

KCMI

Korea Capital
Market Institute

국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징 및 성과 분석

김종민



자본시장연구원

국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징 및 성과 분석

2018. 12.

선임연구위원 김 종 민

序 言

공모펀드는 일반 국민이 재산증식이나 노후준비 수단으로 활용할 수 있는 대표적인 금융투자상품입니다. 특히, 국내주식형 공모펀드는 글로벌 금융위기 이전만 하더라도 국내 자산운용산업의 성장을 이끌던 핵심 동력이기도 했습니다. 그런데 이 보고서에서 밝힌 바와 같이 글로벌 금융위기 이후 국내주식형 공모펀드 시장 규모는 예전 수준의 절반에도 미치지 못하고 있는 실정입니다. 물론 이러한 부진의 근본 이유는 저조한 펀드성과에 있겠으나, 최근 영국 감독당국에서도 주목한 것처럼 금융회사와 투자자 간 정보비대칭 내지 이해상충도 한 원인일 수 있습니다. 공모펀드의 투자자가 주로 개인투자자임을 감안하면 더욱 그렇습니다.

이에 이 보고서는 다양한 분석을 통해 글로벌 금융위기 이후 국내주식형 공모펀드 판매과정에서 문제점은 없었는지 검토하고 있습니다. 분석결과 계열사펀드 또는 판매보수율이 높은 펀드에는 더 많은 신규자금이 유입되었으나, 유입 이후 펀드성과는 유의하게 낮아지는 것으로 나타납니다. 이는 국내주식형 공모펀드에 가입했던 투자자들이 당초 기대했던 수익률을 얻지 못한 채 환매했음을 의미합니다. 보다 근본적으로는 글로벌 금융위기 이후 나타나고 있는 국내주식형 공모펀드 시장의 정체 내지 부진의 이면에는 투자자의 신뢰저하가 자리하고 있는 것으로 보입니다. 따라서 자산운용회사뿐만 아니라 펀드를 판매하는 금융회사와 정책당국 모두 머리를 맞대고 투자자 신뢰회복 방안을 강구해야 할 것입니다. 아울러 이 보고서가 국내 금융회사의 공모펀드 판매전략 개선뿐만 아니라 향후 국내에서 공모펀드를 활용한 자산관리 서비스가 확대되고 대중화되는 데 일조할 수 있기를 바랍니다.

이 보고서를 작성하는 데 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김종민 선임 연구위원에게 감사를 드립니다. 또한, 지정 논평을 맡아주신 이석훈 선임 연구위원, 장근혁 연구위원과 원내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들께도 감사를 드립니다. 아울러 본 보고서의 기초자료 수집과 정

리, 원고 교정 및 편집에 수고를 아끼지 않은 심수연 선임연구원과 김달님
연구조원에게도 감사를 전합니다. 마지막으로 이 보고서의 내용은 연구진
개인의 의견이며, 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둡니다.

2018년 12월
자본시장연구원
원장 박영석

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	xi
 I. 서론	 3
 II. 판매현황 및 펀드성과의 주요 특징	 9
1. 공모펀드 관련 이해상충의 양상	9
2. 판매현황 및 자금흐름의 특징	17
3. 펀드성과 개관 및 주요 특징	37
4. 소결	55
 III. 자금흐름 결정요인 및 미래성과 분석	 61
1. 분석방법론	61
2. 자금흐름 결정요인 분석결과	67
3. 미래성과 분석결과	82
4. 소결	97
 IV. 결론	 103
 참고문헌	 109

표 목 차

<표 II-1> 한국펀드평가의 국내주식형 벤치마크	15
<표 II-2> 공모펀드 판매잔고 현황	18
<표 II-3> 펀드유형별 판매잔고 변화	19
<표 II-4> 보수율 평균 비교	25
<표 II-5> 보수율 평균 비교 - 은행 VS. 증권사	27
<표 II-6> 보수율 평균 비교 - 계열유형 기준	28
<표 II-7> 클래스 유형과 이해상충의 관계	32
<표 II-8> 연도별 KOSPI지수와 자금유출입 규모	36
<표 II-9> 펀드 수익률 기초통계량	38
<표 II-10> 판매채널 기준 펀드 수익률 추이 - 은행 VS. 증권사	42
<표 II-11> 클래스 기준 펀드 수익률 추이	45
<표 II-12> 계열유형 기준 펀드 수익률 추이	46
<표 II-13> 펀드 세부 유형별 연평균 수익률 추이	53
<표 II-14> 펀드 세부 유형별 IR 지표 변화	54
<표 III-1> 주요 설명변수 간 상관계수	65
<표 III-2> 주요 특성별 자금흐름 기초통계량	68
<표 III-3> 국내주식형 공모펀드의 주요 특성별 자금흐름	69
<표 III-4> 자금흐름 결정요인 분석	74
<표 III-5> 자금흐름 결정요인 분석 - 액티브펀드 한정	79
<표 III-6> 펀드의 미래성과 기초통계량	84
<표 III-7> 벤치마크 대비 미래성과 추이 - 계열유형 기준	85
<표 III-8> 펀드의 미래성과 분석	91
<표 III-9> 펀드의 미래성과 분석 - 액티브펀드 한정	95
<표 III-10> 주요 분석결과 - 액티브펀드 한정	99

그 립 목 차

<그림 II-1> 공모펀드 관련 이해상충의 예	10
<그림 II-2> 주식형 공모펀드 판매잔고 추이	18
<그림 II-3> 판매채널 기준 판매잔고 변화 추이	21
<그림 II-4> 계열사펀드 여부 기준 판매잔고 변화 추이	22
<그림 II-5> 클래스 기준 판매잔고 변화 추이	22
<그림 II-6> 판매채널별 클래스펀드 비중	23
<그림 II-7> 클래스 유형 비교 - A 클래스 VS. C 클래스	31
<그림 II-8> KOSPI지수와 월별 판매잔고 변화 추이	33
<그림 II-9> KOSPI지수 월수익률과 판매잔고 변화의 상관관계	34
<그림 II-10> KOSPI지수와 자금유출 규모 추이	35
<그림 II-11> 연평균 수익률 추이	39
<그림 II-12> 판매채널 기준 펀드성과 추이 개관	41
<그림 II-13> 클래스 기준 펀드성과 추이 개관	44
<그림 II-14> 계열유형 기준 펀드 수익률 추이 개관	47
<그림 II-15> 판매잔고 및 비중 변화 - 액티브펀드 VS. 인덱스펀드 ..	48
<그림 II-16> 펀드유형별 수익률과 IR 추이	50
<그림 II-17> 액티브펀드 세부 유형별 비중	51
<그림 III-1> 분석방법론 개관	63
<그림 III-2> 액티브펀드 자금흐름의 판매보수율 계수 추정치	81
<그림 III-3> 펀드의 미래성과 추이 개관	83

약 어 표

DLS	Derivative Linked Security
ELS	Equity Linked Security
ETF	Exchange-Traded Fund
FCA	Financial Conduct Authority
IR	Information Ratio
KFR	Korea Fund Ratings
KOSPI	Korea Composite Stock Price Index
TER	Total Expense Ratio
TSC	Total Shareholder Cost

《 Executive Summary 》

이 보고서는 금융투자협회의 국내주식형 공모펀드 판매데이터와 한국펀드평가의 평가데이터에 기초하여 국내주식형 공모펀드 판매양상의 특징과 성과에 대해 살펴보았다. 그리고 이를 통해 국내주식형 공모펀드 판매과정에서 투자자와 판매사 간 이해상충이 나타나는지, 나타난다면 어떤 특징이 있는지 분석하였다. 분석기간은 2009년부터 2018년 1월까지이며, 분석대상은 은행과 증권사 등 금융회사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 국내주식형 공모펀드이다.

분석기간 동안 가장 주목할 만한 특징은 국내주식형 공모펀드의 판매잔고가 급격히 감소했다는 점이다. 2017년말 기준 은행과 증권사 등 판매사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 국내주식형 공모펀드의 판매잔고는 20.4조원으로 2009년 52.2조원의 절반에도 미치지 못한다. 이를 주식시장 장세와 연계해서 보면, 2009년부터 2017년까지 자금유출 양상은 다음과 같이 세 가지 시기로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 시기는 2009~2010년 주가지수 상승기(KOSPI 지수 기준)로 주가 상승과정에서 약 17.0조원의 자금순유출이 있었다. 두 번째 시기는 주가지수가 일정 범위 내에서 등락을 반복했던 2012~2016년의 시기이다. 이 시기의 특징은 주가 하락기에 일시적인 자금순유입이 있는 후 주가 상승기에 이를 훨씬 넘어서는 대규모 자금유출이 있었다는 점이다. 이 기간 동안 자금순유출 규모는 약 24.6조원에 달한다. 세 번째 시기는 첫 번째 시기와 마찬가지로 주가지수가 상승했던 2017년으로 자금유출 규모는 5.3조원이다.

이처럼 판매잔고가 급감했던 분석기간 동안 투자자가 얻었을 국내주식형 공모펀드의 수익률은 다음과 같이 정리할 수 있다. 우선, 자금순유입이 있었던 액티브펀드의 과거 수익률 즉, 가입 당시 투자자가 참고했던 수익률은 연평균 4.51~5.01% 수준이다. 그런데 투자자의 펀드가입 이후 연평균 수익률은 1년 이후 3.50%, 2년 이후 1.33%, 3년 이후 0.82%로 급격히 악화된다. 투자자의 환매 즉, 자금순유출이

있었던 펀드로 한정하면, 자금순유출은 과거 수익률이 연평균 2.63~3.12% 수준일 때 일어나고, 그 이후에도 수익률은 계속 악화된다. 이로 미루어보면, 액티브펀드에 가입한 투자자는 연평균 4~5% 수준의 수익률을 기대하고 펀드에 가입하지만, 실제로는 이보다 낮은 2~3% 정도의 수익률을 얻은 후에 환매를 하는 것으로 추정된다. 이러한 경향은 수준은 다소 차이가 나지만 인덱스펀드에서도 동일하다. 그리고 이와 같은 펀드성과 저하 추세는 판매채널 유형이나 계열사펀드 여부를 감안해도 동일하게 나타난다.

이 보고서는 국내주식형 공모펀드의 판매양상과 투자자가 얻는 펀드성과의 특징을 보다 엄밀하게 파악하기 위해 자금흐름 결정요인 분석과 미래성과 분석을 수행하였다. 우선, 자금흐름 결정요인 분석결과를 살펴보면, 최근 1년 동안 자금유입이 많았거나 성과가 우수한 펀드, 또는 계열사펀드일수록 자금순유입 규모가 유의하게 증가하였다. 특히, 계열사펀드에는 비계열사펀드보다 펀드당 월평균 4.6~5.6억원 가량 더 많은 자금이 유입되었다. 그리고 액티브펀드에 한정하면 판매보수율 1단위 변화에 대한 자금순유입액의 변화가 1.66~1.68 수준의 유의한 양수로 추정되어 판매보수율이 높을수록 자금순유입 규모도 유의하게 커지는 것으로 나타났다. 이로부터 계열사펀드 여부 및 판매보수율 등 판매사의 이익과 직결된 변수들이 국내주식형 공모펀드 자금흐름에 유의한 영향을 끼쳤음을 알 수 있다. 한편, 계열사펀드의 높은 판매비중을 낮추기 위해 2013년 4월부터 시행된 계열사펀드 판매상한제 도입 이후 계열사펀드로의 자금유입 규모가 이전보다 펀드당 월평균 약 1.7억원, 비율로는 약 30% 가량 감소하였다. 다만, 액티브펀드로 한정하면 계열사펀드 판매상한제 이후에도 자금순유입 규모가 줄지 않았다.

미래성과 분석은 보수구조 차이에 따른 수익률 차이를 통제하기 위해 기존 연구와 마찬가지로 TER(Total Expense Ratio) 차감 이

전 벤치마크 대비 초과수익률을 기준으로 수행하였다. 분석결과, 자금순유입 이후 판매보수율 1단위 변화에 대한 미래수익률의 변화는 1년 이후 -0.68, 2년 이후 -2.24, 3년 이후 -1.66으로 추정되었다. 이는 다른 조건이 동일한 경우 판매보수율이 10bp 높은 펀드는 다른 펀드에 비해 투자자의 펀드 가입 이후 TER 차감 이전 벤치마크 대비 초과수익률이 연평균 6~11bp 가량 낮음을 의미한다. 즉, 판매보수율이 높은 펀드일수록 미래 운용성과도 낮은 것이다. 또한, 계열사펀드의 경우 비계열사펀드에 비해 TER 차감 이전 벤치마크 대비 초과수익률이 판매 이후 3년 동안 연평균 19~35bp 가량 낮은 것으로 추정되었다. 이와는 달리 클래스 유형과 선취 판매수수료율은 자금흐름과 미래성과에 유의한 영향을 주지 않는 것으로 추정되었다.

종합하면, 본 연구의 분석내용은 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 국내주식형 공모펀드는 과거 성과가 우수하더라도 성과의 지속성이 낮게 나타났다. 그 결과 국내주식형 투자자는 애초 기대했던 수익률보다 더 낮은 수익률을 얻은 상태에서 환매를 했던 것으로 보인다. 이로부터 펀드성과의 부진이 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소의 일차적인 원인임을 알 수 있다. 둘째, 판매보수율이 높은 펀드이거나 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되지만, 미래성과는 다른 펀드에 비해 더 저조하게 나타난다. 이는 국내주식형 공모펀드 판매사가 투자자보다는 자사에 이익이 되는 판매보수율이 높은 펀드 또는 계열사펀드를 판매한 결과 투자자가 손실을 보았음을 시사한다. 이로 미루어보면, 2009년 이후 급격한 판매잔고 감소로 나타나고 있는 개인투자자의 공모펀드 투자기피 현상이 펀드성과의 부진뿐만 아니라 판매과정에 내재된 투자자와 판매사 간 정보비대칭 및 이해상충 문제와도 연관되어 있음을 알 수 있다.

따라서, 예전과 같이 공모펀드에 대한 투자자 신뢰를 회복하기 위해서는 운용업계의 운용성과 제고노력과 함께 ‘운용사-판매사-투자자’

간 이해관계를 일치시킬 수 있는 감독당국의 제도개선 노력이 필요하다. 이를 위한 정책과제는 다음과 같다. 우선, 이해상충 및 불완전판매 방지를 위한 감독당국의 모니터링 강화 노력 이외에도 개방형 플랫폼을 확대하여 구조적으로 투자자가 지불하는 판매 관련 비용을 낮출 필요가 있다. 판매사는 개별 투자자의 특성 및 수요에 부합하는 펀드상품을 제공할 수 있도록 현행 판매관행 및 전략에 문제는 없었는지 재검토하여 개선할 필요가 있다. 또한, 펀드투자 시 투자자가 활용하는 정보의 유효성을 높일 필요도 있다. 예를 들면, 투자자가 이해하기 쉬운 금액단위의 보수 및 수수료 정보 전달체계를 마련하고, Morningstar의 애널리스트 등급처럼 미래성과에 대한 외부 평가기관의 전향적(forward-looking)이고 독립적인 판단에 의해 산정된 등급을 투자자에게 제공할 필요도 있다. 보다 근본적으로는 투자자문 활성화, 자산관리 플랫폼 확대, 연금상품과의 연계 강화 등을 통해 자산관리 수단이라는 공모펀드 본연의 기능을 제고할 필요가 있다.

— « Abstract » —

**Analysis on the Sales Pattern and Performance of the Korean
Domestic Equity Funds**

This report investigates fund flows and post-sale performance of domestic equity retail funds from 2009 to 2017. Results show that investors tend to invest more in the affiliated funds as well as the funds with higher past inflows or strong performance. For the actively managed funds, the higher sales fee a fund imposes, the larger new investments in the fund. However, its post-sale performance has significantly deteriorated, which is also pronounced in the affiliated funds with large inflows or the funds with high sales fees. These findings imply that a sharp decline in domestic equity funds' sales since 2009 is related to not only the poor performance but also conflicts of interest inherent in the process of fund sales between investors and distributors. Hence, restoring investor confidence calls for the regulator's efforts to improve institutional arrangements to align the interests of fund managers and distributors with those of investors in addition to the fund management industry's efforts to enhance the investment capacity.

I . 서론

I. 서론

글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용시장에서 가장 주목할 만한 변화는 국내 자산운용시장이 사모펀드와 투자일임을 중심으로 성장세를 이어가고 있다는 점이다.¹⁾ 일례로 2017년말 기준 292조원에 달하는 사모펀드 시장은 2012년 이후 연평균 15.3%씩 두 자릿수 성장세를 이어가고 있다. 그 결과 2016년에는 처음으로 사모펀드 규모가 공모펀드를 앞서기 시작하였다. 반면, 2017년말 공모펀드 순자산은 218조원으로 2009년 210조원과 거의 비슷한 수준이다. 즉, 사모펀드에 비하면 공모펀드 시장은 글로벌 금융위기 이후 부진을 면치 못하고 있는 것이다.

이러한 공모펀드 시장의 정체 내지 부진현상 이면에는 개인투자자의 공모펀드 투자 감소가 자리하고 있다. 특히, 개인투자자의 비중이 높은 주식형 내지 국내주식형으로 한정하면 더욱 그러하다. 예를 들어, 개인투자자 대상 국내주식형 공모펀드 판매잔고는 2017년말 기준 약 21조원으로 2009년말 61조원에 비해 40조원 감소하였다.²⁾ 동기간 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소분이 39조원임을 감안하면, 판매잔고 감소분은 대부분은 개인투자자 자금인 것이다.³⁾ 그런데 공모펀드 시장에서 이탈한 개인투자자 자금이 다른 금융투자상품으로 이동했다고 보기에는 무리가 있다. 동기간 개인투자자의 사모펀드 투자가 11조원 정도 늘기는 했으나 감소폭에 비하면 규모가 작다. 그리고 김종민·이효섭(2018)에 따르면, 국내 금융투자상품 간 시장분할 정도가 높아 투자수요가 ELS(Equity Linked Security)와 같은 다른 금융투자상품으로 이동했다고 보기에 어려움이 때문이다.

주지하듯이 공모펀드는 전문 금융지식이 없는 개인투자자가 주식과 같은 위험자산에 투자하고자 할 때 선택할 수 있는 대표적인 간접투자상품이

1) 연금 및 퇴직자산 규모 확대에 따른 기관투자 자금 증가, 자산운용 관련 규제변화 등이 이들 시장의 성장을 견인한 주요인이다.

2) 판매잔고는 은행 및 증권사 등 판매채널을 통해 판매된 금액 즉, 투자자들의 펀드 순매수 금액을 지칭한다.

3) 이러한 사정은 해외주식형 공모펀드에서도 마찬가지이다.

다. 실제로 국내주식형 공모펀드의 경우 개인투자자의 자금이탈에도 불구하고 여전히 2017년말 판매잔고의 80% 가량이 개인투자자 자금에 해당한다.⁴⁾ 그런데 개인투자자의 비중이 높은 만큼 투자자와 판매사 간 정보비대칭 수준도 높아 투자자는 공모펀드 가입 과정에서 불완전판매나 이해상충 문제에 노출될 가능성이 높다. 이를 감안하여 자본시장법 역시 금융투자업자의 이해상충 관리 의무를 규정하고 있다.⁵⁾ 따라서, 글로벌 금융위기 이후 나타나고 있는 개인투자자의 공모펀드 투자 감소는 공모펀드에 대한 신뢰저하에 따른 투자기피 결과일 수 있음을 유의할 필요가 있다.⁶⁾

Bergstresser et al.(2009), Kristoffersen et al.(2013), Cookson et al.(2017) 등의 연구에 따르면, 판매보수, 선취 판매수수료, 계열사펀드 여부 등이 자금흐름 및 미래성과에 유의한 영향을 미치는 변수들이다.⁷⁾ 즉, 판매사는 투자자에게 적합한 펀드보다 자사에게 유리한 펀드 예컨대 판매보수나 판매수수료가 높은 펀드 또는 계열사펀드를 판매할 유인이 있는 것이다. 그 결과 투자자는 당초 기대했던 수익률보다 낮은 수익률을 얻거

4) 2009년을 기준으로 보면, 개인투자자 대상 판매잔고 비중은 94% 수준이다.

5) 자본시장법 제44조에 따르면, 금융투자업자는 금융투자업의 영위와 관련하여 금융투자업자와 투자자 간, 특정 투자자와 다른 투자자 간의 이해상충을 방지하기 위해 이해상충이 발생할 가능성을 파악·평가하고, 내부통제기준에 따라 이를 적절히 관리해야 한다. 이해상충 가능성이 있다고 인정되는 경우에는 투자자에게 미리 알려야 하며 발생 가능성을 투자자보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후에 매매 및 거래를 해야 한다. 그리고 이해상충이 발생할 가능성을 낮추는 것이 곤란하다고 판단되면 매매나 거래를 해서는 안 된다.

6) 물론 이외에도 저성장 기조에 따른 개인의 투자여력 감소, 글로벌 금융위기 및 유럽 재정위기에 따른 대외적인 불확실성 증대, 소위 ‘박스피’라 불리는 횡보 장세 지속에 따른 수익률 저하 등이 개인의 공모펀드 투자 감소에 영향을 미친 요인으로 볼 수 있다.

7) 판매보수(sales fee)는 펀드자산에서 정기적으로 판매의 대가로 판매사에게 지불하는 금액을 의미하고, 판매수수료(load)는 투자자가 판매사에게 지불하는 일회성 금액을 의미한다. 그리고 선취 판매수수료(front-end load)는 가입 당시, 후취 판매수수료(back-end load)는 환매 시 지불하는 판매수수료를 의미한다. 한편, 판매보수율은 펀드자산 대비 판매보수의 비율(연환산)을, 선취 판매수수료율은 최초 가입 당시 투자금액 대비 선취 판매수수료의 비율을 지칭한다. 한편, 이 보고서에서는 문맥에 따라 판매보수와 판매보수율을 혼용하고, 선취 판매수수료와 선취 판매수수료율을 혼용한다.

나 손실을 보게 된다. 국내에서도 2009년 이후 개인투자자의 공모펀드 투자가 급감한 점을 감안하면 판매과정에서 정보비대칭 내지 이해상충으로 인한 문제가 발생했을 가능성을 배제할 수 없다. 그럼에도 불구하고 투자자와 판매사 간 이해상충 문제를 본격적으로 다룬 국내 연구는 아직 드문 실정이다.

이에 본 연구에서는 2009년부터 2018년 1월까지 금융투자협회의 공모펀드 판매데이터와 한국펀드평가(Korea Fund Ratings: KFR)의 평가데이터에 기초하여 국내주식형 공모펀드의 판매양상과 성과의 특징에 대해 알아보고자 한다. 그리고 이를 통해 공모펀드 판매과정에서 이해상충 문제가 있었는지, 있었다면 어떤 양상으로 나타났는지 파악하고자 한다. 보다 구체적으로 말하면, 본 연구는 상기한 이해상충 관련 변수들이 개인투자자의 국내주식형 펀드 투자자금 흐름에 미치는 영향을 파악하고 미래성과 분석을 통해 이해상충 여부를 검증하고자 한다. 본 연구는 자금흐름뿐만 아니라 펀드 미래성과 분석을 통해 국내 최초로 투자자와 판매사 간 이해상충 여부를 실증적으로 분석한다는 점에서 기존 연구와 차별화된다. 다만, 개별 판매사에서 판매되는 펀드 데이터 단위에서는 투자자가 개인투자자인지 확인할 수 없으므로 분석대상은 은행 및 증권사 등 금융회사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 국내주식형 공모펀드로 한정한다.

본 보고서의 연구질문은 크게 다음 두 가지로 구성된다. 첫 번째 연구질문은 ‘이해상충 가능성이 있는 펀드에 더 많은 자금이 유입되는가’이다. 이를 위해 본 연구에서는 기존 문헌과 마찬가지로 자금흐름의 모멘텀, 펀드의 특성 및 과거 성과 등 투자의사결정에 영향을 미치는 주요 변수들을 통제한 후 이해상충 관련 변수들이 자금흐름에 미친 영향을 분석한다. 보다 구체적으로 말하면, 이 분석에서 판매보수율이나 선취 판매수수료율이 높은 펀드 또는 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되었는지를 파악하고자 한다. 다만, 국내에서는 ‘판매채널-펀드’ 단위의 설정 및 환매금액 자료가 없기 때문에 금액단위의 월별 판매잔고 변화 즉, 자금순유입액(단위: 억원)을 기준으로 자금흐름 결정요인을 분석한다. 한편, 우리나라에서는 투자자보호 차원에서 계열사 간 과도한 거래집중을 막기 위해 2013년 4월

부터 계열사펀드 판매상한제를 실시하고 있다. 이를 감안하여 자금흐름 결정요인 분석에서는 이 정책의 효과에 대해서도 평가한다.

투자자와 판매사 간 이해상충 여부를 검증하기 위해서는 이해상충의 결과 실제 투자자가 손실을 입었는지 판단해야 한다. 따라서 본 연구의 두 번째 연구질문은 ‘판매 이후 개별 펀드의 성과는 어떠한가’이다. 이는 판매보수율 및 선취수수료율, 계열사펀드 여부 등 이해상충 관련 변수들이 투자자의 펀드 가입 이후 미래성과에 미친 영향을 평가하는 분석이다. 즉, 이해상충의 결과 자금이 유입된 펀드 예를 들면, 판매보수율이 높은 펀드이거나 계열사펀드의 성과가 그렇지 않은 펀드에 비해 낮은가를 살펴보는 것이다. 다만, 투자자별로 실제 투자손익을 파악할 수 없으므로 본 연구에서는 투자자가 펀드에 가입한 후 일정 기간 펀드를 보유했다면 얻었을 성과를 추정하여 손실여부를 가늠해보고자 한다. 그리고 이 분석에서 성과는 보수구조 차이가 수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 TER(Total Expense Ratio)⁸⁾ 차감 이전 벤치마크 대비 기간 누적초과수익률로 측정한다.

이 보고서의 구성은 다음과 같다. 우선, II장에서는 공모펀드 판매 관련 이해상충의 양상과 관련 기존 문헌을 개관하고, 국내주식형 공모펀드의 판매현황 및 펀드성과를 판매사 및 이해상충 관련 주요 특성변수를 기준으로 개관한다. III장에서는 펀드투자 자금흐름 결정요인 및 미래성과 분석결과를 제시하고, 펀드 판매과정에서 내재된 투자자와 판매사 간 이해상충의 양상과 특징에 대해 살펴본다. 마지막 IV장에서는 실증분석에 기초하여 이해상충을 방지하고 자산관리 수단으로서 공모펀드의 기능을 제고할 수 있는 정책과제를 논의한다.

8) TER(총비용비율)은 펀드 운영과정에서 지불되는 총비용을 펀드 순자산으로 나눈 비율로 총비용비율이라고도 한다. 여기서 펀드자산에서 지불되는 비용은 운용보수, 판매보수, 수탁보수, 사무수탁보수, 기타비용 등을 포함하고 있다.

II. 판매현황 및 펀드성과의 주요 특징

1. 공모펀드 관련 이해상충의 양상
2. 판매현황 및 자금흐름의 특징
3. 펀드성과 개관 및 주요 특징
4. 소결

II. 판매현황 및 펀드성과의 주요 특징

이 장에서는 본격적인 실증분석에 앞서 공모펀드 판매와 관련된 이해상충의 양상과 관련 주요 문헌에 대해 살펴본다. 이후 2009년부터 2017년까지 국내 공모펀드 판매현황을 개관하고, 자금흐름과 펀드성과의 주요 특징에 대해 논의한다.

1. 공모펀드 관련 이해상충의 양상

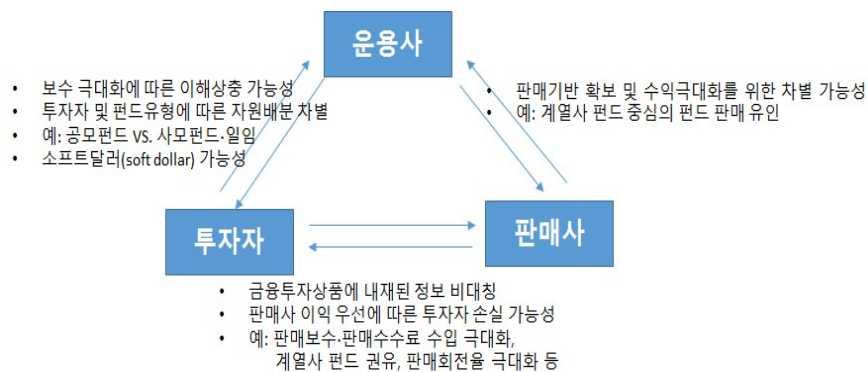
가. 개관

공모펀드는 펀드매니저 또는 자산운용사가 은행과 증권사와 같은 금융회사를 통해 다수의 투자자로부터 투자자금을 모아 금융자산에 투자하는 대표적인 간접투자상품이다. 이에 따라 공모펀드 시장의 참여자는 투자자, 운용사, 판매사 등 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 여기서 운용사는 펀드를 운용하는 펀드매니저를 포함하고 있다. 그리고 투자자는 보통 기관투자자와 일반투자자로 구분되는데, 이들은 금융지식, 투자여력, 위험감수능력 등에서 차이가 있다. 이해상충은 당사자 간 이해가 달라서 발생하는 문제이므로 공모펀드 시장에서 발생하는 이해상충의 양상은 <그림 II-1>과 같이 크게 세 가지로 나누어 볼 수 있다.

첫째, 투자자와 운용사 간 이해상충 문제를 살펴보면, 다음과 같다. 자산운용사는 위탁받은 자산운용의 대가로 운용보수 또는 성과보수를 수취하므로 보수극대화를 도모하는 과정에서 투자자 간 또는 상품 간 편향 내지 차별대우가 발생할 수 있다. 이러한 투자자와 운용사 간 이해상충의 대표적인 예로 동시운용효과(side-by-side management effect)를 들 수

있다. 동시운용효과는 운용사가 자사의 이익에 기여하는 상품의 가치를 제고하는 과정에서 다른 상품의 가치가 저하되는 현상을 지칭하는 것으로 ‘전략적인 펀드 간 보조(strategic cross-fund subsidization)’라고도 한다(김종민·김재철, 2016). 기존 문헌에 따르면, 동시운용효과는 뮤추얼펀드와 헤지펀드, 뮤추얼펀드와 투자일임 등 상이한 펀드 간에도 발생할 뿐만 아니라 동일한 유형의 뮤추얼펀드 사이에서도 나타날 수 있다. 예를 들어, 헤지펀드와 뮤추얼펀드를 동시에 운용하고 있는 운용사 또는 펀드매니저의 뮤추얼펀드 수익률이 더 낮다는 것이다.⁹⁾

<그림 II-1> 공모펀드 관련 이해상충의 예



우리나라의 경우를 보면, 국내 자산운용시장은 글로벌 금융위기 이후 사모펀드와 투자일임(이하 사모일임)을 중심으로 빠른 성장세를 이어가고 있다. 이에 김종민·김재철(2016)은 공모펀드와 사모일임을 모두 운용하고 있는 운용사를 중심으로 동시운용효과가 나타날 가능성에 주목하고, 이에 대한 분석을 수행하였다.¹⁰⁾ 다행히도 2011년 12월부터 2016년 3월

9) 이에 관한 연구로는 Cici et al.(2010), Guercio et al.(2015), Lim et al.(2016) 등이 있다. 동시운용효과에 대한 보다 자세한 문헌연구는 김종민·김재철(2016)을 참고하기 바란다.

10) 김종민·김재철(2016)의 이론모형에 따르면, 운용사 입장에서 운용사의 수익 측면에서 공모펀드보다 사모일임의 중요성이 높아질수록 운용능력이 뛰어난 펀드

까지 국내주식형 공모펀드 및 사모일임 시장을 대상으로 분석한 결과 아직까지 국내 자산운용시장에서 동시운용효과는 관찰되지 않았다.

한편, 운용사와 투자자 간 이해상충 문제는 동시운용효과 이외에도 Siggelkow(1999)가 지적한 소프트달러(soft dollar)처럼 운용사가 부담해야 할 비용을 펀드 투자자에게 전가시킬 경우에도 발생할 수 있다. 이에 대한 국내 연구로는 조성빈(2012)의 연구가 대표적이다. 조성빈(2012)은 2008년 6월부터 2011년 11월까지 국내 주식형펀드 데이터를 이용하여 위탁매매비용과 펀드 특성, 그리고 수익률 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과, 운용보수 및 판매보수가 낮을수록 위탁매매수수료가 높고, 위탁매매수수료가 높을수록 펀드성과가 낮은 것으로 나타났다. 이는 운용사가 투자자가 인지하기 어려운 위탁매매수수료의 형태로 증권사가 제공하는 리서치 서비스의 대가를 지불하고, 그 결과 투자자가 얻는 수익률이 낮아질 수 있음을 의미한다.

둘째, 본 연구의 분석대상이기도 한 공모펀드 투자자와 판매사 간 이해상충 문제는 다음과 같다. 공모펀드가 대표적인 간접투자상품인 만큼 개인투자자의 비중이 다른 금융투자상품에 비해 높다. 이에 따라 투자자와 판매사 간 정보비대칭성이 높아 그만큼 불완전판매나 이해상충 문제에 노출될 가능성이 높다. 그 결과 판매사는 자사 이익에 도움이 되는 펀드, 예를 들면 판매보수율이나 판매수수료율이 높은 펀드, 계열사펀드 등을 권유할 가능성이 높으며, 신규 펀드 가입을 위해 기존 펀드 환매를 권유 내지 유도할 수도 있다.¹¹⁾ 학계에서도 최근 들어 공모펀드 투자자와 판매사 간 이해상충을 다룬 연구결과가 나오고 있는데, 이에 대해서는 다음 절에서 보다 자세히 살펴보고자 한다.

매니저를 공모펀드보다 사모펀드나 투자일임에 배치하게 된다. 따라서, 최근 사모일임을 중심으로 성장하고 있는 국내 자산운용시장에서는 운용사가 공모펀드보다 사모일임 운용에 인적·물적 지원을 집중하여 공모펀드 투자자가 손실을 볼 수 있다.

- 11) 판매사는 자사의 이익을 위해 투자자의 기존 펀드 해지 및 신규 펀드 가입을 부추길 수 있는데, 이를 과잉 펀드매매(churning)라고 한다. 이에 대해서는 Winslow & Anderson(1990)을 참고하기 바란다.

셋째, 공모펀드 운용사와 판매사 사이에서도 이해상충 문제가 발생할 수 있다. 주지하듯이 우리나라에서 공모펀드는 대부분 은행이나 증권사를 통해 판매된다. 본 연구의 분석대상인 국내주식형 펀드의 경우에도 2017년말 기준 판매잔고의 97%가 은행과 증권사를 통해 판매되고 있다. 이처럼 제조와 판매가 분리되어 있는 경우 공모펀드 판매에서는 운용사보다는 판매사가 주도권을 가지게 된다. 직관이 어렵고 판매기반이 확보되지 않은 운용사는 공모펀드를 운용하더라도 생존 자체가 쉽지 않기 때문이다. 그 결과 판매사는 투자자에게 적합한 상품보다는 자사의 이익에 부합하는 계열사펀드 또는 판매보수나 판매수수료를 높게 책정하는 운용사의 펀드를 더 우대할 유인이 있다. 그리고 이러한 운용사와 판매사 간 이해상충 문제는 결국 투자자의 손실로 귀결될 수밖에 없다. 따라서 운용사와 판매사 간 이해상충 문제는 사실상 투자자와 판매사 간 이해상충의 문제로 발현될 가능성이 높다. 이 점에서 투자자와 판매사 간 이해상충 문제는 운용사와 판매사 간 이해상충 문제를 포함하고 있다.

나. 공모펀드 판매 관련 이해상충에 대한 기존 연구

공모펀드에 대한 연구는 주로 펀드운용의 성과 및 자금흐름에 대한 연구에 집중되어 있어 공모펀드 투자자와 판매사 간 이해상충 문제를 본격적으로 다룬 연구들은 아직 그리 많지 않다. 다만, Bergstresser et al.(2009)의 연구 이후 이에 대한 연구가 늘고 있다. Kristoffersen et al.(2013), Cookson et al.(2017), Armstrong et al.(2017) 등이 그 대표적인 연구들이다. 이 연구들의 핵심 분석결과는 다음과 같다.

우선, Bergstresser et al.(2009)은 1996년부터 2004년까지 미국 공모펀드 판매데이터를 이용하여 펀드 판매사(브로커)와 투자자 간 이해상충 문제를 제기하였다. Bergstresser et al.(2009)은 이 연구에서 브로커 판매(broker-sold)펀드와 직판(direct-sold)펀드의 성과를 비교하고, 판매보수율이 자금흐름에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 브로커판매

펀드의 판매보수 차감 이전 위험조정 성과가 직관 펀드에 비해 유의하게 낮은 반면, 마켓타이밍 능력에는 차이가 나지 않았다. 또한, 판매보수와 자금흐름 간에는 유의한 양의 관계가 존재하는 것으로 나타났다.

Kristoffersen et al.(2013)은 펀드판매 시 브로커가 얻는 이익(수수료 및 보수)이 뮤추얼펀드 즉, 공모펀드 자금흐름에 미치는 영향을 분석하여 펀드 판매사와 투자자 간 이해상충 문제를 제기하였다. 이들은 1993년부터 2009년까지 미국 공모펀드 판매데이터를 이용하여 판매수수료(load)와 판매보수가 펀드 자금흐름 및 미래성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 비계열 브로커가 판매하는 공모펀드의 경우 판매수수료가 높을수록 신규 자금유입이 많았고, 펀드의 미래성과 또한 유의하게 감소하였다. 즉, 판매사인 브로커의 경제적인 유인체계가 공모펀드 투자자의 투자 의사결정 뿐만 아니라 투자자가 얻는 수익률에도 유의한 부정적인 영향을 미친 것이다. 반면, 판매보수는 판매수수료처럼 자금흐름과 유의한 양의 관계를 가지고 있으나, 미래성과와는 관련이 없는 것으로 나타났다.

Cookson et al.(2017)은 2006년부터 2015년까지 영국 온라인 플랫폼에서 판매된 공모펀드 데이터에 기초하여 펀드판매 관련 이해상충의 양상을 제시하고 있다. 특히, 이 연구는 영국 금융 감독당국인 FCA(Financial Conduct Authority)가 공모펀드 판매관련 이해상충 문제를 실증적으로 분석한 연구이다. 이에 따르면, 과거성과를 통제할 경우 계열사펀드일수록 추천펀드에 포함될 가능성이 높게 추정되었다. 또한, 추천펀드는 비추천펀드에 비해 플랫폼과 공유하는 판매보수의 수준이 더 높게 나타났다. 즉, 영국 온라인 플랫폼에서는 판매보수가 높은 계열사펀드에 편향된 추천현상이 있는 것이다.

Armstrong et al.(2017)은 펀드판매 관련 이해상충 문제를 직접적으로 다루고 있지는 않지만, 판매사와 이해관계가 없는 독립적인 기관이 산정한 펀드등급의 중요성에 대해 다루고 있다. Armstrong et al.(2017)에 따르면, Morningstar의 전향적인(forward-looking) 애널리스트 등급이 우수한 펀드에 더 많은 자금이 유입되고 미래성과도 우수한 것으로 나타난다. 앞서 언급한 Cookson et al.(2017)의 연구에서도 브로커와 이해관

계가 독립적인 Morningstar의 애널리스트 등급을 사용할 경우 계열사펀드나 보수가 높은 펀드에 편향된 추천현상은 나타나지 않았다.¹²⁾

공모펀드 투자자와 판매사 간 이해상충 문제를 다룬 국내 연구로는 오윤해(2015), 김종민·이효섭(2018)의 연구가 있다. 오윤해(2015)는 펀드 판매사가 웹페이지에 게시한 추천펀드 리스트에 기초하여 펀드 판매사가 판매보수나 판매수수료가 높은 펀드를 판매하는지 검증하였다. 분석결과, 판매사 추천펀드의 판매보수 및 판매수수료가 비추천펀드에 비해 높은 것으로 나타났다. 김종민·이효섭(2018)은 2010년부터 2016년까지 증권사와 은행을 통해 판매된 공모펀드의 월별 판매잔고 데이터를 활용하여 주식형 공모펀드 투자수요의 주요 특징과 개인투자자의 행태를 분석하였다. 이에 따르면, 개인투자자는 기관투자자에 비해 가격탄력성이 낮을 뿐만 아니라 상승 장세에서 투자수익이 어느 정도 회복되면 환매 후 펀드시장에서 이탈하고 있다. 이에 근거하여 김종민·이효섭(2018)은 공모펀드 판매과정에서 투자자와 판매사 간 이해상충 및 정보비대칭으로 인한 불완전 판매 가능성을 제시하고 있다. 개인투자자들이 기관투자자에 비해 가격에 둔감한 만큼 판매사 입장에서는 더 높은 판매보수를 부과할 유인이 있고, 그에 따라 기대보다 낮은 성과를 얻을 가능성이 있기 때문이다.

다. 분석자료

본 연구의 분석자료는 2009년부터 2018년 1월까지 국내주식형 공모펀드의 ‘판매채널-펀드’ 단위 월별 판매데이터와 평가자료로 구성되어 있다. 판매데이터는 금융투자협회로부터 제공받았는데, 이 데이터는 판매잔

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

고 이외에도 보수율과 선·후취판매수수료율, 클래스 및 계열사여부 정보를 포함하고 있다. 그런데 금융투자협회 판매데이터는 ‘판매채널-펀드’ 단위의 판매잔고를 포함하고 있을 뿐 신규 설정금액이나 환매금액은 포함하고 있지 않다.¹³⁾ 한국펀드평가로부터 제공받은 펀드 평가자료는 개별 펀드의 수정기준가와 수익률 정보 이외에도 펀드 유형(대/중/소)분류와 펀드별 벤치마크 수익률을 포함하고 있다.

<표 II-1> 한국펀드평가의 국내주식형 벤치마크

대분류	중분류	소분류	벤치마크지수
국내 주식형	국내주식형 전체		KOSPI200
	액티브 주식형	액티브주식형 전체	KOSPI200
		일반주식형	KOSPI200
		중소형주식형	customized 중소형지수
		섹터주식형	KOSPI200
		배당주식형	KOSPI고배당50지수
		기타주식형(테마)	KOSPI200
	패시브 주식형	패시브주식형 전체	KOSPI200
		KOSPI200인덱스	KOSPI200
		기타인덱스	KOSPI200
		ETF	KOSPI200

자료: 한국펀드평가

본 연구에서는 한국펀드평가의 펀드유형과 벤치마크 수익률 정보를 사용하여 실증분석을 수행하였다. 본 연구의 분석대상인 국내주식형 펀드는 한국펀드평가의 대분류 중 하나에 속한다.¹⁴⁾ 국내주식형펀드 중분류는 액티브주식형과 패시브주식형(이하 ‘인덱스주식형’)으로 구분된다. 그리고 액티브주식형 펀드는 일반주식형, 중소형주식형, 섹터주식형, 배당주식형, 기타주식형 등으로, 인덱스주식형 펀드는 KOSPI200인덱스형과 주식 기

13) 이에 따라 본 연구는 월별 판매잔고 변화 즉, 월별 자금순유입액을 기준으로 자금흐름을 분석하였다.

14) 한국펀드평가의 대분류는 국내주식, 국내채권, MMF, 국내혼합, 국내대체투자, 국내단기미분류, 국내미분류, 해외주식, 해외채권, 해외혼합, 해외대체투자, 해외단기미분류, 해외미분류 등으로 구성되어 있다.

타 인덱스형, 주식 ETF형 등으로 구분된다. 벤치마크지수는 중소형주식형과 배당주식형을 제외한 모든 유형에서 KOSPI200지수를 사용한다. 중소형주식형의 벤치마크지수는 한국펀드평가의 중소형지수이며, 배당주식형의 벤치마크지수는 KOSPI고배당50지수이다.

금융투자협회의 클래스 정보에는 선·후취 판매수수료 유형 이외에도 매우 다양한 정보가 포함되어 있다. 본 연구에서는 펀드명 및 금융투자협회의 클래스 정보를 활용하여 클래스를 선·후취 판매수수료 유형, 온라인 전용 펀드 여부, 기관투자자 전용 펀드 여부, 연금펀드 여부, 기타 클래스 등으로 재분류하였다. 선·후취 판매수수료 유형은 선취 판매수수료만을 받는 A 클래스, 후취 판매수수료만을 받는 B 클래스, 선·후취판매수수료를 받지 않고 그 대신 판매보수를 받는 C 클래스, 선·후취 판매수수료를 모두 받는 D 클래스로 구성된다. 온라인 전용 펀드는 E 클래스와 펀드온라인코리아에서 판매되는 S 클래스이며, 기관투자자 전용 펀드는 I 클래스 및 F 클래스를 의미한다. 연금펀드는 P 클래스펀드이며, 기타 클래스는 랩 및 파생결합증권 관련 펀드 및 기타 클래스펀드를 의미한다.

본 연구에서는 은행 및 증권사 등 금융회사의 일반 창구에서 판매되는 개인투자자 대상 국내주식형 펀드로 분석대상을 한정한다. 이에 온라인 전용 펀드 및 기관투자자 대상 펀드, 연금펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드는 분석에서 제외한다. 그런데 현행 데이터 구조 및 관련 정보로는 개별 투자자가 개인인지 기관인지 명확히 구분할 수 없고, 일부 온라인 전용 펀드가 일반 창구에서 판매되었을 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 엄밀히 말하자면 본 연구의 분석대상은 은행 및 증권사 등 금융회사의 일반 창구에서 판매가 전제된 일반투자자 대상 국내주식형 펀드라고 할 수 있다. 한편, 금융투자협회의 판매데이터와 한국펀드평가의 평가데이터가 국내에서 판매된 모든 국내주식형 공모펀드를 포함하고 있으므로 국내에서 일반투자자를 대상으로 판매된 국내주식형 펀드라면 기본적으로 본 연구의 분석대상에 모두 포함된다. 다만, 일반투자자를 대상으로 판매된 펀드라도 선·후취 판매수수료 유형 구분이 어려운 펀드나 판매데이터와 평가데이터 결합이 어려운 펀드는 분석에서 제외하였다.¹⁵⁾

2. 판매현황 및 자금흐름의 특징

앞서 살펴본 기존 연구에 따르면, 판매수수료 및 판매보수, 계열사펀드 여부 등이 공모펀드 투자자와 판매사 간 이해상충 관점에서 중요한 변수들이다. 이 절에서는 이러한 변수들을 염두에 두고 2009년부터 2017년까지 국내주식형 공모펀드의 판매현황과 주요 특징을 되짚어본다. 이후에는 공모펀드 투자자 행태를 논의한 김종민·이효섭(2018)의 연구를 참고하여 분석기간 동안 국내주식형 펀드 투자자금이 주식시장 장세변화에 따라 어떻게 변했는지 알아보고자 한다.

가. 펀드판매 현황 및 변화 추이

1) 개관

<표 II-2>는 국내 금융회사 창구에서 일반투자자에게 판매된 공모펀드의 판매잔고를 2009년과 2017년으로 나누어 보여주고 있다.¹⁵⁾ 이에 따르면, 2017년말 기준 일반투자자 대상 공모펀드 판매잔고는 50.2조원으로 2009년말 100.5조원의 절반 수준에 불과하다. 이를 국내투자 펀드와 해외투자 펀드로 나누어 보더라도 마찬가지이다. 2017년말 기준 국내투자 펀드와 해외투자 펀드의 판매잔고는 각각 31.1조원, 19.1조원으로 2009년 판매잔고 대비 국내투자 펀드는 54%, 해외투자 펀드는 45% 수준에 불과하다. 자산유형을 기준으로 보면, 주식형 공모펀드는 2017년말 기준 판매잔고가 32.9조원으로 2009년 88.5조원에 비해 무려 55.6조가 감소하였다.

15) 본 연구과정에서 제공받은 데이터는 2009년부터 2018년 1월까지 국내에서 판매된 모든 공모펀드를 포함하고 있다. 이를 기준으로 보면, 한국펀드평가의 평가데이터와 매칭이 되지 않는 판매데이터는 전체 건수의 약 1%에 해당한다.

16) 국내주식형 공모펀드와 마찬가지로 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정하였다.

그 결과 공모펀드 시장에서 주식형 펀드가 차지하는 비중은 2009년 88.1%에서 65.4%로 감소하였다.

<표 II-2> 공모펀드 판매잔고 현황

(단위: 조원)

구분		2009년(A)	2017년(B)	증감(B-A)
공모펀드 전체		100.5	50.2	-50.3
투자 지역	국내투자	57.8	31.1	-26.7
	해외투자	42.7	19.1	-23.6
자산 유형	주식형	88.5	32.9	-55.6
	국내주식형	52.5	20.4	-32.1
	해외주식형	36.0	12.5	-23.5
	채권형	2.7	8.0	5.3
	혼합형	7.2	7.7	0.5

주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
자료: 금융투자협회, 한국펀드평가

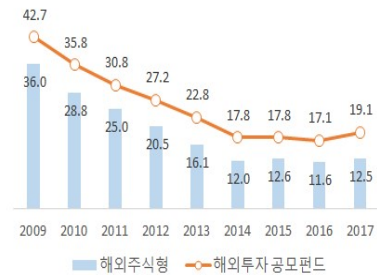
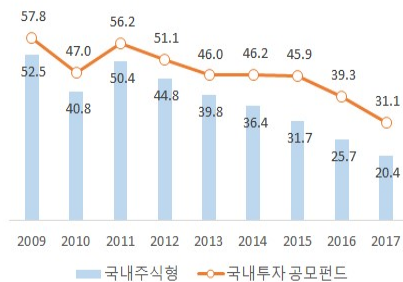
<그림 II-2> 주식형 공모펀드 판매잔고 추이

(A) 국내주식형 공모펀드

(B) 해외주식형 공모펀드

(단위: 조원)

(단위: 조원)



주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
자료: 금융투자협회, 한국펀드평가

주식형 펀드를 국내주식형과 해외주식형으로 나누어 보더라도 마찬가지로 지이다. <표 II-2>와 <그림 II-2>에서 보듯이 국내주식형 펀드는 분석 기간 동안 32.1조원이 감소하여 국내투자펀드에서 차지하는 비중이 91%에서 66%로 하락하였다. 해외주식형 펀드는 동기간 23.5조원이 감소하였고, 해외투자펀드에서 차지하는 비중이 84%에서 65%로 하락하였다. 반면, 채권형 펀드는 동기간 판매잔고가 5.3조원이 증가하였고, 공모펀드 시장에서 차지하는 비중이 2009년 2.9%에서 2017년 15.9%로 크게 늘어났다. 혼합형 펀드의 경우는 판매잔고가 0.5조원이 늘어났으나, 공모펀드 시장규모가 축소되면서 비중은 채권형과 유사한 15.3%로 증가하였다.

<표 II-3> 펀드유형별 판매잔고 변화

(단위: 조원, %)

시점	구분	공모펀드			사모펀드	합계
		전체	주식형	국내주식형		
2009년	개인(A)	158.8	107.1	61.3	5.8	164.5
	전체(B)	218.7	115.8	65.5	107.0	325.7
	개인비중(A/B)	72.6	92.5	93.6	5.4	50.5
2017년	개인(A)	86.5	32.9	21.1	17.1	103.5
	전체(B)	171.5	41.9	26.5	282.5	454.0
	개인비중(A/B)	50.4	78.5	79.6	6.1	22.8
총 판매잔고 변화		-47.2	-73.9	-39.0	175.5	128.3
개인투자자 판매잔고 변화		-72.3	-74.2	-40.2	11.3	-61.0

주 : 금융투자협회에서 집계하여 발표하는 자료로 본 연구에서 사용한 ‘판매채널-펀드’ 단위의 데이터와는 상이함을 유의
자료: 금융투자협회

한편, 개별 펀드 단위의 판매잔고로는 고객 유형을 파악하기 어려우나, 금융투자협회는 펀드유형 단위의 집계(aggregate) 데이터 중 하나로 이를 별도로 발표하고 있다. <표 II-3>이 그 수치를 보여주고 있다. 이에 따르면, 공모펀드의 전체 판매잔고는 2009년부터 2017년까지 47.2조원 감소하였고, 개인투자자 대상 판매잔고는 72.3조원 감소하였다.¹⁷⁾ 본 연구의 분

17) 금융회사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 공모펀드로 한정된 본 연구에서 이 수치는 50.3조원으로 전체 수치 대비 약 70%에 해당한다.

적대상인 국내주식형 펀드로 한정하면, 개인투자자 대상 국내주식형 펀드는 판매잔고가 2009년 61.3조원에서 2017년 21.1조원으로 40.2조원 감소하였다.¹⁸⁾ 특히, 이 수치는 국내주식형 총 판매잔고 변화 금액 39조원보다 크게 나타나는데, 이러한 양상은 해외주식형을 포함한 주식형 공모펀드에서도 동일하다. 이는 2009년 이후 2017년까지 감소한 판매잔고 대부분이 개인투자자의 자금임을 시사한다. 반면, 동기간 개인투자자의 사모펀드 투자는 11.3조원 증가하였다.

<표 II-2>와 <표 II-3>의 내용을 종합하면, 2009년부터 2017년까지 공모펀드 판매잔고 변화의 특징은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 분석기간 동안 국내주식형 및 해외주식형 공모펀드는 2009년 판매잔고에 비해 절반 수준으로 급감하였다. 둘째, 국내주식형을 포함한 주식형 공모펀드의 경우 판매잔고 감소분의 대부분이 개인투자자 자금에 해당한다. 셋째, 분석기간 동안 주식형 공모펀드와는 달리 채권형 공모펀드와 사모펀드는 판매잔고가 증가하였으나, 그 규모는 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소분에 크게 미치지 못한다. 즉, 다른 펀드로 이동한 투자자금보다 훨씬 더 큰 자금이 국내주식형 펀드시장에서 이탈한 것으로 보인다.¹⁹⁾

2) 주요 특성변수별 판매잔고 변화

이 절에서는 판매채널 유형, 계열사펀드 여부, 클래스 등의 특성변수를 기준으로 국내주식형 공모펀드 판매잔고의 변화를 살펴본다. 앞서 언급했듯이 이는 국내주식형 공모펀드 판매잔고 변화를 판매사 및 이해상충 관련 변수들을 기준으로 살펴보기 위함이다.

판매채널 유형을 기준으로 보면, <그림 II-3>에서 보듯이 은행과 증

18) 본 연구에서 이에 해당하는 수치는 <표 II-2>의 2009년 52.5조원과 2017년 20.4조원으로 <표 II-3> 수치의 85.6%, 96.7%에 해당한다. 이로 미루어보면, 본 연구 분석자료의 상당수가 개인투자자에게 판매된 펀드인 것으로 보인다.

19) 분석기간 동안 이탈자금이 ELS와 같은 다른 금융투자상품으로 이동했을 가능성도 있으나, 김종민·이효섭(2018)의 연구가 보인 국내 금융투자상품 간 높은 시장분할도를 감안하면 그 규모는 일부에 그칠 것으로 판단된다.

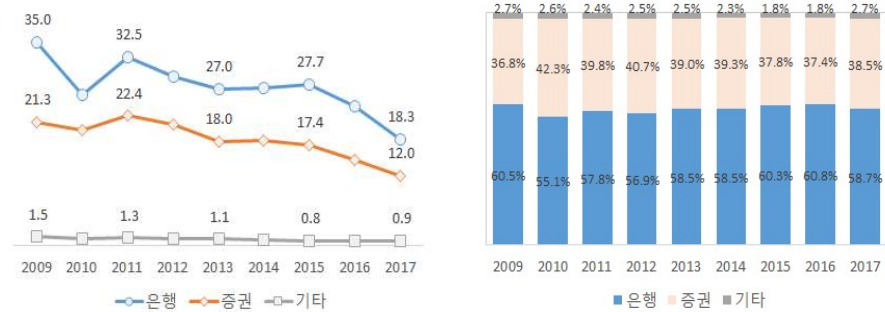
권사를 통해 판매된 국내주식형 공모펀드의 비중은 전기간에 걸쳐 97.3~98.2%를 차지하며, 보험사, 운용사(직판) 등 다른 판매채널의 비중은 매우 미미한 수준이다. 즉, 국내주식형 공모펀드는 대부분 은행과 증권사를 통해 판매되고 있는 것이다. 그리고 2017년말 판매잔고 수준은 은행과 증권사 모두 2009년 대비 절반 수준으로 감소하였으며, 은행과 증권사의 상대적인 비중은 대체로 6:4의 비율을 유지하고 있다.

<그림 II-3> 판매채널 기준 판매잔고 변화 추이

(A) 판매채널 유형별 판매잔고 추이

(B) 판매채널 유형별 비중 변화

(단위: 조원)

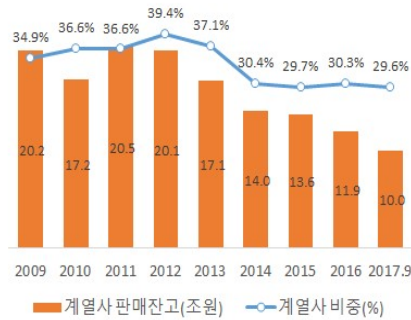


주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
자료: 금융투자협회, 한국펀드평가

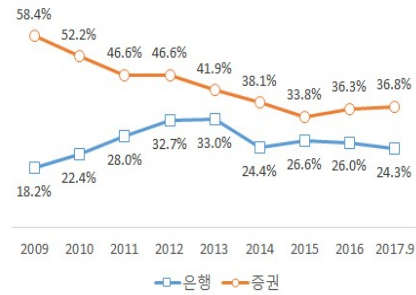
계열사펀드 판매잔고 비중은 <그림 II-4>와 같이 2012년 39.4%로 정점을 찍은 후 2013년 이후에는 30% 수준을 유지하고 있다. 판매잔고는 2009년 20.2조원에서 2017년 10.0조원으로 절반가량 감소하였다. 이는 2013년 4월부터 시행된 계열사펀드 판매상한제의 영향인 것으로 판단된다. 이를 은행과 증권사로 나누어보면, 2013년 이후 계열사펀드 판매잔고 비중이 증권사 34.0~37.0%, 은행 24.0~27% 수준으로 증권사 비중이 꾸준히 하락하고는 있으나 아직 은행보다는 10%p 가량 높게 나타난다.

<그림 II-4> 계열사펀드 여부 기준 판매잔고 변화 추이

(A) 계열사 판매잔고 추이



(B) 은행과 증권사의 계열사펀드 비중

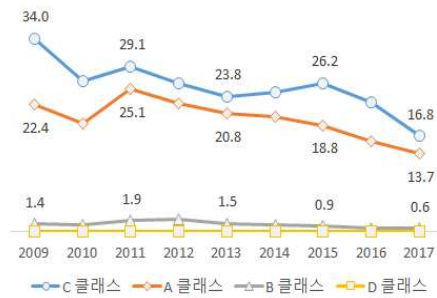


주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
 자료: 금융투자협회, 한국펀드평가

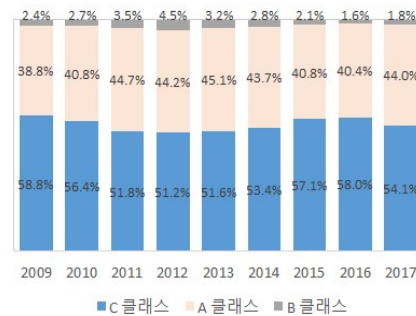
<그림 II-5> 클래스 기준 판매잔고 변화 추이

(A) 클래스별 판매잔고 추이

(단위: 조원)

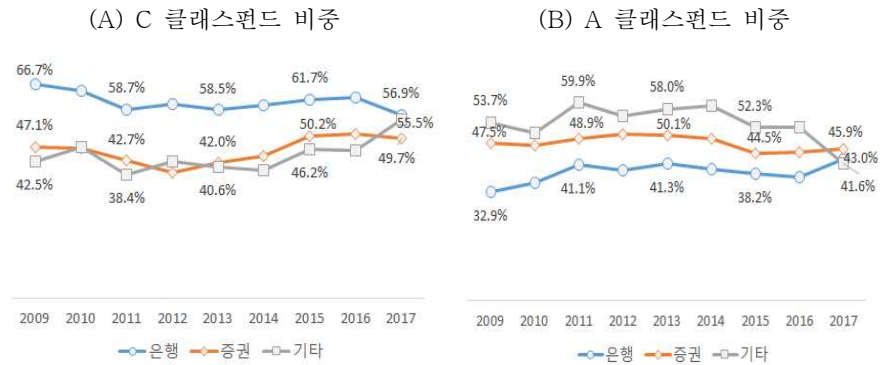


(B) 클래스별 비중 변화



주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
 자료: 금융투자협회, 한국펀드평가

<그림 II-6> 판매채널별 클래스펀드 비중



주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
 자료: 금융투자협회, 한국펀드평가

선·후취 판매수수료 유형에 따른 클래스 정보를 기준으로 보면, <그림 II-5>에서 보듯이 C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 비중이 분석기간 동안 95.0~98.0% 수준을 유지하고 있다. 이를 <그림 II-6>과 같이 판매채널 유형을 기준으로 보더라도 C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 비중이 압도적인 것은 동일하게 나타난다. 다만, 두 클래스펀드의 상대비중은 판매채널 유형에 따라 다소 차이가 난다. 예를 들어, 은행의 경우 C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 비중이 대체로 6:4의 비중을 유지하고 있다. 반면, 증권사의 경우에는 2014년까지는 A 클래스펀드의 비중이 더 높고, 2015년 이후에는 두 클래스펀드의 비중이 유사한 것으로 나타난다.

나. A 클래스펀드와 C 클래스펀드 비교

A 클래스펀드와 C 클래스펀드는 모두 판매채널에 따라 판매보수와 선취 판매수수료의 구성이 다를 뿐 운용보수는 동일하게 적용된다. 따라서, A 클래스펀드와 C 클래스펀드는 판매 관련 보수 구성을 제외한 다른 부

분에서는 차이가 날 이유가 없다. 달리 말하면, 동일한 펀드매니저가 운영하는 C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 수익률 차이는 곧 판매보수율과 선취 판매수수료율의 차이에 기인한다. 이를 고려하면, 선·후취 판매수수료 유형에 기초한 클래스와 이해상충의 관계가 그리 명확해 보이지 않는다. 이에 이 절에서는 클래스 유형별 보수 및 판매수수료를 비교하고 이해상충과의 관련성에 대해 논의한다.

1) 보수 및 판매수수료

<표 II-4>는 분석대상인 국내주식형 공모펀드의 연도별 평균 보수율을 C 클래스펀드와 A 클래스펀드로 나누어 보여주고 있다. 운용보수는 인덱스펀드를 포함할 경우 C 클래스가 평균 0.65%로 A 클래스 0.62% 대비 약 3bp 가량 높게 나타난다. 그런데 액티브펀드만을 대상으로 하면 분석기간 동안 두 클래스 모두 0.67~0.69% 수준을 유지하고 있어 클래스 간 차이가 있다고 보긴 어렵다.

판매보수율의 경우 C 클래스펀드는 2009년 평균 판매보수율이 1.52%에서 2017년 1.09%로 꾸준히 하락하고 있고, 전체 평균 판매보수율은 1.19%이다. 액티브펀드만을 대상으로 하면 C 클래스펀드 판매보수율은 2009년 1.60%에서 2017년 1.12%로 하락하였고, 전체 평균 판매보수율은 1.21%이다. A 클래스펀드의 경우 평균 판매보수율은 2009년 0.75%에서 2017년 0.69%로 약 6bp 정도 하락하였고, 전체 평균 판매보수율 0.71%이다. 액티브펀드의 경우 이 수치는 대체로 약 7bp 가량 높아진다. A 클래스펀드의 선취 판매수수료율은 대체로 0.94~0.95% 수준을 유지하고 있다. 판매보수율과 선취 판매수수료율을 모두 감안한 A 클래스펀드의 5년 투자기간 가정 TSC(Total Shareholder Cost)는 2009년 1.63%에서 2017년 1.53%로 약 10bp 가량 하락하였고, 전체 평균은 1.58%이다.²⁰⁾ 액티브펀드로 한정하면 이 수치는 전반적으로 11bp 정도 높아진다.

20) TSC는 TER에 선취 판매수수료율을 투자기간(5년 가정)으로 안분한 값을 더한 수치를 의미한다.

<표 II-4> 보수율 평균 비교

(1) 전체 대상

(단위: %)

연도	C 클래스펀드			A 클래스펀드					차이		
	판매 보수율 (A)	운용 보수율	TER (C)	판매 보수율 (B)	운용 보수율	TER (D)	선취판매 수수료율	TSC (E)	판매 보수율 (A-B)	TER (C-D)	TER-TSC (C-E)
2009	1.52	0.63	2.24	0.75	0.63	1.45	0.92	1.63	0.77	0.79	0.61
2010	1.28	0.66	1.99	0.74	0.62	1.42	0.93	1.61	0.54	0.57	0.38
2011	1.26	0.66	1.99	0.73	0.63	1.42	0.96	1.61	0.53	0.57	0.38
2012	1.23	0.66	1.95	0.72	0.63	1.40	0.92	1.59	0.51	0.55	0.36
2013	1.19	0.66	1.91	0.71	0.62	1.38	0.92	1.57	0.48	0.53	0.34
2014	1.15	0.65	1.85	0.70	0.62	1.37	0.93	1.56	0.45	0.48	0.29
2015	1.13	0.64	1.83	0.70	0.62	1.38	0.96	1.57	0.43	0.45	0.26
2016	1.11	0.64	1.80	0.70	0.62	1.37	0.97	1.56	0.41	0.43	0.24
2017	1.09	0.62	1.77	0.69	0.60	1.34	0.95	1.53	0.40	0.43	0.24
전체 평균	1.19	0.65	1.90	0.71	0.62	1.39	0.94	1.58	0.48	0.51	0.32

(2) 액티브펀드에 한정할 경우

(단위: %)

연도	C 클래스펀드			A 클래스펀드					차이		
	판매 보수율 (A)	운용 보수율	TER (C)	판매 보수율 (B)	운용 보수율	TER (D)	선취판매 수수료율	TSC (E)	판매 보수율 (A-B)	TER (C-D)	TER-TSC (C-E)
2009	1.60	0.68	2.38	0.82	0.69	1.60	0.93	1.79	0.78	0.78	0.59
2010	1.41	0.68	2.15	0.82	0.68	1.56	0.95	1.75	0.59	0.59	0.40
2011	1.29	0.68	2.03	0.80	0.68	1.54	0.95	1.73	0.49	0.49	0.30
2012	1.26	0.69	2.01	0.79	0.68	1.52	0.94	1.71	0.47	0.49	0.30
2013	1.23	0.69	1.97	0.78	0.68	1.51	0.94	1.70	0.45	0.46	0.27
2014	1.18	0.68	1.91	0.77	0.67	1.49	0.95	1.68	0.41	0.42	0.23
2015	1.16	0.67	1.88	0.76	0.67	1.48	0.94	1.67	0.40	0.40	0.21
2016	1.14	0.67	1.87	0.76	0.67	1.48	0.95	1.67	0.38	0.39	0.20
2017	1.12	0.66	1.83	0.75	0.65	1.44	0.96	1.63	0.37	0.39	0.20
전체 평균	1.21	0.68	1.95	0.78	0.67	1.50	0.95	1.69	0.43	0.45	0.26

주: 1) TSC = TER + 선취 판매수수료율/5 (투자기간 5년 가정), TER은 펀드 자산 대비 운용보수, 판매보수, 수탁보수, 사무수탁보수, 기타보수의 비율
 2) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관 투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정

종합하면, C 클래스펀드 판매보수율의 꾸준한 하락에도 불구하고 투자자가 지불하는 투자비용은 대체로 C 클래스펀드가 더 높게 나타난다. <표 II-4>에서 보는 바와 같이 C 클래스펀드의 TER이 A 클래스펀드보다 0.45~0.51%p가량 높고, 선취 판매수수료율을 감안하더라도 총비용은 C 클래스펀드가 32bp, 액티브펀드로 한정하면 26bp 가량 더 높기 때문이다. 최근 들어 이 격차는 좀 더 줄어들고 있긴 하나, 이러한 결과는 투자기간이 긴 투자자는 C 클래스펀드보다 A 클래스펀드가 더 유리함을 시사한다. 이에 대해서는 다음 절에서 좀 더 자세히 논의한다.

한편, 은행과 증권사의 클래스별 보수를 비교하면, <표 II-5> 첫 번째 패널에서 보는 바와 같이 A 클래스펀드의 경우 판매보수율은 은행이, 선취 판매수수료율은 증권사가 다소 높게 나타난다. 이를 모두 감안하면, 증권사에서 판매되는 A 클래스펀드의 투자비용이 은행에서 판매되는 펀드보다 2bp 가량 높다. C 클래스펀드 역시 은행의 TER이 2bp 가량 높지만 판매보수율과 운용보수율은 동일한 수준이다. C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 투자비용 차이는 은행 35bp, 증권사 31bp로 은행이 증권사보다 약 4bp 가량 높게 나타난다. 이러한 경향성은 <표 II-5> 두 번째 패널에서 확인할 수 있듯이 액티브펀드에 한정하더라도 마찬가지이다. 다만, 투자비용은 펀드유형, 시기, 운용사 및 펀드규모 등 여러 요인의 영향을 받으므로 이 차이만으로 은행이 판매하는 펀드의 투자비용이 증권사보다 유의하게 높은 수준이라고 보기는 어렵다.

계열사펀드 여부를 기준으로 보면, <표 II-6>과 같이 대체로 계열사펀드의 보수 수준이 비계열사펀드보다 다소 낮게 나타난다. 특히, A 클래스펀드 판매보수율에서 이 차이가 두드러진다. <표 II-6>의 첫 번째 패널에서 보는 바와 같이 A 클래스펀드의 경우 계열사펀드의 판매보수율은 비계열사펀드에 비해 평균 10bp 정도 낮다. 액티브펀드로 한정하더라도 이 차이는 평균 7bp 수준으로 여전히 계열사펀드의 판매보수율이 낮다. 또한, 액티브펀드의 경우 선취 판매수수료율은 계열사펀드가 비계열사펀드에 비해 약 10bp 가량 낮은 것으로 나타난다.²¹⁾ 이러한 결과는 판매사

21) 다만, 이 역시 다른 요인들을 통제하지 않은 단변량 비교에 의한 결과임을 유의

가 계열 운용사 펀드에 상대적으로 낮은 판매보수율과 선취 판매수수료를 책정하여 해당 펀드의 가격경쟁력을 높일 유인이 있음을 보여준다.

<표 II-5> 보수율 평균 비교 - 은행 VS. 증권사

(1) 전체

(단위: %)

구분	항목	은행	증권사	전체
전체	판매보수율	1.04	1.01	1.02
	운용보수율	0.64	0.64	0.64
	TER	1.74	1.71	1.72
A 클래스	판매보수율	0.73	0.71	0.71
	운용보수율	0.63	0.62	0.62
	TER	1.38	1.39	1.39
	선취 판매수수료율	0.92	0.94	0.94
	TSC(A)	1.56	1.58	1.58
C 클래스	판매보수율	1.20	1.19	1.19
	운용보수율	0.65	0.65	0.65
	TER(B)	1.91	1.89	1.90
TER-TSC((B)-(A))		0.35	0.31	0.32

(2) 액티브펀드에 한정할 경우

(단위: %)

구분	항목	은행	증권사	전체
전체	판매보수율	1.08	1.06	1.06
	운용보수율	0.68	0.68	0.68
	TER	1.82	1.79	1.78
A 클래스	판매보수율	0.77	0.78	0.78
	운용보수율	0.68	0.67	0.67
	TER	1.50	1.50	1.50
	선취 판매수수료율	0.93	0.95	0.95
	TSC(A)	1.67	1.69	1.69
C 클래스	판매보수율	1.23	1.21	1.21
	운용보수율	0.68	0.68	0.68
	TER(B)	1.96	1.94	1.95
TER-TSC((B)-(A))		0.29	0.25	0.26

주: TSC = TER + 선취 판매수수료율/5 (5년 투자기간 가정)

할 필요가 있다.

<표 II-6> 보수율 평균 비교 - 계열유형 기준

(1) 전체

(단위: %)

구분	항목	판매보수율	운용보수율	TER	선취 판매수수료율
A 클래스	계열(A)	0.63	0.59	1.28	0.95
	비계열(B)	0.73	0.63	1.41	0.97
	차이(A-B)	-0.10	-0.04	-0.13	-0.02
C 클래스	계열(A)	1.17	0.63	1.85	-
	비계열(B)	1.20	0.65	1.91	-
	차이(A-B)	-0.03	-0.02	-0.06	-
은행	계열(A)	0.99	0.63	1.67	0.91
	비계열(B)	1.05	0.64	1.75	0.98
	차이(A-B)	-0.06	-0.01	-0.08	-0.07
증권사	계열(A)	0.99	0.61	1.66	0.95
	비계열(B)	1.01	0.64	1.71	0.96
	차이(A-B)	-0.02	-0.03	-0.05	-0.01

(2) 액티브펀드에 한정할 경우

(단위: %)

구분	항목	판매보수율	운용보수율	TER	선취 판매수수료율
A 클래스	계열(A)	0.71	0.66	1.43	0.86
	비계열(B)	0.78	0.67	1.51	0.96
	차이(A-B)	-0.07	-0.01	-0.08	-0.10
C 클래스	계열(A)	1.20	0.67	1.92	-
	비계열(B)	1.22	0.68	1.95	-
	차이(A-B)	-0.02	-0.01	-0.03	-
은행	계열(A)	1.06	0.67	1.78	0.79
	비계열(B)	1.09	0.68	1.83	0.94
	차이(A-B)	-0.03	-0.01	-0.05	-0.15
증권사	계열(A)	1.05	0.66	1.77	0.88
	비계열(B)	1.06	0.68	1.79	0.96
	차이(A-B)	-0.01	-0.02	-0.02	-0.08

주: 은행과 증권사의 선취 판매수수료율은 A 클래스펀드에 한정하여 산출

2) 클래스 유형과 이해상충의 관계

A 클래스펀드는 투자자가 펀드 가입 시점에서 일정 수준의 선취 판매 수수료를 지불하고, 이후에는 정기적으로 펀드자산에서 판매사에 판매보수를 지급하는 펀드를 지칭한다. 그리고 A 클래스펀드는 선취 판매수수료가 있는 만큼 일반적으로 C 클래스에 비해 낮은 판매보수율을 적용한다. C 클래스펀드는 선취 판매수수료 없이 펀드자산에서 판매보수만을 지급한다. 이처럼 A 클래스펀드와 C 클래스펀드는 판매 관련 보수율에서만 차이가 나므로 펀드매니저의 보수차감 이전 운용 수익률은 동일하다.

투자자 입장에서 보면, A 클래스펀드는 선취 판매수수료를 내야 하므로 C 클래스펀드에 비해 투자원금이 줄어드는 단점이 있으나, 판매보수를 적게 부담하는 장점이 있다. 반면, C 클래스펀드는 선취 판매수수료를 지불하지 않으므로 더 많은 금액을 투자할 수 있으나, A 클래스펀드에 비해 판매보수율이 높아 투자수익에서 지불하는 판매보수가 많은 단점이 있다. 이러한 차이로 인해 일반적으로 A 클래스펀드는 장기투자에 유리하고, C 클래스펀드는 단기투자에 유리하다.

이를 좀 더 자세히 살펴보기 위해 기대수익률이 동일한 C 클래스펀드와 A 클래스펀드를 가정하자. 선취 판매수수료율을 $0 < f < 1$, 투자기간 n 년 동안의 연평균 수익률을 $r > 0$ 이라고 하자. C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 TER을 각각 b_C, b_A , $0 < b_C < b_A < 1$ 이라고 하자. 그러면 n 년 이후 각 클래스펀드의 순자산 $V_{i,n} (i = C, A)$ 는 (식 1)과 같다.²²⁾ 이로부터 투자자 입장에서 투자기간에 따라 어떤 클래스펀드가 유리한지를 선취 판매수수료율을 기준으로 표현할 수 있다. 그 조건은 (식 2)과 같다.²³⁾

$$\begin{aligned} V_{C,n} &= (1+r)^n(1-b_C)^n \\ V_{A,n} &= (1-f)(1+r)^n(1-b_A)^n \end{aligned} \quad (\text{식 1})$$

22) 이에 대한 보다 자세한 내용은 김종민(2014)을 참고하기 바란다.

23) $b_C < b_A < 1$ 이므로 (식 2)의 조건을 충족하는 $\tilde{f} > 0$ 은 항상 존재한다.

$$\frac{V_{C,n}}{V_{A,n}} = \frac{(1-b_C)^n}{(1-f)(1-b_A)^n} > 1 \leftrightarrow f > \frac{(1-b_A)^n - (1-b_C)^n}{(1-b_A)^n} \equiv \tilde{f} \quad (\text{식 2})$$

(식 2)에서 $\tilde{f}$ 는 투자자 입장에서 투자기간이 n 년일 때 C 클래스펀드와 A 클래스펀드의 순자산가치가 동일한 선취 판매수수료율 수준이다. 즉, 투자자에게 투자기간에 따라 어떤 클래스가 유리한지 알려주는 지표라고 할 수 있다. 따라서, (식 2)는 투자기간이 n 년이라고 할 때 A 클래스펀드의 선취수수료율 f 가 $\tilde{f}$ 보다 크다면 투자자 입장에서 C 클래스펀드가 유리하고, 그렇지 않다면 A 클래스펀드가 유리함을 의미한다.

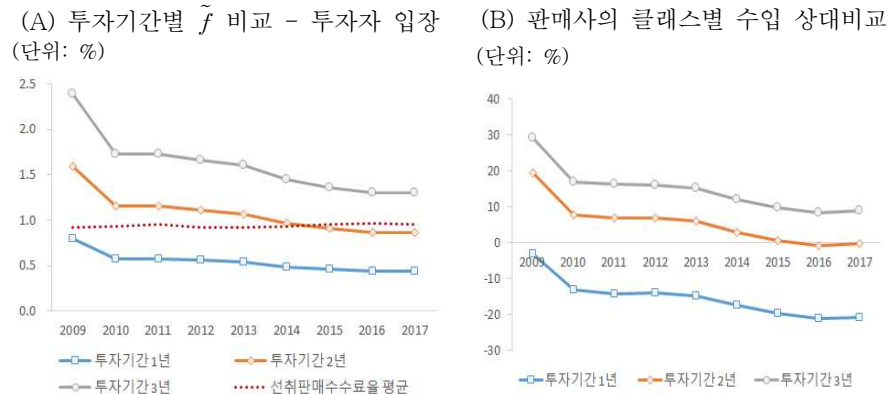
<표 II-4>의 첫 번째 패널의 판매보수율 및 선취 판매수수료율 전체 평균을 (식 2)에 적용하면, 투자기간에 따라 국내주식형 공모펀드 투자자에게 어떤 클래스가 유리한지 파악할 수 있다. <그림 II-7>의 왼쪽 그림이 이를 나타낸다. 이 그림에서 점선이 각 연도별 선취 판매수수료율의 평균(f)을 의미하고, 세 실선이 각 투자기간에 따른 $\tilde{f}$ (무차별 선취 판매수수료율)을 보여주고 있다. 이에 따르면, 우리나라에서는 대체로 1년 정도의 투자기간을 염두에 둔다면 C 클래스펀드가 유리하고, 2~3년 이상의 투자기간을 염두에 둔다면 A 클래스펀드가 유리함을 알 수 있다. 이는 <표 II-4>의 두 번째 패널 즉, 액티브펀드로 한정하더라도 동일하게 나타난다.²⁴⁾

한편, (식 1)~(식 2)와 동일한 방법을 사용하면, 투자자의 투자기간에 따라 어떤 클래스펀드를 판매할 때 판매사가 더 많은 수입을 얻을 수 있을지 쉽게 파악할 수 있다. <그림 II-7>의 오른쪽 그림은 국내주식형 공모펀드 보수데이터를 적용했을 때 판매사가 얻는 A 클래스펀드 대비 C 클래스펀드 판매수입의 상대적인 크기를 나타낸다.²⁵⁾ 이에 따르면, 투자기간이 1년 이하이면 판매사는 A 클래스펀드 판매가 유리하고, 투자기간이 2~3년 이상이면 C 클래스펀드 판매가 유리함을 알 수 있다. 참고로 이러한 결과는 액티브펀드로 한정하더라도 동일하다.

24) 액티브펀드로 한정하더라도 그림이 거의 동일하여 실제 본문에는 신지 않았다.

25) <표 II-4> 첫 번째 패널의 각 연도별 판매보수율 및 선취 판매수수료율 평균을 사용하였으며, 기대수익률은 5%를 적용하였다.

<그림 II-7> 클래스 유형 비교 - A 클래스 VS. C 클래스



- 주: 1) $\tilde{f}$ 는 각 연도별 보수 및 수수료 평균을 (식 2)에 대입하여 산출
 2) $\tilde{f}$ 가 실제 선회 판매수수료율(점선)보다 크면 A 클래스펀드가 투자자에게 유리하고, 작으면 C 클래스펀드가 유리함을 의미
 3) 클래스별 수입 상대비교는 판매사가 A 클래스펀드 판매로 인한 수입(A) 대비 C 클래스펀드 판매로 인한 수입(C)의 상대크기($C/A-1$)를 표시, 양수이면 C 클래스펀드가 판매사에 더 유리함을 의미
 4) 각 연도별 보수 및 수수료 평균을 이용하여 산출하되, 기대수익률은 5%를 적용

이상의 결과로부터 다음 두 가지를 쉽게 유추할 수 있다. 첫째, 투자기간이 1년 이하인 투자자는 C 클래스펀드에 가입하는 것이 유리하나, 판매사는 이 투자자에게 C 클래스펀드 대신 A 클래스펀드를 권유할 유인이 있다. 둘째, 투자기간이 2~3년 이상인 투자자는 A 클래스펀드에 가입하는 것이 유리하나, 판매사는 이 투자자에게 C 클래스펀드를 권유할 유인이 있다. 따라서, 선회 판매수수료 유형에 기초한 클래스 유형은 투자자와 판매사 간 이해상충 가능성을 내포하고 있다.

이를 자금흐름을 기준으로 재정리하면 <표 II-7>과 같이 정리할 수 있다. 우선, A 클래스펀드보다 C 클래스펀드에 더 많은 자금이 유입되었다고 가정하자. 이는 투자자가 (1) 단기투자 목적으로 C 클래스펀드에 투자했거나, (2) 장기투자를 염두에 두고 있음에도 불구하고 판매사의 권유로 C 클래스펀드에 투자한 결과일 수 있다. 만일 C 클래스펀드의 미래성

과가 낮다면 (2)의 경우에서 투자자와 판매사 간 이해상충 내지 정보비대칭에 따른 불완전판매로 투자자가 손실을 보게 된다. 반면, A 클래스펀드에 더 많은 자금이 유입되었다면 이는 투자자가 (3) 단기투자자임에도 판매사의 권유로 A 클래스펀드에 투자했거나, (4) 장기투자 목적으로 A 클래스펀드에 투자한 결과일 수 있다. 만일 A 클래스펀드의 미래성과가 낮으면 (3)의 경우에서 앞선 경우와 마찬가지로 불완전판매 내지 이해상충으로 인해 투자자가 손실을 보게 된다.

<표 II-7> 클래스 유형과 이해상충의 관계

유형간 상대비교		단기투자자		장기투자자	
자금유입	미래성과	이해관계	상대손익	이해관계	상대손익
C 클래스	C 클래스	(1) 일치	이익	(2) 상이	이익
C 클래스	A 클래스	(1) 일치	손실	(2) 상이	손실
A 클래스	C 클래스	(3) 상이	손실	(4) 일치	손실
A 클래스	A 클래스	(3) 상이	이익	(4) 일치	이익

주: 1) 유형간 상대비교는 해당 클래스펀드에 더 많은 자금이 들어오거나, 미래성과가 더 우수한 경우를 지칭
 2) 국내 평균적인 보수 및 수수료를 적용하면, 단기는 1년 이하, 장기는 2~3년 이상에 해당

물론 사전적으로 개별 투자자가 고려하고 있는 투자기간을 확인하기 어렵고, 실제 손실여부를 파악하려면 일정기간이 지나야만 확인할 수 있으므로 투자자 유형 및 클래스 유형에 기초하여 이해상충의 관계를 파악하기가 쉽지 않다. 다만, 본 연구에서는 III장 실증분석에서 클래스 유형을 설명변수로 포함하여 클래스 유형이 자금흐름과 미래성과에 미치는 영향을 바탕으로 이해상충 가능성을 살펴보았다. 분석결과, 다행히도 판매사가 투자자가 염두에 둔 투자기간과는 다르게 펀드를 권유하거나 판매했다는 증거를 찾을 수는 없었다. 즉, 클래스 유형은 이해상충과는 관련이 없는 것으로 나타났다.²⁶⁾

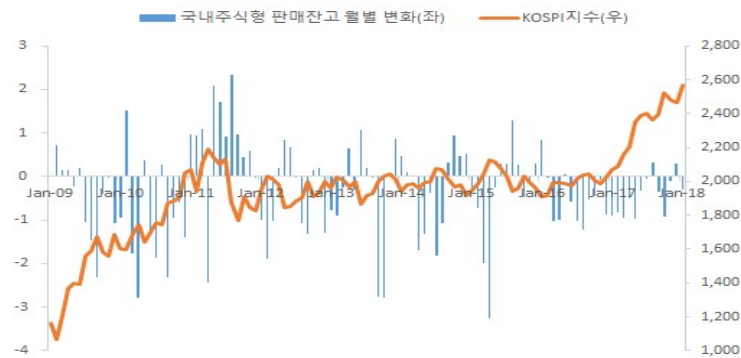
26) 이에 대한 보다 자세한 내용은 III장을 참고하기 바란다.

다. 주식시장 장세와 자금흐름의 관계

이 절에서는 글로벌 금융위기 이후인 2009년 이후 주식시장 장세에 따른 국내주식형 공모펀드 투자자금 흐름의 특징에 대해 살펴본다. <그림 II-8>과 <그림 II-9>는 분석기간 동안 KOSPI지수 및 수익률과 국내주식형 공모펀드 월별 판매잔고 변화(자금순유입액)의 관계를 보여주고 있다. 이에 따르면, KOSPI지수 월별 수익률과 월별 판매잔고 변화의 상관계수는 -0.51로 매우 뚜렷한 음의 상관관계를 보여주고 있다.²⁷⁾ 즉, 주식시장 장세가 좋으면 대체로 펀드 환매도 많이 일어나는 것이다. 이는 2011년부터 2016년까지 은행 및 증권사 단위의 주식형 공모펀드 월별 판매잔고 데이터에 기초한 김종민·이효섭(2018)의 분석과도 부합한다.

<그림 II-8> KOSPI지수와 월별 판매잔고 변화 추이

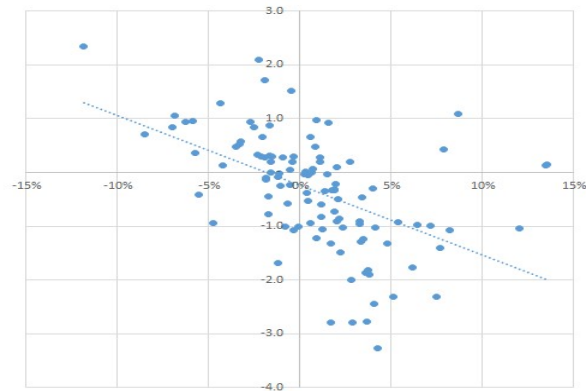
(조원) (포인트)



주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
자료: 금융투자협회

27) 월별 자금순유입액 대신 판매잔고를 기준으로 보면, KOSPI지수와 판매잔고의 상관계수는 -0.82로 더욱 높게 나타난다.

<그림 II-9> KOSPI지수 월수익률과 판매잔고 변화의 상관관계



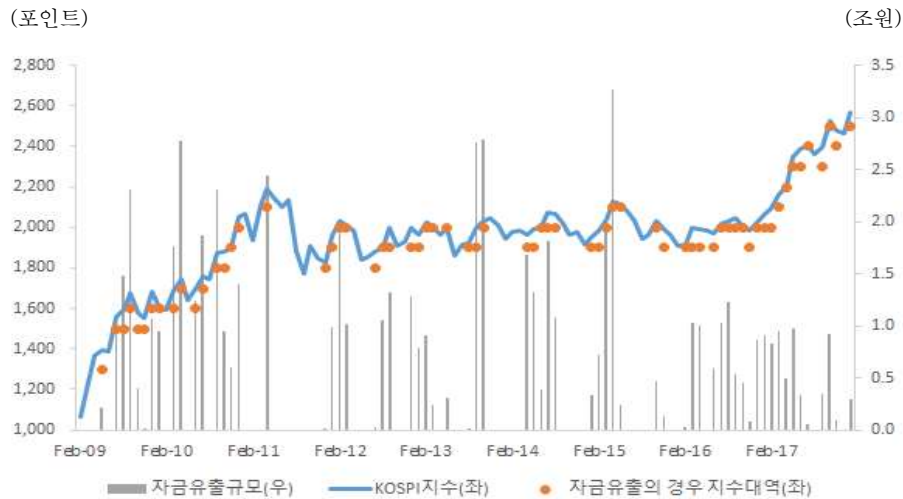
주 : 1) 가로축은 KOSPI지수의 월별 수익률, 세로축은 월별 판매잔고 변화(조원)이며, 두 변수 간 상관계수는 -0.51
 2) 점선은 추세선을 의미
 3) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
 자료: 금융투자협회

2009년 이후 국내주식형 공모펀드 판매잔고가 절반 이하로 감소한 만큼 자금유출에만 한정하면, 장세변화에 따른 자금유출 규모는 <그림 II-10>과 같다. <표 II-8>은 주가지수대에 따른 자금유출 규모를 연도별로 제시하고 있다. 이에 따르면, 2009년부터 2017년까지의 기간은 자금유출 양상에 따라 세 가지 시기로 나누어 볼 수 있다.

첫 번째 시기는 2009년부터 2010년까지 주식시장 상승기이다. 이 시기는 글로벌 금융위기로 급락했던 주식시장 장세가 회복되면서 상승세를 이어가던 시기로 <그림 II-10>에서 보듯이 KOSPI지수가 상승함에 따라 지속적인 자금유출이 있었던 시기이다. 2009년 자금순유출 규모는 5.3조 원이며, 2010년 자금순유출 규모는 2009년보다 두 배 이상 늘어난 11.7조 원에 달한다. 이후 2011년에 KOSPI지수가 하락하면서 펀드자금은 분석기간 동안 유일하게 순유입세로 전환되었다. 2011년 자금순유입 규모는 약 9.6조원이다.

두 번째 시기는 2012년부터 2016년까지 소위 ‘박스피’ 장세가 이어지던 시기이다. 이 시기 자금유출 양상의 특징은 자금유출이 주식시장 장세가 대체로 정점에 이른 시기에 일어난다는 점이다. 일례로 2012~2013년에만 한정하여 KOSPI지수 수준별 자금유출 현황을 보면 다음과 같다. 이 기간 동안 KOSPI지수는 1,800~2,000대에 머물렀다. 이를 기준으로 자금흐름 양상을 보면, 주가지수가 1,800대 수준일 때는 총 2.5조원(2012년 1.4조원, 2013년 1.1조원)의 자금순유입이 있었다. 반면, 주가지수가 1,900 이상으로 상승하면 총 13.0조원(2012년 7.0조원, 2013년 6.0조원)의 자금순유출이 일어났다. 요약하면, 주가 하락기에 일시적인 자금순유입은 있었으나, 주가 상승기에 이를 훨씬 넘어서는 대규모 자금유출이 발생한 것이다. 이러한 추세는 이후에도 지속되어 주가지수가 1,900 이상일 때 2014년 3.4조원, 2015년 4.7조원, 2016년 5.9조원 등 대규모 자금순유출이 있었다.

<그림 II-10> KOSPI지수와 자금유출 규모 추이



주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
자료: 금융투자협회

<표 II-8> 연도별 KOSPI지수와 자금유출입 규모

(단위: 억원)

연도	KOSPI지수대역	자금순유입	자금순유출	합계
2009	1,000	7,145		7,145
	1,200	1,349		1,349
	1,300	3,468	-2,143	1,325
	1,500		-29,322	-29,322
	1,600		-33,755	-33,755
2010	1,500	15,142		15,142
	1,600	3,667	-39,478	-35,812
	1,700	2,735	-46,525	-43,790
	1,800		-32,533	-32,533
	1,900		-5,970	-5,970
	2,000		-13,976	-13,976
2011	1,700	9,583		9,583
	1,800	29,264	-109	29,155
	1,900	13,657		13,657
	2,000	9,691		9,691
	2,100	58,113	-24,464	33,649
2012	1,800	14,994	-261	14,734
	1,900	5,408	-46,577	-41,169
	2,000		-29,085	-29,085
2013	1,800	10,568		10,568
	1,900	8,443	-35,584	-27,141
	2,000	9,321	-42,569	-33,249
2014	1,900	25,363	-30,063	-4,700
	2,000	3,246	-32,808	-29,562
2015	1,900	18,500	-11,897	6,603
	2,000	5,854	-24,695	-18,841
	2,100		-35,081	-35,081
2016	1,900	9,020	-27,242	-18,222
	2,000		-41,105	-41,105
2017	2,000		-17,329	-17,329
	2,100		-9,538	-9,538
	2,200		-4,920	-4,920
	2,300	3,094	-16,534	-13,440
	2,400	2,981	-1,538	1,443
	2,500		-9,167	-9,167
총합계		270,606	- 644,266	- 373,660

주 : 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
 자료: 금융투자협회

세 번째 시기는 KOSPI지수가 박스권을 벗어나 2,500 이상으로 상승했던 2017년이다. 이 시기에는 자금유출이 2009~2010년과 마찬가지로 주가지수가 상승하는 과정에서 발생하였는데, 그 규모는 2016년과 유사한 5.3조원이다.

3. 펀드성과 개관 및 주요 특징

이 절에서는 글로벌 금융위기 이후 국내주식형 공모펀드의 판매잔고가 급감하던 시기에 펀드성과는 어땠는지 살펴본다. 보다 구체적으로 말하자면, 투자자가 펀드가입 시 참고하는 과거 수익률 이외에도 투자자가 일정 기간 해당 펀드를 보유했다면 얻었을 미래 수익률을 산정하여 그 특징에 대해 논의한다. 또한, 펀드성과와 밀접하게 관련 있는 펀드등급 및 펀드 유형과 같은 변수 이외에도 판매채널, 클래스 유형, 계열사펀드 여부 등 판매사 및 이해상충 관련 변수를 기준으로 성과를 파악해보고자 한다.

가. 개별 펀드의 성과 개관

가입 시점을 전후로 펀드 수익률 변화를 살펴보기 위해 본 연구에서는 우선 매월 개별 펀드를 기준으로 기간 누적수익률을 산정하였다. 이후 이를 ‘판매채널-펀드’ 단위의 판매데이터와 결합한 후 전체 및 자금순유입 여부를 기준으로 기간 누적수익률의 평균과 표준편차 등을 계산하였다. <표 II-9>와 <그림 II-11>은 그 결과를 보여주고 있다.

우선, <표 II-9>의 ‘전체’ 즉, 자금순유입 여부를 고려하지 않은 경우를 살펴보면 다음과 같다. 이에 따르면, 가입 시점에 투자자가 확인할 수 있는 과거 기간 누적수익률의 평균치는 과거 3년 9.59%, 과거 2년

6.87%, 과거 1년 3.93% 등으로 나타난다. 보다 직관적인 이해를 위해 과거 누적 기간수익률을 연평균 수익률로 변환하면, 과거 3년 3.10%, 과거 2년 3.38%, 과거 1년 3.93%로 가입 시점에 가까울수록 과거 펀드 수익률이 상승함을 알 수 있다. 이러한 추세는 수익률 평균을 표준편차로 나눈 위험조정 수익률 지표에서도 동일하게 확인된다. 가입 이후 미래 기간 누적수익률은 미래 1년 3.67%, 미래 2년 4.76%, 미래 3년 6.35%이다. 이를 연평균 수익률로 환산하면, 미래 1년 3.67%, 미래 2년 2.35%, 미래 3년 2.07%로 시간이 지날수록 미래 수익률이 하락하고 있다. 요약하면, 투자자는 과거 성과가 좋았을 때 펀드에 가입하나, 가입 이후 펀드 수익률은 지속적으로 감소하는 것이다.

<표 II-9> 펀드 수익률 기초통계량

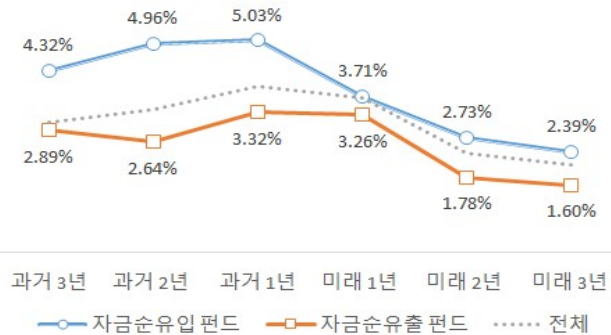
(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
자금 순유입 펀드	평균(A)	13.54	10.17	5.03	3.71	5.54	7.33
	표준편차(B)	26.44	23.45	14.92	14.14	26.95	39.21
	A/B(연환산)	0.30	0.31	0.34	0.26	0.15	0.11
	표본 수	231,155	311,504	390,627	409,320	351,743	288,168
자금 순유출 펀드	평균(A)	8.93	5.34	3.32	3.26	3.60	4.88
	표준편차(B)	44.82	26.23	12.48	13.51	17.22	24.99
	A/B(연환산)	0.12	0.14	0.27	0.24	0.15	0.11
	표본 수	204,355	252,881	301,785	284,165	235,456	189,001
전체	평균(A)	9.59	6.87	3.93	3.67	4.76	6.35
	표준편차(B)	33.06	23.43	13.63	13.79	22.66	32.53
	A/B(연환산)	0.17	0.21	0.29	0.27	0.15	0.11
	표본 수	573,118	726,574	876,124	850,893	704,259	560,405

주: 1) 펀드수익률은 월별 수정기준가로 산정된 보수차감 이후 기간 누적수익률
 2) A/B(연환산)는 평균과 표준편차를 1년 기준 수치로 환산하여 산정

자금순유입 여부를 기준으로 본 펀드 수익률은 다음과 같다.²⁸⁾ 자금순유입 펀드의 경우 과거 기간 누적수익률은 과거 3년 13.54%, 과거 2년 10.17%, 과거 1년 5.03%이다. 앞선 경우와 마찬가지로 이를 연평균 수익률로 변환하면, 각각 4.32%, 4.96%, 5.03%이다. 이로 미루어보면 국내 주식형 공모펀드 투자자는 가입 당시 매년 4.32~5.03% 수준의 수익률을 기대하고 펀드에 투자한 것으로 보인다. 이후 미래성과를 보면, 연평균 수익률 기준 미래 1년 3.71%, 미래 2년 2.73%, 미래 3년 2.39%로 가입 당시 기대수익률에 미치지 못할 뿐만 아니라 투자기간이 길수록 낮아진다.

<그림 II-11> 연평균 수익률 추이



주: 기간 누적수익률(평균)을 연환산 기하평균 수익률로 변환한 수치

자금순유출 펀드의 경우 과거 기간 누적수익률은 과거 3년 8.93%, 과거 2년 5.34%, 과거 1년 3.32%이며, 연평균 수익률로 재산정하면 과거 3년 2.89%, 과거 2년 2.64%, 과거 1년 3.32%이다. 이를 자금순유입 펀드와 비교하면, 자금순유출 펀드의 과거 수익률이 자금순유입 펀드 수익률에 비해 1.43~2.33%p 가량 낮게 나타난다. 가입 이후 미래성과는 연

28) 앞서 언급한 바와 같이 본 연구의 데이터는 판매채널별 펀드 단위의 신규설정금액과 해지금액을 포함하고 있지 않다. 이에 본 연구에서는 월별 판매잔고 변화 즉, 자금순유입규모의 부호를 기준으로 개별 펀드를 자금순유입 펀드와 자금순유출 펀드로 구분하였다. 여기서 자금순유입 펀드는 전월대비 판매잔고가 늘어난 펀드를, 자금순유출 펀드는 전월대비 판매잔고가 감소한 펀드를 지칭한다.

평균 수익률 기준 미래 1년 3.26%, 미래 2년 1.78%, 미래 3년 1.60%로 자금순유입 펀드와 마찬가지로 시간이 지날수록 낮아진다. 따라서, 자금 신규설정과 마찬가지로 환매 역시 펀드 수익률이 상대적으로 우수한 시점에 이루어지고 있는 것으로 보인다.

나. 주요 특성 변수 기준 펀드성과

이 절에서는 판매채널 유형, 클래스 유형, 계열사펀드 여부 등 판매사 및 이해상충 관련 주요 특성 변수를 기준으로 투자시점을 전후로 한 펀드 성과의 변화 추이를 살펴본다. 그리고 앞선 분석에서 자금순유입 여부에 따라 펀드성과에 차이가 있었으므로 이 절에서는 펀드를 자금순유입 펀드와 자금순유출 펀드로 구분하여 논의한다.

1) 판매채널 유형별 성과 비교 - 은행 VS. 증권사

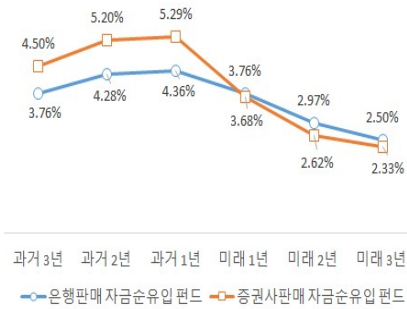
<그림 II-12>와 <표 II-10>은 공모펀드 판매의 대부분을 차지하는 은행과 증권사에 초점을 두고 과거 3년부터 미래 3년까지 펀드성과를 비교하고 있다. 다만, <표 II-10>의 수익률은 기간 누적수익률이며, <그림 II-12>는 연환산 기하평균 수익률이다.

우선, 자금순유입 펀드의 경우 펀드 가입 당시 과거 1년 수익률은 은행 4.36%, 증권사 5.29%이다. 이는 <그림 II-12>에서 보는 바와 같이 과거 2년 및 3년 기준 연평균 수익률보다 우수한 것으로 나타난다. 그런데 가입 이후 미래 수익률은 은행과 증권사 모두 이전보다 하락하여 3년이 지나면 은행 2.50%, 증권사 2.33%로 가입 당시 수익률의 절반 수준으로 떨어진다. 한편, 가입 당시 과거 수익률은 증권사 판매 펀드가 은행 판매 펀드보다 0.74~0.93%p 가량 높게 나타나지만, 수익률의 표준편차 즉, 변동성을 감안하면 유의한 차이가 있다고 보기 어렵다. 반면, 가입 이후에는 증권사 판매 펀드 수익률이 은행 판매 펀드보다 0.08~0.35%p 가량 낮아지고, 이 격차는 변동성을 감안할 경우 더욱 벌어진다.

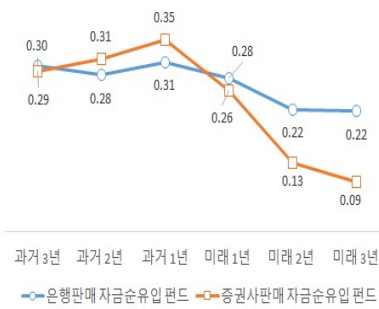
<그림 II-12> 판매채널 기준 펀드성과 추이 개관

(1) 자금순유입 펀드

(A) 수익률 기준

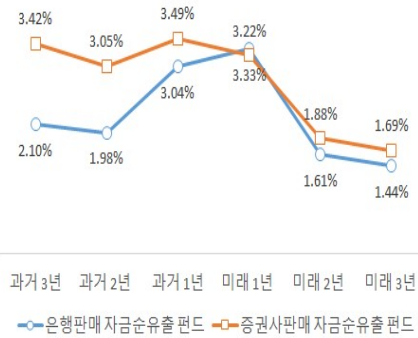


(B) 위험조정 수익률 기준

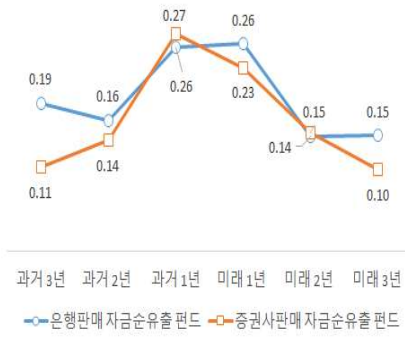


(2) 자금순유출 펀드

(A) 수익률 기준



(B) 위험조정 수익률 기준



주: 1) 수익률은 기간 누적수익률(평균)을 연환산 기하평균 수익률로 변환한 수치
 2) 위험조정 수익률은 기간별 누적수익률 평균(%)을 기간별 표준편차(%)로 나눈 후 1년 기준 수치로 변환한 값(<표 II-10>의 A/B(연환산))을 의미

<표 II-10> 판매채널 기준 펀드 수익률 추이 - 은행 VS. 증권사

(1) 자금순유입 펀드

(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
은행	평균(A)	11.71	8.75	4.36	3.76	6.02	7.69
	표준편차(B)	22.50	21.72	14.18	13.53	19.18	20.24
	A/B(연환산)	0.30	0.28	0.31	0.28	0.22	0.22
	표본 수	65,543	86,360	106,745	110,023	92,231	72,451
증권	평균(A)	14.13	10.66	5.29	3.68	5.30	7.16
	표준편차(B)	28.05	24.05	15.19	14.38	29.97	45.39
	A/B(연환산)	0.29	0.31	0.35	0.26	0.13	0.09
	표본 수	150,550	204,783	258,548	272,372	236,018	195,971

(2) 자금순유출 펀드

(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
은행	평균(A)	6.44	3.99	3.04	3.33	3.25	4.37
	표준편차(B)	19.96	17.18	11.85	12.81	16.00	17.38
	A/B(연환산)	0.19	0.16	0.26	0.26	0.14	0.15
	표본 수	81,114	98,421	115,206	104,870	84,714	66,341
증권	평균(A)	10.62	6.19	3.49	3.22	3.79	5.15
	표준편차(B)	57.49	31.38	12.83	13.96	17.92	29.00
	A/B(연환산)	0.11	0.14	0.27	0.23	0.15	0.10
	표본 수	112,426	141,224	170,722	163,882	137,520	111,618

주: 1) 펀드수익률은 월별 수정기준가로 산정된 보수차감 이후 기간 누적수익률

2) A/B(연환산)는 평균과 표준편차를 1년 기준 수치로 환산하여 산정

자금순유출 펀드의 경우 과거 1년 수익률은 은행 3.04%, 증권사 3.49%이며, 자금순유입 펀드와 마찬가지로 과거 2년 및 과거 3년 수익률 보다 우수하다. 그리고 수익률 자체는 증권사 판매 펀드가 은행 판매 펀드보다 연평균 0.45~1.32%p 높지만 변동성을 감안한 위험조정 수익률 지표는 오히려 은행 판매 펀드가 더 높거나 유사하게 나타난다. 미래 수익률 역시 은행과 증권사 모두 자금순유출 이후 더욱 하락하여 3년이 지나면 수익률이 절반 이하 수준으로 떨어진다.

종합하면, 은행 및 증권사 판매 펀드 모두 최근 운용성과가 가장 우수할 때 신규 가입과 환매가 일어나는 경향이 있다. 그러나 환매 시 운용성과는 신규 가입 시 참고했던 운용성과에 미치지 못하는 것으로 보인다. 수익률을 기준으로 보면, 증권사 판매 펀드의 경우 연평균 수익률이 4.50~5.29% 수준일 때 자금순유입이, 3.05~3.49% 정도일 때 자금순유출이 일어난다. 은행 판매 펀드의 경우에는 연평균 수익률이 3.76~4.36%일 때 자금순유입이, 1.98~3.04%일 때 자금순유출이 발생한다. 이는 국내주식형 공모펀드 투자자가 대체로 가입 당시 기대했던 수익률을 얻지 못하고 환매하고 있음을 시사한다.

2) 클래스 기준 성과 비교 - A 클래스펀드 VS. C 클래스펀드

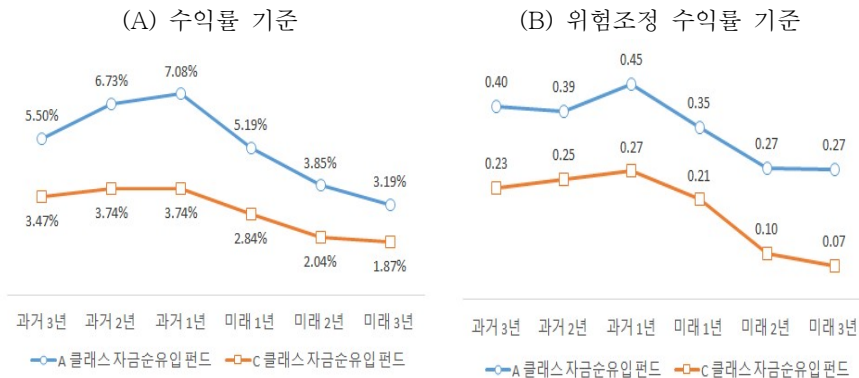
<그림 II-13>과 <표 II-11>은 A 클래스펀드와 C 클래스펀드의 성과를 연평균 수익률과 기간 누적수익률로 나누어 비교한 결과를 보여준다. 이에 따르면, 앞선 분석에서 나온 전반적인 경향성은 클래스를 기준으로 보더라도 동일하게 나타난다. 이를 크게 세 가지로 정리하면 다음과 같다. 첫째, 가입 당시 운용성과에 비해 가입 이후 미래 펀드성과가 떨어진다. 둘째, 자금유출 또한 최근 운용성과가 좋았을 때 발생한다. 셋째, 자금순유출이 일어날 때의 운용성과가 신규가입 때보다 낮다. 즉, 투자자는 가입 시 기대했던 수익률보다 낮은 수익률을 얻은 상태에서 환매를 한다.

그런데 자금순유입 펀드와 자금순유출 펀드 모두 A 클래스펀드의 성과가 C 클래스펀드보다 우수한 것으로 나타난다. 예를 들어, 자금순유입 펀드의 경우 A 클래스펀드의 가입 시점 당시 최근 1년 수익률은 7.08%로 C 클래스펀드 수익률 3.74%에 비해 두 배가량 높다. 변동성을 감안한 위험조정 수익률 지표 역시 A 클래스펀드는 0.45로 C 클래스펀드 0.27에 비해 더 우수하다. 이러한 경향성은 액티브펀드로 한정하더라도 동일하게 유지된다.²⁹⁾ 다만, 클래스 유형 이외에도 매우 다양한 변수들이 펀드성과에 영향을 미치기 때문에 이에 근거하여 A 클래스펀드가 C 클래스펀드보다 더 낫다고 단언할 수는 없다.³⁰⁾

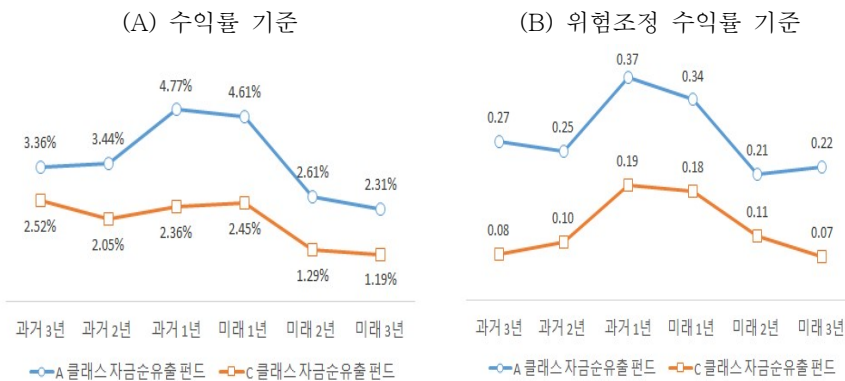
29) 이에 액티브펀드로 한정된 결과를 본문에 신지 않았다.

<그림 II-13> 클래스 기준 펀드성과 추이 개관

(1) 자금순유입 펀드



(2) 자금순유출 펀드



주: 1) 수익률은 기간 누적수익률(평균)을 연환산 기하평균 수익률로 변환한 수치
 2) 위험조정 수익률은 기간별 누적수익률(평균)을 기간별 표준편차로 나눈 후 1년 기준 수치로 변환한 값(<표 II-11>의 A/B(연환산))을 의미

30) III장의 실증분석 결과 또한 이를 뒷받침한다.

<표 II-11> 클래스 기준 펀드 수익률 추이

(1) 자금순유입 펀드

(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
A 클래스	평균(A)	17.41	13.92	7.08	5.19	7.85	9.88
	표준편차(B)	25.25	25.37	15.89	14.62	20.46	21.17
	A/B(연환산)	0.40	0.39	0.45	0.35	0.27	0.27
	표본 수	95,430	124,818	149,711	150,865	131,581	109,821
C 클래스	평균(A)	10.79	7.62	3.74	2.84	4.13	5.73
	표준편차(B)	26.96	21.63	14.11	13.77	30.22	47.32
	A/B(연환산)	0.23	0.25	0.27	0.21	0.10	0.07
	표본 수	133,301	183,301	236,657	253,809	215,908	174,531

(2) 자금순유출 펀드

(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
A 클래스	평균(A)	10.42	6.99	4.77	4.61	5.28	7.08
	표준편차(B)	22.49	19.75	12.75	13.67	17.59	18.18
	A/B(연환산)	0.27	0.25	0.37	0.34	0.21	0.22
	표본 수	90,666	103,744	116,883	103,952	84,447	66,580
C 클래스	평균(A)	7.74	4.14	2.36	2.45	2.59	3.61
	표준편차(B)	57.08	29.98	12.17	13.34	16.86	28.12
	A/B(연환산)	0.08	0.10	0.19	0.18	0.11	0.07
	표본 수	111,456	146,281	181,233	176,141	147,363	119,258

주: 1) 펀드수익률은 월별 수정기준가로 산정된 보수차감 이후 기간 누적수익률

2) A/B(연환산)는 평균과 표준편차를 1년 기준 수치로 환산하여 산정

3) 계열사펀드 여부 기준 성과 비교

계열사펀드 여부를 기준으로 본 펀드성과의 추이는 <표 II-12>와 <그림 II-14>와 같다. 이 경우 앞서 언급한 펀드성과 변화의 주요 경향성은 비계열사펀드에서 그대로 나타난다. 즉, 자금순유입과 순유출은 모두 과거 운용성과가 가장 좋은 시기에 일어나지만, 순유출 시 운용성과는 순유입이 일어난 때보다는 낮게 나타난다. 이에 반해 계열사펀드는 펀드 가입 시점보다 펀드 가입 이후 미래 1년 수익률이 가장 우수한 특징을 보인다. 이에 따라 펀드 가입 이전 수익률은 비계열사펀드가 우수하고 미

래 1년 이후 수익률은 유사한 것으로 나타난다. 다만, 변동성을 감안한 위험조정 수익률을 기준으로 보면, 자금순유입 여부와는 관계없이 전반적으로 계열사펀드보다는 비계열사펀드의 운용성과가 대체로 나은 것으로 보인다. 이는 비계열사펀드에 가입한 투자자가 계열사펀드에 가입한 투자자보다는 상대적으로 더 양호한 수익률을 얻었을 가능성을 시사한다. 이에 대해서는 후술하는 III장에서 보다 자세히 논의한다.

<표 II-12> 계열유형 기준 펀드 수익률 추이

(1) 자금순유입 펀드

(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
계열	평균(A)	9.80	7.59	3.57	4.15	6.98	9.20
	표준편차(B)	40.90	22.51	14.84	15.11	58.66	99.56
	A/B(연환산)	0.14	0.24	0.24	0.27	0.08	0.05
	표본 수	22,172	31,599	41,858	50,035	42,193	34,078
비계열	평균(A)	13.93	10.46	5.20	3.65	5.34	7.08
	표준편차(B)	24.37	23.53	14.92	14.00	18.87	20.34
	A/B(연환산)	0.33	0.31	0.35	0.26	0.20	0.20
	표본 수	208,983	279,905	348,769	359,285	309,550	254,090

(2) 자금순유출 펀드

(단위: %)

항목	그룹	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
계열	평균(A)	7.64	4.13	2.53	3.42	3.98	5.15
	표준편차(B)	101.67	48.52	12.18	13.66	18.09	43.29
	A/B(연환산)	0.04	0.06	0.21	0.25	0.16	0.07
	표본 수	31,473	41,327	52,398	53,058	43,701	34,688
비계열	평균(A)	9.17	5.58	3.49	3.22	3.51	4.82
	표준편차(B)	22.18	19.03	12.53	13.47	17.01	18.53
	A/B(연환산)	0.24	0.21	0.28	0.24	0.15	0.15
	표본 수	172,862	211,554	249,387	231,107	191,755	154,313

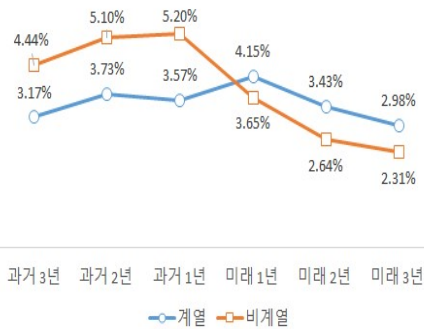
주: 1) 펀드수익률은 월별 수정기준가로 산정된 보수차감 이후 기간 누적수익률

2) A/B(연환산)는 평균과 표준편차를 1년 기준 수치로 환산하여 산정

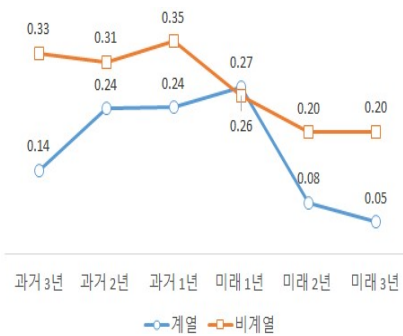
<그림 II-14> 계열유형 기준 펀드 수익률 추이 개관

(1) 자금순유입 펀드

(A) 수익률 기준

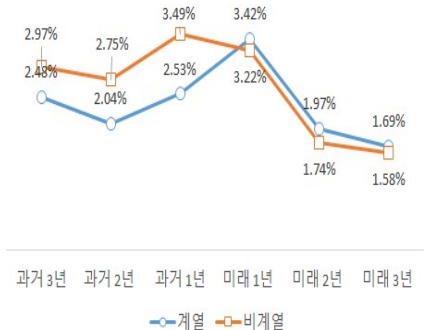


(B) 위험조정 수익률 기준

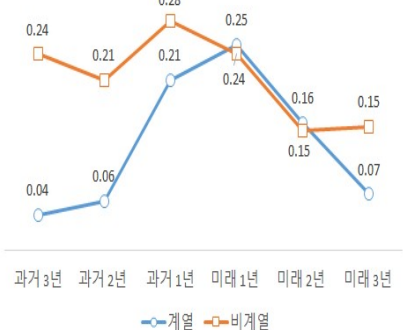


(2) 자금순유출 펀드

(A) 수익률 기준



(B) 위험조정 수익률 기준

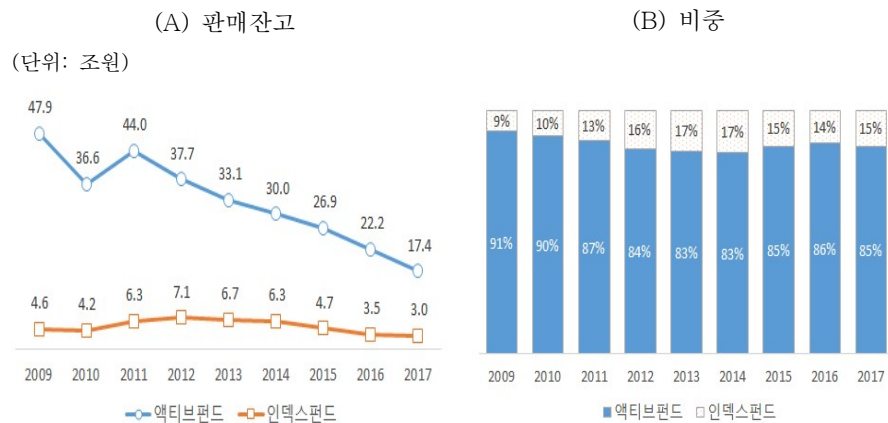


주: 1) 수익률은 기간 누적수익률(평균)을 연환산 기하평균 수익률로 변환한 수치
 2) 위험조정 수익률은 기간별 누적수익률(평균)을 기간별 표준편차로 나눈 후 1년 기준 수치로 변환한 값(<표 II-12>의 A/B(연환산))을 의미

다. 펀드유형별 펀드성과 추이

이 절에서는 한국펀드평가의 중분류 및 소분류에 따른 펀드유형을 기준으로 펀드성과 추이를 개관한다. 국내주식형 공모펀드를 액티브펀드와 인덱스펀드로 나누어보면, 2017년 기준 판매잔고의 비중은 액티브펀드가 85%, 인덱스펀드가 15%이다. 그런데 2009년과 2010년만 하더라도 액티브펀드와 인덱스펀드 판매잔고의 상대비중은 9:1로 액티브펀드의 비중이 더욱 높았다. 이처럼 액티브펀드의 비중이 감소한 것은 판매잔고 감소가 액티브펀드에 집중되어 있기 때문이다. <그림 II-15>에서 보듯이 분석기간 동안 인덱스펀드 판매잔고는 1.6조원 감소하였으나, 액티브펀드는 판매잔고가 30.5조원 감소하였다. 이로 미루어보면, 인덱스펀드보다는 액티브펀드의 성과가 더 저조했을 가능성이 있다. 이를 감안하여 본 절에서는 우선 액티브펀드와 인덱스펀드의 성과를 비교해본다. 이후에는 판매잔고가 급감했던 액티브펀드에 초점을 두고 세부 유형별 성과차이를 개관한다.

<그림 II-15> 판매잔고 및 비중 변화 - 액티브펀드 VS. 인덱스펀드



주: 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정

1) 액티브펀드 VS. 인덱스펀드 성과 비교

<그림 II-16>은 액티브펀드와 인덱스펀드의 연평균 수익률과 위험조정 성과지표인 IR(Information Ratio)을 비교한 결과를 보여주고 있다.³¹⁾ 우선, 자금순유입이 있었던 액티브펀드의 성과를 보면, 펀드가입 시점 기준 과거 1~3년의 연평균 수익률은 4.51~5.01% 수준이다. 그런데 펀드가입 이후 연평균 수익률은 미래 1년 3.50%, 미래 2년 1.33%, 미래 3년 0.82%로 급격히 악화된다. 성과지표인 IR을 기준으로 보면, 펀드가입 시점 IR은 3년 기준 0.25에서 1년 기준 0.08로 떨어지고, 가입 이후 IR은 1년 후 -0.15까지 떨어졌다가 3년 후 0.05 수준을 기록한다. 이는 액티브펀드 투자자는 과거 수익률이 좋은 시점에 펀드에 가입하려고 하지만, 벤치마크 대비 운용성과는 오히려 하락하는 시점에 가입할 가능성이 높음을 의미한다. 실제로 저조한 미래 수익률과 IR 지표가 이를 뒷받침한다.

자금순유출이 있었던 액티브펀드에 한정하더라도 펀드성과는 환매가 일어난 이후 더 떨어진다. 수익률을 보면, 자금순유출 즉, 환매가 있었던 시점 기준 과거 수익률은 2.63~3.03%인데, 이후 수익률은 지속적으로 하락하여 3년이 지나면 연평균 0.53% 수준에 불과하다. IR은 환매시점에 과거 1년 기준 IR이 -0.21까지 하락하다가 이후 회복하는 모습을 보이긴 하나, 3년이 지나더라도 IR이 -0.01에 그쳐 운용성과는 벤치마크에 미치지 못한다. 요약하면, 액티브펀드에 가입한 투자자는 당초 기대했던 연평균 4~5% 수준의 수익률에는 미치지 못하나, 연평균 2~3% 정도의 수익률을 얻었을 때 환매하는 경향이 있음을 의미한다.

인덱스펀드 역시 액티브펀드와 마찬가지로 자금순유입과 자금순유출 모두 최근 1년 기준 과거 성과가 가장 좋을 때 일어나고, 그 이후 성과는 하락하는 추세를 보인다. 이에 따라 수익률을 보면, 인덱스펀드에 가입한 투자자는 가입 시 연평균 3.27~5.92%의 수익률을 기대하나, 대체로 1.93~4.87%의 수익률을 얻었을 때 환매하는 것으로 보인다. 그러나 벤치

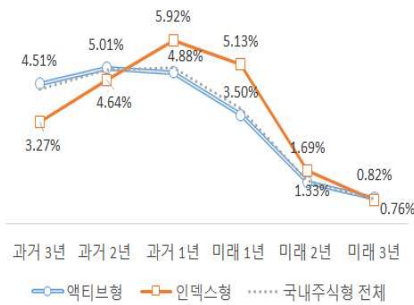
31) IR은 펀드 성과평가 시 사용되는 대표적인 위험조정 성과지표로서 벤치마크 대비 위험 1단위를 부담하여 얻는 초과수익을 의미한다. IR(연환산 기준)은 특정 기간 동안 벤치마크 대비 초과수익률의 평균을 표준편차로 나누어 산정한다.

마크 대비 성과지표인 IR을 보면, 자금순유입 펀드는 0.18~0.28, 자금순유출 펀드는 0.15~0.22를 기록하여 액티브펀드는 물론 벤치마크보다 양호한 성과를 보이고 있다. 이로 미루어보면, 인덱스펀드 대비 액티브펀드의 저조한 성과가 액티브펀드 판매잔고 감소의 한 요인인 것으로 판단된다.

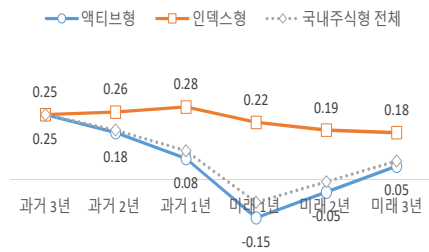
<그림 II-16> 펀드유형별 수익률과 IR 추이

(1) 자금순유입 펀드

(A) 수익률 기준

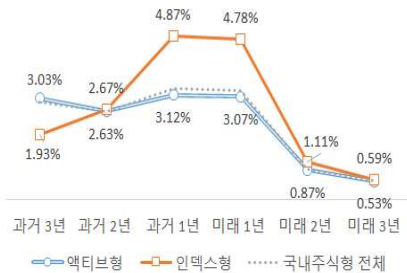


(B) IR 기준

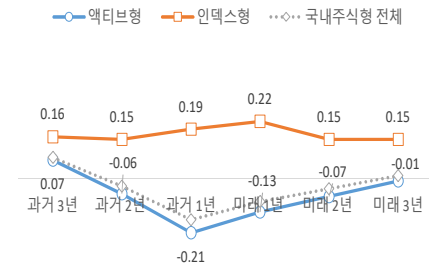


(2) 자금순유출 펀드

(A) 수익률 기준



(B) IR 기준

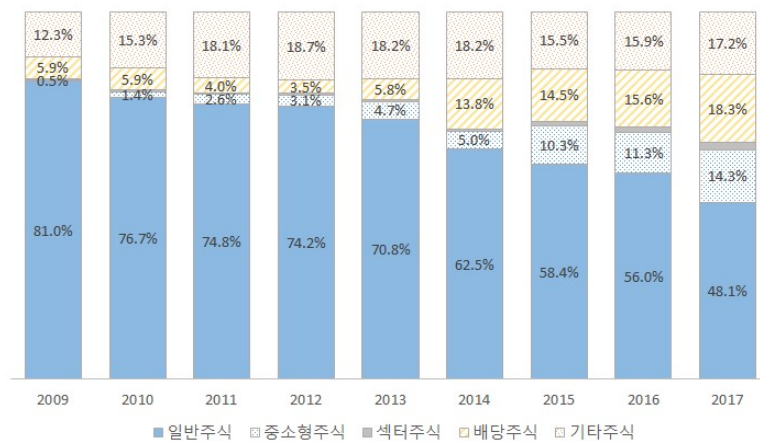


- 주: 1) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정
 2) 수익률은 유형별 펀드의 기간 누적수익률을 연환산 기하평균 수익률로 환산한 값을 표시

2) 세부 유형별 성과 비교

액티브펀드는 한국펀드평가의 분류기준에 따르면, 일반주식형, 중소형주식형, 섹터주식형, 배당주식형, 기타 등의 유형으로 구분된다. <그림 II-17>은 2009년부터 2017년까지 액티브펀드의 세부 유형별 비중 추이를 보여주고 있다. 이에 따르면, 액티브펀드 세부 유형별 비중변화의 특징은 ‘일반주식형의 급감과 배당주식형 및 중소형주식형의 증가’로 정리할 수 있다. 일반주식형의 비중은 2009년만 하더라도 전체 액티브펀드 중 81.0%를 차지하였으나, 판매잔고의 꾸준한 감소로 2017년에는 비중이 48.1%로 하락한다. 실제로 일반주식형의 판매잔고는 2017년말 기준 8.4조원으로 2009년 38.8조원에 비해 30.4조원 감소하였다. 그 결과 배당주식형의 비중은 2009년 5.9%에서 2017년 18.3%로 증가하였고, 2009년 0.5%에 불과했던 중소형주식형은 2017년 14.3%까지 증가했다. 다만, 배당주식형과 중소형주식형의 2017년말 기준 판매잔고는 각각 3.2조원과 2.5조원으로 증가율에 비하면 규모는 그리 크지 않다.

<그림 II-17> 액티브펀드 세부 유형별 비중



주: 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 과생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정

<표 II-13>과 <표 II-14>는 액티브펀드와 인덱스펀드의 세부 유형별 연평균 수익률과 IR의 추이를 보여주고 있다. 이 중에서 액티브펀드를 보면, 비중이 가장 높은 일반주식형의 수익률이 자금순유입 여부와는 관계없이 중소형주식형, 섹터주식형, 배당주식형에 비해 더 낮은 것으로 나타난다. 일례로 자금순유입 펀드의 경우 과거 1년 수익률이 일반주식형은 4.47%인 반면 중소형주식형 8.00%, 섹터주식형 6.87%, 배당주식형 7.07%이다. 벤치마크 대비 성과를 보여주는 IR을 보면, 일반주식형 펀드는 뚜렷하게 벤치마크 대비 우월한 성과를 보여주는 중소형주식형과 배당주식형 펀드와는 달리 대체로 벤치마크를 하회하는 성과를 보여주고 있다. 특히, 중소형주식형과 배당주식형은 자금유출 시점에서도 IR이 각각 0.24~0.56, 0.37~0.61로 매우 우수한 것으로 나타난다.³²⁾ 이로부터 세부 유형별로 상반된 펀드성차가 ‘일반주식형의 급감과 배당주식형 및 중소형주식형의 증가’라는 결과로 이어졌음을 미루어 짐작할 수 있다.

한편, 분석데이터 중 인덱스펀드는 KOSPI200인덱스펀드와 주식 기타인덱스펀드로 구분된다. 판매잔고를 보면, KOSPI200인덱스펀드는 판매잔고가 2009년 3.8조원에서 2017년 1.7조원으로 감소하였다. 반면 주식 기타인덱스펀드 판매잔고는 2009년 0.8조원에서 2017년 1.3조원으로 소폭 증가하였다. 인덱스펀드 세부 유형별 성과를 보면, <표 II-13>과 <표 II-14>에서 보는 바와 같이 KOSPI200인덱스형의 성과가 주식 기타인덱스형보다 우월함을 알 수 있다. 또한, KOSPI200인덱스형의 IR을 보면, 자금순유입 펀드는 0.33~0.40, 자금순유출 펀드는 0.32~0.36 수준의 우수한 성과를 꾸준히 유지하고 있다. 동기간 국내 ETF 시장이 매우 빠르게 성장한 것을 감안하면, 이러한 우수한 성과에도 불구하고 KOSPI200인덱스펀드의 판매잔고가 급감한 것은 주목할 만한 현상이다.³³⁾

32) 물론 이들 유형의 액티브펀드도 자금유출 시점의 과거성과는 자금유입 시점의 성과에 미치지 못한다. 일례로 과거 1년 수익률을 보면, <표 II-13>에서 자금순유입 펀드의 경우 수익률이 중소형주식 8.00%, 배당주식 7.07%인 반면 자금순유출 펀드의 경우 수익률이 중소형주식 4.84%, 배당주식 5.51%로 낮아진다.

33) 인덱스펀드의 감소요인으로 흔히 ETF의 장점 즉, 인덱스펀드 대비 ETF의 낮은 보수 및 거래의 편리성 등이 거론된다. 그런데 인덱스펀드는 간접투자상품인 반면 ETF는 직접투자상품이므로 두 상품의 투자수요가 다를 가능성을 배제할 수

<표 II-13> 펀드 세부 유형별 연평균 수익률 추이

(1) 자금순유입 펀드

(단위: %)

세부유형	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
일반주식	3.43	4.50	4.47	3.26	1.16	0.63
중소형주식	9.77	8.69	8.00	5.27	3.02	2.89
섹터주식	7.39	7.39	6.87	4.48	2.06	1.72
배당주식	7.10	7.09	7.07	6.37	2.99	2.10
기타주식	1.56	2.49	2.75	1.68	0.12	-0.16
액티브형 전체	4.51	5.01	4.88	3.5	1.33	0.82
KOSPI200인덱스	3.87	5.21	6.11	5.76	2.06	0.99
주식 기타인덱스	2.10	3.60	5.61	4.08	1.05	0.33
인덱스형 전체	3.27	4.64	5.92	5.13	1.69	0.76
국내주식형 전체	4.32	4.96	5.03	3.71	1.38	0.81

(2) 자금순유출 펀드

(단위: %)

세부유형	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
일반주식	2.30	2.22	2.96	2.84	0.75	0.42
중소형주식	8.75	6.26	4.84	6.99	3.17	2.54
섹터주식	6.29	4.72	4.77	4.69	1.64	1.12
배당주식	6.14	5.39	5.51	6.04	2.45	1.66
기타주식	0.52	0.64	1.47	0.65	-0.42	-0.40
액티브형 전체	3.03	2.63	3.12	3.07	0.87	0.53
KOSPI200인덱스	2.89	3.74	5.65	5.17	1.56	0.86
주식 기타인덱스	0.45	1.17	3.81	4.21	0.41	0.13
인덱스형 전체	1.93	2.67	4.87	4.78	1.11	0.59
국내주식형 전체	2.89	2.64	3.32	3.26	0.90	0.54

주: 유형별 평균 기간 누적수익률을 연환산 기하평균 수익률로 환산한 수치

없다. 따라서, ETF의 장점만으로 인덱스펀드의 판매잔고 감소 현상을 설명하기는 어려운 것으로 판단된다.

<표 II-14> 펀드 세부 유형별 IR 지표 변화

(1) 자금순유입 펀드

세부유형	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
일반주식	0.07	0.02	-0.07	-0.29	-0.18	-0.07
중소형주식	0.68	0.59	0.52	0.24	0.33	0.52
섹터주식	0.30	0.23	0.03	-0.18	-0.00	0.17
배당주식	0.71	0.63	0.60	0.44	0.46	0.57
기타주식		-2.12	-2.21	1.41	1.10	0.27
액티브형 전체	0.25	0.18	0.08	-0.15	-0.05	0.05
KOSPI200인덱스	0.38	0.39	0.40	0.36	0.34	0.33
주식 기타인덱스	-0.02	0.01	0.08	-0.02	-0.07	-0.10
인덱스형 전체	0.25	0.26	0.28	0.22	0.19	0.18
국내주식형 전체	0.25	0.19	0.11	-0.09	-0.01	0.07

(2) 자금순유출 펀드

세부유형	과거 3년	과거 2년	과거 1년	미래 1년	미래 2년	미래 3년
일반주식	-0.07	-0.18	-0.35	-0.26	-0.18	-0.12
중소형주식	0.56	0.40	0.24	0.37	0.41	0.50
섹터주식	0.22	0.04	-0.14	-0.07	0.07	0.11
배당주식	0.61	0.45	0.37	0.41	0.43	0.49
기타주식		-2.09	-2.17	0.98	1.06	0.24
액티브형 전체	0.07	-0.06	-0.21	-0.13	-0.07	-0.01
KOSPI200인덱스	0.35	0.35	0.36	0.36	0.33	0.32
주식 기타인덱스	-0.12	-0.12	-0.05	0.01	-0.13	-0.14
인덱스형 전체	0.16	0.15	0.19	0.22	0.15	0.15
국내주식형 전체	0.08	-0.03	-0.16	-0.09	-0.04	0.01

주: 1) 각 기간별 IR은 해당 유형에 속한 펀드들의 IR을 평균한 값을 의미

2) R 산정에 사용된 수익률은 보수차감 이후 수익률임

3) 기타주식형은 다른 유형에 비해 표본 수가 매우 작아 해석상 주의가 필요

4. 소결

2017년말 기준 판매사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 국내주식형 공모펀드 판매잔고는 20.4조원으로 2009년 52.5조원에 비해 절반 이상 감소하였다. 그런데 이를 고객유형 기준 판매잔고 집계 데이터와 결합하여 보면, 감소한 잔고 대부분은 개인투자자 자금인 것으로 보인다. 이에 이 장에서는 2009년부터 2017년까지 판매사 관련 주요 특성변수를 기준으로 국내주식형 공모펀드의 판매현황과 주식시장 장세에 따른 자금유출의 특성에 대해 살펴보았다. 여기서 판매사 관련 특성변수는 판매채널 유형, 클래스 유형, 계열사펀드 여부 등을 지칭한다. 또한, 투자자의 펀드성과를 가늠해보기 위해 앞서 언급한 특성변수 이외에도 액티브펀드 및 인덱스펀드와 같은 펀드 유형을 기준으로 가입 및 환매를 전후로 한 펀드성과의 추이에 대해서도 알아보았다. 주요 분석결과는 다음과 같다.

우선, 판매사 관련 주요 특성변수를 기준으로 본 판매잔고 변화의 특징은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 국내주식형 공모펀드의 97% 이상이 은행과 증권사에서 판매되는데, 은행과 증권사의 상대비중은 대체로 6:4의 비율로 나타난다. 둘째, 계열사펀드 비중은 2012년 39.4%까지 증가하였다가 2013년 4월부터 시행된 계열사 펀드판매 상한제의 영향으로 2013년 이후에는 30% 수준을 유지하고 있다. 이를 은행과 증권사로 나누어보면, 증권사의 계열사펀드 판매비중이 35% 내외로 25% 내외를 기록하고 있는 은행보다 다소 높게 나타난다. 셋째, 클래스 유형을 기준으로 보면, 판매채널에 따라 다소 차이가 나긴 하나, 국내주식형 공모펀드는 대부분 C 클래스펀드 아니면 A 클래스펀드로 판매된다. 2017년 기준 비중은 C 클래스펀드 54.1%, A 클래스펀드 44.0%로 전체의 98.1%를 차지한다. 그런데 클래스별 투자비용을 비교하면, C 클래스펀드 판매보수율의 꾸준한 하락세에도 불구하고 C 클래스펀드 TER이 A 클래스펀드 5년 투자기간 기준 TSC에 비해 약 30bp 정도 더 높게 나타난다. 이에 따라 국내주식형 공모펀드의 경우 투자기간이 1년 이하이면 C 클래스펀드가 유리한 반면 그 이상이면 A 클래스펀드가 더 유리한 것으로 보인다.

자금유출 추이를 주식시장 장세와 연계하여 보면, 2009년부터 2017년까지 자금유출 양상은 크게 세 가지 시기로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 시기는 2009~2010년 주가지수 상승기로 주가 상승과정에서 약 17.0조원의 자금순유출이 있었다. 두 번째 시기는 주가지수가 일정 범위 내에서 등락을 반복했던 2012년부터 2016년까지 시기이다. 김종민·이효섭(2018)의 분석처럼 이 시기의 특징은 주가 하락기에 일시적인 자금순유입이 있은 후 주가 상승기에 이를 훨씬 넘어서는 대규모 자금유출이 있었다는 점이다. 이 기간 동안 자금순유출 규모는 약 24.6조원에 달한다. 세 번째 시기는 첫 번째 시기와 마찬가지로 주가지수가 상승했던 2017년으로 이 시기 자금순유출 규모는 약 5.3조원이다.

수익률을 기준으로 살펴본 자금흐름 전후 국내주식형 공모펀드 성과의 특징은 다음과 같다. 첫째, 자금순유입은 최근 운용 수익률이 좋았을 때 일어나지만, 자금순유입 이후 수익률은 이전보다 떨어진다. 둘째, 자금순유출 역시 최근 운용 수익률이 좋았을 때 일어나고, 자금순유출 이후 수익률은 이전보다 낮아진다. 셋째, 자금순유출이 있었던 펀드의 과거 및 미래 수익률은 자금순유입이 있었던 펀드보다 낮다. 이는 국내주식형 공모펀드 투자자가 가입 시 기대했던 수익률보다 더 낮은 수익률을 얻은 상태에서 환매했을 시사한다. 일례로 액티브펀드 투자자는 당초 연평균 4~5%의 수익률을 기대하는 것으로 보이나, 환매 시 수익률은 2~3% 수준인 것으로 추정된다.

벤치마크 대비 초과성적을 추구하는 액티브펀드에 한정하면, 액티브펀드 중 규모가 가장 큰 일반주식형 펀드는 벤치마크를 하회하는 부진한 성과를 보인 반면, 규모가 작긴 하나 중소형주식형 펀드 및 배당주식형 펀드는 벤치마크 대비 우월한 성과를 거둔 것으로 나타났다. 분석기간 동안 판매잔고의 감소가 성과가 부진했던 일반주식형 펀드에 대부분 집중되고 성과가 우수했던 배당주식형과 중소형주식형 펀드의 판매잔고가 늘어난 점을 감안하면 펀드성과의 부진이 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소의 일차적인 원인인 것으로 보인다.

한편, 상기한 세 가지 수익률 기준 펀드성과의 주요 특징은 판매채널 유형, 클래스 유형, 계열사펀드 여부 등을 기준으로 보더라도 대부분 동

일한 양상으로 나타난다. 또한, A 클래스펀드의 성과가 C 클래스펀드보다 우수하고, 비계열사펀드의 성과가 계열사펀드보다 우수한 것으로 나타나는 등 펀드성과는 판매사 및 이해상충 관련 변수와도 연관이 있는 것으로 판단된다. 다만, 본 장의 분석결과는 펀드성과에 영향을 미치는 다양한 요인들을 통제하지 않은 상태에서 도출된 것이므로 펀드성과와 이해상충 변수와의 관계를 규명하기 위해서는 보다 엄밀한 분석이 필요하다. 이에 대해서는 다음 장에서 실증분석 결과를 바탕으로 논의한다.

Ⅲ. 자금흐름 결정요인 및 미래성과 분석

1. 분석방법론
2. 자금흐름 결정요인 분석결과
3. 미래성과 분석결과
4. 소결

Ⅲ. 자금흐름 결정요인 및 미래성과 분석

이 장에서는 펀드투자 자금흐름 결정요인 및 미래성과에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 그리고 이를 통해 국내주식형 공모펀드 판매과정에서 나타날 수 있는 투자자와 판매사 간 이해상충 여부를 검증한다. 이 장의 구성은 다음과 같다. 우선, 1절에서 분석방법론을, 2절과 3절에서 각각 자금흐름 및 펀드 미래성과에 대한 분석결과를 제시한다. 마지막으로 4절에서는 분석결과에 기초하여 펀드판매 관련 이해상충의 양상에 대해 논의한다.

1. 분석방법론

펀드 판매사는 수익극대화 차원에서 투자자에게 적합한 펀드보다는 자사에게 유리한 펀드, 예를 들면 판매보수나 판매수수료가 높은 펀드, 또는 계열사펀드 등을 권유할 유인이 있다. 만약 투자자가 판매사의 권유로 이러한 펀드에 더 많이 가입했다면 당초 기대와는 달리 더 적은 수익을 얻거나 손실을 입을 수 있다. 실제로 앞서 살펴본 Bergstresser et al.(2009), Kristoffersen et al.(2013), Cookson et al.(2017) 등의 연구는 이러한 이해상충 문제를 실증적으로 보여주고 있다. 본 연구는 이러한 기존 연구들을 참고하여 국내주식형 공모펀드 판매과정에서도 이해상충이 발생하고 있는지, 발생한다면 어떠한 양상인지 파악하고자 한다.

본 연구의 실증분석은 크게 자금흐름 결정요인 분석과 미래성과 분석 두 가지로 구성된다. 특히, 본 연구는 Kristoffersen et al.(2013)과 유사한 방법론을 차용하여 투자자가 펀드투자를 일정 기간 유지했다면 얻었을 수익률을 산정하여 투자자의 손실 가능성을 파악하고자 한다. 판매사가 어떤 형태로든 자사에 유리한 방법으로 투자자의 펀드가입을 유도했다면 이해상충 여지가 있는 펀드에 더 많은 자금이 유입되었을 것이고, 이는 투자

자의 손실로 연결될 것이기 때문이다. 즉, 본 연구는 판매사의 이해관계를 반영하는 변수들이 펀드 투자자의 자금흐름과 미래 펀드성과에 미친 영향 분석에 기초하여 이해상충 여부를 검증하고 그 양상을 파악하고자 한다.

공모펀드 투자 자금흐름 결정요인 분석은 Ippolito(1992), Chevalier & Ellison(1997), Sirri & Tuffano(1998), Barber et al.(2005) 등을 비롯하여 무수히 많은 선행연구가 존재한다. 이들 연구에 따르면, 과거성과, 투자비용, 펀드 및 운용사의 특성 등이 자금흐름에 유의한 영향을 미치는 변수들이다. 이외에도 Bergstresser et al.(2009), Kristoffersen et al.(2013), Cookson et al.(2017) 등 투자자와 판매사 간 이해상충에 관한 기존 문헌에 따르면, 판매채널 유형, 계열사펀드 여부, 선취 판매수수료율 등도 펀드 자금흐름에 유의한 영향을 미치는 변수들이다. 물론 앞 절에서 논의한 바와 같이 A 클래스나 C 클래스와 같은 클래스 유형도 잠재적으로 이해상충 가능성을 반영하는 변수들이다.

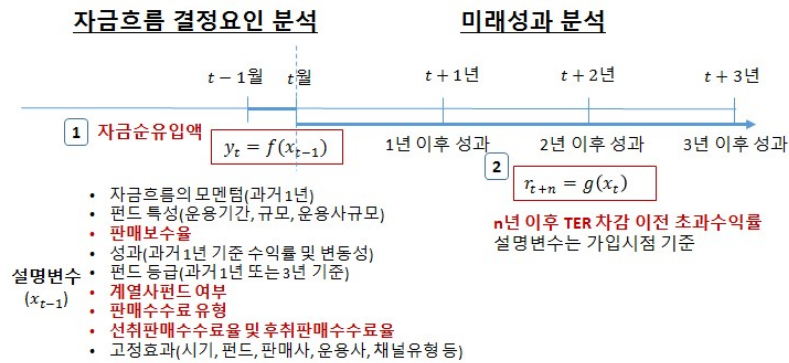
$$y_t = f(x_t | \Omega_t) = f(x_{t-1}) \quad (\text{식 3})$$

본 연구는 이러한 선행연구 결과를 바탕으로 (식 3)과 같은 회귀분석을 이용하여 자금흐름 결정요인 분석을 수행한다. 여기서 y_t 는 각 금융회사 창구에서 판매되는 개별 펀드의 월별 판매잔고 변화 즉, 월별 자금순유입액(단위: 억원)을 지칭한다.³⁴⁾ Ω_t 는 가입시점에 투자자들에게 가용한 펀드투자 관련 정보를 지칭하는 것으로 본 연구는 일반적으로 자금흐름 결정요인 분석에서 사용되는 전월 기준 변수(x_{t-1})를 사용하였다. 이에 해당하는 변수로는 과거 1년 동안 자금순유입액(억원), 펀드 운용기간(년, 로그), 펀드규모(억원, 로그), 운용사규모(억원, 로그), 판매보수율(%), 과거 1년 동안의 수익률 평균(%)과 표준편차(%), 과거 1년 또는 3년 성과 기준 펀드등급, 계열사펀드 여부, 판매수수료에 기초한 클래스 유형, 선취 및 후취판매수수료율 등을 사용하였다. 이외에도 해당 월, 펀드, 판매사, 운용사, 채널유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등의 펀드유형 등을 추가하

34) 편의상 (식 3)의 변수에서 판매채널과 개별 펀드에 해당하는 첨자는 생략하였다. 한편, 본 연구에서는 ‘판매채널-펀드’ 단위의 신규 설정금액과 환매금액을 파악할 수 없어 금액 단위 자금순유입액만을 종속변수로 사용하였다.

여 고정효과(fixed effects)를 통제하였다. 그리고 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였다.

<그림 III-1> 분석방법론 개관



미래성과 분석은 일정한 투자기간을 가정한 후 판매 관련 이해상충 변수가 펀드의 미래성과에 미친 영향을 평가하는 분석이다. 즉, 이 분석은 전월 기준 정보 또는 변수(x_{t-1})를 참고하여 t 월에 펀드에 가입한 투자자가 해당 펀드를 일정 기간 보유했다면 얻었을 성과를 추정하여 이해상충 여부를 검증하는 것이다. 이 점에서 자금흐름 결정요인과 미래성과 분석은 동일한 투자자를 전제하고 있다고 할 수 있다.

미래성과 분석에 관한 기존 연구로는 Kristoffersen et al.(2013)의 연구가 대표적이다. 이에 본 연구에서는 Kristoffersen et al.(2013)의 방법론을 차용하되, 자금흐름 결정요인과 동일하게 국내 사정에 적합한 변수들을 설명변수에 추가하였다. 그리고 Kristoffersen et al.(2013)은 판매 이후 1년 수익률만을 산정하였는데, 본 연구에서는 1년뿐만 아니라 2년과 3년 이후 수익률을 산정하여 미래성과 추이를 분석하였다. 여기서 미래성과는 개별 펀드의 보수차감 이전 수익률을 기준으로 산정한 벤치마크 대비 기간 누적초과수익률(%)로 측정한다. 벤치마크 수익률은 펀드평가사인 한국펀드평가가 실제 펀드 성과평가에 활용하고 있는 벤치마크 수익률을

그대로 사용하였다. 그리고 보수차감 이전 수익률은 매월 펀드 수익률에서 공시되는 월기준 TER을 더한 값을 의미한다.

$$r_{t+n} = g(x_t), n = 1, 2, 3 \quad (\text{식 4})$$

미래성과 분석의 회귀분석 모형은 (식 4)와 같다.³⁵⁾ 여기서 종속변수 r_{t+n} 은 t 월에 개별 금융회사에서 판매된 펀드의 n 년 이후 보수(TER) 차감 이전 초과수익률이다. 미래성과는 가입시점 이후의 성과이므로 설명변수(x_t)는 (식 4)에서 보듯이 가입시점 즉, t 월의 변수를 사용한다. 다만, 설명변수 중 펀드등급은 성과와 더불어 투자자가 쉽게 참고할 수 있는 대표적인 정보이고, 등급에는 펀드성과 이외에 운용사 성과 및 성과의 지속성 등에 대한 평가도 반영되어 있으므로 투자자가 참고했던 전월 기준 등급을 그대로 사용하였다.³⁶⁾ 회귀분석에서 고정효과는 자금흐름 결정요인 분석과 마찬가지로 해당 월, 펀드, 판매사, 운용사, 채널유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등으로 통제하였고, 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였다.

우리나라에서는 2013년 4월부터 계열사펀드 판매한도를 설정하여 규제하고 있다.³⁷⁾ 이 규제의 목적은 계열사 간 과도한 거래집중을 억제하여 투자자의 펀드선택권을 보장하고 공정경쟁 환경을 조성하기 위한 것이다. 이에 본 연구에서는 2013년 5월을 기점으로 계열사펀드 판매상한제 시행 이전과 이후로 나눈 더미변수(Post)와 이 더미변수 및 계열유형 교차항(Post×계열유형)을 설명변수에 추가하여 계열사펀드 판매상한제가 자금흐름과 펀드성과에 미친 효과를 분석하였다.

35) (식 4)에서도 변수에서 판매채널과 개별 펀드에 해당하는 첨자를 생략하였다.

36) 한국펀드평가의 펀드등급은 운용사성과, 펀드성과, 펀드성과의 지속성 등에 대한 지표를 통해 산정된다. 요소별 가중치는 운용사성과 20%, 펀드성과 50%, 펀드성과의 지속성은 30%이다. 여기서 운용사성과는 운용사의 수정샤프비율, 펀드성과는 펀드의 수정샤프비율, 펀드성과의 지속성은 펀드 수정샤프비율 % 순위의 변동성을 기준으로 산정된다(한국펀드평가, 2017).

37) 규제 도입 당시 계열사펀드 판매비중은 연간 총펀드판매 금액의 50% 이내로 제한하였다(금융위원회, 2013). 최근에는 이 규제가 더욱 강화되었는데, 올해부터 상한이 매년 5%씩 낮아져서 2022년부터는 계열사펀드 판매비중이 25% 이내여야 한다(금융위원회, 2018).

<표 III-1> 주요 설명변수 간 상관관계수

변수명	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K
과거 1년 순유입금액 (A)	1.00										
운용기간 (B)	-0.01	1.00									
펀드규모 (C)	-0.01	0.05	1.00								
운용사규모 (D)	-0.03	0.13	0.13	1.00							
판매보수율 (E)	-0.03	0.08	-0.19	0.08	1.00						
과거 1년 수익률 평균 (F)	-0.03	-0.11	0.07	-0.07	-0.04	1.00					
과거 1년 수익률 변동성 (G)	-0.01	-0.32	0.10	-0.08	0.06	0.10	1.00				
선취 판매 수수료율 (H)	0.00	-0.06	0.26	-0.08	-0.59	0.09	0.04	1.00			
후취 판매 수수료율 (I)	0.00	0.04	-0.03	0.06	0.05	-0.01	0.02	-0.05	1.00		
펀드등급 (1년기준) (J)	0.01	0.21	0.10	-0.12	0.03	0.25	-0.10	0.03	0.02	1.00	
펀드등급 (3년기준) (K)	0.01	0.33	0.15	-0.04	0.03	0.09	-0.08	0.02	0.02	0.67	1.00

주: 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정

실증분석에서 사용된 데이터는 II장에서 살펴본 데이터와 동일하다. 즉, 2009년부터 2018년 1월까지 국내 금융회사에서 판매되는 일반투자자 대상 국내주식형 공모펀드이다. <표 III-1>은 자금흐름 결정요인 분석과 미래성과 분석에 사용된 주요 설명변수 간 상관관계를 보여주고 있다. 판매보수율과 선취 판매수수료율의 상관관계수가 -0.59로 높게 나타나긴 하나, 이 수치는 기본적으로 A 클래스펀드와 C 클래스펀드의 기본적인 판매 관련 보수구조의 차이를 반영한다. 이를 감안하여 회귀분석에서는 클

래스 유형과 선·후취 판매수수료율을 설명변수로 추가하였다. 또한, 과거 1년 성과 기준 펀드등급과 3년 성과 기준 펀드등급의 상관계수가 0.67로 높아 회귀분석 시 펀드등급은 이 중 하나만을 사용하였다. 이외의 설명변수 간 상관관계는 없거나 있더라도 그리 높지 않아 실증분석에서 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단된다.

한편, 개별 펀드 단위의 신규설정과 환매 양상은 펀드의 운용성과 및 특성, 시기 등에 따라 달라지므로 자금흐름의 양상을 엄밀히 파악하려면 ‘판매채널-펀드’ 단위의 설정금액과 환매금액 자료가 있어야 한다. 그러나 국내에서는 이 자료를 얻기가 불가능하기 때문에 본 연구에서는 ‘판매채널-펀드’ 단위의 자금순유입액(+)과 자금순유출액(-)을 신규설정과 환매금액의 대용치로 간주하여 분석하였다. 또한, 2009년 이후 국내주식형 공모펀드 시장에서는 지속적으로 자금순유출이 일어나고 있어 자금순유입 여부를 구분하지 않을 경우 일부 결과가 왜곡될 가능성도 있다. 실제로 본문에는 신지 않았으나, 자금순유입 여부를 구분하지 않을 경우 계열사펀드 여부가 자금흐름에 미치는 영향이 다르게 나타난다.³⁸⁾ 이에 본 연구에서는 자금흐름 결정요인 분석과 미래성과 분석 모두 개별 펀드를 자금순유입 여부를 기준으로 자금순유입 펀드와 자금순유출 펀드로 나누어 분석한 결과만을 제시한다. 여기서 자금순유입 펀드는 개념상 신규 설정펀드를, 자금순유출 펀드는 환매가 있었던 펀드를 대표한다. 따라서 자금순유입 펀드에 한정된 자금흐름 결정요인 및 미래성과 분석은 투자자의 펀드가입에 영향을 미치는 요인 및 펀드 가입 이후 펀드성과의 변화에 초점을 두고 있다. 그리고 자금순유출 펀드에 한정된 자금흐름 결정요인 및 미래성과 분석은 투자자들의 환매에 영향을 미치는 요인과 아울러 투자자가 환매 시 얻었을 성과를 파악하는 데 주목적이 있다. 이 점에서 자금순유입 펀드와 자금순유출 펀드는 상호 보완관계에 있다.

38) 자금순유입 여부를 구분하면, 계열사펀드는 비계열사펀드 대비 자금순유입과 자금순유출 규모 모두 더 큰 것으로 나타난다. 그런데 계열사펀드의 자금순유출 규모가 자금순유입 규모보다 더 크기 때문에 자금순유입을 구분하지 않으면, 계열사펀드에서 지속적으로 자금이 순유출된 것으로 나타난다. 이를 제외하면, 자금순유입 여부를 구분하지 않더라도 분석결과는 자금순유입 여부로 표본을 나누어 분석한 결과와 질적으로 동일하다.

2. 자금흐름 결정요인 분석결과

가. 주요 특성변수별 자금흐름 기초통계량

<표 Ⅲ-2>는 ‘판매채널-펀드’ 단위 자금흐름의 월별 기초통계량을 보여주고 있다. 분석기간 동안 판매잔고가 꾸준히 감소한 만큼 금융회사에서 판매되는 펀드당 월평균 자금흐름 역시 0.65억원 자금순유출로 나타난다. 이를 주요 특성변수를 기준으로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

우선, 판매채널의 경우 은행과 증권사의 월평균 자금순유출 규모는 각각 1.61억원, 0.28억원으로 은행의 자금순유출 규모가 더 큰 것으로 나타난다. 자금흐름의 변동성 역시 은행이 더 높다. 클래스를 기준으로 보면, C 클래스펀드의 월평균 자금순유출 규모가 0.79억원으로 A 클래스펀드 0.40억원보다 크고, 자금흐름의 변동성도 더 높다. 계열유형을 기준으로 보면, 계열사펀드의 자금순유출 규모가 1.46억원으로 비계열사펀드 0.53억원보다 약 3배가량 큰 것으로 나타난다. 계열사펀드 판매상한제 실시 이후로 기간을 한정하더라도 계열사펀드 자금순유출 규모는 1.27억원으로 비계열사펀드 0.28억원의 4배 수준이다. 이로 미루어보면, 판매사 관련 특성변수들이 펀드투자 자금흐름에 영향을 미치는 것으로 판단된다.

펀드등급을 기준으로 보면, 시장 전반적으로 판매잔고가 꾸준히 감소하는 와중에도 유일하게 1등급 펀드에만 자금순유입이 있었음을 알 수 있다. 1등급 펀드의 자금순유입 규모는 과거 1년 성과기준 0.89억원, 과거 3년 성과기준 0.40억원으로 최근 1년의 성과가 우수한 펀드에 가장 많은 자금이 유입되었다. 1등급을 제외한 다른 등급에서는 모두 자금순유출이 있었는데, 등급이 떨어질수록 자금순유출 규모도 커진다. 이로부터 투자자의 자금흐름이 펀드성과에 민감하게 반응하고 있음을 쉽게 유추할 수 있다.

<표 III-2> 주요 특성별 자금흐름 기초통계량

특성	그룹	평균 (억원)	표준편차 (억원)	표본
판매채널	은행(A)	-1.61	71.58	274,827
	증권(B)	-0.28	14.67	632,949
	평균 차이(A-B)	-1.33***		
클래스	A클래스(A)	-0.40	29.58	342,886
	C클래스(B)	-0.79	44.87	614,310
	평균 차이(A-B)	0.39***		
계열유형	계열(A)	-1.46	46.49	129,042
	비계열(B)	-0.53	38.82	842,452
	평균 차이(A-B)	-0.93***		
Post	2013년 5월 이전(A)	-1.11	62.75	348,643
	2013년 5월 이후(B)	-0.39	16.80	622,851
	평균 차이(A-B)	-0.72***		
Post× 계열유형	계열(A)	-1.27	34.89	74,174
	비계열(B)	-0.28	12.48	548,677
	평균 차이(A-B)	-0.99***		
펀드등급 (1년 기준)	1등급(A)	0.89	25.75	81,772
	2등급(B)	-0.12	25.91	154,616
	3등급(C)	-0.87	25.06	221,986
	4~5등급(D)	-1.22	33.71	195,274
	평균 차이(A-D)	2.11***		
	평균 차이(B-D)	1.11***		
펀드등급 (3년 기준)	1등급(A)	0.40	30.51	87,381
	2등급(B)	-0.85	29.73	150,313
	3등급(C)	-0.84	26.88	188,125
	4~5등급(D)	-1.46	61.63	216,026
	평균 차이(A-D)	1.86***		
	평균 차이(B-D)	0.61***		
전체		-0.65	39.93	971,494

주: 1) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정

2) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

펀드유형을 기준으로 보면, 가장 규모가 큰 일반주식형에서는 월평균 0.97억원의 자금순유출이 발생하여 액티브펀드 전체로는 월평균 0.73억원의 자금순유출이 있었다. 배당주식형과 기타주식형의 월평균 자금순유출 규모는 각각 0.32억원, 0.61억원이다. 반면, 액티브펀드 내에서도 중소형

주식과 섹터주식에는 각각 월평균 0.22억원, 0.04억원의 자금순유입이 있었다. 인덱스주식형에 한정하면, KOSPI200인덱스형에서 0.23억원의 자금순유출이 있었으나, 다른 유형에서 0.15억원의 자금순유입이 발생하여 전체적으로는 자금순유출 규모가 액티브펀드에 비해서는 크지 않다.

<표 III-3> 국내주식형 공모펀드의 주요 특성별 자금흐름

특성	그룹	평균 (억원)	표준편차 (억원)	표본
액티브 주식형	일반주식형	-0.97	45.78	545,468
	중소형주식형	0.22	25.45	73,012
	섹터주식형	0.04	7.46	20,099
	배당주식형	-0.32	24.15	76,130
	기타주식형	-0.61	26.42	137,826
	액티브주식형 전체	-0.73	39.53	852,535
인덱스 주식형	KOSPI200인덱스형	-0.23	52.02	71,949
	주식기타인덱스형	0.15	21.34	47,010
	인덱스주식형 전체	-0.08	42.62	118,959
전체		-0.65	39.93	971,494

주: 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드 등을 제외하고 산정

나. 분석결과

1) 전체를 대상으로 한 분석결과

자금흐름 결정요인 분석결과는 <표 III-4>에 제시되어 있다.³⁹⁾ 이 표에서 패널 (1)은 전월 대비 판매잔고가 늘어난 자금순유입 펀드에 대한 분석 결과이며, 패널 (2)는 전월 대비 판매잔고가 감소한 자금순유출 펀드에 대한

39) 펀드 대부분이 A 클래스와 C 클래스로 구성되어 있으므로 편의상 B 클래스와 D 클래스, 그리고 후취 판매수수료율에 대한 분석결과는 표시하지 않았다. 또한, 은행과 증권사가 판매잔고 대부분을 차지하고 있으므로 고정효과 변수 중에서는 판매채널 유형에 해당하는 증권사 더미만을 분석결과에 표시하였다. 이와 같은 분석결과 표시는 이하의 모든 표(미래성과 분석 포함)에서 동일하다.

분석결과이다. 그리고 각 패널에서 모형 I~II는 과거 1년 성과 기준 펀드 등급을 사용했을 때의 분석결과이며, 모형 III~IV는 과거 3년 성과 기준 펀드 등급을 사용했을 때의 분석결과이다. 그런데 자금순유입 여부에 따라 분석결과를 해석하는 데 주의할 필요가 있다. 자금순유입 펀드에 한정된 경우 종속변수는 모두 양수(+)이며, 자금순유출 펀드에 한정된 경우 종속변수는 모두 음수(-)이다. 이에 따라 계수추정치가 양수(음수)이면, 자금순유입 펀드의 경우 더 많은(적은) 자금이 유입된 것을 의미하나, 자금순유출 펀드의 경우에는 그만큼 자금유출 규모가 작은(큰) 것을 의미하기 때문이다. 또한, 모든 모형 I~IV에서 해당 월, 펀드, 판매사, 운용사, 채널유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등의 펀드유형 등을 추가하여 다양한 고정효과를 통제하였고, 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정하였다.

모형 II와 모형 IV는 계열사펀드 판매상한제의 효과를 파악하기 위해 기간을 계열사펀드 판매상한제 시행 이전과 이후로 나눈 더미변수(Post)와 이 더미변수 및 계열유형 교차항(Post×계열유형)을 설명변수에 추가한 모형이다. 그러므로 Post×계열유형의 계수 추정치 특히, 자금순유입 펀드에 한정된 패널 (1)에서의 추정치는 계열사펀드 판매상한제의 효과를 나타내는 변수이다. 이 변수가 유의한 음수이면 계열사펀드 판매상한제로 인해 계열사펀드에 대한 자금유입 규모가 감소했음을 의미한다. 반면, 이 변수가 유의한 양수이면 계열사펀드 판매상한제에도 불구하고 계열사펀드에 대한 자금유입 규모가 오히려 증가했음을 의미한다. 이외에도 계열사 더미변수는 비계열사펀드 대비 계열사펀드의 자금순유입 또는 자금순유출 상대규모를, A 클래스 더미는 C 클래스펀드 대비 A 클래스펀드의 자금순유입 또는 자금순유출 상대규모를 의미한다. 마지막으로 증권사 더미는 은행 판매 펀드 대비 증권사 판매 펀드의 자금순유입 또는 자금순유출 상대규모를 의미한다.

가) 자금순유입 펀드의 경우

자금순유입 펀드에 한정된 분석결과는 다음과 같다.⁴⁰⁾ <표 Ⅲ-4>의 패널 (1)에 따르면, 과거 1년 순유입금액(억원), 과거 1년 평균 수익률(%), 펀드등급, 계열사펀드 더미, 증권사 더미 등이 자금순유입에 유의한 영향을 미치는 변수들이다. 보다 구체적으로 변수를 자금흐름 모멘텀 및 펀드성과 변수와 펀드판매 관련 변수로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

자금흐름의 모멘텀을 보여주는 과거 1년 순유입금액(억원) 계수는 0.038~0.040으로 추정되었는데, 이는 과거 1년 순유입금액이 1억원 늘면 펀드당 자금유입액은 월평균 약 4백만원 증가함을 의미한다. 과거 1년 평균 수익률(%) 계수 추정치는 0.044~0.049로 연평균 수익률이 1% 증가하면 자금유입 규모가 펀드당 월평균 약 400~500만원 더 늘어남을 의미한다. 펀드등급은 과거 1년 성과를 기준으로 보면 자금흐름에 유의한 영향을 주지 않지만, 과거 3년 성과를 기준으로 보면 성과가 가장 우수한 1등급 펀드에 약 1억원 가량 더 많은 자금이 유입된 것으로 나타난다.

펀드판매 관련 변수들에 대한 결과는 다음과 같다. 우선, 계열사펀드 계수는 4.625~5.655로 추정, 계열사펀드에는 비계열사펀드에 비해 펀드당 월평균 약 4.6~5.7억원 더 많은 자금이 유입되었음을 알 수 있다. 그리고 2013년 4월부터 시행된 계열사펀드 판매상한제의 정책효과를 측정하는 Post×계열유형 계수 추정치는 -1.650~-1.618로 추정, 이 규제가 시행된 이후 계열사펀드 자금순유입규모는 펀드당 월평균 약 1.6억원 감소한 것으로 나타난다. 이는 계열사펀드 판매상한제 이후 계열사펀드 자금순유입규모가 5.7억원에서 4.1억원으로 약 30% 가량 감소했음을 의미하는 것으로, 이 규제가 당초 의도했던 정책효과를 보고 있음을 시사한다. 증권사 더미 계수는 -1.488~-1.393으로 추정되어 은행이 판매하는 펀드가 증권사가 판매하는 펀드에 비해 펀드당 월평균 1.4~1.5억원 가량 자금유입규모가 많았음을 알 수 있다. 이는 개인투자자들이 증권사보다는 주로 은행을 통해 공모펀드에 가입한다는 점이 반영된 것으로 보인다.

40) 편의상 본 연구의 초점이 아닌 펀드 운용기간, 펀드규모 및 운용사 규모가 자금흐름에 미친 영향에 대한 논의는 생략한다.

이상의 결과를 요약하면, 과거 자금유입이 많았던 펀드이거나 수익률이 우수한 펀드, 계열사펀드, 은행 판매 펀드에 더 많은 자금이 유입되었다. 그리고 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용하면, 1등급 펀드에도 더 많은 자금이 유입된 것으로 보인다. 이로부터 펀드의 과거 성과뿐만 아니라 계열사펀드 여부 및 판매채널 유형 등 운용과는 직접적인 관련이 없는 변수가 자금순유입에 영향을 주고 있음을 알 수 있다. 반면, 판매보수율, 과거 1년 동안의 수익률 변동성, 클래스 유형, 선취 판매수수료율 등은 자금유입 규모에 영향을 미치지 않았다.

나) 자금순유출 펀드의 경우

자금순유출 펀드에 한정된 분석결과는 <표 III-4>의 패널 (2)에 나와 있다. 이를 앞선 경우와 마찬가지로 자금흐름 모멘텀 및 펀드성과 변수와 펀드판매 관련 변수로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

우선, 자금순유입 펀드와는 달리 과거 1년 순유입금액(억원)이나 과거 1년 평균수익률(%) 변수는 자금유출에 영향을 미치지 않는 것으로 추정되었다. 그리고 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용할 경우 최근 1년의 수익률 변동성이 자금유출에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 계수 추정치는 $-0.099 \sim -0.095$ 인데, 이는 수익률의 변동성이 높은 펀드일수록 자금순유출 규모가 많았음을 의미한다. 이와는 달리 펀드등급은 과거 1년 성과 기준 평가등급을 사용할 경우에만 $1.605 \sim 1.744$ 내외의 유의한 양수로 나타났다. 여기서 특이한 점은 펀드등급이 3등급 이하로 낮은 펀드의 자금순유출 규모가 등급이 없는 펀드에 비해 더 작다는 점이다. 이는 최근 1년의 운용성과가 낮은 경우 투자자가 바로 환매하지 않고 성과가 개선되기를 기다리고 있음을 시사한다.

펀드판매 관련 변수들에 대한 결과를 보면, 계열사 더미의 계수는 $-10.05 \sim -6.639$ 로 추정되었다. 이는 계열사펀드의 자금순유출 규모가 비계열사펀드에 비해 6.6~10.0억원 가량 더 컸음을 의미한다. 또한, 자금순유입 분석결과와 결부해서 보면, 계열사펀드의 자금순유출규모가 자금순유

입규모보다 더 컸음을 알 수 있다. 즉, 계열사펀드는 자금이 유입된 금액 이상으로 유출된 것이다. 반면, 계열사펀드 판매상한제가 실시된 이후로 한정하면, Post×계열유형 계수는 3.001~3.677로 추정되었다. 이는 계열사펀드에서 자금순유출이 지속되고 있지만, 그 규모는 이전보다 감소했음을 의미한다.⁴¹⁾

이외에도 C 클래스펀드 대비 A 클래스펀드에 추가적으로 유출되는 자금규모를 나타내는 A 클래스 더미는 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용할 경우에만 유의한 것으로 나타났다. 이 경우 계수추정치는 1.669~1.698로 A 클래스펀드는 C 클래스펀드보다 펀드당 월평균 약 1.7억원 가량 자금유출 규모가 작았다. 증권사 더미 계수는 1.840~2.299로 추정되어 은행이 판매하는 펀드가 증권사가 판매하는 펀드에 비해 펀드당 월평균 1.8~2.3억원 가량 자금유출 규모가 많았다. 자금순유입 결과와 결부해서 보면, 은행이 판매하는 펀드에 자금이 더 많이 유입된 만큼 더 많은 자금이 유출되었음을 알 수 있다. 반면, 판매보수율과 선취 판매수수료율 등의 가격변수는 자금순유입과 마찬가지로 자금순유출에도 영향을 미치지 않은 것으로 나타난다.

한편, Post 변수는 2013년 5월을 기점으로 하고 있는데, 이는 공교롭게도 분석기간을 시기적으로 거의 양분한 것과 같다. 이 변수의 계수 추정치는 자금순유입 펀드에서는 유의하지 않았으나, 자금순유출 펀드에서는 -12.630~-7.867 수준의 유의한 음수로 추정된다. 이는 2013년 이후에 자금순유입규모는 이전과 차이가 나지 않는 반면 자금순유출규모가 이전보다 훨씬 더 늘었음을 의미한다. 이로부터 국내주식형 공모펀드 시장에서 자금유출은 전반기보다는 후반기인 2013년 이후에 훨씬 더 가속화되었음을 알 수 있다.

41) 자금순유입 결과를 같이 고려하면, 계열사펀드 판매상한제 이후 계열사펀드에는 자금순유입규모뿐만 아니라 자금순유출규모도 같이 줄었음을 알 수 있다.

<표 III-4> 자금흐름 결정요인 분석

(1) 자금순유입 펀드

설명변수 (전월 기준)	과거 1년 성과 기준 펀드등급		과거 3년 성과 기준 펀드등급	
	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
과거 1년 순유입금액(억원)	0.040*** (0.006)	0.040*** (0.006)	0.038*** (0.006)	0.038*** (0.006)
운용기간(년, 로그)	-0.250 (0.264)	-0.254 (0.264)	-0.320 (0.254)	-0.328 (0.253)
펀드규모(로그)	0.909*** (0.082)	0.909*** (0.082)	0.858*** (0.080)	0.858*** (0.080)
운용사규모(로그)	0.209 (0.249)	0.255 (0.241)	0.136 (0.229)	0.184 (0.220)
판매보수율	-0.083 (0.751)	-0.063 (0.750)	-0.098 (0.770)	-0.081 (0.770)
수익률(평균, 1년)	0.044*** (0.013)	0.045*** (0.013)	0.048*** (0.012)	0.049*** (0.012)
표준편차(1년)	0.038 (0.035)	0.038 (0.035)	0.041 (0.034)	0.041 (0.034)
4 ~ 5등급	-0.894 (0.859)	-0.873 (0.864)	0.316 (0.299)	0.325 (0.298)
3등급	-1.335 (0.855)	-1.328 (0.860)	-0.031 (0.303)	-0.017 (0.301)
2등급	-0.719 (0.855)	-0.716 (0.859)	-0.008 (0.350)	0.013 (0.352)
1등급	-0.540 (0.906)	-0.522 (0.911)	0.953*** (0.354)	0.979*** (0.358)
Post		-0.895 (1.158)		-8.356 (10.49)
계열사 더미	4.625*** (0.672)	5.623*** (0.925)	4.674*** (0.656)	5.655*** (0.891)
Post×계열사 더미		-1.650* (0.959)		-1.618* (0.944)
A 클래스	0.358 (0.460)	0.373 (0.462)	0.283 (0.434)	0.299 (0.435)
선취 판매수수료율	-0.470 (0.388)	-0.474 (0.389)	-0.428 (0.365)	-0.434 (0.366)
증권사 더미	-1.488*** (0.426)	-1.478*** (0.427)	-1.402*** (0.407)	-1.393*** (0.408)
표본 수	277,401	277,401	295,401	295,401
R-squared	0.070	0.070	0.067	0.067

- 주: 1) 종속변수는 '판매채널-펀드'단위의 월별 판매순증가분(억원)
 2) 상수를 포함하여 추정하였고, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사, 판매 채널 유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등을 반영
 3) Post는 2013년 4월 이전은 0, 5월 이후는 1인 더미변수
 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관 투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 펀드, 기타 클래스펀드 제외
 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 Ⅲ-4> 자금흐름 결정요인 분석 (계속)

(2) 자금순유출 펀드

설명변수 (전월 기준)	과거 1년 성과 기준 펀드등급		과거 3년 성과 기준 펀드등급	
	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
과거 1년 순유입금액(억원)	0.013 (0.009)	0.013 (0.009)	0.005 (0.012)	0.004 (0.012)
운용기간(년, 로그)	2.026*** (0.449)	2.032*** (0.446)	2.195*** (0.457)	2.209*** (0.454)
펀드규모(로그)	-1.950*** (0.150)	-1.950*** (0.150)	-2.138*** (0.176)	-2.138*** (0.176)
운용사규모(로그)	-0.969*** (0.371)	-1.119*** (0.368)	-1.149*** (0.422)	-1.351*** (0.419)
판매보수율	-0.672 (1.248)	-0.620 (1.248)	-0.679 (1.131)	-0.602 (1.131)
수익률(평균, 1년)	-0.002 (0.014)	-0.003 (0.014)	0.003 (0.013)	0.003 (0.013)
표준편차(1년)	-0.046 (0.045)	-0.048 (0.045)	-0.095* (0.056)	-0.099* (0.056)
4 ~ 5등급	1.744** (0.730)	1.697** (0.734)	0.685 (0.581)	0.666 (0.579)
3등급	1.631** (0.782)	1.605** (0.787)	0.311 (0.567)	0.253 (0.562)
2등급	1.354 (0.835)	1.343 (0.839)	-0.213 (0.614)	-0.277 (0.615)
1등급	0.799 (0.915)	0.766 (0.917)	-0.348 (0.722)	-0.403 (0.722)
Post		-7.867** (3.320)		-12.63*** (3.040)
계열사 더미	-6.639*** (0.840)	-8.627*** (1.197)	-7.611*** (0.964)	-10.05*** (1.433)
Post×계열사 더미		3.001*** (1.122)		3.677*** (1.261)
A 클래스	1.196 (0.804)	1.216 (0.805)	1.669** (0.772)	1.698** (0.775)
선취 판매수수료율	0.522 (0.514)	0.522 (0.515)	0.422 (0.473)	0.422 (0.474)
증권사 더미	1.854*** (0.370)	1.840*** (0.371)	2.299*** (0.423)	2.284*** (0.425)
표본 수	261,323	261,323	282,561	282,561
R-squared	0.118	0.119	0.145	0.145

- 주: 1) 종속변수는 '판매채널-펀드'단위의 월별 판매순증가분(억원)
 2) 상수를 포함하여 추정하였고, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사, 판매 채널 유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등을 반영
 3) Post는 2013년 4월 이전은 0, 5월 이후는 1인 더미변수
 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
 5) 온라인 전용 및 선·후취판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관 투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 펀드, 기타 클래스펀드 제외
 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

종합하면, 분석결과는 다음과 같이 정리할 수 있다. 우선, 판매 관련 변수로는 계열사펀드 여부가 자금흐름에 가장 유의한 영향을 미치는 변수인 것으로 판단된다. 이 변수 다음으로 자금흐름에 영향을 미치는 변수는 판매채널 유형이며, 클래스 유형은 자금순유출에 한해 제한적인 영향을 미친다. 반면, 판매보수율 및 선취 판매수수료율은 자금흐름에 영향을 주지는 않는데, 이는 투자자가 펀드 투자비용에는 둔감함을 의미한다. 물론 이 결과는 가격변수에 영향을 미치는 요인이 충분히 통제되지 않아서 나타난 결과일 수 있다. 일례로 이 분석은 펀드 간 보수 차이가 큰 인덱스펀드와 액티브펀드를 모두 포함하고 있다. 따라서, 인덱스펀드와 액티브펀드의 가격민감도가 상반될 경우 평균적인 가격민감도는 낮게 나타날 수도 있다. 이러한 가능성을 감안하여 본 연구에서는 액티브펀드에 한정하여 자금순유입 분석을 수행하였다. 이에 대해서는 다음 절에서 논의한다.

2) 액티브펀드에 한정 한 분석결과

이 절에서는 액티브펀드에 한정하여 자금흐름 결정요인을 분석한 결과를 제시한다. 분석결과는 <표 III-5>와 같다. 이 절 역시 앞선 경우와 마찬가지로 자금흐름의 모멘텀 및 펀드성과 변수와 판매 관련 변수로 나누어 분석결과를 살펴본다.

가) 자금순유입 펀드의 경우

자금흐름의 모멘텀 및 펀드성과 변수의 분석결과는 앞선 전체 대상 분석과 대체로 질적으로 동일하게 나타난다. 예를 들면, 과거 1년 순유입금액(억원) 계수 추정치는 0.038~0.040으로 동일하다. 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 1등급 펀드에 더 많은 자금이 유입된다는 결과도 동일하다. 다만, 과거 1년 평균 수익률(%)의 계수 추정치는 0.062~0.063으로 0.044~0.049 수준인 인덱스펀드를 포함한 전체 대상 분석보다 더 높게 나타난다. 또한, 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용할 경우 과거 1

년 수익률의 변동성 계수가 유의한 음수(-0.048)로 추정, 수익률의 변동성이 낮은 펀드에 더 많은 자금이 유입된 것으로 나타난다.

판매 관련 변수의 분석결과는 다음과 같다. 우선, 계열사 더미 계수 추정치는 4.787~5.686으로 전체 대상 분석과 거의 유사한 것으로 나타난다. 그런데 액티브펀드로 한정할 경우 계열사펀드 판매상한제의 효과를 측정하는 Post×계열유형 계수는 비록 음수로 추정되기는 하였으나, 유의하지 않은 것으로 나타난다. 이로 미루어보면, 액티브펀드보다는 인덱스펀드에서 계열사펀드 판매상한제의 정책효과가 나타나고 있는 것으로 판단된다. 클래스 유형은 전체 대상 분석과 마찬가지로 액티브펀드의 자금순유입에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 증권사 더미 계수 추정치는 -0.641~-0.565로 추정되어 전체보다는 적지만 액티브펀드의 경우에도 은행에서 판매하는 펀드에 더 많은 자금이 유입된 것으로 보인다. 클래스 유형과 선취 판매수수료율 변수 역시 전체 대상 분석과 동일하게 유의하지 않은 것으로 나타났다.

판매보수율 계수 추정치는 전체 대상 분석과는 달리 <표 III-5> 패널(1)에서 보듯이 1.664~1.756으로 유의한 양수로 추정되었다. 즉, 액티브펀드의 경우 판매보수율이 높은 펀드에 더 많은 자금이 유입된 것이다. 이러한 결과는 투자자와 판매사 간 이해상충 문제를 다룬 Bergstresser et al.(2009) 및 Kristoffersen et al.(2013)과 부합하는 것으로 판매사가 자사에 유리한 판매보수율이 높은 펀드를 투자자에게 권유했음을 시사한다.

나) 자금순유출 펀드의 경우

자금순유입 펀드와는 달리 자금흐름의 모멘텀 및 펀드성과 변수에 대한 자금순유출 펀드의 분석결과는 전체 대상 분석결과와 차이가 난다. 특히, 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용한 분석에서 그러하다. 예를 들면, 모형 I 과 II에서 과거 1년 순유입금액(억원) 변수는 유의한 양수(0.021)로 추정되었는데, 이는 과거 순유입금액이 많았던 액티브펀드는 자금순유출 규모가 작았음을 의미한다. 과거 1년 평균 수익률(%) 계수도 -0.034~-0.032

로 추정되어 최근 운용성과가 좋은 액티브펀드에서 더 많은 자금이 유출되었음을 시사한다. 펀드등급의 경우도 모든 등급에서 유의한 양수로 추정되어 등급 미분류펀드에 비해 자금유출이 적었음을 알 수 있다.

판매관련 변수 중에서 계열사 더미 변수와 증권사 더미 변수가 자금순유출에 미친 영향은 전체 대상 분석과 거의 동일하게 추정되었다. 클래스 유형과 선취 판매수수료를 역시 유의한 영향이 없는 것으로 나타났다. 판매보수율의 경우에는 <표 III-5> 패널 (2)에서 보듯이 -3.121~-2.809 수준의 유의한 음수로 추정되었다. 즉, 액티브펀드의 경우 판매보수율이 높은 펀드에서 더 많은 자금이 유출된 것이다. 또한, 앞선 자금순유입 펀드와 결합해서 보면, 계수추정치의 절대값은 자금순유입 펀드에 비해 약 1.6~1.9배에 달한다. 이는 판매보수율이 높을수록 유입된 규모 이상으로 자금이 유출되었음을 의미한다.

종합하면, 액티브펀드에 한정할 경우 투자자의 자금흐름은 펀드성과 이외에도 계열사펀드 여부와 판매보수율, 판매채널 유형 등과 같은 변수의 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 이 중에서도 계열사펀드이거나 판매보수율이 높을수록 자금흐름 규모가 순유입과 순유출 모두 유의하기 커지는 결과에 주목할 필요가 있다. 이는 판매사가 국내주식형 액티브펀드 판매 시 계열사펀드 또는 판매보수율이 높은 펀드를 중심으로 판매하여 투자자보다 자사의 이익을 더 우선시하고 있음을 보여주고 있기 때문이다. 물론 그 결과 투자자가 실제로 손실을 보았는지 여부는 판매 이후 성과분석 결과에 함께 논의할 필요가 있으므로 이에 대해서는 다음 절에서 논의한다.

한편, 이러한 결과는 판매과정에서 투자자와 판매사 간 정보비대칭의 정도가 높다는 점을 시사하기도 한다. 만일 투자자가 판매보수율이나 계열사펀드 여부에 대해 명확히 알고 있다면 이러한 펀드에 가입할 가능성이 낮아지기 때문이다. 이 점에서 판매보수율의 수준에 따라 자금흐름의 양상이 달라질 가능성을 배제할 수 없다. 이에 추가적으로 매월 판매보수율을 기준으로 펀드를 5분위로 나눈 후 자금흐름 결정요인 분석을 수행하였다. <그림 III-2>는 그 결과를 보여주고 있다.

<표 III-5> 자금흐름 결정요인 분석 - 액티브펀드 한정

(1) 자금순유입 펀드

설명변수 (전월 기준)	과거 1년 성과 기준 펀드등급		과거 3년 성과 기준 펀드등급	
	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
과거 1년 순유입금액(억원)	0.040*** (0.006)	0.040*** (0.006)	0.038*** (0.006)	0.038*** (0.006)
운용기간(년, 로그)	-0.465* (0.240)	-0.466* (0.240)	-0.472** (0.222)	-0.473** (0.222)
펀드규모(로그)	0.909*** (0.084)	0.909*** (0.083)	0.866*** (0.079)	0.866*** (0.079)
운용사규모(로그)	0.135 (0.218)	0.172 (0.212)	0.090 (0.206)	0.122 (0.198)
판매보수율	1.664*** (0.610)	1.683*** (0.607)	1.743*** (0.571)	1.756*** (0.567)
수익률(평균, 1년)	0.062*** (0.014)	0.063*** (0.014)	0.062*** (0.014)	0.062*** (0.014)
표준편차(1년)	-0.048* (0.028)	-0.048* (0.028)	-0.041 (0.027)	-0.041 (0.028)
4 ~ 5등급	-0.015 (0.254)	-0.003 (0.253)	0.188 (0.274)	0.187 (0.273)
3등급	-0.560** (0.252)	-0.562** (0.253)	-0.003 (0.282)	-0.000 (0.281)
2등급	0.071 (0.279)	0.064 (0.279)	-0.123 (0.294)	-0.116 (0.294)
1등급	0.196 (0.341)	0.203 (0.340)	0.985*** (0.316)	0.998*** (0.319)
Post		3.711*** (0.988)		3.233*** (0.986)
계열사 더미	4.820*** (0.779)	5.686*** (0.975)	4.787*** (0.759)	5.519*** (0.934)
Post×계열사 더미		-1.436 (1.062)		-1.212 (1.047)
A 클래스	1.376 (1.133)	1.398 (1.131)	1.204 (1.074)	1.226 (1.074)
선취 판매수수료율	-1.271 (1.148)	-1.284 (1.146)	-1.089 (1.084)	-1.105 (1.082)
증권사 더미	-0.641** (0.297)	-0.631** (0.295)	-0.572** (0.285)	-0.565** (0.283)
표본 수	235,197	235,197	251,856	251,856
R-squared	0.136	0.136	0.126	0.127

- 주: 1) 종속변수는 '판매채널-펀드'단위의 월별 판매순증가분(억원)
 2) 상수를 포함하여 추정하였고, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사, 판매 채널 유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등을 반영
 3) Post는 2013년 4월 이전은 0, 5월 이후는 1인 더미변수
 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관 투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 펀드, 기타 클래스펀드 제외
 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

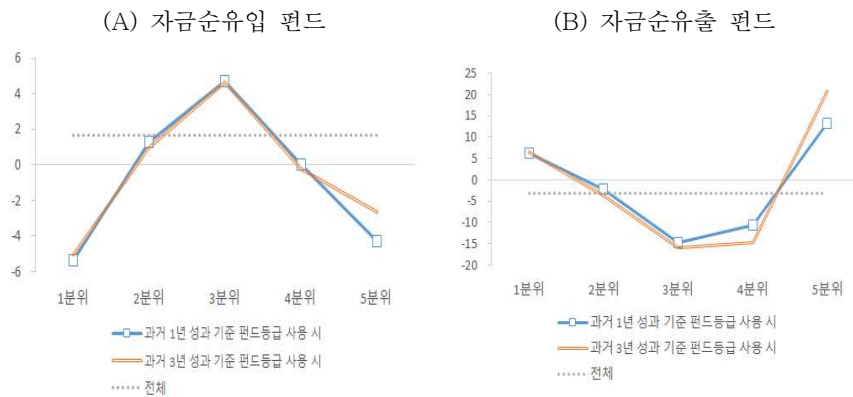
<표 III-5> 자금흐름 결정요인 분석 - 액티브펀드 한정 (계속)

(2) 자금순유출 펀드

설명변수 (전월 기준)	과거 1년 성과 기준 펀드등급		과거 3년 성과 기준 펀드등급	
	모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
과거 1년 순유입금액(억원)	0.021*** (0.006)	0.021*** (0.006)	0.010 (0.012)	0.010 (0.012)
운용기간(년, 로그)	2.301*** (0.469)	2.300*** (0.467)	2.483*** (0.481)	2.484*** (0.479)
펀드규모(로그)	-1.947*** (0.167)	-1.948*** (0.167)	-2.179*** (0.197)	-2.178*** (0.196)
운용사규모(로그)	-0.814** (0.370)	-0.944*** (0.365)	-1.002** (0.419)	-1.182*** (0.414)
판매보수율	-3.121** (1.289)	-3.048** (1.291)	-2.915** (1.133)	-2.809** (1.136)
수익률(평균, 1년)	-0.032* (0.016)	-0.034** (0.017)	-0.017 (0.015)	-0.017 (0.015)
표준편차(1년)	0.030 (0.039)	0.029 (0.039)	-0.043 (0.054)	-0.047 (0.054)
4 ~ 5등급	1.609*** (0.447)	1.598*** (0.447)	0.811 (0.634)	0.821 (0.632)
3등급	1.539*** (0.428)	1.554*** (0.427)	0.309 (0.618)	0.285 (0.613)
2등급	1.289*** (0.472)	1.325*** (0.471)	-0.201 (0.645)	-0.231 (0.644)
1등급	0.970* (0.525)	0.987* (0.524)	-0.214 (0.729)	-0.237 (0.725)
Post		-9.709*** (3.612)		-3.848** (1.588)
계열사 더미	-6.774*** (0.948)	-8.642*** (1.300)	-7.900*** (1.100)	-10.20*** (1.593)
Post×계열사 더미		2.860** (1.225)		3.524** (1.384)
A 클래스	1.177 (2.183)	1.224 (2.181)	2.249 (1.836)	2.308 (1.840)
선취 판매수수료율	0.284 (1.951)	0.262 (1.948)	-0.309 (1.678)	-0.333 (1.679)
증권사 더미	1.270*** (0.307)	1.255*** (0.308)	1.778*** (0.392)	1.763*** (0.393)
표본 수	230,306	230,306	250,640	250,640
R-squared	0.144	0.144	0.156	0.156

- 주: 1) 종속변수는 '판매채널-펀드'단위의 월별 판매순증가분(억원)
 2) 상수를 포함하여 추정하였고, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사, 판매 채널 유형, 한국펀드평가 기준 소분류 등을 반영
 3) Post는 2013년 4월 이전은 0, 5월 이후는 1인 더미변수
 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관 투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 펀드, 기타 클래스펀드 제외
 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<그림 III-2> 액티브펀드 자금흐름의 판매보수율 계수 추정치



주: 전체는 자금순유입 펀드 및 자금순유출 펀드 모두 <표 III-5>의 모형 I (과거 1년 성과 기준 펀드등급)에 해당하는 분석결과를 표시

이에 따르면, 판매보수율의 수준에 따라 판매보수율 계수 추정치가 뚜렷하게 달라지고 있음을 알 수 있다.⁴²⁾ 예를 들면, 자금순유입 펀드의 경우 과거 1년 성과 기준 펀드등급 사용 시 판매보수율이 가장 낮은 하위 20%(1분위)에 속한 펀드와 가장 높은 상위 20%(5분위)에 속한 펀드의 계수가 각각 -5.383, -4.300으로 유의한 음수로 추정되었다. 즉, 판매보수율이 높을수록 자금유입 규모가 감소한다. 반면, 판매보수율 수준이 중간 60%(2~4분위)에 해당하면 계수는 0.004~4.677로 추정되어 자금흐름은 판매보수율에 둔감하거나 오히려 판매보수율이 높을수록 자금순유입이 많아진다. 자금순유출 펀드의 경우에도 판매보수율 수준이 중간 60%에 해당하는 펀드에서는 해당 계수가 -14.836~-2.255로 추정, 판매보수율이 높을수록 자금순유출규모가 커진다. 반면, 1분위와 5분위 펀드의 경우에는 추정계수가 각각 6.124, 13.142로 자금순유출규모가 판매보수율이 높을수록 감소하는 것으로 나타난다. 이러한 결과는 자금흐름이 판매보수율 수준이 충분히 낮거나 높은 경우에는 투자자에게 유리한 방향으로 일어나

42) 판매보수율을 제외한 분석결과는 본문에서 언급한 내용과 질적으로 동일하다. 이에 분석결과를 본문에 실지 않았다.

지만, 그렇지 않은 경우에는 판매사에게 유리한 방향으로 일어나고 있음을 시사한다.

3. 미래성과 분석결과

이 절에서는 투자자의 자금흐름이 발생한 이후 펀드의 미래성과를 분석한 결과를 제시한다. 주지하듯이 같은 펀드라도 어떤 판매채널에서 어떤 클래스로 판매되느냐에 따라 판매보수율과 선·후취 판매수수료율이 달라진다. 따라서, 펀드매니저가 얻는 운용 수익률이 동일하더라도 판매채널 및 클래스 유형에 따라 투자자가 얻는 TER 차감 실제 수익률은 달라진다. 또한, 성과분석은 일반적으로 펀드 수익률 자체보다는 벤치마크 대비 초과수익률을 기준으로 이루어진다. 이를 감안하여 펀드 미래성과 분석은 보수(TER)차감 이전 수익률로 산정된 벤치마크 대비 기간 누적초과수익률을 기준으로 한다. 여기서 보수차감 이전 수익률은 매월 수익률에 월별 TER 즉, 연간 TER을 12로 나눈 값을 더한 값을 의미한다. 벤치마크 수익률은 한국펀드평가의 벤치마크 수익률을 사용하였다. 그리고 펀드 미래성과 분석은 자금흐름 결정요인 분석과 일관성을 유지하기 위해 자금순유입 여부를 기준으로 표본을 나누어 분석한 결과만을 제시한다.⁴³⁾

가. 판매 이후 성과 개관

<그림 III-3>과 <표 III-6>은 펀드의 미래성과를 자금순유입 펀드와 자금순유출 펀드로 나누어 보여주고 있다. 이에 따르면, 자금순유입 펀드의 보수차감 이전 수익률로 평가한 미래 기간 누적수익률은 미래 1년 5.87%,

43) 참고로 자금순유입 여부를 구분하지 않더라도 분석결과는 질적으로 동일한 결과를 얻었음을 밝혀둔다.

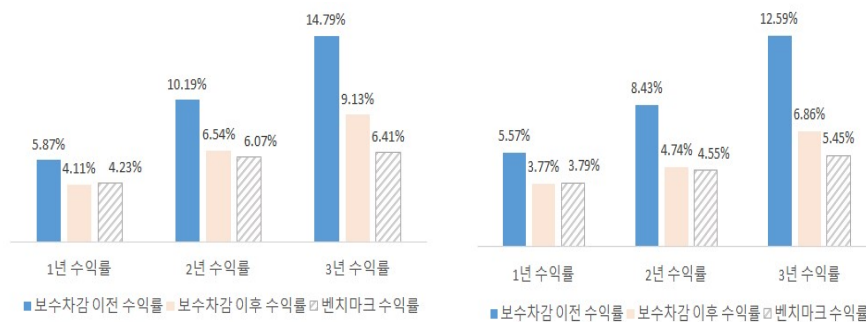
미래 2년 10.19%, 미래 3년 14.79%이다. 이를 벤치마크 대비 기간 누적 초과수익률로 환산하면, 미래 1년 1.64%, 미래 2년 4.12%, 미래 3년 8.38%로 벤치마크에 비해 우수한 것으로 나타난다. 그런데 펀드에서 정기적으로 차감되는 판매 및 운용보수 등으로 인해 투자자가 얻는 수익률은 이보다 훨씬 더 낮아진다. 실제로 이와 같은 보수차감효과로 인해 기간 누적수익률은 <표 Ⅲ-6> 패널 (2)에서 보듯이 미래 1년 1.76%p, 미래 2년 3.65%p, 미래 3년 5.66%p 정도 낮아진다. 그 결과 투자자가 얻는 보수차감 이후 기간 누적초과수익률은 미래 1년 -0.12%, 미래 2년 0.47%(연평균 기준 0.23%), 2.71%(연평균 기준 0.90%)로 크게 낮아진다.

자금순유출 펀드의 경우에도 마찬가지이다. 순유출 이후 보수차감 이전 기간 누적수익률은 미래 1년 5.57%, 미래 2년 8.43%, 미래 3년 12.59%로 벤치마크 대비 양호한 성과를 거두고 있다. 그런데 보수차감효과로 인해 투자자가 얻는 벤치마크 대비 기간 누적초과수익률은 미래 1년 -0.02%, 미래 2년 0.19%(연평균 0.09%), 미래 3년 1.41%(연평균 0.47%) 수준으로 낮아진다.

<그림 Ⅲ-3> 펀드의 미래성과 추이 개관

(A) 자금순유입 펀드

(B) 자금순유출 펀드



주: 1) 보수차감 이전 수익률은 펀드별 보수차감 이후 수익률에 월별 TER(연간 TER/12)를 더한 값을 의미
 2) 보수차감 이전 및 이후 수익률 모두 기간 누적수익률

<표 III-6> 펀드의 미래성과 기초통계량

(1) 보수차감 이전 기간 누적수익률 기준

구분	항목	그룹	1년 수익률	2년 수익률	3년 수익률
자금 순유입 펀드	평균(%)	펀드(A)	5.87	10.19	14.79
		벤치마크(B)	4.23	6.07	6.41
	표준편차 (%)	펀드	14.39	19.77	20.86
		벤치마크	11.35	15.99	15.16
	수익률 차이(A-B) (%p)		1.64***	4.12***	8.38***
	표본 수		349,233	298,211	242,092
자금 순유출 펀드	평균(%)	펀드(A)	5.57	8.43	12.59
		벤치마크(B)	3.79	4.55	5.45
	표준편차 (%)	펀드	13.65	17.48	18.61
		벤치마크	11.33	14.43	13.95
	수익률 차이(A-B) (%p)		1.78***	3.89***	7.14***
	표본 수		241,232	198,661	158,347

(2) 보수차감 이후 기간 누적수익률 기준

구분	항목	그룹	1년 수익률	2년 수익률	3년 수익률
자금 순유입 펀드	평균(%)	펀드(A)	4.11	6.54	9.13
		벤치마크(B)	4.23	6.07	6.41
	표준편차 (%)	펀드	14.18	19.16	19.92
		벤치마크	11.35	15.99	15.16
	수익률 차이(A-B) (%p)		-0.12***	0.47***	2.71***
	보수차감효과		-1.76	-3.65	-5.66
자금 순유출 펀드	표본 수		349,233	298,219	242,092
	평균(%)	펀드(A)	3.77	4.74	6.86
		벤치마크(B)	3.79	4.55	5.45
	표준편차 (%)	펀드	13.46	16.91	17.73
		벤치마크	11.33	14.43	13.95
	수익률 차이(A-B) (%p)		-0.02	0.19***	1.41***
	보수차감효과		-1.80	-3.69	-5.73
	표본 수		241,232	198,661	158,347

주: 1) 보수차감 이전 수익률은 수익률에 월별 TER(TER/12)를 더한 값

2) 수익률은 기간 누적수익률을 의미

3) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

이러한 미래성과 추이는 판매사 관련 주요 특성 변수인 판매채널 및 클래스 유형, 계열사펀드 여부 등을 기준으로 보더라도 동일하게 나타난다. 이 중에서 자금흐름 분석결과 중요한 변수인 계열사펀드 여부를 기준으로 벤치마크 대비 미래성과를 살펴보면 <표 III-7>과 같다.

<표 III-7> 벤치마크 대비 미래성과 추이 - 계열유형 기준

(1) 보수차감 이전 수익률 기준

구분	항목	그룹	1년 성과	2년 성과	3년 성과
자금 순유입 펀드	평균(%)	계열사(A)	1.53	3.96	7.17
		비계열사(B)	1.66	4.14	8.54
	표준편차 (%)	계열사	10.40	14.40	16.54
		비계열사	10.00	13.98	15.34
	초과수익률 차이(A-B) (%p)		-0.13**	-0.18**	-1.37***
	표본 수	계열사	43,037	35,955	28,968
비계열사		306,196	262,264	213,124	
자금 순유출 펀드	평균(%)	계열사(A)	1.74	3.50	6.21
		비계열사(B)	1.78	3.98	7.35
	표준편차 (%)	계열사	8.84	12.75	14.58
		비계열사	9.63	13.14	14.87
	초과수익률 차이(A-B) (%p)		-0.04	-0.47***	-1.15***
	표본 수	계열사	45,779	37,608	29,736
비계열사		195,453	161,053	128,611	

(2) 보수차감 이후 수익률 기준

구분	항목	그룹	1년 성과	2년 성과	3년 성과
자금 순유입 펀드	평균(%)	계열사(A)	-0.17	0.46	1.80
		비계열사(B)	-0.12	0.47	2.84
	표준편차 (%)	계열사	10.27	13.99	15.79
		비계열사	9.87	13.63	14.70
	초과수익률 차이(A-B) (%p)		-0.05	-0.02	-1.04***
	표본 수	계열사	43,037	35,955	28,968
비계열사		306,196	262,264	213,124	
자금 순유출 펀드	평균(%)	계열사(A)	-0.00	-0.07	0.71
		비계열사(B)	-0.03	0.25	1.57
	표준편차 (%)	계열사	8.73	12.41	13.95
		비계열사	9.52	12.82	14.30
	초과수익률 차이(A-B) (%p)		0.03	-0.32***	-0.86***
	표본 수	계열사	45,779	37,608	29,736
비계열사		195,453	161,053	128,611	

주: 1) 기간별 성과 즉, 초과수익률은 해당 기간 개별 펀드의 기간 누적수익률에서 한국펀드평가 기준 동기간 벤치마크 누적수익률을 차감한 값
2) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 III-7>에 따르면, 자금순유입 펀드의 경우 보수차감 이전 수익률로 평가한 계열사펀드와 비계열사펀드 간 초과수익률 차이는 미래 1년 -0.13%p, 미래 2년 -0.18%p(연평균 -0.09%p), 미래 3년 -1.37%p(연평균 -0.46%p)이다. 즉, 보수차감 이전 수익률을 기준으로 평가하면, 계열사펀드는 판매 이후 1년부터 3년까지 줄곧 비계열사펀드보다 성과가 낮은 것이다. 그런데 보수차감 이후 수익률을 기준으로 보면, 이러한 차이는 판매 이후 3년의 경우에만 비계열사펀드가 1.04%p(연평균 0.35%p) 가량 높게 나타난다. 이러한 경향성은 자금순유출 펀드에서도 확인할 수 있다. 다만, 자금순유출 펀드의 경우 순유출 2년 이후부터 계열사펀드가 비계열사펀드에 비해 성과가 낮은 것으로 나타난다.

이로 미루어보면, 계열사펀드가 비계열사펀드보다 상대적으로 보수가 낮은 것으로 판단된다.⁴⁴⁾ 이는 또한 계열사펀드와 비계열사펀드 간 성과 차이는 판매보수율과도 관련되어 있음을 의미하기도 한다. 물론 펀드성가에는 판매보수율이나 계열사 여부 이외에도 다양한 변수가 영향을 미치므로 실제 계열사 여부와 펀드 미래성과 또는 판매보수율과 펀드 미래성과의 관계는 다음 절에서 보다 자세히 논의하고자 한다.

나. 분석결과

1) 전체 대상 분석결과

펀드의 미래성과 분석결과는 <표 III-8>과 같다.⁴⁵⁾ 이 표는 두 패널로 구성되어 있는데, 첫 번째 패널은 자금순유입 펀드에 한정된 분석결과이고 두 번째 패널은 자금순유출 펀드에 한정된 분석결과이다. 그리고 각

44) 계열사펀드와 비계열사펀드 간 보수차이는 <표 II-6>에서 확인할 수 있다.

45) 자금흐름 결정요인 분석과 마찬가지로 B 클래스와 D 클래스, 그리고 후취 판매 수수료율에 대한 분석결과는 표시하지 않았다. 그리고 고정효과 변수 중에서는 판매채널 유형에 해당하는 증권사 더미만을 분석결과에 표시하였다. 이와 같은 분석결과 표시는 이하의 모든 표에서 동일하다.

분석결과는 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용한 경우와 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용한 경우로 나누어 판매 이후 1년부터 3년까지의 성과를 보여주고 있다. 여기서 각 기간별 성과는 자금순유입 또는 자금순유출 이후 해당 기간까지 보수(TER)차감 이전 수익률로 산정한 벤치마크 대비 기간 누적초과수익률(%)을 의미한다.

가) 자금순유입 펀드의 경우

자금흐름의 모멘텀 및 펀드성과 변수에 대한 분석결과는 다음과 같다. 우선, 과거 1년 순유입금액(억원)은 유의하지 않거나, 유의하더라도 미래 성과에 미치는 영향이 미미하여 성과에 영향을 준다고 보기 어렵다. 그런데 과거 1년 평균 수익률(%)의 계수 추정치는 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 $-0.516 \sim -0.128$, 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 $-0.451 \sim -0.087$ 수준의 유의한 음수로 추정되었다. 이는 최근 운용성과가 우수할수록 미래 펀드성과가 낮아짐을 의미한다.⁴⁶⁾ 이를 자금흐름 결정요인과 결부해서 보면, 최근 운용성과가 우수하여 많은 자금이 유입되었으나, 자금이 유입된 이후 펀드성과는 과거 성과에 미치지 못한다.

펀드등급을 보면, 과거 1년 성과 기준 1등급 펀드의 벤치마크 대비 초과수익률은 1년 1.83%, 2년 3.53%(연평균 1.75%), 3년 3.45%(연평균 1.14%)이다. 즉, 최근 단기 운용성과가 뛰어난 펀드는 자금순유입 이후에도 벤치마크 대비 우수한 성과를 보여주고 있는 것이다. 그런데 1등급 펀드라 하더라도 과거 3년 성과 기준 펀드등급으로 보면, 자금순유입 이후 성과는 1년 -0.58% , 2년 -0.57% (연평균 -0.29%), 3년 -2.58% (연평균 -0.87%)로 벤치마크와 유사하거나 오히려 벤치마크에 미치지 못한다. 2등급 펀드의 경우에도 과거 1년 성과 기준 펀드등급으로 보면 벤치마크와 유사하거나 더 나은 미래성과를 보이지만, 과거 3년 성과 기준 펀드등급

46) 과거 1년 동안의 수익률 표준편차 즉, 수익률의 변동성 계수는 모두 음수로 추정되어 수익률의 변동성과 미래성과는 음의 관계가 있는 것으로 보인다. 다만, 통계적으로 유의한 경우는 미래 1년 또는 미래 3년 성과일 때로 한정된다.

으로 보면 미래성과는 대체로 벤치마크에 못 미친다. 수치로는 다소 차이가 나긴 하나 이러한 경향은 3등급 펀드에서도 동일하다. 오히려 하위 등급인 4~5등급에 속한 펀드의 미래성과가 다른 등급보다 우수한 것으로 나타난다. 일례로 과거 3년 성과 기준 하위 4~5등급에 속한 펀드의 미래 성과는 1년 1.58%, 2년 2.42%, (연평균 1.20%) 3년 4.76%(연평균 1.56%)로 1등급 펀드보다 우수하다.

판매 관련 변수 중 판매보수율에 대한 결과는 다음과 같다. <표 III-8> 패널 (1)에서 보는 바와 같이 판매보수율의 계수는 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용할 경우 1년 -0.684, 2년 -2.237, 3년 -1.661로 유의한 음수로 추정되었다. 이는 판매보수율이 높을수록 벤치마크 대비 미래성과가 유의하게 낮아짐을 의미한다. 이에 따르면, 다른 조건이 동일한 두 펀드의 판매보수율 차이가 10bp라면 벤치마크 대비 초과수익률은 연평균 6~12bp 가량 차이가 난다. 과거 3년 성과 기준 등급을 사용하면 계수가 각각 -0.557, -2.090, -1.212로 추정되어 이러한 문제는 조금 개선되기는 한다. 그럼에도 불구하고 이 경우에도 2년 이후 성과는 여전히 벤치마크에 비해 유의하게 낮게 나타난다.

비계열사펀드 대비 계열사펀드의 상대적인 미래성과를 나타내는 계열사 더미 계수는 어떠한 펀드등급을 사용하더라도 유의한 음수로 추정된다. 예를 들면, 과거 1년 성과 기준 펀드등급 사용 시 계열사펀드의 벤치마크 대비 성과는 비계열사펀드에 비해 1년 -0.35%p, 2년 -0.65%p(연평균 -0.33%p), 3년 -0.58%p(연평균 -0.20%p) 정도 낮게 나타난다. 자금흐름 결정요인과 결부해서 보면, 이는 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되나, 판매 이후 계열사펀드의 미래성과는 비계열사펀드에 비해 유의하게 낮은 것이다. 증권사 더미 계수는 모든 분석에서 유의하지 않은 것으로 나타나, 은행과 증권사 판매 펀드 간 유의한 성과차이는 없는 것으로 판단된다.

C 클래스펀드 대비 A 클래스펀드의 펀드성과를 측정하는 A 클래스 더미의 계수 역시 음수로 추정되고, 판매 이후 2년까지는 유의한 것으로 나타난다. 일례로 과거 1년 성과 기준 펀드등급 사용 시 A 클래스는 C 클래스에 비해 벤치마크 대비 초과수익률이 연평균 0.70%p 가량 낮아진

다. 또한, A 클래스펀드로 한정하면 선취 판매수수료율이 높을수록 미래 성과도 우수한 것으로 나타난다. 즉, 비록 A 클래스펀드의 미래성과가 C 클래스펀드에 비해 낮은 하나, A 클래스펀드 내에서는 선취 판매수수료율이 높은 펀드의 성과가 더 나은 것이다.

나) 자금순유출 펀드의 경우

자금순유출 펀드에 한정된 미래성과 분석결과는 <표 Ⅲ-8> 패널 (2)와 같다. 이에 따르면, 자금흐름의 모멘텀 및 과거성과가 미래성과에 미치는 영향은 대체로 자금순유입 펀드의 경우와 동일하다. 과거 1년 순유입 금액(억원) 계수는 유의하지 않거나, 유의하더라도 추정치가 0에 가까워 효과가 미미하다. 과거 1년 평균 수익률(%)의 경우에도 대부분 유의한 음수로 추정되어 최근 운용성과가 좋은 펀드는 자금순유출 이후 성과가 낮아지는 것으로 나타난다.⁴⁷⁾ 자금흐름 결정요인 분석(<표 Ⅲ-4> 패널 (2))에서 자금순유출 규모는 과거 1년 동안의 수익률에 영향을 받지 않았다. 그런데 자금순유출이 발생하고 나면, 최근 운용성과가 우수할수록 펀드 미래성과는 더 낮아지는 것이다. 이는 최근 운용 수익률이 우수하다고 해서 투자자들의 환매규모가 늘어난 것은 아니지만, 운용 수익률이 양호한 시점에 투자자들의 환매가 이루어졌음을 의미한다.

과거 1년 동안의 수익률 변동성이나 펀드등급의 경우에도 자금순유입 펀드와 질적으로 동일한 결과가 나타난다. 특히, 1등급 펀드의 미래성과가 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용한 분석에서는 자금순유출 이후 1~3년 동안 여전히 우수한 것으로 나타나지만, 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 오히려 유의하게 감소한다. 반면, 하위 4~5등급에 속한 펀드의 미래성과는 지속적으로 개선되어 경우에 따라서는 1등급 펀드보다도 나은 것으로 나타난다.

이러한 분석결과는 수익률과 펀드등급으로 평가한 국내주식형 공모펀

47) 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 미래 1~3년 동안 계수 추정치가 -0.471~-0.060으로 유의한 음수이다.

드의 운용성과가 지속성이 낮을 뿐만 아니라 부침도 심하다는 것을 시사한다. 즉, 투자자 입장에서 과거성과나 펀드등급 정보의 유효성이 그리 높지 않다는 것이다. 다만, 과거 1년 성과 기준 펀드등급이 과거 3년 성과 기준 펀드등급보다 투자자에게는 더 유용한 것으로 보인다. 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 등급 간 수익률 부침이 상대적으로 작고, 1등급 펀드의 경우에는 자금순유입과는 관계없이 성과지속성이 뚜렷이 나타나기 때문이다. 이에 반해 과거 3년 성과 기준 1등급 펀드는 자금이 많이 유입되나, 실제 미래성과는 자금유입 이후 지속적으로 악화된다.

자금순유출 펀드의 판매보수율에 대한 결과는 다음과 같다. 판매보수율의 계수는 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 $-2.157 \sim -1.184$, 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용하면 $-2.243 \sim -1.315$ 로 모든 경우에서 유의한 음수로 추정된다. 추정치의 수준과 통계적 유의성을 기준으로 보면, 판매보수율이 높을수록 미래성과가 낮아지는 것은 자금순유입 펀드보다 자금순유출 펀드에서 더 뚜렷하게 나타난다. 반면, 계열사펀드 여부, 선취 판매수수료율, 클래스 유형 등의 변수는 자금순유입 펀드보다 미래 성과에 미치는 영향이 작은 것으로 나타난다. 예를 들면, 계열사펀드는 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용할 때만 비계열사펀드에 비해 1년 이후 성과가 낮을 뿐 나머지 분석에서는 차이가 나지 않는다. 이는 계열사펀드의 낮은 성과가 주로 신규 자금유입이 있었던 펀드에서 발생함을 의미한다. 선취 판매수수료율은 1년 이후 성과에만 유의한 영향을 미친다. A 클래스펀드의 경우에도 통계적으로 유의하게 나타나는 경우가 자금순유입 펀드에서보다 적게 나타난다.

<표 III-8> 펀드의 미래성과 분석

(1) 자금순유입 펀드

설명변수	과거 1년 성과 기준 펀드등급			과거 3년 성과 기준 펀드등급		
	1년 성과	2년 성과	3년 성과	1년 성과	2년 성과	3년 성과
과거 1년 순유입금액(억원)	0.000 (0.000)	0.001* (0.000)	0.000 (0.001)	0.000* (0.000)	0.001* (0.000)	0.000 (0.001)
운용기간 (년, 로그)	-0.552*** (0.209)	-1.876*** (0.367)	-0.877** (0.378)	-0.593*** (0.223)	-1.917*** (0.404)	-1.276*** (0.380)
펀드규모 (로그)	-0.204*** (0.036)	-0.352*** (0.067)	-0.480*** (0.086)	-0.184*** (0.038)	-0.288*** (0.068)	-0.279*** (0.073)
운용사규모 (로그)	-2.969*** (0.556)	-5.134*** (0.986)	-3.675*** (1.349)	-2.793*** (0.569)	-4.708*** (0.962)	-2.351* (1.263)
판매보수율	-0.684* (0.355)	-2.237*** (0.623)	-1.661** (0.769)	-0.557 (0.389)	-2.090*** (0.648)	-1.212 (0.740)
수익률 (평균, 1년)	-0.128*** (0.022)	-0.516*** (0.057)	-0.458*** (0.055)	-0.087*** (0.024)	-0.451*** (0.057)	-0.428*** (0.043)
표준편차 (1년)	-0.144*** (0.054)	0.013 (0.125)	-0.214 (0.167)	-0.194*** (0.056)	-0.053 (0.128)	-0.296* (0.172)
4 ~ 5등급	0.297 (0.302)	1.540*** (0.570)	4.413*** (0.716)	1.578*** (0.349)	2.417*** (0.605)	4.758*** (0.623)
3등급	0.179 (0.300)	1.109** (0.505)	2.745*** (0.621)	-0.555 (0.364)	-0.017 (0.587)	2.172*** (0.606)
2등급	0.059 (0.318)	0.829 (0.517)	1.745*** (0.565)	-0.689* (0.402)	-1.155* (0.661)	0.265 (0.713)
1등급	1.826*** (0.430)	3.533*** (0.709)	3.447*** (0.811)	-0.581 (0.405)	-0.569 (0.734)	-2.584*** (0.715)
계열사 더미	-0.352*** (0.111)	-0.654*** (0.192)	-0.583*** (0.217)	-0.339*** (0.115)	-0.647*** (0.197)	-0.549** (0.216)
A 클래스	-0.590** (0.269)	-1.395*** (0.498)	-0.825 (0.702)	-0.591** (0.289)	-1.463*** (0.516)	-0.589 (0.786)
선취 판매수수료율	0.597*** (0.139)	0.966*** (0.284)	0.912* (0.511)	0.692*** (0.163)	1.088*** (0.332)	0.776 (0.682)
증권사 더미	0.031 (0.068)	0.012 (0.100)	0.087 (0.102)	-0.021 (0.066)	-0.012 (0.096)	0.053 (0.095)
표본 수	207,016	171,899	133,538	223,079	184,866	144,034
R-squared	0.410	0.587	0.717	0.414	0.589	0.726

- 주: 1) 종속변수는 2009년부터 2018년 1월까지 각 판매채널에서 판매된 개별 펀드의 판매 이후 해당 기간까지 보수차감 이전 수익률로 산정한 한국펀드평가 벤치마크 대비 초과수익률(%), 보수차감 이전 수익률은 매월 펀드 수익률에서 공시되는 월기준 TER을 더한 값을 의미
- 2) 수익률과 표준편차는 연환산한 % 수치
- 3) 한국펀드평가 기준 소분류와 판매채널 유형을 설명변수에 포함하였으며, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사 등을 반영
- 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
- 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드를 제외
- 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 III-8> 펀드의 미래성과 분석 (계속)

(2) 자금순유출 펀드

설명변수	과거 1년 성과 기준 펀드등급			과거 3년 성과 기준 펀드등급		
	1년 성과	2년 성과	3년 성과	1년 성과	2년 성과	3년 성과
과거 1년 순유입금액(억원)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000* (0.000)
운용기간 (년, 로그)	-0.251 (0.228)	-0.717** (0.335)	-0.142 (0.300)	-0.319 (0.263)	-0.860** (0.371)	-0.435 (0.310)
펀드규모 (로그)	-0.221*** (0.040)	-0.252*** (0.059)	-0.303*** (0.065)	-0.217*** (0.044)	-0.201*** (0.061)	-0.203*** (0.064)
운용사규모 (로그)	-2.863*** (0.495)	-4.650*** (0.908)	-2.767** (1.102)	-2.467*** (0.525)	-3.719*** (0.886)	-1.341 (1.008)
판매보수율	-1.184*** (0.374)	-2.157*** (0.581)	-1.965*** (0.690)	-1.315*** (0.399)	-2.243*** (0.624)	-1.775*** (0.665)
수익률 (평균, 1년)	-0.060*** (0.023)	-0.468*** (0.038)	-0.471*** (0.042)	-0.039 (0.025)	-0.429*** (0.040)	-0.445*** (0.037)
표준편차 (1년)	-0.100** (0.041)	-0.020 (0.122)	-0.102 (0.153)	-0.124*** (0.044)	-0.051 (0.117)	-0.183 (0.166)
4 ~ 5등급	0.231 (0.266)	1.353*** (0.418)	2.328*** (0.573)	1.472*** (0.337)	2.304*** (0.488)	3.425*** (0.583)
3등급	-0.068 (0.269)	0.937** (0.424)	1.027** (0.507)	-0.793** (0.358)	0.103 (0.461)	0.847* (0.481)
2등급	-0.252 (0.291)	0.488 (0.464)	0.552 (0.504)	-1.059*** (0.383)	-1.181** (0.552)	-0.697 (0.563)
1등급	0.792* (0.432)	1.983*** (0.682)	1.296* (0.779)	-1.143** (0.502)	-1.498** (0.631)	-3.537*** (0.696)
계열사 더미	-0.227** (0.090)	-0.146 (0.147)	0.025 (0.185)	-0.101 (0.093)	-0.092 (0.152)	-0.035 (0.178)
A 클래스	-0.625** (0.297)	-0.983 (0.654)	-0.127 (0.913)	-0.839*** (0.319)	-1.261* (0.647)	-0.234 (0.906)
선취 판매수수료율	0.495*** (0.160)	0.544 (0.514)	0.001 (0.806)	0.604*** (0.168)	0.713 (0.493)	0.013 (0.833)
증권사 더미	-0.006 (0.053)	-0.062 (0.082)	-0.142 (0.107)	-0.066 (0.052)	-0.050 (0.078)	-0.059 (0.091)
표본 수	181,391	145,986	111,701	199,554	160,724	124,174
R-squared	0.394	0.635	0.739	0.404	0.585	0.751

- 주: 1) 종속변수는 2009년부터 2018년 1월까지 각 판매채널에서 판매된 개별 펀드의 판매 이후 해당 기간까지 보수차감 이전 수익률로 산정한 한국펀드평가 벤치마크 대비 초과수익률(%), 보수차감 이전 수익률은 매월 펀드 수익률에서 공시되는 월기준 TER을 더한 값을 의미
- 2) 수익률과 표준편차는 연환산한 % 수치
- 3) 한국펀드평가 기준 소분류와 판매채널 유형을 설명변수에 포함하였으며, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사 등을 반영
- 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
- 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드를 제외
- 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

2) 액티브펀드에 한정 한 분석결과

A 클래스펀드와 C 클래스펀드는 판매 관련 보수구성 이외에는 차이가 없으므로 펀드매니저가 같으면 클래스가 다르더라도 보수차감 이전 수익률은 동일해야 한다. 따라서, <표 III-8>에서 클래스 유형과 선취 판매수수료율이 미래성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타난 분석결과는 이례적이다. 이는 클래스별로 펀드매니저가 다를 뿐만 아니라 펀드매니저 간 운용능력에도 차이가 있음을 시사하기 때문이다. 물론 펀드유형에 따라 보수 및 수익률 차이가 크고 클래스 유형도 달라질 수 있다는 점을 감안하면, 이는 펀드유형이 충분히 통제되지 않아 클래스 유형이나 선취수수료율에 따라 성과에 차이가 난 것일 수 있다.

이에 자금흐름 결정요인 분석과 마찬가지로 액티브펀드에 한정하여 미래성과 분석을 수행하였다. 그 결과는 <표 III-9>와 같다. 분석결과, 액티브펀드의 경우에는 자금순유입 여부와는 관계없이 클래스 유형과 선취 판매수수료율 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서, <표 III-8>에서 클래스 유형과 선취 판매수수료율이 미래성과에 미친 영향은 인덱스펀드와 액티브펀드의 특성이 충분히 통제되지 않은 결과인 것으로 판단된다. 이외의 <표 III-9> 분석결과는 대체로 앞선 분석결과와 동일하다.

우선, 자금흐름 모멘텀 및 과거 성과 변수에 대한 결과는 자금순유입 여부와는 관계없이 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 과거 1년 순유입금액(억원)은 유의하지 않거나, 유의하더라도 미래성과에 미치는 영향은 거의 없다. 둘째, 과거 성과 및 펀드등급을 보더라도 펀드성과의 지속성이 낮고 부침도 심하다. 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 이용한 분석을 기준으로 보면, 과거 1년 평균 수익률 계수는 자금순유입 펀드 기준 $-0.417 \sim 0.138$ 수준의 유의한 음수로 추정, 과거 성과가 우수한 펀드의 미래 1~3년 성과는 이전 수준에 미치지 못한다. 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 이용한 분석에서는 하위 4~5등급에 속하는 자금순유입 펀드의 미래성과는 우수한 반면 1등급 펀드는 이에 미치지 못하는 미래성과를 보이기도 한다. 다만, 과거 1년 성과 기준 1등급에 속하는 자금순유입 펀드

는 다른 등급과는 달리 과거 우수한 성과가 미래 1~3년 동안 지속된다.

이를 자금흐름 결정요인 분석결과(<표 III-5>)와 결부해서 보면, 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 사용할 경우 1등급 펀드에 더 많은 신규자금이 유입된 것으로 나타난다. 그런데 이들 펀드의 미래성과는 신규자금 유입 이후 유의하게 낮아진다(<표 III-9> 참조). 이러한 결과는 전체 대상 분석결과(<표 III-4> 및 <표 III-8>)를 보더라도 마찬가지이다. 이로 미루어보면, 과거 3년 성과 기준 펀드등급을 보고 가입한 투자자들이 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 보고 가입한 투자자보다 더 큰 투자손실을 입었을 가능성이 있다. 즉, 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 기준으로 볼 때 등급 간 성과부침이 상대적으로 덜하고 1등급 펀드의 경우에는 성과의 지속성도 관찰된다. 따라서, 과거 1년 성과 기준 펀드등급이 과거 3년 성과 기준 펀드등급보다 투자자에게 더 유용한 것으로 판단된다.

판매 관련 변수에 대한 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 판매보수율이 높을수록 펀드 미래성과가 낮아지는데, 이러한 경향성은 자금순유입 펀드보다 자금순유출 펀드에서 더 강하게 나타난다.⁴⁸⁾ 이를 수치로 보면, 다른 조건이 동일한 두 펀드의 판매보수율이 10bp 차이가 난다면 미래성과는 자금순유입 펀드의 경우 연평균 0~11bp, 자금순유출 펀드의 경우 연평균 6~15bp 가량 차이가 날 수 있다. 둘째, 자금이 순유입된 펀드의 경우 계열사펀드는 비계열사펀드에 비해 미래성과가 유의하게 낮다.⁴⁹⁾ 이를 수치로 표현하면, 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용할 경우 계열사펀드는 비계열사펀드에 비해 연평균 -0.30~-0.40%p 즉, 30~40bp 가량 미래성과가 낮아진다. 셋째, 앞서 언급했듯이 클래스 유형과 선취 판매수수료율은 유의하지 않다. 증권사 더미는 일부 결과에서 유의한 음수로 추정되나, 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 기준으로 보면 대체로 유의하지 않다.

48) 예를 들면, <표 III-9> 자금순유입 펀드에 대한 분석결과 중 미래 1년 성과분석에서 판매보수율의 계수는 과거 1년 펀드등급 기준 음수로 추정되긴 하나 통계적인 유의성은 없다.

49) 참고로 계열사펀드 판매상한제 효과를 측정하는 변수 $Post \times \text{계열유형}$ 을 추가하더라도 계열사펀드의 미래성과가 낮아지는 것으로 나타났다.

<표 III-9> 펀드의 미래성과 분석 - 액티브펀드 한정

(1) 자금순유입 펀드

설명변수	과거 1년 성과 기준 펀드등급			과거 3년 성과 기준 펀드등급		
	1년 성과	2년 성과	3년 성과	1년 성과	2년 성과	3년 성과
과거 1년 순유입금액(억원)	0.000* (0.000)	0.001** (0.000)	0.000 (0.001)	0.000** (0.000)	0.001** (0.000)	0.001 (0.001)
운용기간 (년, 로그)	-0.925*** (0.234)	-2.488*** (0.423)	-1.163*** (0.447)	-1.153*** (0.250)	-2.688*** (0.456)	-1.477*** (0.440)
펀드규모 (로그)	-0.172*** (0.039)	-0.341*** (0.076)	-0.582*** (0.096)	-0.159*** (0.042)	-0.286*** (0.076)	-0.357*** (0.079)
운용사규모 (로그)	-3.561*** (0.566)	-6.126*** (0.963)	-3.851*** (1.340)	-3.296*** (0.585)	-5.383*** (0.964)	-2.279* (1.261)
판매보수율	-0.600 (0.455)	-2.360*** (0.783)	-2.360** (0.961)	-0.489 (0.488)	-2.138*** (0.805)	-1.578* (0.918)
수익률 (평균, 1년)	-0.138*** (0.029)	-0.417*** (0.077)	-0.363*** (0.068)	-0.082*** (0.029)	-0.373*** (0.069)	-0.358*** (0.046)
표준편차 (1년)	-0.162** (0.068)	0.081 (0.144)	-0.102 (0.137)	-0.226*** (0.068)	0.023 (0.149)	-0.199 (0.155)
4 ~ 5등급	0.256 (0.402)	1.745** (0.763)	4.023*** (0.941)	2.273*** (0.429)	3.380*** (0.693)	4.815*** (0.738)
3등급	0.184 (0.401)	0.692 (0.674)	1.998** (0.892)	-0.012 (0.429)	0.689 (0.663)	1.742** (0.719)
2등급	-0.021 (0.434)	0.043 (0.665)	0.807 (0.823)	-0.396 (0.467)	-1.161 (0.797)	-0.450 (0.873)
1등급	1.974*** (0.524)	2.655*** (0.874)	2.061* (1.123)	-0.553 (0.482)	-0.947 (0.929)	-3.808*** (0.833)
계열사 더미	-0.397*** (0.133)	-0.822*** (0.230)	-0.880*** (0.256)	-0.400*** (0.139)	-0.872*** (0.234)	-0.857*** (0.254)
A 클래스	-0.085 (0.729)	-1.315 (1.539)	-1.138 (1.275)	-0.227 (0.994)	-1.531 (1.571)	-1.213 (1.199)
선취 판매수수료율	0.174 (0.703)	0.876 (1.470)	1.008 (1.127)	0.463 (0.982)	1.223 (1.527)	1.306 (1.059)
증권사 더미	-0.056 (0.071)	-0.057 (0.114)	0.111 (0.116)	-0.115* (0.069)	-0.084 (0.107)	0.042 (0.106)
표본 수	170,372	140,426	108,135	185,166	152,285	117,628
R-squared	0.487	0.671	0.752	0.488	0.672	0.762

- 주: 1) 종속변수는 2009년부터 2018년 1월까지 각 판매채널에서 판매된 개별 액티브펀드의 판매 이후 해당 기간까지 보수차감 이전 수익률로 산정한 한국 펀드 평가 벤치마크 대비 초과수익률(%), 보수차감 이전 수익률은 매월 펀드 수익률에서 공시되는 월기준 TER을 더한 값을 의미
- 2) 수익률과 표준편차는 연환산한 % 수치
- 3) 한국펀드평가 기준 소분류와 판매채널 유형을 설명변수에 포함하였으며, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사 등을 반영
- 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
- 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드를 제외
- 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

<표 III-9> 펀드의 미래성과 분석 - 액티브펀드 한정 (계속)

(2) 자금순유출 펀드

설명변수	과거 1년 성과 기준 펀드등급			과거 3년 성과 기준 펀드등급		
	1년 성과	2년 성과	3년 성과	1년 성과	2년 성과	3년 성과
과거 1년 순유입금액(억원)	0.000 (0.000)	0.000* (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.001** (0.000)	0.000* (0.000)
운용기간 (년, 로그)	-0.753*** (0.232)	-1.201*** (0.376)	-0.214 (0.341)	-0.975*** (0.283)	-1.359*** (0.418)	-0.460 (0.336)
펀드규모 (로그)	-0.177*** (0.043)	-0.232*** (0.065)	-0.343*** (0.072)	-0.192*** (0.048)	-0.191*** (0.067)	-0.235*** (0.070)
운용사규모 (로그)	-3.518*** (0.508)	-5.551*** (0.923)	-3.057*** (1.139)	-3.041*** (0.541)	-4.226*** (0.918)	-1.338 (1.030)
판매보수율	-1.251*** (0.474)	-2.185*** (0.718)	-2.360*** (0.904)	-1.531*** (0.512)	-2.318*** (0.779)	-1.931** (0.856)
수익률 (평균, 1년)	-0.122*** (0.028)	-0.396*** (0.044)	-0.417*** (0.042)	-0.069** (0.029)	-0.375*** (0.048)	-0.398*** (0.037)
표준편차 (1년)	-0.151** (0.072)	0.023 (0.112)	-0.071 (0.147)	-0.190*** (0.066)	0.012 (0.111)	-0.166 (0.171)
4 ~ 5등급	-0.232 (0.358)	0.481 (0.542)	1.230* (0.639)	1.901*** (0.414)	2.450*** (0.573)	3.117*** (0.677)
3등급	-0.331 (0.357)	-0.354 (0.539)	-0.205 (0.608)	-0.392 (0.401)	0.167 (0.531)	0.303 (0.555)
2등급	-0.250 (0.387)	-0.964 (0.591)	-0.687 (0.612)	-0.828* (0.428)	-1.557** (0.641)	-1.473** (0.658)
1등급	1.066** (0.503)	0.547 (0.780)	-0.086 (0.929)	-0.930 (0.567)	-2.301*** (0.776)	-4.822*** (0.771)
계열사 더미	-0.136 (0.102)	-0.152 (0.174)	-0.061 (0.210)	-0.001 (0.105)	-0.123 (0.178)	-0.148 (0.202)
A 클래스	-0.177 (1.053)	0.370 (2.152)	0.761 (2.089)	-0.398 (1.267)	-0.287 (1.928)	0.190 (1.618)
선취 판매수수료율	-0.016 (1.050)	-0.844 (2.158)	-0.823 (2.092)	0.077 (1.268)	-0.307 (1.932)	-0.322 (1.605)
증권사 더미	-0.033 (0.056)	-0.035 (0.088)	-0.210* (0.113)	-0.082 (0.056)	-0.016 (0.082)	-0.122 (0.096)
표본 수	155,766	125,856	96,491	173,115	139,955	108,415
R-squared	0.468	0.696	0.764	0.473	0.639	0.777

- 주: 1) 종속변수는 2009년부터 2018년 1월까지 각 판매채널에서 판매된 개별 액티브펀드의 판매 이후 해당 기간까지 보수차감 이전 수익률로 산정한 한국 펀드 평가 벤치마크 대비 초과수익률(%), 보수차감 이전 수익률은 매월 펀드 수익률에서 공시되는 월기준 TER을 더한 값을 의미
- 2) 수익률과 표준편차는 연환산한 % 수치
- 3) 한국펀드평가 기준 소분류와 판매채널 유형을 설명변수에 포함하였으며, 고정효과로는 월, 펀드, 판매사, 운용사 등을 반영
- 4) 펀드별 클러스터링을 통해 표준오차를 조정
- 5) 온라인 전용 및 선·후취 판매수수료 유형 미분류 펀드, 연금관련 펀드, 기관투자자 대상 펀드, 랩 및 파생결합증권 관련 펀드, 기타 클래스펀드를 제외
- 6) *, **, ***는 각각 10, 5, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

4. 소결

이 장에서는 2009년 이후 국내주식형 공모펀드 투자자와 판매사 간 이해상충의 양상과 특징을 파악하기 위해 자금흐름과 미래성과에 대한 분석을 수행하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다.

과거 자금흐름의 모멘텀과 과거성과가 자금흐름 및 미래성과에 미친 영향은 다음과 같이 네 가지로 정리할 수 있다. 첫째, 과거 자금순유입 규모가 큰 펀드에 더 많은 자금이 유입되었으나, 미래성과는 과거 자금순유입 규모와는 관련이 없는 것으로 나타났다. 둘째, 과거 수익률이 우수한 펀드에도 더 많은 자금이 유입되나, 자금유입 이후 벤치마크 대비 성과는 지속적으로 하락하였다. 이는 펀드성과의 지속성이 낮음을 의미한다. 셋째, 자금이 유출된 펀드의 미래성과 역시 하락하는 것으로 나타나, 자금유출은 펀드성과가 상대적으로 양호한 시점에 일어나는 것으로 판단된다. 넷째, 과거 1년 성과 기준 펀드등급이 과거 3년 성과 기준 펀드등급에 비해 등급 간 성과부침이 상대적으로 덜하고 1등급 펀드의 경우 성과의 지속성도 나타난다. 이는 과거 1년 성과 기준 펀드등급이 과거 3년 기준 펀드등급보다 투자자에게 더 유용한 정보임을 시사한다. 이는 물론 국내주식형 펀드 성과의 지속성이 낮기 때문이다.

판매사와 관련된 주요 특성 변수들이 자금흐름 및 미래성과에 미친 영향은 다음과 같다. 첫째, 비계열사펀드보다 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되었는데, 그 규모는 월평균 약 5억원 수준이다. 둘째, 자금순유출규모 역시 계열사펀드가 비계열사펀드보다 6.6~10억원 더 많은 것으로 나타났다. 즉, 계열사펀드에서는 유입된 자금규모 이상으로 자금이 유출된 것이다. 셋째, 더 많은 자금이 유입된 계열사펀드는 자금유입 이후 벤치마크 대비 성과가 연평균 20~35bp(액티브펀드는 30~40bp) 낮아지는 것으로 추정되었다. 이로 미루어보면, 계열사펀드에서 일어난 대규모 자금유출은 펀드의 저조한 성과에 기인하는 것으로 판단된다. 넷째, 계열사펀드 판매상한제 실시 이후 계열사펀드 자금순유입규모는 5.7억원에서 4.0억원으

로 약 30% 가량 감소한 것으로 추정되었다. 다만, 액티브펀드의 경우에는 계열사펀드 판매상한제 이후에도 자금순유입 규모가 줄지 않았다. 다섯째, 액티브펀드의 경우 판매보수율이 높을수록 자금유입 규모가 많았을 뿐만 아니라 자금유입 이후 펀드성과가 낮아지는 것으로 나타났다. 예를 들면, 10bp의 판매보수율 차이로 인해 벤치마크 대비 성과는 연평균 최대 11bp 정도 하락하는 것으로 추정되었다. 여섯째, 액티브펀드로 한정하면, 클래스 유형과 선취 판매수수율은 자금흐름과 미래성과에 유의한 영향을 주지 않았다. 그리고 은행 판매 펀드의 자금유입 규모가 증권사 판매 펀드보다 많았으나, 자금유입 이후 미래성과는 차이가 없는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과를 기존 문헌과 비교하면 <표 III-10>과 같다. 이 표는 액티브펀드를 대상으로 1년 성과 기준 펀드등급을 사용하여 분석한 결과를 기존 연구결과 및 변수의 특성에 따른 예상결과와 비교하고 있다. 펀드 자금흐름 및 성과에 대한 국내외 연구에 따르면, 과거 자금흐름의 모멘텀이 있고 성과가 우수한 펀드에 더 많은 자금이 유입되나, 펀드성과의 지속성은 그리 높지 않다는 것이 일반적인 결과이다. 이러한 결과는 본 연구에서도 동일하게 나타난다.

본 연구의 목적에 부합하는 Bergstresser et al.(2009), Kristoffersen et al.(2013), Cookson et al.(2017) 등에 따르면, 판매보수율 및 선취 판매수수료율, 계열사펀드 여부 등이 자금유입에 영향을 미치는 변수들이다. 그리고 이 중 선취 판매수수료율과 계열사펀드 여부 두 변수는 펀드 미래 성과에도 영향을 미치는 것으로 나타난다. 즉, 판매보수율이 높을수록 자금유입이 늘어나긴 하나, 미래성과에는 차이가 나지 않는 것이다. 이와는 달리 본 연구에서는 선취 판매수수료율은 액티브펀드의 자금유입과 미래 성과에 영향을 미치지 않는 반면, 판매보수율은 자금유입과 미래성과에 유의한 영향을 미친다. 이러한 차이점은 국내외 펀드판매 관련 시장구조 및 인센티브 체계의 차이에서 기인하는 것으로 판단된다.⁵⁰⁾

50) II장에서 살펴보았듯이 국내에서는 C 클래스펀드의 투자비용이 A 클래스펀드에 비해 높아 판매사 입장에서는 투자자가 1년 이상 투자할 경우 C 클래스펀드가 더 유리한 것으로 나타난다. 이로 미루어보면, 판매보수가 펀드판매 수입에서 차지하는 비중은 해외보다 국내에서 훨씬 더 높을 것으로 보인다.

<표 Ⅲ-10> 주요 분석결과 - 액티브펀드 한정

변수	자금순유입		미래성과		비고
	예상	결과	예상	결과	
과거 1년 순유입금액	△	△	-	-	- 자금흐름의 모멘텀 존재 - 미래성과에는 유의한 영향 없음
과거 수익률(1년)	△	△	▽	▽	자금순유입 이후 성과 하락 - 낮은 성과의 지속성
수익률 변동성(1년)	▽	▽	▽	-/▽	- 자금순유입과는 음의 관계 2년 이후 성과에는 영향 없음
펀드등급 (1년 기준)	△	-	△	-/△	- 대체로 영향력이 없거나 낮은 수준 - 단, 1등급 펀드의 미래성과는 우수
판매보수율	△	△	-	▽	자금순유입 이후 성과 하락 10bp 보수 차이는 연평균 0~11bp 성과 차이에 해당
계열사펀드 여부	△	△	▽	▽	자금순유입 이후 성과 하락 - 월평균 약 5억원의 추가자금 유입 - 미래성과는 연평균 30~40bp 하락
A 클래스 여부	△	-	-	-	영향 없음
선취 판매수수료율	△	-	▽	-	- 영향 없음 - 기존 문헌과 다른 결과

주: 1) 예상은 기존 연구결과 또는 특성상 이해상충이 있을 때 나타날 부호를 의미
 2) '△'는 '양수(+)', '▽'는 '음수(-)', '-'는 '영향 없음', '/'는 '또는'을 의미
 3) 결과는 과거 1년 성과 기준 펀드등급을 사용한 분석결과를 표시

한편, II장에서는 투자자가 A 클래스펀드와 C 클래스펀드 중 어떤 펀드에 가입하는지에 따라 투자자와 판매사 간 이해관계가 달라져서 이해상충 문제가 불거질 수 있음을 살펴보았다. 분석결과, 클래스 유형에 따라 자금순유입 규모가 달라지지 않았다. 또한, 선취 판매수수료율이 높을수록 미래성과가 높게 나타나긴 하나, 이는 이해상충에 해당하지 않을뿐더러 액티브펀드로 한정하면 이러한 효과도 사라진다. 따라서, 클래스 유형에 잠재되어 있는 이해상충 문제는 나타나지 않는 것으로 보인다.

IV. 결론

IV. 결론

공모펀드는 투자자가 손쉽게 위험자산에 투자할 수 있는 금융투자상품임에도 불구하고 글로벌 금융위기 이후 국내 공모펀드 시장은 침체되어 있다. 특히, 주식형 내지 국내주식형 공모펀드 시장은 개인투자자의 투자가 급감하면서 부진에 빠진 양상이다. 이에 본 연구는 2009년 이후 국내주식형 공모펀드의 판매양상의 특징과 성과에 대해 살펴보았다. 그리고 이를 통해 국내주식형 공모펀드 판매과정에서 투자자와 판매사 간 이해상충 문제가 나타나는지, 나타난다면 어떤 특징이 있는지 분석하였다. 분석기간은 2009년부터 2018년 1월까지이며, 분석대상은 은행과 증권사 등 금융회사 창구에서 판매되는 일반투자자 대상 국내주식형 공모펀드이다.

분석기간 동안 국내주식형 공모펀드 자금흐름의 가장 큰 특징은 2011년을 제외하면 매년 자금순유출이 이어지고 있다는 점이다. 이를 주식시장 장세와 연계하여 보면, 2009년부터 2017년까지 시기는 자금유출의 양상에 따라 세 가지 시기로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째 시기는 2009~2010년으로 이 시기에는 주가 상승과정에서 약 17.0조원의 자금순유출이 있었다. 두 번째 시기는 주가지수가 일정 범위 내에서 등락을 반복했던 2012~2016년이다. 이 시기의 특징은 주가 하락기에 일시적인 자금순유입이 있는 후 주가 상승기에 이를 훨씬 넘어서는 약 24.6조원의 대규모 자금유출이 있었다. 세 번째 시기는 첫 번째 시기처럼 주가가 상승했던 2017년으로 이 시기 자금유출 규모는 5.3조원이다. 이처럼 자금순유출이 계속되면서 판매잔고는 분석기간 동안 절반 이상 감소하였다.

이 기간 동안 투자자가 얻었을 국내주식형 공모펀드의 수익률은 다음과 같이 정리할 수 있다. 우선, 자금순유입이 있었던 액티브펀드의 경우 가입 직전 투자자가 관찰하는 펀드의 과거 수익률은 연평균 4.51~5.01% 수준이다. 그런데 펀드가입 이후 수익률은 급격히 낮아져 3년 이후에는 연평균 수익률이 0.82%까지 하락한다. 투자자의 환매 즉, 자금순유출이 있었던 펀드로 한정하면, 자금순유출은 과거 수익률이 연평균 2.63~3.12% 수준일

때 일어나고, 그 이후에도 수익률은 계속 악화된다. 이로 미루어보면, 액티브펀드에 가입한 투자자는 연평균 4~5% 수준의 수익률을 기대하고 펀드에 가입하지만, 실제로는 이보다 낮은 2~3% 정도의 수익률을 얻은 후에 환매를 하는 것으로 추정된다. 이러한 경향은 수준은 다소 차이가 나지만 인덱스펀드에서도 동일하다. 그리고 이러한 펀드성과 저하 추세는 판매채널 유형이나 계열사펀드 여부를 감안해도 동일하게 나타난다.

이 보고서는 국내주식형 공모펀드의 판매양상과 성과를 보다 엄밀하게 파악하기 위해 자금흐름 결정요인 분석과 미래성과 분석을 수행하였다. 우선, 자금흐름 결정요인 분석결과를 살펴보면, 최근 1년 동안 자금유입이 많았거나 성과가 우수한 펀드, 또는 계열사펀드일수록 자금순유입 규모가 유의하게 증가하였다. 특히, 계열사펀드에는 비계열사펀드보다 펀드당 월평균 4.6~5.6억원 가량 더 많은 자금이 유입되었다. 액티브펀드에 한정하면 판매보수율 1단위 변화에 대한 자금순유입액의 변화가 1.66~1.68 수준의 유의한 양수로 추정되어 판매보수율이 높을수록 자금순유입 규모도 유의하게 커지는 것으로 나타났다. 이처럼 계열사펀드 여부 및 판매보수율 등 판매사의 이익과 직결된 변수들이 국내주식형 공모펀드 자금흐름에 유의한 영향을 끼쳤음을 알 수 있다. 한편, 계열사펀드의 높은 판매비중을 낮추기 위해 2013년 4월부터 시행된 계열사펀드 판매상한제 도입 이후에는 계열사펀드 자금유입규모가 이전보다 펀드당 월평균 약 30%(1.7억원) 가량 감소하였다. 다만, 액티브펀드보다는 인덱스펀드에서 정책효과가 주로 나타난 것으로 보인다.

미래성과 분석은 클래스 유형 간 보수구조 차이에 따른 수익률 차이를 통제하기 위해 TER 차감 이전 벤치마크 대비 초과수익률을 기준으로 수행하였다. 분석결과, 판매보수율이 높을수록 미래성과가 유의하게 낮은 것으로 추정되었다. 수치로 환산하면, 다른 조건이 동일한 경우 판매보수율이 10bp 높은 펀드는 다른 펀드에 비해 자금순유입 이후 벤치마크 대비 초과수익률이 연평균 6~11bp 가량 낮아지는 것으로 나타났다. 액티브펀드로 한정하더라도 벤치마크 대비 초과수익률은 2년 이후 연평균 최대 11bp까지 낮아진다. 즉, 판매보수율이 높은 펀드일수록 미래 운용성과도 낮은 것이다. 또한, 계열사펀드의 경우 비계열사펀드에 비해 벤치마크 대

비 초과수익률이 판매 이후 3년 동안 연평균 0.19~0.35%p 가량 유의하게 낮은 것으로 추정되었다.

종합하면, 핵심 분석결과는 다음 두 가지로 요약된다. 첫째, 국내주식형 공모펀드는 과거 성과가 우수하더라도 성과의 지속성이 낮은 것으로 나타났다. 그 결과 국내주식형 투자자는 애초 기대했던 수익률보다 더 낮은 수익률을 얻은 상태에서 환매를 했던 것으로 판단된다. 이로부터 펀드 성과의 부진이 국내주식형 공모펀드 판매잔고 감소의 일차적인 원인임을 알 수 있다. 둘째, 판매보수율이 높은 펀드이거나 계열사펀드에 더 많은 자금이 유입되지만, 미래성과는 다른 펀드에 비해 더 저조하게 나타난다. 이는 국내주식형 공모펀드 판매사가 투자자보다는 자사에 이익이 되는 판매보수율이 높은 펀드 또는 계열사펀드를 판매한 결과 투자자가 손실을 보았음을 시사한다. 이로 미루어보면, 2009년 이후 급격한 판매잔고 감소로 나타나고 있는 개인투자자의 공모펀드 투자기피 현상이 펀드성과의 부진뿐만 아니라 판매과정에 내재된 투자자와 판매사 간 정보비대칭 및 이해상충 문제와도 연관되어 있음을 알 수 있다.

따라서, 예전과 같이 공모펀드에 대한 투자자 신뢰를 회복하기 위해서는 운용업체의 운용성과 제고노력과 함께 ‘운용사-판매사-투자자’ 간 이해관계를 일치시킬 수 있는 감독당국의 제도개선 노력이 필요하다. 이를 위해 이해상충 및 불완전판매 방지를 위한 감독당국의 모니터링 강화 노력 이외에도 개방형 플랫폼을 확대하여 구조적으로 투자자가 지불하는 판매 관련 비용을 낮출 필요가 있다. 이는 감독당국 입장에서는 펀드판매 관련 시장규율을 강화하여 판매사 간 경쟁을 촉진하는 효과가 있으며, 투자자 입장에서는 투자자의 특성을 감안한 맞춤형 자산관리 수단을 다양화하는 효과가 있다. 판매사는 또한 개별 투자자의 특성 및 수요에 부합하는 펀드상품 및 관련 서비스를 제공할 수 있도록 노력할 필요가 있다. 이를 위해서는 현행 판매관행 및 전략에 문제는 없었는지 재검토하여 개선할 필요가 있으며, 담당 직원의 전문성도 높일 필요가 있다. 물론 판매사 자체적인 내부통제 기능도 강화해야 할 것이다.

펀드투자 시 투자자가 활용하는 정보의 유효성을 높일 필요도 있다. 우선, 투자자들이 이해하기 쉬운 금액단위의 보수 및 수수료 정보 전달체계를 마련할 필요가 있다. 운용보수 및 판매보수를 비롯한 보수나 수수료와 같은 가격변수는 펀드수익률에 직접적으로 영향을 미치는 변수임에도 불구하고 투자자들은 이에 둔감할 뿐만 아니라 액티브펀드의 경우에는 판매보수율이 높은 펀드에 더 많은 자금을 투자하기 때문이다. 펀드 등급의 경우도 마찬가지이다. 펀드등급은 펀드의 성과를 가장 집약적으로 보여주는 지표임에도 불구하고 등급의 부침이 심하고, 지속성도 그리 높아 보이지 않기 때문이다. 이러한 점에서 국내에서도 Morningstar의 애널리스트 등급처럼 미래성과에 대한 외부 평가기관의 전향적이고 독립적인 판단에 의해 산정된 등급을 투자자에게 제공할 필요도 있다. 이외에도 감독당국은 투자자가 펀드투자 시 참고할 수 있는 정보의 유효성을 높이기 위해 현행 공시 체계에서 개선할 점은 없는지 살펴볼 필요가 있다. 보다 근본적으로는 투자자문 활성화, 자산관리 플랫폼 확대, 연금상품과의 연계 강화 등을 통해 자산관리 수단이라는 공모펀드 본연의 기능을 제고할 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 금융위원회, 2018, 금융투자업규정 개정안 규제영향분석서.
- 금융위원회, 금융투자업 규정 개정안 금융위 의결, 2013.4.17. 보도자료
- 김종민, 2014, 『미국 공모펀드 판매방식의 변화와 시사점』, 자본시장연구원 Capital Market Perspective 6(2).
- 김종민·김재철, 2016, 『자산운용시장 고객군의 기관화에 따른 영향과 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 16-07.
- 김종민·이효섭, 2018, 『금융투자상품에 대한 수요 및 판매 분석』, 자본시장연구원 연구보고서 18-01.
- 오윤해, 2015, 『금융소비자보호 관점에서 평가한 판매와 자문 과정: 이해상충 현황과 개선방안』, KDI 연구보고서 2015-06.
- 조성빈, 2012, 『펀드투자자와 운용사의 이해상충: Soft Dollar를 중심으로』, KDI 정책연구시리즈 2012-02.
- 한국펀드평가, 2017, 『KRF 유형분류 기준과 방법론』.
- Armstrong, W.J., Genc, E., Verbeek, M., 2017, Going for gold: an analysis of morningstar analyst ratings, working paper.
- 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.
- Bergstresser, D., Chalmers, J.M.R., Tufano, P., 2009, Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry, *The Review of Financial Studies* 22, 4129-4156.

- 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.
- Cookson, G., Jenkinson, T., Jones, H., Martinez, J.V., 2017, Best buys and own brands: investment platform's recommendations of funds, *Financial Conduct Authority Occasional Paper* 30.
- Guercio, D., Genc, E., Tran, H., 2015, Playing favorites: conflicts of interest in mutual fund management, working paper.
- Ippolito, R., 1992, Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from the mutual fund industry, *Journal of Law and Economics* 35, 45-70.
- Kristoffersen, S.E.K., Evans, R., Musto, D.K., 2013, What do consumers' fund flows maximize? evidence from their brokers' incentives, *Journal of Finance* 68, 201-235.
- Lim, J., Sensoy, B., Weisbach, M., 2016, Indirect incentives of hedge fund managers, *Journal of Finance*, forthcoming.
- Morningstar, 2011, *Morningstar Analyst Rating for Funds Methodology Document*.
- Siggelkow, N., 1999, Expense shifting: an empirical study of agency costs in the mutual fund industry, working paper.
- Sirri, E., Tufano, P., 1998, Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance* 53, 1589-1622.
- Winslow, D.A., Anderson, S.C., 1990, A model for determining the excessive trading element in churning claims, *North Carolina Law Review* 68(2), 327-361.

김종민 (Jongmin Kim)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

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



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원

