S&P500, Nikkei225 등이 사용됨⁷⁾

4) 금융감독원, 2020. 12. 29, '20.3분기 중 증권회사 파생결합증권 발행·운용 현황, 보도자료

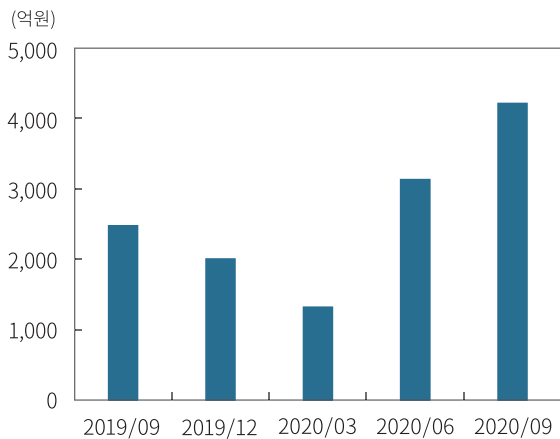
5) 금융위원회, 2020. 7. 31, 파생결합증권시장을 보다 건전하게 발전시키겠습니다, 보도자료

6) 방안 발표가 되기 전부터 ELS발행한도를 증권회사 자기자본의 100% 이내로 제한하는 발행총량규제를 실시하는 것에 대한 업계의 우려가 컸으나 최종적으로 도입하지 않게 되었음

7) 장근혁, 2021. 1. 18, 국내 ELS 시장의 현황과 과제, 자본시장연구원 자본시장포커스 2021-02호.

- 주식형펀드의 순유출에도 불구하고 자산운용사의 2020년 분기별 영업이익은 증가하는 모습을 보여주었는데⁸⁾, ETF 등 주식형펀드 외의 펀드운용자산으로부터의 수수료수익 증가 및 증권시장 호황에 따른 고유재산 투자손익의 증가 등이 있었기 때문
 - ETF의 경우 일평균 거래대금이 2019년 대비 두배 이상 증가하였으며, 타깃데이트펀드(target date fund: TDF)⁹⁾에 대한 꾸준한 자금유입도 자산운용사들의 수익증가에 기여
 - 자산운용사의 수수료수익은 7,942억원으로 전년 동기 대비 16.7% 증가하였으며, 증권투자 손익은 전년 동기 대비 크게 증가

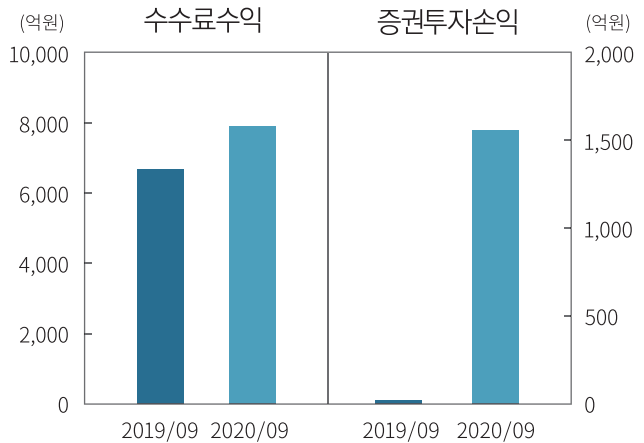
〈그림 4〉 자산운용사의 분기별 영업이익



자료: 금융감독원 금융통계정보시스템,

금융감독원, 2020. 12. 2, 2020년 3분기 자산운용회사 영업실적(잠정), 보도자료.

〈그림 5〉 전년동기대비 세부 수익항목



〈표 2〉 ETF 일평균거래대금

(단위: 억 원)

	일평균거래대금		
	2019년	2020년	증감율
ETF 일평균거래대금	13,332	46,949	252.2%
KOSPI일평균거래대금	49,898	181,990	264.7%

자료: KRX ETF · ETN Monthly

8) 금융감독원, 2020. 12. 2, 2020년 3분기 자산운용회사 영업실적(잠정), 보도자료.

9) 타깃데이트펀드(TDF)는 목표시점인 은퇴예상시점까지 남은 기간에 따라 투자자산을 위험자산과 안전자산으로 나누어 지속적으로 비중을 조정하여 안정적인 수익을 추구하는 펀드이며 선진국에서는 연금상품으로 활용되고 있음. 우리나라는 2014년 최초로 출시. 2020년말 기준 타깃데이트펀드의 수탁고는 5.2조원으로 전년 말 대비 56.8% 증가.

- 공모 주식형펀드의 자금 유출은 코로나19 이후 두드러졌으나, 갑자기 발생한 것이 아닌 장기간에 걸쳐 진행되었던 것으로, 저조한 수익률을 가장 큰 원인¹⁰⁾으로 들수 있으며, 간접투자상품에 대한 투자자 신뢰저하 등의 여러 이유가 존재
 - 2019년 DLF사태 및 2020년 라임펀드사태 등 최근에도 간접투자상품으로 인한 투자자 피해가 발생하였으며, 다양한 매체를 통해 개인투자자들이 양질의 투자관련 정보 습득이 수월해진 것도 간접투자에서 직접투자로 선회하게 된 이유
 - 그러나 투자자의 대부분이 개인투자자인 공모펀드는 그동안 일반인들의 전통적 자산증식 수단이었으며, 전문가가 운용하고, 분산투자를 할 수 있는 등의 장점이 여전히 존재¹¹⁾하므로 운용사와 판매채널은 수익률을 제고하고 투자자의 신뢰를 회복할 수 있는 시스템과 투명성을 갖추어나가는 것이 중요

선임연구원 이종은

10) 김종민, 2018, 국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징 및 성과 분석, 자본시장연구원 연구보고서 18-04.

11) 금융위원회, 2021. 2. 1, 투자자 중심으로의 변화를 통한 「공모펀드 경쟁력 제고방안」, 보도자료.