연구보고서 16-07

KCMI
Korea Capital
Market Institute

자산운용시장 고객군의 기관화에 따른 영향과 시사점

김종민 | 김재칠

자본시장연구원

김종민 (Jongmin Kim)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

· Financial Economics
· Applied Microeconomic Theory
· Industrial Organization
· Financial Econometrics
· Asset Management

김재칠 (Jaechil Kim)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

· Monetary Economics
· Household Portfolios
· Fund Markets and Industry

자산운용시장 고객군의 기관화에 따른 영향과 시사점

2016. 12.

연 구 위 원 김 종 민

선 임 연 구 위 원 김 재 칠

자본시장연구원

Korea Capital Market Institute

序 言

우리나라 자산운용시장은 글로벌 금융위기 이후 수년간 고전했지만 최근 재도약하고 있다. 자산운용시장 전체의 운용자산규모는 이미 900조원을 훌쩍 뛰어넘었다. 금융시장의 변방에 머물러 있던 자산운용시장이 그 위용을 서서히 드러내고 있는 중이다. 이는 그동안 꾸준히 이어졌던 제도적 틀의 구축, 자산운용업계 구성원들의 노력 등이 어우러진 결과로 평가하고 싶다.

자산운용시장과 산업이 우리나라 금융시장의 중심으로 떠오르면서 한 가지 흥미로운 변화가 관측된다. 공모펀드시장은 정체국면에서 벗어나지 못하고 있는 반면, 사모펀드와 투자일임시장은 급격하게 커지고 있는 현상이 바로 그것이다. 이는 자산운용회사들의 입장에서 볼 때 고객군의 중심이 개인투자자에서 기관투자자로 바뀌고 있음을 의미한다. 미국 등 선진국에서는 이미 오래 전에 나타났던 현상이 우리나라에서도 발견되고 있는 것이다.

기관투자자는 소위 '현명한 투자자'로 불리는 전문가 집단이다. 자산운용시장의 고객군이 전문가 집단으로 바뀌면 어떤 변화가 나타날까? 먼저 자산운용시장에 내재된 대리인문제가 줄어드는 긍정적인 효과가 생길 수 있다. 기관투자자들은 그들의 대리인인 자산운용회사들을 감시할 수 있는 능력이 개인투자자들에 비해 우수하기 때문이다. 따라서 시장 전체에 기관투자자들의 비중이 커질수록 고객에 의한 시장규율의 강도도 세질 것이다. 이는 자산운용시장 전체의 효율성 제고로 이어진다. 이와 반대로 부정적인 효과가 나타날 가능성도 없지 않다. 자산운용회사들에게 있어 기관투자자들은 성과보수를 지급해 주는 확실한 고정고객이다. 만약 자산운용회사들이 그들이 보유한 자원을 기관투자자들에 대한 서비스 제공에 집중한다면 개인투자자들에 대한 서비스는 소홀해질 수 있다.

이 연구는 자산운용시장 고객군의 변화에 따른 영향을 이론적·실증적으로 분석하고 그 시사점을 도출하기 위해 작성되었다. 향후 자산운용시장

고객군의 기관화는 당분간 이어질 것으로 전망되는 만큼, 이 연구의 결과는 업계뿐만 아니라 정책적 측면에서도 그 의미가 클 것으로 본다. 또한 사모펀드와 투자일임시장의 운용보수율과 운용성과를 간접적인 방법을 통해 추정하는 등 방법론적 측면에서도 기여가 큰 것으로 생각한다. 이 연구가 우리나라 자산운용시장이 튼튼하게 성장하는데 있어서 일조할 수 있기를 기대한다.

이 보고서를 작성하기 위해 촌음을 아껴가며 토론하고 고민해 준 본 연구원의 김재칠 선임연구위원과 김종민 연구위원에게 감사드린다. 보고서 작성 중 원내 세미나와 심사과정에서 훌륭한 조언을 제시한 홍원구 연구위원과 권민경 연구위원, 그리고 연구조정위원들에게도 감사드린다. 보고서 작성을 위한 기초자료 수집과 편집을 위해 고생해 준 공경신 선임연구원과 김달님 연구조원에게도 감사의 말씀을 전한다. 마지막으로 이 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2016년 12월

자본시장연구원

원장 안동현

목 차

Executive Summary ····· viii
Abstract ····· xii

Ⅰ. 서론 ····· 3

Ⅱ. 자산운용시장 고객군의 변화 ····· 11
1. 자산운용시장의 정의 및 범위 ····· 11
2. 공모펀드, 사모펀드, 투자일임의 차이점 ····· 14
3. 자산운용시장 변화의 주요 특징 ····· 19
4. 소결 ····· 31

Ⅲ. 자금흐름 변화 결정요인 분석 ····· 35
1. 관련문헌 검토 ····· 35
2. 자료와 핵심변수 ····· 38
3. 핵심변수들의 주요 특성 분석 ····· 47
4. 자금흐름 변화 결정요인 실증분석 ····· 57
5. 소결 ····· 68

Ⅳ. 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 ····· 73
1. 관련문헌 검토 ····· 73
2. 이론모형 ····· 75
3. 실증분석 ····· 98
4. 소결 ····· 119

Ⅴ. 결론 ····· 123

참고문헌 ····· 131

표 목 차

<표 Ⅱ-1> 공모펀드, 사모펀드, 투자일임의 특성 비교 ····· 18
<표 Ⅲ-1> 공모 및 사모일임 월간 자금흐름 비교 요약 ····· 49
<표 Ⅲ-2> 자산운용회사 그룹별 월간 자금흐름 비교
: 전체패널 월평균 ····· 50
<표 Ⅲ-3> 자산운용회사 그룹별 운용보수율 비교
: 전체패널 월평균 ····· 53
<표 Ⅲ-4> 공모 및 사모일임 월간 운용수익률 비교 요약 ····· 56
<표 Ⅲ-5> 자산운용회사 그룹별 월간 운용수익률 비교
: 전체패널 월평균 ····· 57
<표 Ⅲ-6> 공모 주식형 패널회귀분석 결과 ····· 64
<표 Ⅲ-7> 사모일임 주식형 패널회귀분석 결과 ····· 65
<표 Ⅲ-8> 공모 주식형 패널회귀분석 결과
: 운용성과지표 변수 비대칭성 고려 ····· 66
<표 Ⅲ-9> 사모일임 주식형 패널회귀분석 결과
: 운용성과지표 변수 비대칭성 고려 ····· 67
<표 Ⅳ-1> 투자정보 공유가 가능할 때의 투자전략 균형 ····· 95
<표 Ⅳ-2> 공모펀드와 사모일임 수익률 및 성과지표의 상관관계 ····· 99
<표 Ⅳ-3> 사모일임과 공모펀드의 성과지표 비교 ····· 100
<표 Ⅳ-4> 사모일임과 공모의 운용성과 분석 ····· 101
<표 Ⅳ-5> 주요 설명변수들의 상관관계 ····· 108
<표 Ⅳ-6> 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 (1) ····· 111
<표 Ⅳ-7> 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 (2) ····· 112
<표 Ⅳ-8> 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 (3) ····· 113
<표 Ⅳ-9> 사모일임이 공모펀드 위험조정 성과지표에 미친 영향 ····· 118

그 림 목 차

<그림 Ⅱ-1> 자산운용시장과 광의의 자산관리시장 ····· 13
<그림 Ⅱ-2> 자산운용시장내 3대 시장별 규모 추이 ····· 20
<그림 Ⅱ-3> 3대 시장별 구성 비중 변화 ····· 21
<그림 Ⅱ-4> 펀드수 및 펀드당 규모 ····· 22
<그림 Ⅱ-5> 자산유형별 구성 비중: 2011년 12월말 ····· 24
<그림 Ⅱ-6> 자산유형별 구성 비중: 2016년 3월말 ····· 25
<그림 Ⅱ-7> 3대 시장의 투자지역별 구성 추이 ····· 26
<그림 Ⅱ-8> 국내 주식형 시장규모 추이 ····· 28
<그림 Ⅱ-9> 국내 주식형 펀드수 및 펀드당 규모 ····· 29
<그림 Ⅱ-10> 국내 채권형 시장규모 추이 ····· 30
<그림 Ⅱ-11> 국내 채권형 펀드수 및 펀드당 규모 ····· 30
<그림 Ⅲ-1> 공모 및 사모일임 자금흐름 규모 비교 ····· 48
<그림 Ⅲ-2> 공모 및 사모일임 자금흐름 증감률 비교 ····· 48
<그림 Ⅲ-3> 공모 및 사모일임 운용보수율 비교 ····· 51
<그림 Ⅲ-4> 공모 및 사모일임 운용보수수익의 시계열 비교 ····· 52
<그림 Ⅲ-5> 공모 및 사모일임 운용수익률 비교: 단순수익률 ····· 54
<그림 Ⅲ-6> 공모 및 사모일임 운용수익률 비교: FF알파 ····· 55
<그림 Ⅳ-1> 공모펀드 기대운용수입 비교 ····· 87
<그림 Ⅳ-2> 사모일임 기대운용수입 비교 ····· 89
<그림 Ⅳ-3> 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정 ····· 90

약 어 표

CAPM	Capital Asset Pricing Model
FF	Fama-French
GLS	Generalized Least Square
MMF	Money Market Fund
PB	Private Banking
PEF	Private Equity Fund
SEC	Securities and Exchange Commission
SR	Sharpe Ratio
TER	Total Expense Ratio
TNA	Total Net Assets

≪ Executive Summary ≫

최근 우리나라 자산운용시장의 가장 큰 특징 중 하나는 고객군의 기관화 현상이다. 개인투자자들이 주요고객인 공모시장은 성장이 정체된 반면, 기관투자자들이 주요고객인 사모와 투자일임시장은 빠른 성장세를 보이고 있다. 이 연구의 목적은 고객군의 기관화가 자산운용시장에 미칠 수 있는 영향을 알아보는 것이다. 이를 위해 국내 주식형 자산운용시장을 크게 공모와 사모일임시장으로 구분하고, 2011년 12월에서 2016년 3월까지 자산운용회사 단위의 월간 자료를 이용해 다음과 같은 세 가지 중요한 이슈를 검토했다. 첫째, 자금흐름, 운용보수율, 운용성과 등 세 가지 핵심변수들이 두 시장에서 어떤 특성을 보이는지 분석했다. 둘째, 두 시장의 자금흐름 결정요인을 실증분석했다. 특히 과거의 운용성과에 대한 자금흐름의 반응을 살펴봄으로써 개인투자자와 기관투자자들의 자산운용회사 규율에 어떤 차이점이 있는지를 분석했다. 셋째, 사모일임과 공모 동시운용이 공모시장 투자자들에게 미칠 수 있는 영향을 이론모형과 실증분석을 통해 살펴봤다.

먼저 핵심변수들의 비교분석을 통해서 발견한 특징들은 다음과 같다. 시장의 성장추세에서 알 수 있는 바와 같이 자금흐름의 규모 및 증가율 모두 사모일임 주식형이 공모 주식형을 압도했다. 두 시장의 운용보수율은 전반적으로 하락추세를 보인 가운데, 사모일임의 운용보수율이 공모에 비해 낮았다. 사모일임의 운용보수율이 상대적으로 더 낮았던 것은 대형 기관고객들의 강력한 가격협상력으로 인해 고정보수가 낮은데다 박스권에 갇힌 주가의 흐름으로 인해 성과보수도 미미했기 때문인 것으로 보인다. 시장요인을 반영한 운용성과지표를 기준으로 할 때 사모일임의 운용성과가 공모에 비해 더

우수했다. 사모일임의 우수한 운용성과는 다양한 요인이 복합적으로 작용한 결과인 것으로 추정된다. 사모일임에 적용되는 낮은 운용규제, 기관투자자들의 운용자 규율능력, 사모일임에 우수한 회사자원을 배분하는 자산운용회사들의 전략 등이 추론 가능한 요인들이다.

공모와 사모일임 주식형의 자금흐름 결정요인 분석을 통해서는 기관투자자들의 운용자 규율 가능성을 일부 파악할 수 있었다. 운용성과와 운용보수율에 민감하게 반응하는 공모 주식형시장의 개인투자자들과 달리 사모일임 주식형시장의 기관투자자들은 상대적으로 이러한 변수에 덜 민감하게 반응했다. 이는 국내 기관투자자들이 개인투자자들에 비해 더 다양한 정보들을 기초로 투자의사를 결정하기 때문인 것으로 추정된다. 자산운용회사의 운용철학, 인력의 전문성, 위험관리체계를 포함한 운용시스템 전반의 체계 등 실증분석에 고려할 수 없었던 질적인 정보들을 그 예로 들 수 있겠다. 또 하나 중요한 발견은 기관투자자들의 경우 과거 운용성과에 대한 비대칭적인 자금흐름의 반응이 개인투자자들에 비해 현저하게 약하다는 사실이다. 개인투자자들은 우수한 운용성과가 나타날 경우 매우 큰 규모의 신규자금을 투자한 반면, 나쁜 운용성과가 나타날 경우에는 자금회수를 거의 하지 않았다. 이와 달리 기관투자자들은 나쁜 운용성과에 대해 일정수준 자금을 회수하는 경향을 보였다. 즉, 기관투자자들의 운용자 규율 강도가 개인투자자들에 비해서는 상대적으로 높았다.

이러한 분석결과는 향후 고객군의 기관화가 계속된다는 전제하에 자산운용시장에 지대한 영향을 줄 수 있다. 사모일임시장뿐만 아니라 공모시장에서도 기관투자자들의 투자 비중이 계속 커지고 있기 때문에 자산운용시장 전반에 걸쳐 규율의 강도가 세질 것이다. 자산운용회사들은 규율의 강도가 센 기관투자자들에 대응하기 위해

우수한 인력을 채용하고, 시스템을 갖추려는 노력을 경주할 가능성이 크다. 이와 함께 자산운용회사들은 단기적으로 높은 운용성과를 만들어 많은 자금을 유치하려는 노력보다는 자신들만의 운용철학과 문화를 구축해 꾸준한 운용성과를 창출하려 할 것이다. 즉, 자산운용시장 전반에 걸쳐 신뢰가 쌓이고 운용의 효율성이 제고될 가능성이 있다.

그러나 이와는 반대로 기관투자자들이 자산운용회사들의 핵심고객으로 부상하면서 개인투자자들이 운용수익률 측면에서 피해를 입을 가능성도 열려있다. 최근 해외문헌들이 공모펀드와 성과보수 연동 헤지펀드 동시운용에 따른 이해상충 가능성을 제기하고 있는 것이 이런 이유 때문이다. 이를 검증하기 위해 공모와 사모일임 동시운용에 따른 영향을 이론모형과 실증분석을 통해 분석했다.

핵심적인 결과는 다음과 같다. 사모일임 운용능력이 우수한 자산운용회사가 운용하는 공모펀드라 하더라도 그렇지 않은 공모펀드에 비해 수익률이 낮지는 않았다. 특히, 공모펀드와 사모일임의 특성을 감안한 요인 조정 초과수익률을 기준으로 보면 더욱 그러하다. 따라서 국내 주식형 시장에서는 기존 해외문헌에서 제기한 동시운용에 따른 이해상충 문제가 발견되지 않았다. 그런데 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 파급효과는 공모펀드의 운용능력에 따라 상이하게 나타났다. 공모펀드 운용능력이 뛰어나면 파급효과로 인해 공모펀드 수익률이 개선되었으나, 그렇지 않은 경우에는 이 효과가 대폭 감소하거나 사라진 것이다. 위험조정 성과지표에 대한 분석 결과, 이러한 사모일임의 비대칭적인 파급효과는 국내 자산운용회사의 공모펀드 간 운용능력 격차가 큰 것에 기인하는 것으로 판단된다.

국내 주식형 시장에서 동시운용에 따른 이해상충이 발견되지 않

은 것은 여러 가지 복합적인 이유 때문인 것으로 보인다. 우선, 아직은 공모시장이 자산운용회사들에게 매우 중요한 시장이라는 점을 지적할 수 있다. 예를 들어 평판이 중요한 자산운용시장에서 공모시장에 참여하는 개인들의 평판은 무시할 수 없다. 또한 운용보수율도 공모시장이 사모일임시장에 비해 높기 때문에 동일한 단위의 운용자산규모 대비 경영수익성 기여도 또한 공모시장이 높다. 이로 인해 아직까지는 국내 자산운용회사들이 공모펀드와 사모일임에 유능한 펀드매니저를 적절히 배치하고 있고, 그 결과 사모일임 운용능력에 따라 공모펀드 간 수익률의 유의한 차이는 관찰되지 않는 것으로 판단된다.

다만, 해외에서와 같이 향후 동시운용에 따른 이해상충 현상이 국내에서도 나타날 가능성을 완전히 배제할 수는 없다. 공모시장의 운용보수율이 계속해서 떨어지고 있는 가운데, 사모일임시장의 운용보수율이 올라간다면 그 가능성은 커질 수 있다. 또한 앞으로 다수의 자산운용회사들이 헤지펀드를 공모펀드와 동시에 운용할 것으로 전망되는데, 이 경우 이해상충이 발생할 가능성은 더 커질 수 있다. 한편, 이론모형에서 동시운용에 따른 이해상충은 펀드매니저 간 운용능력의 차이가 존재할 때 자산운용회사의 경제적인 유인체계와 공모펀드시장의 정보비대칭성 문제가 결합하여 발생한다. 이를 감안하면, 정보비대칭을 줄이는 동시에 자산운용회사의 유인체계가 사모일임에 편향되지 않도록 공모펀드시장의 수요기반을 강화할 수 있는 정책적인 노력이 필요할 것으로 본다. 개방형 판매채널 확대, 자산관리 및 투자자문 서비스의 확충, 연금상품 또는 연금시장과 펀드상품 간의 연계 강화, 공모펀드 운용규제 완화를 통한 운용성과 제고 등을 그 예로 들 수 있겠다. 역량을 제고하기 위한 개별 자산운용회사들의 뼈를 깎는 노력 역시 필요하다.

≪ Abstract ≫

The Rapid Growth of Privately Placed Funds and Discretionary Investments (PF&DIs) and its Effects in Korea Equity Funds Market

The growth of the domestic asset management industry has been mainly led by privately placed funds and discretionary investments (PF&DIs) since the global financial crisis. In this regard, this report studies key changes or issues in the recent domestic equity funds market and discusses its potential effects and implications. More specifically, this report sheds light on the following issues and presents some empirical results based on the asset management company level monthly dataset from Dec 2011 to March 2016.

First, this report compares various key features such as the flow of funds, management fee, and performance between publicly offered funds and PF&DIs which invest in domestic equities. PF&DIs have dominated publicly offered funds in terms of the growth rate of the flow of funds and its size as well. Also, the risk-adjusted performance of PF&DIs is better than that of publicly offered funds while there is no significant difference in the rate of return between publicly offered funds and PF&DIs. The level of management fee of PF&DIs, however, is much lower than that of publicly offered funds.

Second, this report analyzes the determinants of the flow of funds in each sub-market. The flow of funds is more sensitive to

the past performance and the management fee in publicly offered funds market than in PF&DIs market. More importantly, both the magnitude and the statistical significance of estimated sensitivities are different in both sub-markets depending on whether the past performance is good or bad. In this respect, the flow-performance relationship is asymmetric in domestic equity funds market. Nonetheless, we have found some empirical results that institutional investors tend to withdraw some portion of their investments in response to the poor performance. This implies that investors' discipline of the fund manager is working to some extent in PF&DIs market, which could help enhance the overall investment efficiency and establish investors' trust on the asset management industry.

Third, this report explores the side-by-side management effect based on the theoretical and empirical analysis for the domestic equity funds market. Its effect could arise when interests are misaligned between investors of the publicly offered funds and the asset management company as PF&DIs becomes more important in terms of profitability. Despite the rapid growth of PF&PIs, no side-by-side management effect is found in the empirical analysis. Rather, we have found a positive spillover effect in that the return of publicly offered funds gets better as that of PF&DIs increases. However, it is important to note that side-by-side management effect is likely to emerge if the current growth trend of PF&DIs continues going forward. Hence, more policy efforts are required in order to strength the demand base and improve informational transparency for the publicly offered funds market.

Ⅰ. 서론

Ⅰ. 서론

우리나라 자산운용시장은 글로벌 금융위기, 유럽의 재정위기 등 여러 어려움들을 극복하고 괄목할만한 성장세를 구가하고 있다. 자산운용시장 전체의 운용자산규모는 2011년말 541조원에서 2016년 3월말에는 903조원을 넘어섰다.[1] 이는 불과 4년 만에 약 67%가 늘어난 것으로 고전을 면치 못하고 있는 여타 금융시장의 사정과 비교해 보면 이례적이다.

그런데 자산운용시장의 성장구조를 살펴보면 흥미로운 사실이 발견된다. 개인투자자들이 주요고객인 공모펀드시장은 정체국면을 벗어나지 못하고 있는 반면, 고액자산가들이나 기관투자자들이 주요고객인 사모펀드시장과 투자일임시장은 빠른 속도로 늘어나고 있는 것이다.

자산운용시장 고객군의 소위 '기관화' 현상은 몇 가지 중요한 의미를 지닌다. 먼저 자산운용시장에 내재된 대리인문제의 축소 가능성을 예로 들 수 있다. 자산운용시장의 가장 큰 특징 중 하나는 자산의 보유자와 운용자의 분리로 인해 대리인문제가 발생할 개연성이 크다는 점이다. 일반적으로는 기관투자자들의 투자전문성이 개인투자자들에 비해 우수하고 그 결과 기관투자자들이 개인투자자들에 비해 운용자의 이해상충 행위를 더 효율적으로 통제할 수 있다는 것이 정설이다. 즉, 기관투자자들은 운용성과가 저조하거나 이해상충 행위를 하는 운용자에게서 위탁자금을 신속하게 회수하는 방법을 통해 운용자들로 하여금 신의성실의무를 다하도록 규율할 수 있다.

자산운용시장 고객군의 기관화 현상은 자산운용회사들의 경영수익성 측면에서도 그 의미가 적지 않다. 고객군의 기관화가 반드시 자산운용시장 전체의 규모를 키우는 것은 아니다.[2] 고객군의 기관화가 자산운용회사

1) 이 연구에서는 자산운용시장을 집합투자업자, 즉 자산운용회사들이 영업하는 시장으로 한정한다. 따라서 이 연구에서 자산운용시장은 펀드시장 및 투자일임 전체시장 중 자산운용회사들이 운용하는 부분만을 의미한다. 이하의 Ⅱ장에서는 자산운용시장보다 더 넓은 개념인 자산관리시장을 정의하고, 자산운용시장이 자산관리시장 내에서 차지하는 위치를 간략하게 논의한다.

의 보수수익에 미치는 영향은 운용보수의 구조변화에 기인한다. 사모펀드와 투자일임은 공모펀드와 달리 성과보수를 받을 수 있다. 따라서 고객군이 기관화할수록 자산운용회사들은 성과보수로 인해 높은 운용보수 수익을 얻을 기회가 많아지지만, 반대로 보수수익의 높은 변동성 또한 감수해야 한다.

또한 자산운용시장 고객군의 기관화는 규제가 약한 시장의 확대를 의미한다. 사모펀드와 투자일임시장에 적용되는 규제는 공모펀드시장에 비해 상대적으로 약하다.[3] 기관고객들은 운용자를 규율할 수 있는 힘이 상대적으로 강하기 때문에 정부가 규제를 통해 이들을 보호할 필요성이 떨어지며, 그 결과 기관고객 시장에 대한 규제의 강도도 약해진다. 이는 결과적으로 창의성이 뛰어난 자산운용회사들로 하여금 기관고객이 중심인 시장, 즉 사모펀드와 투자일임시장에 집중하도록 유도할 수 있다.

이처럼 자산운용시장 고객군의 기관화는 중요한 의미를 내포하고 있지만 국내에서는 깊이 있는 논의와 연구를 찾아보기 어렵다. 자산운용시장과 관련된 대부분의 연구들은 공모펀드와 관련된 내용들이다. 그 이유는 사모펀드 및 투자일임에 대한 정보가 부족하기 때문이다. 사모펀드의 수익률과 관련된 정보들은 일부 펀드평가회사들이 취합하고 있지만 제한적이다. 자산운용회사들이 펀드평가회사들에게 선택적으로 정보를 보내주고 있어서 편의(bias)가 생길 수밖에 없다. 투자일임과 관련된 정보들은 일대일 계약이라는 투자일임의 성격상 아예 찾을 수 없다. 따라서 사모펀드와 투자일임시장에 대해서는 펀드단위 또는 계약단위의 데이터를 구해서 분석하는 것이 현재로서는 불가능하다.

이 연구에서는 자산운용회사 단위에서 공시되는 운용규모(설정액/계약액 또는 순자산총액/평가액) 자료를 이용해 사모펀드와 투자일임의 회사단위 운용성과를 간접적으로 추정한다. 또한 자산운용회사들의 재무제표

2) 자산운용시장의 기관고객들은 연기금, 금융기관, 각종 공제회 등인데 이들은 개인투자자들의 자본을 흡수해 대리인 역할을 해준다. 따라서 고객군의 기관화는 일반적으로 개인고객들의 감소를 초래한다.

3) 여기에서 각 시장에 대한 규제라 함은 세 가지 투자수단에 대한 규제와 이를 운용하는 자산운용회사에 대한 규제를 의미한다.

를 이용해 사모펀드와 투자일임의 회사단위 운용보수율도 추정한다. 공모펀드의 회사단위 운용성과도 같은 방법으로 추정한다. 공모펀드의 회사단위 운용보수율은 공시되는 자료를 이용한다.[4] 모든 기초자료의 추정과 이를 이용한 분석은 주식형시장으로 한정한다.

이 연구에서는 전체 자산운용시장을 개인고객 시장인 공모펀드시장과 기관고객 시장인 사모펀드·투자일임시장 등 두 개의 시장으로 분류한다. 즉, 사모펀드시장과 투자일임시장은 하나의 시장으로 가정한다.[5] 확보한 기초자료들을 이용해 자산운용시장 고객군의 기관화가 어떤 영향을 줄 수 있는지 분석한다. 이 연구에서 다루게 될 주요 분석내용은 다음과 같다.

첫째, 공모시장과 사모일임시장 간 자금흐름, 운용보수율, 운용수익률에 어떤 차이가 있는지 분석한다. 그리고 이러한 지표들이 자산운용회사의 유형에 따라 어떤 차이가 있는지도 분석한다. 이를 통해 자산운용시장 고객군의 기관화가 자산운용회사들의 운용보수 수익 및 운용성과(즉, 운용수익률)에 미치는 영향을 개략적으로 알아본다.

둘째, 자금흐름 결정요인을 공모시장과 사모일임시장으로 구분하여 분석한다. 이를 통해 투자자들의 의사결정에 영향을 미치는 요인이 두 시장 간에 어떤 차이가 있는지 알아본다. 특히 여기에서는 운용성과에 따라 투자자들이 어떤 대응을 하는지에 초점을 맞춘다. 우수한 운용성과와 저조한 운용성과 사이에 투자자들이 대칭적(symmetric)으로 대응하고 있는지도 알아본다.[6] 해외에서는 펀드의 과거 수익률이 자금흐름에 양(+)의 영향을 미치며 그 상관관계는 비대칭적(asymmetric)이라는 연구결과가 다수 발견된다(Ippolito, 1992; Chevalier & Ellison, 1997; Sirri & Tufano, 1998; Barber et al., 2005). 그러나 기관투자자들의 경우 이러한 비대칭적 대응이 심하지 않다는 연구결과도 있다(Guercio & Tkac, 2002; James

4) 상세한 추정방법은 Ⅲ장에서 설명한다.

5) 이하에서는 개인고객 시장과 기관고객 시장 간의 비교분석에 초점이 맞추어질 경우 이 두 시장을 각각 공모시장, 사모일임시장으로 축약해 적는다.

6) 여기에서 대칭적 대응이라 함은 투자자들이 우수한 수익률에 대해 투자를 늘리는 규모와 동일하게 저조한 수익률에 대해 투자를 줄이는 것을 의미한다.

& Karceski, 2006; Kaplan & Schoar, 2005). 자금흐름 결정요인의 분석은 우리나라 자산운용시장 고객군의 기관화가 투자자에 의한 시장규율 강화에 도움을 주고 있는지에 대한 실마리를 제공해 줄 것이다.

셋째, 사모펀드와 투자일임이 자산운용회사들의 전체 운용자산에서 차지하는 비중이 커짐에 따라 공모펀드의 운용성과에 미칠 수 있는 영향을 분석한다. 이론모형을 통해 자산운용회사들이 사모일임시장과 공모시장에서 어떤 유인체계를 가지고 의사결정을 하며, 어떤 경우에 공모시장에 긍정적인 또는 부정적인 영향을 미칠 수 있는지 분석한다. 실증분석을 통해서는 자산운용회사들이 공모와 사모일임을 동시에 운용함에 따라 공모시장 투자자들이 어떤 영향을 받는지 알아본다. 이 분석은 개방형 뮤추얼펀드와 성과보수 연동 펀드의 동시운용(side-by-side management)에 따른 영향을 분석한 최근의 해외 연구들과 그 궤를 같이 한다. 자산운용회사 또는 펀드매니저들은 일반적으로 다수의 고객에게 운용서비스를 동시에 제공한다. 만약 특정고객이 자산운용회사 또는 펀드매니저에게 더 큰 이익을 준다면 매니저들은 그 고객이 보유한 펀드의 운용수익률을 올리기 위해 다른 고객의 이익을 해칠 수도 있다. 주로 헤지펀드와 개방형 뮤추얼펀드를 동시에 운용하는 매니저들에게서 이러한 현상이 발견된다(Cici et al., 2010; Guercio et al., 2015; Lim et al., 2016). 그러나 일부 문헌들은 반대의 결과를 제시하기도 한다. 헤지펀드 등 성과보수 연동 펀드를 운용하는 매니저가 더 우수한 능력을 지니고 있기 때문에 이들이 운용하는 개방형 뮤추얼펀드의 운용성과가 더 좋을 수 있다는 것이다(Nohel et al., 2010; Chen & Chen, 2009). 이 논의는 규제적 측면에서도 매우 중요한 이슈다. 자산운용회사들이 특정고객(주로 기관고객)의 중요성으로 인해 다른 고객(주로 개인고객)의 이익을 해칠 수 있다면 이는 중요한 이해상충 이슈이기 때문이다.[7]

---

7) 미국의 증권거래위원회(SEC)는 이러한 우려를 반영해 지난 2005년부터 개방형 뮤추얼펀드로 하여금 그 펀드를 운용하는 매니저가 성과보수 연동 펀드 또는 일임자산을 운용하고 있을 경우 그 운용규모 등을 매일 공시하도록 규정했다(Guercio et al., 2015).

이 연구는 위와 같은 내용들을 다음과 같은 구성에 담아낼 것이다. 바로 이어지는 Ⅱ장에서는 우리나라 자산운용시장 고객군의 변화 양상을 알아본다. 여기에서는 보다 넓은 의미의 자산관리시장 내에서 자산운용시장이 차지하는 위치에 대해 간략히 논의한다. 그리고 2011년 이후 공모펀드, 사모펀드, 투자일임 등 각 시장이 어떤 움직임을 보이고 있는지 소개한다. Ⅲ장에서는 개인고객 시장인 공모시장과 기관고객 시장인 사모일임시장의 자금흐름, 운용보수율, 운용수익률 등이 어떤 차이점과 특성을 가지고 있는지 분석한다. 그리고 두 시장 간 자금흐름을 결정하는 요인이 어떻게 다른지, 특히 운용성과에 대해 두 시장의 투자자들이 어떻게 대응하는지 분석한다. Ⅳ장에서는 자산운용회사들의 공모와 사모일임 동시운용이 공모시장 투자자들에게 미치는 영향을 이론적·실증적으로 분석한다. 마지막으로 Ⅴ장에서는 연구내용을 요약하고 시사점을 논의한다.

Ⅱ. 자산운용시장 고객군의 변화

1. 자산운용시장의 정의 및 범위

2. 공모펀드, 사모펀드, 투자일임의 차이점

3. 자산운용시장 변화의 주요 특징

4. 소결

Ⅱ. 자산운용시장 고객군의 변화

Ⅱ장에서는 국내 자산운용시장이 보다 넓은 의미인 자산관리시장과 어떤 관계를 가지고 있는지 논의한다. 이와 함께 자산운용시장의 범주에 포함되는 공모펀드, 사모펀드 및 투자일임시장의 핵심적인 차이점에 대해서도 알아본다. 또한 2011년 이후 이 세 가지 시장이 어떤 변화 양상을 보였는지 분석함으로써 고객군의 변화를 포함한 자산운용시장의 전반적인 변화를 조명해 본다.

1. 자산운용시장의 정의 및 범위

서론에서는 자산운용시장을 자산운용회사들이 영업하는 시장으로 정의한 바 있다. 자산운용회사들이 집합투자업 인가를 통해 영업할 수 있는 시장은 공모펀드와 사모펀드시장이다. 여기에 더해 자산운용회사들은 투자자문 및 투자일임 영업권을 동시에 보유하고 있는 경우가 많다. 따라서 다수의 자산운용회사들은 공모펀드, 사모펀드 및 투자일임 자산을 동시에 운용한다.[8)]

<그림 Ⅱ-1>은 자산운용시장과 광의의 자산관리시장 간 관계를 축약해 보여준다. 이 그림에 의하면 자산관리시장 내의 다양한 자산관리수단들은 서로 밀접하게 연결되어 있다. 먼저 개인투자자들이 자산운용시장에 가장 흔하게 투자할 수 있는 경로는 공모펀드이며, 일부 고액자산가들은 사모펀드시장에도 투자한다(경로 ①).

---

8) 일반투자자를 대상으로 하는 공모펀드 영업권의 인가조건이 가장 높기 때문에 사모펀드와 투자일임을 운용하고 있는 자산운용회사들 중 공모펀드를 운용하지 않는 회사들도 다수 존재한다. 반대로 공모펀드를 운용하는 자산운용회사들의 대부분은 사모펀드와 투자일임을 운용한다.

개인투자자들은 투자일임시장에도 투자하지만, 그 접근경로는 대부분 증권회사의 일임형랩 또는 투자자문일임전업회사의 투자일임계좌이다(경로 ②). 증권회사의 일임형랩은 사실상 일반 소액 개인투자자들도 접근할 수 있는 시장인데 반해, 투자자문일임전업회사의 투자일임계좌는 보유자산이 조금 더 많은 투자자들이 접근하는 시장이다.[9] 투자일임시장 중 자산운용회사들이 운용하는 시장은 계좌당 투자금액이 크다는 것을 고려해 볼 때 개인투자자들이 접근하는 경로는 아닌 것으로 추정된다.[10] 개인투자자들이 투자일임시장을 통해 투자한 금액의 일부는 공모펀드시장과 사모펀드시장으로 유입된다.

개인투자자들은 은행의 PB(Private Baking), 신탁업계의 특정금전신탁, 보험업계의 보험상품을 통해서도 자산운용시장에 간접적으로 투자할 수 있다(경로 ③, ④). 이 경로를 이용하는 고객의 특성을 정확하게 파악하기는 어렵지만 공모펀드시장에 직접 투자하는 고객에 비해 자산규모가 클 것으로 추정된다. 이 경로를 통해 유입된 자금은 자금원천자의 위험성향에 따라 다양한 공모펀드와 사모펀드에 투자된다. 특히 생명보험회사를 통해 유입된 자산의 상당규모는 투자일임시장으로 유입되며, 이 중 일부는 공모펀드와 사모펀드에 재투자될 수도 있다.

한편, 공적연기금, 사적연금, 각종 공제회 등 기관투자자들도 다양한 경로를 통해 자산운용시장에 투자한다.[11] 이런 유형의 기관투자자들이 은행, 신탁업계, 보험업계를 통해 투자하는 경우는 흔치 않다. 다만 일부 자금이 특정금전신탁에 투자되고 있는 것으로 추정되며, 그 중 일부가 펀드시장에 유입될 수 있다(경로 ⑤).

기관투자자들이 자산운용시장에 투자하는 경로 중 가장 대표적인 것이

---

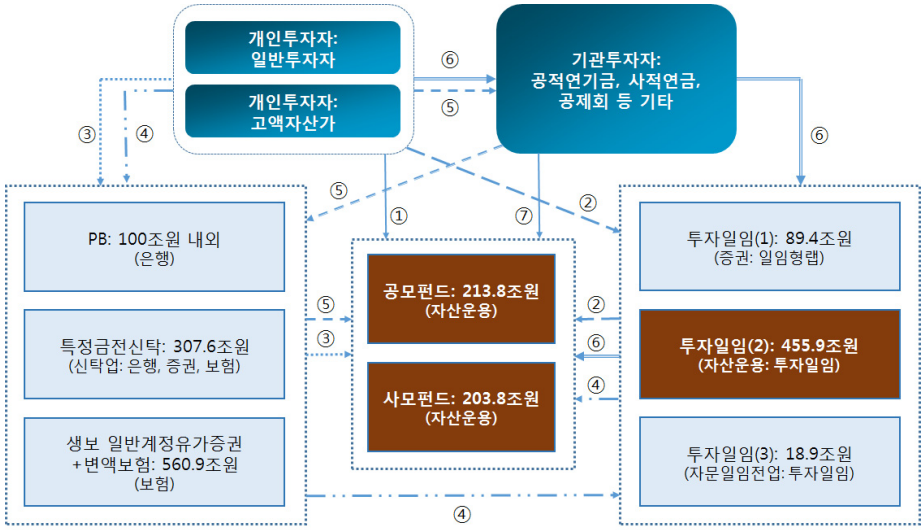
9) 최근 증권회사 일임형랩의 최소가입금액은 크게 낮아져 100만원 이하의 가입도 가능한 것으로 알려진다. 투자자문일임전업회사가 운용하는 투자일임계좌의 최소가입금액은 2~3억원 수준인 것으로 알려진다.

10) 자산운용회사들이 운용하는 투자일임의 계좌당 자산규모(평가금액)는 본 장 3절에서 소개한다.

11) 공적연기금, 사적연금, 각종 공제회 등의 자금원천은 기본적으로 가입자인 개인투자자들이며, 정부예산이 투입된 경우도 있다.

투자일임시장이다(경로 ⑥). 이 시장을 통해 유입된 기관투자자들의 자금은 주로 자금을 위탁받은 투자일임회사(자산운용회사, 증권회사, 투자자문일임전업회사)들에 의해 주식시장이나 채권시장에 투자된다. 다만 이 경로를 통해 투자되는 자금의 일부는 공모펀드나 사모펀드에 재투자될 수 있다. 그리고 기관투자자 자금의 상당부분이 투자일임시장을 거치지 않고 다양한 유형의 사모펀드에 직접 투자되는 것으로 추정된다(경로 ⑦).

<그림 Ⅱ-1> 자산운용시장과 광의의 자산관리시장



주 : 규모는 2015년말 기준이며, PB 규모는 2010년 6월말 금융감독원 집계(86.4조원) 대비 15% 내외 증가 가정. ( )내는 각 자산관리수단을 운용하는 금융회사를 표기
자료: 금융감독원, 금융투자협회, 생명보험협회

위의 그림에서 예시된 광의의 자산관리수단 중 PB, 특정금전신탁, 보험, 투자일임 등은 자산배분과 자문기능이 더해진 수단이다. 자산운용회사들이 운용하는 투자일임에도 비슷한 기능이 포함되어 있으며, 그 결과 나

머지 자산관리수단들과의 경쟁관계에 직면한다. 반면 공모펀드와 사모펀드는 그 자체에 자산배분기능이 덧붙여진 것은 아니다. 즉, 펀드는 여타 자산관리수단에 탑재되는 단순상품의 개념이다. 따라서 펀드시장, 특히 사모펀드시장은 나머지 자산관리수단들과 동시에 성장한다고 볼 수 있다. 결국 자산운용시장 또는 자산운용회사들이 고객들에게 제공하는 서비스는 여타 자산관리수단들과 경쟁해야 하는 이면에 공생관계도 가지고 있다.

2. 공모펀드, 사모펀드, 투자일임의 차이점

여기에서는 공모펀드, 사모펀드, 투자일임의 일반적인 차이점에 대해 간략히 논의한다.[12] 먼저 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)」에 명시된 법적인 정의를 통해 각 시장별(투자기구 또는 투자수단별) 차이점이 발생하는 근본 이유를 알아본다. 자본시장법은 펀드를 집합투자기구라고 정의한다. 자본시장법에 따른 집합투자의 정의는 '2인 이상 다수의 투자자들로부터 모집한 자금을 투자자의 일상적인 운용지시를 받지 않고 운용하여 그 결과를 투자자들에게 귀속시키는 것'으로 요약된다. 집합투자기구, 즉 펀드는 이러한 집합투자 행위를 수행하기 위한 기구이며, 집합투자업자는 그 운용을 수행한다. 사모의 방법으로 투자자를 모집하는 경우를 제외한 모든 집합투자기구를 공모펀드라고 정의할 수 있다. 사모집합투자기구, 즉 사모펀드는 사모로만 발행하는 집합투자기구이며, 전문투자자가 투자하거나 또는 비전문투자자일 경우 49인 이하만 투자할 수 있다. 투자일임은 투자일임업을 영위하는 자가 투자자로부터 투

12) 지난 2015년말에서 2016년초까지 공모펀드와 사모펀드 관련 제도가 상당폭 바뀌었다. 그러나 본 연구에서는 활용 데이터의 대부분이 2016년 이전 자료이기 때문에 제도개편 이전의 체계를 전제해 모든 논의를 전개한다. 그리고 이 연구에서는 세 가지 시장 간의 규제상 차이점을 상세하게 논의하지 않는다. 더 자세한 논의는 박삼철 외(2015), 박철영(2009), 박창균(2007), 송홍선 외(2011) 등을 참조하기 바란다.

자판단의 전부 또는 일부를 일임받아 투자자별로 구분하여 투자자금을 운용하는 것을 말한다. 따라서 투자일임은 집합투자기구가 아니며 일대일 계약을 통한 개별계좌 운용이 기본인 투자기구이다. 이와 같은 법령상의 정의를 토대로 자산운용시장 내 공모펀드, 사모펀드, 투자일임 등 세 가지 투자기구 간의 차이점을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 자산의 명의자가 다르다. 공모펀드와 사모펀드는 집합투자기구이기 때문에 자산운용회사가 아닌 제3자, 즉 수탁자가 명의자로서 여러 투자자들로부터 모은 자금을 보관한다. 반면 투자일임은 일대일 계약을 통해 투자자가 자신의 명의로 계좌를 개설하고 자산을 스스로 보관한다.

둘째, 집합운용 여부에 있어서 차이가 존재한다. 공모펀드와 사모펀드는 집합운용이 기본이지만, 투자일임은 개별계좌 운용이므로 집합운용이 허용되지 않는다.

셋째, 투자자의 자산운용 개입 정도에 차이가 있다. 공모펀드에 투자하는 투자자들은 자산의 운용과 처분에 개입할 수 없다. 즉, 공모펀드의 경우 투자자들에게 통제권이 주어지지 않는다. 사모펀드의 경우에는 다소 애매하다. 사모펀드도 집합투자기구이기 때문에 기본적으로는 투자자들에게 운용지시 권리가 주어지지 않는다. 특히 적격투자자 사모집합투자기구(이하 한국형 헤지펀드)와 사모투자전문회사(Private Equity Fund: PEF)에 투자하는 투자자들은 자산운용에 전혀 개입할 수 없다.[13] 반면, 증권형 사모펀드 등 일반 사모집합투자기구에 투자하는 투자자들은 일정 부분 자산운용에 개입하는 것으로 알려져 있다. 투자일임에 투자하는 투자자들은 자산운용에 개입하는 것이 일반적이다. 투자일임 상품의 세부적인 구조는 투자자와 투자일임업자 간에 일대일로 체결되는 계약조건에 의해 결정된다(박창균, 2007). 투자일임에 투자하는 투자자는 투자목적, 투자대상 및 투자방법 등을 자신이 결정해 투자일임업자에게 운용만 일임하거나,

13) 앞서 언급한 바와 같이 본 연구에서는 사모펀드와 관련해 2015년 자본시장법 개정 이전의 기준으로 설명한다. 자본시장법 개정 이전에는 사모펀드가 일반 사모펀드, 한국형 헤지펀드, PEF 등 크게 세 가지 유형으로 분류되어 있었다. 현재는 자본시장법 개정을 통해 경영참여형 사모집합투자기구(일명 PEF) 이외의 모든 사모집합투자기구(일반 사모펀드 및 한국형 헤지펀드)를 전문투자형 사모집합투자기구로 일원화했다.

이 과정을 모두 일임할 수도 있다. 물론 모든 과정을 일임하더라도 투자일임업자의 자문을 거치는 것이 일반적이다. 즉, 투자일임은 공모펀드뿐만 아니라 사모펀드에 비해서도 더 맞춤형 상품에 가까운 것으로 평가된다.

넷째, 규제의 수준이 다르다. 각 투자수단 운용업자의 진입규제, 운용규제, 공시규제, 광고규제 등 다양한 측면에서 공모펀드에 대한 규제가 가장 강하며, 사모펀드 및 투자일임에 대한 규제는 상대적으로 약하다. 자본시장법에 따르면 공모펀드와 사모펀드 등 펀드를 운용하는 집합투자업자, 즉 자산운용회사는 인가를 받아야 영업이 가능하다.[14] 사모펀드만 운용하는 자산운용회사에 비해서 공모펀드를 운용하는 자산운용회사의 최소자본요건 등이 더 높다. 투자일임의 경우 등록만으로 그 영업이 가능하다. 이러한 진입규제의 차이로 인해 공모펀드를 운용하는 대부분의 자산운용회사들이 사모펀드와 투자일임 영업권을 보유하고 있다.

공모펀드를 운용하는 자산운용회사는 분산투자 의무 등 다양한 운용규제와 공시규제 및 광고규제를 적용받는다. 사모펀드는 집합투자기구의 종류에 따라 운용규제의 강도가 다르지만 전반적으로 공모펀드에 비해 적용받는 운용규제의 수준이 낮다. 일반 사모펀드는 원칙적으로 공모펀드와 동일한 규제를 적용받는다. 주식형, 채권형 등 펀드의 유형별 분류 의무와 차입규제가 한 예다. 그러나 일반 사모펀드는 분산투자 의무 등 공모펀드에 적용되는 운용규제의 상당 부분에 대해 적용 예외를 인정받는다. 한국형 헤지펀드는 집합투자기구를 통한 차입이 가능할 뿐만 아니라 펀드의 자산구성, 투자전략 등에 있어서도 크게 완화된 운용규제를 적용받는다. PEF는 경영권 참여라는 특성으로 인해 운용규제의 수준을 일반 사모펀드 혹은 한국형 헤지펀드와 직접 비교하기 어렵다. 투자일임은 금융투자상품으로 그 투자대상이 한정되기는 하지만 투자일임업자와 고객 간 일대일 계약을 통한 맞춤형 상품이라는 속성상 운용규제가 매우 약한 편이다. 다만 투자일임을 운용하는 업자에 대해서는 공모펀드 또는 사모펀드를 운용하는 자산운용회사와 동일하게 선관주의의무를 부과함으로써 폭넓게 규제하고 있다. 투자권유시

14) 사모집합투자기구만 운용하는 자산운용회사들은 2015년말의 자본시장법 개정 이후 등록만으로 영업을 할 수 있다.

적합성 원칙, 적정성 원칙, 설명의무 등도 그대로 적용받는다.

다섯째, 성과보수 수취여부에도 차이가 난다. 공모펀드에 상대적으로 강한 규제를 적용하고 있는 것은 대중을 상대로 공모방식을 통해 자금을 모집할 수 있는 공모펀드 특유의 성격으로 인해 투자자보호의 필요성이 크기 때문이다. 이와 마찬가지로 공모펀드를 운용하는 자산운용회사들에게 성과연동 운용보수 수취를 허용할 경우 투자자들이 더 높은 위험에 직면할 수 있기 때문에 개방형 공모펀드에 대해서는 성과연동 운용보수를 수취할 수 없도록 규정하고 있다.[15] 반면 사모펀드와 투자일임은 기관투자자 또는 고액자산가가 투자할 것이라는 전제 하에 낮은 규제를 적용받고 있으며, 성과연동 운용보수의 수취도 가능하다. 이는 사모펀드와 투자일임을 운용하는 운용업자들에게 탄력적인 규제를 이용해 운용의 효율성을 높이라는 의미로 해석할 수 있다. 그리고 이와 연동되는 높은 위험은 투자자들 스스로 통제하라는 의미이기도 하다.

여섯째, 주요 투자자의 구성에서도 상이한 점이 발견된다. 공모펀드는 누구나 투자할 수 있지만 소액 개인투자자가 많은 것으로 추정된다.[16] 이는 위에서 설명한 바와 같이 공모펀드에 가장 강한 규제가 적용되는 것에서도 확인할 수 있다. 즉, 자본시장법은 공모펀드가 자기보호 여력이 약한 개인투자자들이 주로 투자하는 수단임을 전제하고 있는 것으로 보인다. 반면 자본시장법은 사모펀드에 투자할 수 있는 투자자들의 범위는 명확하게 적시하였다. 사모펀드에는 기관투자자 등 전문투자자들과 고액자산가, 또는 소수의 일반투자자들만 투자가능하다. 자본시장법은 투자일임에 투자할 수 있는 투자자의 범위는 제한하지 않았다. 투자일임은 일대일 계약 및 맞춤형 상품이라는 본질적인 성격으로 인해 규모의 경제를 확보하는 것이 중요하다. 따라서 자본시장법이 투자일임에 투자할 수 있는 투자자의 범위를 제한하지 않은 것은 투자일임회사들이 운용규모가 큰 기관투자

15) 2016년 8월 기준 금융위원회는 공모펀드의 성과연동 운용보수 수취가 가능한 방향으로 제도개편을 추진 중이다.

16) 2016년 3월말 판매잔액 기준으로 공모펀드 전체에서 개인투자자의 비중은 약 49%이다. 과거 70% 내외였던 개인투자자 비중이 하락한 이유는 주식형펀드의 비중이 줄어들었기 때문이다.

자들에 초점을 맞추어 영업할 것이라는 믿음이 전제되어 있다. 실제로 증권회사, 투자자문일임전업사, 자산운용회사 등 투자일임 영업권을 보유한 금융투자회사들은 자체적으로 최소투자규모를 적용하는 경우가 많다. 특히 자산운용회사들의 경우 영업점이 많지 않기 때문에 일반 개인고객들에게 투자일임 계약을 권유하기 쉽지 않다. 무엇보다 투자일임은 일대일 계약이어서 자산운용회사들이 다수의 개인투자자들과 투자일임 계약을 체결할 경우 맞춤형 상품이라는 특성을 살리기 어렵다. 즉, 자산운용회사들이 많은 투자일임 계좌를 운용할 경우 수많은 공모펀드와 이해상충이 발생할 가능성이 더 커진다. 이러한 이유로 인해 대부분의 자산운용회사들은 투자규모가 상당히 큰 기관투자자들과 투자일임 계약을 체결하고 있는 것으로 알려진다.

마지막으로, 위와 같은 투자수단별 고객군 구성의 차이로 인해 펀드당 또는 계좌당 평균투자금액도 다르다. 대체로 투자일임의 평균투자금액이 가장 큰 편이고, 공모펀드의 평균투자금액이 가장 적은 편이다.

<표 Ⅱ-1> 공모펀드, 사모펀드, 투자일임의 특성 비교

	공모펀드	사모펀드	투자일임
자산 명의자	수탁자 (신탁회사)	수탁자 (신탁회사)	투자자
집합운용 여부	집합운용	집합운용	집합운용 불가 (개별계좌 운용)
투자자 자산운용 개입 여부	불가	기본불가, 일부가능	가능
규제의 강도	강	중	약
성과보수 수취 여부	기본불가	가능	가능
주요 투자자	개인	기관투자자, 개인(고액자산가)	기관투자자
평균투자금액	하	중	상

3. 자산운용시장 변화의 주요 특징

여기에서는 2011년 이후부터 최근까지의 자산운용시장 변화 양상을 살펴본다. 공모펀드, 사모펀드, 투자일임시장의 변화 양상을 시장규모, 자산유형 등 다양한 측면에서 비교한다.

가. 시장규모의 변화

국내 자산운용시장은 2008년 글로벌 금융위기의 여파에서 벗어나기 시작한 2011년말부터 최근까지 꾸준히 성장했다. 2011년말 541조원이었던 전체 시장규모는 2016년 3월말에 903조원까지 늘어났다.[17] 불과 4년 남짓한 기간 동안 그 규모가 약 67% 증가했다. 전체 시장규모의 성장은 기관투자자가 주로 투자하는 사모펀드와 투자일임시장이 주도했다. 이 두 시장은 동기간 각각 96%, 77% 늘어났다. 반면 공모펀드시장은 같은 기간 약 33% 늘어나는데 그쳤다(<그림 Ⅱ-2> 참조).

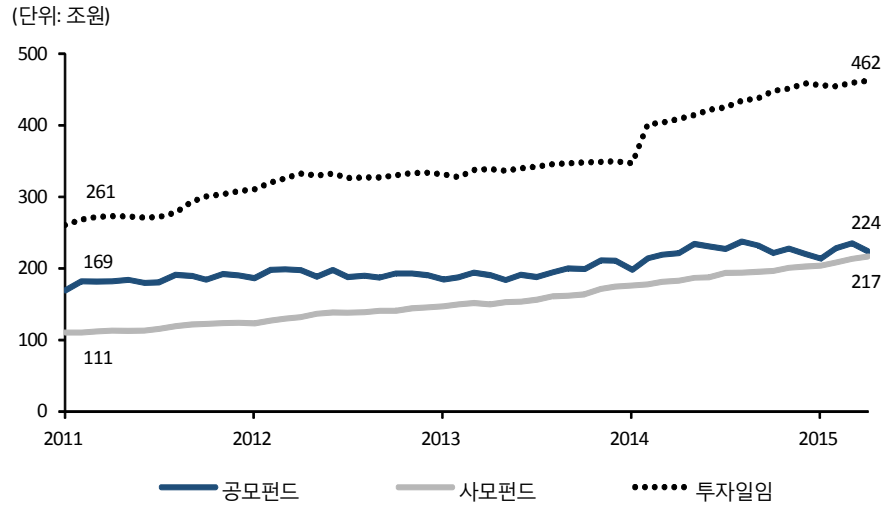
그 결과 전체 자산운용시장에서 차지하는 3대 시장의 구성 비중에도 변화가 있었다. 투자일임이 자산운용시장에서 차지하는 비중은 2011년말에 전체의 절반 가까운 48%였는데, 2016년 3월말에는 51%까지 늘어났다. 사모펀드의 비중 역시 21%에서 24%로 늘어났다. 반면 공모펀드의 비중은 31%에서 25%로 약 6%포인트 줄어들었다(<그림 Ⅱ-3> 참조).

전술한 바와 같이 투자일임의 시장규모가 크게 확대되고 있는 것은 기관투자자 보유자산의 유입이 커지고 있기 때문이다. 국민연금기금 등 3대 사회보장성기금뿐만 아니라 여타 공적기금들도 갈수록 보유자산의 외부 위탁운용을 늘리는 추세다. 이러한 위탁운용 자금의 상당 부분이 일임계

17) 금융투자협회에서 공시하는 투자일임 데이터는 2011년 12월부터 시작한다. 그리고 본 연구 초기에 구축한 데이터의 마지막 시점은 2016년 3월말이다. 따라서 이 연구에서는 모든 분석시점을 2011년 12월말~2016년 3월말로 한다.

약을 통해 자산운용회사들에게 맡겨지고 있는 것으로 추정된다. 또한 최근에는 생명보험회사들도 자산운용의 효율성을 기하기 위해 유사한 움직임을 보이고 있다.[18] 사모펀드의 성장은 소위 박스권에 갇힌 주가의 움직임으로 인해 공모펀드시장에서 수익을 내기 어려워지자 각종 전문투자자, 개인 고액자산가 등이 운용의 효율성을 찾아 사모펀드시장으로 몰려들고 있는 데 기인한다.

<그림 Ⅱ-2> 자산운용시장내 3대 시장별 규모 추이

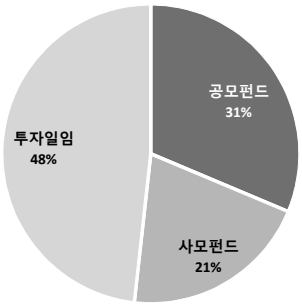


주 : 1) 국내투자와 해외투자 합산액 기준
2) 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

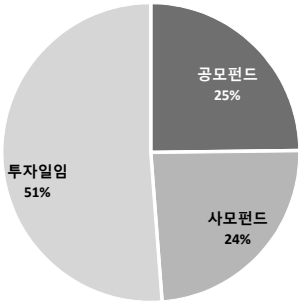
18) 특히 계열 자산운용회사를 보유한 생명보험회사들이 이러한 양상을 보인다. 최근 몇 년간 삼성생명, 한화생명 등이 계열 자산운용회사들에게 대규모 자산을 일임한 것으로 알려진다.

<그림 Ⅱ-3> 3대 시장별 구성 비중 변화

2011년 12월말



2016년 3월말



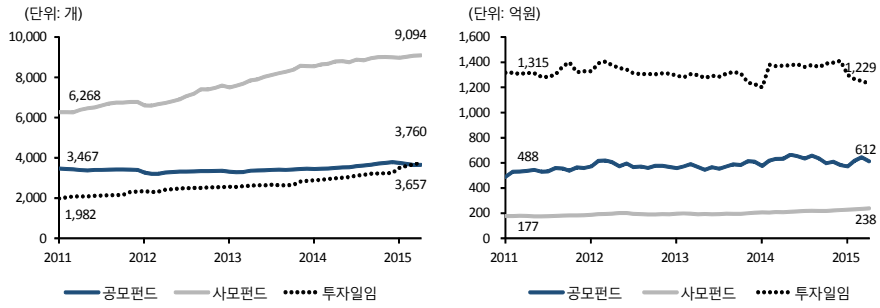
주 : 1) 국내투자와 해외투자 합산액 기준
2) 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

같은 기간 펀드수 및 계약건수도 각 시장별 규모 변화와 비슷한 양상을 보였다. 사모펀드의 수는 약 6,300개에서 9,000개로 늘어났으며, 투자일임의 계약건수도 약 2,000건에서 3,700건으로 대폭 증가했다(<그림 Ⅱ-4> 참조). 반면 공모펀드의 수는 거의 늘어나지 않았다. 공모펀드의 수가 정체된 것은 시장의 정체가 가장 큰 원인이지만, 그동안 정부가 주도해 온 소규모펀드 정리도 원인이 된 것으로 보인다.

펀드당(또는 계약건당) 운용자산규모를 보면 각 투자기구의 성격이 명확하게 나타난다. 우선 2016년 3월말 기준 각 투자수단별 단위당 운용자산규모를 비교해 보면, 투자일임이 공모펀드와 사모펀드를 압도한다. 투자일임 계약은 일대일 계약이므로 하나의 계약으로 만들어지는 계좌는 한 고객만이 보유한다. 한 고객이 보유한 운용자산규모가 다수의 고객으로 이루어진 사모펀드, 심지어 공모펀드에 비해 크다는 것은 투자일임에 투자하는 고객이 대형 기관투자자임을 짐작케 한다. 한편, 투자자의 수가 많은 공모펀드의 펀드 단위당 운용자산규모가 사모펀드에 비해 큰 것을 확인할 수 있다. 단위당 운용자산규모의 시계열적 변화추세에 주목할 만한 부분은 공모펀드이다. 공모펀드의 펀드당 운용자산규모는 그동안 다소 늘어난 것으로 나타났다. 이는 전술한 정책적인 소규모펀드 정리의 영향을 많이 받은 것으로 추정된다.

<그림 Ⅱ-4> 펀드수 및 펀드당 규모

펀드수(계약건수) 펀드당(계약건당) 규모



주 : 1) 국내투자와 해외투자 합산액 기준
2) 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

나. 자산유형별 구성과 그 변화

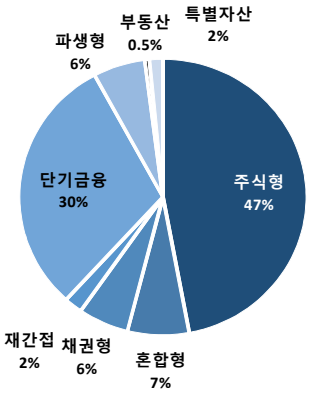
공모펀드, 사모펀드, 투자일임시장은 자산유형의 구성에서도 차이가 난다. 공모펀드시장은 여덟 개 유형의 자산으로 구성되는데, 주식형과 단기금융(Money Market Fund: MMF)이 양분하고 있다. 두 자산유형이 공모펀드시장에서 차지하는 비중은 70~80% 내외에 이른다. 그 다음으로 혼합형, 채권형, 파생형 등의 비중이 높다. 투자일임시장에서는 채권형과 주식형이 대부분이며, 그 비중은 90% 이상이다. 사모펀드시장에서는 채권형이 가장 큰 비중을 차지하며, 부동산, 특별자산, 파생형 등의 비중도 비교적 높다.(<그림 Ⅱ-5>, <그림 Ⅱ-6> 참조).

공모펀드, 사모펀드, 투자일임시장 모두 2011년말과 2016년 3월말 사이에 자산유형의 변화가 일부 발견된다. 먼저 공모펀드시장에서는 주식형의 비중이 47%에서 29%로 크게 하락했다. 일반적으로 공모펀드시장의 주식형은 대부분 개인투자자들이 투자하는 것으로 알려져 있는 바, 이는 개인투자자들의 공모펀드시장 이탈을 반영한다. 이러한 양상은 글로벌 금융위기 직후인 2008년부터 지속된 것이다. 개인투자자들이 주식형 공모펀드시장에서 이탈하고 있는 것은 최근 수년간 주가가 등락을 거듭함에 따라 주식시장에 대한 믿음이 약해진데다 금융위기 당시 경험했던 주가 대폭락의 나쁜 기억이 남아있기 때문인 것으로 보인다.

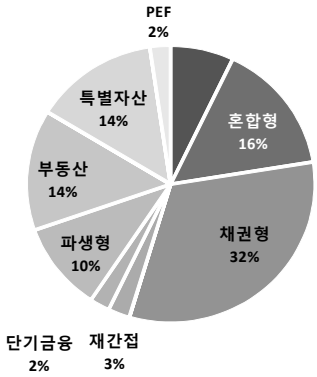
이와 반대로 단기금융, 즉 MMF가 공모펀드시장에서 차지하는 비중은 30%에서 42%로 크게 늘어났다. 이는 일반법인들의 현금성자금들이 대규모로 유입된 결과인 것으로 보인다. 사모펀드시장에서 두드러지는 변화는 혼합형과 주식형이 줄어든 대신 특별자산과 부동산이 늘어났다는 것이다. 투자일임시장의 자산유형 구성은 큰 변화가 발견되지 않는 가운데 금리하락으로 채권가격이 상승함에 따라 채권형의 비중이 더 올라갔다.

<그림 Ⅱ-5> 자산유형별 구성 비중: 2011년 12월말

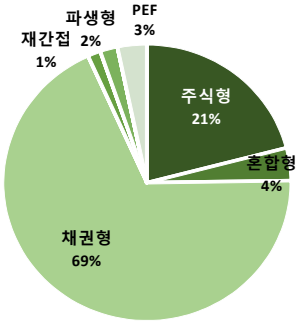
공모펀드



사모펀드



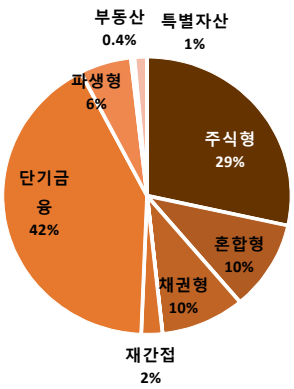
투자일임



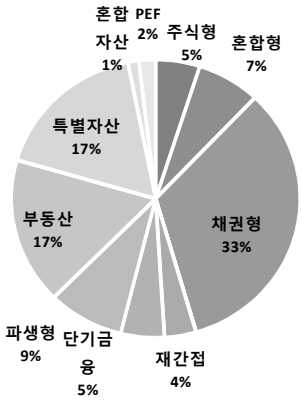
주 : 1) 국내투자와 해외투자 합산액 기준
2) 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

<그림 Ⅱ-6> 자산유형별 구성 비중: 2016년 3월말

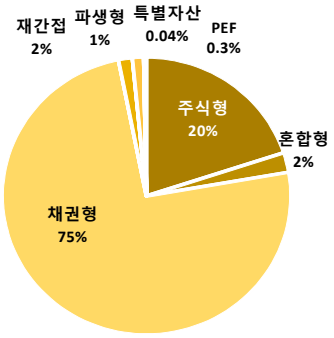
공모펀드



사모펀드



투자일임

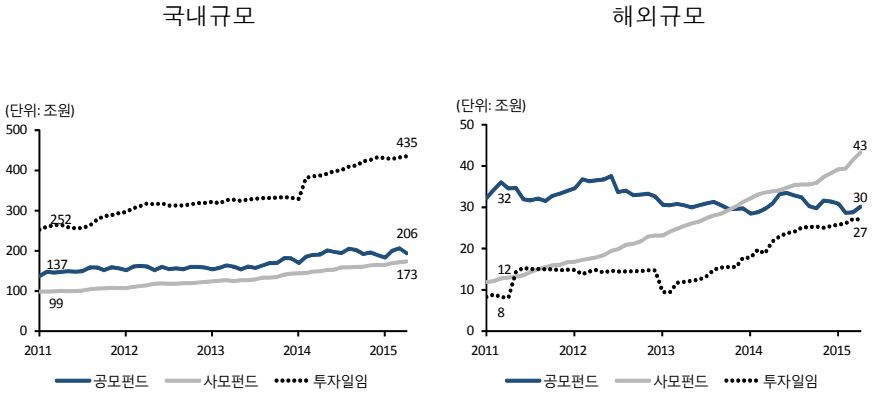


주 : 1) 국내투자와 해외투자 합산액 기준
2) 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

다. 투자지역별(국내·해외) 구성과 그 변화

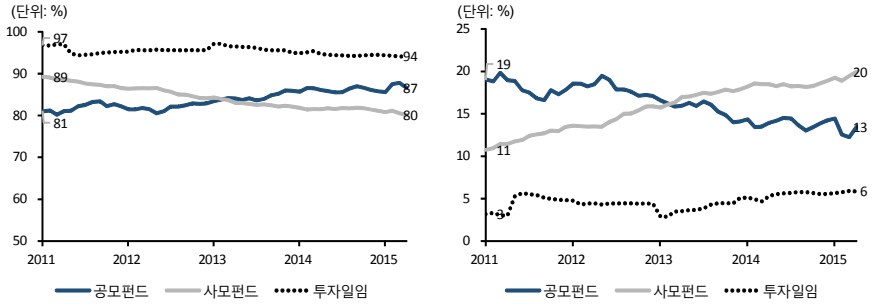
자산운용시장내 3대 시장의 국내·해외투자 구성을 살펴보면 여전히 국내투자에 대한 편향도가 높다(<그림 Ⅱ-7> 참조). 다만, 사모펀드와 투자일임은 해외투자펀드(해외투자계좌) 비중이 늘어나는 추세다. 공모펀드의 경우 해외투자펀드는 오히려 줄어들었다. 공모펀드 전체에서 차지하는 해외투자펀드의 비중은 2011년말 19%에서 2016년 3월말 13%까지 떨어졌다. 이는 개인투자자들의 펀드시장 이탈추세와 함께 해외투자펀드에 대한 비과세혜택 종료가 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 국내투자펀드와 달리 해외투자펀드는 원래 비과세 대상이 아니었는데, 2009년까지 한시적으로 비과세혜택이 주어졌다. 비과세혜택이 종료된 2009년 이후 금융소득 종합과세를 우려한 고소득층이 해외투자펀드에서 대거 이탈한 것으로 추정된다. 개인투자자들의 해외투자 기피는 최근 수년간 이어진 미국과 유럽 주식시장·채권시장 강세의 혜택을 이들이 누리지 못했을 가능성이 큼을 의미한다.

<그림 Ⅱ-7> 3대 시장의 투자지역별 구성 추이



<그림 Ⅱ-7> 3대 시장의 투자지역별 구성 추이 (계속)

국내비중 해외비중



주 : 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

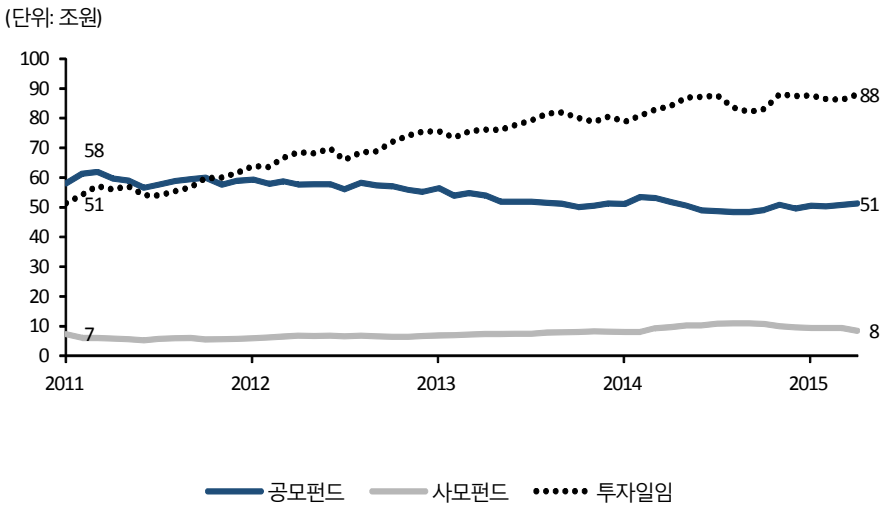
사모펀드와 투자일임의 해외투자 비중은 2011년말 대비 약 두 배 가까이 늘어났다. 그러나 사모펀드와 투자일임 역시 해외투자펀드 또는 해외투자계좌의 비중이 여전히 미약하다. 특히 투자일임의 경우 그 비중이 6%에 불과하다. 이는 국민연금기금을 포함한 공적연기금들의 해외투자가 늘어나고 있는 추세에 비추어 볼 때 매우 실망스러운 결과다. 국내 자산운용회사들이 공적연기금들의 해외투자추세에 거의 역할을 하지 못하고 있기 때문이다. 투자일임에 투자하는 투자자들보다는 자산규모가 적은 기관투자자 또는 고액자산가들이 핵심고객인 사모펀드의 해외투자는 빠르게 늘어나는 추세다.

라. 국내 주식형과 채권형의 변화

국내 주식형의 운용자산규모는 2011년말 116조원에서 2016년 3월말 147조원으로 약 4년간 26.7% 늘어나는데 그쳤다. 그나마도 대부분의 주

식형 성장세는 투자일임자산의 증대에 기인한다. 공모펀드와 사모펀드의 국내 주식형은 늘어나지 않았다. 동기간 국내 주가가 크게 오르지 못했음을 고려해 볼 때 국내 주식형 투자일임계좌의 운용자산규모가 늘어난 것이 오히려 더 특이한 현상이었다. 국내 주식형 투자일임의 계좌수도 비약적으로 증가했다. 반면 국내 주식형 공모펀드의 펀드수는 거의 늘어나지 않았다. 국내 주식형의 펀드당(또는 계약건당) 운용자산규모에서 특이할만한 점은 투자일임에서 나타난다. 앞에서 투자일임의 경우 계약건당 운용자산규모가 2016년 3월말 기준 약 1,200억원으로 공모펀드와 사모펀드보다 훨씬 큰 것을 확인했는데, 국내 주식형의 계약건당 규모는 오히려 공모펀드의 펀드당 규모에 비해 작았다(<그림 Ⅱ-8>, <그림 Ⅱ-9> 참조).

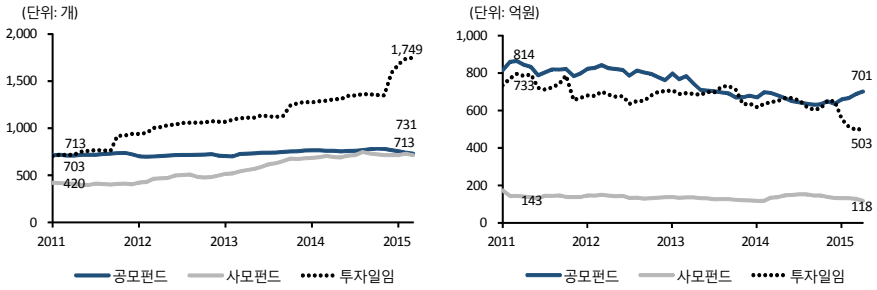
<그림 Ⅱ-8> 국내 주식형 시장규모 추이



주 : 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

<그림 Ⅱ-9> 국내 주식형 펀드수 및 펀드당 규모

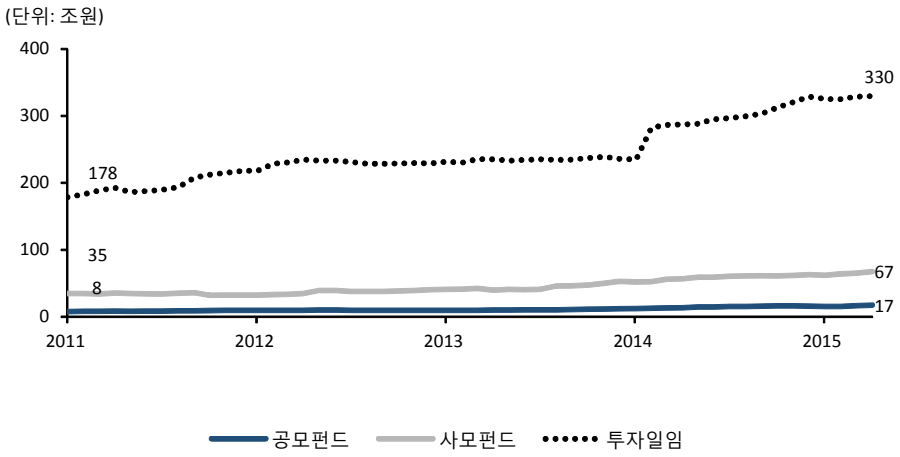
펀드수(계약건수) 펀드당(계약건당) 규모



주 : 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

국내 채권형의 운용자산규모는 2011년말 221조원에서 2016년 3월말 414조원으로 약 87% 늘어났다. 이는 최근 수년간 계속된 금리하락과 그 결과로 인한 채권가격 상승에 크게 영향을 받은 것으로 보인다. 사모펀드와 공모펀드의 국내 채권형도 운용자산규모가 늘어나긴 했지만, 투자일임의 비중이 압도적이다. 투자일임의 국내 채권형 운용자산규모는 동기간 178조원에서 330조원으로 늘어났는데, 330조원은 국내 채권형 전체의 약 80%에 이르는 큰 규모이다. 이는 전술한 바와 같이 국민연금 등 공적연기금과 생명보험의 위탁자산이 크게 늘어났기 때문이다. 펀드수 또는 계약건수에 있어서는 사모펀드의 펀드수 증가가 두드러진다. 펀드당 또는 계약건당 운용자산규모에 있어서는 투자일임의 압도적인 규모가 특징이다. 2016년 3월말 기준 국내 채권형 투자일임의 계약건당 운용자산규모는 무려 3,985억원에 달한다(<그림 Ⅱ-10>, <그림 Ⅱ-11> 참조).

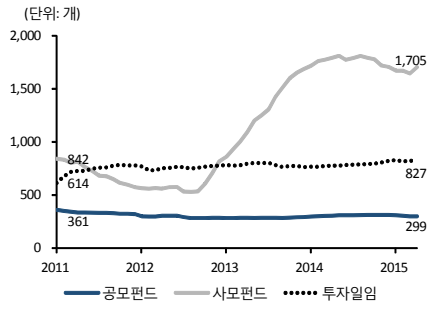
<그림 Ⅱ-10> 국내 채권형 시장규모 추이



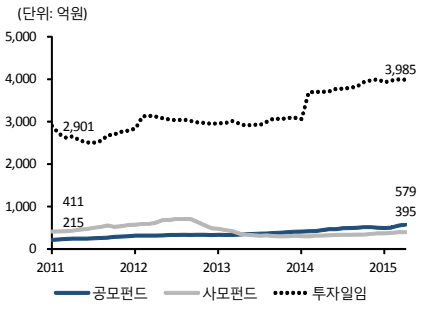
주 : 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

<그림 Ⅱ-11> 국내 채권형 펀드수 및 펀드당 규모

펀드수(계약건수)



펀드당(계약건당) 규모



주 : 공모펀드와 사모펀드는 순자산총액 기준이며, 투자일임은 평가액 기준
자료: 금융투자협회

4. 소결

Ⅱ장에서는 2010년대 들어 본격화되고 있는 자산운용시장 고객군의 기관화 현황과 그 특징을 자산운용시장 전반의 변화와 함께 논의했다. 핵심적인 내용들은 다음과 같다.

첫째, 사모펀드 및 투자일임시장 등 전형적인 기관투자자들의 시장이 빠르게 팽창하고 있다. 이 두 시장의 성장이 사실상 국내 자산운용시장을 견인하는 양상이다. 또한 개인투자자들의 시장으로 알려진 공모펀드시장에서도 개인투자자들의 비중 축소가 진행 중이다.

둘째, 주식형의 침체가 길어지고 있는 가운데 채권형은 급격하게 팽창했다. 특별자산 및 부동산 등 대체투자형도 자산운용시장의 중심으로 부상하기 시작했다.

셋째, 해외투자는 공모펀드, 사모펀드 및 투자일임시장 모두에서 여전히 미약한 수준에 머물렀다. 특히 투자일임시장의 해외투자는 매우 적었다. 이는 국민연금기금을 포함한 공적연기금의 해외투자확대 추세에 국내 자산운용회사들이 제대로 기여하지 못했음을 반영한다. 다만, 사모펀드와 투자일임의 해외투자는 미약한 규모에도 불구하고 늘어나는 추세다.

이와 같은 자산운용시장 고객군의 변화 양상은 자산운용회사들에게 다양한 의미를 전해준다. 과거 펀드라는 단순한 상품을 만들어 공급하는 역할에 그쳤던 자산운용회사들도 기관투자자들의 수요에 부합하기 위해서는 자문기능 강화가 절실해졌다. 또한 기관고객과 채권형의 동반 증대는 자산운용회사들의 운용보수 수익을 떨어뜨리기 때문에 경영수익 유지를 위해서도 자문기능의 강화 등 부가가치 제고 노력이 필요해졌다. 그리고 국내 자산운용시장이 규모의 경제를 확실하게 확보한 자산운용회사들과 새로운 자산유형 및 전략에서 강점을 가진 자산운용회사들만이 경쟁력을 가질 수 있는 시장으로 점차 변모해가고 있다.

Ⅲ. 자금흐름 변화 결정요인 분석

1. 관련문헌 검토

2. 자료와 핵심변수

3. 핵심변수들의 주요 특성 분석

4. 자금흐름 변화 결정요인 실증분석

5. 소결

Ⅲ. 자금흐름 변화 결정요인 분석

Ⅱ장에서는 국내 자산운용시장 고객군의 기관화 현상이 빠르게 진행되고 있음을 살펴 보았다. 이를 통해 자연스럽게 제기될 수 있는 의문은 동일한 자산시장에 투자하는 투자수단들인 공모펀드, 사모펀드, 투자일임으로의 자금흐름에 왜 차이가 발생하는가 하는 점이다. 본 Ⅲ장에서는 개인투자자들의 시장인 공모시장과 기관투자자들의 시장인 사모일임시장의 자금흐름 결정요인에 차이점이 있는가를 분석한다.[19] 그리고 실증분석에 앞서 핵심적인 세 가지 변수들인 자금흐름, 운용보수율, 수익률의 특성을 공모시장과 사모일임시장의 비교에 초점을 맞추어 분석한다.

1. 관련문헌 검토

지난 1990년대 이후 뮤추얼펀드가 폭발적으로 성장한 미국에서는 펀드의 자금흐름 결정요인에 대한 연구가 활발하게 진행 중이다. 펀드 투자자들이 수많은 펀드들 중 자신에게 적합한 펀드를 어떻게 결정하는지, 즉, 펀드 투자자의 의사결정에 영향을 미치는 변수가 무엇인지를 찾는 것이 이 분야 문헌들의 핵심적인 연구목적이다.[20]

미국 뮤추얼펀드 데이터를 이용한 문헌들은 다수의 변수들이 투자자의 의사결정에 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있지만 가장 중요한 변수로 펀드의 과거수익률을 주목한다. 문헌들에 따르면 펀드 투자자들은 투자 의사결정 시점에 과거의 수익률을 중요한 의사결정 정보로 활용한다. 문헌들은 펀드의 과거수익률과 자금흐름 간에 통계적으로 유의한 양(+)의

19) 지금부터는 사모펀드시장과 투자일임시장을 기관투자자들이 투자하는 동일한 시장으로 간주한다. 따라서 분석에서도 두 시장의 데이터를 통합해 처리한다.

20) 미국을 포함한 해외연구의 대부분도 주식형펀드를 분석대상으로 한다.

상관관계가 있음을 보였다(Ippolito, 1992; Chevalier & Ellison, 1997; Sirri & Tufano, 1998; Barber et al., 2005).[21]

그런데 문헌들은 펀드의 과거수익률과 자금흐름 간의 양(+)의 상관관계가 대칭적이 아니라 비대칭적이라고 보았다. 이는 과거수익률이 높은 펀드로 자금이 유입되는 정도에 비해 과거수익률이 낮은 펀드로부터 자금이 유출되는 정도가 적다는 것을 의미한다. 문헌들은 이러한 현상을 주로 펀드시장에 존재하는 탐색비용(search costs) 때문이라고 설명한다. 펀드시장에는 많은 펀드가 존재한다. 투자자들은 자신에게 맞는 펀드를 선택할 때 특정한 정보 공급경로에 의존한다. 투자자들이 접할 수 있는 정보들은 주로 펀드 판매회사의 직원을 통한 자문 또는 설명, 미디어를 통한 광고 등이다. 그런데 수익률이 우수한 펀드는 광고 및 기타 마케팅 활동 등으로 인해 투자자들이 그 존재를 쉽게 인지할 수 있는 반면, 수익률이 저조한 펀드는 그 반대의 이유로 인해 투자자들이 인지하기 어렵다(Sirri & Tufano, 1998; Barber et al., 2005; Reuter & Zitzewitz, 2006).

일부 문헌들은 단순한 투자자(non sophisticated investors)의 존재로 인해 펀드의 과거수익률과 자금흐름 간 양(+)의 상관관계가 비대칭적으로 나타난다고 설명했다.[22] 즉, 이 문헌들에 따르면 펀드시장에 존재하는 모든 투자자들이 모든 정보를 쉽게 얻고, 이를 제대로 해석한다면 수익률이 높은 펀드와 수익률이 낮은 펀드에 비대칭적 자금흐름이 나타날 수 없지만, 실제로는 그렇지 않은 투자자들이 많기 때문에 비대칭적인 반응이 나타난다(Guercio & Tkac, 2002; James & Karceski, 2006; Kaplan & Schoar, 2005). 이 문헌들은 개인투자자들과 기관투자자들을 구분해 과거수익률과 펀드 자금흐름 간의 상관관계를 분석한 후, 개인투자자들에게서 비대칭적 양(+)의 상관관계가 더 강하게 나타난다는 사실을 보였다.

---

21) 일부 문헌들은 펀드 운용성과의 연속성이 제한적이라는 실증결과를 통해 과거의 수익률을 추종하는(chasing past performance) 투자자들의 투자행태를 비합리적이라고 평가하기도 한다(Hendricks et al., 1993; Goetzmann & Ibbotson, 1994; Berk & Green, 2004).

22) 문헌들은 일반 개인투자자들을 정보가 부족하고 정보를 해석할 능력도 떨어지는 단순한 투자자로 정의하는 반면, 기관투자자들을 이와 반대의 개념인 정교한 투자자(sophisticated investors)로 정의한다.

펀드 투자에 소요되는 비용 또한 펀드로의 자금흐름을 결정하는 요인 중 하나다.[23] 펀드 투자비용이 펀드 또는 이를 운용하는 자산운용회사의 품질을 보여주는 정보로서의 역할을 한다면 투자자들은 비용이 비싼 펀드에 기꺼이 투자할 것이다. 그러나 펀드 투자비용은 펀드 또는 자산운용회사의 품질과 큰 상관관계가 없으며, 투자자들에게 돌아가는 수익률인 순수익률(net returns)을 낮출 뿐이다(Gruber, 1996; Carhart, 1997; Barber et al., 2005).[24] 따라서 이 문헌들은 투자비용이 비싼 펀드에 투자하지 않는 투자자들의 의사결정을 합리적인 것으로 본다. 그러나 실증문헌들은 펀드 투자비용과 펀드로의 자금흐름에 약한 음(-)의 상관관계만 발견하고 있으며, 때로는 그 상관관계가 모호하다는 결과를 제시하기도 한다(Sirri & Tufano, 1998; Elton et al., 2003; Elton et al., 2004). 이처럼 모호한 상관관계가 발견되는 이유로는 펀드 또는 투자자 그룹에 따라 다르게 나타나는 상관관계 등이 제시되지만 투자자들이 펀드 투자비용인 TER을 쉽게 인지하지 못하기 때문이라는 설명이 설득력을 얻고 있다(Barber et al., 2005).

펀드를 운용하는 자산운용회사의 전체 운용자산규모 또는 스타펀드의 존재 역시 개별 펀드로의 자금흐름을 결정하는 요인으로 꼽힌다. 이는 자산운용회사의 명성을 구축해 투자자들의 탐색비용을 줄여주는 역할을 한다. 자산운용회사의 전체 운용자산규모가 크다는 것은 그 회사가 상당한 기간 동안 투자자들에게 노출되어 왔고 운용성과도 좋았음을 의미한다. 이는 해당 자산운용회사의 인지도나 명성을 높이는데 기여한다. 또한 자산운용회사의 전체 운용자산규모가 크면 상품이 다양하고 위험분산이 가능하다. 즉, 투자자들은 다른 자산운용회사의 상품을 찾을 필요 없이 해당 자산운용회사의 상품군 내에서 위험·수익구조가 상이한 다양한 상품을 고

23) 펀드 투자에 소요되는 모든 비용을 총비용비율(Total Expense Ratio: TER)이라고 하는데, 여기에는 운용 및 판매보수, 수탁 및 사무보수 등 펀드로부터 차감되는 모든 비용이 포함된다. 펀드로부터 차감되는 연율 기준 보수(annual fees) 이외에 투자자들이 직접 지불하는 비용으로는 선후취 판매수수료가 있다.

24) 펀드 투자자들이 얻게 되는 수익률인 순수익률은 펀드가 만들어내는 총수익률(gross returns)에서 펀드 투자비용인 TER을 뺀 것이다. 따라서 동일한 총수익률을 가정한다면 펀드 투자비용이 높을수록 순수익률은 낮아진다.

를 수 있다. 이 경우 규모의 경제 효과 또한 해당 자산운용회사의 펀드들이 가질 수 있는 장점이다. 따라서 투자자들은 회사 전체의 운용자산규모가 커서 분산투자가 가능한 대형회사 펀드에 투자하는 경향이 강하다(Rockinger, 1996). 자산운용회사 내에 스타펀드가 있으면 그 펀드 이외의 다른 펀드로 자금이 많이 유입되는 경향도 발견된다(Goriaev, 2002; Nanda et al., 2004). 이는 자산운용회사 내에 운용성과가 매우 우수한 펀드가 존재할 경우 해당 자산운용회사의 인지도가 상승하고, 그 결과 해당 자산운용회사의 다른 펀드들도 긍정적인 파급효과(spillover effect)를 받을 수 있음을 의미한다.

펀드 자금흐름 결정요인에 대한 국내문헌은 제한적이며, 운용성과와의 연계성을 찾는데 초점이 맞추어져 있다. 예를 들어 고광수·하연정(2010), 하연정 외(2014) 등은 국내 주식형펀드 시장에도 운용성과와 펀드로의 자금흐름 간에 비대칭성이 존재함을 보였다. 또한 하연정 외(2014)는 이러한 비대칭성이 펀드의 규모, 연령에 따라 차이가 있으며, 자금흐름의 측정방법에 따라서도 달라진다고 보고하였다. 한편, 일부 연구는 거시경제, 전체 주식시장 수익률 등 거시적 환경과 주식형 펀드 자금흐름 간의 상관관계를 분석하기도 했다(김상배, 2015; 하연정, 2014).

2. 자료와 핵심변수

여기에서는 본 Ⅲ장과 이하의 Ⅳ장에서 이용할 자료를 소개하고 자금흐름, 운용보수율, 운용수익률 등 핵심변수의 구성방법을 설명한다.

가. 자료

본 Ⅲ장과 이하의 Ⅳ장에서는 국내 주식형 시장으로 한정해 분석한다. 그 이유는 다음과 같다. 공모시장이 비록 개인투자자들의 시장으로 알려져 있지만 국내 공모시장의 경우 거의 절반에 이르는 투자자들이 법인 등 기관투자자에 가까운 투자자들이다. 그러나 공모 주식형의 경우 아직은 대부분의 투자자들이 개인투자자들인 것으로 알려져 있어서 개인투자자 시장과 기관투자자 시장의 비교라는 본 연구의 핵심내용에 가장 잘 부합한다. 그리고 국내 주식형으로 한정한 이유는 사모펀드와 투자일임, 즉 사모일임의 경우 해외주식형 운용자산의 규모가 매우 작아 비교의 의미가 약하기 때문이다. 그리고 Ⅲ장과 Ⅳ장의 모든 분석은 자산운용회사 단위의 월별 데이터를 이용해 수행한다.

현재 금융투자협회가 자산운용회사 단위로 공시하고 있는 데이터의 종류는 공모펀드와 사모펀드의 순자산총액(Total Net Assets: TNA), 설정액(또는 수탁고), 펀드수, 투자일임의 평가액, 계약액, 계약건수 등이다. 투자일임의 평가액, 계약액, 계약건수 등은 펀드의 순자산총액, 설정액, 펀드수와 거의 유사한 개념이다. 펀드 투자에 소요되는 총비용인 총비용비율, 즉 TER은 공모펀드에 대해서만 공시되고 있다. 또한 판매보수, 운용보수 등 공모펀드 TER을 구성하는 모든 요소들이 공시된다. 그러나 사모펀드와 투자일임의 투자비용 또는 수수료는 공시되지 않는다. 공모펀드와 사모펀드의 데이터들은 2004년 이후부터 공시되지만 투자일임 데이터들은 2011년 12월부터 공시되고 있다. 따라서 이 연구에서는 위에서 설명한 모든 월별 데이터들을 2011년 12월부터 2016년 3월까지 월말 기준으로 추출해 활용한다. 그리고 전술한 바와 같이 사모펀드와 투자일임은 동일한 시장으로 가정해 모든 데이터를 사모일임으로 통합한다.

분석대상에 포함되는 자산운용회사들은 몇 단계를 거쳐 줄어들었다. 2016년 3월말 기준으로 영업실적이 있는 인가 자산운용회사는 총 99개사다. 이 중에서 공모펀드, 사모펀드, 투자일임을 모두 운용한 실적이 있는

회사만 분석대상에 포함했는데, 이러한 자산운용회사는 총 45개사였다. 이 연구에서는 수익률 변수로 단순수익률 뿐만 아니라 시장요인들을 고려한 수익률까지 추정했는데, 이를 위해서는 최소 3년 이상의 운용 및 영업실적이 필요했다. 이러한 과정들을 통해 최종적으로 분석대상에 포함된 자산운용회사는 모두 26개사다. 분석대상에 포함되는 자산운용회사의 수가 줄어들어 전체 샘플 수가 축소된 것은 아쉽긴 하지만 불가피하다. 다만, 분석대상에 포함된 자산운용회사들이 공모시장 및 사모일임시장에서 운용하는 국내 주식형 운용자산의 규모는 2016년 3월말을 기준으로 국내 자산운용업계 전체의 약 78%에 달한다. 따라서 분석대상 샘플로서 대표성에는 문제가 없는 것으로 보인다.

나. 핵심변수 설정

1) 자금흐름

Sirri & Tufano(1998)를 포함한 대다수 해외의 문헌들은 펀드의 자금흐름을 추정하기 위해 다음과 같은 간단한 식을 이용한다.[25] 여기에서 $FLOW_{i,t}$는 t기 펀드 i로의 자금흐름, $GFLOW_{i,t}$는 t기 펀드 i로의 자금흐름 증감률, $TNA_{i,t}$는 t기 펀드 i의 순자산총액, $TNA_{i,t-1}$는 $t-1$기 펀드 i의 순자산총액, $r_{i,t}$는 t기 펀드 i의 수익률을 의미한다.

$$FLOW_{i,t} = TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} \times (1 + r_{i,t}) \qquad \text{(식 Ⅲ-1)}$$

$$GFLOW_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} \times (1 + r_{i,t})}{TNA_{i,t-1}} \qquad \text{(식 Ⅲ-2)}$$

25) 여기에서 펀드의 자금흐름이라 함은 특정한 시점(t)에 펀드로 새로 유입된 현금과 펀드로부터 유출된 현금의 차이, 즉 순현금흐름(net cash flows)을 의미한다.

해외의 문헌들이 펀드의 자금흐름을 추정하기 위해 위와 같은 식을 이용하는 이유는 해외의 경우 펀드의 설정원본 또는 수탁고와 같은 자료가 일반적으로 존재하지 않기 때문이다. 해외의 문헌들은 매일 산출되는 펀드의 순자산총액, 즉 *TNA*의 변화분에 운용수익을 차감하는 방법으로 펀드의 자금흐름을 추정한다. 해외문헌들은 실증분석시 경우에 따라 자금흐름 액수 자체(*FLOW*)를 쓰기도 하고 자금흐름 증감률(*GFLOW*)을 쓰기도 한다.

그러나 국내의 경우 펀드의 설정원본과 투자일임의 계약액 자료가 공시되기 때문에 위의 식을 이용해 자금흐름을 추정할 필요가 없다. 이 연구에서 자금흐름은 *t*월과 *t-1*월의 설정원본 차액을 이용해 간단히 구한다.[26] 여기에서 $FLOW_{i,t}$는 자산운용회사 *i*의 *t*월 국내 주식형 자금흐름(공모 또는 사모일임, 이하 동일), $GFLOW_{i,t}$는 자산운용회사 *i*의 *t*월 국 내주식형 자금흐름 증감률, $principal_{i,t}$는 자산운용회사 *i*의 *t*월 국내 주식형 설정원본, $principal_{i,t-1}$는 자산운용회사 *i*의 *t-1*월 국내 주식형 설정원본, $TNA_{i,t-1}$는 자산운용회사 *i*의 *t-1*월 국내 주식형 순자산총액을 의미한다.

$$FLOW_{i,t} = principal_{i,t} - principal_{i,t-1} \qquad \text{(식 Ⅲ-3)}$$

$$GFLOW_{i,t} = \frac{principal_{i,t} - principal_{i,t-1}}{TNA_{i,t-1}} \qquad \text{(식 Ⅲ-4)}$$

2) 운용보수율

문헌들은 펀드 투자비용의 대리변수로 총비용비율, 즉 TER을 주로 사용한다. 국내에도 공모펀드 TER은 공시된다. 그러나 사모펀드와 투자일임은 TER이 공시되지 않는다. TER에는 많은 종류의 보수들이 포함되어 있기 때문에 TER을 간접적인 방법을 통해 추정하는 것은 불가능하다. 따라서 본 연구에서는 투자비용 변수로 운용보수율만 사용한다.

---

26) Ⅲ장과 Ⅳ장의 모든 분석은 사모펀드와 투자일임 시장을 동일한 시장으로 가정해 모든 자료를 통합하기로 했다. 따라서 지금부터는 투자일임의 계약액은 설정원본으로, 평가액은 순자산총액으로, 계약건수는 펀드수로 취급한다.

공모 주식형의 운용보수율은 회사별 가중평균치가 공시되기 때문에 이를 사용하면 문제가 없다. 그러나 사모일임 주식형의 운용보수율은 공시되지 않기 때문에 간접적인 방법을 통해 추정해야 한다. 여기에서는 각 회사별 주식형 사모펀드의 운용보수율과 주식형 투자일임 운용보수율을 따로 추정한 후 두 투자수단의 순자산총액으로 가중평균함으로써 사모일임 주식형의 운용보수율을 구한다.

주식형 사모펀드의 운용보수율과 주식형 투자일임 운용보수율의 추정은 각 개별 자산운용회사의 분기별 손익계산서에서 출발한다. 각 회사 손익계산서의 보수 및 수수료수익 항목에는 집합투자기구 운용보수수익과 투자일임 수수료수익 항목이 나온다. 이를 기초로 몇 단계의 과정을 거쳐 주식형 사모펀드와 주식형 투자일임의 운용보수율을 추정할 수 있다. 두 투자수단의 운용보수율 추정 과정이 기본적으로 동일하기 때문에 여기에서는 주식형 사모펀드 운용보수율 추정 과정만 간단하게 설명한다.

먼저 분기별 집합투자기구 운용보수수익, 즉 분기별 공사모펀드 운용보수수익을 해당 분기내 월별 수익으로 쪼개는 과정이 필요하다. 이는 월말 기준 순자산총액을 이용해 분기내 월평잔 순자산총액을 구한 후 월별 순자산총액 크기에 따라 분기별 운용보수수익을 배분해 구한다.

그런데 이렇게 구한 월별 집합투자기구 운용보수수익은 공사모펀드 모두로부터 만들어지는 수익이다. 따라서 월별 집합투자기구 운용보수수익에서 공모펀드 운용보수수익을 제거하는 과정이 필요하다. 공모펀드의 경우 국내외 투자지역을 모두 포괄하는 운용보수율이 공시된다. 이 운용보수율과 월별 순자산총액을 곱하면 공모펀드 전체의 월별 운용보수수익이 나온다. 운용보수율은 연율(annual) 개념으로 공시되기 때문에 계산된 월별 공모펀드 운용보수수익을 12개월로 나누어야 한다. 이를 월별 집합투자기구 운용보수수익에서 차감하면 월별 사모펀드 운용보수수익이 추정된다. 이후 해외투자펀드에 해당하는 보수를 제거하고 남은 월별 사모펀드 운용보수수익을 월별 사모펀드 순자산총액으로 나누면 국내투자 사모펀드의 월별 운용보수율을 구할 수 있다. 여기에 다시 12개월을 곱하면 연율 개념의 운용보수율이 계산된다.

마지막으로 한 가지 과정이 더 남아 있다. 위에서 구한 월별 운용보수율은 국내 사모펀드 전체에 대한 것이다. 이 연구에서 필요한 것은 주식형 운용보수율이기 때문에 전체 운용보수율에서 주식형 운용보수율을 구분해 내야 한다. 현재 금융투자협회는 공모펀드, 사모펀드, 투자일임을 모두 13개 자산유형으로 분류해 공시하고 있다. 여기에서는 전체 자산유형을 주식형, 채권형, 기타유형 등 3가지로 분류한다. 특정한 시점(t월) 국내 사모 주식형 운용보수율을 $f_{1,t}$, 국내 사모 채권형 운용보수율을 $f_{2,t}$, 국내 기타유형 운용보수율을 $f_{3,t}$, 국내 사모펀드 전체의 운용보수율을 f_t, 유형별 순자산총액 평잔 비중을 $w_{i,t}(i=1,2,3)$라고 하면 다음의 식이 성립한다.

$$f_t = f_{1,t}w_{1,t} + f_{2,t}w_{2,t} + f_{3,t}w_{3,t} \qquad \text{(식 Ⅲ-5)}$$

위의 식에서 f_t, $w_{i,t}$는 데이터가 확보된 변수이지만, $f_{i,t}$는 데이터가 없는 변수, 즉 알려지지 않은(unknown) 변수이다. 이 연구에서 필요한 값은 $f_{1,t}$, 즉 사모 주식형 운용보수율인데, 이를 구하기 위해서는 $f_{1,t}$, $f_{2,t}$, $f_{3,t}$ 간의 관계식이 필요하다. 이미 공시되고 있는 국내 공모펀드 운용보수율을 이용해 그 관계식을 만든다. 즉, 공모펀드에서의 주식형과 나머지 두 가지 유형의 관계식이 사모펀드에서도 동일하게 적용되는 것으로 가정한다. 따라서 다음과 같은 관계식이 형성된다. 여기에서 $f_{i,t}^{pub}$는 i유형 국내 공모펀드의 t월 운용보수율을 의미한다.

$$\frac{f_{j,t}}{f_{1,t}} = \frac{f_{j,t}^{pub}}{f_{1,t}^{pub}} = k_{j,t},\ j = 2,3 \qquad \text{(식 Ⅲ-6)}$$

$$f_t = f_{1,t}w_{1,t} + k_{2,t}f_{1,t}w_{2,t} + k_{3,t}f_{1,t}w_{3,t} \qquad \text{(식 Ⅲ-7)}$$

위의 (식 Ⅲ-7)에는 국내 사모 주식형 운용보수율인 $f_{1,t}$를 제외하면 모두 알려진 변수들만 포함되어 있다. 따라서 이미 확보된 데이터를 (식 Ⅲ-7)에 대입하면 국내 사모 주식형 운용보수율을 추정할 수 있다.[27]

3) 운용수익률

운용수익률은 단순수익률과 펀드매니저를 평가하는 성과지표로 잘 알려진 젠센알파, Fama-French 3요인 모형 알파, 샤프비율 등 네 가지를 이용한다. 여기에서는 이 네 가지 운용수익률 추정 방법을 소개한다.[28]

가) 단순수익률

회사별 운용수익률을 계산하기 위해서는 개별 펀드 및 개별 투자일임 계좌의 운용수익률을 모두 구한 후 순자산총액을 기준으로 가중평균 해야 한다. 그러나 사모펀드와 투자일임의 경우 펀드별, 계좌별 정보를 구할 수 없기 때문에 위와 같은 방법을 이용할 수 없다. 따라서 여기에서는 간접적인 방법을 통해 공모 주식형 및 사모일임 주식형의 회사별 운용수익률을 추정한다. 해외문헌들이 펀드의 자금흐름을 추정하기 위해서 사용하는 방정식, (식 Ⅲ-1)을 이용하면 비교적 간단하게 회사별 운용수익률을 구할 수 있다. 이를 변환하면 t월 자산운용회사 i의 운용수익률 r은 다음과 같은 식으로 표기된다. 여기에서 $r_{i,t}$는 t월 자산운용회사 i의 국내 주식형(공모 및 사모일임, 이하 동일) 운용수익률(단순수익률), $TNA_{i,t}$는 t월 자산운용회사 i의 국내 주식형 순자산총액, $TNA_{i,t-1}$는 $t-1$월 자산운용회사 i의 국내 주식형 순자산총액, $FLOW_{i,t}$는 t월 자산운용회사 i의 국내 주식형 자금흐름을 뜻한다. 운용수익률 r을 제외한 나머지 변수들은 이미 확보되어 있기 때문에 운용수익률, 즉 단순수익률을 구할 수 있다.

$$r_{i,t} = \frac{TNA_{i,t} - TNA_{i,t-1} - FLOW_{i,t}}{TNA_{i,t-1}} \qquad \text{(식 Ⅲ-8)}$$

---

27) 주식형 투자일임 운용보수율(수수료율을 연율 개념 보수율로 전환)도 주식형 사모펀드 운용보수율 추정 과정과 거의 동일한 과정을 통해 추정했다.

28) 이하에서는 모든 운용수익률을 월간 수익률 기준으로 추정한 후 연율화 했으며, 백분율, 즉 퍼센트(%)로 표기한다.

나) 젠센알파

젠센알파는 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model: CAPM)을 기반으로 추정되는 것으로 시장수익률 대비 포트폴리오(또는 증권)의 초과수익률을 보여준다. 이는 Jensen(1968)의 연구에서 제시된 이후 포트폴리오 매니저, 특히 뮤추얼펀드 운용자의 능력을 측정하는 성과지표로 널리 활용되고 있다. 젠센알파는 다음과 같은 식을 통해 추정할 수 있다. 여기에서 $r_{i,t}$는 t월 자산운용회사 i의 국내 주식형(공모 및 사모 일임, 이하 동일) 운용수익률(단순수익률), $r_{f,t}$는 무위험수익률, $r_{m,t}$는 시장수익률을 의미한다.

$$er_{i,t} = \alpha_J + \beta_0 er_{m,t} + \epsilon_{i,t} \qquad \text{(식 Ⅲ-9)}$$

$$(er_{i,t} = r_{i,t} - r_{f,t},\ er_{m,t} = r_{m,t} - r_{f,t})$$

위의 식 (Ⅲ-9)를 분석대상에 포함되는 26개사 전체에 대해 추정한다. 무위험수익률로는 월별 콜금리를, 시장수익률로는 KOSPI 월간수익률을 사용한다. 각 회사별로 2013년 6월을 기준시점으로 해서 직전 18개월 데이터를 이용해 매달 롤링 방식으로 위의 식을 추정해 월별 젠센알파를 구한다. 이와 같은 방식으로 매월 추정한 $\widehat{\alpha_J}$가 월별 젠센알파이다.

다) Fama-French 3요인 모형 알파(FF알파)

3요인 모형은 Fama & French(1993)가 포트폴리오(또는 증권) 수익률을 설명하기 위해 전통적인 CAPM 모형에 2가지 요인들을 추가한 것이다. 즉, 3요인 모형에는 기존 CAPM 모형의 시장위험에 더해 투자기업의 규모, 투자기업의 주가순자산비율(Price to Book Ratio)이 추가된다. Fama-French 3요인 모형 알파(이하 FF알파)는 다음과 같은 식을 통해 추정할 수 있다. 여기에서 *SMB*는 'Small Market Capitalization Minus

Big'을 지칭하며, *HML*은 'High Book to Market Ratio Minus Low'를 지칭한다. 일반적으로 *SMB*는 대형주(big caps) 대비 소형주(small caps)의 초과수익률로, *HML*은 성장주(growth stocks) 대비 가치주(value stocks)의 초과수익률로 측정한다.

$$er_{i,t} = \alpha_{FF} + \beta_1 er_{m,t} + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \epsilon_{i,t} \qquad \text{(식 Ⅲ-10)}$$

젠센알파와 마찬가지로 위의 (식 Ⅲ-10)을 분석대상에 포함되는 26개사 전체에 대해 추정한다. *SMB*와 *HML*은 에프앤가이드(FnGuide)에서 제공하는 지수들을 이용해 측정한다. 추정방법은 젠센알파의 경우와 동일하다. 이러한 방식을 통해 매월 추정한 $\widehat{\alpha_{FF}}$가 월별 FF알파가 된다.

라) 샤프비율

샤프비율(sharpe ratio)은 Sharpe(1966)의 연구에 제시된 것으로 위험단위당 초과수익률을 보여준다. 이 역시 펀드매니저의 능력을 측정하는 성과지표로 사용된다. 샤프비율은 다음과 같은 식으로 추정할 수 있다.

$$SR_{i,t} = \frac{r_{i,t} - r_{f,t}}{\sigma_{i,t}} \qquad \text{(식 Ⅲ-11)}$$

즉, 여기에서 *t*월 자산운용회사 *i*의 샤프비율은 무위험수익률인 콜금리 대비 이 회사 국내 주식형 운용수익률의 초과수익률을 그 수익률의 표준편차로 나누어 구한다. 월별 샤프비율 역시 젠센알파 및 FF알파의 경우와 마찬가지로 매월 과거 18개월 데이터를 이용하여 구한다.

3. 핵심변수들의 주요 특성 분석

여기에서는 2013년 6월~2016년 3월 중 자금흐름, 운용보수율, 운용수익률 등의 측면에서 공모 주식형과 사모일임 주식형이 어떤 차이점을 보이는지 알아본다. 또한 자산운용회사 그룹 간의 차이점도 논의한다.

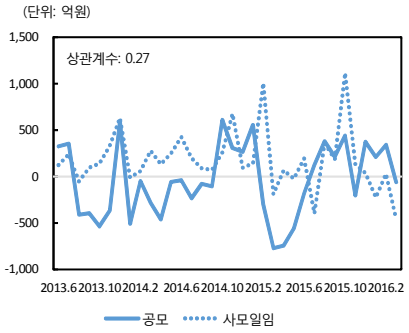
가. 자금흐름

Ⅱ장에서는 2011년 이후 공모펀드의 시장규모, 즉 순자산총액이 정체된 가운데 사모펀드와 투자일임의 순자산총액은 빠르게 성장하고 있음을 보였다. 자산가격의 변화를 배제한 순수한 자금흐름의 변화 역시 비슷한 양상을 보인다. <그림 Ⅲ-1>과 <그림 Ⅲ-2>를 통해 볼 때 사모일임의 자금흐름이 공모의 자금흐름에 비해 규모 및 증감률 측면에서 더 크다. 시계열과 횡단면 비교 모두 사모일임의 자금흐름이 전반적으로 더 높은 수준에 있음을 보여준다. 자금흐름의 증감률 측면에서는 그 차이가 다소 줄어들기는 하지만 여전히 사모일임이 더 높은 수준이다.

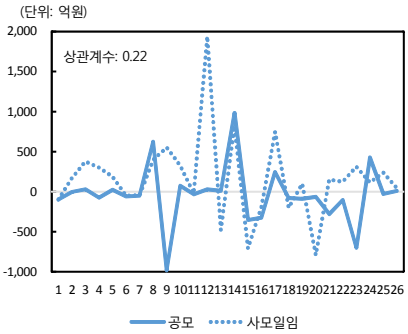
<표 Ⅲ-1>을 통해 공모와 사모일임 간 자금흐름 차이를 더 상세하게 볼 수 있다. 먼저 자금흐름 규모를 비교해 보자. 공모 주식형은 월평균 약 36억원이 줄어든 반면, 사모일임 주식형은 월평균 177억원이 증가했다. 공모와 사모일임의 자금흐름 규모의 차이는 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다. 횡단면 비교를 통해 볼 때 사모일임의 경우 전기간 평균 자금흐름 규모가 양(+)인 회사의 수가 음(-)인 회사의 수를 압도했다. 공모의 경우 반대 결과가 나타났다. 즉, 상당수 자산운용회사들의 공모 주식형으로부터 자금이 순유출되었다. 시계열 비교도 크게 다르지 않은 결과를 보여준다. 사모일임 주식형의 경우 전체회사 평균 자금흐름 규모가 양(+)인 개월수가 음(-)인 개월수에 비해 훨씬 많았다. 이러한 공모와 사모일임의 자금흐름 특성은 증감률 측면에서 봐도 크게 다르지 않았다.

<그림 Ⅲ-1> 공모 및 사모일임 자금흐름 규모 비교

시계열 비교



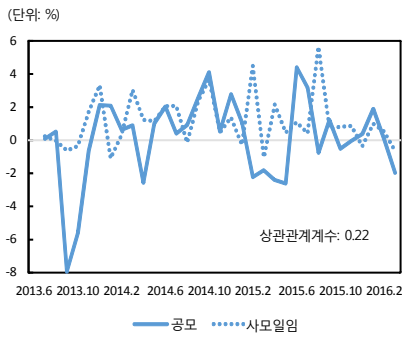
횡단면 비교



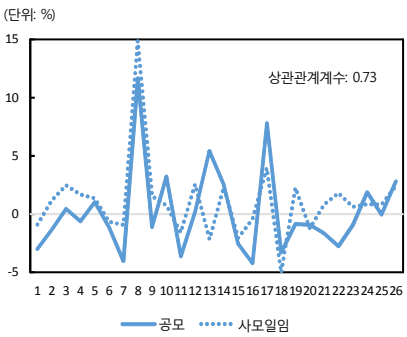
주: 시계열 비교는 특정한 시점(월)에 분석대상 26개 자산운용회사의 자금흐름 평균을 구해 공모와 사모일임의 시계열적 추세를 비교한 것임. 횡단면 비교는 26개 자산운용회사 각각의 전기간(2013년 6월~2016년 3월) 자금흐름 평균을 구해 공모와 사모일임을 횡단면적으로 비교한 것임. 상관계수는 공모와 사모일임의 시계열 상관계수 및 횡단면 상관계수를 나타냄

<그림 Ⅲ-2> 공모 및 사모일임 자금흐름 증감률 비교

시계열 비교



횡단면 비교



주: <그림 Ⅲ-1> 참조

<표 Ⅲ-1> 공모 및 사모일임 월간 자금흐름 비교 요약

(단위: 억원, %, 개, 개월)

	자금흐름 규모		자금흐름 증감률	
	공모 (A)	사모일임 (B)	공모 (C)	사모일임 (D)
전체패널 월평균	-36.89	177.42	0.13	1.12
	0.01 (*p*값, T-test: A=B)		0.05 (*p*값, T-test: C=D)	
횡단면(26개사) 비교				
전기간 평균 + 회사수	10	17	10	17
전기간 평균 - 회사수	16	9	16	9
시계열(34개월) 비교				
횡단면 평균 + 개월수	14	27	22	25
횡단면 평균 - 개월수	20	7	12	9

<표 Ⅲ-2>는 공모와 사모일임의 자금흐름 비교를 자산운용회사 그룹별로 나누어 정리한 것이다. 자산운용회사 그룹 분류 방식은 소유구조, 운용자산규모 등 두 가지를 이용했다. 먼저 소유구조를 기준으로 비교한 결과부터 살펴보자. 독립계열 자산운용회사들의 경우 공모의 자금흐름이 사모일임에 비해 더 컸다. 반면, 은행·증권·보험 등 금융회사계열 자산운용회사의 경우 전체 샘플과 마찬가지로 사모일임의 자금흐름 규모와 증가율이 공모 대비 훨씬 컸다. 이를 달리 표현하면 분석대상 기간 중 공모 주식형의 자금유입은 독립계열 자산운용회사로 집중된 반면, 사모일임 주식형의 자금유입은 금융회사계열 자산운용회사로 집중되었다. 운용자산규모를 기준으로 비교해도 유사한 현상이 발견된다. 이러한 양상은 자금흐름 규모와 자금흐름 증감률에서 동일하게 나타났다.

결론적으로 분석대상 기간 중 사모일임 주식형의 자금흐름이 규모와 증감률 측면에서 공모 주식형을 압도했지만 그 양상은 자산운용회사 그룹별로 달랐다. 자산운용회사가 은행 등 여타 금융회사의 계열회사이거나 그 자체의 운용자산규모가 큰 경우에는 사모일임시장에서, 그렇지 않은 경우에는 공모시장에서 강세를 보였다.

<표 Ⅲ-2> 자산운용회사 그룹별 월간 자금흐름 비교 : 전체패널 월평균

(단위: 억원, %)

	자금흐름 규모		자금흐름 증감률	
	공모	사모일임	공모	사모일임
분류방식1: 소유구조				
독립계열(A)	21.21	-19.95	0.92	-0.42
은행·증권·보험계열(B)	-55.98	242.29	-0.12	1.62
*p*값(T-test: A=B)	0.49	0.07	0.18	0.01
분류방식2: 규모				
평균미만(C)	70.78	85.15	0.52	0.92
평균이상(D)	-316.73	417.24	-0.86	1.63
*p*값(T-test: C=D)	0.00	0.02	0.07	0.37

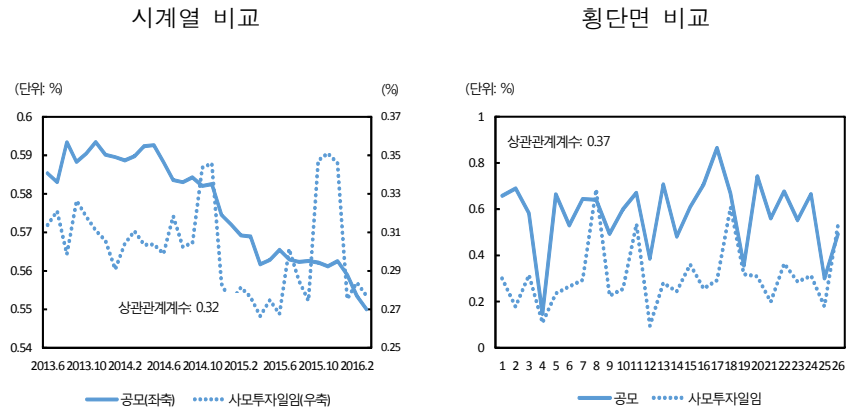
나. 운용보수율

<그림 Ⅲ-3>은 공모 주식형과 사모일임 주식형의 운용보수율을 보여준다. 이를 통해 운용보수율의 특징을 파악할 수 있다. 우선 사모일임 운용보수율은 공모 운용보수율에 비해 변동성이 심했다. 이는 사모일임 운용보수에 성과보수가 포함되어 있기 때문인 것으로 보인다. 또한 시계열 및 횡단면 비교 모두에서 공모의 운용보수율이 사모일임에 비해 높았다. 이러한 현상은 일부 예외적인 시점 또는 자산운용회사를 제외하면 비교적 일관되게 나타났다. 이는 최근 수년간 주가가 오르지 못함에 따라 사모일임의 성과보수가 낮았기 때문일 가능성이 크다. 또한 잘 알려져 있는 바와 같이 공적연기금 등이 주요고객인 국내 사모일임시장에서는 자산운용회사들의 운용보수율 협상력이 낮다. 그 결과 사모일임의 고정 운용보수율이 매우 낮은 것으로 평가받는다. 한편, 공모 주식형에서는 액티브 운용 비중이 높은 반면, 사모일임 주식형에서는 패시브 운용 비중이 높은 것으로 알려져 있는데, 그 차이가 운용보수율에 반영되어 있을 수도 있다.

시계열 비교를 통해 볼 때 공모 및 사모일임 운용보수율이 시간이 지

남에 따라 떨어지는 양상을 보이는 것도 하나의 특징이다. 운용보수율의 하락추세는 공모 주식형에서 더 두드러진다. 이러한 시계열적 양상은 주식형 시장에 대한 고객들의 기피현상, 낮은 운용수익률 등을 반영한 결과로 보인다. 갈수록 패시브 운용의 비중이 늘어나고 있는 현상 역시 주식형 전체의 운용보수율 하락에 영향을 미쳤을 것이다.

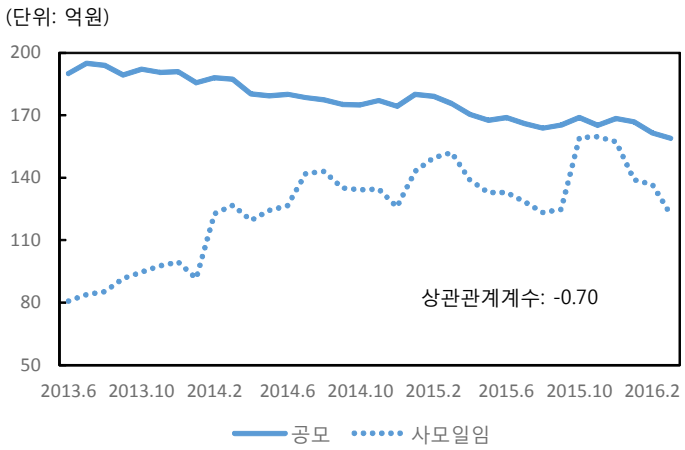
<그림 Ⅲ-3> 공모 및 사모일임 운용보수율 비교



주: <그림 Ⅲ-1> 참조. 운용보수율은 연보수율 기준

이와 같은 운용보수율의 변화는 운용자산규모의 변화와 함께 공모 및 사모일임 주식형의 운용보수수익에도 영향을 미쳤다. <그림 Ⅲ-4>는 공모 및 사모일임 주식형의 운용보수수익을 시계열적으로 비교해 준다. 분석대상에 포함된 26개 자산운용회사 전체의 공모 주식형 월 운용보수수익은 2013년 하반기 190억원대에서 2016년에는 150억원대로 줄어들었다. 반면, 사모일임 주식형으로부터 만들어진 월 운용보수수익은 크게 늘어나 공모 주식형과의 격차가 많이 줄어들었다. 이는 사모일임 주식형의 낮은 운용보수율에도 불구하고 자금흐름의 급격한 증대와 그 결과로 인한 운용자산규모의 증대 때문이다.

<그림 Ⅲ-4> 공모 및 사모일임 운용보수수익의 시계열 비교



주: 분석대상에 포함된 26개 자산운용회사의 월 운용보수수익을 모두 더한 수치 기준. 월 운용보수수익은 공모 및 사모일임 국내 주식형의 순자산총액에 월보수율(=연보수율/12)을 곱해 계산

<표 Ⅲ-3>은 자산운용회사 그룹별 운용보수율을 비교해 준다. 먼저 공모 주식형의 전체 패널 월평균 운용보수율은 0.58%인데 반해 사모일임 주식형의 월평균 운용보수율은 0.30%였다. 위의 그림들에서 확인한 바와 같이 공모의 운용보수율이 사모일임에 비해 평균적으로 두 배 가까이 높았다. 자산운용회사 그룹별로는 독립계열 자산운용회사이거나 운용자산 규모가 작은 자산운용회사들의 운용보수율이 그 대척점에 있는 자산운용회사들의 운용보수율에 비해 높았다. 그 차이는 사모일임 주식형에 비해 공모 주식형에서 더 컸다. 그 이유를 명확하게 알기는 어렵지만 대략 다음과 같은 이유가 제시될 수 있다. 독립계열이거나 운용자산의 규모가 작은 자산운용회사들은 상대적으로 인지도 또는 브랜드 가치, 회사의 안정성 등이 떨어질 가능성이 크다. 그로 인해 이러한 자산운용회사들은 위험부담을 감수하더라도 더 공격적인 운용전략을 구사해 수익률을 높이려는 유인체계를 가질 것이다. 그 결과 금융회사계열이거나 운용자산의 규모가 큰 자산운용회사들에 비해 액티브 운용의 비중이 높을 가능성이 있다. 또

한 이러한 자산운용회사들은 규모의 경제 측면에서 상대적으로 불리하기 때문에 운용보수율을 떨어뜨리기도 쉽지 않다.

<표 Ⅲ-3> 자산운용회사 그룹별 운용보수율 비교 : 전체패널 월평균

(단위: %)

	공모(A)	사모일임(B)
전체패널 월평균	0.58	0.30
	0.00 (*p*값, T-test: A=B)	
분류방식1: 소유구조		
독립계열(C)	0.70	0.29
은행·증권·보험계열(D)	0.53	0.31
*p*값(T-test: C=D)	0.00	0.38
분류방식2: 규모		
평균미만(E)	0.63	0.33
평균이상(F)	0.44	0.23
*p*값(T-test: E=F)	0.00	0.00

주: 운용보수율은 연보수율 기준

다. 운용수익률

여기에서는 공모와 사모일임 주식형의 운용수익률을 단순수익률과 펀드매니저의 운용능력을 보여주는 대표적인 성과지표인 FF알파를 이용해 시계열적, 횡단면적으로 비교한다.[29] <그림 Ⅲ-5>는 단순수익률을, <그림 Ⅲ-6>은 FF알파를 이용한 경우이다.

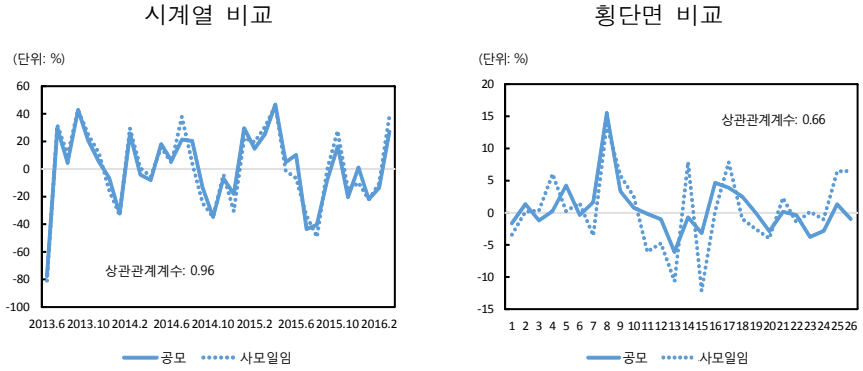
먼저 단순수익률의 경우 공모와 사모일임 주식형 간에 큰 차이가 없었다. 시계열적으로 비교해 보면 공모와 사모일임 주식형의 단순수익률은

29) 젠센알파, 샤프비율 등을 통한 비교는 FF알파의 경우와 크게 다르지 않아 여기에서 따로 정리하지 않는다.

거의 유사한 움직임을 보였다. 두 투자수단 간 단순수익률의 시계열적 상관관계는 0.96에 이른다. 횡단면적으로 비교해 봐도 두 투자수단 간 단순수익률의 상관관계가 비교적 높았다. 즉, 공모 주식형의 단순수익률이 높은 회사일수록 사모일임 주식형의 단순수익률도 높았다.

이와 같은 특징은 FF알파를 수익률 변수로 이용할 경우 다소 달라졌다.[30] 시계열 비교를 통해 볼 때 공모와 사모일임 주식형의 FF알파는 유사한 움직임을 보이고 있지만 약간의 차이도 발견된다. 즉, 2014년 하반기까지는 사모일임 주식형의 FF알파가 월등히 높았으나, 그 이후 약 1년간은 공모 주식형의 FF알파가 더 높았다. 자산운용회사 간의 횡단면 비교에서는 공모와 사모일임 주식형 FF알파 간 상관관계가 상대적으로 낮았다. 단순수익률의 경우에서와는 달리 사모일임 주식형 FF알파가 높은 자산운용회사라 하더라도 공모 주식형 FF알파는 낮은 경우가 많았다.

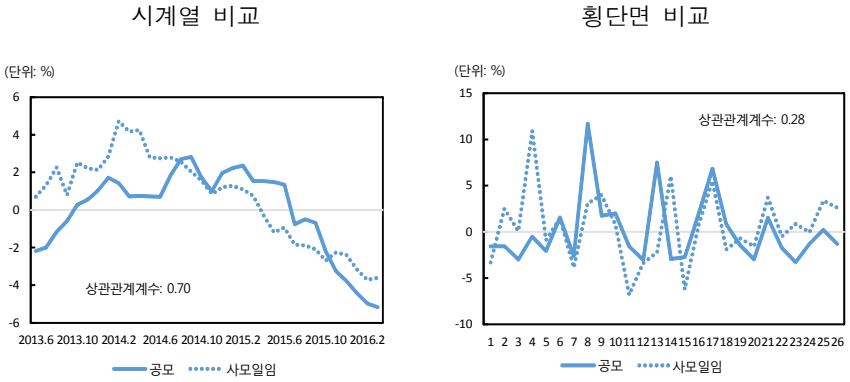
<그림 Ⅲ-5> 공모 및 사모일임 운용수익률 비교
: 단순수익률



주: <그림 Ⅲ-1> 참조. 운용수익률은 월간 수익률을 구해 연율로 환산

30) FF알파의 시계열 움직임은 단순수익률의 시계열 움직임과 달리 완만한 곡선 형태를 보인다. 이는 FF알파의 추정이 18개월 데이터의 롤링을 통해 이루어지기 때문이다.

<그림 Ⅲ-6> 공모 및 사모일임 운용수익률 비교
: FF알파



주: <그림 Ⅲ-1> 참조. 운용수익률은 월간 수익률을 구해 연율로 환산

<표 Ⅲ-4>는 위의 그림들이 보여주는 추세를 요약해 준다. 단순수익률의 경우 공모 주식형이 월평균 0.63%(연율), 사모일임 주식형이 월평균 0.62%로 거의 차이가 없었다. 그러나 FF알파의 경우 공모 주식형과 사모일임 주식형의 차이가 컸다. 사모일임 주식형의 FF알파는 동기간 월평균 0.64%였으나, 공모 주식형의 FF알파는 이보다 훨씬 낮은 -0.01%였다. FF알파는 시장요인들을 제외한 운용자의 순수 운용능력을 보여준다. 따라서 이 결과는 사모일임 주식형이 시장을 초과하는 운용능력을 보여준 반면 공모 주식형은 그러지 못했음을 의미한다. 사모일임 주식형의 FF알파가 공모 주식형에 비해 더 높은 것은 투자자의 운용자 규율 능력 차이, 두 시장 간 운용규제의 차이 등에 기인했을 것으로 추정된다. 공모 주식형과 사모일임 주식형 간 FF알파의 차이는 최근 수년간 이어진 공모 주식형시장으로부터의 자금이탈을 설명하는 실마리가 될 수도 있다.[31]

31) 이에 대해서는 이어지는 4절 실증분석에서 다시 논의한다.

<표 Ⅲ-4> 공모 및 사모일임 월간 운용수익률 비교 요약

(단위: %)

	단순수익률		FF알파	
	공모 (A)	사모일임 (B)	공모 (C)	사모일임 (D)
전체패널 월평균	0.63	0.62	-0.01	0.64
	0.99 (*p*값, T-test: A=B)		0.04 (*p*값, T-test: C=D)	
횡단면(26개사) 비교				
전기간 평균 + 회사수	12	15	10	14
전기간 평균 - 회사수	14	11	16	12
시계열(34개월) 비교				
횡단면 평균 + 개월수	19	17	21	22
횡단면 평균 - 개월수	15	17	13	12

주: <그림 Ⅲ-1> 참조. 운용수익률은 월간 수익률을 구해 연율로 환산

마지막으로 <표 Ⅲ-5>는 자산운용회사 그룹별 월간 운용수익률을 공모와 사모일임으로 나누어 비교해 준다. 먼저 소유구조를 기준으로 자산운용회사를 구분했을 경우의 운용수익률 특성은 다음과 같다. 독립계열 자산운용회사들의 경우 공모 주식형 운용수익률이 사모일임 주식형 운용수익률에 비해 높았다. 반면 금융회사계열 자산운용회사들의 경우 사모일임 주식형의 운용수익률이 공모 주식형 운용수익률에 비해 높았다. 이러한 상반된 특징은 단순수익률과 FF알파 모두에서 나타났다. 전체적으로 볼 때 금융회사계열 자산운용회사의 운용수익률이 독립계열 자산운용회사의 운용수익률보다 높은 경우가 많았다.

운용자산의 규모를 기준으로 자산운용회사를 구분했을 경우의 운용수익률 특성은 다음과 같다. 단순수익률을 기준으로 하면 공모 주식형과 사모일임 주식형간 운용수익률의 차이가 거의 없었던 반면, FF알파를 기준으로 하면 사모일임의 운용수익률이 두 자산운용회사 그룹 모두에서 더 높았다. 이는 전체 패널 월평균 분석결과와 동일하다. 그리고 모든 경우에 있어서 운용자산규모가 작은 자산운용회사 그룹의 운용수익률이 규모가 큰 자산운용회사의 운용수익률보다 높았다.

<표 Ⅲ-5> 자산운용회사 그룹별 월간 운용수익률 비교
: 전체패널 월평균

(단위: %)

	단순수익률		FF알파	
	공모	사모일임	공모	사모일임
분류방식1: 소유구조				
독립계열(A)	0.41	-0.64	1.23	0.18
은행·증권·보험계열(B)	0.70	1.03	-0.41	0.79
*p*값(T-test: A=B)	0.92	0.56	0.00	0.27
분류방식2: 규모				
평균미만(C)	1.18	1.19	0.59	0.91
평균이상(D)	-0.81	-0.87	-1.56	0.07
*p*값(T-test: C=D)	0.47	0.45	0.00	0.07

주: 운용수익률은 월간 수익률을 구해 연율로 환산

4. 자금흐름 변화 결정요인 실증분석

여기에서는 자금흐름 결정요인에 대해 분석한다. 분석의 초점은 개인투자자들의 시장인 공모 주식형과 기관투자자들의 시장인 사모일임 주식형의 결정요인 비교에 둔다.

가. 분석모형 및 변수설정

펀드 자금흐름 결정요인을 분석하는 연구들은 Sirri & Tufano(1998)의 간단한 모형을 차용하고 있다. 기존 연구들은 투자자들이 전기(*t-1*기)에 구할 수 있는 정보들을 기초로 현재(*t*기)의 투자를 결정하는 것으로 가정한다. 투자자들이 획득할 수 있는 전기의 정보로 가장 중요한 것은 과거의 운용수익률이다. 본 장의 실증분석에서도 Sirri & Tufano(1998)와

일련의 후속연구들이 사용한 모형 및 설명변수들을 사용한다. 기본모형은 아래의 식과 같은 패널회귀모형이다.

$$GFLOW_{i,t} = c + \alpha p_{i,t-1} + X'_{i,t-1}\beta + \epsilon_{i,t} \qquad \text{(식 Ⅲ-12)}$$

여기에서 종속변수 $GFLOW_{i,t}$는 자산운용회사 i의 t월 주식형 자금흐름 증감률이며, $p_{i,t-1}$는 자산운용회사 i의 전월($t-1$월) 주식형 운용성과지표이다. 운용성과지표로는 단순수익률과 함께 젠센알파, FF알파, 샤프비율 등 시장요인을 고려한 대표적인 성과지표들을 사용한다. 기존문헌들의 결과들을 고려해 볼 때 과거 운용성과지표의 추정계수인 $\hat{\alpha}$은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

X'은 $t-1$월에 투자자들이 관측할 수 있는 나머지 설명변수 벡터다. 기존 연구들이 제안하고 있는 설명변수는 크게 다섯 가지 정도로 분류된다 (Ippolito, 1992; Chevalier & Ellison, 1997; Sirri & Tufano, 1998; Barber et al., 2005; Ivkovic & Weisbenner, 2009; Rakowski & Wang, 2009). 그 중 투자자들이 해당펀드 투자를 위해 부담하는 투자비용은 가장 중요한 설명변수다. 문헌들은 투자비용 이외에도 해당 펀드의 숙성도(펀드연령), 해당 펀드가 포함되는 스타일시장의 전체규모, 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사의 전체규모, 광고효과 등도 중요한 설명변수로 사용했다.

이 연구에서는 기존문헌들과 달리 자산운용회사 단위의 데이터를 쓴다. 또한 국내 펀드 관련 데이터, 특히 자산운용회사 단위의 데이터는 해외 문헌에서 사용하고 있는 펀드 단위의 데이터와 달리 그 다양성이 부족하다. 따라서 여기에서는 기존 해외문헌에서 제안하고 있는 주요 설명변수를 참조하되, 얻을 수 있는 데이터의 범위 내로 설명변수를 제한할 수 밖에 없었다. 본 실증분석에서 사용한 설명변수는 다음과 같다.

첫째, 투자비용 변수로 앞에서 추정한 '운용보수율($fee_{i,t-1}$)'을 사용한다. 둘째, 각 자산운용회사의 명성 또는 인지도를 나타내는 대리변수로 국

내투자 순자산총액으로 계산한 '회사규모(amc$size_{i,t-1}$)'를 사용한다. 셋째, 광고효과, 또는 자산운용회사의 인지도를 나타내는 또 다른 변수로 '스타펀드($dum\text{-}star_{i,t-1}$)'를 사용한다. 이 변수는 펀드평가회사인 제로인의 주식형펀드 유형 중에서 매년 연간수익률 기준으로 상위 10%에 포함되는 펀드를 보유한 자산운용회사들에게 해당 연도에 1을 부여하는 더미변수다. 이 변수는 자산운용회사가 스타펀드를 보유하고 있으면 다른 펀드에 대한 자금유입도 늘어난다는 가설(Nanda et al., 2004)을 검증하기 위한 것이다. 넷째, 자산운용회사가 은행·증권·보험 등 금융사계열일 경우 1이 부여되는 더미변수인 '금융사계열($dum\text{-}amc_{i,t-1}$)'을 모형에 포함한다. 이 변수는 자산운용회사가 펀드 판매회사의 계열회사일 경우 자금유입이 더 많은지를 검증하기 위한 것이다.

이상과 같은 설명변수들을 이용해 (식 Ⅲ-12)를 추정한다. 추정에 이용된 기간은 1차 차분변수를 감안해 2013년 7월에서 2016년 3월까지 33개월이다. 추정에 포함된 자산운용회사는 모두 26개사다.[32] 모든 모형은 고정효과(fixed effects)를 고려해 GLS(Generalized Least Square)로 추정되었다.[33]

나. 분석결과

(식 Ⅲ-12)를 공모 주식형과 사모일임 주식형에 대해 추정한 결과가 <표 Ⅲ-6>과 <표 Ⅲ-7>에 정리되어 있다. 추정 결과의 몇 가지 특징은 다음과 같다.

첫째, 과거의 운용성과지표는 자금흐름 증감률에 통계적으로 유의한

32) 다만 본 실증분석에 사용된 데이터는 불균형 패널이다. 이는 각 변수별로 자산운용회사들의 데이터 길이가 약간씩 다르기 때문이다.

33) 모든 분석모형에 대해 하우스만 검정(Hausman test)을 수행한 결과 고정효과(fixed effects) 모형이 확률효과(random effects) 모형보다 적절한 것으로 나타났다. 그리고 시간효과(time effects)를 통제하기 위해 월간 더미변수를 모형에 추가하였으며, 자기상관 검정 후에 추정을 수행하였다.

양(+)의 영향을 주는 것으로 추정되었다. 이러한 결과는 운용성과지표의 측정 방법과 관계없이 일정했을 뿐만 아니라, 공모시장과 사모일임시장에서 큰 격차 없이 나타났다. 이는 펀드 단위의 데이터를 이용한 기존문헌들의 결과와 일맥상통하는 것으로 모든 유형의 투자자들이 자산운용회사의 과거 운용성과, 또는 운용수익률을 기초로 투자판단을 함을 의미한다.

둘째, 자산운용회사들이 제공하는 운용서비스의 대가인 운용보수율은 자금흐름 증감률에 음(-)의 영향을 미치지만, 통계적 유의성의 일관성은 떨어졌다. 이러한 결과는 TER, 즉 총비용비율과 자금흐름 간 음(-)의 상관관계가 크지 않다는 해외문헌들의 연구결과와 비슷하다(Sirri & Tufano, 1998; Elton et al., 2004; Barber et al., 2005).

셋째, 스타펀드의 존재는 자산운용회사 단위의 자금흐름 증감률에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 추정되었다. 이는 Nanda et al.(2004)의 연구결과와 유사한 것으로, 자산운용회사들이 회사를 대표하는 펀드를 만들기 위해 노력하는 이유를 잘 설명해 준다. 한편으로 이러한 추정결과는 자산운용회사와 투자자 간의 이해상충이 발생할 가능성이 있음을 의미하기도 한다. Nanda et al.(2004)은 자산운용회사들이 스타펀드를 만들어 낼 수 있는 확률을 올리기 위해 많은 펀드를 새로 만들거나, 펀드 간의 운용전략 차별성을 꾀한다고 지적했다. 그리고 그들은 이러한 자산운용회사일수록 회사 전체의 운용수익률이 떨어지는 경향이 있다고 보았다.

넷째, 공모 주식형과 사모일임 주식형의 추정결과가 추정계수의 방향성, 통계적 유의성 여부 등의 측면에서는 유사하다. 이는 투자 판단을 하는데 있어서 참고하는 정보의 내용이 개인투자자들과 기관투자자들 간에 큰 차이는 없다는 의미다.

다섯째, 공모 주식형과 사모일임 주식형의 추정 결과가 기본적으로는 비슷하지만 추정계수의 크기(민감도), 통계적 유의성의 크기 등의 세부적인 측면에서는 차이가 있었다. 먼저 운용성과지표의 추정계수를 비교해 보면 공모 주식형의 추정계수가 사모일임 주식형에 비해 절대값이 크고 통계적 유의성도 상대적으로 더 높았다. 이는 자산운용회사를 선택할 때

공모 주식형에 투자하는 개인투자자들이 사모일임 주식형에 투자하는 기관투자자들에 비해 운용성과에 조금이라도 더 민감하다는 뜻이다. 운용보수율에 대한 민감도도 공모 주식형의 경우, 즉 개인투자자들의 경우가 상대적으로 더 높았다.[34)]

기관투자자들이 개인투자자들에 비해 자산운용회사를 선택할 때 운용성과나 운용보수율에 상대적으로 덜 민감한 것은 국내 기관투자자들의 운용사 선정 기준을 고려할 때 그리 놀라운 것은 아니다. 김재칠 외(2016)에 의하면 국민연금기금, 사학연금기금, 공무원연금기금 등 대형 공적연기금들은 위탁운용사를 선정할 때 운용성과와 운용보수율 이외에도 회사의 사업모델 및 운용철학, 인력, 운용체계, 경험, 경영안정성 등 많은 요소들을 참조한다. 따라서 기관투자자들이 주로 투자하는 사모일임 주식형의 자금흐름에 운용성과나 운용보수율이 미치는 영향은 공모 주식형에 비해 상대적으로 약할 가능성이 크다.

운용성과, 운용보수율 등에 대한 반응과는 달리 스타펀드의 존재 여부에 대한 반응은 기관투자자의 경우가 더 민감했다. 이는 스타펀드의 존재 여부를 통해 자산운용회사의 가치를 평가하는 경향이 기관투자자들에게서 상대적으로 더 크게 나타남을 의미한다. 그 이유를 여기에서 명확하게 설명하기는 어렵지만, 한 가지 제시될 수 있는 이유는 다음과 같다. 국내 기관투자자들은 보유자산의 운용을 일임할 위탁운용사를 선정할 때 위탁하고자 하는 자산과 유사한 스타일을 가진 펀드의 운용성과들을 참고자료로 활용한다. 그 결과 특정 자산운용회사가 최근 수년간 탁월한 운용성과를 보인 펀드를 보유하고 있다면 위탁운용사로 선정될 가능성이 크다. 개인투자자들 역시 스타펀드를 보유한 자산운용회사에 투자하는 경향이 발견되지만, 상대적으로 스타펀드를 식별할 능력이 떨어져 그 민감도가 기관투자자들에 비해 약할 수 있다.

---

34) 왜 개인투자자들이 기관투자자들에 비해 운용보수율에 상대적으로 더 민감하게 반응하는지는 여기에서 확언하기 어렵다. 다만, 추정 기간 중 주식형 시장의 운용수익률이 전반적으로 부진했기 때문에 사모일임 대비 운용보수율이 높은 공모 주식형 시장에서 보수율의 작은 차이에 더 크게 반응했을 가능성이 있다.

한편, 전술한 바와 같이 일부 문헌들은 '과거의 운용성과-펀드 자금흐름' 간 양(+)의 상관관계가 비대칭적이라고 주장한다. 즉, 이는 운용성과가 좋은 펀드로 자금이 유입되는 정도에 비해 운용성과가 나쁜 펀드로부터 자금이 유출되는 정도가 적다는 것을 의미한다. 문헌들은 그 이유로 정보력과 해석력이 떨어지는 단순한 투자자, 즉 개인투자자들의 존재를 제시한다. 여기에서도 이와 유사한 가설을 검증하기 위해 (식 Ⅲ-12)를 아래의 식과 같이 변형해 추정한다.

$$GFLOW_{i,t} = c + \alpha_p p^{+}_{i,t-1} + \alpha_n p^{-}_{i,t-1} + X^{'}_{i,t-1}\beta + \epsilon_{i,t} \qquad \text{(식 Ⅲ-13)}$$

(식 Ⅲ-13)과 (식 Ⅲ-12)의 구성은 운용성과지표 변수만 다르다. 여기에서는 운용성과지표 변수를 양(+)의 운용성과지표, $p^{+}_{i,t-1}$와 음(-)의 운용성과지표, $p^{-}_{i,t-1}$로 분리한다. $p^{+}_{i,t-1}$는 원래의 운용성과지표, $p_{i,t-1}$에 더미변수인 $dummy^{+}$를 곱한 것이다. 여기에서 $dummy^{+}$는 운용성과가 양(+)일 경우 1을 취하고 음(-)일 경우 0을 취하는 더미변수다. 이와 반대로 $p^{-}_{i,t-1}$는 운용성과지표, $p_{i,t-1}$에 더미변수인 $dummy^{-}$를 곱한 것이다. 이는 $dummy^{+}$와 정반대의 더미변수다. 즉, 여기에서는 교차항을 이용해 운용성과지표 변수를 양(+)과 음(-)으로 분리한다. 운용성과에 대한 펀드 자금흐름 반응이 대칭적이라면 양(+)의 운용성과지표 추정계수인 $\widehat{\alpha_p}$과 음(-)의 운용성과지표 추정계수인 $\widehat{\alpha_n}$은 거의 비슷한 크기를 가질 것이며, 양(+)의 값으로 나타날 것이다.

(식 Ⅲ-13)에 대한 공모 주식형 및 사모일임 주식형 추정결과가 <표 Ⅲ-8>과 <표 Ⅲ-9>에 정리되어 있다. 추정결과 공모 주식형 및 사모일임 주식형 모두에서 운용성과에 대한 자금흐름 반응의 비대칭성이 뚜렷하게 나타났다. 즉, 양(+)의 운용성과는 자금흐름 증감률에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 반면, 음(-)의 운용성과는 추정계수의 방향에 일관성이 없으며, 그 통계적 유의성이 낮았다. 이러한 비대칭성은 공모

주식형 시장에서 훨씬 더 크게 나타났다. 공모 주식형에 투자하는 개인투자자들은 양(+)의 운용성과에 대해 매우 큰 양(+)의 반응을 보인 반면, 음(-)의 운용성과에 대해서는 심지어 음(-)의 반응을 보이기도 했다. 즉, 개인투자자들은 좋은 운용성과를 보일 경우 많은 자금을 투자했지만, 나쁜 운용성과를 보일 경우 자금회수 경향을 보이지 않았다.

기관투자자들이 투자하는 사모일임 주식형 시장에서는 이와 같은 비대칭적 반응이 상대적으로 덜했다. 기관투자자들은 양(+)의 운용성과에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 자금흐름 반응을 보였지만, 그 정도는 개인투자자들에 비해 약했다. 또한 기관투자자들은 음(-)의 운용성과에 대해 대체적으로 양(+)의 자금흐름 반응을 보였다. 즉, 기관투자자들은 그 정도가 개인투자자들에 비해 약했지만 좋은 운용성과에 대해 더 많은 자금을 투자하는 경향을 보였으며, 나쁜 운용성과에 대해서는 미약하나마 자금을 회수하는 경향을 보였다.[35] 이와 같은 결과는 최근의 해외문헌에서 발견되는 결과와 유사한 것이다.

한편, 기본모형을 변형한 이 추정식에서는 운용보수율과 스타펀드에 대한 자금흐름 반응도 공모 주식형과 사모일임 주식형 간의 차이가 더 컸다. 공모 주식형에 주로 투자하는 개인투자자들은 운용보수율이 높은 자산운용회사를 선택하지 않은 반면, 사모일임 주식형에 투자하는 기관투자자들은 운용보수율에 상대적으로 덜 민감하게 반응했다.[36] 스타펀드의 보유 여부에 대해서는 기관투자자들이 훨씬 더 민감하게 반응했다.

---

35) 이와 같은 기관투자자들의 대응이 개인투자자들에 비해 더 합리적이라고 결론내리기는 어렵다. 다만, 펀드 운용성과에 연속성이 존재하더라도 단기간에 그친다는 일반적인 시각에 비추어 볼 때 기관투자자들이 조금 더 복잡한 반응을 하는 것은 사실이다. 나쁜 운용성과에 대한 반응 측면에서는 기관투자자들이 상대적으로 더 시장규율을 강하게 하는 것으로 볼 수 있다.

36) 사모일임 주식형에 투자하는 기관투자자들이 운용보수율에 덜 민감한 것은 위탁운용사 선정 과정에 따른 결과일 가능성이 크다. 공적연기금 등 기관투자자들이 위탁운용사를 선정할 때 운용보수율을 평가대상에 넣기는 하지만 일반적으로 그 가중치가 크지는 않다. 게다가 위탁운용사 선정심사에 참여하는 자산운용회사들이 운용보수율을 제안할 때 하한선에 가까운 유사한 보수율을 제안하는 경우가 흔하다.

<표 Ⅲ-6> 공모 주식형 패널회귀분석 결과

설명변수	추정계수 (종속변수: 자금흐름 증감률($GFLOW_{i,t}$))			
	모형1 성과지표: 단순수익률	모형2 성과지표: 젠센알파	모형3 성과지표: FF알파	모형4 성과지표: 샤프비율
상수항(c)	6.08*	4.84	4.18	6.30*
	(3.65)	(3.82)	(3.88)	(3.79)
운용성과지표($p_{i,t-1}$)	0.05***	0.33***	0.23***	0.03***
	(0.01)	(0.04)	(0.03)	(0.00)
운용보수율($fee_{i,t-1}$)	-1.02	-3.49**	-1.39	-3.77**
	(1.62)	(1.68)	(1.68)	(1.68)
회사규모(ln(amc $size_{i,t-1}$))	-0.48*	-0.25	-0.30	-0.33
	(0.26)	(0.28)	(0.28)	(0.28)
스타펀드($dum\text{-}star_{i,t-1}$)	1.74***	0.97**	1.42***	1.34***
	(0.44)	(0.47)	(0.47)	(0.46)
금융사계열($dum\text{-}amc_{i,t-1}$)	-0.28	-0.76	-0.23	-0.63
	(0.50)	(0.52)	(0.53)	(0.52)
관측 수	827	827	827	827
R^2	0.16	0.20	0.17	0.17
모형 F	3.96***	5.28***	4.32***	4.39***

주: 모형의 종류는 설명변수인 운용성과지표의 종류에 따른 분류. 모든 비율변수는 %로 변환해 모형에 포함. 자금흐름 증감률과 운용성과지표는 전월대비로 계산한 월간 개념. 운용성과지표는 연율로 환산. 운용보수율은 연보수율 개념. 모든 설명변수는 1개월 시차변수($t-1$). 회사규모는 각 회사의 국내 순자산총액(억원) 로그 변환 값. 스타펀드 변수는 스타펀드를 보유한 회사에 1이 부여되는 더미변수. 금융사계열 변수는 은행·증권·보험계열 자산운용회사에 1이 부여되는 더미변수. 추정에 이용된 기간은 1차 차분변수를 고려해 2013년 7월에서 2016년 3월까지 33개월이며, 추정에 포함된 자산운용회사는 26개사. 모든 모형은 고정효과(fixed effects)를 고려해 GLS로 추정. 제시된 값은 추정계수이며, ( ) 내는 추정계수의 표준오차(standard error). 추정계수 옆의 ***, **, * 등의 표식은 추정계수가 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 Ⅲ-7> 사모일임 주식형 패널회귀분석 결과

설명변수	추정계수 (종속변수: 자금흐름 증감률($GFLOW_{i,t}$))			
	모형1 성과지표: 단순수익률	모형2 성과지표: 젠센알파	모형3 성과지표: FF알파	모형4 성과지표: 샤프비율
상수항(c)	5.81**	6.58***	5.53**	4.87**
	(2.33)	(2.38)	(2.31)	(2.36)
운용성과지표($p_{i,t-1}$)	0.04***	0.03**	0.11***	0.01***
	(0.01)	(0.01)	(0.02)	(0.00)
운용보수율($fee_{i,t-1}$)	-1.16	-1.28	-0.82	-1.34*
	(0.79)	(0.81)	(0.78)	(0.78)
회사규모(ln(amc $size_{i,t-1}$))	-0.44**	-0.51**	-0.43**	-0.34*
	(0.20)	(0.21)	(0.20)	(0.21)
스타펀드($dum\text{-}star_{i,t-1}$)	2.00***	2.01***	1.88***	1.75***
	(0.35)	(0.36)	(0.35)	(0.36)
금융사계열($dum\text{-}amc_{i,t-1}$)	0.42	0.54	0.39	0.29
	(0.46)	(0.47)	(0.45)	(0.46)
관측 수	783	783	783	783
R^2	0.13	0.10	0.12	0.12
모형 F	2.98***	2.31***	2.70***	2.80***

주: <표 Ⅲ-6> 참조. 공모의 경우와 기본 관측 수는 동일하지만 사모일임의 운용보수율 추정 문제로 인해 일부 자산운용회사의 경우 시계열에서 약간의 차이가 발생해 전체 관측 수가 다소 축소

<표 Ⅲ-8> 공모 주식형 패널회귀분석 결과
: 운용성과지표 변수 비대칭성 고려

설명변수	추정계수 (종속변수: 자금흐름 증감률($GFLOW_{i,t}$))			
	모형1 성과지표: 단순수익률	모형2 성과지표: 젠센알파	모형3 성과지표: FF알파	모형4 성과지표: 샤프비율
상수항(c)	2.58	4.17	2.89	4.36
	(3.73)	(3.80)	(3.86)	(3.68)
양의 운용성과지표($p_{i,t-1}^{+}$)	0.14***	0.45***	0.55***	0.08***
	(0.02)	(0.05)	(0.06)	(0.01)
음의 운용성과지표($p_{i,t-1}^{-}$)	-0.01	-0.10	-0.11**	-0.02**
	(0.01)	(0.12)	(0.06)	(0.01)
운용보수율($fee_{i,t-1}$)	-3.64**	-5.00***	-4.57***	-4.54***
	(1.67)	(1.71)	(1.75)	(1.63)
회사규모(ln(amc$size_{i,t-1}$))	-0.18	-0.17	-0.13	-0.28
	(0.27)	(0.28)	(0.28)	(0.27)
스타펀드($dum\text{-}star_{i,t-1}$)	1.75***	0.77	1.01**	0.79*
	(0.44)	(0.47)	(0.47)	(0.46)
금융사계열($dum\text{-}amc_{i,t-1}$)	-0.97**	-0.93*	-0.41	-0.64
	(0.51)	(0.52)	(0.53)	(0.50)
관측 수	827	827	827	827
R^2	0.20	0.21	0.21	0.21
모형 F	5.07***	5.63***	5.48***	5.64***

주: <표 Ⅲ-6> 참조. 양(+)의 운용성과지표는 운용성과지표가 양(+)일 경우에만 1을 취하는 더미변수를 운용성과지표 변수에 곱한 상호작용 변수. 반대로 음(-)의 운용성과지표는 운용성과지표가 음(-)일 경우에만 1을 취하는 더미변수를 운용성과지표 변수에 곱한 상호작용 변수

<표 Ⅲ-9> 사모일임 주식형 패널회귀분석 결과
: 운용성과지표 변수 비대칭성 고려

설명변수	추정계수 (종속변수: 자금흐름 증감률($GFLOW_{i,t}$))			
	모형1 성과지표: 단순수익률	모형2 성과지표: 젠센알파	모형3 성과지표: FF알파	모형4 성과지표: 샤프비율
상수항(c)	2.85	5.80**	5.28**	4.58*
	(2.44)	(2.34)	(2.35)	(2.37)
양의 운용성과지표($p_{i,t-1}^{+}$)	0.06***	0.13***	0.13***	0.02***
	(0.01)	(0.03)	(0.04)	(0.00)
음의 운용성과지표($p_{i,t-1}^{-}$)	0.01	-0.01	0.09**	0.01
	(0.01)	(0.01)	(0.04)	(0.01)
운용보수율($fee_{i,t-1}$)	-0.81	-2.28***	-0.81	-1.69**
	(0.81)	(0.84)	(0.79)	(0.80)
회사규모(ln(amc$size_{i,t-1}$))	-0.23	-0.44**	-0.42**	-0.34
	(0.21)	(0.20)	(0.20)	(0.21)
스타펀드($dum\text{-}star_{i,t-1}$)	1.81***	1.83***	1.96***	1.74***
	(0.36)	(0.36)	(0.36)	(0.36)
금융사계열($dum\text{-}amc_{i,t-1}$)	0.23	0.37	0.43	0.30
	(0.47)	(0.46)	(0.46)	(0.46)
관측 수	783	783	783	783
R^2	0.12	0.12	0.12	0.13
모형 F	2.64***	2.68***	2.63***	2.83***

주: <표 Ⅲ-6>, <표 Ⅲ-8> 참조. 공모의 경우와 사용 데이터의 기본 관측 수는 동일하지만 사모일임의 운용보수율 추정 문제로 인해 일부 자산운용회사의 경우 시계열에서 약간의 차이가 발생해 전체 관측 수가 다소 축소

5. 소결

Ⅲ장에서는 자산운용회사 단위의 데이터를 이용해 개인투자자 시장인 공모 주식형과 기관투자자 시장인 사모일임 주식형의 자금흐름 결정요인을 비교 분석했다.

실증분석에 앞서 자금흐름, 운용보수율, 운용성과 등 Ⅲ장과 Ⅳ장 실증분석의 핵심적인 변수들이 어떤 특징을 보이고 있는지를 공모 주식형과 사모일임 주식형의 비교에 초점을 맞추어 분석했다. 분석대상 기간 중 사모일임 주식형의 월평균 자금흐름 규모와 증가율은 공모 주식형을 압도했다. 자산운용회사 그룹별 자금흐름 비교를 통해 볼 때 독립계열 또는 규모가 작은 자산운용회사들은 공모 주식형 시장에서 강점을 보였던 반면, 금융회사계열이거나 규모가 큰 자산운용회사들은 사모일임 주식형 시장에서 강점을 보였다.

동기간 운용보수율은 하락추세를 보인 가운데 공모 주식형의 운용보수율이 사모일임 주식형의 운용보수율에 비해 높았다. 사모일임 주식형의 운용보수율은 성과보수의 영향으로 인해 그 변동성도 컸다. 사모일임 주식형의 운용보수율이 상대적으로 더 낮았던 것은 다음과 같은 이유 때문인 것으로 추정된다. 국내 투자일임시장은 국민연금기금 등 소수의 공적연기금과 대형 생명보험회사들이 주요고객인데, 다수의 자산운용회사들이 경쟁하다 보니 고객들의 가격협상력이 큰 편이다. 따라서 사모일임의 고정 운용보수율이 공모에 비해 낮은 것으로 알려져 있다. 게다가 사모일임 주식형 운용보수율에 포함된 성과보수도 분석대상 기간 중의 지지부진한 주가로 인해 미미했을 가능성이 크다. 패시브 운용 위주로 구성된 사모일임 주식형의 운용 스타일도 낮은 운용보수율의 원인이 된 것으로 보인다. 한편, 자산운용회사 그룹별로는 독립계열 또는 규모가 작은 자산운용회사들의 운용보수율이 금융회사계열 또는 규모가 큰 자산운용회사들의 운용보수율에 비해 높았다. 이러한 경향은 공모 주식형 시장에서 더 명확했다.

단순수익률을 기준으로 공모 주식형과 사모일임 주식형의 운용성과(운

용수익률)를 비교하면 두 시장 간에 큰 차이가 없었다. 그러나 시장요인들을 고려한 운용성과인 FF알파를 기준으로 비교하면 사모일임 주식형의 운용성과가 공모 주식형 대비 더 우수했다. 사모일임 주식형의 운용성과가 더 우수한 것은 상대적으로 뛰어난 기관투자자들의 운용자 규율능력, 상대적으로 약한 운용규제 등에 따른 결과일 것으로 추정된다. 한편, 규모가 작은 자산운용회사들의 운용성과가 공모 및 사모일임 주식형 시장 모두에서 규모가 큰 자산운용회사에 비해 우수했다. 이러한 결과는 단순수익률, FF알파 모두에서 일관되게 나타났다.

공모 주식형과 사모일임 주식형의 자금흐름 증감률 결정요인에 대해 실증분석한 결과 다음과 같은 몇 가지 특징이 발견되었다. 먼저 투자자들은 과거의 운용성과를 기반으로 자산운용회사를 선택하는 경향을 강하게 보였다. 운용성과에 대한 민감성은 개인투자자들이 더 강했다. 해외의 기존문헌에서 발견되는 결과와 마찬가지로 과거의 운용성과에 대한 자금흐름 반응의 비대칭성은 개인투자자들의 시장인 공모 주식형에서 더 크게 나타났다. 개인투자자들은 양(+)의 운용성과에 대해 많은 자금을 투자한 반면, 음(-)의 운용성과에 대해서는 자금회수를 거의 하지 않았다. 이와 달리 사모일임 주식형에 투자하는 기관투자자들은 음(-)의 운용성과에 대해 미약하나마 자금을 회수하는 반응을 보였다.[37] 이러한 결과는 국내에서도 기관투자자들의 시장규율이 제한적이나마 작동한다는 것을 의미한다.

다음으로 개인투자자들은 운용보수율에 대해서도 기관투자자들에 비해 더 민감하게 반응했다. 개인투자자들은 운용보수율이 높은 자산운용회사에 투자하는 것을 기관투자자들에 비해 더 꺼리는 것으로 나타났다. 공모 주식형의 운용성과가 사모일임 주식형에 비해 저조한 반면 운용보수율은 더 높은 것을 감안할 때 이러한 반응은 충분히 이해된다. 즉, 개인투자자들은 최근 수년간 공모 주식형의 운용성과가 부진함에 따라 운용보수율 등 투자비용이 저렴한 펀드나 자산운용회사에 투자하려는 경향을 보였던

37) 다만, 기관투자자들 역시 과거 운용성과에 대해 비대칭적인 자금흐름 반응을 보였다. 즉, 기관투자자들의 경우에도 양(+)의 운용성과에 대한 신규자금 투자 규모에 비해 음(-)의 운용성과에 대한 자금회수 규모가 작았다.

것으로 추정된다. 운용보수율과 달리 스타펀드의 존재 여부에 대한 반응은 기관투자자들이 더 강했다. 기관투자자들은 스타펀드를 보유한 자산운용회사에 투자하려는 경향이 개인투자자들에 비해 강한 것으로 나타났다.

추정계수의 방향이나 통계적 유의성 측면에서만 보면 개인투자자들과 기관투자자들의 자금흐름을 결정(즉, 투자대상 자산운용회사를 판단)하는 요인에 큰 차이가 없었다. 다만, 기관투자자들은 투자여부를 판단하는데 있어서 과거의 운용성과, 운용보수율 등 개인투자자들이 중요하게 여기는 정보들에 대해 상대적으로 덜 민감하게 반응했다. 투자일임시장에서 기관투자자들은 일임운용을 맡아줄 위탁운용사를 선정할 때 운용성과나 운용보수율 등의 정보 이외에 자산운용회사의 운용철학이나 명성, 재무구조, 인력의 전문성, 위험관리의 정교함, 신뢰성 등 계량화가 어려운 다양한 정보들을 참조하는 것으로 알려져 있다. 개인투자자들이 이러한 정보를 얻기는 쉽지 않다. 그 결과 운용성과와 운용보수율이 기관투자자들의 투자의사 결정에 미친 영향은 개인투자자들의 경우에 비해 약했던 것으로 보인다.

Ⅳ. 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석

1. 관련문헌 검토

2. 이론모형

3. 실증분석

4. 소결

Ⅳ. 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석

Ⅳ장에서는 이론모형과 실증분석을 병행하여 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향에 대해 분석한다. 우선, 이론모형에서는 운용능력이 상이한 두 펀드매니저가 공모펀드와 사모일임을 운용할 때 공모펀드 투자자와 자산운용회사 사이에 일어날 수 있는 이해상충의 양상과 그 요인을 파악한다. 실증분석에서는 국내 주식형 사모일임과 공모펀드를 모두 운용하는 국내 자산운용회사를 대상으로 이론모형에서 제기하는 동시운용에 따른 이해상충 또는 투자정보 공유의 파급효과가 나타나는지 검증한다.

1. 관련문헌 검토

자산운용회사는 일반적으로 다수의 고객을 대상으로 운용서비스를 제공한다. 그런데 자산운용회사 입장에서 볼 때 고객 및 상품 유형에 따라 회사의 경영수익에 기여하는 정도가 다르다. 이에 따라 자산운용회사는 회사의 이익에 가장 크게 기여하는 고객이 선호하는 상품의 가치를 전략적으로 높여 자사의 이익을 극대화할 수 있다. 문제는 이 과정에서 다른 고객들이 투자하는 상품의 가치가 떨어질 수 있다는 점이다. 즉, 자산운용회사의 이익에 가장 크게 기여하는 상품의 가치를 제고하는 과정에서 다른 상품의 가치가 떨어질 수 있는 것이다. 기존문헌들은 이를 '동시운용효과(side-by-side management effect)' 또는 '전략적 펀드 간 보조(strategic cross-fund subsidization)'라고 지칭한다(Gaspar et al., 2006; Nohel et al., 2010).

이러한 현상은 뮤추얼펀드와 헤지펀드, 뮤추얼펀드와 일임계좌 등 다양한 동시운용 사례에서 나타난다. 예를 들어, 헤지펀드와 뮤추얼펀드를 동시에 운용하고 있는 자산운용회사 또는 펀드매니저의 뮤추얼펀드 운용

수익률은 유사그룹(peer group)에 비해 더 낮다(Cici et al., 2010; Guercio et al., 2015; Lim et al., 2016). 뮤추얼펀드와 투자일임계좌를 동시에 운용하는 경우에서도 유사한 실증결과가 발견된다(Chaudhuri et al., 2013). 또한, 뮤추얼펀드 동시운용에서도 이러한 현상이 나타난다(Gaspar et al., 2006; Bhattacharya et al., 2013). 이처럼 기존 실증문헌들은 대체로 동시운용 효과 또는 동시운용에 따른 이해상충 가능성을 지지하고 있다.

기존 문헌들에 따르면 동시운용 효과는 자산운용회사들이 추구하는 경제적인 유인 때문에 발생한다. 예를 들어, 자산운용회사들은 운용보수율이 높은 상품의 수익률을 올려 운용보수 수익을 극대화할 수 있다(Gaspar et al., 2006). 그리고 이러한 유인체계는 헤지펀드와 같이 성과보수를 받는 상품에서 더 크게 나타난다(Guercio et al., 2015). 또한, 미래 자금흐름의 안정성, 평판효과(reputation effect) 등과 같이 자산운용회사의 수익에 영향을 미치는 간접적인 유인체계도 동시운용 효과를 일으키는 요인이다(Cohen & Schmidt, 2008; Chaudhuri et al., 2014; Lim et al., 2016). 한편, 자산운용회사들은 자사의 이익확보에 유리한 상품의 수익률을 끌어올리기 위해 다양한 수단을 활용할 수 있다. 선행매매(front running), 저가 IPO 물량의 집중 배정, 매도·매수가격 간 갭이 큰 증권의 배정 등이 그 예이다(Gaspar et al., 2006; Cici et al., 2010). 다른 한편으로는 자산운용회사가 유능한 펀드매니저에게 운용을 맡기거나 리서치 자원을 집중 배치하여 특정 상품의 수익률을 제고할 수 있다(Chaudhuri et al., 2014).

그러나 일부 문헌들은 정반대의 결과를 제시하기도 한다. Nohel et al.(2010), Chen & Chen(2009) 등은 뮤추얼펀드와 헤지펀드를 동시에 운용하는 펀드매니저의 뮤추얼펀드 운용수익률이 유사그룹에 비해 더 높다는 결과를 제시했다. 이들은 능력이 뛰어난 펀드매니저가 헤지펀드를 동시에 운용하는 경향이 강하고, 그 결과 동시운용에 따른 이해상충도 없다고 주장했다. 즉, 펀드매니저의 운용역량이 뛰어난 만큼 헤지펀드 운용으로 축적한 투자전략 내지 투자정보를 이용하여 공모펀드 수익률을 제고할 수 있다는 것이다. 이론적인 관점에서 보면, 이는 투자정보 공유에 의

한 긍정적인 파급효과(positive spillover effect)의 결과로 볼 수 있다.

2. 이론모형

이 절에서는 자산운용회사가 공모펀드와 사모일임을 동시에 운용할 때 발생할 수 있는 이해상충 문제를 분석하는 이론모형을 제시한다. 이론모형에서는 일반적으로 통용되는 방식으로 운용능력이 상이한 두 펀드매니저와 공모펀드 시장의 정보비대칭성을 가정하였다. 이 가정 하에 자산운용회사, 펀드매니저, 투자자 등 펀드시장을 구성하는 각 경제주체별로 의사결정과정을 살펴보고, 투자자와 펀드매니저, 그리고 투자자와 자산운용회사 간 이해상충의 양상과 요인을 파악하였다.

동시운용에 대한 기존 연구는 펀드 단위의 실증분석에 초점을 두고 있다. 그러나 우리나라에서는 개별 사모펀드 및 투자일임에 대한 정보가 부족하다. 특히 투자일임의 경우가 그러하다. 따라서 공모펀드와 사모일임 동시운용에 따른 이해상충 문제를 펀드 단위의 실증분석으로 검증하는 것은 지금으로서는 불가능하다. 이에 본 이론모형에서는 개별 펀드가 아닌 자산운용회사의 의사결정에 초점을 두고 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향을 분석하고자 한다.

자산운용회사 단위의 이론모형 분석은 여러모로 장점이 있다. 우선, 이론모형에서는 Gaspar et al.(2006)이나 Chaudhuri et al.(2014) 등 기존 실증문헌에서 동시운용 효과의 주요인으로 제시했던 자산운용회사의 경제적인 유인체계를 명시적으로 고려할 수 있다. 예를 들면, 이론모형에서는 자산운용회사가 운용보수율이 높거나 회사 수익에 기여하는 바가 높은 상품의 가치를 올리기 위해 운용역량이 뛰어난 펀드매니저를 배치하는 의사결정을 내생화할 수 있다. 이를 통해 펀드시장 차원에서 동시운용 효과 즉, 동시운용에 따른 이해상충 문제가 발생하는 양상과 그 원인을 파악할

수 있다. 또한, 이론모형은 자산운용회사 단위의 자료만 가지고도 실증분석으로 검증할 수 있는 가설의 이론적인 기반을 제공한다. 실제로 본 연구에서는 이론모형에서 도출된 가설에 기초하여 실증분석을 수행하였다.

이 절의 구성은 다음과 같다. 우선, 이론모형의 균형분석을 통해 이해상충이 발생하는 양상을 파악한다. 이후 이에 기초하여 실증분석에 사용할 수 있는 가설에 대해 논의한다.

가. 이론모형 균형분석

1) 기본가정 및 의사결정과정[38]

동일 유형의 공모펀드와 사모일임을 동시에 운용하는 자산운용회사를 가정하자. 공모펀드는 1명의 개인투자자를 대상으로, 사모일임은 n명의 동질적인 기관투자자를 대상으로 판매된다.[39] 그런데 공모펀드와 사모일임은 유형(예: 주식형)은 같지만, 서로 다른 투자자를 대상으로 판매되는 만큼 운용보수율은 차이가 난다. 그리고 공모펀드의 운용보수율 f_b가 사모일임의 운용보수율 f_s보다 크다고 가정한다.[40] 여기서 사모일임의 운용보수율 f_s는 성과보수를 포함하고 있다. 또한, 공모펀드와 사모일임은 서로 다른 두 명의 펀드매니저 1, 2가 각각 나누어 운용한다.

투자자산은 양의 기대수익률을 얻을 수 있는 위험자산과 수익률이 0인 무위험자산으로 구성된다. 공개정보(public information)인 위험자산 수익

38) 이론모형의 기본가정 및 의사결정과정, 투자자 효용함수 등은 성과보수 문제를 다룬 Das & Sundaram(1998, 2002)과 펀드시장의 정보비대칭 문제를 다룬 Huberman & Kandel(1993), Huddart(1999) 등의 문헌을 참고하여 구성하였다.

39) 개인투자자에 비해 투자여력이 월등히 큰 기관투자자의 특성을 반영하기 위해 투자자 유형별로 투자자의 수를 달리하였다. 이는 또한 공모펀드와 사모일임 시장이 분리되어 있어 개인투자자는 공모펀드에만, 기관투자자는 사모일임에만 투자한다고 가정하는 것이다.

40) 이 가정은 III장에서 살펴본 바와 같이 공모펀드의 평균 운용보수율이 사모일임보다 높다는 사실과도 부합한다.

률의 확률분포는 다음과 같다. 위험자산에 투자금액 1단위를 투자할 때 얻는 수익(gross investment return)은 p_m의 확률로 $1+\pi_H$이며, $1-p_m$의 확률로 $1-\pi_L$, $\pi_H > \pi_L > 0$이다. 이는 공모펀드와 사모일임 모두 위험자산에 투자해야만 수익을 얻을 수 있음을 의미한다. 이 점에서 공모펀드와 사모일임의 투자전략은 위험자산 투자비중 $a_i \in (0,1)$, $i = b,s$로 표현할 수 있다.[41] 그리고 위험자산 투자비중이 $a_i \in (0,1)$, $i = b,s$이면 투자금액 1단위당 수익은 p_m의 확률로 $1+\pi_H a_i$이고, $1-p_m$의 확률로 $1-\pi_L a_i$가 된다.[42] 분석의 편의상 $p_m = 0.5$라고 가정하자.

그런데 두 펀드매니저의 운용능력이 상이하여 개별 펀드매니저가 위험자산 투자금액 1단위당 $1+\pi_H$를 얻을 확률 p_j가 다르다고 하자.[43] 분석의 편의상, $0 < p_1 \leq 0.5 < p_2 < 1$라고 하자. 즉, 펀드매니저 2의 운용능력이 더 뛰어난 것이다. 또한, 펀드매니저의 운용능력은 자산운용회사와 펀드매니저, 그리고 투자자 중 기관투자자만이 알고 있는 사적정보(private information)이다. 이 가정은 기관투자자의 경우 사모일임 투자 시 자산운용회사뿐만 아니라 펀드매니저의 트랙레코드를 참고한다는 점을 감안한 것이다.[44] 즉, 기관투자자가 사전적으로는 펀드매니저의 운용능력을 알 수 없더라도 펀드투자규모를 결정하는 과정에서 펀드매니저의 운용능력을 알게 된다는 것이다. 반면, 개인투자자는 금융지식이 부족하고 사모일임의 투자전략을 알 수도 없으므로 펀드매니저의 운용능력을 알 수 없다고 가정한다.

---

41) 또한 이론모형의 해는 모두 내부해(interior solution)이며, 변수들의 조건도 이에 부합하는 것으로 가정한다.

42) 위험자산 투자비중이 $a_i \in (0,1)$이면 투자금액 1단위당 위험자산에는 a_i, 무위험자산에는 $1-a_i$가 투자된다. 따라서, 투자금액 1단위당 수익은 p_m의 확률로 $a_i(1+\pi_H)+(1-a_i)=1+\pi_H a_i$, $1-p_m$의 확률로 $a_i(1-\pi_L)+(1-a_i)=1-\pi_L a_i$이다.

43) 여기서 개별 펀드매니저는 자산운용회사 내 공모펀드 또는 사모일임을 운용하는 다수의 펀드매니저를 대표하는 가상의 펀드매니저로 간주할 수 있다. 이 점에서 보면, p_j는 자산운용회사 내 j, $j = b,s$ 유형 펀드를 운용하는 펀드매니저들의 평균적인 운용능력을 나타내는 지표라고 볼 수 있다.

44) 이를 감안하면, 개인투자자와 기관투자자는 비록 효용함수는 동일할 수 있으나, 금융지식 및 투자위험 감수능력 면에서 이질적인 투자자이다.

한편, 개인투자자와 기관투자자는 모두 W만큼의 투자가능금액을 가지고 있으며, 다음의 (식 Ⅳ-1)과 같이 평균-분산 효용함수(mean-variance form utility function)를 가지고 있다고 하자. 여기서 x_i는 i, $i=b,s$ 유형 투자자의 펀드투자금액, $Y_i=(1-f_i)(1+r(a_i))$는 투자금액 1단위당 투자수익, γ_i는 i 유형 투자자의 분산기피도(investor's aversion to variance)를 의미한다. 그러면 투자자의 효용을 극대화하는 펀드투자규모 x_i^*는 (식 Ⅳ-2)와 같다. 이는 펀드의 기대수익 $E[Y_i]$가 높을수록, 변동성 $V[Y_i]$가 낮을수록 투자자가 더 많은 금액을 투자할 것임을 시사한다.

$$U(x_i)= W-x_i+x_iE[Y_i]-\frac{1}{2}\gamma_i x_i^2 V(Y_i), i=b,s \qquad \text{(식 Ⅳ-1)}$$

$$x_i^*=\frac{E[Y_i]-1}{\gamma_i V[Y_i]}=\frac{(1-f_i)(1+E[r(a_i)])-1}{\gamma_i(1-f_i)^2 V[r(a_i)]} \qquad \text{(식 Ⅳ-2)}$$

본 이론모형의 의사결정과정은 다음과 같다. 우선, 자산운용회사는 공모펀드와 사모일임을 운용하는 펀드매니저를 결정한다. 개별 펀드매니저는 각자 자신의 투자정보 및 운용능력에 부합하는 투자전략 즉 위험자산 투자비중을 선택한 후 이를 운용보수율과 함께 투자자에게 제시한다. 그러면, 개별 투자자는 자신이 투자하고자 하는 펀드의 운용보수율과 투자전략 정보를 보고 펀드투자규모를 결정한다. 이후 개별 펀드의 규모가 결정되면, 각 펀드매니저는 1기간 동안 펀드를 운용하고, 자산운용회사는 펀드운용이 종료된 후 투자수익을 투자자에게 배분한다.

2) 균형분석

이론모형의 균형은 자산운용회사의 펀드매니저 배치 결정, 펀드매니저의 투자전략인 위험자산 투자비중, 투자자의 펀드투자규모로 구성된다. 그리고 이 균형은 후방귀납법(backward induction)을 통해 (1) 투자자의 펀

드투자규모, (2) 펀드매니저의 위험자산 투자비중, (3) 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정 등을 순차적으로 풀어서 도출할 수 있다. 이를 보다 구체적으로 보면 다음과 같다.

(1) 투자자 입장에서 가능한 균형은 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하는 경우와 펀드매니저 2가 공모펀드를 운용하는 경우 두 가지이다. 그러므로 각각의 경우에 대해 투자자의 효용극대화 문제를 풀면, 개별 투자자의 공모펀드 또는 사모일임 투자규모 x_i는 운용보수율 f_i와 위험자산 투자비중 $a_i(j) \in (0,1),\ i=b,s$의 함수로 표현된다. 즉, $x_i = x_i(f_i, a_i(j)), i=b,s$이다. 여기서 j는 펀드 i를 운용하는 펀드매니저 j를 지칭한다. (2) 개별 펀드매니저 입장에서 보면, 펀드규모는 투자자의 수와 자신이 선택하는 투자전략 즉, 위험자산 투자비중에 따라 $n_i x_i(f_i, a_i(j)), i=b,s,\ n_b=1, n_s=n$로 결정된다. 따라서, 펀드매니저 j는 x_i의 함수가 주어졌다고 가정하고 자신이 운용하는 펀드의 기대수익을 극대화하는 최적 위험자산 투자비중 $a_i^*(j),\ i=b,s$를 결정한다. (3) 마지막으로 자산운용회사는 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하는 경우와 펀드매니저 2가 공모펀드를 운용하는 경우 얻게 되는 기대운용보수금액을 비교하여 공모펀드와 사모일임을 운용하는 펀드매니저를 결정한다.

가) 투자자의 펀드투자규모 결정

먼저 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하는 경우를 가정하자. 이 경우 개인투자자는 펀드매니저 1의 운용능력을 알지 못할 뿐만 아니라 사모일임 펀드매니저 2가 기관투자자에게 제시하는 투자전략 $a_s(2)$를 관찰할 수도 없다. 그러므로 개인투자자는 공모펀드 운용보수율 f_b과 투자전략 $a_b(1)$, 그리고 공개정보인 p_m으로 대표되는 위험자산 수익률의 확률분포에 근거하여 기대수익률을 추론할 수밖에 없다. 이 때 개인투자자가 추론하는 공모펀드의 기대수익률 $E[r(a_b(1))|p_m]$은 다음의 (식 Ⅳ-3)과 같다. 이에 반해 기관투자자는 사모일임 펀드매니저 2의 운용능력을 알고 있으

므로 사모일임의 기대수익률 $E[r(a_s(2))|p_2]$는 (식 Ⅳ-4)와 같다.

$$E[r(a_b(1))|p_m] = \triangle\pi_p(p_m)a_b(1),\ p_m = 0.5 \quad \text{(식 Ⅳ-3)}$$

$$E[r(a_s(2))|p_2] = \triangle\pi_p(p_2)a_s(2),\ p_2 > 0.5 \quad \text{(식 Ⅳ-4)}$$

$$\triangle\pi_p(p_j) \equiv p_j\pi_H - (1-p_j)\pi_L, j = m,2$$

그런데 펀드매니저 1이 위험자산 투자 시 고수익을 얻을 확률은 시장의 확률 $p_m = 0.5$보다 작은 p_1이다. 이는 개인투자자가 추론하는 공모펀드의 기대수익률 $E[r(a_b(1))|p_m]$이 실제 기대수익률 $E[r(a_b(1))|p_1]$보다 크다는 것을 시사한다. 즉, 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하면 개인투자자는 공모펀드의 기대수익률을 과대평가하게 되는 것이다. 그 결과 개인투자자는 펀드매니저 1의 운용능력에 비해 과도한 금액을 공모펀드에 투자하게 된다. 이는 (식 Ⅳ-2)에서 보듯이 투자자는 기대수익률이 높을수록 더 많은 금액을 투자하기 때문이다. 따라서 개인투자자가 펀드매니저 1의 운용능력을 모를 때 투자하는 금액을 $x_b(f_b, a_b(1)|p_m)$, 알고 투자하는 금액을 $x_b(f_b, a_b(1)|p_1)$라 하면, $x_b(f_b, a_b(1)|p_m) \geq x_b(f_b, a_b(1)|p_1)$, $p_1 \leq p_m$이 성립한다. 반면, 기관투자자 1인당 투자금액은 펀드매니저 2의 운용능력을 정확하게 반영한 $x(f_s, a_s(2)|p_2)$이다. 이 경우 개인투자자의 공모펀드 투자금액 $x_b(f_b, a_b(1)|p_m)$과 기관투자자의 1인당 사모일임 투자금액 $x_s(f_2, a_2|p_2)$는 다음의 (식 Ⅳ-5)~(식 Ⅳ-6)과 같다.[45]

45) 위험자산 투자비중 $a_i(j)$와 p_j가 주어졌을 때 펀드 i의 기대수익률과 분산은 각각 $E[r(a_i(j))|p_j] = \triangle\pi_p(p_j)a_i(j)$, $V[r(a_i(j))|p_j] = p_j(1-p_j)(\pi_H+\pi_L)^2a_i^2(j)$이다. 이 식과 (식 Ⅳ-3), (식 Ⅳ-4)을 (식 Ⅳ-2)에 대입하면 (식 Ⅳ-5)와 (식 Ⅳ-6)을 구할 수 있다.

$$x_b(f_b, a_b(1)|p_m) = \frac{(1-f_b)\triangle\pi_p(p_m)a_b(1) - f_b}{\gamma_b(1-f_b)^2 p_m(1-p_m)(\pi_H+\pi_L)^2 a_b^2(1)} \quad \text{(식 Ⅳ-5)}$$

$$x_s(f_s, a_s(2)|p_2) = \frac{(1-f_s)\triangle\pi_p(p_2)a_s(2) - f_s}{\gamma_s(1-f_s)^2 p_2(1-p_2)(\pi_H+\pi_L)^2 a_s^2(2)} \quad \text{(식 Ⅳ-6)}$$

$$\triangle\pi_p(p_j) \equiv p_j\pi_H - (1-p_j)\pi_L, j = m, 2$$

이번에는 펀드매니저 2가 공모펀드를 운용하는 경우를 가정하자. 이 경우에도 개인투자자는 펀드매니저 2의 운용능력을 알 수 없으므로 개인투자자가 추론하는 공모펀드의 기대수익률 $E[r(a_b(2))|p_m]$은 (식 Ⅳ-7)과 같다. 하지만 앞선 경우와는 달리 펀드매니저 2는 운용능력이 뛰어난 펀드매니저이므로 개인투자자는 펀드매니저의 운용능력을 과소평가하게 된다. 그 결과 개인투자자의 펀드투자규모 $x_b(f_b, a_b(2)|p_m)$는 개인투자자 역시 펀드매니저의 운용능력을 알 때 선택하는 펀드투자규모 $x_b(f_b, a_b(2)|p_2)$보다 작게 된다. 즉 $x_b(f_b, a_b(2)|p_m) < x_b(f_b, a_b(2)|p_2)$이다. 반면, 기관투자자는 펀드투자규모 결정과정에서 펀드매니저 1의 운용능력을 알 수 있으므로 사모일임의 기대수익률 $E[r(a_s(1))|p_1]$은 (식 Ⅳ-8)과 같다. 이에 따라 기관투자자의 1인당 펀드투자규모는 펀드매니저 1의 운용능력을 정확하게 반영한 $x_s(f_s, a_s(1)|p_1)$이 된다. 앞선 경우와 마찬가지로 평균-분산 효용함수를 가정하면, 개인투자자와 기관투자자의 1인당 펀드투자규모 $x_b(f_b, a_b(2)|p_m)$과 $x_s(f_s, a_s(1)|p_1)$는 (식 Ⅳ-9)~(식 Ⅳ-10)와 같다.

$$E[r(a_b(2))|p_m] = \triangle\pi_p(p_m)a_b(2), \; p_m = 0.5 \quad \text{(식 Ⅳ-7)}$$

$$E[r(a_s(1))|p_1] = \triangle\pi_p(p_1)a_s(1), \; p_1 < 0.5 \quad \text{(식 Ⅳ-8)}$$

$$x_b(f_b, a_b(2)|p_m) = \frac{(1-f_b)\triangle\pi_p(p_m)a_b(2) - f_b}{\gamma_b(1-f_b)^2 p_m(1-p_m)(\pi_H+\pi_L)^2 a_b^2(2)} \quad \text{(식 Ⅳ-9)}$$

$$x_s(f_s, a_s(1)|p_1) = \frac{(1-f_s)\triangle\pi_p(p_1)a_s(1) - f_s}{\gamma_s(1-f_s)^2 p_1(1-p_1)(\pi_H+\pi_L)^2 a_s^2(1)} \qquad \text{(식 Ⅳ-10)}$$

$$\triangle\pi_p(p_j) \equiv p_j\pi_H - (1-p_j)\pi_L, j = m,1$$

나) 펀드매니저의 투자전략

앞선 경우와 마찬가지로 우선 펀드매니저 1이 공모펀드를, 펀드매니저 2가 사모일임을 운용하는 경우를 보면 다음과 같다. 이 경우 공모펀드와 사모일임의 펀드투자규모 $x_b(f_b, a_b(1)|p_m)$, $x_s(f_s, a_s(2)|p_2)$는 (식 Ⅳ-5)~(식 Ⅳ-6)과 같다. 그러면 개별 펀드매니저는 다음의 최적화문제로부터 위험자산 투자비중 $a_b^*(1)$, $a_s^*(2)$을 결정한다. 그 결과는 (식 Ⅳ-11)~(식 Ⅳ-12)와 같다.

$$a_b^*(1) = \arg\max f_b x_b(f_b, a_b(1)|p_m)(1 + E[r(a_b(1))|p_1])$$

$$a_s^*(2) = \arg\max f_s n x_s(f_s, a_s(2)|p_2)(1 + E[r(a_s(2))|p_2])$$

$$a_b^*(1) = \frac{2f_b}{(1-(1+\triangle\pi_p(p_1)/\triangle\pi_p(p_m))f_b)\triangle\pi_p(p_m)} \qquad \text{(식 Ⅳ-11)}$$

$$a_s^*(2) = \frac{2f_s}{(1-2f_s)\triangle\pi_p(p_2)} \qquad \text{(식 Ⅳ-12)}$$

$$\triangle\pi_p(p_j) \equiv p_j\pi_H - (1-p_j)\pi_L, j = m,1,2$$

이 경우 기관투자자는 펀드매니저의 운용능력을 알고 있으므로 펀드매니저 2가 선택한 위험자산 투자비중 $a_s^*(2)$는 기관투자자의 기대수익률에 부합한다. 반면, 공모펀드의 경우에는 개인투자자가 펀드매니저의 운용능력을 모르기 때문에 펀드매니저 1의 위험자산 투자비중 $a_b^*(1)$는 개인투자자의 기대수익률과 부합하지 않는다. 이에 따라 공모펀드의 경우에는 개

인투자자의 기대보다 위험자산에 과소 또는 과잉 투자할 가능성이 있다. 그 양상을 보기 위해 개인투자자 역시 공모펀드를 운용하는 펀드매니저 1의 운용능력을 안다고 가정하자. 그러면, 개인투자자의 펀드투자규모는 $x_b(f_b, a_b(1)|p_1)$이므로 펀드매니저 1의 최적 위험자산 투자비중 (식 Ⅳ-13)와 같이 $a_b^0(1)$이며, $a_b^*(1)$와 $a_b^0(1)$의 관계는 (식 Ⅳ-14)과 같다.[46]

$$a_b^0(1)=\frac{2f_b}{(1-2f_b)\triangle\pi_p(p_1)},\ \triangle\pi_p(p_1)\equiv p_1\pi_H-(1-p_1)\pi_L \qquad \text{(식 Ⅳ-13)}$$

$$a_s^*(2)<a_b^*(1)\leq a_b^0(1),\ \text{등호는 } p_1=p_m=0.5\text{일 때 성립} \qquad \text{(식 Ⅳ-14)}$$

이로부터 운용능력이 떨어지는 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용할 때 발생하는 문제점은 다음과 같다. 우선, $p_1<0.5$이면, 펀드매니저 1이 선택하는 위험자산 투자비중 $a_b^*(1)$은 자신의 능력이 알려졌을 때 선택하는 위험자산 투자비중 $a_b^0(1)$보다 작게 나타난다. 즉, $p_1<0.5$이면 과소투자 문제가 발생한다. 이는 펀드매니저 1이 자신의 운용능력에 비해 더 많은 투자금액을 운용하게 되므로 수익률의 변동성을 낮춰 공모펀드에서 얻는 운용보수를 극대화하기 때문이다.[47] 또한, 개인투자자는 애초에 공모펀드에서 기대했던 수익률보다 낮은 수익률을 얻을 가능성이 높다.[48] 한편,

---

46) 한편, $f_b>f_s$, $p_1\leq p_m<p_2$이므로 $a_s^*(2)<a_b^*(1)\leq a_b^0(1)$의 관계도 도출할 수 있다. 이는 펀드매니저 2는 운용능력이 뛰어나므로 위험자산에 적게 투자하더라도 기관투자자의 기대에 부응하는 수익률을 얻을 수 있음을 의미한다.

47) 앞서 살펴본 바와 같이 $x_b(f_b, a_b(1)|p_m)\geq x_b(f_b, a_b(1)|p_1)$, $p_1\leq p_m=0.5$이다. 즉, 펀드매니저의 운용능력을 모르는 개인투자자는 펀드매니저 1의 실제 운용능력에 비해 과도한 금액을 투자하게 된다. 그 결과 위험자산 투자비중이 $a_b^*(1)$일 때 개인투자자는 $x_b(f_b, a_b^*(1)|p_m)$만큼의 금액을 투자한다. 다만, 이 펀드투자규모는 투자전략이 $a_b^0(1)$일 때의 펀드투자규모 $x_b(f_b, a_b^0(1)|p_m)$보다 작다.

48) 개인투자자가 생각하는 기대수익률은 $E[r(a_b^*(1))|p_m]=\triangle\pi_p(p_m)a_b^*(1)$이다. 그러나 펀드매니저 1의 운용능력을 감안한 기대수익률은 $E[r(a_b^*(1))|p_m]=\triangle\pi_p(p_1)a_b^*(1)$이다. $p_1\leq p_m=0.5$이므로 $\triangle\pi_p(p_m)\geq\triangle\pi_p(p_1)$이 성립, 공모펀드의 기대수익률은

$p_1 = 0.5$이면, $a_b^*(1)$가 $a_b^0(1)$와 일치하기 때문에 적어도 $p_1 < 0.5$인 경우처럼 과소투자 문제가 발생하지는 않는다. 펀드수익률 역시 시장수익률과 일치한다. 하지만, 개인투자자가 얻는 실제 수익률은 여기에서 운용보수를 차감하므로 시장 수익률을 밑돌 수밖에 없다.

펀드매니저 2가 공모펀드를, 펀드매니저 1은 사모일임을 운용하는 경우를 보면 다음과 같다. 이 경우 공모펀드와 사모일임의 펀드투자규모는 각각 $x_b(f_b, a_b(2)|p_m)$, $x_s(f_s, a_s(1)|p_1)$로 결정된다. 따라서, 앞선 경우와 마찬가지로 최적화문제에서 도출되는 위험자산 투자비중 $a_b^*(2)$와 $a_s^*(1)$는 (식 Ⅳ-15)~(식 Ⅳ-16)과 같다. 이 경우 역시 개인투자자가 펀드매니저의 운용능력을 알지 못하므로 개인투자자의 기대수익률과 공모펀드의 위험자산 투자비중 $a_b^*(2)$은 부합하지 않는다. 만일 개인투자자가 펀드매니저 2의 운용능력을 알고 있다면, 펀드매니저 2가 선택하는 최적 위험자산 투자비중 $a_b^0(2)$는 (식 Ⅳ-17)과 같다. 이를 $a_b^*(2)$와 비교하면, 앞선 경우와는 달리 $a_b^0(2)$가 $a_b^*(2)$보다 작게 나타난다.

$$a_b^*(2) = \arg\max f_b x_b(f_b, a_b(2)|p_m)(1 + E[r(a_b(2))|p_2])$$

$$a_s^*(1) = \arg\max f_s n x_s(f_s, a_s(1)|p_1)(1 + E[r(a_s(1))|p_1])$$

$$a_b^*(2) = \frac{2f_b}{(1-(1+\triangle\pi_p(p_2)/\triangle\pi_p(p_m))f_b)\triangle\pi_p(p_m)} \quad \text{(식 Ⅳ-15)}$$

$$a_s^*(1) = \frac{2f_s}{(1-2f_s)\triangle\pi_p(p_1)} \quad \text{(식 Ⅳ-16)}$$

$$\triangle\pi_p(p_j) \equiv p_j\pi_H - (1-p_j)\pi_L, j = m, 1, 2$$

따라서 펀드매니저 2는 공모펀드 운용 시 개인투자자가 자신의 능력을

개인투자자가 판단하는 기대수익률보다 낮다.

알 때보다 위험자산에 더 많이 투자하는 전략 $a_b^0(2)$를 투자자에게 제시한다. 즉, 이번에는 과잉투자 문제가 발생한다. 이는 펀드매니저 2가 자신의 능력이 실제보다 과소평가를 받으므로 더 많은 투자를 유치하기 위해 기대수익률이 높은 전략을 선택하기 때문이다. 그 결과 공모펀드 수익률의 변동성은 개인투자자가 펀드매니저 2의 운용능력을 알 때보다 더 커지게 된다. 그럼에도 불구하고 유능한 펀드매니저 2가 공모펀드를 운용하면, 개인투자자가 생각했던 것보다는 수익률의 변동성이 낮을 뿐만 아니라[49] 기대수익률 자체도 높아진다.[50] 이에 따라 개인투자자가 실제로 얻는 공모펀드 수익률은 애초에 기대했던 것보다 높을 가능성이 있다. 한편, 사모일임의 경우에는 정보비대칭 문제가 없으므로 펀드매니저 1이 사모일임을 운용하더라도 과소 또는 과잉투자 문제는 발생하지 않는다.

$$a_b^0(2)=\frac{2f_b}{(1-2f_b)\triangle\pi_p(p_2)},\ \triangle\pi_p(p_2)\equiv p_2\pi_H-(1-p_2)\pi_L \qquad \text{(식 Ⅳ-17)}$$

$$a_b^0(2)<a_b^*(2) \qquad \text{(식 Ⅳ-18)}$$

다) 자산운용회사의 펀드매니저 배치 결정

펀드매니저 j가 i 유형 펀드를 운용할 때 자산운용회사가 얻는 기대운용보수를 $\Pi_i^*(j), i=b,s, j=1,2$라고 하면, $\Pi_b^*(j)$와 $\Pi_s^*(j)$는 (식 Ⅳ-19),

---

49) 펀드매니저 2가 공모펀드를 운용하더라도 개인투자자 입장에서 공모펀드 수익률의 변동성은 $p_m(1-p_m)(\pi_H+\pi_L)^2a_b^2(2)$이다. 반면, 펀드매니저 2 입장에서는 공모펀드 수익률의 변동성이 $p_2(1-p_2)(\pi_H+\pi_L)^2a_b^2(2)$이다. $p_2>p_m=0.5$이므로 펀드매니저 2가 위험자산의 비중을 다소 늘리더라도 공모펀드 수익률의 변동성은 여전히 개인투자자가 생각하는 것보다 낮다.

50) 이 경우 개인투자자가 생각하는 기대수익률은 $E\left[r\left(a_b^*(2)\right)|p_m\right]=\triangle\pi_p(p_m)a_b^*(2)$이다. 반면, 펀드매니저 2의 기대수익률은 $E\left[r\left(a_b^*(2)\right)|p_2\right]=\triangle\pi_p(p_2)a_b^*(2)$이다. $p_2>p_m=0.5$이므로 $\triangle\pi_p(p_2)>\triangle\pi_p(p_m)$이 성립, 공모펀드의 기대수익률은 개인투자자가 판단하는 기대수익률보다 높아진다.

(식 Ⅳ-20)과 같다. 자산운용회사는 $\Pi_b^*(1)+\Pi_s^*(2)$와 $\Pi_b^*(2)+\Pi_s^*(1)$의 크기를 비교하여 공모펀드와 사모일임을 운용할 펀드매니저를 결정한다.

$$\Pi_b^*(j)= f_b x_b\left(f_b, a_b^*(j)|p_m\right)\left(1+E\left[r\left(a_b^*(j)\right)|p_j\right]\right),\ j=1,2$$

$$\Pi_b(j)= \frac{\triangle\pi_p^2(p_m)-\left(\triangle\pi_p(p_m)-\triangle\pi_p(p_j)\right)^2 f_b^2}{4\gamma_b(1-f_b)^2 p_m(1-p_m)(\pi_H+\pi_L)^2},\ j=1,2 \qquad \text{(식 Ⅳ-19)}$$

$$\Pi_s^*(j)= f_s n x_s\left(f_s, a_s^*(j)|p_j\right)\left(1+E\left[r\left(a_s^*(j)\right)|p_j\right]\right),\ j=1,2$$

$$\Pi_s(j)= \frac{n\triangle\pi_p^2(p_j)}{4\gamma_s(1-f_s)^2 p_j(1-p_j)(\pi_H+\pi_L)^2},\ j=1,2 \qquad \text{(식 Ⅳ-20)}$$

$$\triangle\pi_p(p_i)\equiv p_i\pi_H-(1-p_i)\pi_L, i=1,2,m$$

우선, 분석의 편의상 공모펀드에 한정하여 누가 공모펀드를 운용하는 것이 자산운용회사에게 유리한지 살펴보면 다음과 같다. (식 Ⅳ-19)를 이용하면, $p_1 \le 0.5 < p_2$이므로 (식 Ⅳ-21)과 같은 조건을 도출할 수 있다.[51] 이 조건으로부터 공모펀드만을 놓고 보면, 자산운용사의 펀드매니저 배치결정은 펀드매니저의 운용역량의 차이에 따라 달라짐을 알 수 있다. 이는 <그림 Ⅳ-1>에서 확인할 수 있다.

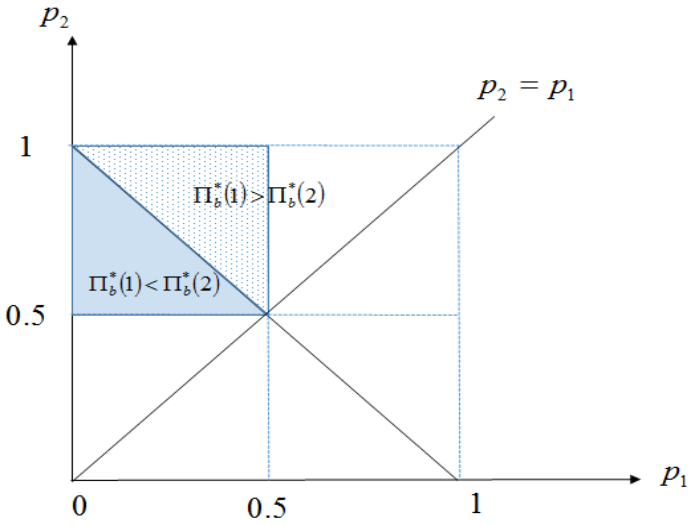
$$p_2 \ge 1-p_1 \Leftrightarrow \Pi_b^*(1) \ge \Pi_b^*(2) \qquad \text{(식 Ⅳ-21)}$$

<그림 Ⅳ-1>에서 보듯이 자산운용회사 입장에서는 펀드매니저 1이 위험자산에 투자하여 고수익을 얻을 확률이 낮을수록($p_1 \to 0$) 펀드매니저 2가 공모펀드를 운용하는 것이 유리하다. 이는 펀드매니저 1의 운용능력이

51) 보다 구체적으로는 $\Pi_b^*(1)-\Pi_b^*(2)=\frac{(1-p_1-p_2)(p_1-p_2)f_b^2}{4\gamma_b(1-f_b)^2 p_m(1-p_m)}$의 식이 성립한다.

낮을수록 위험자산 투자비중이 과도하게 낮아져서 자산운용회사 입장에서는 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용할 경우 투자금액 1단위당 기대운용보수 수입이 지나치게 떨어지기 때문이다. 반면, 펀드매니저 1이 시장 평균수익률을 얻을 수 있는 가능성이 높아질수록($p_1 \rightarrow 0.5$) 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하는 것이 자산운용회사 입장에서는 유리하다. 특히, 이 경우 $p_1 = 0.5$ 즉, 펀드매니저 1이 시장 평균수익률을 얻을 수 있다면 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하는 것이 자산운용사에게 항상 유리하다. 또한, 펀드매니저 1이 시장 평균수익률을 상회할 수 있다 하더라도 펀드매니저 2에 비해 운용능력이 떨어지는 한 펀드매니저 1이 공모펀드를 운용하는 것이 자산운용사에게 유리하다.[52]

<그림 Ⅳ-1> 공모펀드 기대운용수입 비교



주: $0 < p_1 \leq 0.5 < p_2 < 1$의 조건이 성립하며, $\Pi_b^*(j)$는 펀드매니저 j가 공모펀드를 운용할 때 자산운용회사가 공모펀드로부터 얻는 균형 기대운용보수를 의미

52) 이 경우의 조건은 $p_1 > 0.5, p_1 < p_2$이다.

이번에는 사모일임의 경우를 보자. (식 Ⅳ-20)로부터 (식 Ⅳ-22)과 같이 펀드매니저 2가 사모일임을 운용하게 되는 조건을 도출할 수 있다. 이를 보다 세분화하면, (식 Ⅳ-23)과 같이 표현할 수 있다.[53] 그리고 이 조건은 <그림 Ⅳ-2>에서 보다 쉽게 확인할 수 있다.

$$p_2 \geq \frac{(1-p_1)\pi_L^2}{(\pi_H^2-\pi_L^2)p_1+\pi_L^2} \Leftrightarrow \Pi_s^*(2) \geq \Pi_s^*(1) \qquad \text{(식 Ⅳ-22)}$$

$$\Pi_s^*(2) \geq \Pi_s^*(1) \Leftrightarrow \text{(i)}\ \frac{\pi_L^2}{\pi_H^2+\pi_L^2} \leq p_1 \leq \frac{1}{2}\ \text{또는}$$

$$\text{(ii)}\ p_1 < \frac{\pi_L^2}{\pi_H^2+\pi_L^2},\ \frac{(1-p_1)\pi_L^2}{(\pi_H+\pi_L)(\pi_H-\pi_L)p_1+\pi_L^2} \leq p_2 < 1 \qquad \text{(식 Ⅳ-23)}$$

자산운용회사 입장에서는 p_1, p_2 두 변수가 (식 Ⅳ-23)의 두 조건을 만족한다면 운용능력이 뛰어난 펀드매니저 2가 사모일임을 운용하는 것이 유리하다. 그 이유는 다음과 같다. 우선, 펀드매니저의 투자전략 $a_s^*(2)$와 $a_s^*(1)$으로부터 누가 사모일임을 운용하더라도 사모일임이 기관투자자에게 제시하는 기대수익률은 동일함을 알 수 있다.[54] 그런데 펀드매니저의 운용능력을 알고 있는 기관투자자 입장에서는 펀드매니저 2가 사모일임을 운용할 경우 수익률의 변동성이 낮아지기 때문에 더 많은 금액을 투자하게 된다. 그러므로 자산운용회사는 운용능력이 뛰어난 펀드매니저 2가 사모일임을 운용할 때 더 많은 운용보수를 얻을 수 있다. 한편, p_1, p_2 두

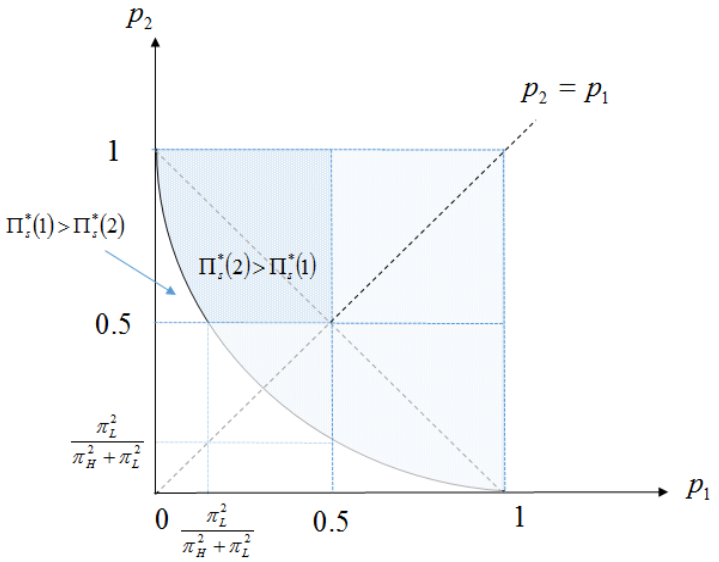
---

53) $\lambda \equiv \frac{\pi_L}{\pi_H+\pi_L}$라고 정의하면, (식 Ⅳ-20)으로부터 다음과 같은 식이 도출된다. $\Pi_s^*(2)-\Pi_s^*(1)=\frac{n}{4\gamma_s(1-f_s)^2}\left[\frac{(p_2-\lambda)^2}{p_2(1-p_2)}-\frac{(p_1-\lambda)^2}{p_1(1-p_1)}\right]$. 이를 다시 재정리하면, (식 Ⅳ-22)와 같다.

54) $E[r(a_s(2))|p_2]=E[r(a_s(1))|p_1]=2f_s/(1-2f_s)$로 동일하다.

변수가 (식 Ⅳ-22)의 조건을 만족하지 않는다면, 자산운용회사 입장에서는 펀드매니저 1이 사모일임을 운용하는 것이 낫다.

<그림 Ⅳ-2> 사모일임 기대운용수입 비교



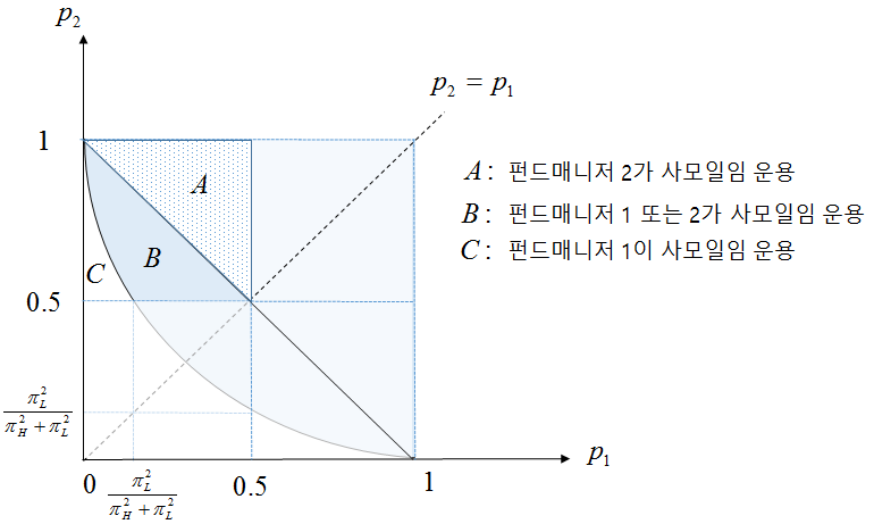
주: $0 < p_1 \leq 0.5 < p_2 < 1$의 조건이 성립하며, $\Pi_s^*(j)$는 펀드매니저 j가 사모일임을 운용할 때 자산운용회사가 공모펀드로부터 얻는 균형 기대운용보수를 의미

이상의 논의를 종합하면 자산운용회사의 펀드매니저 배치 균형전략은 <그림 Ⅳ-3>과 같다. 우선, 펀드매니저의 운용능력을 나타내는 p_1, p_2가 (식 Ⅳ-21)의 $p_2 \geq 1-p_1$의 조건을 충족하면 즉, 자산운용회사의 전반적인 운용역량이 우수하면 자산운용회사는 항상 운용능력이 뛰어난 펀드매니저 2에게 사모일임의 운용을 맡기게 된다.[55] 더군다나 이 균형은 펀드

55) $p_2 \geq 1-p_1$는 $\frac{p_1+p_2}{2} \geq 0.5$로 표현할 수 있다. 이는 두 펀드매니저가 동일 규모의 펀드를 운용할 때 얻을 수 있는 기대수익률이 시장의 기대수익률을 상회함을 의미한다.

매니저 1이 시장 평균수익률 이상을 얻을 수 있다 하더라도 펀드매니저 2에 비해 운용능력이 떨어지는 한 성립한다. 이 균형은 <그림 Ⅳ-3>에서 A 영역에 해당한다.

<그림 Ⅳ-3> 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정



주: $0 < p_1 \leq 0.5 < p_2 < 1$의 조건이 성립하며, B 영역의 경우 기관투자자의 수와 사모일임의 운용보수율이 커질수록 펀드매니저 2가 사모일임을 운용

그런데 p_1, p_2 두 변수가 <그림 Ⅳ-3>의 B 영역에 속한다면, 공모펀드와 사모일임 모두 펀드매니저 2가 운용하는 것이 자산운용회사에 유리하다.[56] 따라서, 이 경우에는 개별 상품에 한정해서는 누가 사모일임을 운용하는 것이 더 나은지 판단할 수 없다. 이에 자산운용회사는 추가적으로 (식 Ⅳ-24)와 같이 종합적인 기대운용보수 비교를 통해 펀드매니저 배치를 결정하게 된다. 이에 따르면, 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정은

56) 이는 $p_2 < 1-p_1$, $\frac{(1-p_1)\pi_L^2}{(\pi_H^2-\pi_L^2)p_1+\pi_L^2} \leq p_2 < 1-p_1$ 두 조건이 성립하는 경우이다.

운용능력뿐만 아니라 기관투자자의 투자여력(n), 사모일임의 운용보수율(f_s) 등에 의해서도 결정된다.[57] 즉, 기관투자자의 투자규모가 커질수록, 사모일임의 운용보수율이 커질수록 또는 공모펀드의 운용보수율이 낮을수록 운용능력이 뛰어난 펀드매니저 2가 사모일임을 운용할 가능성이 높은 것이다. 물론 이들 변수값에 따라 운용능력이 떨어지는 펀드매니저 1이 사모일임을 운용할 가능성도 있다. 그러므로 이는 자산운용회사 입장에서 사모일임의 중요성이 높아질수록 자산운용회사는 자사의 수익을 극대화하기 위해 운용능력이 뛰어난 펀드매니저를 사모일임에 배치할 것임을 시사한다. 이는 동시운용의 효과를 실증분석한 기존 문헌의 결과와도 부합한다. 이 균형은 <그림 Ⅳ-3>에서 B 영역에 해당한다. 마지막으로 p_1, p_2 두 변수가 <그림 Ⅳ-3>의 C 영역에 속한다면, 펀드매니저 1이 사모일임을 운용하게 된다.

$$\Pi_b^*(1)+\Pi_s^*(2) \geq \Pi_b^*(2)+\Pi_s^*(1) \quad \Leftrightarrow \qquad \text{(식 Ⅳ-24)}$$

$$n\frac{\gamma_b}{\gamma_s}\left[\frac{1-f_b}{f_b(1-f_s)}\right]^2 \geq \frac{4p_1p_2(1-p_1)(1-p_2)(1-p_1-p_2)}{\left((1-2\lambda)p_1+\lambda^2\right)p_2-(1-p_1)\lambda}, \ \lambda \equiv \frac{\pi_L}{\pi_H+\pi_L}$$

나. 공모펀드와 사모일임 동시운용에 따른 이해상충 가능성

1) 이해상충의 요인 및 양상

이상 이론모형을 통해 공모펀드와 사모일임을 모두 운용하고 있는 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정과 펀드매니저의 투자전략에 대해 살펴보았다. 이론모형의 주요 결론은 다음과 같다.

57) 이외에도 투자자의 분산기피도 역시 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정에 영향을 미치는 변수이다. 다만, 개인투자자와 기관투자자의 위험회피성향이 동일하다면 그렇지 않다.

펀드매니저 간 운용능력의 차이가 일정 수준 이상 나게 되면 유능한 펀드매니저는 사모일임을, 그렇지 않은 펀드매니저는 공모펀드를 운용하게 된다. 만일 펀드매니저 간 운용능력의 차이가 그리 크지 않다면 기관투자자의 투자여력이 커질수록, 사모일임의 운용보수율이 높을수록, 공모펀드의 운용보수율이 낮을수록 유능한 펀드매니저가 사모일임을 운용하게 된다. 이 경우 공모펀드를 운용하는 펀드매니저는 위험자산에 과소투자를 하게 되고, 이에 따라 공모펀드 투자자의 수익률은 기관투자자는 물론 시장 평균수익률에도 못 미칠 가능성이 높다. 그리고 이러한 경향성은 사모일임 시장이 커질수록 심화될 가능성이 높다. 즉, 공모펀드와 사모일임을 모두 운용하고 있는 자산운용회사가 자신의 경제적인 유인체계에 따라 수익성이 높은 사모일임에 인적·물적 자원을 집중 배치하면 공모펀드 투자자가 손해를 볼 수 있는 것이다.

이론모형의 핵심 가정은 1) 펀드매니저의 운용능력이 상이하고, 2) 기관투자자와는 달리 개인투자자는 펀드매니저의 운용능력을 모른다는 것이다. 공모펀드 시장에서 동시운용 효과로 인해 이해상충이 발생하는 원인을 파악하기 위해서는 이 가정들을 되짚어볼 필요가 있다. 이를 완화하면, 다음 세 가지 경우가 가능하다. 첫째, 펀드매니저의 운용능력이 동일하고, 개인투자자 역시 펀드매니저의 운용능력을 아는 경우이다. 둘째, 펀드매니저의 운용능력은 동일하나, 개인투자자가 펀드매니저의 운용능력을 모르는 경우이다. 셋째, 펀드매니저의 운용능력은 상이하나, 개인투자자가 이를 아는 경우이다.

첫 번째의 경우에는 동질적인 펀드매니저와 완전정보를 가정하고 있으므로 동시운용에 따른 이해상충 문제가 발생하지 않는다. 두 번째 경우에는 이론모형에서 살펴본 바와 같이 개인투자자의 기대 여하에 따라 여전히 공모펀드 시장에서 과소투자 또는 과잉투자 문제가 발생할 수 있다. 이 중 개인투자자와 펀드매니저의 이해가 갈리는 부분은 과소투자 문제로, 개인투자자의 기대에 못 미치는 펀드매니저가 공모펀드를 운용할 때 발생한다. 하지만, 이는 공모펀드 시장에 내재된 정보비대칭성에서 발생하는 문제이지, 공모펀드와 사모일임 동시운용으로 인해 발생하는 문제로

볼 수 없다. 즉, 자산운용회사가 자신의 수익 극대화를 위해 공모펀드 투자자를 홀대한 결과로 보기는 어려운 것이다.

세 번째의 경우는 이와 다르다. 이 경우 공모펀드 시장을 보면, 개인투자자가 펀드매니저의 운용능력에 부합하는 투자규모를 결정하고, 펀드매니저는 개인투자자의 기대에 부응하는 투자전략을 선택한다. 따라서, 적어도 공모펀드 운용 이후에는 투자자와 펀드매니저 간 이해상충이 발생하지 않는다. 하지만, 자산운용회사의 펀드매니저 배치결정에서 자산운용회사는 운용능력이 뛰어난 펀드매니저를 사모일임에만 배치할 가능성이 높다. 특히, 기관투자자의 투자여력이나 사모일임의 운용보수율이 높아질수록 더욱 그러하다. 이에 따라 공모펀드 투자자는 상대적으로 고수익을 얻을 기회 자체를 얻기 어려워질 수 있다.

이런 점에서 보면, 펀드매니저 운용능력에 대한 정보비대칭이 없는 경우에도 자산운용회사가 수익성이 높은 사모일임에만 운용능력이 뛰어난 펀드매니저를 배치한 결과 공모펀드 시장에서 동시운용 효과 즉, 동시운용에 따른 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 사실 이론모형은 이 세 번째 경우에 정보비대칭 문제를 추가한 것이다. 그리고 이론모형에서 살펴본 바와 같이 개인투자자의 공모펀드 투자 수익률은 정보비대칭 문제로 인한 과소투자로 더욱 악화될 수 있다. 따라서 동시운용 효과는 펀드매니저 간 운용능력의 차이가 존재할 때 자산운용회사의 경제적인 유인체계와 공모펀드 시장의 정보비대칭성 문제가 결합함으로써 더욱 심화된다.

2) 투자정보 공유의 파급효과(spillover effect) 가능성 검토

앞 절에서 살펴본 이론모형에 암묵적으로 전제되어 있는 가정은 두 펀드매니저가 동일한 유형의 펀드를 운용함에도 불구하고 다른 펀드매니저의 투자전략에 아무런 영향을 받지 않는다는 것이다. 그 결과 운용능력이 떨어지는 펀드매니저 1이 기대수익률을 높이기 위해서는 자체적인 노력 또는 리서치 등을 통해 운용역량을 강화할 수밖에 없다. 그런데 이 방법은 시간과 비용이 소요되기 때문에 이 펀드매니저가 단기간에 운용능력을

키우는 것은 쉽지 않다.

하지만, 펀드매니저 1이 자산운용회사 내부 회의 및 정보교환 등을 통해 펀드매니저 2의 투자정보 또는 리서치 정보를 알 수 있다면 사정은 달라진다. 펀드매니저 1의 입장에서는 이를 통해 운용역량 개선은 차치하더라도 적어도 자신이 운용하는 공모펀드의 성과가 개선되는 효과를 기대할 수 있기 때문이다. 따라서 이 경우 펀드매니저 1은 가능한 한 펀드매니저 2가 가지고 있는 사적인 투자정보를 알아내어 이를 공모펀드 운용에 활용하려고 한다. 즉, 펀드매니저 1은 투자정보 공유를 통해 자신이 운용하는 공모펀드 성과에 긍정적인 외부성(externality) 또는 파급효과(spillover effect)를 기대하는 것이다.[58]

운용능력이 뛰어난 펀드매니저 2의 입장에서는 자신의 투자정보 또는 리서치 정보를 펀드매니저 1과 공유할 유인이 그리 크지 않다. 특히, 펀드매니저에 대한 보상이나 평가가 다른 펀드매니저의 성과에 영향을 받는 경우에 그러하다. 펀드매니저 2는 투자정보 공유로 인해 자칫 자신이 운용하는 사모일임의 투자수익이나 자신이 받을 보상이 줄어드는 것을 우려할 수 있기 때문이다. 이에 따라 펀드매니저 2는 펀드매니저 1에게 부정확한 정보를 제공하거나, 펀드매니저 1의 유인체계를 감안하여 자신의 투자전략을 변경할 수도 있다. 물론 이러한 외부성이 없다면, 펀드매니저 2가 기꺼이 투자정보를 펀드매니저 1과 공유할 가능성도 있다.

이를 앞선 이론모형에 근거하여 보면 다음과 같다. 투자정보 공유가 가능하고, 개별 펀드매니저의 의사결정이 다음과 같이 이루어진다고 가정하자. 공모펀드를 운용하는 펀드매니저 1은 독자적으로 투자전략 $a_b^*(1)$을 결정('독자결정')하거나, 펀드매니저 2의 투자정보 및 투자전략을 관찰한 후 자신의 투자전략 $\widetilde{a_b}(1) \in (0,1)$을 결정('정보공유')한다. 사모일임을 운용하는 펀드매니저 2는 독자적으로 선택한 투자전략 $a_s^*(2)$를 고수('독자결정')하

58) 이는 기본적으로 동시운용의 긍정적인 효과를 실증한 Nohel et al.(2010) 및 Chen & Chen(2009)의 연구와 그 맥락을 같이 한다. 다만, 본 연구의 이론모형은 개별 펀드가 아닌 공모펀드와 사모일임과 같은 유형별 펀드그룹을 기초로 하고 있다는 점에서 이들 연구와는 차이가 난다.

거나, 정보공유에 따른 잠재적인 외부성을 우려하여 투자전략을 $\widetilde{a_s}(2)$로 변경('조건부 결정')할 수도 있다. 이처럼 투자정보 공유가 가능할 때 개별 펀드매니저 j가 선택하는 전략에 따른 개별 펀드의 기대운용보수 $\Pi_i(a_i(j)|p_j),\ i=b,s, j=1,2$은 다음의 <표 Ⅳ-1>과 같다.

<표 Ⅳ-1> 투자정보 공유가 가능할 때의 투자전략 균형

조건: $p_1 < \widetilde{p_1} \leq p_2$		사모일임	
		독자결정	조건부 결정
공모 펀드	독자결정	$\left(\Pi_b\left(a_b^*(1)\middle\|p_1\right), \underline{\Pi_s\left(a_s^*(2)\middle\|p_2\right)}\right)$	$\left(\Pi_b\left(a_b^*(1)\middle\|p_1\right), \underline{\Pi_s\left(\widetilde{a_s}(2)\middle\|p_2\right)}\right)$
	정보공유	$\left(\underline{\Pi_b\left(\widetilde{a_b}(1)\middle\|\widetilde{p_1}\right)}, \underline{\Pi_s\left(a_s^*(2)\middle\|p_2\right)}\right)$	$\left(\underline{\Pi_b\left(\widetilde{a_b}(1)\middle\|\widetilde{p_1}\right)}, \underline{\Pi_s\left(\widetilde{a_s}(2)\middle\|p_2\right)}\right)$

주: 균형에서는 $\widetilde{a_s}(2)=a_s^*(2)$가 성립하며, 밑줄은 다른 펀드매니저의 전략이 주어졌을 때 개별 펀드매니저가 선택하는 최적 전략을 의미

우선, 사모일임을 운용하는 펀드매니저 2의 균형전략을 살펴보면 다음과 같다. 만일 펀드매니저 2가 투자전략을 기존 $a_s^*(2)$와는 다른 투자전략으로 변경하면, 펀드매니저의 운용능력을 알고 있는 기관투자자는 이에 대응하여 펀드투자금액을 변경하게 된다. 그런데 사모일임의 경우에는 $a_s^*(2)$가 정보비대칭이 없는 상황에서 선택한 최적 투자전략이므로 펀드매니저 2가 투자전략을 바꾸면 기대운용보수는 줄어들 수밖에 없다.[59] 따라서, 펀드매니저 2는 기존의 투자전략 $a_s^*(2)$을 변경할 유인이 없다. 즉, 펀드매니저 2는 투자정보 공유가 가능하더라도 기존 투자전략을 고수($\widetilde{a_s}(2)= a_s^*(2)$)하고, 사모일임의 기대운용보수 또한 변하지 않는다.

공모펀드를 운용하는 펀드매니저 1의 균형전략은 다음과 같다. 펀드매니저 1은 펀드매니저 2의 투자정보 및 투자전략 $a_s^*(2)$를 관찰한 후 이 정

59) 이 점에서 펀드매니저 2와 자산운용회사의 이해관계가 일치한다.

보가 자신이 운용하는 공모펀드의 수익률 개선에 도움이 된다고 믿는 경우에만 이 정보에 근거하여 투자전략 $\widetilde{a_b}(1)$을 선택한다.[60] 그렇지 않다면 기존의 투자전략 $a_b^*(1)$을 고수한다. 즉, 펀드매니저 1이 자신이 위험자산 투자 시 고수익을 얻을 확률 p_1이 $\widetilde{p_1}$, $p_1 < \widetilde{p_1} \leq p_2$로 커진다고 믿어야 투자전략을 변경하는 것이다. 그리고 이 경우 펀드매니저 1이 선택하는 투자전략 $\widetilde{a_b}(1)$은 $a_b^*(1) < \widetilde{a_b}(1)$의 조건을 충족한다.[61] 고수익을 얻을 확률이 높아지는 만큼 펀드매니저 1은 위험자산 투자비중을 이전보다 늘리게 되는 것이다. 이에 따라 공모펀드의 기대수익률이 높아지므로 개인투자자의 펀드투자금액이 늘어나고, 이에 상응하여 공모펀드의 기대운용보수도 커진다. 따라서 투자정보 공유가 가능할 때 펀드매니저 1이 투자공유로 얻은 정보가 자신의 성과개선에 도움이 된다고 믿으면 펀드매니저 1은 항상 이를 감안하여 투자전략을 결정한다. 이에 따라 공모펀드 시장의 과소투자 문제는 이전보다 완화 또는 해소될 수 있다. 다만, 이 효과는 투자정보 공유에 따른 일시적인 현상인 만큼 투자정보 공유의 결과 펀드매니저 1의 운용역량까지 개선된다고 단언하기는 어렵다.

$$\widetilde{a_b}(1) = \frac{2f_b}{\left(1-\left(1+\triangle\pi_p(\widetilde{p_1})/\triangle\pi_p(p_m)\right)f_b\right)\triangle\pi_p(p_m)},\ p_1 < \widetilde{p_1} \leq p_2 \quad \text{(식 Ⅳ-25)}$$

$$a_b^*(1) < \widetilde{a_b}(1)$$

자산운용회사 또한 펀드매니저 2의 투자정보 또는 운용역량을 활용하여 공모펀드의 투자성과가 개선된다면 굳이 이를 막을 이유도 없다. 자산운용회사의 수익성 측면에서 사모일임이 더 중요할 수는 있지만, 평판이 중요한 자산운용시장의 특성상 공모펀드 역시 소홀히 할 수 없기 때문이다. 더 나아가 이를 통해 펀드매니저의 운용능력이 동일해진다면 공모펀

60) 이는 펀드의 기대운용보수가 $p_i, i=1,2$에 대해 증가함수이기 때문이다.

61) 이는 (식 Ⅳ-11)과 (식 Ⅳ-25)로부터 쉽게 알 수 있다.

드와 사모일임 동시운용에 따른 이해상충 문제도 발생하지 않는다. 물론 이 과정에서 내부자 정보를 활용한 불법적인 거래나 예상치 못한 이해상충문제가 불거질 수도 있다. 이 경우에는 외부성 또는 파급효과가 부정적인 방향으로 나타날 것이므로 자산운용회사 입장에서는 합법적인 테두리 내에서만 이를 장려할 수 있을 것이다.

다. 실증분석을 위한 가설 설정

이상의 논의는 공모펀드 시장에서의 동시운용 효과가 펀드매니저 간 투자정보 공유로 인한 긍정적인 외부성 또는 파급효과를 통해 어느 정도 완화될 수 있음을 시사한다. 이로부터 동시운용 효과와 투자정보 공유의 외부성 또는 파급효과의 존재여부를 검증할 수 있는 방법론의 단서를 찾을 수 있다. 그 구체적인 내용은 다음과 같다.

이론모형에서 펀드의 수익률이나 시장 수익률 대비 초과수익률 등은 펀드매니저의 운용능력과 위험자산 투자비중의 함수로 표현된다. 그런데 위험자산 투자비중은 운용능력이 낮을수록 높아지므로 수익률 또는 초과수익률이 우수하다고 해서 운용능력이 더 뛰어나다고 보기 어렵다. 즉, 이들 값에는 투자전략의 효과가 포함되어 있어서 투자정보 공유의 외부성 또는 파급효과 존재여부를 검증하기가 어렵다. 이와는 달리 펀드 i, $i=b,s$의 투자위험 1단위당 수익을 나타내는 위험조정 성과지표는 다음의 (식 Ⅳ-26)과 같다. 이론모형에서 이 지표는 샤프비율(Sharpe ratio) $SR_i(j)$에 해당한다. $SR_i(j)$는 위험자산 투자비중과는 관계없이 펀드매니저 j의 운용능력을 나타내는 변수인 p_j에 의해 결정되며, p_j가 커질수록 증가한다. 이로부터 다음과 같은 사실을 유추할 수 있다.

$$SR_i(j)=\frac{p_j-\pi_L/(\pi_H+\pi_L)}{\sqrt{p_j(1-p_j)}},\ i=b,s,\ j=1,2 \qquad \text{(식 Ⅳ-26)}$$

첫째, 사모일임 펀드매니저의 운용능력이 더 뛰어나다면 사모일임의 위험조정 성과지표가 공모펀드보다 더 높을 것이다. 둘째, 펀드매니저 간 투자정보 공유에 의한 외부성이 없다면 사모일임의 위험조정 성과지표가 높아지더라도 공모펀드의 위험조정 성과지표는 변하지 않을 것이다. 셋째, 투자정보 공유로 인한 긍정적인 외부성 또는 파급효과가 존재한다면, 공모펀드의 수익률이 개선되는 효과가 있을 것이다. 더 나아가 긍정적인 외부성 또는 파급효과가 강하다면 공모펀드의 위험조정 성과지표도 개선될 것이다. 이 경우 $p_1 = p_1(p_2)$, $p_1' > 0$이 성립한다. 넷째, 투자정보 공유에 의해 부정적인 외부성이 발생한다면, 사모일임의 위험조정 성과지표가 높을수록 공모펀드의 위험조정 성과지표는 낮아질 것이다.

3. 실증분석

이 절에서는 이론모형이 제기하는 동시운용에 따른 문제점이 국내 주식형 시장에서도 나타나는지를 실증적으로 검증한다. 이 절은 크게 두 가지 실증분석으로 구성되어 있다. 첫 번째 분석에서는 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향을 알아본다. 이 분석에서는 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 영향을 분석하여 동시운용 효과 및 투자정보 공유의 파급효과 존재여부를 논의한다. 두 번째 분석에서는 운용능력을 나타내는 위험조정 성과지표에 기초하여 동시운용의 외부성 또는 파급효과로 인해 공모펀드의 운용능력이 개선되는지 알아본다. 그리고 이에 기초하여 첫 번째 분석에서 나타난 투자정보 공유의 파급효과에 대해 논의한다.

가. 자료 및 기초통계량

실증분석에서 사용된 기초자료들은 기본적으로 Ⅲ장에서 소개한 자료

와 동일하다. Ⅲ장에서 설명한 바와 같이 자산운용회사 단위의 자료를 활용했으며, 분석대상 기간은 2011년 12월부터 2016년 3월까지이다. 분석대상은 분석기간 중 국내 주식형 공모펀드와 국내주식형 사모일임을 3년 이상 운용한 자산운용회사로 한정하였다. 젠센알파, FF알파, 샤프비율 등과 같은 위험조정 성과지표 계산에 필요한 무위험 수익률과 시장수익률은 각각 월별 콜금리와 KOSPI 지수 월간 수익률을 사용하였다. 또한, Fama & French(1993)의 3 요인 모형 분석을 위해 에프앤가이드(FnGuide)에서 발표하는 자료를 이용하여 월별 *SMB*와 *HML* 수익률을 산정하였다.[62]

<표 Ⅳ-2> 공모펀드와 사모일임 수익률 및 성과지표의 상관관계

항목		공모펀드					
		A	B	C	D	E	F
사모일임	단순수익률 (A)	**0.69**	0.17	0.09	0.11	0.13	0.13
	1요인 조정 초과수익률 (B)	0.26	**0.35**	0.27	0.03	0.06	0.04
	3요인 조정 초과수익률 (C)	0.20	0.23	**0.24**	0.04	0.02	0.03
	젠센알파 (D)	0.05	-0.05	-0.07	**0.42**	0.33	0.36
	FF알파 (E)	0.09	0.04	-0.02	0.26	**0.38**	0.31
	샤프비율 (F)	0.11	0.01	-0.04	0.48	0.46	**0.56**

주: 단순수익률 이외의 요인조정 초과수익률과 위험조정 성과지표는 과거 18개월 동안의 월별 자료를 이용하여 산정

<표 Ⅳ-2>는 실증분석에 사용된 공모펀드와 사모일임 간 수익률 및 위험조정 성과지표의 상관관계를 보여준다. 우선, 공모펀드와 사모일임의 단순수익률 상관계수는 0.69로 높게 나타난다. 그런데 공모펀드와 사모일임의 유형을 국내 주식형으로 한정하였으나, 여전히 공모펀드와 사모일임은 대상

62) 시차변수 사용, 위험조정 성과지표 계산 등으로 인해 실제 추정에 사용된 데이터의 기간은 더 축소된다. 이 역시 Ⅲ장과 동일하다.

고객이나 운용규제의 차이로 인해 실제 운용전략은 상이할 수 있다. 이를 감안하여 1요인(CAPM) 조정 초과수익률, 3요인 조정 초과수익률 등을 보면, 여전히 양(+)의 상관관계가 있으나 상관계수는 각각 0.35, 0.24로 낮아진다.[63] 또한, 공모펀드 수익률과 사모일임 위험조정 성과지표 간 또는 사모일임 수익률과 공모펀드의 위험조정 성과지표 간 상관관계는 없거나 있더라도 매우 약한 수준을 보인다. 반면, 공모펀드와 사모일임의 위험조정 성과지표는 대체로 뚜렷한 양의 상관관계를 보이고 있다. 특히, 젠센알파(0.42)나 FF알파(0.38)에 비해 샤프비율의 상관계수가 0.56으로 높게 나타난다.

<표 Ⅳ-3> 사모일임과 공모펀드의 성과지표 비교

지표	구분	표본 수	평균	평균 차이 (A-B)	T-test p-value
단순수익률 (월, %)	사모일임(A)	1,084	0.089	0.027	0.712
	공모(B)	1,084	0.062		
1요인 조정 초과수익률 (월, %)	사모일임(A)	1,084	-0.084	-0.004	0.953
	공모(B)	1,084	-0.080		
3요인 조정 초과수익률 (월, %)	사모일임(A)	1,084	-0.048	-0.052	0.467
	공모(B)	1,084	0.004		
젠센알파 (월, %)	사모일임(A)	1,084	0.112	0.032	0.155
	공모(B)	1,084	0.081		
FF알파 (월, %)	사모일임(A)	1,084	0.071	0.115	0.000
	공모(B)	1,084	-0.044		
샤프비율 (연환산)	사모일임(A)	1,084	0.017	0.069	0.000
	공모(B)	1,084	-0.053		

주: 수익률 이외의 성과지표는 과거 18개월의 월별 자료를 이용하여 산정하였으며, 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률, 무위험수익률은 콜금리를 사용하였음

<표 Ⅳ-3>은 실증분석에 사용된 26개 자산운용회사의 국내 주식형 공모펀드 및 사모일임의 수익률과 위험조정 성과지표를 비교하고 있다. 이에 따르면, 사모일임과 공모펀드의 월평균 수익률은 각각 8.4bp, 6.2bp로

63) 1요인 조정 초과수익률과 3요인 조정 초과수익률의 산정방식은 (식 Ⅳ-29)를 참고하기 바란다.

사모일임이 다소 높게 나타나지만, 통계적으로 유의한 차이는 없다.[64] 1요인 조정 초과수익률과 3요인 조정 초과수익률을 보더라도 단순수익률과 마찬가지로 유의한 차이는 없는 것으로 나타난다. 이와는 달리 투자위험을 감안한 위험조정 성과지표는 사모일임이 공모펀드보다 더 우수한 것으로 나타난다. 예를 들어, FF알파의 경우 사모일임은 월평균 7.1bp인 반면, 공모펀드는 -4.4bp로 11.5bp라는 큰 차이가 난다. 샤프비율 역시 마찬가지이다. 다만, 젠센알파의 경우에는 유의한 차이가 나지 않았다.

<표 Ⅳ-4> 사모일임과 공모의 운용성과 분석

변수	1요인 모형(CAPM)			Fama-French 3요인 모형		
	사모일임 (A)	공모 (B)	A-B (p-value)	사모일임 (A)	공모 (B)	A-B (p-value)
알파	0.112	0.081	0.032 (0.155)	0.071	-0.044	0.115 (0.000)
KOSPI	0.87	0.78	0.102 (0.000)	0.88	0.80	0.08 (0.000)
SMB				0.04	0.09	-0.05 (0.000)
HML				-0.04	-0.05	0.013 (0.1984)

주: CAPM과 3요인 모형 모두 과거 18개월의 자료를 이용하여 매월 산정하였으며, 이 때 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률, 무위험수익률은 콜금리를 사용하였음

<표 Ⅳ-4>는 사모일임과 공모펀드의 수익률을 Sharpe(1966)의 1요인 모형(CAPM)과 Fama & French(1993)의 3요인 모형으로 분석한 결과를 보여주고 있다. 우선, KOSPI 지수에 대한 민감도 계수를 보면, 1요인 모형에서 이 계수의 추정치는 사모일임 0.87, 공모 0.78로 유의하게 차이가 난다. 이는 3요인 모형에서도 마찬가지이다. 또한, 3요인 모형에서는 알파(FF알파)와 *SMB*도 사모일임과 공모펀드 간에 유의한 차이가 난다. 이로부터 사모일임과 공모펀드가 비록 유형은 국내 주식형으로 같더라도 전반

64) 위험조정 성과지표 산정이 불가능한 초기 18개월의 자료와 사모일임 운용보수 추정이 곤란해 실증분석에서 제외된 자산운용회사의 자료를 포함하더라도 그 결과는 동일하게 나타난다.

적인 투자전략 또는 운용스타일이 다름을 알 수 있다. 그리고 FF알파가 젠센알파보다 공모펀드와 사모일임의 운용능력을 더 잘 반영하는 위험조정 성과지표라고 볼 수 있다. 이 점에서 보면, 수익률 지표는 사모일임과 공모펀드 간에 통계적으로 유의한 차이가 나지 않지만, 운용능력 면에서는 사모일임이 공모펀드보다 우수한 것으로 보인다.

나. 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석

1) 분석방법론

이 절에서는 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 영향분석을 통해 동시운용 효과 및 투자정보 공유의 파급효과 존재여부를 검증하는 방법론을 제시한다. 이를 위한 기본 추정식은 (식 Ⅳ-27)과 같다. 편의상 개별 자산운용회사 및 시간 첨자는 제외하였다.

(식 Ⅳ-27)에서 r_b와 p_b는 각각 공모펀드의 수익률(또는 요인 조정 초과수익률)과 위험조정 성과지표를, r_s와 p_s는 각각 사모일임의 수익률(또는 요인조정 초과수익률)과 위험조정 성과지표를 지칭한다. 여기서 위험조정 성과지표는 잠재적인 내생성 문제를 통제하기 위해 전월 기준 젠센알파, FF알파, 샤프비율 등을 사용하였다. $I(p_s > p_b)$는 전월 기준 사모일임 위험조정 성과지표가 공모펀드에 비해 우수하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수이다. $r_s \times I(p_s > p_b)$는 사모일임의 수익률 r_s와 $I(p_s > p_b)$의 교차항을 의미한다. $\boldsymbol{X}$는 공모펀드의 수익률에 영향을 미치는 자산운용회사의 특성변수들을 의미한다.

$$r_b = \hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 r_s + \hat{\gamma}_2 I(p_s > p_b) + \hat{\gamma}_3 r_s \times I(p_s > p_b) + \hat{\gamma}_4 p_b + \boldsymbol{\gamma_5 X} \quad \text{(식 Ⅳ-27)}$$

이 추정식의 기본 가정은 공모펀드의 수익률 r_b가 자산운용회사 내 사

모일임의 수익률 r_s와 위험조정 성과지표의 상대적인 크기 $I(p_s > p_b)$에 의해서도 영향을 받는다는 것이다. 따라서, 사모일임의 수익률이 공모펀드에 전혀 영향을 미치지 않는다면, $\hat{\gamma}_1$, $\hat{\gamma}_2$, $\hat{\gamma}_3$이 모두 0이 될 것이다. 그러면, (식 Ⅳ-27)은 기존 문헌에서 흔히 볼 수 있는 공모펀드 수익률 결정요인 분석과 동일해진다. 만일 그렇지 않다면, 사모일임의 수익률이 공모펀드 수익률에 영향을 미치는 외부성이 발생한다. 예를 들어, 사모일임의 위험조정 성과지표가 공모펀드보다 높은 자산운용회사의 공모펀드 수익률을 $r_b(r_s|p_s > p_b)$, 그렇지 않은 회사의 공모펀드 수익률을 $r_b(r_s|p_s \leq p_b)$라고 하자. 자산운용회사의 특성변수 $\boldsymbol{X}$와 공모펀드 위험조정 성과지표 p_b를 통제하면, $r_b(r_s|p_s > p_b)$와 $r_b(r_s|p_s \leq p_b)$의 차이는 (식 Ⅳ-28)과 같이 사모일임의 수익률 r_s의 함수로 표현된다. 즉, 자산운용사의 특성과 공모펀드 위험조정 성과지표가 동일한 자산운용회사라 하더라도 사모일임의 수익률에 따라 공모펀드 수익률은 다를 수 있다는 것이다.

$$
\begin{aligned}
r_b(r_s|p_s > p_b) &= (\hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_2) + (\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_3) r_s + \hat{\gamma}_4 p_b + \hat{\boldsymbol{\gamma}}_5 \boldsymbol{X} \\
r_b(r_s|p_s \leq p_b) &= \hat{\gamma}_0 + \hat{\gamma}_1 r_s + \hat{\gamma}_4 p_b + \hat{\boldsymbol{\gamma}}_5 \boldsymbol{X} \\
r_b(r_s|p_s > p_b) - r_b(r_s|p_s \leq p_b) &= \hat{\gamma}_2 + \hat{\gamma}_3 r_s
\end{aligned}
\qquad \text{(식 Ⅳ-28)}
$$

(식 Ⅳ-27)에서 $\hat{\gamma}_1$과 $\hat{\gamma}_3$은 사모일임의 수익률 r_s에 따라 공모펀드 수익률 r_b가 변화하는 정도를 보여주는 민감도 또는 탄력성(elasticity)을 나타내는 변수이다.[65] 먼저 $\hat{\gamma}_1$에 대해 살펴보면, $\hat{\gamma}_1$은 공모펀드의 위험조정 성과지표가 사모일임보다 우수한 자산운용회사에 초점을 두고 사모일임 수익률이 공모펀드 수익률에 미치는 영향을 측정하는 변수이다. 만일 $\hat{\gamma}_1 > 0$이면, 공모펀드 운용능력이 우수한 자산운용회사의 경우 사모일임

65) 실제 실증분석에서는 로그 변환한 수익률(수익률에 1을 더한 후 로그를 취한 값)을 사용했기 때문에 $\hat{\gamma}_1$과 $\hat{\gamma}_3$은 탄력성을 나타낸다.

수익률이 개선(악화)되면 공모펀드 수익률도 개선(악화)된다. 반면, $\hat{\gamma}_1 < 0$이면, 사모일임 수익률이 개선(악화)되면 공모펀드 수익률이 악화(개선)된다. 이론모형의 관점에서 보면, $\hat{\gamma}_1 \neq 0$은 자산운용회사 내부 회의 및 정보교환 등을 통한 펀드매니저 간 투자정보 공유의 결과 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 외부성 또는 파급효과가 있음을 시사한다.[66]

사모일임의 위험조정 성과지표가 공모펀드보다 우수한 자산운용회사라면 사모일임 수익률이 공모펀드 수익률에 미치는 탄력성은 $\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_3$이다. 따라서, $\hat{\gamma}_3$은 사모일임 운용능력이 공모펀드보다 우수한 자산운용회사에 초점을 두고 공모펀드 수익률과 사모일임 수익률의 관계를 검증하는 변수이다. 만일 $\hat{\gamma}_3 > 0$이면, 사모일임 운용능력이 우수한 자산운용회사의 공모펀드가 그렇지 않은 공모펀드에 비해 사모일임 수익률 변화에 대한 민감도 또는 탄력성이 더 크다는 것을 의미한다. 물론 $\hat{\gamma}_3 = 0$이면 사모일임의 수익률 변화에 대한 공모펀드 수익률의 민감도 또는 탄력성에 변화가 없으며, $\hat{\gamma}_3 < 0$이면 오히려 낮아진다. 특히, $\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_3 < 0$이면, 사모일임의 수익률이 커질수록(낮을수록) 공모펀드의 수익률은 악화(개선)된다. 이 점에서 $\hat{\gamma}_3$ 역시 투자정보 공유의 결과 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 외부성 또는 파급효과를 나타내는 변수라 할 수 있다.

$\hat{\gamma}_2$는 $r_s = 0$ 또는 $\hat{\gamma}_3 = 0$일 때 사모일임의 위험조정 성과지표가 우수한($p_s > p_b$) 자산운용회사와 그렇지 않은 자산운용회사 간 공모펀드 수익률의 차이를 보여주는 변수이다. 즉, $\hat{\gamma}_2$는 투자정보 공유의 결과 사모일임 수익률이 공모펀드에 미치는 외부성을 통제했을 때 사모일임 운용능력

66) 하지만, 펀드 단위의 분석이 아니므로 그 양상과 원인에 대해서는 구체적으로 파악하기가 어렵다. 예를 들어, $\hat{\gamma}_1 > 0$은 투자정보 공유의 결과 사모일임 수익률과 함께 공모펀드 수익률이 개선된 것일 수도 있지만, 반대로 사모일임 수익률을 개선하기 위해 공모펀드의 우수한 성과를 일부 이전한 결과로 해석할 여지가 있다. 반면, $\hat{\gamma}_1 < 0$의 경우는 자산운용회사가 유능한 펀드매니저를 배치하거나 리서치 역량을 집중하는 방식으로 사모일임 수익률을 개선한 결과 공모펀드 수익률이 저하된 결과로 볼 수 있다.

이 공모펀드보다 나은 자산운용회사와 그렇지 않은 자산운용회사 간 공모펀드 수익률의 차이를 나타낸다. 그러므로 사모일임 운용능력이 뛰어난 자산운용회사의 공모펀드 수익률이 다른 공모펀드 수익률보다 유의하게 낮다면 $\hat{\gamma}_2 < 0$이 될 것이다.

여기서 이론모형의 주요 결론을 상기할 필요가 있다. 이론모형에 따르면, 자산운용회사가 자신의 경제적인 유인체계에 따라 유능한 펀드매니저를 사모일임에만 배치하면 그 결과 공모펀드는 사모일임은 물론 시장 평균수익률에도 미치지 못하는 수익을 얻게 된다. 따라서, $\hat{\gamma}_2 < 0$은 이론모형에서 제기하는 동시운용 효과 즉, 공모펀드와 사모일임 동시운용에 따른 이해상충의 존재 가능성을 시사한다. 특히, 투자전략이나 운용스타일을 감안한 1요인 또는 3요인 조정 초과수익률을 사용했을 때 $\hat{\gamma}_2 < 0$이 나오면 더욱 그러하다.[67] 즉, 자산운용회사가 운용능력이 뛰어난 펀드매니저를 사모일임에 배치함으로써 공모펀드 성과가 저하된 것일 수도 있다. 반면, $\hat{\gamma}_2 \geq 0$은 공모펀드와 사모일임 동시운용에 따른 이해상충 문제는 없음을 시사한다.[68]

한편, 사모일임 수익률이 공모펀드 수익률에 영향을 미친다면, 공모펀드와 사모일임의 운용능력뿐만 아니라 그 차이의 절대규모$(p_s - p_b)$도 동시운용 효과에 영향을 줄 수 있다. 이와 동일한 맥락에서 자산운용회사의 운용자산 중 사모일임이 차지하는 비중 또한 중요한 변수이다. 이에 실증

67) 특정 시점에 시장충격(negative shock)이나 종목선정 및 매매타이밍의 문제로 수익률이 저하된 공모펀드들이 사후적으로 $I(p_s > p_b)=1$의 값을 가지며, 그 결과 $\hat{\gamma}_2 < 0$로 나온 것으로 판단할 수 있다. 그런데 여기서 $\hat{\gamma}_2$은 동시운용 효과로 인해 공모펀드 수익률이 체계적으로 저하되는 경향성이 있는지 파악하고자 하는 것임을 유의할 필요가 있다. 또한, 분석대상 펀드들이 모두 국내 주식형이므로 1요인이나 3요인 모형으로 운용스타일을 통제하면, 요인조정 초과수익률을 평균할 경우 이러한 일시적인 충격효과는 상당 부분 제거된다. 따라서, 상기한 이유로 수익률이 저하되어 $I(p_s > p_b)=1$가 되었다 해도 이 문제가 일시적인 한 이로 인해 다른 공모펀드에 비해 평균 수익률이 낮은 것($\hat{\gamma}_2 < 0$)으로 보기 어렵다.

68) 여기에서 $\hat{\gamma}_2 > 0$은 사모일임의 운용능력이 뛰어난 자산운용회사가 그렇지 않은 자산운용회사에 비해 공모펀드의 운용능력 또한 더 우수할 것임을 시사한다.

분석에서는 이들 변수들이 미치는 영향을 통제하기 위해 (식 Ⅳ-27)의 기본 추정식 이외에도 이들 변수와 더미변수 $I(p_s > p_b)$의 교차항을 포함한 분석도 수행하였다.

2) 실증분석 결과

이 절에서는 공모펀드와 사모일임의 동시운용 효과에 대한 분석결과를 제시한다. 분석방법론은 자산운용회사의 고유특성과 시간효과(time effect)를 감안하여 고정효과(fixed effect) 패널선형회귀모형을 사용하였다. 또한, Petersen(2009)이 제시한 바와 같이 매월 더미변수를 추가하여 시간효과를 통제하였고, 계열상관 및 이질성 등 개별 자산운용회사의 특성을 반영하기 위해 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였다.[69]

실증분석에서 종속변수로 사용한 수익률은 단순수익률, 1요인 조정 초과수익률 $er_i^{(1)},\ i=b,s$, 3요인 조정 초과수익률 $er_i^{(2)},\ i=b,s$이다. 요인 조정 초과수익률 $er_i^{(1)}$과 $er_i^{(2)}$는 매시점마다 과거 18개월 자료에 근거하여 (식 Ⅳ-29)와 같은 방식으로 산정하였다. 그리고 사모일임 운용능력이 뛰어난 자산운용회사를 구분하는 데 사용된 위험조정 성과지표 역시 과거 18개월 자료로 산정된 젠센알파, FF알파, 샤프비율을 사용하였다.[70]

$$er_i^{(1)} = (r_i - r_f) - \left(\widehat{\alpha_i} + \widehat{\beta_i}(r_m - r_f)\right),\ i=b,s \qquad \text{(식 Ⅳ-29)}$$

$$er_i^{(2)} = (r_i - r_f) - \left(\widehat{\alpha_i} + \widehat{\beta_{i,1}}(r_m - r_f) + \widehat{\beta_{i,2}}SMB + \widehat{\beta_{i,3}}HML\right),\ i=b,s$$

---

69) Petersen(2009)에 따르면, Fama & MacBeth(1973)의 방법론은 시간효과는 효과적으로 통제하나, 고정효과는 통제하지 못한다. 이에 따라 고정효과 존재여부, 이질성, 자기상관 등에 대한 테스트를 한 후에 이를 감안하여 고정효과 패널분석을 수행하였다.

70) 과거 24개월 자료를 이용하여 성과지표를 산정해 보아도 결과는 질적으로 동일하였다. 다만, 자산운용회사 수보다는 개월 수가 더 많아야 효율적인 추정이 가능하므로 본문에는 과거 18개월을 기준으로 추정된 분석결과를 제시하였다.

자산운용회사의 특성변수 X에 해당하는 설명변수는 이론모형과 펀드 성과분석에 대한 기존 문헌들을 감안하여 선정하였다.[71] 실증분석에서 사용한 설명변수들은 다음과 같다. 이론모형에 따르면, 펀드매니저 간 운용능력의 차이뿐만 아니라 자산운용회사의 주요고객기반이나 운용보수율도 동시운용 효과에 영향을 미치는 변수들이다. 이를 감안하여 전월 기준 사모일임 비중과 사모일임의 운용보수율을 설명변수로 추가하였다. 여기서 사모일임 비중은 자산운용회사가 운용하는 전체 자산규모 중 사모일임이 차지하는 비중을 의미한다. 또한, 공모펀드의 운용보수율이 높아질수록 자산운용회사가 공모펀드에 운용능력이 뛰어난 펀드매니저를 배치할 유인이 커지므로 전월 기준 공모펀드 운용보수율도 설명변수에 추가하였다. 이외에도 자산운용회사의 특성을 통제하기 위해 자산운용회사를 규모(전월 전체 운용자산)를 기준으로 소형, 중형, 대형으로, 사모일임 수익률을 기준으로 수익률 하위, 중위, 상위 등으로 구분하였다.

<표 Ⅳ-5>는 실증분석에 사용된 주요 설명변수들 간의 상관관계를 보여준다. 젠센알파, FF알파, 샤프비율 등의 위험조정 성과지표 간 상관관계는 공모펀드와 사모일임 모두 0.63~0.83 수준으로 높게 나타난다. 반면, 이들 위험조정 성과지표와 다른 설명변수들의 상관관계는 공모펀드와 사모일임 공통적으로 거의 없거나 있더라도 낮은 수준이다. 다만, 공모펀드 운용보수율과 사모일임의 비중, 사모일임의 비중과 자산운용회사의 규모, 그리고 공모펀드 운용보수율과 자산운용회사 규모의 상관계수가 다소 높게 나타난다. 특히, 공모펀드 운용보수율과 자산운용회사 규모의 상관계수가 -0.54로 높은 수준이다. 이를 감안하여 실증분석에서는 이들 변수들을 가감하는 방식으로 다양하게 추정하였으나, 모든 경우에서 질적으로 동일한 결과를 얻었다. 이에 본 보고서에는 이들 설명변수를 모두 포함한 실증분석 결과를 제시한다.

---

71) 다만, 자산운용회사 차원의 실증분석이므로 기존 펀드 성과분석 시 사용된 설명변수와는 차이가 날 수밖에 없다.

<표 IV-5> 주요 설명변수들의 상관관계

(1) Panel A: 사모일임 위험조정 성과지표와 기타 설명변수

항목		A	B	C	D	E	F	G	H
사모일임 젠센알파(전월)	A	1.00							
사모일임 FF알파(전월)	B	0.63	1.00						
사모일임 샤프비율(전월)	C	0.73	0.75	1.00					
사모일임 비중(전월)	D	0.14	0.09	0.19	1.00				
공모 운용보수율(전월)	E	-0.13	-0.20	-0.10	0.38	1.00			
사모일임 운용보수율(전월)	F	-0.03	-0.14	0.03	-0.12	0.28	1.00		
운용사규모(전월) (소/중/대)	G	0.05	0.07	-0.01	-0.35	-0.54	-0.32	1.00	
사모일임 수익률(하/중/상)	H	0.10	0.10	0.10	-0.01	-0.06	0.03	-0.01	1.00

(2) Panel B: 공모펀드 위험조정 성과지표와 기타 설명변수

항목		A	B	C	D	E	F	G	H
공모펀드 젠센알파(전월)	A	1.00							
공모펀드 FF알파(전월)	B	0.75	1.00						
공모펀드 샤프비율(전월)	C	0.83	0.71	1.00					
사모일임 비중(전월)	D	0.17	0.20	0.18	1.00				
공모 운용보수율(전월)	E	0.23	0.14	0.29	0.38	1.00			
사모일임 운용보수율(전월)	F	0.18	0.01	0.12	-0.12	0.28	1.00		
운용사규모(전월) (소/중/대)	G	-0.23	-0.18	-0.22	-0.35	-0.54	-0.32	1.00	
사모일임 수익률(하/중/상)	H	0.10	0.11	0.09	-0.01	-0.06	0.03	-0.01	1.00

공모펀드와 사모일임 동시운용 효과에 대한 분석결과는 <표 Ⅳ-6>~<표 Ⅳ-8>과 같다. <표 Ⅳ-6>은 단순수익률을 기준으로, <표 Ⅳ-7>은 1요인 조정 초과수익률을 기준으로, <표 Ⅳ-8>은 3요인 조정 초과수익률을 기준으로 사모일임 수익률이 공모펀드 수익률에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 그리고 이들 표에서 모형 1~모형 3은 젠센알파를 기준으로, 모형 4~모형 6은 FF알파를 기준으로, 모형 7~모형 9는 샤프비율을 기준으로 공모펀드와 사모일임의 운용능력을 판단했을 때의 결과이다.

우선, 사모일임수익률이 공모펀드 수익률에 미치는 효과를 살펴보면 다음과 같다. 사모일임수익률(로그변환)의 계수 추정치 $\hat{\gamma_1}$은 <표 Ⅳ-6>~<표 Ⅳ-8>의 모든 모형에서 0.091~0.254 사이의 유의한 양수로 나타났다. 반면, 사모일임수익률(로그변환)과 더미변수 $I(p_s > p_b)$의 교차항 $r_s \times I(p_s > p_b)$의 계수 추정치 $\hat{\gamma_3}$는 <표 Ⅳ-6>~<표 Ⅳ-8>의 모든 모형에서 -0.130~-0.039 사이의 음수로 나타났다. 다만, 통계적인 유의성은 수익률 지표에 따라 차이가 있다. 예를 들어, 단순수익률을 기준으로 보면 이 계수 추정치는 모두 유의하나, 요인조정 초과수익률을 기준으로 보면 젠센알파와 샤프비율을 기준으로 한 모형에서만 유의한 음수로 나타났다.

이러한 결과를 종합하면, $\hat{\gamma_1} > 0$, $\hat{\gamma_3} \leq 0$, $\hat{\gamma_1} + \hat{\gamma_3} \geq 0$으로 표현할 수 있다. 이를 보다 구체적으로 보면 다음과 같은 특징이 있다. 첫째, 공모펀드 운용능력이 우수한 자산운용회사의 경우 사모일임의 수익률이 개선될 때 공모펀드의 수익률도 어느 정도 개선되는 효과가 있다. 둘째, 사모일임 운용능력이 우수한 자산운용회사의 경우 사모일임의 외부성이 없거나 있더라도 그 강도가 크게 낮아진다. 즉, 공모펀드 운용능력이 뛰어난 경우 사모일임 수익률이 증가하면 공모펀드 수익률도 어느 정도 개선되고, 그렇지 않은 경우에는 이 효과는 없어지거나 대폭 감소하는 것이다. 이에 대해서는 위험조정 성과지표에 대한 분석을 통해 다음 절에서 논의한다. 셋째, 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 외부성 효과의 크기는 단순수익률로 평가(<표 Ⅳ-6>)할 때가 가장 크고, 3요인 조정 초과수익률로 평가(<표 Ⅳ-8>)할 때 가장 작게 나타난다. 이는 $\hat{\gamma_1}$과 $\hat{\gamma_1} + \hat{\gamma_3}$의 수치에서

확인할 수 있다. $\hat{\gamma_1}$의 경우 0.151~0.200(<표 Ⅳ-6>), 0.106~0.254(<표 Ⅳ-7>), 0.091~0.173(<표 Ⅳ-8>)이고, $\hat{\gamma_1}+\hat{\gamma_3}$은 0.068~0.091(<표 Ⅳ-6>), -0.010~0.071(<표 Ⅳ-7>), 0.028~0.068(<표 Ⅳ-8>)이다. 그러므로 사모일임의 외부성 또는 파급효과는 개별 자산운용회사의 공모펀드와 사모일임 운용에 내재된 투자전략 내지 운용스타일을 추가로 통제하면 그 크기가 작아진다.

한편, <표 Ⅳ-6>~<표 Ⅳ-8>에서 사모일임 수익률(중위그룹) 및 사모일임 수익률(상위그룹) 더미변수의 계수 추정치는 거의 모든 경우에서 유의한 양수이다. 또한, 그 값도 사모일임 수익률이 높을수록 더 커진다. 이는 투자정보 공유의 파급효과를 통제하더라도 사모일임 수익률이 높은 자산운용회사일수록 공모펀드 수익률도 높은 경향이 있음을 의미한다.[72]

동시운용 효과를 나타내는 더미변수 $I(p_s > p_b)$의 계수 추정치 $\hat{\gamma_2}$의 분석결과는 다음과 같다. 먼저 단순수익률로 평가한 <표 Ⅳ-6>을 보면, 젠센알파를 기준으로 한 모형 1~모형 3에서 -0.0025~-0.0033 사이의 유의한 음수로 나타났다.[73] 그런데 앞서 살펴보았듯이 사모일임과 공모펀드가 비록 유형은 국내 주식형으로 같더라도 전반적인 투자전략 또는 운용스타일이 다르다. 이를 감안하여 요인조정 초과수익률로 평가한 <표 Ⅳ-7>~<표 Ⅳ-8>에서는 젠센알파를 기준으로 보더라도 $\hat{\gamma_2}$는 더 이상 유의하지 않다. FF알파와 샤프비율을 기준으로 보면, <표 Ⅳ-8>의 모형 4에서 $\hat{\gamma_2}$이 0.0017 유의한 양수로 나온 것을 제외하면, <표 Ⅳ-6>~<표 Ⅳ-8>의 모든 결과에서 0과 통계적으로 다르지 않은 것으로 나타났다.

---

72) 이로 미루어보면, 각주 66)에서 예로 든 것처럼 $\hat{\gamma_1}>0$을 사모일임 수익률을 높이기 위해 공모펀드의 투자성과 일부를 이전한 결과로 보기는 어려울 것으로 판단된다. 투자성과 이전은 사모일임의 수익률이 낮을 때 발생할 것이기 때문이다.

73) 이는 사모일임 운용능력이 우수한 자산운용회사의 공모펀드 수익률이 그렇지 않은 공모펀드에 비해 월평균 25~33bp 가량 낮음을 의미한다.

<표 Ⅳ-6> 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 (1)

종속변수: 공모펀드 단순수익률(로그변환)									
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8	모형 9
	p_i: 젠센알파			p_i: FF알파			p_i: 샤프비율		
사모일임수익률(로그변환)	0.157*** (0.0468)	0.153*** (0.0466)	0.154*** (0.0470)	0.152*** (0.0483)	0.155*** (0.0481)	0.151*** (0.0485)	0.200*** (0.0508)	0.177*** (0.0560)	0.173*** (0.0560)
$I(p_s > p_b)$(전월)	-0.0025* (0.0015)	-0.0032* (0.0017)	-0.0033* (0.0017)	0.0004 (0.0015)	0.0004 (0.0018)	0.0001 (0.0017)	-0.0014 (0.0016)	-0.0023 (0.0019)	-0.0021 (0.0019)
$r_s \times I(p_s > p_b)$(전월)	-0.0856** (0.0369)	-0.0851** (0.0368)	-0.0834** (0.0370)	-0.0787** (0.0387)	-0.0790** (0.0388)	-0.0783** (0.0389)	-0.109*** (0.0381)	-0.1000** (0.0411)	-0.0983** (0.0411)
$p_s - p_b$(전월)		0.173 (0.207)			-0.0746 (0.258)			0.0009 (0.0015)	
$(p_s - b_b) \times I(p_s > p_b)$(전월)		-0.117 (0.287)			0.130 (0.315)			0.0009 (0.0020)	
사모일임 성과지표(p_s)(전월)			0.220 (0.187)			0.0750 (0.201)			0.0013 (0.0011)
$p_s \times I(p_s > p_b)$(전월)			-0.212 (0.233)			-0.0708 (0.222)			-0.0026 (0.0021)
공모 성과지표(p_b)(전월)	-0.147 (0.187)		-0.278 (0.233)	0.128 (0.167)		0.0978 (0.205)	-0.0012 (0.0008)		-0.0014 (0.0012)
사모일임 비중(w_s)(전월)	-0.0098** (0.0043)	-0.0106** (0.0043)	-0.0103** (0.0043)	-0.0083* (0.0046)	-0.0077* (0.0045)	-0.0084* (0.0046)	-0.0070 (0.0049)	-0.0078 (0.0052)	-0.0070 (0.0053)
$w_s \times I(p_s > p_b)$(전월)	0.0145** (0.0064)	0.0156** (0.0062)	0.0150** (0.0064)	0.0072 (0.0062)	0.0057 (0.0064)	0.0073 (0.0066)	0.0071 (0.0070)	0.0072 (0.0071)	0.0073 (0.0073)
공모 운용보수율(전월)	0.0056 (0.0046)	0.0059 (0.0049)	0.0054 (0.0049)	0.0070 (0.0045)	0.0076 (0.0049)	0.0070 (0.0049)	0.0052 (0.0048)	0.0084 (0.0052)	0.0058 (0.0054)
사모일임 운용보수율(전월)	-0.0008 (0.0040)	-0.0006 (0.0040)	-0.0001 (0.0041)	9.63e-05 (0.0040)	-0.0005 (0.0040)	0.0003 (0.0041)	-0.0007 (0.0040)	-0.0010 (0.0041)	-0.0006 (0.0042)
I_{mid_size}(중형그룹)	-0.0005 (0.0017)	-0.0006 (0.0016)	-0.0004 (0.0017)	-0.0010 (0.0017)	-0.0012 (0.0016)	-0.0011 (0.0017)	-0.0004 (0.0017)	0.0005 (0.0018)	0.0006 (0.0018)
I_{big_size}(대형그룹)	0.0003 (0.0018)	0.0004 (0.0018)	0.0004 (0.0018)	-0.0002 (0.0018)	-0.0002 (0.0018)	-0.0002 (0.0018)	3.72e-05 (0.0018)	0.0010 (0.0019)	0.0007 (0.0019)
사모일임 수익률(중위그룹)	0.0030** (0.0013)	0.0030** (0.0013)	0.0030** (0.0013)	0.0030** (0.0013)	0.0030** (0.0013)	0.0030** (0.0013)	0.0025* (0.0013)	0.0026* (0.0014)	0.0025* (0.0014)
사모일임 수익률(상위그룹)	0.0056*** (0.0016)	0.0056*** (0.0016)	0.0056*** (0.0016)	0.0059*** (0.0016)	0.0059*** (0.0016)	0.0059*** (0.0016)	0.0046*** (0.0017)	0.0053*** (0.0017)	0.0055*** (0.0017)
상수	0.0153*** (0.0044)	0.0161*** (0.0045)	0.0159*** (0.0044)	0.0138*** (0.0044)	0.0127*** (0.0048)	0.0140*** (0.0046)	0.0111*** (0.0052)	0.0096* (0.0058)	0.0109* (0.0058)
표본 수	783	783	750	807	783	783	750	716	716
자산운용회사 수	26	26	26	26	26	26	26	26	26

주: 운용능력을 나타내는 위험조정 성과지표 $p_i, i=b,s$는 과거 18개월의 자료로 산정하였으며, 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률, 무위험수익률은 콜금리를 사용하였음. 매월 더미변수로 시간효과를 통제하였고, 클러스터링 기법을 통해 계열상관 및 이질성을 감안한 표준오차를 조정하였음

<표 IV-7> 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 (2)

종속변수: 공모펀드 1요인 조정(CAPM) 초과수익률(로그변환)									
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8	모형 9
	p_i: 젠센알파			p_i: FF알파			p_i: 샤프비율		
사모일임수익률(로그변환)	0.133*** (0.0505)	0.204*** (0.0533)	0.106*** (0.0517)	0.134*** (0.0512)	0.151*** (0.0519)	0.136*** (0.0514)	0.198*** (0.0562)	0.254*** (0.0644)	0.211*** (0.0630)
$I(p_s > p_b)$(전월)	-0.0009 (0.0012)	-0.0016 (0.0014)	-0.0022 (0.0014)	0.0016 (0.0012)	0.0016 (0.0012)	0.0016 (0.0015)	0.0007 (0.0013)	-0.0002 (0.0015)	0.0004 (0.0015)
$r_s \times I(p_s > p_b)$(전월)	-0.0940* (0.0532)	-0.133** (0.0556)	-0.116** (0.0540)	-0.0720 (0.0553)	-0.0821 (0.0560)	-0.0757 (0.0555)	-0.160*** (0.0585)	-0.198*** (0.0656)	-0.178*** (0.0642)
$p_s - p_b$(전월)		0.408** (0.192)			0.101 (0.218)			0.0013 (0.0012)	
$(p_s - b_b) \times I(p_s > p_b)$(전월)		-0.354 (0.243)			-0.110 (0.255)			0.0006 (0.0016)	
사모일임 성과지표(p_s)(전월)			0.423** (0.165)			0.0567 (0.166)			0.0008 (0.0009)
$p_s \times I(p_s > p_b)$(전월)			-0.418** (0.191)			-0.106 (0.180)			-0.0034** (0.0017)
공모 성과지표(p_b)(전월)	-0.952*** (0.160)		-1.202*** (0.200)	-0.441*** (0.143)		-0.439** (0.173)	-0.0027*** (0.0007)		-0.0024** (0.0010)
사모일임 비중(w_s)(전월)	-0.0071* (0.0038)	-0.0084** (0.0038)	-0.0079** (0.0038)	-0.0028 (0.0045)	-0.0050 (0.0040)	-0.0029 (0.0041)	-0.0069 (0.0044)	-0.0080* (0.0046)	-0.0067 (0.0047)
$w_s \times I(p_s > p_b)$(전월)	0.0111** (0.0056)	0.0156*** (0.0055)	0.0117** (0.0056)	0.0030 (0.0058)	0.0078 (0.0056)	0.0032 (0.0058)	0.0051 (0.0061)	0.0067 (0.0062)	0.0057 (0.0064)
공모 운용보수율(전월)	0.0026 (0.0032)	0.0023 (0.0037)	0.0025 (0.0036)	0.0017 (0.0033)	0.0018 (0.0037)	0.0009 (0.0037)	0.0057 (0.0038)	0.0069* (0.0041)	0.0045 (0.0043)
사모일임 운용보수율(전월)	0.0023 (0.0030)	0.0033 (0.0030)	0.0031 (0.0030)	0.0030 (0.0030)	0.0041 (0.0030)	0.0033 (0.0030)	0.0026 (0.0031)	0.0023 (0.0032)	0.0026 (0.0032)
I_{mid_size}(중형그룹)	-0.0010 (0.0014)	-0.0013 (0.0014)	-0.0008 (0.0014)	-0.0023* (0.0014)	-0.0017 (0.0014)	-0.0023* (0.0014)	-0.0009 (0.0014)	-0.0005 (0.0015)	-0.0002 (0.0015)
I_{big_size}(대형그룹)	-0.0002 (0.0015)	0.0002 (0.0015)	7.07e-05 (0.0015)	-0.0001 (0.0015)	7.71e-05 (0.0015)	-0.0002 (0.0015)	0.0001 (0.0015)	0.0006 (0.0016)	0.0002 (0.0016)
사모일임 수익률(중위그룹)	0.0025** (0.0010)	0.0014 (0.0010)	0.0022** (0.0010)	0.0021** (0.0010)	0.0017 (0.0010)	0.0021** (0.0010)	0.0025** (0.0011)	0.0016 (0.0011)	0.0021* (0.0011)
사모일임 수익률(상위그룹)	0.0049*** (0.0012)	0.0033*** (0.0012)	0.0045*** (0.0012)	0.0045*** (0.0012)	0.0040*** (0.0012)	0.0046*** (0.0012)	0.0048*** (0.0013)	0.0039*** (0.0013)	0.0049*** (0.0013)
상수	-0.0071** (0.0033)	-0.0044 (0.0035)	-0.0061* (0.0033)	-0.0090** (0.0034)	-0.0072* (0.0037)	-0.0084* (0.0035)	-0.0142** (0.0042)	-0.0112** (0.0047)	-0.0121** (0.0046)
표본 수	783	783	750	807	783	783	750	716	716
자산운용회사 수	26	26	26	26	26	26	26	26	26

주: 운용능력을 나타내는 위험조정 성과지표 $p_i, i = b,s$는 과거 18개월의 자료로 산정하였으며, 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률, 무위험수익률은 콜금리를 사용하였음. 매월 더미변수로 시간효과를 통제하였고, 클러스터링 기법을 통해 계열상관 및 이질성을 감안한 표준오차를 조정하였음

<표 IV-8> 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향 분석 (3)

종속변수: 공모펀드 3요인 조정 초과수익률(로그변환)									
설명변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8	모형 9
	p_i: 젠센알파			p_i: FF알파			p_i: 샤프비율		
사모일임수익률(로그변환)	0.123*** (0.0422)	0.170*** (0.0451)	0.144*** (0.0433)	0.0911** (0.0420)	0.122*** (0.0441)	0.0986** (0.0423)	0.138*** (0.0461)	0.173*** (0.0516)	0.154*** (0.0506)
$I(p_s > p_b)$(전월)	0.0001 (0.0010)	-0.0010 (0.0012)	-0.0011 (0.0012)	0.0017* (0.0010)	0.0007 (0.0012)	0.0009 (0.0011)	0.0011 (0.0011)	0.0007 (0.0012)	0.0013 (0.0012)
$r_s \times I(p_s > p_b)$(전월)	-0.0922** (0.0469)	-0.116** (0.0493)	-0.109** (0.0477)	-0.0386 (0.0477)	-0.0542 (0.0499)	-0.0447 (0.0480)	-0.110** (0.0508)	-0.130** (0.0555)	-0.126** (0.0547)
$p_s - p_b$(전월)		0.316** (0.158)			0.266 (0.179)			0.0004 (0.0009)	
$(p_s - b_b) \times I(p_s > p_b)$(전월)		-0.260 (0.200)			-0.183 (0.211)			0.0008 (0.0013)	
사모일임 성과지표(p_s)(전월)			0.293** (0.134)			0.168 (0.131)			0.0001 (0.0007)
$p_s \times I(p_s > p_b)$(전월)			-0.240 (0.155)			-0.128 (0.143)			-0.0013 (0.0014)
공모 성과지표(p_b)(전월)	-0.788*** (0.131)		-0.994*** (0.167)	-0.620*** (0.114)		-0.709*** (0.140)	-0.0022*** (0.0006)		-0.0020** (0.0008)
사모일임 비중(w_s)(전월)	-0.0045 (0.0031)	-0.0066** (0.0032)	-0.0054* (0.0032)	-0.0012 (0.0033)	-0.0052 (0.0033)	-0.0017 (0.0034)	-0.0059* (0.0035)	-0.0068* (0.0036)	-0.0055 (0.0036)
$w_s \times I(p_s > p_b)$(전월)	0.0062 (0.0047)	0.0116** (0.0047)	0.0071 (0.0048)	0.0017 (0.0049)	0.0086* (0.0048)	0.0019 (0.0049)	0.0040 (0.0051)	0.0059 (0.0051)	0.0042 (0.0052)
공모 운용보수율(전월)	0.0038 (0.0026)	0.0038 (0.0030)	0.0045 (0.0029)	0.0031 (0.0026)	0.0045 (0.0030)	0.0034 (0.0029)	0.0065** (0.0031)	0.0064* (0.0033)	0.0058 (0.0035)
사모일임 운용보수율(전월)	0.0028 (0.0022)	0.0034 (0.0023)	0.0029 (0.0023)	0.0024 (0.0024)	0.0040 (0.0025)	0.0027 (0.0025)	0.0033 (0.0023)	0.0029 (0.0024)	0.0032 (0.0024)
I_{mid_size}(중형그룹)	-0.0007 (0.0011)	-0.0009 (0.0011)	-0.0006 (0.0011)	-0.0021* (0.0011)	-0.0013 (0.0012)	-0.0022* (0.0012)	-0.0006 (0.0012)	-0.0009 (0.0012)	-0.0006 (0.0012)
I_{big_size}(대형그룹)	0.0002 (0.0012)	0.0009 (0.0012)	0.0005 (0.0012)	0.0002 (0.0012)	0.0008 (0.0012)	0.0003 (0.0012)	0.0005 (0.0012)	0.0006 (0.0013)	0.0003 (0.0013)
사모일임 수익률(중위그룹)	0.0027*** (0.0008)	0.0019*** (0.0008)	0.0025*** (0.0008)	0.0028*** (0.0008)	0.0020** (000009)	0.0026*** (0.0008)	0.0030*** (0.0009)	0.0023*** (0.0009)	0.0028*** (0.0009)
사모일임 수익률(상위그룹)	0.0042*** (0.0009)	0.0032*** (0.0010)	0.0040*** (0.0009)	0.0042*** (0.0009)	0.0035*** (0.0010)	0.0042*** (0.0009)	0.0045*** (0.0010)	0.0038*** (0.0010)	0.0045*** (0.0010)
상수	-0.0072*** (0.0028)	-0.0051* (0.0030)	-0.0066** (0.0028)	-0.0091*** (0.0029)	-0.0070** (0.0032)	-0.0087*** (0.0029)	-0.0127*** (0.0035)	-0.0099** (0.0039)	-0.0114*** (0.0039)
표본 수	783	783	750	807	783	783	750	716	716
자산운용회사 수	26	26	26	26	26	26	26	26	26

주: 운용능력을 나타내는 위험조정 성과지표 $p_i, i=b,s$는 과거 18개월의 자료로 산정하였으며, 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률, 무위험수익률은 콜금리를 사용하였음. 매월 더미변수로 시간효과를 통제하였고, 클러스터링 기법을 통해 계열상관 및 이질성을 감안한 표준오차를 조정하였음

이러한 결과는 사모일임의 운용능력이 우수한 자산운용회사의 공모펀드라 하더라도 그렇지 않은 공모펀드에 비해 수익률이 더 낮은 것은 아니라는 것을 시사한다. 특히, 요인 조정 초과수익률을 기준으로 보면 국내 주식형 펀드시장에서 동시운용 효과는 없다고 할 수 있다. 그리고 운용능력을 나타내는 위험조정 성과지표의 대소 관계뿐만 아니라 그 절대규모 역시 공모펀드와 사모일임 동시운용 효과에 영향을 미치고 있다. <표 Ⅳ-8>의 모형 4에서 유의한 양수로 나온 $\hat{\gamma_2}$는 공모펀드와 사모일임 간 위험조정 성과지표의 절대규모를 통제하면, 더 이상 유의하지 않기 때문이다. 결국 동시운용 효과 분석결과는 $\hat{\gamma_2}=0$로 요약할 수 있다.

이외의 변수들에 대한 결과는 다음과 같다. 사모일임 비중(전월)(w_s)의 계수는 모든 모형에서 음수로 추정되었으나, 그 유의성은 모형에 따라 차이가 난다. 이 변수와 더미변수 $I(p_s > p_b)$의 교차항 $w_s \times I(p_s > p_b)$의 계수 추정치는 모든 모형에서 양수로 추정되었고, 그 유의성 역시 모형에 따라 차이가 난다. 그러므로 사모일임의 비중이 공모펀드 수익률에 미치는 영향을 단언하기는 어렵다.[74] 운용보수율의 경우에는 대부분 유의하지 않거나, 유의하더라도 수익률에 미치는 효과가 미미한 것으로 나타났다. 자산운용회사의 규모는 요인 조정 초과수익률을 기준으로 한 <표 Ⅳ-7>~<표 Ⅳ-8>의 일부 분석에서 중형 자산운용회사의 공모펀드 수익률이 소형 자산운용회사보다 낮은 경향이 관찰되었다.

다. 투자정보 공유의 파급효과에 대한 추가 논의

이론모형에서는 투자정보 공유의 긍정적인 파급효과가 존재한다면 공모펀드의 수익률이 개선될 것으로 예측하고 있다. 그런데 동시운용 영향

74) 그럼에도 불구하고 공모펀드 운용능력이 우수한 자산운용회사의 경우에는 사모일임의 중요성이 커질수록 공모펀드 수익률이 저하되는 경향이 있을 수 있음을 유의할 필요가 있다. 이는 향후 사모일임 시장이 더욱 확대될 경우 이론모형에서 제기하는 동시운용 효과가 나타날 가능성을 시사하기 때문이다.

분석결과($\widehat{\gamma_1} > 0$, $\widehat{\gamma_3} \leq 0$, $\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_3 \geq 0$)에 따르면, 공모펀드 운용능력이 뛰어난 경우 사모일임 수익률이 개선될 때 공모펀드 수익률도 개선되는 효과가 있으나, 그렇지 않은 경우에는 이 효과가 대폭 감소하거나 사라진다. 이에 이 절에서는 펀드 운용능력을 나타내는 위험조정 성과지표에 대한 분석을 통해 투자정보 공유의 파급효과가 비대칭적으로 발생하는 이유에 대해 알아본다.

이 절에서는 다음의 (식 Ⅳ-30)과 같은 관계를 가정하여 공모펀드와 사모일임 간 위험조정 성과지표의 관계를 분석한다. 앞선 경우와 마찬가지로 p_s는 사모일임의 위험조정 성과지표를, p_b는 공모펀드의 위험조정 성과지표를 지칭한다. 그리고 $\boldsymbol{X}$는 공모펀드의 성과지표에 영향을 미치는 자산운용회사의 특성 변수들을 의미한다. 한편, (식 Ⅳ-30)에서 편의상 자산운용회사와 시간을 나타내는 첨자를 제외하였다.

$$p_b = \hat{\delta}_0 + \hat{\delta}_1 p_s + \hat{\delta}_2 I(p_s > p_b) + \hat{\delta}_3 p_s \times I(p_s > p_b) + \hat{\boldsymbol{\delta}}_4 \boldsymbol{X} \qquad \text{(식 Ⅳ-30)}$$

만일 사모일임이 공모펀드에 아무런 영향을 미치지 않는다면, $\hat{\delta}_i = 0, \forall i = 1,2,3$ 이 성립할 것이다. 그렇지 않다면, p_s와 p_b의 상대적인 크기에 따라 공모펀드 위험조정 성과지표는 다음과 같이 $p_b(p_s|p_s > p_b)$ 또는 $p_b(p_s|p_s \leq p_b)$로 표현할 수 있다. 그러므로 자산운용회사의 특성($\boldsymbol{X}$)이 동일한 자산운용회사 간 공모펀드 위험조정 성과지표 p_b의 차이는 다음과 같이 p_s의 함수로 표현된다.

$$p_b(p_s|p_s > p_b) = \left(\hat{\delta}_0 + \hat{\delta}_2\right) + \left(\hat{\delta}_1 + \hat{\delta}_3\right) p_s + \hat{\boldsymbol{\delta}}_4 \boldsymbol{X}$$

$$p_b(p_s|p_s \leq p_b) = \hat{\delta}_0 + \hat{\delta}_1 p_s + \hat{\boldsymbol{\delta}}_4 \boldsymbol{X}$$

$$p_b(p_s|p_s > p_b) - p_b(p_s|p_s \leq p_b) = \hat{\delta}_2 + \hat{\delta}_3 p_s$$

(식 Ⅳ-30)의 계수들은 다음과 같은 의미를 가진다. 우선, $\hat{\delta}_2$은 사모일임 위험조정 성과지표가 공모펀드보다 우수한 자산운용회사와 그렇지 않은 자산운용회사 간 공모펀드 위험조정 성과지표의 차이를 의미한다. 그러므로 $\hat{\delta}_2$은 사모일임 운용능력이 우수한 자산운용회사가 공모펀드 운용능력도 우수하다면 양수, 그렇지 않다면 음수를 가질 것이다. $\hat{\delta}_1$은 사모일임이 공모펀드에 미치는 기본적인 외부성 또는 파급효과를, $\hat{\delta}_3$는 사모일임 운용능력이 공모펀드보다 우수할 때 발생하는 추가적인 파급효과를 의미한다. 따라서, 만일 $\hat{\delta}_3 > 0$이면, 비록 공모펀드 운용능력이 사모일임보다 낮더라도 긍정적인 파급효과로 인해 공모펀드 운용능력도 어느 정도 개선될 수 있다. 그리고 이 효과는 $\hat{\delta}_1 > 0$, $\hat{\delta}_3 > 0$이면 더욱 커지게 되나, 그 강도는 이들 계수 추정치의 크기에 달려있다. 이와는 달리 $\hat{\delta}_3 < 0$이면, 사모일임 운용능력이 뛰어날수록 사모펀드가 공모펀드에 미치는 긍정적인 효과가 감소함을 의미한다. 그리고 $\hat{\delta}_1 + \hat{\delta}_3 < 0$이면, 부정적인 외부성 효과가 발생하여 사모일임의 운용능력이 높아질수록 공모펀드의 운용능력이 악화된다.

<표 Ⅳ-9>는 (식 Ⅳ-30)에 대한 추정결과를 보여주고 있다. 위험조정 성과지표는 앞선 분석과 마찬가지로 젠센알파, FF알파, 샤프비율 등 세 가지를 사용하였다. 그리고 자산운용회사의 특성을 나타내는 설명변수($\boldsymbol{X}$)는 전월 사모일임 비중, 전월 사모일임 및 공모펀드의 운용보수율, 자산운용회사의 규모(전월, 소형/중형/대형), 자산운용회사의 사모일임 수익률 순위(당월, 하위/중위/상위) 등이다. 분석방법론 역시 고정효과 패널선형회귀모형이며, 매월 더미변수를 추가하여 시간효과(time effect)를 통제하였고, 계열상관 및 이질성 등과 같은 개별 자산운용회사의 특성을 반영하기 위해 클러스터링 기법을 통해 표준오차를 조정하였다.

그 결과를 보면 다음과 같다. 우선, $I(p_s > p_b)$의 계수 즉, $\hat{\delta}_2$는 모든 분석에서 유의한 음수로 나타났다. 그 추정치를 보면, 사모일임 운용능력이 뛰어난 자산운용회사의 공모펀드는 그렇지 않은 자산운용회사의 공모

펀드에 비해 젠센알파는 월평균 11bp(연환산 1.32%), FF알파는 월평균 18bp(연환산 2.16%), 샤프비율은 0.361(연환산) 정도 낮게 나타난다. 이로 미루어보면, 사모일임 운용능력이 뛰어난 자산운용회사와 그렇지 않은 자산운용회사 간 공모펀드 운용능력의 격차가 큰 것으로 판단된다.

사모일임이 공모펀드 운용능력에 미치는 기본적인 효과를 나타내는 $\hat{\delta}_1$은 젠센알파 0.162, FF알파 0.263, 샤프비율 0.260으로 유의한 양수로 나타난다. 반면, 사모일임 운용능력이 뛰어날 때 추가적으로 발생하는 효과를 나타내는 $p_s \times I(p_s > p_b)$의 계수 추정치 $\hat{\delta}_3$는 젠센알파 -0.0568, FF알파 -0.0128, 샤프비율 0.353으로 나타났다. 이 중 FF알파는 음수이긴 하나 통계적으로 유의하지는 않다. 따라서, 샤프비율을 기준으로 보면 사모일임의 우수한 운용능력이 공모펀드 운용능력 개선에 긍정적인 영향을 미치기는 하나, 실제로 국내주식 투자를 통해 초과수익을 얻는 효과는 없는 것으로 보인다. FF알파에서 보듯이 공모펀드의 투자전략 또는 운용스타일을 통제할 경우 공모펀드가 사모펀드로 인해 추가로 얻는 효과는 유의하지 않기 때문이다. 젠센알파를 기준으로 보면, 오히려 사모일임의 위험조정 성과지표가 좋을수록 공모펀드의 위험조정 성과지표가 악화되는 효과가 발생한다.[75] 이는 사모일임 운용능력이 우수할 때 사모일임이 공모펀드 운용능력에 미치는 파급효과가 그렇지 않은 경우에 비해 차이가 없거나 오히려 떨어진다는 것을 시사한다.

결국 국내 주식형 시장에서는 공모펀드 간 운용능력의 격차가 크게 나타나며, 사모일임 운용능력이 우수하다고 해서 공모펀드 운용능력이 개선되는 효과는 없는 것으로 판단된다. 따라서 앞 절의 동시운용 영향 분석에서 나타난 $\hat{\gamma}_1 > 0$, $\hat{\gamma}_3 \leq 0$, $\hat{\gamma}_1 + \hat{\gamma}_3 \geq 0$ 의 결과는 이론모형에서 제기한 투자정보 공유의 파급효과가 공모펀드를 운용하는 펀드매니저의 운용능력에 따라 달리 나타난 것으로 해석할 수 있다. 즉, 공모펀드 간 운용능력의 격차가 큰 결과 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 효과가 비대칭적인

75) 예를 들어, 사모일임의 젠센알파가 월평균 30bp라면 이로 인해 공모펀드의 젠센알파는 1.7bp(=0.0568×ln(1+0.0030)) 정도 감소하는 효과가 있다.

것으로 나타난 것이다. 예를 들어, 공모펀드 운용능력이 뛰어나면 $\hat{\gamma_1} > 0$의 분석결과처럼 내부 회의 및 정보교환에서 얻은 투자정보를 활용하여 수익률을 개선할 수 있다. 반면, 그렇지 않은 경우에는 공모펀드 운용능력이 낮고 사모일임의 영향으로 운용능력이 개선되는 효과도 없는 만큼 $\hat{\gamma_3} \leq 0$, $\hat{\gamma_1} + \hat{\gamma_3} \geq 0$의 결과와 같이 수익률 개선 효과가 대폭 감소하거나 없어지는 것이다.

<표 Ⅳ-9> 사모일임이 공모펀드 위험조정 성과지표에 미친 영향

설명변수	종속변수: 공모펀드의 성과지표(p_b, 로그변환)		
	(1) 젠센알파	(2) FF알파	(3) 샤프비율
사모일임 성과지표 (p_s, 로그변환)	0.162***	0.263***	0.260***
	(0.0238)	(0.0305)	(0.0258)
$I(p_s > p_b)$	-0.0011***	-0.0018***	-0.361***
	(0.0001)	(0.0002)	(0.0313)
$p_s \times I(p_s > p_b)$	-0.0568*	-0.0128	0.353***
	(0.0312)	(0.0374)	(0.0401)
사모일임 비중 (전월 기준)	0.0003	0.0027***	0.0139
	(0.0010)	(0.0009)	(0.0938)
공모 운용보수율(전월)	0.0017*	-0.0006	0.562***
	(0.0009)	(0.0010)	(0.199)
사모일임 운용보수율(전월)	0.0003	-1.07e-05	-0.00578
	(0.0004)	(0.0006)	(0.0483)
I_{mid_size} (중형그룹)	6.15e-05	-0.0010***	0.0399
	(0.0003)	(0.0004)	(0.0432)
I_{big_size} (대형그룹)	-3.76e-05	-0.0008**	0.00775
	(0.0003)	(0.0004)	(0.0506)
사모일임 수익률 (중간그룹)	0.0001**	0.0002	0.00738
	(7.33e-05)	(0.0001)	(0.0173)
사모일임 수익률 (상위그룹)	0.0001*	0.0002*	-0.00949
	(7.62e-05)	(0.0001)	(0.0180)
상수	-0.0012*	0.0006	-0.532***
	(0.0007)	(0.0008)	(0.143)
표본 수	807	807	772
자산운용회사 수	26	26	26

주: 성과지표는 과거 18개월의 월별 자료를 이용하여 산정하였으며, 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률, 무위험수익률은 콜금리를 사용하였음. 또한, 매월 더미변수로 시간효과를 통제하고, 클러스터링 기법으로 계열상관 및 이질성을 반영한 표준오차를 산정하였음

4. 소결

이 장에서는 동시운용 효과 즉, 공모펀드와 사모일임 동시운용에 잠재된 이해상충 가능성과 투자정보 공유의 파급효과를 이론모형과 실증분석을 통해 살펴보았다. 특히 실증분석에서는 2011년 12월부터 2016년 3월까지 국내 주식형 공모펀드 및 사모일임 시장을 대상으로 동시운용 효과와 투자정보 공유의 파급효과가 발생하는지를 검증해보았다. 그 주요 결과를 이론모형과 실증분석으로 나누어 보면 다음과 같다.

이론모형에서 동시운용 효과는 기본적으로 공모펀드 투자자와 자산운용회사의 이해관계가 일치하지 않을 때 발생한다. 자산운용회사는 펀드시장에서 기관투자자의 비중이 커질수록 수익을 극대화하기 위해 사모일임의 운용을 자사의 펀드매니저 중 운용능력이 뛰어난 펀드매니저에게 맡기게 된다. 이로 인해 공모펀드 투자자는 기관투자자는 물론 시장 평균수익률에도 못 미치는 수익을 얻게 되고, 더 나아가 펀드투자를 시작하기도 전에 고수익을 얻을 기회 자체를 잃을 수도 있다. 즉, 공모펀드와 사모일임을 모두 운용하는 자산운용회사가 수익성이 높은 사모일임에 물적·인적 자원을 집중 배치하면 공모펀드 투자자는 손해를 입을 수 있는 것이다. 또한, 이러한 동시운용 효과는 펀드매니저 간 운용능력의 격차와 공모펀드 시장의 정보비대칭 문제가 커질수록 심화된다.

한편, 자산운용회사 내부회의 및 정보교환 등을 통해 펀드매니저 간 투자정보 공유가 가능하면, 사모일임의 성과가 공모펀드에 긍정적인 영향을 끼치는 외부성 또는 파급효과가 발생할 수도 있다. 이 경우 공모펀드 펀드매니저는 운용능력이 뛰어난 사모일임 펀드매니저의 투자전략 또는 투자정보가 유용하다고 판단되면 이를 활용하여 공모펀드의 성과를 개선할 수 있기 때문이다. 이렇게만 된다면, 비록 운용능력이 뛰어난 펀드매니저가 사모일임을 운용하더라도 공모펀드 시장의 이해상충 문제가 그리 심하지 않을 수도 있다.

실증분석에서는 사모일임 수익률이 공모펀드 수익률에 미치는 영향분석을 통해 동시운용 효과 및 파급효과의 가능성을 검증하였다. 분석결과, 사모일임의 파급효과를 통제하면 사모일임 운용능력이 뛰어난 자산운용회사의 공모펀드 수익률이 그렇지 않은 공모펀드 수익률과 차이가 나지 않았다. 특히, 운용스타일을 감안한 요인 조정 초과수익률을 기준으로 보면 그러하다. 이를 감안하면, 국내 주식형 시장에서 동시운용 효과는 없는 것으로 판단된다. 그런데 공모펀드 운용능력이 뛰어나면 투자정보 공유에 따른 긍정적인 파급효과가 나타났으나, 그렇지 않은 경우에는 이 효과가 대폭 감소하거나 사라지는 비대칭적인 결과가 나타났다. 위험조정 성과지표에 대한 분석결과, 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 비대칭적인 파급효과는 공모펀드 간 운용능력의 격차에서 기인하는 것으로 판단된다. 공모펀드 운용능력이 뛰어나면 내부 회의 및 정보교환에서 얻은 투자정보를 활용하여 수익률을 개선할 수 있는 반면, 그렇지 않은 경우에는 실제 수익률 개선까지 이어지기 어렵기 때문이다.

Ⅴ. 결론

Ⅴ. 결론

이 연구에서는 최근 국내 자산운용시장에서 나타나고 있는 고객군의 기관화 현상과 관련된 중요한 이슈들을 분석했다. 2011년 12월말에서 2016년 3월말까지의 자산운용회사 단위 월간 데이터를 활용해 개인투자자가 주요고객인 공모 주식형과 기관투자자가 주요고객인 사모일임 주식형의 비교에 초점을 맞춰 다음과 같은 세 가지 분석을 수행했다. 첫째, 자금흐름, 운용보수율, 운용성과 등 중요한 지표들을 비교분석했다. 둘째, 양 시장의 자금흐름 결정요인을 비교분석했다. 특히, 과거의 운용성과가 자금흐름에 미치는 영향을 분석함으로써 기관투자자와 개인투자자의 시장규율에 어떤 차이가 있는지 분석했다. 셋째, 주요 국내 자산운용회사들이 공모와 사모일임시장에서 동시에 영업하고 있는데, 이러한 공모와 사모일임 동시운용이 공모시장 투자자들에게 어떤 영향을 미치는지 분석했다. 본 장에서는 각 분석의 결과를 간단하게 요약하고 시사점을 논의함으로써 연구를 마무리한다. 특히 자산운용시장 고객군의 기관화가 앞으로 더욱 진전될 것이라는 가정을 전제로 이러한 기관화가 자산운용시장에 어떤 의미가 있는지를 중심으로 논의한다.

먼저, 자금흐름, 운용보수율, 운용성과 분석과 관련해서는 다음과 같은 특징들이 나타났다. 사모일임 주식형의 자금흐름 규모와 증가율이 공모 주식형을 압도했다. 개인투자자들이 많이 투자하는 주식형 시장에서도 개인투자자들의 투자 위축이 지속되는 가운데 기관투자자들의 투자가 늘어나고 있는 것이다. 사모일임 주식형이 크게 늘어나고 있지만 운용보수율은 여전히 공모 주식형에 비해 낮은 수준에 머물러 있다. 시장요인을 반영한 운용성과는 사모일임 주식형이 공모 주식형에 비해 우수했다.

사모일임 주식형의 운용보수율이 상대적으로 더 낮은 것은 더 높은 패시브 운용 비중, 운용보수율 협상력이 약한 자산운용회사들의 입지, 저조한 주가로 인한 미미한 성과보수 등에 기인한 것으로 추정된다. 이러한 흐름이 향후에도 이어진다면 고객군의 기관화 현상은 자산운용회사들의

경영수익성에 불리하게 작용할 가능성이 있다. 이는 자산운용회사들이 향후 운용전략의 창의성 제고 등을 통해 안정적 운용능력을 보여줌으로써 운용서비스 제공의 대가를 충분히 받아낼 필요가 있음을 의미한다. 그렇지 않으면 기관투자자가 늘어나는 시장에서 많은 자산운용회사들이 어려움에 직면할 것이다.

기관고객 시장인 사모일임 주식형의 운용성과가 상대적으로 우수하다는 사실 또한 중요한 점을 시사한다.[76] 사모일임 주식형의 운용성과가 공모 주식형 운용성과에 비해 상대적으로 더 우수한 것은 상대적으로 낮은 운용규제, 기관투자자들의 규율능력 등 복합적인 요인에 기인했을 것으로 추정된다. 만약 낮은 운용규제가 사모일임 주식형의 우수한 운용성과에 영향을 미쳤다면 공모시장에 적용되는 운용규제에 대해서도 그 규제의 공과를 검토해 볼 필요가 있다. 한편, 기관투자자들의 규율능력이 운용성과에 영향을 미친 것이라면 향후 기관화가 더 진전됨에 따라 자산운용시장 전반에 대리인문제가 축소될 여지도 있을 것이다. 공모 시장에서도 기관투자자들의 투자비중이 점차 커지고 있기 때문에 자산운용회사들을 규율하는 시장의 힘은 갈수록 커질 것으로 예상되기 때문이다. 이는 자산운용시장 전체의 운용성과 제고에 도움이 될 수 있는 변수다. 이와 반대로 자산운용회사들이 사모일임 시장에 회사의 자원을 집중 배치함에 따라 사모일임의 운용성과를 제고시킨 것이라면 공모 시장의 개인투자자들에게 부정적인 영향을 줄 수도 있다.

공모 주식형과 사모일임 주식형의 자금흐름 결정요인 분석을 통해서 기관투자자들에 의한 시장규율 가능성을 일정부분 파악할 수 있었다. 기관투자자들의 경우 개인투자자들에 비해 운용성과나 운용보수에 덜 민감했다. 국내 투자일임시장의 대형고객들인 공적연기금들의 위탁운용사 선정과정은 기관투자자들이 개인투자자들에 비해 상대적으로 더 많은 정보를 참고한다는 것을 짐작케 한다. 특히 운용성과가 나쁜 경우에도 자금회수를 주저하는 개인투자자와 달리 기관투자자들은 일정부분 자금회수에

76) 물론 분석대상 기간이 짧다는 한계점이 있기 때문에 명확한 해석을 부여하기 위해서는 데이터가 더 축적된 후 추가적인 분석이 필요하다.

나서는 경향을 보였다. 이는 기관투자자들이 개인투자자들에 비해 상대적으로 부진한 운용성과에 대해 더 강하게 자산운용회사들을 질책함을 의미한다. 만약 자산운용회사들이 자산운용시장 전반에 걸쳐 그 중요성이 커지고 있는 기관투자자들의 규율에 대비하기 위해 상품의 구조와 전략을 개선시키고 우수한 인력을 보강한다면 운용성과의 전반적인 개선에 도움이 될 것으로 보인다. 이는 자산운용시장 전반에 기관투자자들에 의한 규율의 강도가 커질 것이기 때문이다. 또한 기관투자자들은 위탁운용사를 선정할 때 운용성과 이외의 다양한 요소를 고려하기 때문에 자산운용회사들은 운용성과는 물론 운용체계 등 다양한 요소에 신경을 쓸 수밖에 없다.[77] 이는 자산운용시장 전체의 효율성 증대를 이끌 것이다.

마지막으로 자산운용회사들에 의한 공모펀드와 사모일임 동시운용의 영향을 살펴보기 위해 이론모형 분석과 아울러 실증분석을 수행했다. 이론모형에서는 동시운용 효과 즉, 동시운용에서 발생할 수 있는 이해상충의 양상과 함께 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 파급효과에 대해서도 알아보았다. 실증분석에서는 이러한 동시운용 효과 및 파급효과가 국내주식형 시장에 존재하는지 검증하였다.[78]

그 주요 결과는 다음과 같다. 사모일임 운용능력이 우수한 자산운용회사가 운용하는 공모펀드라 하더라도 그렇지 않은 공모펀드에 비해 수익률이 낮지는 않았다. 특히, 공모펀드와 사모일임의 특성을 감안한 요인 조정 초과수익률을 기준으로 보면 더욱 그러하다. 따라서 국내주식형 시장에서는 기존 문헌에서 제기한 동시운용 효과가 발견되지 않는다. 그런데 사모일임이 공모펀드 수익률에 미치는 파급효과는 공모펀드의 운용능력에 따라 상이하게 나타났다. 공모펀드 운용능력이 뛰어나면 파급효과로 인해 공모펀드 수익률이 개선되었으나, 그렇지 않은 경우에는 이 효과가 대폭

77) 물론 본 연구의 자금흐름 결정요인 추정결과 기관투자자들의 시장규율도 그렇게 강하다고 볼 수는 없다. 다만, 개인투자자들에 비해서는 그나마 기관투자자들에 의한 시장규율이 일정부분 가능하기 때문에 자산운용시장에서 차지하는 기관투자자들의 비중이 커질수록 자산운용시장 전체의 규율 강도는 강해질 것이다.

78) 이를 위해 Ⅲ장의 자금흐름 결정요인 분석에서 활용한 자료와 기본적으로 동일한 자료를 이용했다.

감소하거나 사라진 것이다. 위험조정 성과지표에 대한 분석 결과, 이러한 사모일임의 비대칭적인 파급효과는 국내 자산운용회사의 공모펀드 간 운용능력 격차가 큰 것에 기인하는 것으로 판단된다.

주식형 시장에서 동시운용 효과가 발견되지 않은 데에는 대체로 다음과 같은 이유가 복합적으로 작용한 것으로 보인다. 우선, 국내 펀드시장이 공모펀드를 중심으로 성장해 온 이상 공모펀드 시장은 여전히 자산운용회사가 간과할 수 없는 시장이라는 점을 들 수 있다. 또한, 운용보수율만 하더라도 공모펀드가 사모일임보다는 훨씬 높기 때문에 수익성 측면에서도 공모펀드 시장은 여전히 중요하다. 더군다나 펀드시장은 평판이 작동하는 시장인 만큼 공모펀드 운용을 소홀히 하면 사모일임 고객의 투자자금도 이탈할 가능성이 있다. 이에 따라 아직까지는 국내 자산운용회사들이 공모펀드와 사모일임에 유능한 펀드매니저를 적절히 배치하고 있고, 그 결과 사모일임 운용능력에 따라 공모펀드 간 수익률의 유의한 차이는 관찰되지 않는 것으로 판단된다.[79] 물론 이러한 결과는 자산운용회사 단위의 분석에 기초한 것이므로 개별 펀드 차원에서는 동시운용 효과가 존재할 가능성을 배제할 수 없다.

그런데 최근 들어 급속히 진행되고 있는 고객군의 기관화 현상을 감안하면 향후에는 국내에서도 동시운용 효과가 나타날 수 있음을 유의해야 한다. 또한, 지속적으로 감소추세를 보이고 있는 공모펀드 운용보수율도 이러한 가능성을 뒷받침한다. 이와 함께 사모일임의 운용보수율이 높아진다면 더욱 그러하다. 한편, 이론모형에서 동시운용 효과는 펀드매니저 간 운용능력의 차이가 존재할 때 자산운용회사의 경제적인 유인체계와 공모펀드 시장의 정보비대칭성 문제가 결합하여 발생한다. 이를 감안하면, 정보비대칭을 줄이는 동시에 자산운용회사의 유인체계가 사모일임에 편향되지 않도록 공모펀드 시장의 수요기반을 강화할 수 있는 정책적인 노력이 필요할 것으로 판단된다. 예를 들면, 개방형 판매채널 확대, 자산관리 및

79) 동시운용에 따른 이해상충이 없다는 실증분석 결과는 이론모형에서 공모펀드와 사모일임을 운용하는 펀드매니저 간 운용능력의 차이가 그다지 심하지 않을 때 나타나는 균형에 해당한다.

투자자문 서비스의 확충, 연금상품 또는 연금시장과 펀드상품 간의 연계 강화 등이 이에 해당한다. 경우에 따라 공모펀드에 적용되는 운용규제의 완화를 통해 공모펀드 운용성과를 개선시키려는 노력도 필요하다. 물론 개별 자산운용회사는 자체적인 운용역량을 강화하는 노력을 기울여야 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

고광수·하연정, 2010, 주식형 펀드의 성과와 현금흐름: 구조적 변화와 신설 및 생존편의 효과, 『재무연구』 23(4), 437-467.

김상배, 2015, 거시경제적 위험과 개별 주식형펀드의 현금흐름, 『재무관리연구』 32(4), 149-175.

김재칠·강현주·김종민·남재우, 2016, 『자산운용산업의 국제화: 방향과 과제』, 자본시장연구원 연구총서 16-01.

박삼철·차태진·송상우·김건, 2015, 『사모펀드 해설: 전문투자형 사모집합투자기구』, 지원출판사.

박창균, 2007, 『각종 간접적 투자수단 간 구분기준에 관한 논의』, 자산운용협회 용역보고서.

박철영, 2009, 투자자문업 및 투자일임업에 관한 법적 규제의 현황과 과제, 『증권법 연구』 10(1), 1-31.

송홍선·권종호·김은집·백재호·장정모, 2011, 『자산운용산업내 각종 상품·서비스간 규제체계 비교 및 개선방안』, 자본시장연구원 용역보고서.

하연정, 2014, 주식시장 수익률과 사모 주식형 펀드의 현금흐름, 『금융공학연구』 13(3), 79-97.

하연정·김동석·고광수, 2014, 주식형 펀드의 성과와 현금흐름의 볼록성 관계: 순현금흐름과 시장 점유율 변화, 『한국증권학회지』 43(5), 911-936.

Baltagi, B., 2001, *Econometric Analysis of Panel Data*, Second Edition, West Sussex, England: John Wiley & Sons.

Barber, B., Odean, T., Zheng, L., 2005, Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows, *Journal of Business* 78, 2095-2120.

Berk, J., Green, R., 2004, Mutual fund flows and performance in rational markets, *Journal of Political Economy* 111, 1269-1295.

Bhattacharya, U., Lee, J., Pool, V., 2013, Conflicting family values in mutual fund families, *Journal of Finance* 68, 173-200.

Carhart, M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.

Chaudhuri, R., Ivkovic, Z., Trzcinka, C., 2013, Strategic performance allocation in institutional asset management firms: behold the power stars and dominant clients, working paper.

Chaudhuri, R., Ivkovic, Z., Trzcinka, C., 2014, Cross-subsidization in institutional asset management firms, working paper.

Chen, L., Chen, F., 2009, Does concurrent management of mutual and hedge funds create conflicts of interest? *Journal of Banking and Finance* 33, 1423-1433.

Chevalier, A., Ellison, G., 1997, Risk taking by mutual funds as a response to incentives, *Journal of Political Economy* 105, 1167-1200.

Cici, G., Gibson, S., Moussawi, R., 2010, Mutual fund performance when parent firms simultaneously manage hedge funds, *Journal of Financial Intermediation* 19, 169-187.

Cohen, L., Schmidt, B., 2008, Attracting flows by attracting big clients: conflicts of interest and mutual fund portfolio choice, working paper.

Das, S., Sundaram, R., 1998, On the regulation of mutual fund fee structures, working paper, Department of Finance, Stern School of Business.

Das, S., Sundaram, R., 2002, Fee speech: signaling, risk-sharing, and the impact of fee structures on investor welfare, *Review of Financial Studies* 15, 1465-1497.

Elton, E., Gruber, M., Blake, C., 2003, Incentive fees and mutual funds, *Journal of Finance* 58, 779-804.

Elton, E., Gruber, M., Busse, J., 2004, Are investors rational? choices among index funds, *Journal of Finance* 59, 261-288.

Fama, E., French, K., 1993, Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.

Fama, E., MacBeth, J., 1973, Risk, return, and equilibrium: empirical tests, *Journal of Political Economy* 81, 607-636.

Gaspar, J., Massa, M., Matos, P., 2006, Favoritism in mutual fund families? evidence on strategic cross-fund subsidization, *Journal of Finance* 61, 73-104.

Goetzmann, W., Ibbotson, R., 1994, Do winners repeat? Patterns in mutual fund return behavior, *Journal of Portfolio Management* 20, 9-18.

Goriaev, A., 2002, The relative impact of different classification schemes on mutual fund flows, working paper, Tilburg University.

Gruber, M., 1996, Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51, 783-810.

Guercio, D., Genc, E., Tran, H., 2015, Playing favorites: conflicts of interest in mutual fund management, working paper.

Guercio, D., Tkac, P., 2002, The determinants of the flow of funds of managed portfolios: mutual funds vs. pension funds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, 523-557.

Hendricks, D., Patel, J., Zeckhauser, R., 1993, Hot hands in mutual funds: short-run persistence of relative performance: 1974-1988, *Journal of Finance* 48, 93-130.

Huberman, G., Kandel S., 1993, On the incentives for money managers: a signaling approach, *European Economic Review* 37, 1065-1081.

Huddart, S., 1999, Reputation and performance fee effects on portfolio choice by investment advisers, *Journal of Financial Markets* 2, 227-271.

Ippolito, R., 1992, Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry, *Journal of Law and Economics* 35, 45-70.

Ivkovic, Z., Weisbenner, S., 2009, Individual investor mutual fund flows, *Journal of Financial Economics* 92, 223-237.

James, C., Karceski, J., 2006, Investor monitoring and differences in mutual fund performance, *Journal of Banking and Finance* 30, 2787-2808.

Jensen, M., 1968, The performance of mutual funds in the period 1945-1964, *Journal of Finance* 23, 389-416.

Kaplan, S., Schoar, A., 2005, Private equity performance: returns, persistence and capital flows, *Journal of Finance* 60, 1791-1823.

Lim, J., Sensoy, B., Weisbach, M., 2016, Indirect incentives of hedge fund managers, *Journal of Finance*, *forthcoming.*

Nanda, V., Wang, Z., Zheng, L., 2004, Family values and the star phenomenon: strategies of mutual fund families, *Review of Financial Studies* 17, 667-698.

Nohel, T., Wang, Z., Zheng, L., 2010, Side-by-side management of hedge funds and mutual funds, *Review of Financial Studies* 23, 2342-2373.

Petersen, M., 2009, Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches, *Review of Financial Studies* 22, 435-480.

Rakowski, D., Wang, X., 2009, The dynamics of short-term mutual fund flows and returns: a time-series and cross-sectional investigation, *Journal of Banking and Finance* 33, 2102-2109.

Reuter, J., Zitzewitz, E., 2006, Do ads influence editors? Advertising and bias in the financial media, *Quarterly Journal of Economics* 121, 197-227.

Rockinger, M., 1996, Determinants of capital flows to mutual funds, working paper, HEC-School of Management.

Sharpe, W., 1966, Mutual fund performance, *Journal of Business* 39, 119-138.

Sirri, E., Tufano, P., 1998, Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance* 53, 1589-1622.

연구보고서 16-07

자산운용시장 고객군의 기관화에 따른 영향과 시사점

인 쇄 2016년 12월 21일
발 행 2016년 12월 28일
저 자 김종민, 김재칠
편집인 안동현
발행처 자본시장연구원
주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143
전 화 3771-0600
팩 스 786-7570
인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-154-8-93320

www.kcmi.re.kr

KCMI

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute
서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원
93320
9 788960 891548
ISBN 978-89-6089-154-8