

# 간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

- GIPS 국내 도입 가능성 검토 -

이 자료집의 내용은 집필자의 개인의견이며 한국증권연구원 공식 견해와는 무관합니다. 따라서 본 자료집의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 「파생상품연구회 Ethics and Compliance 분과」 및 「집필자명」을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

한국증권연구원  
파생상품연구회 Ethics and Compliance 분과  
CFA Korea Society GIPS Committee



## 序 言

최근 몇 년간 간접투자기구의 설정액이 높은 증가율로 성장하고 있으며, 그 중에서도 고수익을 추구하는 주식형 펀드의 증가세가 두드러지고 있습니다. 올 해 들어서는 해외 주식형 펀드에 대한 관심도 꾸준히 증가하고 있습니다. 전체 가구 수 대비 펀드계좌 수에 비추어 볼 때, 국내 시장에도 간접투자 위주로 투자문화가 빠르게 정착되고 있다고 하겠습니다.

국내 간접투자상품 시장은 외환위기, 대우채 환매연기사태 등의 위기를 경험하면서 간접투자자산운용업법 제정 등 제도적 보완을 지속해 왔습니다. 그 과정에서 양적으로는 크게 성장하였으나 질적 측면에서는 개선되어야 사항이 여전히 산재해 있습니다. 소규모 펀드의 양산, 투자기간의 단기화, 높은 사모펀드 비중 등이 그 대표적인 예입니다.

특히 투자자에게 간접투자상품의 과거 운용성과와 위험요인을 정확하게 전달하지 않은 상태에서 불완전 판매가 이루어지는 사례가 빈번한 것으로 알려지고 있습니다. 채권(채무증권)과 달리 간접투자상품(수익증권)의 경우 투자자가 운용회사에게 원금 상환 책임을 물을 수 없다는 점에서 투자자보호 필요성은 더욱 강조되어야 한다고 생각합니다. 또한 간접투자상품으로부터의 수익은 운용회사의 운용성과에 의존함에도 불구하고 운용회사는 간접투자자산을 운용함에 있어 투자자의 지시를 받지 않아도 됩니다. 이러한 점을 감안할 때 운용성과의 정확하고 공정한 공시는 아무리 강조되어도 지나치지 않을 것입니다.

해외 선진 금융시장에서는 일찍부터 간접투자의 활성화를 위해서는 투자자로부터의 신뢰구축이 필수적임을 인지하고 이미 체계화된 공시기준을 도입하고 있습니다. 그 대표적인 예가 국제 재무분석사 협회(CFA Institute)가 제정하여 전 세계에 보급하고 있는 국제 운용성과 공시기준(GIPS: Global Investment Performance Standards)입니다.

GIPS는 각국의 Best Practice를 반영하여 제정된 공시기준으로 운용 회사들이 운용성과를 공시할 때 준수해야 할 최소한의 윤리적 기준입니다. GIPS의 제정은, “자산운용사들이 스스로의 이익을 위해 자의적이고 공정하지 공시기준을 사용하였고 많은 경우 이러한 관행은 명백히 무책임하고 부정직했다”라는 자성의 목소리에서 출발하였습니다. GIPS는 표준화된 운용성과 공시기준으로서 관련 정보의 완전한 공시(full disclosure) 및 공정한 보고(fair representation)를 표방하고 있습니다.

이미 미국을 비롯한 전 세계 27개국이 GIPS를 채택하고 있으며, 국내에서도 국민연금이 조만간 내부 운용부문과 위탁부문의 운용성과를 평가함에 있어 GIPS를 적용할 것으로 알려지고 있습니다. 국내 자산운용시장이 지금까지의 양적 성장을 기반으로 향후 질적으로 성숙해 가기 위해서는 GIPS와 같은 성과평가 및 공시기준의 표준화가 요구된다고 하겠습니 다. 이를 통해 궁극적으로 운용실적 공시 내용에 대한 투자자들의 신뢰를 회복하고 투자자보호를 제고하여야 할 것입니다.

본 자료집은 한국증권연구원이 주관하는 파생상품연구회 소속 Ethics and Compliance 분과와 CFA Korea Society 소속 GIPS Committee가 공동으로 진행한 연구결과를 중심으로 작성되었습니다. 국내 시장에서는 다소 생소한 간접투자상품 관련 운용성과 공시기준의 중요성을 제기하고, 대표적 공시기준인 GIPS의 국내시장 도입가능성을 검토하고 있습니다. 앞으로도 연구회 활동에 많은 참여와 관심을 기대합니다.

2007년 5월  
한국증권연구원  
원장 최도성

# 목 차

---

---

<b>I. 서 론 (이재규)</b> .....	<b>3</b>
1. 자료집 발간의 배경 .....	3
2. 자료집의 목적과 범위 .....	5
<b>II. 국내 운용성과 공시기준 적절성 (진익)</b> .....	<b>9</b>
1. 간접투자 운용성과 공시의 중요성 .....	9
2. 운용회사 능력을 평가하기 위한 공시기준 .....	10
3. Composite 단위 운용성과 공시 필요성 .....	13
<b>III. GIPS 목적 및 기본 원칙 (이재광)</b> .....	<b>23</b>
1. 성과보고표준 정의 .....	23
2. GIPS의 주요 특징 및 내용 .....	25
3. 성과보고표준 정립의 필요성 .....	36
<b>IV. GIPS와 현행 기준의 비교</b> .....	<b>43</b>
1. 국내외 펀드성과 표준 현황 (정승혜) .....	43
2. 벤치마크 설정 및 활용, 성과 평가 (금승원) .....	67
3. 공시 및 보고서 작성 기준 (진익) .....	97
4. AI투자 성과 공시 (김성수) .....	121
5. GIPS 광고 기준 및 국내 펀드 실적광고 (허용준) .....	138

<b>V. GIPS 도입에 따른 기대효과 (유승덕)</b> .....	<b>159</b>
1. 국내 투자성과 평가 현황 및 문제점 .....	159
2. GIPS도입에 따른 기대효과 .....	167
<b>VI. 결론 및 시사점 (이재규)</b> .....	<b>181</b>
1. GIPS 주요 내용 요약 .....	181
2. GIPS도입의 시사점 .....	187
<b>부록. 파생상품연구회 Ethics and Compliance 분과 회원 명단</b> ..	<b>193</b>

## 표 목 차

---

<표 III-1> GIPS 의 특징 .....	37
<표 IV-1> 유형분류(전체) .....	47
<표 IV-2> 유형분류(주식형) .....	48
<표 IV-3> 유형분류(시가채권형) .....	49
<표 IV-4> 유형분류(MMF) .....	49
<표 IV-5> 유형분류(대체투자형) .....	50
<표 IV-6> 유형분류(국제형) .....	50
<표 IV-7> 유형별 BM .....	51
<표 IV-8> 모닝스타코리아 유형분류 .....	52
<표 IV-9> 유형분류표 .....	52
<표 IV-10> Specialty 분류 .....	53
<표 IV-11> 주식형, 채권형펀드의 유형 분류 .....	54
<표 IV-12> 혼합형펀드 스타일 분류기준 .....	56
<표 IV-13> 분류제외펀드(미분류) 및 평가제외펀드(Specialty) 현황 .....	57
<표 IV-14> MORNINGSTAR의 주요 유형표 .....	59
<표 IV-15> 국내의 평가사간 유형 비교표 .....	66
<표 IV-16> 거래소 지수 ETF .....	77
<표 V-1> 주요국가별 비교 .....	160
<표 V-2> 국내 3대 평가사의 펀드 분류 기준 현황 .....	161

## 그림 목 차

---

<그림 II-1> Composite 수익률과 대표 펀드 수익률 비교 .....	16
<그림 II-2> Composite 수익률과 펀드 수익률 편차간 관계 .....	19
<그림 V-1> Manager Continuation Policy .....	173
<그림 V-2> 운용능력 평가(Performance Appraisal)의 기본 개념 .....	174

## 발간 참여자의 역할

---

1장 서론	이 재 규
2장 국내 운용성과 공시기준	진 익
3장 GIPS 목적 및 기본 원칙	이 재 광
4장 GIPS와 현행 기준의 비교	
1. 국내외 펀드성과 표준 현황	정 승 혜
2. 벤치마크 설정 및 활용, 성과 평가	금 승 원
3. 공시 및 보고서 작성 기준	진 익
4. AI투자 성과 공시	김 성 수
5. GIPS 광고 기준 및 국내 펀드 실적광고	허 용 준
5장 GIPS 도입에 따른 기대효과	유 승 덕
6장 결론 및 시사점	이 재 규



# 1. 서론

---

1. 자료집 발간의 배경
2. 자료집의 목적과 범위



# I. 서론

이 재 규, CFA  
신한은행 신탁부

## 1. 자료집 발간의 배경

- 자산2003년 145조원이었던 간접투자기구의 설정액이 2006년 말에는 234.6조원까지 증가해 연평균 17.4%의 증가율을 기록하면서 늘어났다. 그 중에서도 고수익을 추구하는 주식형의 증가가 두드러졌는데 주식형 간접투자기구는 2003년 말 9.4조원에서 2006년말 현재 46.5조원으로 연평균 70.4%라는 놀라운 증가율을 보이면서 2006년 말 현재 MMF 57조, 채권형 50.4조원과 어깨를 나란히 하고 있음. 2007년 들어서 해외 주식형 펀드에 대한 관심이 높아지면서 해외 주식형 펀드의 수탁액이 꾸준한 증가세를 보이고 있음
- 펀드 상품은 증권사, 은행, TV홈쇼핑 뿐만 아니라 보험모집인을 통한 판매도 가능해지면서 그 판매채널이 다양화되었고 2006년 판매채널별 판매비중은 증권(58%), 은행(38%), 보험(2.2%), 기타(1.7%) 순으로 구성되어 은행의 비중이 과거에 비해 높아짐
- 우리나라 전체 펀드계좌는 2월말 현재 1,330만개(적립식계좌 800만개)에 이르고 있는데 이는 우리나라 전체 가구 수인 1,598만가구(2005년 말 통계청 추계 가구수)의 약 83%로 간접투자 위주로 투자문화가 빠

#### 4 간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

르게 정착되고 있으며 펀드 가입이 여유자금의 운용에서 점차 목돈 마련의 수단으로 발전해 가고 있음을 알 수 있음

- 외환위기와 대우채 환매연기사태(99.8.12), 자산운용업법 제정 등을 거치면서 투자펀드 시장 자체의 많은 발전이 이루어졌으나 소규모 펀드의 양산, 투자 기간의 단기화, 높은 사모 펀드 비중 등의 문제점과, 펀드실적공시, 광고에 대해서는 아직 부족한 면이 있음
  
- 투자자들이 자산운용사를 선택할 수 있도록 자산운용사별로 투자성과를 비교할 수 있는 기준이 있다면 투자자들이 주거래 증권사나 은행의 직원이 권유해주는 펀드를 면밀한 검토없이 가입했다가 나중에 수익률이 안 좋으면 고객이 판매 담당 직원을 원망하는 일은 줄어들 것임
  
- 연기금 등 기관투자자들도 자산을 위탁할 자산운용사를 선정할 때 참고할 수 있는 객관적인 기준이 있다면 업무 담당자들의 고민도 감소될 것임
  
- 현재 펀드 평가사들이 개별 펀드의 성과와 위험도를 감안해 순위를 매기는 서비스를 제공하고 있으나 투자스타일에 따라 분류된 각 투자 유형별로 실적이 우수한 자산운용사나 펀드를 제시해 주지는 못하고 있는데 각기 상이한 투자철학에 기반하여 운용되고 있는 펀드들을 통일된 유형으로 묶는다는 것 자체가 매우 어려운 과제임에 틀림이 없지만 자산운용사들의 운용성과를 객관적으로 비교할 수 있는 잣대를 갖는 긍정적인 효과가 기대됨

## 2. 자료집의 목적과 범위

- 우리나라는 펀드자산 규모에 있어 세계 14위의 시장규모를 갖고 있음. 다른 나라들에 비해 자본시장의 자유화가 상대적으로 늦음으로 인해 간접투자와 관련된 공급자의 인프라, 시장관행, 수요자의 이해도가 낮은 편이었으나 외환위기 이후 자본시장의 빠른 성장과 함께 간접투자 문화가 빠르게 성장하고 있는 단계임
- GIPS는 이미 대부분의 선진국을 포함한 27개국에 도입되어 자산운용 업계의 성과보고표준으로 자리매김하고 있으며 GIPS의 도입은 우리나라의 펀드 수요자들의 효익을 제고하고 펀드 공급시장의 수준을 향상시키는데 큰 기여를 할 것으로 기대됨
- 본 자료집은 한국CFA협회에 소속된 회원들의 자발적인 참여로 GIPS를 자사의 성과보고표준으로 채택하고자 하는 자산운용사들이 참고할 수 있는 자료를 제공하고 연기금 및 학계, 정부관계자들의 GIPS에 대한 이해를 돕고자 작성되었음
- 본 자료집은 국내 운용성과 공시기준의 적절성, GIPS 목적 및 기본 원칙, GIPS의 조항들 중 국내 자산운용사가 GIPS도입과정에서 현실적으로 부딪힐 것으로 예상되는 Composite구성의 문제, 벤치마크의 설정 및 활용방법, 부동산, PEF, 헤지펀드 등 특별자산펀드들의 성과평가와 관련된 GIPS의 기준과 해외 기준들을 비교하여 소개하고 있으며 GIPS의 광고기준과 국내 펀드 광고 관행의 비교, GIPS 도입에 따른 기대효과로 이루어져 있음



## II. 국내 운용성과 공시기준 적절성

---

1. 간접투자 운용성과 공시의 중요성
2. 운용회사 능력을 평가하기 위한 공시기준
3. Composite 단위 운용성과 공시 필요성



## II. 국내 운용성과 공시기준 적절성 검토

진 익, Ph.D./CFA

한국증권연구원

### 1. 간접투자 운용성과 공시의 중요성

○ 간접투자의 경우 운용성과에 따라 투자자 수익이 결정되므로 운용성과의 정확한 공시가 중요함

— 집합투자는 2인 이상의 투자자가 자금을 모아서 재산적 가치가 있는 투자대상자산을 운용하고 그 결과를 서로 배분하는 투자행위임 (자금법 제204조)

- 집합투자재산을 운용하는 주체는 집합투자업을 영위하는 운용회사임
- 운용회사는 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 아니함
- 수익권은 균등하게 분할되어 수익증권으로 표시되므로, 수익자는 수익증권 좌수에 따라 균등한 권리를 가짐

— 투자자가 집합투자로부터 얻는 수익은 운용성과에 의존하기 때문에, 투자자의 합리적 투자결정이 가능하기 위해서는 운용성과가 정확하고 공정하게 공시되어야 함

- 투자자가 얻을 수 있는 수익이 사전에 약정되는 채무증권과 달리 경우, 투자자가 운용회사에게 원금 상환 책임을 물을 수 없으므로 운용성과를 정확하게 확인할 유인을 가짐

10      간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

- 특히 운용회사가 간접투자재산을 운용함에 있어 투자자의 지시를 받지 않는 만큼, 투자자보호를 위해서는 운용성과의 정확하고 공정한 공시가 필수적임

○ 국내 자산운용시장이 지금까지의 양적 성장을 기반으로 향후 질적으로 성숙해 가기 위해 성과평가 및 공시기준의 표준화가 요구됨

— 표준화된 성과평가 및 공시는 잠재 고객 및 운용회사 모두에게 혜택을 제공할 것임

- 운용회사가 운용성과 공시기준을 준수할 때, 투자자는 운용성과 관련 정보가 정확하고 공정하게 제시되고 있다고 신뢰할 수 있음
- 표준화된 성과평가 및 공시가 정착되면, 운용회사들 간 공정한 시장경쟁이 가능함
- 결과적으로, 현재 및 잠재 고객은 표준화된 기준에 따라 운용회사 간 성과를 비교할 수 있게 되어 보다 합리적인 투자선택이 가능해질 것임

## 2. 운용회사 능력을 평가하기 위한 공시기준

○ 투자자가 운용회사의 운용전략 및 운용능력에 대한 정확하고 공정한 정보를 얻기 어려워 자신의 투자목적에 부합하는 간접투자상품을 선별하기 쉽지 않은 상황임

- 투자자의 관점에서 볼 때, 개별 펀드의 운용성과보다 운용회사의 전체적인 운용능력을 기준으로 투자결정을 하는 것이 보다 바람직함
  - 개별 펀드 운용성과는 지속적이지 못하기 때문에, 과거 운용성과가 좋은 펀드가 향후에도 우수한 운용성과를 보일 가능성이 낮음
  - 반면, 운용회사의 운용능력은 시간이 경과하더라도 보다 안정적으로 유지된다고 볼 수 있음
- 해외 금융선진국의 경험에 비추어 볼 때, 성과평가 및 공시가 개별 펀드 단위로만 이루어지면 운용회사가 다양한 방식으로 자신의 운용능력을 과장하는 경향이 나타났음 (GIPS, 2006)
  - 일부 펀드에 대한 운용성과만을 공시함
  - 일부 기간 동안의 운용성과만을 공시함
  - 특정 운용전략 또는 스타일의 운용성과만을 공시함
  - 보다 유리한 벤치마크를 사용함
- 현행 국내 운용성과 공시기준의 대부분은 개별 펀드(간접투자기구)의 성과 공시에 집중하고 있어, 운용회사의 운용능력을 운용능력에 대한 평가가 용이하지 않음
  - 현행 국내 규정 중 운용회사가 운용 중인 펀드 전체의 성과를 유형별로 집계하도록 요구하는 유일한 규정은, 운용회사가 감독당국에 제출해야 하는 정기보고서 중 “간접투자재산운용의 적정성(VI-4)” 항목임
- 현행 공시기준 하에서는 투자자가 운용회사의 운용능력을 평가할 수 정보를 충분히 얻기가 어렵다고 판단됨
  - 운용회사의 운용능력에 관한 정보 공시가 부족함

12 간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

- 현행 펀드 유형 분류 기준에 운용회사의 운용전략이 정확히 반영되지 못함
  - 각 운용전략에 부합하는 벤치마크(평가기준)가 제시되지 않음
  - 결과적으로 운용성과 공시, 보고서 작성, 기록 보관, 광고 등의 과정에서 운용회사의 운용능력에 관한 정보의 정확성 및 일관성에 대한 신뢰가 부족함
- 현행 성과평가 및 공시기준을 개선하여 운용회사 운용능력에 대한 평가가 보다 정확하고 공정하게 이루어지도록 유도할 필요가 있음
- 투자목표 및 운용전략이 동일한 펀드들의 평균적 성과를 공시하도록 하는 것이 바람직함
  - 투자자가 운용회사의 운용능력을 보다 쉽게 판단할 수 있어야 하므로, 운용회사로 하여금 운용전략별 평균적 성과를 투자자에게 제공하도록 규정해야 할 것임
- GIPS(국제적 운용성과 공시기준)는 운용회사로 하여금 운용전략에 따라 Composite(포트폴리오 그룹)을 구성하고 Composite 단위로 운용성과를 공시할 것을 규정하고 있음
- GIPS 도입에 따른 가장 큰 혜택 중 하나는 Composite 단위로 공시되는 운용성과에 따라 투자자들이 운용회사의 운용능력을 평가할 수 있다는 것임
  - Composite은 투자목표 및 운용전략이 동일한 펀드들을 하나로 묶은 포트폴리오 그룹임
  - 운용회사가 실제로 운용 중이고, 재량껏 운용할 수 있는 포트

폴리오는 모두 적어도 하나의 Composite에 포함되어야 함

— 운용회사는 Composite의 분류 및 구성 절차에 대해 명확한 정책을 수립하고 이 정책을 일관되게 적용하여야 함

- Composite 수익률 산정주기(분기별), 산정방식(초기 시가 기준), 개별 포트폴리오 수익률 간 편차(dispersion), 벤치마크 수익률 산정방식 등에 관한 정보를 보고서에 포함하도록 규정

### 3. Composite 단위 운용성과 공시 필요성

○ GIPS에 따라 Composite 단위로 운용성과를 공시하는 것과 현행대로 개별 펀드 단위로 운용성과를 공시하는 것의 차이를 검토함

— 두 가지 공시 기준이 상이한 정보를 제공하는지 여부를 확인함

- 개별 펀드 단위 운용성과를 기준으로 운용회사의 운용능력을 판단한 결과와 Composite 단위 운용성과를 기준으로 운용회사의 운용능력을 판단한 결과가 다를 수 있음

— Composite 단위 운용성과 공시를 통해 제공되는 정보가 투자자에게 필요한 정보인지를 확인함

- Composite 단위 운용성과를 공시하는 것이 투자자의 합리적 의사결정에 도움이 될 수 있음

○ Composite 단위 운용성과 및 개별 펀드 단위 운용성과는 다음과 같은 가정 하에 산정함

14 간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

— 분석대상

- GIPS에서 최소 5개년의 수익률을 요구하는 만큼, 분석기간을 2006년 12월 기준으로 과거 5년(2002년 1월~2006년 12월)으로 설정함
- 2006년 12월 기준으로 하나 이상의 펀드를 운용하고 있는 36개 운용회사를 대상으로 분석함

— Composite 구성

- 국내 현행 규정에서 투자대상자산 및 편입비율을 기준으로 펀드 유형을 분류하고 있음
- 자산운용업협회 전자공시시스템을 통해 공시되는 증권간접투자기구 중 고성장추구형Ⅲ (주식편입비가 90%이상)에 해당하는 펀드들을 대상으로 함

— 개별 펀드 수익률 산정

- 각 운용회사가 최소 12개월 이상의 운용실적을 보유하고 있는 펀드들을 선별함
- 각 펀드에 대한 누적 연평균 수익률을 산정함
- 2006년 12월말 기준으로 누적 연평균 수익률이 가장 좋은 펀드를 각 운용회사의 대표 펀드로 선정함

— Composite 수익률 산정

- 과거 5년간 각 운용회사가 운용했던 펀드들을 선별함
- 초기가치비중(beginning-value-weighted) 방법을 사용하여 5년간의 월별 Composite 수익률을 산정함
- 누적 연평균 Composite 수익률을 산정함

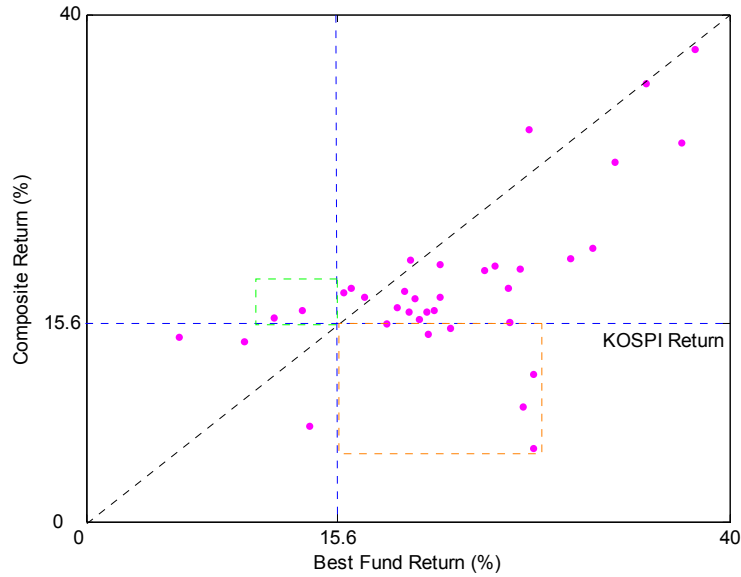
— 운용회사 운용능력 판단 기준

- 개별 펀드 단위로 판단할 경우, 각 운용회사의 대표 펀드로부터 실현된 수익률을 비교하여 평가함
- Composite 단위로 평가할 경우에는 각 운용회사의 Composite 수익률을 비교하여 평가함

가. 운용성과 평가 결과 비교

- Composite 수익률을 통해 얻을 수 있는 정보와 대표 펀드 수익률을 통해 얻을 수 있는 정보는 상이함
  - 각 운용회사의 대표 펀드 수익률 및 Composite 수익률을 비교하면 다음과 같음

<그림 II-1> Composite 수익률과 대표 펀드 수익률 비교



— 전반적으로 각 운용회사의 대표 펀드 수익률이 동 회사의 Composite 수익률보다 높게 나타났음

- <그림 II-1>에서 대부분의 점들이 45도 선 아래에 위치하고 있음
- Composite 수익률은 대표 펀드를 포함하여 다른 모든 펀드들의 수익률을 가중하여 평균한 것인데, 다른 펀드들의 수익률이 대표 펀드 수익률보다 낮기 때문에 이러한 관계가 성립할 수 있음
- 특히 일부 운용회사의 경우, 대표 펀드 수익률이 벤치마크 (KOSPI) 수익률보다 높은 반면 Composite 수익률은 벤치마크 (KOSPI) 수익률보다 낮은 것으로 나타났음 (<그림 II-1>에서 우측 하단에 위치한 점들이 이에 해당함)

— 일부 운용회사의 경우, Composite 수익률이 대표 펀드 수익률보다 오히려 높은 것으로 나타났음

- 2006년 12월 이전에 운용이 중단된 펀드의 수익률이 대표 펀드 수익률보다 높으면, 이러한 관계가 성립할 수 있음
- 특히 일부 운용회사의 경우, 대표 펀드 수익률이 벤치마크(KOSPI) 수익률보다 낮은 반면 Composite 수익률은 벤치마크(KOSPI) 수익률 보다 높은 것으로 나타났음 (<그림 II-1>에서 좌측 상단에 위치한 점들이 이에 해당함)

○ 위와 같은 결과로부터 다음과 같은 점을 확인할 수 있음

— Composite 수익률을 기준으로 하는 경우와, 대표 펀드 수익률을 기준으로 하는 경우에 평가 결과가 상이하게 나타났음

- 대체적으로 대표 펀드 수익률로 평가할 경우 Composite 수익률로 평가할 때보다 운용회사의 운용능력이 과대평가될 가능성이 높음
- 개별 펀드 수익률이 벤치마크 수익률보다 높더라도 Composite 수익률은 벤치마크 수익률보다 낮을 수 있음
- 운용성과가 좋았던 펀드의 운용이 중단된 경우에는 Composite 수익률을 공시하는 것이 운용회사에게 보다 유리할 수도 있음

#### 나. Composite 수익률과 펀드 수익률 편차간의 관계

○ Composite에 포함된 펀드들 수익률 편차(dispersion)는 GIPS가 제안하는 중요한 지표 중 하나인 바, 그 의미를 검토해 보고자 함

18 간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

— 펀드 수익률 편차 산정 방식은 다음과 같음

- 각 운용회사를 대상으로 과거 5년 동안의 월별 Composite 수익률과 펀드 수익률 편차를 산정함
- 분석기간은 앞서와 동일하게 과거 5년(2002년 1월~2006년 12월)으로 설정하고, 고성장추구형Ⅲ(주식편입비 90%이상)에 해당하는 펀드를 대상으로 분석함
- 전체 관측치 수는 2,057개임

— Composite 수익률과 펀드 수익률 편차 사이의 관계를 확인해 보기 위해 회귀분석을 실행함

- 회귀분석 모형은 다음과 같음

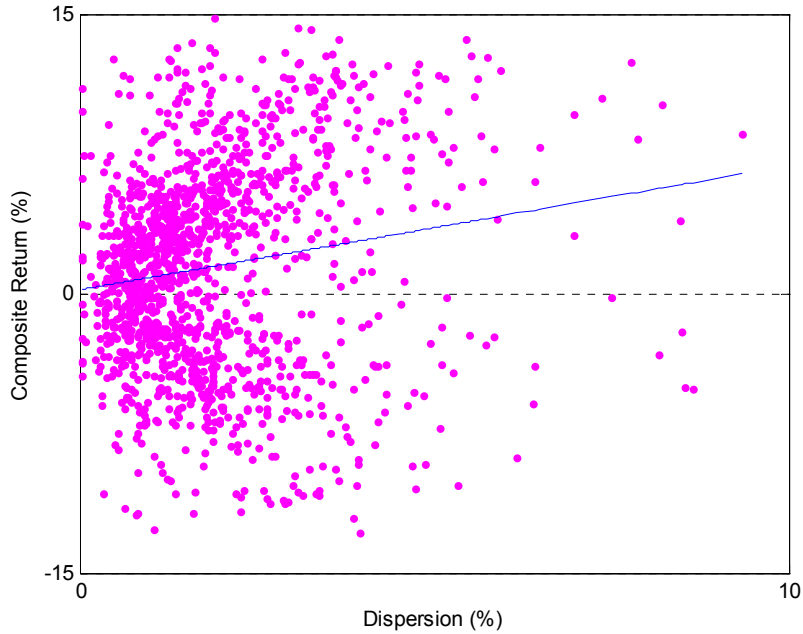
$$(\text{Composite 수익률}) = (\text{상수}) + (\text{기울기}) * (\text{펀드 수익률 편차})$$

○ Composite 수익률이 펀드 수익률 편차와 정(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났음

— 회귀분석 결과는 다음과 같음

- $(\text{Composite 수익률}) = 0.74 + 0.44 * (\text{펀드 수익률 편차})$
- 추정된 계수는 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함
- 펀드 수익률 편차가 클수록 Composite 수익률도 높은 것으로 해석할 수 있음 (<그림 II-2> 참조)

<그림 II-2> Composite 수익률과 펀드 수익률 편차간 관계



- 위의 결과로부터 Composite 수익률을 기준으로 운용회사의 운용능력을 평가할 경우, Composite 포함된 펀드들의 수익률 편차(dispersion)를 고려하는 것이 바람직하다고 판단됨
  - 이는 Composite에 포함된 펀드들 수익률 편차가 운용회사의 위험요인으로 간주되어야 함을 의미함
    - 어떤 운용회사의 Composite 수익률이 높으면, 동 운용회사의 운용능력이 뛰어나기 때문이라고 볼 수 있음
    - 그러나 운용회사의 운용능력이 뛰어나지 않더라도 운에 의해 일부 펀드의 운용성과가 높게 실현되면 Composite 수익률이

높아질 수 있음

- 또는 운용회사가 일부 펀드의 성과만을 우수하게 실현되도록 의도적으로 노력하는 경우에도 Composite 수익률이 높아질 수 있음

— 투자자 입장에서는 Composite 수익률이 높으면서 펀드 수익률 편차가 작은 운용회사를 선택하는 것이 바람직함

- 투자목적 및 운용전략이 동일한 모든 펀드들의 수익률이 균등하게 좋을 경우, 운용회사의 운용능력이 뛰어나다고 판단하여도 무방함

### III. GIPS 목적 및 기본 원칙

---

1. 성과보고표준 정의
2. GIPS의 주요 특징 및 내용
3. 성과보고표준 정립의 필요성



### III. GIPS 목적 및 기본 원칙

이 재 광, CFA  
산은자산운용 주식운용부

#### 1. 성과보고표준 정의

성과보고표준 (GIPS)\*은 미국에 본부를 둔 CFA협회에서 제정·보급한 기준으로, 자산운용사들이 투자 성과를 공시할 때 지켜야 할 최소한의 공시 윤리 기준을 명문화한 것임

\* GIPS: Global Investment Performance Standards

- 자산운용회사가 투자성과를 계산하고 투자자들에게 프레젠테이션을 하는데 있어서 지켜야 할 윤리기준
  - 미국을 비롯한 전 세계 27개국에 채택하고 있고, 선진 금융기관들이 대부분 채택하고 있는 국제적인 성과보고 표준 (Global Standards)
  - CFA협회가 국제적인 기준통일의 필요성을 인식하고, 수년간 세계의 Best Practice를 반영하여 제정하고 보급 증임
  
- GIPS는 투자성과의 완전한 공시(full disclosure)와 공정한 표현(fair representation)을 목적으로 함: PS Standards are ethical principles to achieve full disclosure and fair representation of investment performance - the Global Passport"

- 공시 기준을 통일함으로써 공시 내용에 대한 투자자들의 신뢰회복 및 투자자 보호와 함께 정보 비대칭으로 인해 발생할 수 있는 부정적 영향 최소화
  
- GIPS의 준수를 위한 회사(Firm)는 자산운용사, 계열사, 또는 운용부서 등으로 기존 혹은 잠재 고객에게 하나의 실체로 인정되어야 함
  - 운용하지 않는 수탁회사, 판매회사, 보관기관 및 평가회사 등은 GIPS의 준수주체가 될 수 없음
  
- 투자성과는 회사의 동일 운용전략을 가진 펀드들의 묶음인 컴퍼지트(Composite) 단위로 평가되고 프레젠테이션 : 개별 펀드에 대한 분석과 평가를 주업으로 하는 펀드평가사의 목표와는 구분
  
- 성과 평가 및 프레젠테이션 기준의 형성 과정
  - 미국 및 캐나다 지역: AIMR (CFA협회의 전신) Performance Presentation Standards (1987년, Financial Analysts Federation이 제정, 1993년부터 AIMR-PPS로 발효)
  - 유럽지역: Swiss Bankers Association의 Performance Presentation Standards (SBA-PPS)
  - 1995년, AIMR가 Global Subcommittee를 구성하여 성과기준의 국제적 통합을 준비
  - 1997년, AIMR-PPS와 SBA-PPS간의 규정을 통일하여 Dual Compliance가 발효

- 1999년, AIMR이 GIPS 규정을 발표, Investment Performance Council (IPC)을 구성, 본격적으로 전 세계 성과 평가 기준을 GIPS로 흡수 통합하여 보급하기 시작
- 2001년, AIMR-PPS를 GIPS 기준과 통일되도록 개정 (CVG: Country Version of GIPS)
- 2005년, 국제 통일기준으로의 GIPS 전면 개정 (2006년부터 시행)
- 2006년 1월 1일부터는 AIMR-PPS가 GIPS로 통합 발효됨에 따라, 미국 및 캐나다 지역 뿐 아니라 이전에 AIMR-PPS를 준수해 온 선진국 대부분의 금융기관들이 GIPS기준을 적용

## 2. GIPS의 주요 특징 및 내용

### 가. GIPS 체제의 주요 특징

- 기초 데이터 및 성과 계산 방식의 통일 (비교 가능성 확보)
  - 모든 자산은 시가평가 (이자소득은 발생주의 회계 처리, 배당소득도 배당락 일 인식 등)
  - 성과는 총 수익(Total Return)으로 계산 (실현 및 미 실현 손익포함)
  - 수익률은 운용역이 통제 불가능한 현금 유출입 효과를 제거하기 위하여 시간가중수익률을 사용하고 기간수익률은 기하적으로 복리계산하며, 1년 미만 수익률은 연 환산 금지
  - 계산에 반영한 현금흐름(Cash Flow)의 계산 기간, 기초 자산 비중 가중, 수수료 포함 여부 등 계산 방식 공시 및 일관성 유지 의무

- Fair Presentation 및 Full Disclosure를 위한 각 종 공시 정보 규정
  - 회사의 정의, Composite List 및 Description, 자산의 평가방식 (Real Estate 및 Private Equity), Composite 및 해당 Benchmark 수익률 및 계산방식 등 투자자들의 투자의사 결정을 위한 객관적 정보 제공의무부여
  
- GIPS는 지속적으로 진화하는 기준
  - 전 세계 성과 공시 기준을 점검하고 Best Practice를 반영, 주요 원칙을 기준화하는 작업이 진행 중임
  - 기준의 추가 (Real Estate, Private Equity), GIPS Executive Committee의 각 종 주제별 가이드라인 및 해석 등을 통한 전 세계 통일안을 향한 지속적인 노력

### 1) 업계 내의 자율기준(Self-regulation)

- GIPS의 경우 자율 규제 성격의 락을 락며, GIPS 도입을 강제할 장치는 없음
  - GIPS의 채택 여부는 전적으로 회사에 달려 있음
  - 다만 GIPS 준수를 고의로 허위 주장하는 경우에는 외국의 경우 처벌 가능
  
- 윤리기준 (Ethical Standards)
  - 회사의 운용성과를 공정하게 보고(Fair Presentation)하고, 완전하게 공시(Full Disclosure)하는 것을 목적으로 하는 윤리기준
  - 회사가 채택여부를 선택하는 자율기준

- GIPS기준은 운용회사의 회사(Firm) 단위로만 적용
  - 실제 운용을 하지 않는 회사는 대상이 아님
  - 회사는 최소 5년 이상 (또는 회사 설립 또는 Composite 구성 이후) GIPS의 모든 필수 요건을 충족하여야 함
  
- 또한 국내 법령과 GIPS 간의 충돌 시 전적으로 국내 법령에 우선권이 있음(공시 과정에서 이러한 사항을 투자자들에게 설명해야 할 의무 존재)\*
  - \* GIPS는 법적 구속력을 가지지 않는 자율 규제임

## 2) 개별 펀드를 넘어선 회사 운용 능력의 전반적 평가

- 컴퍼지트 개념의 도입은 회사의 전반적 운용능력에 대한 객관적 평가를 가능하게 함
  - 모든 운용펀드는 최소한 한 개의 컴퍼지트에는 귀속되어야하므로 저수익 펀드의 고의 누락 가능성(Cherry Picking) 차단
  
- 컴퍼지트 설정 재량권은 전적으로 회사에 있으므로, 회사는 자사의 운용전략을 투자자에게 가장 효과적으로 설명할 수 있는 방법으로 컴퍼지트를 설정할 수 있음
  - 그러나 컴퍼지트 설정 기준을 공시하도록 하여 자의적 컴퍼지트 설정에 따른 부정적 영향을 막는 제어 장치 마련

- 또한 GIPS 도입을 위해서는 적어도 GIPS 기준을 준수하는 5년간의 데이터 축적 필요, 이 외에도 총 10년간의 성과 관련 자료 축적을 명문화하여 장기적인 관점에서의 회사 실적 평가 가능

### 3) 수익률 계산방식의 단일화를 통한 직접적 성과 비교 가능

- 자산 평가방식의 통일은 GIPS 도입 주요 목적 중 하나임
  - 모든 자산의 시가평가 및 총 수익률 사용, 외부 현금 유출입 효과로 인한 혼란을 최소화하기 위해 시간가중 수익률(time-weighted rate of return) 사용 의무화
  - 2010년부터는 대규모의 현금 유출입 시 포트폴리오 재평가를 의무화하여 정확도를 극대화할 계획
- 다른 상품에 비해 시가에 의거한 객관적인 자산 평가가 어려운 부동산 관련 자산 및 사모 주식의 경우 특별 조항을 삽입하여 별도의 가이드라인 마련

### 4) 공시 내용 관련 혼란 최소화

- 벤치마크 설정 및 수익률 공시 관련 기준 마련, '모의 성과(model performance)'의 공시 금지 및 설정 1년 미만 펀드의 수익률 연 환산 금지 명문화 등 공시 내용의 신뢰도를 저해하는 부분에 관한 가이드라인 제시

## 나. GIPS의 주요내용

### 1) GIPS 규정

- GIPS 본문은 총 8장으로 나뉘어져 있으며, 각 장마다 GIPS 기준 준수시 반드시 지켜야 할 필수사항(requirement)과 권고사항(recommendation)으로 나뉘어져 있음

### 2) 준수 기초사항

- GIPS 준수주체는 회사이며, 회사의 모든 자산은 시가(market value)로 계산
  - 장부가(book value)로 계산되는 펀드에 대한 GIPS 예외 조항 여부 논의 중임
- GIPS를 준수하고 있음(claim of compliance)을 주장하기 위해서 회사는 모든 필수사항을 지켜야 하며, 권고사항 역시 최선을 다하여 지키도록 노력해야 함

### 3) 기초 데이터(Input Data)

- 운용사의 성과 보고를 위해 요구되는 계산에 필요한 모든 데이터와 정보는 확보 유지되어야 함

- 포트폴리오의 가치 평가는 반드시 시가(market values)(원가나 장부가가 아닌)에 기초해야 함
- 2001.1.1 이전 기간에는 포트폴리오는 최소 분기별로 평가되어야 하며, 2001.1.1 ~ 2010.1.1 기간에는 최소 월별로 평가되어야 함  
2010.1.1 이후에는 대규모 외부 현금흐름이 발생한 일자로 포트폴리오를 평가해야 함
- 2010.1.1 이후 운용사는 매월 말, 혹은 매월 마지막 영업일 기준으로 포트폴리오의 가치를 평가해야 함
- 거래일 기준 회계처리 방법(trade date accounting) 및 발생주의 회계 원칙(accrual accounting)\* 사용
  - \* 발생주의 회계원칙: 거래 시 바로 회계 처리되지 않으며 계약이 법적 효력을 가질 때 비로소 처리됨

#### 4) 수익률 계산

- 수익률 계산 시 총수익(실현 손익 및 미실현 손익을 모두 포함) 개념이 사용되어야 함
- 외부 현금 흐름에 대한 조정이 이루어지는 시간가 중 수익률(time-weighted rate of return)\* 을 사용하여야 하며, 기간별 수익률은 반드시 기하적으로 연결되어야 함

- 포트폴리오내의 현금 및 등가물에서 나온 수익은 총수익 계산에 반드시 포함되어야 하며,
- 모든 수익률은 기간 중 발생한 거래비용을 차감한 후에 계산되어야 함
- 2006.1.1 이후 기간에 대하여 운용사는 최소 분기별로 개별 포트폴리오의 자산 가치로 가중한 컴퍼지트 수익률을 계산하여야하며, 2010.1.1 이후에는 컴퍼지트 수익률을 최소 월별로 계산하여야 함

**5) 컴퍼지트(composite)의 정의**

- 컴퍼지트는 GIPS 도입의 가장 핵심적인 요소로서, 개별 펀드가 아닌 회사 운용전략 전반의 평가를 가능하게 함

◆ **컴퍼지트(composite)란?**

- 자산운용사 내 유사한 투자목적과 전략하에 운용되는 모든 포트폴리오를 묶은 하나의 평가단위
- 컴퍼지트 설정의 재량권은 전적으로 회사에 있으며, 회사는 자산운용 전략을 자체적으로 분류, 동 기준에 따라 컴퍼지트 설정  
예: 국내 대형 가치주 컴퍼지트
- 자산운용사가 운용하는 모든 펀드는 적어도 한 컴퍼지트에는 포함되어야 하며, 소속 내역은 고객 요청 시 제공해야 함
- 신규 포트폴리오는 최대한 빨리 해당 컴퍼지트에 귀속되어야 하며,
- 운용 중단된 포트폴리오의 경우에도 그 포트폴리오가 운용중이었던 마지막 전체 측정기간까지 적절한 컴퍼지트의 과거 손익 계산에 포함되어야 함
- 컴퍼지트 단위 투자성과 공시를 통하여 회사의 운용능력을 프레젠테이션 하는 데 주안
  - 컴퍼지트의 분류 및 구성 절차에 대한 명확한 정책 수립과 일관된 적용 및 이에 대한 공시를 요구 (회사의 자율성)
  - 컴퍼지트에는 회사가 실제 운용 중이고, 수수료를 받으며 운용 재량권을 가지는 모든 포트폴리오를 포함할 의무가 있음
  - 최소 분기별 시간가중수익률 계산, 포트폴리오의 Dispersion 측정치, Benchmark 수익률 및 설명 등 프레젠테이션에 포함되어야 할 정보를 규정

6) 공시 및 성과 보고

- 공시 내용만으로도 운용 성과 및 주변 상황에 대한 종합적이고 객관적인 평가를 내릴 수 있어야 함
  - 따라서 수수료 포함/미포함 여부, 조세 관련 정보, 역내 법령과 GIPS와의 상충 부분에 관한 설명 등이 필수 공시 사항에 포함됨
  
- 컴퍼지트 별 성과 보고 시 최소 5년간의 성과와 해당 기간 중 연도 별 연 수익률이 포함되어야 함
  - 이 외에도 회사 전체 자산에서 컴퍼지트의 비중, 해당 포트폴리오의 수익률 분산도 등이 필수 포함 사항으로 지정
  
- 수익률 비교 대상이 되는 벤치마크 역시 필수 포함 사항임
  - 벤치마크 미 제공시 회사는 그 이유를 고객에게 설명해야 할 의무 존재

7) 특별 기준 및 기타 가이드라인

- 부동산 관련 자산(real estate)에 관한 특별기준 마련
  - 최소 1년에 한 번 자산 평가, 3년에 한 번은 외부기관에 자산 평가 의뢰 의무화
  
- 사모 주식(private equity)에 대해서도 특별기준 마련

- 이 외에도 협회 측에서는 준수 회원사들에게 독립적 제3자를 통한 준수 여부 검증(Verification)을 받을 것을 강하게 권고하고 있으며, 검증은 주로 감사 혹은 회계 법인이 맡음
  - 검증 완료시 이 사실을 성과 보고에 포함할 수 있음
  
- 투자성과 광고에 대해서도 별도의 가이드라인을 마련
  - 국제적 “best practice”로 자리 잡는 데 그 목적이 있음
  - 국내 기존 법령의 취약점 보완에 목적이 있으며, 기준 상충 시 국내 법령을 우선적으로 따름

## 다. GIPS 체계의 국제적 구조

### 1) GIPS 관리 감독 체계

- GIPS 기준 관련 결정 및 집행권은 GIPS 이사회(GIPS Executive Committee)에 있으며, 이는 CFA협회 이사회의 책임 하에 있음
  
- GIPS 이사회 구성은 각국 스폰서\* 대표 4명과 업계 내 대표 4명 등 총 9명으로 이루어짐
  - \* 스폰서(country sponsor): CFA협회와 각국 시장 간의 매개체 역할을 하는 각국 내 GIPS 관리 및 홍보 기관
  
- 그 밖에도 이사회 하에 각국 스폰서의 모임인 GIPS Council과 지역

소위원회(regional subcommittee) 등을 마련하여 각국 대표들의 의견 반영

— 각국 스폰서들의 비중이 커지고 있는 추세

## 2) 국가별 스폰서(country sponsor)

○ GIPS의 국제적 측면을 감안했을 때 각 시장마다 발생할 수 있는 지역적 문제의 원활한 해결은 매우 중요함

— 이에 CFA협회에서는 각 국가별 스폰서 제도를 마련하여 GIPS 도입 및 관리의 연결 고리 역할을 하도록 함

— 현재 CFA한국 협회는 한국의 country sponsor를 신청해 놓은 상태임

○ 스폰서들은 역내 투자자들과 CFA협회 및 세계 각국과의 연결 고리 역할을 하며, 내부적으로는 기준 준수 관리 역할 및 시장 내 규제 기관이 GIPS를 이해할 수 있도록 홍보

— 또한 GIPS Council 등에 참여하여 기준의 발전에 기여

○ 외국의 경우 자국 내 CFA협회 내지 기타 증권업 협회, 자산운용협회나 기관 투자가 협회 등이 스폰서로 활동 중임

### 3. 성과보고표준 정립의 필요성

- 다양한 성과평가 및 프레젠테이션 관행에 따른 GIPS 기준의 필요성 증대
  - 1980년 후반, CFA협회의 전신인 Financial Analysts Federation(FAF) 보고서  
“자산운용사들이 각자 자신들의 기준을 적용하였고 그 기준은 다양하고 공정하지 않았으며, 많은 경우 명백히 무책임하고 부정직했다”
  
- 시장과 자산운용산업의 세계화 추세
  
- 성과측정과 성과보고가 국가별로 큰 차이가 존재
  - 동일한 기준 하에 산출된 성과를 바탕으로 성과 비교할 필요성 증가
  
- 투자자 입장에서는 정보가 완전하고 공정하게 보고되는 지에 대한 확신이 필요함
  
- 회사도 자사의 수익률이 공정하게 비교되는 지에 대한 확신이 필요

<표 III-1> GIPS 의 특징

선진국의 기존 관행	GIPS기준
가장 성과가 좋은 펀드만 골라 프레젠테이션- 회사의 운용능력에 대한 평가 곤란	모든 펀드를 운용전략에 따라 Composite 으로 구성하고 Composite 단위로 프레젠테이션
자의적인 자산 평가	시가 평가 의무화
다양한 수익률 계산 방식 (1년 미만의 성과를 연 환산 - 잔여 기간에 대한 운용 성과 불확실하여 오해 소지)	시간가중 Total Return을 고지하고 계산 방식 통일 (1년 미만의 성과는 연 환산 금지)
성과가 가장 좋은 기간을 골라서 프레젠테이션	최소 5년 이상 또는 설립 이후 전체 기간에 대한 수익률 공시
모의투자 성과를 실제 운용성과와 구분 없이 사용	Composite 수익률에는 실제 운용된 성과만 사용 - 모의 성과는 Supplemental Information 으로 공시
유리한 벤치마크 사용	일관된 원칙을 적용하여 지속 공시
유리한 특정 운용전략 또는 스타일만 프레젠테이션	회사의 모든 펀드를 Composite으로 구성하여 공시
그래픽 디자인 등 마케팅 능력을 반영하여 투자자들을 현혹하는 프레젠테이션	그래픽 디자인 등은 객관적으로 윤리 기준에 맞도록 작성
국가 또는 지역마다 상이한 제도 및 다양한 프레젠테이션으로 투자가 이해 어려움	국가 간 지역 간 통일된 기준을 통하여 국제적 통용성 확대

○ 투자가 입장

- 신뢰할 수 있는 투자정보의 확보: 투자판단을 위한 올바른 정보 제공
- 특히 연기금 등은 선관주의 의무(Fiduciary Duty)를 완수하기 위해서도 객관적, 신뢰할 수 있는 투자 성과 정보가 필요

- 위탁운용의 규모가 지속적으로 확대됨에 따라 위탁운용사의 선정 및 사후 관리의 중요성이 점차 커지고 있음
  - GIPS는 운용사의 성과를 가장 적절하게 평가할 수 있는 기초를 제공함
- 투자성과가 비교 가능하게 됨으로써 투자의사결정에 도움 (운용사 선택, 상품의 선택 등)
  - 다양한 컴퍼지트를 활용하면 위탁운용의 스타일 개발에 도움이 될 것으로 예상 됨

○ 자산운용기관 입장

- 투자가 신뢰 확보 (기관투자가 유치를 위한 경쟁력 선점)
- 국제 시장에서의 경쟁력 확보 - Global Passport
- 도입을 통한 회사의 관리 능력 향상 (회계 처리, 전산, 리스크관리 및 Compliance 등 전반적인 관리 능력 향상)
- 투자의사결정과정에 대한 양질의 정보를 확보함으로써 경영의사 결정에 기여

○ 정부 및 산업 입장

- 산업의 건전성 제고를 통한 투자가 신뢰 확보: 금융산업의 토대 강화
- 산업 내 투명성 제고를 통한 자본시장의 건전성 강화
- 선진 해외 금융기관의 진입 장벽을 제거함으로써 국제화 촉진(동북아 금융허브의 기반 구축)

— 투자가의 금융상품에 대한 이해 향상 (투자자 교육)

○ 감독 규제기관 입장

— 건전한 자율기준의 도입을 통한 감독 규제 강화

— 올바른 성과평가 및 공시 기준을 제시함으로써 금융관행 건전화

— 감독 규제의 선진화



## IV. GIPS와 현행 기준의 비교

---

1. 국내외 펀드성과 표준 현황
2. 벤치마크 설정 및 활용, 성과 평가
3. 공시 및 보고서 작성 기준
4. AI투자 성과 공시
5. GIPS 광고 기준 및 국내펀드 실적광고



## IV. GIPS와 현행 기준의 비교

### 1. 국내외 펀드성과 표준 현황

정 승 혜, CFA

피델리티자산운용 마케팅팀

#### 가. 펀드 유형 구분

##### ○ 유형 구분의 의의

— 투자자 또는 이해관계자에게 실질적이고 유용한 정보를 주고, 각 펀드의 운용실적이 공정하게 공시되어 적절한 평가를 받을 수 있도록 함

- 이를 위해서는 펀드의 투자목적, 성격 및 실제 편입비 등에 따라 펀드유형분류를 하도록 유사한 성격을 가진 펀드 집단 (동종 집단, Peer Group)을 만드는 것이 선행되어야 함

##### ○ 유형 분류의 기준

— 일반적으로 펀드 유형을 분류할 때 사용하는 기준과 분류 예는 다음과 같음. (더 세부적인 유형 구분이 가능하나, 이해를 돕기 위해 간단하게 설명한 것임)

- 자산 종류에 따라: 주식형, 채권형

- 자산 비중에 따라: 순수 주식형, 순수 채권형, 주식과 채권의 혼합형
- 전략에 따라: 액티브 운용, 인덱스 또는 passive 운용
- 스타일에 따라: 주식형의 경우로 가치형(value style), 성장형(growth style), 혼합형(balanced style)
- 시가 총액에 따라: 주식형의 경우로 대형주, 중형주, 소형주
- 신용등급에 따라: 채권형의 경우로 국공채형, 회사채형
- 목표 듀레이션에 따라: 채권형의 경우로 장기, 중기, 단기형

— 유형 분류를 위한 가장 적절한 잣대는 벤치마크 (benchmark, BM)임

- 벤치마크를 보면 펀드의 모든 속성을 한번에 파악할 수 있어 위에서 설명한 다양한 분류 기준을 한번에 나타낼 수 있음
- 공인된 기관의 지수(인덱스, Index), 여러 가지 지수를 합성한 합성 지수를 벤치마크로 사용할 수 있음

#### ○ 벤치마크 사용 현황

— 벤치마크가 가진 유용성에도 불구하고 현재 업계에서는 벤치마크를 유형분류의 기준으로 사용하기가 어려운 현실임

- 투자설명서 및 운용보고서에 BM을 기재\*하도록 되어있으나 여러 가지 이유\*\*로 BM을 공시하지 않거나 펀드의 성과만을 공시하는 경우가 많음

① \*투자설명서의 경우에는 연도별 수익률 추이와 연평균 수익률 추이 작성 시 투자신탁의 수익률과 함께 벤치마크 수익률을 산출방법과 함께 도표와 그래프로 표시하고, 자산

운용보고서는 기간별 운용성과 기재 시 벤치마크수익률을 그래프로 표시하도록 규정

- ② **\*\*In-House Index** 적용 시 해당 BM의 계산방법이 복잡하거나, 펀드에 적용할 수 있는 마땅한 BM을 찾지 못한 경우 등

○ 벤치마크를 공시하는 데 대한 운용사들의 반응

— 펀드 설정 시 투자설명서에 BM을 기재하는 것에 대하여 운용사의 상품담당자를 대상으로 설문 실시한 결과 대부분 부정적인 입장을 취하고 있음

— 펀드 설정시 BM 의무 기재에 대한 운용사 설문 결과

- 펀드 설정시 BM을 기재할 수 없는 이유<sup>1)</sup>

- ① 현실적으로 BM을 공시할 수 없는 펀드가 존재: 절대수익추구 펀드, 매칭펀드, 공모주펀드, ELF, 해외투자펀드, FoFs, 자사주펀드, 시스템펀드, 파생상품펀드, MMF 등은 상품구조상 BM을 기재하기 어려움

- ② 오류 발생 가능성: 채권형·혼합형의 채권부문 BM은 공인된 기관의 것이 아닌 채권평가사 등에서 산출하는 것이므로 BM산출에 오류가 발생할 가능성이 있음

○ 현행 분류 체계에 대한 현황 및 문제점

— 평가사 또는 언론사가 펀드를 주식형 · 주식혼합형 · 채권혼합형 · 채권형 등 대분류 기준으로만 수익률 비교공시를 하여,

- Grouping이 너무 광범위하기 때문에 운용사 입장에서는 자신

---

1) 2006.8.17. 자산운용협회 회원지원부 참조

의 펀드가 동일 유형의 타 펀드와 공정하게 평가되지 않고, 투자자는 펀드 가입 시 필요한 세부 정보를 충분히 제공받기 어려움

— 또한, 현행 분류기준 자체도 다음과 같은 개선 필요성이 있음

- 채권형 펀드는 편입채권의 만기와 무관하게 환매수수료 부과기간을 기준으로 장·단기를 구분하고 있어, 채권시가평가제 도입 이후 투자자들이 부담하는 채권가격변동 위험을 반영치 않음
  - 혼합주식형의 주식편입비율이 주식형보다 높을 수 있어\* 펀드의 주가변동위험에 대한 투자자의 혼란 가능성
- \* 최소주식편입비율 60% 이상인 펀드를 주식형으로, 최대주식편입비율이 50% 이상인 것을 혼합주식형펀드로 분류

○ 개선 방향

— 업계 관행 개선

- 투자설명서 또는 운용보고서에 BM을 공개하도록 업계 관행을 바꿔나가도록 함. BM을 공개하지 않고 만든 유형분류방법은 항상 차선택이 될 수밖에 없고, 따라서 적절한 평가 또한 기대할 수 없음

— BM 개발

- BM을 공개하고 싶어도 마땅한 BM이 없다는 것 또한 걸림돌이 됨. 따라서 BM을 개발하기 위해 증권거래소 등 관련 기관과 긴밀한 협조체제를 마련하는 것이 급선무

나. 국내 평가사 유형 분류 현황

○ 제로인 (ZEROIN)

- 제로인은 약관상 편입 자산 및 비중에 따르는 것을 원칙으로 함
- 유형분류 전체

<표 IV-1> 유형분류(전체)

분류1	분류2	분류3
주식일반	성장, 안정성장, 안정	
주식특수	코스닥, 인덱스, 시장중립, 보험, 공모주, 후순위채, 하이일드, 채권알파 등	
국제주식	일반	일반, FoFs(일반, gpt지)
시가채권	단기채권, 중기채권, 장기채권	단기국고채(3개월, 6개월), 중기국공채, 장기국공채 단기공사채(3개월, 6개월), 중기공사채, 장기공사채
국제채권	일반	일반, FoFs
MMF	신종, 클린	
대체투자	부동산	PF (프로젝트 파이낸싱)
		임대형
		개발형
	실물자산	
ELS		

— 유형분류 - 주식형

- 주식 일반형: 적극적 종목선택을 통해 종합주가지수(KOSPI) 초과수익을 목표로 운용되는 펀드
- 주식 특수형: 주식에 투자하되 주식일반유형이 아닌 펀드

<표 IV-2> 유형분류(주식형)

분류1,2	분류3	설 명
주식일반형	성장형	약관상 주식투자 편입비중 상한이 70% 초과
	안성형	약관상 주식투자 상한이 41~70%
	안정형	약관상 주식투자 상한이 40% 이하, 10% 초과
주식특수형	코스닥	코스닥 및 비등록 주식 투자상한이 50% 이상인 펀드
	인덱스	인덱스(KOSPI, KOSPI200 등) 또는 이를 초과하는 수익률 추구 펀드
	시장중립	시장 방향성에 상관없이 차익거래 등을 통해 절대 수익을 추구하는 펀드
	하이일드	BB+(투기등급)이하에 일정비율 이상을 투자하고 공모주 배정 혜택이 있는 기존의 하이일드 펀드와 뉴 하이일드 펀드, 고수익 펀드, 고수익고위험펀드
	후순위	후순위채에 일정비율 이상을 투자하고 공모주 우선 배정 혜택이 있는 펀드
	공모주	주로 채권에 투자하되 공모주, 실권주 등 발행시장 주식에만 투자하는 펀드
	보험형	주식등 위험자산에 투자하지만 원금의 일정수준을 유지하도록 설계된 펀드
	섹터형	특정업종에 집중투자하는 펀드

— 유형분류 - 시가채권형

- 시가채권형: 주식에 전혀 투자할 수 없으면서 편입채권 등을 시가로 평가하는 펀드

**<표 IV-3> 유형분류(시가채권형)**

분류기준	유형	설명
투자기간	단기	환매수수료 부과기간이 6개월(180일) 미만인 펀드
	중기	환매수수료 부과기간이 6개월~1년(365일) 미만인 펀드
	장기	환매수수료 부과기간이 1년(365일) 이상인 펀드
투자대상	공사채	공사채투자대상 채권에 특별한 제한이 없는 펀드
	국공채	국공채에만 투자할 수 있는 펀드

— 유형분류 - MMF

- 채권형 펀드 중 운용방법운용대상 등이 별도로 정해진 초단기 장부가 펀드

**<표 IV-4> 유형분류(MMF)**

분류기준	유형	설명
투자기간	신종 MMF	환매수수료가 없고 당일환매가 가능한 MMF
	클린 MMF	환매수수료 부과기간이 1개월 미만인 MMF

— 유형분류 - 대체투자형

- 대체투자형: 공개시장을 통하지 않고 협상을 통해 유가증권 또는 실물자산 등에 투자하여 수익을 추구하는 운용방식

<표 IV-5> 유형분류(대체투자형)

유형		설명
부동산	PF형	부동산 프로젝트 파이낸싱에 투자하는 펀드
	임대형	부동산 임대사업에 투자하는 펀드
	개발형	부동산 개발사업에 투자하는 펀드
실물자산		특별자산 펀드중 부동산 프로젝트 파이낸싱이 아닌 펀드
ELS		지수와 연동된 파생상품에 투자하는 것을 주수익으로 하는 펀드

— 유형분류 - 국제형

- 국제주식형: 국제주식 또는 펀드에 투자하는 펀드
- 국제채권형: 국제채권 또는 펀드에 투자하는 펀드

<표 IV-6> 유형분류(국제형)

분류1	분류3	설명
국제주식형	일반	국제주식에 투자하는 펀드
	FoFs-일반	국제주식형 펀드에 투자하는 재간접펀드
	FoFs-헤지	국제헤지펀드에 투자하는 재간접펀드
국제채권형	일반	국제채권에 투자하는 펀드
	FoFS	국제채권형 펀드에 투자하는 재간접펀드

— 유형별 BM

<표 IV-7> 유형별 BM

분류1	분류2	분류3	Benchmark
주식	일반	성장	$KOSPI200*(주편*0.9)+CD*(1-주편*0.9)$
		안정성장	$KOSPI200*(주편*0.9)+CD*(1-주편*0.9)$
		안정	$KOSPI200*(주편*0.9)+CD*(1-주편*0.9)$
주식	특수형	코스닥	$코스닥*코편*0.7+KOSPI200*(주편*0.9-코편*0.7)+CD*(1-주편*0.9)$
		인덱스	KOSPI200
		시장중립	CD
		후순위	단기지수(KIS)
		하이일드	단기지수(KIS)
		보험	단기지수(KIS)
		공모주	단기지수(KIS)
		고수익	단기지수(KIS)
		섹터	단기지수(KIS)

자료: 제로인

○ 모닝스타 코리아 (Morningstar Korea)

— 유형 분류기준

- 실제 편입비 기준(실제 운용상의 특징에 의한 분류)
- 주식형, 혼합형, 채권형 대상으로 평가 실시
- 3개월미만 펀드는 미분류

<표 IV-8> 모닝스타코리아 유형분류

펀드 유형	분류 기준
주식형	평가대상기간 중 주식 평균 편입비 70% 이상
혼합형	평가대상기간 중 주식 평균편입비가 0% 초과 70%미만
채권형	평가대상기간 중 주식 편입비 0%, 채권과 유동성만으로 운용

— 유형 분류표

<표 IV-9> 유형분류표

대분류	소분류	대분류	소분류
주식형	소형-가치형	혼합형	혼합형-주식고
	소형-혼합형		혼합형-주식중
	소형-성장형		혼합형-주식저
	중형-가치형	Specialty	MMF
	중형-혼합형		하이일드
	중형-성장형		국공채전용
	대형-가치형		비과세고수익
	대형-혼합형		전환형
	대형-성장형		지수연계형
채권형	저등급-단기		원금보존형
	저등급-중기		차익거래형
	저등급-장기		목표달성형
	중등급-단기	상장지수펀드 (ETF)	
	중등급-중기	자사주	
	중등급-장기	장외주식	
	고등급-단기	ELS	
	고등급-중기		
	고등급-장기		

- Specialty 분류: 펀드 유형 분류와 별개로 특수한 운용방식이나 운용대상을 가진 펀드

&lt;표 IV-10&gt; Specialty 분류

Specialty	펀드 특성
MMF	펀드 유형상 MMF
하이일드	펀드 유형상 하이일드& CBO 펀드
국공채전용	채권형 펀드중 국공채에만 주로 투자하는 펀드
전환형	주식형으로 운용하다가, 일정 수익 또는 손해에 이르면 채권형으로 전환되는 펀드
비과세고수익	투기채의 투자 비중이 높으며 공모주투자 혜택이 주어지는 비과세고수익고위험펀드
원금보존형	원금보존을 목적으로 하는 펀드
차익거래형	차익거래 이용 Call이나 CD금리등 유동성금리 이상을 목표로 하는 펀드
목표달성형	목표달성시 해지되는 Spot 등의 펀드
지수연계형	KOSPI 등 BM 지수를 추종하도록 설계된 펀드
자사주	기업의 주가 관리를 위해 설정된 자사주 펀드
장외주식	상장,등록 되지 않는 장외주식에 투자하는 펀드
ELS	ELS를 편입하는 추가연계형 펀드
상장지수펀드	상장지수 펀드 ETF

• 주식형, 채권형펀드의 유형 분류

- ① 펀드 유형상 주식형, 채권형펀드 중 위의 Specialty로 분류되지 않은 순수 주식형 및 채권형펀드에 대한 분류
- ② 모닝스타의 스타일박스로 대표되는 스타일분류에 따름

<표 IV-11> 주식형, 채권형펀드의 유형 분류

구분	주식형	채권형																		
세로축	시가총액 :대형주/중형주 /소형주	신용등급 : 고등급 /중등급/ 저등급																		
가로축	가치평가지표 : 가치형/혼합형 /성장형	잔존만기 : 단기채 /중기채/ 장기채																		
스타일 박스	<table border="1"> <tr> <td>대형주 가치형</td> <td>대형주 혼합형</td> <td>대형주 성장형</td> </tr> <tr> <td>중형주 가치형</td> <td>중형주 혼합형</td> <td>중형주 성장형</td> </tr> <tr> <td>소형주 가치형</td> <td>소형주 혼합형</td> <td>소형주 성장형</td> </tr> </table>	대형주 가치형	대형주 혼합형	대형주 성장형	중형주 가치형	중형주 혼합형	중형주 성장형	소형주 가치형	소형주 혼합형	소형주 성장형	<table border="1"> <tr> <td>고등급 단기채</td> <td>고등급 중기채</td> <td>고등급 장기채</td> </tr> <tr> <td>중등급 단기채</td> <td>중등급 중기채</td> <td>중등급 장기채</td> </tr> <tr> <td>저등급 단기채</td> <td>저등급 중기채</td> <td>저등급 장기채</td> </tr> </table>	고등급 단기채	고등급 중기채	고등급 장기채	중등급 단기채	중등급 중기채	중등급 장기채	저등급 단기채	저등급 중기채	저등급 장기채
대형주 가치형	대형주 혼합형	대형주 성장형																		
중형주 가치형	중형주 혼합형	중형주 성장형																		
소형주 가치형	소형주 혼합형	소형주 성장형																		
고등급 단기채	고등급 중기채	고등급 장기채																		
중등급 단기채	중등급 중기채	중등급 장기채																		
저등급 단기채	저등급 중기채	저등급 장기채																		

• 주식형 펀드 스타일 분류방법: 상장 주식에 대한 스타일을 분류 후 이를 기반으로 펀드 스타일 분류

① 개별주식 스타일 분류

\* 시가총액기준 유형구분: 대형(상위 5%), 중형(15%), 소형 (나머지 80%)

\* PER(주가/순이익 배율)와 PBR(주가/순자산 배율)에 의한 분류

② 펀드 스타일 분류

\* 규모(대형/ 중형/소형): 세로축

\* 가격배율(가치 /혼합/성장): 가로축

• 채권형 펀드 스타일 분류방법

① 신용등급 (Quality) 세로축: 고등급, 중등급, 저등급

② 만기 (Maturity) 가로축:

\* Bond effective Maturity: 만기일까지 남은 일수/365

\* 펀드 Average Effective Maturity: 펀드 내 각 채권의 Effective Maturity를 전체 채권 중 비율로 가중하여 가중평균 계산

단기: Average Effective Maturity<1

중기: 1<Average Effective Maturity<2

장기: 2<Average Effective Maturity-규모(대형/중형/소형)  
: 세로축

• 혼합형 펀드 스타일 분류방법

① 자산배분의 범위에 따른 분류

② 펀드 간의 주식의 편입 정도에 따라 평가가 좌우되는 경향을 보완

<표 IV-12> 혼합형펀드 스타일 분류기준

Category	분류 기준
혼합형-주식고	실제 주식의 편입비가 30% 를 초과하고 70% 미만인 펀드
혼합형-주식중	실제 주식의 편입비가 10% 를 초과하고 30% 이하인 펀드
혼합형-주식저	실제 주식의 편입비가 10% 이하인 펀드

— 평가 대상 간접투자기구

• 평가대상 기준

- ① 위 유형 분류기준에 의한 주식형, 혼합형, 채권형 수익증권 및 뮤추얼펀드 등 간접투자기구와 이에 운용하는 투자자의 계좌 등에 대하여 평가 실시
- ② MMF는 펀드규모, 설정기간에 관계없이 평가 가능
- ③ 기타 평가결과에 왜곡을 초래할 수 있는 부적절 펀드의 평가 제외

• 평가 부적절 펀드

- ① 자사주 펀드 , 사모펀드, OEM 펀드 등
  - \* 매니저의 재량에 의한 정상적인 운용이 어려운 펀드
- ② 대우채 관련펀드 , SK글로벌 관련펀드 등
  - \* 대우채의 경우 일괄적으로 평가에서 제외
- ③ SK글로벌채의 편입으로 인해 정상적인 기준가가 산출되지 않는 펀드
- ④ 장부가 평가 펀드

- ⑤ 적극적 포트폴리오 운용이 어려운 소규모 펀드
  - \* 주식형/혼합형: 설정후 1년미만이며 평가기간 중 평균설정고 100억 미만 또는 말잔 기준 10억 미만
  - \* 채권형: 설정후 1년미만이며 평가기간 중 평균설정고 200억 미만
- ⑥ 기타 평가에 부적절한 사유가 있는 간접투자기구

<표 IV-13> 분류제외펀드(미분류) 및 평가제외펀드(Specialty) 현황

협회 기준분류	분류제외펀드(미분류)	평가제외펀드(Specialty)
1차분류	과생상품투자, 부동산투자, 실물투자, 재간접투자, 변액보험, 특별자산(투자신탁 및 투자회사)	단기금융투자(MMF) (투자신탁 및 투자회사)
2차분류	해외투자, 국내외혼합(공모 및 사모)	국내투자(사모)
3차 분류	국외판매, 국내외혼합	-
4차분류	-	모신탁(투자신탁 및 투자회사)
10차분류	재형저축, 보장형, 원금보장형, 목표달성형, 전환형, 특정회사투자형(자사주펀드), 공사채형중 전환사채 편입형, 전환사채형, system운용형, Venturecapital, 구조조정기금, M&A, 기금풀(주간), ETF, 카드채, 간접투자(국내/국외/혼합)	인덱스형, 장외주식형, 하이일드, CBO, 비과세고수익, 차익거래형, 비과세고수익고위험, 원금보존추구형, ELS투자펀드
11차분류	이자소득추구형: 채권형장부가추가/단위(단기, 중기, 장기) 국제형: 주식/혼합 및 채권(국제증권, 해외투자증권, 혼합증권) 과생상품투자/부동산투자/실물투자/재간접투자/변액보험/특별자산: 추가, 단위	이자소득추구형: 단기금융투자(MMF) 성장추구형: CBO, High-Yield 추가, 단위

자료: 모닝스타 코리아

## 다. 해외 평가사 및 국가별 유형 분류 현황

### ○ 모닝스타 (Morningstar)

- 미국의 모닝스타는 운용내역을 근거로 스타일 분류에 의한 펀드 유형분류가 가장 큰 특징이라 할 수 있음. 대부분의 펀드에 대해 스타일 분석을 수행하기는 하나 스타일 분석값에 의한 유형분류는 전통적인 주식펀드와 채권펀드에만 적용됨. 특정 업종 투자펀드, 주식 및 기타 자산을 혼합하여 투자하고 있는 펀드, 특수 채권에 투자하는 펀드 등은 스타일 분류에 의한 유형분류를 적용하지 않음

<표 IV-14> MORNINGSTAR의 주요 유형표

Domestic Equity	International Equity	Bond Fund(Taxable)	Munis Fund
Large Value	Foreign Large Value	Long Govt	Muni National Long
Large Blend	Foreign Large Blend	Intermediate Govt	Muni National Interm
Large Growth	Foreign Large Growth	Short Govt	Muni National Short
Mid-cap Value	Foreign Mid Value	L-T Bond	High Yield Muni
Mid-cap Blend	Foreign Mid Blend	S-T Bond	Muni Single State Long
Mid-cap Growth	Foreign Mid Growth	Ultra Short Bond	Muni Single State Mid
Small Value	Foreign Sm Value	Bank Loan	Muni Single State Short
Small Blend	Foreign Sm Blend	Stable Value	Muni California Long
Small Growth	Foreign Sm Growth	High Yield Bond	Muni California Interm/Sh
Specialty-Natural Res	World Stock	Multisector Bond	Muni Florida
Specialty-Technology	Europe Stock	World Bond	Muni Massachusetts
Specialty-Utilities	Diversified Pacific/Asia	Emerging Markets Bond	Muni Minnesota
Specialty-Health	Pacific ex Japan stock		Muni New Jersey
Specialty-Financial	Japan stock		Muni New York Long
Specialty-Real Estate	Latin Amerca Stock		Muni New York Interm/Sh
Specialty-Communicatons	Diversified Emg Mkts		Muni Ohio
Specialty-Precious Metals	World Allocation		Muni Pennsylvania
Specialty-Convertible			
Conservative Allocation			
Moderate Allocation			
Bear Market			

자료: 자산운용협회

○ Lipper<sup>2)</sup>

— Lipper의 국제 펀드 분류 기준은 투자지역 및 투자자산 구분에 포커스를 두고 있으며 투자전략 및 스타일은 그 기준으로 적용하고 있지 않음. 이러한 분류 작업을 위해 사용되는 근거 자료로는 투자설명서 및 투자안내서 상의 펀드 투자목적, Fund Fact sheet, 연간 또는 반기 펀드 보고서 등이 사용되고 있음. 주요 분류 체계는 다음과 같음

— 자산 유형(Asset type)에 따른 분류

• 자산 유형: 주요 투자 대상에 따라

- ① Equity: investing in Stock markets
- ② Bond: investing in Fixed Income markets with an average maturity of > 1 year
- ③ Money: Market investing in Fixed Income markets with an average residual life to maturity of < 12 months
- ④ Real Estate: investing in Real Estate and land property (not in Real Estate equities)
- ⑤ Mixed Assets: Strategic mix of variable income and fixed income securities

— 자산 유형(Asset type)에 따른 분류

• 자산 유형: 주요 투자 대상에 따라

- ① Equity: investing in Stock markets
- ② Bond: investing in Fixed Income markets with an average maturity of > 1 year

---

2) Lipper(<http://www.lipperweb.com>)

(Lipper의 경우 지면상 세부 유형은 주식형에 대한 것만 소개함. 자세한 것은 <http://www.lipperweb.com> 에서 Lipper Global Classification 참조)

- ③ Money: Market investing in Fixed Income markets with an average residual life to maturity of < 12 months
  - ④ Real Estate: investing in Real Estate and land property (not in Real Estate equities)
  - ⑤ Mixed Assets: Strategic mix of variable income and fixed income securities.
  - ⑥ Others: Warrants, Guaranteed, Protected, etc. Hedge Funds (non-traditional or alternative investments), in many legislations referred to as funds with special/particular risk
- 중점 지역 (Geographical Focus)에 따른 유형

- GeoFocus for Equity funds
- GeoFocus for Real Estate funds
- GeoFocus for Bond funds
- GeoFocus for Money Market funds
- GeoFocus for Mixed Asset funds
- GeoFocus for for Other funds

— 주식형

- 국가 / 지역에 따른 분류
  - ① 지역 (Region)에 따른 분류
    - Equity Asia Pacific
    - Equity Asia Pacific ex Japan
    - Equity Australasia1
    - Equity Emerging Mkts Europe
    - Equity Emerging Mkts Far East
    - Equity Emerging Mkts Global

Equity Emerging Mkts Latin Am  
Equity Emerging Mkts Other  
Equity Europe  
Equity Europe ex UK  
Equity EuroZone  
Equity Global  
Equity Global (High UK)  
Equity Global ex Japan  
Equity Global ex UK  
Equity Global ex USA  
Equity Global Income  
Equity Greater China  
Equity Indian Sub Continent  
Equity Malaysia/Singapore  
Equity Nordic  
Equity North America  
Equity Other  
Equity Belgium  
Equity Brazil  
Equity Canada  
Equity China  
Equity France  
Equity Germany  
Equity Hong Kong  
Equity India  
Equity Indonesia  
Equity Italy

Equity Japan  
Equity Korea  
Equity Malaysia  
Equity Netherlands  
Equity Philippines  
Equity Portugal  
Equity Russia  
Equity Singapore  
Equity Spain  
Equity Sweden  
Equity Switzerland  
Equity Taiwan  
Equity Thailand  
Equity UK  
Equity UK Income

② 국가 (Country)에 따른 분류

Equity Austria

③ 시가 총액 (Market cap)에 따른 분류

Large Cap, Small & Mid Cap

지역 (Region)에 따라;

Equity Asia Pacific Sm&Mid Cap

Equity Europe Sm&Mid Cap

Equity EuroZone Sm&Mid Cap

Equity Global Sm&Mid Cap

Equity Global ex US Sm&Mid Cap

Equity Nth America Sm&Mid Cap

국가 (Country)에 따라;

Equity France Sm&Mid Cap  
Equity Germany Sm&Mid Cap  
Equity Italy Sm&Mid Cap  
Equity Japan Sm&Mid Cap  
Equity Malaysia Sm&Mid Cap  
Equity Switzerland Sm&Mid Cap  
Equity Taiwan Sm&Mid Cap  
Equity UK Sm&Mid Cap

④ 산업 (Industry)에 따른 분류

Banks and Other Financials  
Basic Industries  
Biotechnology  
Cyclical Consumer Goods  
Cyclical Services  
General Industrials  
Gold & Precious Metals  
Information Technology  
Natural Resources  
Non-Cyclical Consumer Goods & Services  
Pharma & Health Care  
Real Estate Holding Europe  
Real Estate Holding Global  
Real Estate Holding Japan  
Real Estate Holding North America  
Real Estate Holding Other  
Technology, Media and Telecommunication Services  
Telecommunication Services  
Utilities

## 라. 국내외 비교

### ○ 국내외 비교

- 국내의 경우 운용사 및 판매사는 간접자산운용업법에 의한 분류체계를 기본적으로 적용하고 있으며 엄밀한 평가를 위한 평가사의 유형은 널리 인지되고 있지 못함. 특히 판매사의 경우 협회 분류체계를 그대로 준용하고 있으며 이와는 별도로 투자목적, 투자기간, 투자성향 별로 상품 찾기 분류를 별도로 운용하고 있음
- 평가사의 유형 또한 현재까지는 여러 가지 분류과정에서의 제약 조건에 따라 그다지 엄밀한 유형으로 인정받기는 어려움

<표 IV-15> 국내외 평가사간 유형 비교표

구분	KFR	제로인	MSK	Morning Star (미국)
유형수	13개주요유형	12개 주요유형	6개 유형	4개구분 64개 유형
분류체계	-대중소 단계 -복수유형	-대중소 구분	-2단계	-2단계
분류방법	약관(협회분류 코드,공문) +실제자산 편입비중	협회분류코드 +실제자산 편입비중	협회분류코드 +실제자산 편입비중	과거(3년)보유 내역자료 (주식70%,채권80%)
주식형 (주유형)	주식고편입 자산배분성장 주식혼합 주식저편입 후순위채 하이일드	일반성장 일반안정성장 일반안정 인덱스 코스닥 후순위채 하이일드 시장중립	주식형 혼합형 -주식고 -주식중 -주식저 하이일드	Large value Large Bland Large Growth Mid-Cap Value Mid-Cap Blend Mid-Cap Growth Small Value Small Blend Small Growth
채권형 (주유형)	채권펀드	채권전체	채권형	Long Government Intermediate Government Short Government Long-Term Bond Intermediate-Term Bond Short-Term Bond Ultrashort Bond
MMF (주유형)	MMF	MMF		
기타		부동산 실물자산 ELS		

자료: 자산운용협회

## 2. 벤치마크 설정 및 활용, 성과 평가

금 승 원, CFA

굿엔리치자산운용 마케팅본부

### 가. 벤치마크란?

#### 1) 벤치마크의 필요성

- 펀드, 콤포지트, 펀드매니저 또는 자산운용사의 성과평가를 단순한 절대수익률 만으로 하기에는 부족함이 있음
- 성과평가는 절대적이지 않고 상대적이기 때문임
- 예를 들어, 어떠한 펀드가 7%의 수익률을 기록하였을 경우, 시장이 15% 하락하였다면 이 펀드는 특출난 성과를 올렸다고 평가 받을 것이며 반대로, 시장이 같은 시기에 25% 상승하였다면, 이 펀드 수익률은 실망적인 것일 것임
- 이러한 이유로, 의미 있는 성과평가는 펀드 수익률이 상대적으로 비교될 수 있는 적절한 벤치마크의 선정에서 시작한다고 할 수 있음

#### 2) 벤치마크의 선정

- 포트폴리오의 수익률은 다음의 세가지 요소에 의해 결정됨

- 시장수익률
- 포트폴리오 스타일에 의한 수익률 (벤치마크 수익률과 시장수익률의 차이)
- 포트폴리오 자체관리에 의한 수익률 (포트폴리오 수익률과 벤치마크수익률의 차이)

○ 스타일에 의한 수익률

포트폴리오가 대형주, 중소형주, 성장주 또는 가치주등 포트폴리오 형성의 특색을 지닐 경우, 이러한 특색에 의한 수익률은 반드시 시장 수익률과는 차이를 보이며 이것을 스타일에 의한 수익률이라 칭함

○ 매니저에 의한 수익률

같은 스타일의 포트폴리오들이라 하더라도, 매매 시기, 대상선정 등 개별 포트폴리오의 관리방법에 따라 수익률은 차이를 보이며 이것이 펀드 매니저의 차이에 의한 수익률이라 할 수 있음

○ 어떠한 포트폴리오의 수익률이 이렇게 3대 요소에 의해 정의됨으로, 포트폴리오 스타일을 정의하여 주는 벤치마크를 선정하는 것이 적절한 성과평가에 있어서 중요한 요소임

○ KOSPI지수 또는 KOSDAQ지수 등 시장 전체를 나타내는 지수를 벤치마크로 사용하는 경우를 많이 접하게 되는데, 어떠한 포트폴리오든지 간에 투자스타일을 가진다는 것을 감안하면, 시장전체인 지수를

벤치마크로 사용하게 되면, 개별 포트폴리오들 간의 스타일 차이를 전면 부인하게 되어 올바른 성과평가가 이루어지기 힘들

- 많은 펀드 및 펀드매니저들이 특성 있는 스타일을 가지고 펀드를 운용하는 현재의 시장상황에 따라, 시장수익률인 지수가 아니라 그 스타일을 반영하는 좀 더 세분화된 벤치마크가 선정되어야 함

### 3) 벤치마크의 요건

- 벤치마크는 투자자에게는 동일리스크하의 기회비용이 무엇인지를 나타내 주는 투자관리 기준이 될 수 있으므로 아래의 요건들이 충족되어야 함
  - 명확성: 벤치마크를 구성하는 유가증권의 명칭과 가중치가 명확히 기술되어야 함
  - 투자 가능성: 적극적인 투자전략을 취하지 않더라도 벤치마크와 유사한 포트폴리오를 구성할 수 있어야 함
  - 측정 가능성: 벤치마크의 수익률을 적절한 주기로 측정할 수 있어야 함
  - 벤치마크의 스타일은 펀드 매니저의 투자스타일과 일치하여야 함
  - 시장전망 반영: 벤치마크는 시장에 대한 전망을 반영하여야 함
  - 투자 시작 전 설정: 벤치마크는 투자 시작 전에 미리 구성되어야 함

#### 4) 벤치마크의 종류

- 벤치마크는 펀드매니저와 투자자간의 보이지 않는 합의를 형성하는 것이라고 볼 수 있음. 투자자는 펀드매니저가 벤치마크와 유사한 스타일의 투자를 행할 것을 기대하며, 추후 해당 펀드매니저의 성과를 측정하는데 기준잣대로서 벤치마크를 사용 할 수 있음
  
- 펀드매니저와 투자자간의 합의로 비춰지는 벤치마크에는 크게 7가지 종류가 존재함
  - 절대수익률
    - 일정한 수익률 수치 이상을 목표로 하는 벤치마크
    - 투자가능성이 있어야 한다는 벤치마크의 기본 요건에 위배
  - Manager Universes
    - 펀드 또는 펀드매니저들 그룹의 평균치를 목표로 하는 벤치마크
    - 측정가능성을 제외하고는 벤치마크 기본요건 모든 점에 위배
  - 시장지수
    - 주가지수, 채권지수 등 전체 시장 지수를 벤치마크로 사용
    - 인지도가 높고, 객관적이며 쉽게 접할 수 있다는 장점이 있어, 통용되는 모든 유가증권을 대상으로 하는 펀드의 벤치마크로는 적합할 수 있으나, 특정 스타일의 유가증권만을 대상으로 하는 펀드의 벤치마크로는 적합하지 않음
  - 스타일지수
    - 대형성장주지수, 대형가치주지수, 소형성장주지수, 소형가치주

지수 등등 시장전체를 세분화한 지수를 벤치마크로 사용

- 벤치마크로 이러한 스타일지수를 사용하기 전에 지수별 구성 요소 등을 잘 검토하여 해당 펀드와의 유사점을 검증해야 함

— Factor-Model-Based

- 여러 가지의 Systematic Risk의 수익률과 해당 펀드와의 상관관계를 역사적 수익률을 통해 계산하여 내어 이를 벤치마크로 사용

— Return-Based

- 해당 펀드매니저의 과거 수익률과 해당펀드 스타일의 과거 수익률의 상관관계를 계산하여 이를 벤치마크로 사용

— Custom Security Based

- 심층 있는 투자분석을 통하여 선정된 투자대상 증권을 정의하여 벤치마크로 사용
- 해당 펀드의 스타일을 가장 잘 나타낸다고 할 수 있으나, 생성하고 유지하는데 엄청난 비용이 들고, 시장지수와는 달리 객관성이 떨어진다는 단점이 있음

## 나. 국내 벤치마크 현황

### 1) 국내 시행세칙

- 기준 수익률은 대상기간별 간접 투자기구별로 분류하여 운용 수익률과 대응 비교할 수 있도록 동일하게 금융감독원에서 산출

- 기준기간은 산정대상기간초일의 직전일(직전일이 공휴일인 경우는 그 전일)로부터 평가기간 말일의 직전일(직전일이 공휴일인 경우는 그 전일)까지의 기간으로 함
  
- 현행 간접투자기구별 벤치마크<sup>3)</sup>
  - 채권형 간접투자기구
    - 장기형: 기준기간동안 3년만기 회사채의 일별 수익률(증권업협회가 발표하는 신용등급 'A'인 회사채의 수익률)의 평균
    - 중기형: (장기형 기준 수익률 + 단기형 기준 수익률)/2
    - 단기형: 기준기간 동안 CP의 일별 수익률(증권업협회가 발표하는 신용등급 'A1'인 평균기업어음의 수익률)의 평균
  - 주식형: KOSPI
  - 혼합형 간접투자기구: 약관(정관)상 최대주식비율에 따라 유형별로 다음의 산식에 의해 기준 수익률을 산정함
    - 산식=약관상 최대 주식비중 × 기준기간의 KOSPI 상승률 + (1-약관상 최대 주식비중) × 기준기간의 CP일별수익률 평균
  - 단기금융: 콜금리평균
  - 대상기간 1년 미만의 유형별 간접투자기구 기준 수익률은 연 수익률로 환산함. 단 주식형 간접투자기구는 산정대상기간이 1년 미만일지라도 기준수익률을 연 수익률로 환산하지 않음

---

3) 간접투자자산 운용업 감독규정. 시행세칙 참조

## 2) 국내 거래소 지수 현황

현재 국내 거래소에서 발표하는 시장 지수이며, 벤치마크로 사용 가능함

### ○ KRX 계열

#### — KRX 100

- 유가증권시장과 코스닥시장을 아우르는 한국을 대표한 100종목으로 구성되어 있음

#### — 섹터지수 (5개)

- 한국을 대표하는 산업 중 일부를 대상으로 하는 지수로서 ETF 등의 추적 대상지수에 활용됨

### ○ KOSPI 계열

#### — KOSPI 지수

- 유가증권시장 내 주식시장에 상장된 모든 종목을 대상으로 산출하고 있음

#### — KOSPI 200

- 유가증권시장을 대표하는 200종목을 대상으로 하며, 선물·옵션 및 ETF 등 다수에서 활용되고 있음

#### — KOSPI 100

- KOSPI 200 구성종목 중 시가총액 상위 100종목을 대상으로 함

#### — KOSPI 50

- KOSPI 200 구성종목 중 시가총액 상위 50종목을 대상으로 함

— KOSPI IT

- 유가증권시장 상장법인 중 정보통신산업(컴퓨터 및 사무용 기기 제조업, 절연선 및 케이블 제조업, 전자부품·영상·음향 및 통신장비 제조업, 통신업, 정보처리 및 기타 컴퓨터운용 관련업)에 속한 종목을 대상으로 하며, 시가총액 상위 20종목을 대상으로 함

— 산업별지수 (21개)

- 유가증권시장 상장법인을 대상으로 산업별로 구분하여 산출하고 있으며, 음식료품, 섬유 의복, 종이목재, 화학, 의약품, 비금속, 철강금속, 기계, 전기전자, 의료정밀, 운수장비, 유통업, 전기가스업, 건설업, 운수창고, 통신업, 금융업, 은행, 증권, 보험, 서비스업 등으로 구분하여 산출·발표되고 있음

— 제조업지수

- 유가증권시장 상장법인 중 제조업에 속한 종목을 대상으로 하고 있음

— 시가총액규모별지수 (3개)

- 시가총액 규모별로 구분하여, 대형주(100종목), 중형주(200종목), 소형주(잔여)를 산출하고 있음

○ KOSDAQ 계열

— KOSDAQ 지수

- 코스닥시장에 상장된 모든 종목을 대상으로 산출하고 있음

— 스타 지수

- 코스닥시장을 대표하는 30종목을 대상으로 하며, 선물 및 ETF 등에서 활용되고 있음

— KOSDAQ 50

- 코스닥상장법인 중 요건 미충족(관리종목 등) 종목을 제외한 시가총액 상위 50종목을 대상으로 함

— KOSDAQ IT 50

- 코스닥 IT기업 중 요건 미충족(관리종목 등) 종목을 제외한 시가총액 상위 50종목을 대상으로 함

— 벤처 지수

- 코스닥시장 벤처기업부에 소속된 모든 종목을 대상으로 산출하고 있음

— IT 벤처 지수

- 코스닥시장 IT기업 중 소속부가 벤처인 기업을 대상으로 산출하고 있음

— 산업별 지수 (34개)

- IT업종과 일반업종으로 이원화되어 있으며, 제조(음식료·담배, 섬유·의류, 종이·목재, 출판·매체복제, 화학, 제약, 비금속, 금속, 기계·장비, 일반전기전자, 의료·정밀기기, 운송장비·부품, 기타제조), 건설, 유통, 운송, 금융, 오락·문화, 기타서비스, 통신방송서비스(통신서비스, 방송서비스), IT S/W & SVC(인터넷, 디지털 콘텐츠, 소프트웨어, 컴퓨터서비스), IT H/W(통신장비, 정보기기, 반도체, IT부품) 및 코스닥 IT 등으로 구분하여 산출·발표되고 있음

76      간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구

— 시가총액규모별지수 (3개)

- 시가총액 규모별로 구분하여, 코스닥 100(100종목), 코스닥 Mid 300(300종목), 코스닥 Small(잔여)을 산출하고 있음

○ 특수지수계열

— KODI

- 유가증권시장 상장종목 중에서 배당성향, 배당수익률 등 배당 실적이 우수한 50종목을 대상으로 하고 있음

— KOGI

- 유가증권시장 상장종목 중에서 기업지배구조가 우수한 50종목을 대상으로 하고 있음

**3) 거래소 지수를 추적하는 ETF**

현재 지수추구형 ETF이며, 지수에 투자가능성을 부여한 상품으로 벤치마크로 사용가능함

&lt;표 IV-16&gt; 거래소 지수 ETF

종목명	NAV	주가지수	대상주가지수	운용회사
KOSEFIT	8,674.64	866.94	KRX IT	우리크레디트스위스자산
TIGER은행	11,724.88	1,148.29	KRX Banks	미래에셋맵스자산
KODEXKRX100	3,108.18	3,044.28	KRX100	삼성투신
KOSEF200	19,216.71	188.63	KOSPI200	우리크레디트스위스자산
TIGER반도체	10,330.35	1,028.15	KRX Semicon	미래에셋맵스자산
KODEX은행	11,735.89	1,148.29	KRX Banks	삼성투신
KOSEFBanks	11,708.50	1,148.29	KRX Banks	우리크레디트스위스자산
KODEX반도체	10,327.32	1,028.15	KRX Semicon	삼성투신
KODEX자동차	7,366.93	733.95	KRX Autos	삼성투신
TIGERKRX100	30,991.67	3,044.28	KRX100	미래에셋맵스자산
KODEX200	19,424.47	188.63	KOSPI200	삼성투신
KODEX스타	1,337.45		KOSDAQ스타지수	KODEX스타

자료: 한국선물증권거래소 사이트 (<http://www.krx.co.kr>)

#### 4) 국내 자산운용사의 벤치마크 활용, 성과평가의 예

##### ○ 자산운용사 #1

###### — 주식형 펀드

- 주식 성장형 펀드의 경우, 제로인의 유형별 비교평가와 Manager Universe를 사용하여 평가함
- 그 외에 SRI형, 배당형, 시스템형 등의 스타일 펀드가 존재하며 제로인의 평가시스템을 인용하여 성과 측정함

###### — 채권혼합형 펀드

- 채권부분 운용에는 performance 측정이 없으며, 주식부분만 측정함
- 예금펀드
  - 벤치마크를 두고 있지 않음
- 채권형 펀드
  - 노동부나 정통부 등 집행기관에서 Manager Universe로 순위를 측정하여 자산을 배분함
- 회사채 펀드
  - Manager Universe로 측정
- AI 펀드
  - 일반적으로 해외 재간접 펀드로서, 해외 Index가 발달되어 이를 기준으로 측정함
- 벤치마크/성과측정에 대한 의견
  - 매니저의 성과측정은 정량적인 측면을 80%로 보고 정성적인 측면을 20%로 봄
  - 벤치마크에 의해 평가되는 것은 정량적인 측면의 20%로서 manager universe에 의한 평가가 벤치마크대비 평가보다 비중이 훨씬 크다고 볼 수 있음
  - 국민연금 등에서 아웃소싱을 하게 되면 매니저들 간에 누구와 경쟁하고 있는지 파악이 되므로 당연한 결과임. 게다가 마케팅 담당자나 자산운용사의 임원조차 이중 잣대를 매니저에게 요구. 예를 들면, 벤치마크 대비 초과수익률을 강조함과 동시에 다른 매니저들과 비교를 함으로서 상대적으로 벤치마크 대비 초과 수익률의 중요성을 약하게 함

- 배당형펀드 운영하면서도 투자제안서나 운용보고서에 벤치마크를 KOSPI와 비교하는 경우도 비일비재한데 그 이유는 배당지수가 존재하지 않기 때문이 아니라 고객이 인정해주지 않기 때문

○ 자산운용사 #2

- 주식형 펀드 성장형, 가치형, 배당형 SRI형이 존재하며 KOSPI 200지수를 약관의 최대 주식비중으로 weighed해서 벤치마크로 활용
- 올해 성과평가는 주식형 펀드의 경우 95%의 KOSPI 200 수익률을 적용해서 매니저를 평가 했음. 일반적인 시장에서의 컨센서스와 같은 벤치마크를 사용하는 것이 합리적이라고 생각함
- 해외주식형 - Customize된 벤치마크를 이용
- 벤치마크/성과측정에 대한 의견
  - 고객들의 요구가 아직은 벤치마크에 대한 인식기준이 없이 이루어짐. 기관고객 조차 KOSPI 수익률을 이겨달라는 요구를 함. 결국 고객의 요구에 의해 벤치마크가 정해져야 한다는 것이 중론임
  - 벤치마크로서의 다양한 Index가 나오지 않은 이유는 KODI KRX 등의 지수를 만들고 Index 시도를 했을 때 거기에 따르는 선물을 만들어서 헤지를 해야 하는데 시장 참여자의 부채로 유동성이 따라주지 않음
  - 결국 한정적인 투자전략으로 인해 유동성이 따르지 않는 Index의 유용성이 사라져 닭과 달걀의 역사가 지속됨. 그 이유로는 시장에서 스타일이 구분되기 시작한 역사가 짧고, 1년짜리 주식형펀드구조에서 탈피한지도 얼마 되지 않음

- 거래소와 자산운용사의 전문성 부족과 업무 협조체계의 미흡으로 Index시장의 발전에 장애가 됨. 하지만, 미국의 경우도 30-40년 걸렸으며, 현재 우리나라 시장의 투자자는 국가에 대한 지수에 관심을 갖는 단계이므로 멀지 않은 시기에 sector에 대한 수요가 생길 것임. 그러기 위해서는 정보의 수요자를 빨리 교육시키는 것도 방법임. 영국도 전문적인 국제적 기준에 맞는 상세한 보고서를 만든 지가 3년 밖에 되지 않음. 왜냐하면, 영국 기관들의 수요가 생긴 지가 3년 정도 되었고, 기관의 수요가 생기기 시작하자 운용사들이 부응했음

○ 자산운용사 #3

— 주식형펀드

- 가치주 펀드와 Active Managed Fund가 있었는데 주식형 펀드의 대부분은 벤치마크로서 KOSPI를 사용하고 있음. 아직 KODI나 KOGI는 도입 이전임

— 주식 혼합형

- 주식 비중만큼 KOSPI를 쓰고 채권비중만큼 채권평가회사에서 발행하는 채권지수를 Duration에 맞춰서 이용

— 채권형 펀드

- 대부분 기관에서 아웃소싱 하는 것으로 기관이 정해주는 벤치마크를 사용

— 벤치마크/성과측정에 대한 의견

- 매니저 측정에는 벤치마크대비 수익률이 쓰이지 않고 정성적인 요소로서만 매니저 평가가 시행. 정성적인 요소라 하면 CEO와 본부장의 재량으로 매니저를 평가했다는 것을 뜻함

○ 자산운용사 #4

— 주식형 펀드

- $\alpha$ -VALUE FUND가 있고, 벤치마크는 KOSPI 200을 사용

— 채권형 펀드

- 단기채권형 펀드만 운영 하고 있으며, 국고채 수익률을 벤치마크로 사용

— 벤치마크/성과측정에 대한 의견

- 우리나라 주식형펀드의 벤치마크가 발달하지 않은 이유는 우리나라는 아직 INDEX의 인기가 없기 때문이라고 생각함
- 매니저측정은 정량적 80% 정성적 20%률이 사용되는데 정량적 측정에 벤치마크가 사용되지 않고, 회사 UNIVERSE 의 수익률 대비해서 평가함

○ 자산운용사 #5

— 주식형 펀드

- 가치소형 펀드운용중이며 벤치마크로는 국고채 수익률 X 2를 씀
- 아웃소싱을 하는 곳에서 벤치마크를 주고 그 벤치마크 대비 추가 수익률을 요구함

— 벤치마크/성과측정에 대한 의견

- 대부분 자금을 공급하는 쪽의 의견을 존중하는 편이며, 고객의 인정을 받을 수 없으므로 매니저가 customize된 벤치마크를 만들지 않음

○ 판매사 #1

- 현재 Client의 인지도가 많이 변해있는 상태임. 예전에는 절대수익률을 요구했지만 펀드상품시장이 발달한 지금은 고객들이 시장 대비 우수한 수익률을 요구하고 있음
- INDEX펀드도 발달하고 있으며 고객의 펀드에 대한 교육이 다른 나라보다 빠르게 진행되고 있다고 생각함. 미국의 경우 펀드마켓이 정착을 하는데 30년이 걸렸다면 우리나라는 10년 안에 정착할 수 있을 것이라고 예상함

5) 국내 펀드의 벤치마크 현황

자산운용보고서<sup>4)</sup>에 기재된 벤치마크 중심으로 기재

○ 미래에셋

- 미래에셋3억 만들기 배당주식투자신탁1호(CLASS-A)KODI
- 미래에셋 플래티늄 배당주식투자신탁1호(CLASS-A) KODI
- 미래에셋MIT주식투자신탁1호 KOSPI
- 미래에셋3억 만들기솔로몬주식투자신탁1호(C-A) KOSPI
- 미래에셋솔로몬가치주주식형투자신탁G1호(CLASS-A) KOSPI
- 미래에셋솔로몬플래너주식형투자신탁G1(CLASS-A) KOSPI
- 미래에셋솔로몬컨슈머주식형투자신탁G1(CLASS\_A) KOSPI

---

4) 자산운용협회 전자공시(<http://www.amak.or.kr>) 참조

- 미래에셋솔로몬중소형주식형투자신탁G1호CLASS-A KOSPI
- 미래에셋솔로몬성장주식투신1호 KOSPI
- 미래에셋인디펜던스주식형투자신탁G1(CLASS-A) KOSPI
- 미래에셋퇴직플랜주식형투자신탁1호 KOSPI
- 미래에셋3억만들기중소형주식투자신탁1호(CLASS-A) KOSPI
- 미래에셋3억만들기좋은기업주식투자신탁K-1호 KOGI
- 미래에셋인디펜던스주식형 KOSPI

○ 삼성투신운용

- 홈런왕하이테크 3-1 KOSPI 90% + CD 10%
- 홈런왕하이테크3-2 KOSPI 90% + CD 10%
- 드래곤승천3-24 KOSPI 90% + CD 5%
- 홈런왕하이테크06-1 KOSPI 90% + CD 10%
- 테크노칩중기II-1 KOSPI 90% + CD 10%
- 삼성장기증권투자B1호 KOSPI200 75% + CD 25%
- 삼성장기증권투자B3호 KOSPI 80% + CD 20%
- 에버그린75 KOSPI 75% + CD 25%
- 에버그린 KOSPI 95% + CD 5%
- 삼성인텍스프리미엄주식형 KOSPI200
- 삼성팀파워90주식형 KOSPI 95% + CD 5%
- 삼성중소형알짜주식형뮤추얼펀드 중소형알짜 75% + CD 25%

○ 신한 BNP 파riba

- 신한SafeSaving주식투자신탁제1호 KOSPI 95%+  
현금성지수 Call 5%
- 프레스티지가치주적립식주식투자신탁1호 None
- 신한미래설계적립식주식1호-모펀드 KOSPI 95%+  
현금성지수 Call 5%
- 프레스티지코리아테크적립식주식투자신탁제1호 전기전자  
업종지수
- 신한모델인덱스장기주식투자신탁제1호 KOSPI 95% +  
현금성지수Call 5%
- 프레스티지가치주주식투자신탁2호 None
- 신한포트폴리오플러스단기주식SH-1호 KOSPI 95% +  
현금성지수 Call 5%
- 프레스티지고배당주식투자신탁제1호 KODI 100%
- 프레스티지코리아테크주식투자신탁제2호 전기전자  
업종지수
- 프레스티지성장적립식주식투자신탁제1호 KOSPI 95% +  
현금성지수 Call 5%

○ PCA자산운용

- PCA베스트그로쓰주식A1 클래스A KOSPI

○ 프랭클린 템플턴 자산운용

- 템플턴 Growth 주식 2호 KOSPI
- 템플턴 Growth 주식 3호 KOSPI
- 템플턴 Growth 주식 4호 KOSPI
- 템플턴 골드 적립식 주식투자신탁 KOSPI
- 템플턴 그로스 6호 KOSPI
- 프랭클린템플턴 재팬주식형투자신탁-자(A) Topix
- 프랭클린템플턴 재팬주식형투자신탁-자(E) Topix
- Franklin Automatic Rebalancing 주식 KOSPI

○ 우리 CS 자산운용

- 주니어네이버적립 KOSPI90% + KBP 10%
- 프런티어장기배당주식1 KOSPI 60% +  
KBP통안채자수 30% +  
KBP 콜지수 10%
- 프런티어장기배당주식1 KODI 100%
- 프런티어배당인텍스플러스F-1 KODI 100%
- 우리퇴직연금주식DB자 B-1호 KOSPI 81% +  
KBP 종합채권지수 10% +  
KBP CALL지수 9%

○ 슈로더 자산운용

- 슈로더 코리아 주식 투자신탁 KOSPI

○ 랜드마크 자산운용

— 1억만들기주식2호(모)	KOSPI
— 1억만들기주식2호Class A	KOSPI
— 1억만들기주식2호Class I	KOSPI
— LM미래만들기주식근로자1호	KOSPI
— LM코아성장주주식1호	KOSPI
— LM매일매일부자주식1호	KOSPI200
— LM미래만들기퇴직플랜7-1호	KOSPI200
— LM미래만들기퇴직플랜7호	KOSPI200
— LM밸류인컴주식1호	KOSPI
— MS30 주식투자신탁	KOSPI
— LM연금우량주주식(모)	KOSPI
— LM Target주식1호	KOSPI
— LM미래만들기주식4호	KOSPI
— LM미래만들기주식5호	KOSPI
— LM미래만들기주식국민3호	KOSPI
— LM연금그로쓰주식(모)	KOSPI
— 1억만들기주식1호	KOSPI
— LM미래만들기주식6호	KOSPI200
— LM미래만들기주식일반2호	KOSPI200

○ 신영 투신운용

— 신영고배당주식A형	KOSPI 90% + CD금리 91물 10%
— 신영마라톤 주식A형	KOSPI 90% + CD금리 91물 10%
— 프라임배당주식	KOSPI 90% + CD금리 91물 10%
— 신영월드에이스주식A형	KOSPI 90% + CD금리 91물 10%
— 신영밸류고배당	KOSPI 90% + CD금리 91물 10%
— 한중일밸류주식	None

○ 마이다스 자산 운용

— 마이다스액티브주식형투자회사	KOSPI
— 백년대계적립식주식투자신탁	KOSPI 80%+CD 20%
— 마이다스 베스트트리오 주식투자신탁	KOSPI
— 마이다스코스닥스타인덱스투자회사	코스닥스타지수
— 마이다스블루칩배당주식형투자회사	KOSPI 75%+CD 25%
— 마이다스블루칩배당주식투자신탁제1호	KOSPI

6) 우리나라 벤치마크의 문제점

- 투자 성과를 평가하는 잣대로 시용될 수 있으므로 벤치마크는 투자 자산의 구성방법에 따라 달라져야 하나 위의 열거된 것과 같이 스타일이나 자산의 구성방법과 관련 없이 KOSPI를 벤치마크로 사용하는 경우가 빈번함

- 벤치마크를 KOSPI로 두고 소형 가치주 펀드를 운용한다면, 그 소형 가치주 펀드의 베타값이 1보다 클 경우 그 펀드는 시장 상승시 무조건 벤치마크대비 outperform하게 되고 시장이 빠지면 벤치마크 대비 underperform하게 되는 현상이 발생하여 매니저 평가를 정확하게 수행하기 어려움
  
- 벤치마크는 운용에 들어가기 전 펀드매니저와 투자자간의 계약을 통해 엄밀하게 정해져야 할 필요성이 있으나 투자설명서에 벤치마크를 표기 한다고 해도 펀드를 운용하는 도중에 매니저가 전략을 변경하는 경우도 비일비재하며 전략 변경에 따른 벤치마크 변경이 따르지 않음
  
- 외국의 경우 실제 운용내역을 기초로 한 유형분류가 이루어지고 있으나 펀드의 자산명세의 공시내역이 풍부하지 못한 현재의 한국적 투신업계 상황에서 펀드의 운용대상을 규정하고 있는 약관에 의한 유형분류를 기본원칙으로 하여 벤치마크를 정하므로 결국 혼합형의 주식비율이 운용 중에 주식형보다 높을 수 있어 펀드의 주가변동위험에 대한 투자자의 혼란 가능성이 있음
  
- 우리나라의 경우 유가증권 시장 및 코스닥 시장에서 제공하는 산업 분류는 두 시장을 통합하는 개념이 결여되어 있음. 통합스타일지수의 개발이 미약함. 게다가 인덱스 시장이 발달하지 않아서 스타일 펀드를 운용하고 성과 측정을 하는데 문제점이 있음
  
- 매니저들이 일부러 본인의 성과를 좋게 보이기 위해서 벤치마크를 이용하기도 함. 약관이나 투자설명서에 벤치마크가 들어가기는 하지

만 강제조항이 아니므로 벤치마크가 있음에도 기재하지 않는 경우도  
비일비재함

- 투자설명서나 운용보고서에 벤치마크를 반드시 공개하도록 업계관행을 바꿔 나가는 것이 시급하다는 것을 모든 시장 참여자가 인지하고 있는 사항이나 매니저들은 공개하고 싶어도 마땅한 벤치마크가 없다는 이유를 들어 부정적인 견해 피력
  
- 증권거래소 내 다양한 지수에 개발되었고, Fn Guide등에서 한국 실정에 적합한 다양한 스타일 지수를 개발하고 있음에도 불구하고 벤치마크가 활성화 되지 않는 것은
  - 증권거래소와 자산운용사의 긴밀한 협조체계의 부족
  - 투자자의 벤치마크에 대한 이해부족
  - 한국 펀드 시장의 짧은 역사
  - 운용전략별 공시에 대한 수요 역시 아직 미흡
  - 외국의 경우, 시장 규모가 방대하고 여러 방향으로 다변화 되어 있는데 반해 우리의 경우 단일 운용전략을 뒷받침 할 만큼 풀이 넓지 못하고 상장 종목 수도 한정되어 있어 시장이 협소함
  - 운용전략 역시 혼합형이 많으며 전술적인 운영전략변화도 잦아 포트폴리오 전략의 명확한 분류가 어려운 상태임

#### 다. GIPS기준에서의 벤치마크 관련 사항

- GIPS기준의 가장 근본은 입력되는 데이터의 정직성에 있음. 이와 같은 맥락으로 선정되는 벤치마크는 사후가 아닌 사전에 설정되어야 함
- 어떠한 인덱스의 세후 수익률을 벤치마크로 사용할 경우, 해당 세법의 속지국가를 반드시 명시하여야 함
- 해당 Composite와 벤치마크 간에 환율의 불일치가 일어난 경우, 이 불일치 상황을 설명하여야 함
- GIPS기준에 부합하는 보고서에는 해당 Composite의 투자 전략이나 위임사항이 잘 나타낼 수 있는 벤치마크의 수익률이 각 연도별로 반드시 표기되어야 함. 만약, 이러한 벤치마크가 보고서에서 누락된 경우, 보고서에는 벤치마크가 누락된 사유를 반드시 명기하여야 함. 또한, 해당 Composite의 보고기간 내에 벤치마크가 변경된 경우, 변경된 일자와 그 사유가 반드시 명기. 공인된 벤치마크가 사용되지 않았거나 여러가지 벤치마크를 혼합하여 새로운 벤치마크를 사용한 경우, 이 벤치마크의 생성 및 재구성 방법을 설명해야 함
- 보고기간중의 벤치마크 및 Composite의 누적수익률 표기는 권장 사항임
- 자산운용사는 컴퍼지트 및 벤치마크 수익률에 대해서 컴퍼지트의 차

원에서 베타 추적오차 수정튜레이션 정보비율 샤프비율 트레이너비율 신용등급 Var 변동성등과 같은 관련 위험 요인 측정치를 표시하는 것이 권장됨

- 해당기간이 12개월을 초과하는 경우, 연 수익률로 환산된 벤치마크 수익률을 표기하도록 권장
- Private Equity의 보고에서 벤치마크가 사용된 경우, 이 벤치마크의 계산방법을 반드시 표기하여야 함
- Private Equity의 보고에서 벤치마크가 표기된 경우, 해당 펀드의 투자전략을 나타낼 수 있는 벤치마크의 누적 연간 SI-IRR과 해당 펀드의 투자개시연도 (Vintage Year)가 반드시 표기되어야 함. 벤치마크가 표기되지 아니한 경우, 벤치마크가 표기되지 아니한 이유를 반드시 설명 하여야 함

#### 라. GIPS vs 한국펀드시장의 현황

- GIPS Standards는 자산운용사가 성과산출과 보고방식 및 정보공개양식을 일관성 있게 사용하도록 요구함
- 국내 규정의 시행세칙에는 고객에게 배포되는 투자설명서에 투자신탁의 연도별 수익률을 벤치마크와 함께 기재하도록 되어있으나 그 벤치마크의 적합성에 대해서는 관련 규정이 존재하지 않으며 업계의

자정노력부족으로 인해 투자자의 혼선을 초래 할 수 있음

- GIPS Standards는 입력자료의 동일성과 온전함은 매우 중요시 함. 입력자료의 정확성은 성과보고의 정확성 유지를 위한 핵심 요소임. 예를 들어 성과측정 벤치마크 및 컴퍼지트는 사후가 아닌 사전적 개념으로 구현 선택되어야 함
- 국내 관행에는 투자설명서에 벤치마크가 들어가기는 하지만 강제조항이 아니므로 벤치마크가 있음에도 기재하지 않는 경우도 비일비재 함. 운용과정에서 운용전략이 바뀌는 사례도 발생하여 벤치마크가 투자자와의 펀드 운용전략의 약속이라는 기능을 수행하지 못함
- GIPS Standards에서 컴퍼지트(통합포트폴리오)의 구성은 하나 혹은 그 이상의 포트폴리오들을 하나의 그룹으로 통합한 것으로 특정 투자목표 및 전략을 표방하는 펀드의 집합체임. 이 컴퍼지트의 실적은 이에 포함된 모든 펀드들의 성과에 대한 자산비중의 평균임. 자산비중에 따른 컴퍼지트의 수익률을 공시하는 것이 오랜 기간에 걸친 사업체들 간 실적의 공정한 보고 일관성 비교 가능성을 위해서 중요하다는 것이 GIPS의 가장 중요한 요소임
- 한국의 자산운용시장에는 아직 컴퍼지트의 개념이 미약한 상태임. 컴퍼지트의 한국적 의미인 유형분류는 펀드 평가사 또는 언론사가 펀드를 주식형 주식혼합형 채권혼합형 채권형 등 대분류 기준으로만 나누어 수익률을 공시함. 그리고 평가사들도 그 유형분류 기준이 서로 상이하며 펀드간 비교에 어려움이 존재. 유형분류를 벤치마크 기

준으로 삼을 수 있으나 시장에 적절한 벤치마크가 개발되지 않는다는 이유로 운용사들이 벤치마크를 공개하지 않는 경우가 많아서 어려움이 있음

- GIPS Standards에서는 컴퍼지트와 동일한 투자 전략을 반영하는 벤치마크에 대비한 총수익이 매년 표시되어야 함. 만약 표시된 벤치마크가 없다면 왜 벤치마크가 존재하지 않는지에 대한 이유를 설명해야 하고, 성과를 표시하는 양식에 그 컴퍼지트에 해당하는 벤치마크를 운용사가 변경한 경우에는 운용사는 그 날짜와 변경사유를 공시하여야 함. Customize된 벤치마크 혹은 다양한 자산군의 벤치마크의 조합이 사용된다면 반드시 벤치마크 설정일과 재조정 과정을 표시해야 함
- 한국의 자산운용사의 경우 콤포지트의 개념이 미약하며 현재는 정기 보고서에 간접투자기구유형별 운용수익률을 설정원본액으로 가중평균하여 산정하는 운용수익율 소계부분이 컴퍼지트의 개념과 가장 유사하나 각 자산운용사별 컴퍼지트의 실적 비교는 현실적으로 불가능한 상태. 현재 한국펀드평가회사에서 컴퍼지트 개념을 도입하여 모집단과 펀드와 비교를 시도하고 있음
- 벤치마크에 대한 중요도는 위에서 언급한바와 같이 시장의 수요가 미흡하고 자산운용사들의 자정노력이 부족한 상태임

## 마. 결론

- 벤치마크는 매니저에게는 펀드운용의 지침이나 제약조건이 될 수 있는 최소한의 기준치로 역할하며 투자자에게는 펀드의 위험수준을 가늠하게 하고 시장대비 수익률을 예측하게 하는 기준치로 역할
- 벤치마크는 해당 펀드 또는 펀드매니저의 실적의 우수성 여부를 판단하는 기준치로서의 역할도 하게 됨
- 적절하고 합당한 벤치마크의 선정은 펀드시장의 건전성과 성과평가에 있어서 가장 우선 되는 요소
- 유가증권시장에 투자자들의 투자성향에 맞추어진 좀 더 다양하고 세분화된 지수가 개발되어야 하는 필요성 뿐만 아니라, 선물시장등을 통하여 개발된 지수가 충분한 시장형성을 이루어 시장적 가치를 찾아 안정화되고 보편화 될 수 있는 시스템적이고 시장총체적인 관심이 필요
- 이러한 스타일 지수들이 다양하여 지는 펀드 유형들의 벤치마크로서 역할을 담당
- 다양한 지수의 존재 하에 다양한 벤치마크가 개발된다면 펀드 유형 분류에 큰 도움이 될 것임

- 우리나라도 작년부터 인덱스 수익률이 개별주식펀드 수익률보다 앞지르기 시작했고, 일반인들도 인덱스 펀드에 대한 관심이 커지고 상황
- 우선 인덱스 펀드의 판매가 활성화 된다면 여러 가지 스타일 펀드들이 생겨날 것이며, 스타일펀드를 운용하는 매니저를 평가하기 위한 벤치마크도 더불어 발달 할 것임
- 펀드운용적인 측면에서도 펀드설립 시에 펀드의 유형별로 투자자와 약속된 펀드의 운용형태가 매니저들의 윤리적인 잣대에 의해서 지켜져 나가야 함
- 운용형태가 변경될 경우, 그 사유 또한 투자자에게 설명되어져 새로운 합의가 있어야 할 것임
- 벤치마크 또한 변경된 운용형태에 맞추어 새롭게 정의되고 투자자 및 시장에 충분히 설명되고 공시되어야 할 것임
- 투명한 공시 실현을 강제화를 통하여 이루기 보다는, 투자대상 펀드를 찾는 투자자들의 성숙하고 전문화된 요구에 의하여 자산운용사들의 윤리적이고 자발적인 의지에 의하여 시장에서 이루어 지는 것이 바람직
- 자산운용사들이 해당 펀드의 운용방침을 사전에 공표하고 이에 부합하는 벤치마크를 사전에 선정 발표하는 관행을 정착시키고 투자자 또한 이를 존중하고 요구하는 성숙된 모습을 보여야 함

- GIPS 기준에서도 벤치마크는 반드시 표기되어야 할 뿐만 아니라, 벤치마크의 선정 및 변경 시에 상세 설명을 공시하도록 의무화
  
- 투자자와 자산운용사간의 투명하고 객관적인 가교역할을 하는 벤치마크의 정착은 투자자, 운영자, 평가자, 관계당국 등 자산운용업계 참여자 모두의 적극적인 관심과 끊임없는 노력에 의해서만이 가능

### 3. 공시 및 보고서 작성 기준

진 익, Ph.D./CFA

한국증권연구원

#### 가. GIPS 내용

- GIPS는 간접투자기구의 운용성과를 보다 철저하고 공정하게 공시하는 것을 제안하고 있는 만큼, 공시 내용 및 기준에 대하여 세부적으로 규정하고 있음
  - GIPS가 운용회사로 하여금 운용성과와 관련하여 공시하도록 규정하고 있는 사항은 다음과 같음
    - 공시 주체로서의 회사 정의, 개별 포트폴리오 수익률 및 벤치마크 수익률 산정 방식, 수수료 관련 사항, Composite 구성 및 수익률 산정 방식 등임
  - 또한 GIPS는 운용회사로 하여금 표준적인 양식에 따라 운용성과 보고서를 작성하도록 규정하고 있음
    - 보고서의 양식은 주로 Composite 수익률 및 벤치마크 수익률 표시와 관련되어 있으며, 특정 조건이 충족되는 경우 과거 성과를 연결하여 표시할 수 있도록 허용하고 있음
- GIPS가 규정하고 있는 공시 사항의 개괄적인 내용은 다음과 같음
  - 회사 관련

- 회사 정의 (Ⅱ.4.A.1)
- Sub-advisor 활용 시, 여부 및 기간 (Ⅱ.4.A.18)
- 성과 관련 주요 사건 (Ⅱ.4.A.19)
- 회사 정의 변경 시, 일자 및 사유 (Ⅱ.4.A.21)
- 자회사인 경우, 다른 자회사 목록 (Ⅱ.4.B.1)
- 외부 증명을 받을 경우, 그 기간 (Ⅱ.4.B.3)

— 포트폴리오 및 벤치마크 수익률 계산 관련

- 성과 표시 통화 (Ⅱ.4.A.4)
- 과세 기준 (Ⅱ.4.A.7)
- 환율 관련 비일관성 (Ⅱ.4.A.8)
- 투자자 요구 시, 추가적 정보 제공 가능 (Ⅱ.4.A.17)
- 수익률 계산 시점이 월말이 아닌 경우, 그 시점 (Ⅱ.4.A.25)
- 계산 방법 및 성과 평가자 관련 변화 (Ⅱ.4.B.2)

— 수수료 관련

- 수수료 체계 (Ⅱ.4.A.12)
- 종합 수수료인 경우, 적용 자산 비중 (Ⅱ.4.A.13)
- 종합 수수료인 경우, 수수료 종류 (Ⅱ.4.A.14)
- 수수료 차감 전 수익률 표시의 경우, 거래비용 이외에 다른 수수료를 차감했는지 여부 (Ⅱ.4.A.15)
- 수수료 차감 후 수익률 표시의 경우, 거래비용과 운용수수료 이외에 다른 수수료를 차감했는지 여부(Ⅱ.4.A.16)

— Composite 관련

- 투자자 요구 시, Composite 목록 및 정의 제공 (II.4.A.2)
- 최소 자산규모 설정 시, 변경 내용 (II.4.A.3)
- Carve-out 시, 현금 배분 방침 (II.4.A.11)
- Composite 정의 (II.4.A.20)
- Composite 정의 변경 시, 일자 및 내용 (II.4.A.22)
- Composite 이름 변경 시, 내용 (II.4.A.23)
- Composite 구성 일자 (II.4.A.24)
- 분산 지표 종류 (II.4.A.26)

— 기타

- 파생상품 및 레버리지 이용 시, 그 여부와 내용 (II.4.A.5)
- 법규정과 일치하지 않을 경우, 그 여부와 내용 (II.4.A.9)
- GIPS규정과 일치하지 않을 경우, 기간 및 내용 (II.4.A.10)

○ GIPS가 규정하고 있는 운용성과 보고 양식의 개괄적인 내용은 다음과 같음

— 수익률 관련 의무

- 5개년도 이상 10개년까지 (II.5.A.1.a)
- 연 수익률 (II.5.A.1.b)
- 포트폴리오 수, Composite 자산 규모, 회사 자산 규모 (II.5.A.1.c)
- 개별 포트폴리오 수익률간 편차 (II.5.A.1.d)

— Benchmark 관련 의무 (II.5.A.6)

- Benchmark 총수익률
- Benchmark 생략 사유
- Benchmark 변경 날짜 및 사유
- 고객맞춤형 Benchmark 설정 및 조정 방식

— 수익률 관련 권고

- 수수료 차감 전 수익률 (II.5.B.1.a)
- 누적 수익률 (II.5.B.1.b)
- 개별 수익률간 산술평균 및 중간값 (II.5.B.1.c)
- 그림 및 도표 (II.5.B.1.d)
- 분기별 수익률 (II.5.B.1.e)
- 연평균 수익률 (II.5.B.1.f)
- Composite 수준에서의 국가별, 섹터별 비중 (II.5.B.1.f)
- 각종 위험지표 (II.5.B.2)

○ GIPS는 특정 조건이 충족되는 상황에서 운용회사가 과거의 운용성과를 연결하여 보여줄 수 있도록 허용하고 있는 바, 그 조건에 대하여 세부적인 내용을 규정하고 있음

— 과거 성과 연결 허용 조건 (II.5.A.4.a)

- 의사결정권자 유지
- 독립적 의사결정과정 유지
- 과거 성과 관련 기록 및 문서 보유

- 과거 실적 연결 여부 공시 (II.5.A.4.b)
  - 회사 결합 시 과거 성과 연결 의무 (II.5.A.4.c)
  - 회사 결합 시 1년 내 GIPS 준수 의무 (II.5.A.4.d)
- 그 밖에 GIPS가 규정하고 있는 기타 사항은 다음과 같음
- GIPS 비준수 성과 공시 (II.5.A.2)
  - 1년 미만 기간에 대한 연 수익률 표시 금지 (II.5.A.3)
  - 전체 규모 중 Carve-out 규모 비중 (II.5.A.4)
  - 수수료를 받지 않는 포트폴리오 비중 (II.5.A.7)
  - 과거 성과에 대한 GIPS 준수 (II.5.B.3)

#### 나. 현행 공시 및 보고서 작성 기준

- 현행 국내 규정 중 간접투자기구의 운용성과 공시와 관련하여 종합적으로 정하고 있는 규정은 존재하지 않음
- 특히 대부분의 규정이 개별 펀드 단위의 운용성과 공시에 관한 내용인 바, GIPS가 요구하는 Composite 단위 운용성과 공시에 관한 사항은 체계적으로 제시되어 있지 못함
    - 우선 현행 규정 중 간접투자기구의 운용성과와 관련된 규정들이 무엇인지 개괄함
    - 다음으로 간접투자상품의 운용성과를 포괄적으로 제시하도록 되어 있는 투자설명서에 어떤 정보가 포함되도록 규정되어 있는지 개괄함

### 1) 현행 법규상 간접투자기구 관련 조항

○ 현행 법 규정 중에서 간접투자기구에 관련된 조항들을 종합해 보면 다음과 같음

— 우선 국내에서 간접투자와 관련된 사항은 현행 간접투자자산운용업법을 중심으로 규정되어 있음

- 간접투자자산운용업법(이하 “법”)
- 간접투자자산운용업법 시행령(이하 “시행령”)
- 간접투자자산운용업법 시행규칙(이하 “시행규칙”)
- 간접투자자산운용업 감독규정(이하 “감독규정”)
- 간접투자자산운용업 감독규정 시행세칙(이하 “시행세칙”)
- 간접투자자산운용업 공시 및 통계자료 등에 관한 규정(이하 “공시규정”)
- 간접투자자산운용업 공시 및 통계자료 등에 관한 기준(이하 “공시기준”)
- 금융감독원(이하 “금감원”) 및 자산운용협회(이하 “협회”)에 제출하는 공시 및 통계자료(이하 “공시자료 등”)
- 작성방법, 제출절차, 공시방법 등에 대하여 규정함

— 한편 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자금법”) 규정 중 간접투자기구의 성과보고와 관련된 규정은 다음과 같음

- 제2편(금융투자업) 제4장(영업행위 규칙) 제2관(집합투자업자의 영업행위 규칙)에서 규정하고 있음
- 제84조(자산운용보고서)

- 제86조(집합투자재산에 관한 보고 등)

○ 간투법에서 운용회사로 하여금 제출하도록 규정하고 있는 간접투자  
기구 관련 보고서의 종류는 다음과 같음

— 정기보고서

- 자산운용회사가 금감원에 제출하는 정기보고서
- 법 제17조(경영에 관한 보고 및 공시 등)
- 시행령 제27조(경영에 관한 보고 등)
- 시행규칙 제9조(경영에 관한 보고)

— 분기영업보고서

- 자산운용회사가 제출하는 간접투자재산의 매분기 영업보고서
- 법 제124조(간접투자재산에 관한 보고 및 공시) 제1항
- 시행령 제105조(간접투자재산에 대한 보고 및 공시) 제1항

— 운용실적공시

- 관련 법규에서 정하는 바에 따라 협회가 행하는 운용실적공시
- 법 제124조(간접투자재산에 관한 보고 및 공시) 제4항
- 시행령 제105조(간접투자재산에 대한 보고 및 공시) 제3항
- 시행규칙 제39조(협회의 운용실적의 공시)

— 결산서류

- 자산운용회사가 제출하는 간접투자재산의 결산서류
- 법 제99조(투자회사 결산 서류의 승인 등) 제2항

- 법 제117조(청산의 종결) 제2항
- 법 제124조(간접투자재산에 관한 보고 및 공시) 제2항

— 간접투자기구 수시공시

- 자산운용회사가 행하는 간접투자기구의 수시공시
- 법 제122조(수시 공시)
- 시행령 제101조(수시 공시의 방법)
- 시행령 제102조(부실자산의 범위)
- 시행령 제103조(수시공시 사항)

— 기타 공시자료

- 정부기관, 금융감독기관, 협회 등의 요청에 의하여 제출하는 자료로써 협회장이 별도로 정하는 자료

○ 종합적으로 판단할 때, 운용회사의 운용능력에 대한 정보를 투자자에게 제공하도록 직접 규정하고 있지 않음

— 투자자가 운용회사 단위 운용성과 관련 정보에 접근하는 것이 용이하지 않음

- 운용회사 단위 운용성과가 금융감독당국에 제출하도록 되어 있는 보고서에 포함되어 있으며 투자자가 이를 열람하는 것이 가능하나, 그 내용이 복잡하고 열람이 번거로운 것으로 판단됨
- 이는 국내 투자자 및 금융감독당국이 운용회사의 운용능력을 평가할 필요성을 인식하지 못하고 있기 때문인 것으로 판단됨

## 2) 투자설명서의 내용

- 개별 펀드 운용성과에 관한 정보는 투자설명서를 통해 투자자에게 제공되도록 규정되어 있음
  - 투자설명서의 내용은 펀드의 운용성과와 더불어 운용회사에 대한 일반적인 정보도 포함하고 있으나, 운용회사의 운용능력을 판단하기 위해 필요한 정보는 부족한 것으로 판단됨
    - GIPS가 규정하는 바와 비교할 때, 운용회사의 운용능력을 직접적으로 보여줄 수 있는 Composite 수익률에 관한 규정이 존재하지 않음
  - 현행 투자설명서의 내용은 투자신탁 관련 기본정보 및 상세정보, 자산운용회사 및 투자신탁의 관계인에 관한 사항, 수익자 권리 및 공시에 관한 사항 등임
  
- 투자신탁의 기본정보
  - 투자신탁의 개요
    - 명칭
    - 신탁계약기간
    - 종류
    - 자산운용회사
    - 최초설정일 등 연혁
    - 수탁고 추이
  - 투자정보

- 투자목적
- 주요 투자전략
- 주요 투자위험
- 투자위험에 적합한 투자자 유형
- 투자실적 (연도별 수익률 추이, 연평균 수익률)

— 수수료·보수, 과세

- 수익자에게 직접 부과되는 수수료
- 투자신탁에 부과되는 보수 및 비용
- 투자소득에 대한 과세

— 수익증권의 매입·환매, 분배

- 매입
- 환매
- 이익 등의 분배

○ 투자신탁의 상세정보

— 투자전략 및 투자위험 등

- 투자전략
- 투자위험
- 투자대상 (투자한도(%), 주요 내용)
- 투자제한

— 자산의 평가, 기준가격의 산정 및 공시

- 자산의 평가 (대상자산, 평가방법)
- 기준가격의 산정 및 공시 (산정방법, 산정주기, 공시시기, 공시방법 및 장소)
- 투자증권, 장내파생상품 거래시 중개회사의 선정기준

○ 자산운용회사 및 투자신탁의 관계인에 관한 사항

— 자산운용회사

- 회사의 개요 (주소 및 연락처, 회사연혁)
- 주요 업무
- 최근 2개 사업연도의 요약 재무내용
- 운용자산 규모 (종류별 수탁고)
- 운용전문인력에 관한 사항 (성명, 나이, 주요 경력)

— 판매회사

- 회사의 개요 (주소 및 연락처, 회사연혁)
- 주요 업무

— 수탁회사

- 회사의 개요 (주소 및 연락처, 회사연혁)
- 주요 업무

— 일반사무관리회사

- 회사의 개요 (주소 및 연락처, 회사연혁)
- 주요 업무

— 채권평가회사

- 회사의 개요 (주소 및 연락처, 회사연혁)
- 주요 업무

○ 수익자 권리 및 공시에 관한 사항

— 수익자의 권리

- 수익자 총회 및 의결권
- 잔여재산분배
- 장부·서류의 열람 및 등·초본 교부청구권
- 손해배상책임
- 재판관할
- 기타 수익자의 권리보호에 관한 사항

— 공시

- 정기공시 및 보고서
- 수시공시

**다. GIPS 도입 시 변경 사항**

○ GIPS가 도입되면 체계적이고 표준화된 기준에 따라 운용성과가 공시되고 관련 정보가 표준화된 양식을 통해 투자자에게 전달될 것임

- GIPS가 규정하고 있는 공시 내용은 회사 정의, 포트폴리오 및 벤치마크 수익률 산정 방식, 수수료 처리 방식, Composite 구성 및

그 수익률 산정 방식, 운용성과 표현 양식 등임

- GIPS 내용 중 일부(회사 관련 사항, Composite 구성 관련 사항, 수익률 구성 사항 등)는 현행 공시 관행과 상당한 차이가 있는 만큼 이와 관련하여 상당한 변화가 있을 것으로 판단됨

### 1) 회사 관련 사항

○ 운용성과를 공시하는 주체가 다양해 질 수 있음

— GIPS 규정에서는 법적으로 독립된 실체는 아니라고 하더라도 투자자에게 독립적인 사업단위로 인식되고 운용상 재량권을 행사할 수 있으면 부서도 회사로 간주됨

- 현행 국내 규정에서는 운용성과를 보고하는 주체는 법에서 규정하는 절차에 따라 인가를 받은 법적 실체이어야 함

○ 국내 규정

— 운용실적공시 적용대상은 법(제2조 제2항)에서 정하는 투자신탁, 투자회사, 투자전문회사 등의 간접투자기구임 (공시규정 제40조)

- 투자신탁: 투자자로부터 자산에 운용할 목적으로 자금 등을 모은 위탁자가 그 재산을 수탁자로 하여금 당해 위탁자의 지시에 따라 투자·운용하게 하고, 그에 따른 수익권을 분할하여 당해 투자자에게 취득시키는 것을 목적으로 하는 간접투자기구
- 투자회사: 회사의 재산을 자산에 운용하여 그 수익을 주주에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법에 의한 주식회사인 간접투자기구
- 투자전문회사: 회사의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여

경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등의 방법으로 투자한 기업의 가치를 높여 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 상법에 의한 합자회사

- 공시 대상 회사는 법에 의한 자산운용회사, 수탁회사, 자산보관회사, 판매회사, 투자회사, 일반사무관리회사 등임 (공시규정 제41조 제4항)

○ 회사 정의 관련 GIPS 규정

— 의무 사항

- GIPS는 전체 회사에 대해 적용할 것 (II.0.A.1)
- 투자자에게 독립된 사업단위로 인식할 수 있는 운용회사, 자회사, 부서 등으로 정의할 것 (II.0.A.2)
- 회사 총자산 규모에 재량 여부 및 수수료 부과 여부와 무관하게 모든 포트폴리오를 포함시킬 것 (II.0.A.3)
- Sub-advisor의 성과도 포함시킬 것 (II.0.A.4)
- 과거 Composite 성과를 조정하기 위한 구조조정은 하지 말 것 (II.0.A.5)

— 권고 사항

- 회사는 가능한 넓고 의미 있는 범위에서 정의할 것 (II.0.B.1)
- 따라서 동일한 브랜드를 사용하는 경우, 다른 이름의 회사에 의해 다른 지역에서 운용되는 포트폴리오 성과도 연결하여 보고할 것

## 2) Composite 관련 사항

- Composite 구성이 의무화되지만 운용회사에게 Composite 구성방식에 대한 재량권이 허용되는 만큼 다양한 Composite 나타날 수 있음
  - GIPS 규정에 따르면 ① Investment Mandate, ② Asset Classes, ③ Style or Strategy, ④ Benchmarks, ⑤ Risk-Return Characteristics 등의 위계를 활용하여 Composite을 구성할 수 있음
    - 현행 국내 규정에서는 주로 투자대상 및 편입비에 따라 간접투자기구의 종류를 구분하고 있음
    - 향후 국내 자산운용시장에서 투자자의 위임사항, 스타일 및 전략, 벤치마크 등에 대한 활용도가 높아질 경우, Composite 구성도 다양해질 것임
  
- 간접투자기구 유형 분류 관련 현행 규정
  - 간접투자기구는 간접투자재산의 운용대상 및 운용대상자산의 운용 가능한 범위를 기준으로 다음과 같이 구분함 (법 제27조)
    - 증권간접투자기구: 간접투자재산의 100분의 30을 초과하여 대통령령이 정하는 비율(100분의 40) 이상을 투자증권에 투자하는 간접투자기구
    - 파생상품간접투자기구: 간접투자재산의 100분의 10을 초과하여 대통령령이 정하는 바에 따라 위험회피외의 목적으로 장내파생상품 또는 장외파생상품에 투자하는 간접투자기구
    - 부동산간접투자기구: 간접투자재산을 부동산에 투자하는 간접투자기구

- 실물간접투자기구: 간접투자재산을 실물자산에 투자하는 간접투자기구
  - 단기금융간접투자기구: 간접투자재산을 단기금융상품에 투자하는 간접투자기구
  - 재간접투자기구: 다른 간접투자기구가 발행한 간접투자증권(외국 법령에 의하여 발행된 증권으로서 간접투자증권의 성질을 가진 것을 포함한다)에 간접투자재산의 100분의 40을 초과하여 대통령령이 정하는 비율(100분의 40) 이상을 투자하는 간접투자기구
  - 특별자산간접투자기구: 시행령(제3조)이 정하는 간접투자 대상 자산에 주로 투자하는 간접투자기구
- 경과기간 3월 이상의 간접투자기구를 대상으로 그 특성에 따라 증권간접투자기구(채권형, 혼합형, 주식형), 단기금융간접투자기구 등으로 세분류함 (시행세칙 별지 제7호, 별첨)
- 단기금융 간접투자기구는 약관(정관)상 환매수수료 면제기간이 90일 미만인 간접투자기구
  - 채권형 간접투자기구는 약관(정관)상 환매수수료 면제기간 길이에 따라 장기형(~364일), 중기형(180~364일), 단기형(90~180일) 등으로 구분
  - 혼합형 간접투자기구는 약관(정관)상 최대 주식편입비율에 따라 채권혼합형(5%형, 10%형, 20%형, 30%형, 40%형), 주식혼합형(50%형) 등으로 구분
  - 주식형 간접투자기구는 약관(정관)상 최대 주식편입비율별로 60%형, 70%형, 80%형, 90%형, 100%형 등으로 분류
- 증권간접투자기구는 주된 투자대상의 편입비율(해당 자산을 편입할 수 있는 최고 비율)에 따라 다음과 같이 분류함 (공시규정 제

## 43조 제1항)

- 채권형간접투자기구: 운용대상에 주식이 편입되지 아니하고 자산총액의 100분의 60이상을 채권으로 운용하는 간접투자기구
- 주식형간접투자기구: 자산총액의 100분의 60이상을 주식으로 운용하는 간접투자기구
- 혼합형: 채권형 및 주식형 이외의 간접투자기구

— 증권간접투자기구는 투자위험의 정도에 따라 다음과 같이 구분함 (공시규정 제43조 제2항)

- 이자소득추구형: 단기금융간접투자기구, 장부가간접투자기구
- 안정추구형: 시가간접투자기구, 안정주식형간접투자기구
- 성장추구형: 혼합형 중에서 주식에 투자가 가능한 간접투자기구 (주식편입비가 30%초과 60%이내)
- 고성장추구형: 고성장추구형I (주식편입비 60~80%), 고성장추구형II (주식편입비 80~90%), 고성장추구형III (주식편입비 90~%)
- 국제형: 국제증권, 해외투자증권, 혼합증권
- 특수형: 전환형, Index형, 차익거래형, 공모주채권형, CBO 및 High-Yield, 기타

— 장부가 및 시가간접투자기구는 환매수수료 징구기간에 따라 다음과 같이 분류함 (공시규정 제43조 제3항)

- 단기: 환매수수료 징구기간이 6개월 미만
- 중기: 환매수수료 징구기간이 9개월 미만
- 장기: 환매수수료 징구기간이 1년 이상

○ 간접투자기구 유형 분류 관련 현행 규정

— 간접투자재산 운용성과율과 관련하여 간접투자기구 종류별로 수익률을 계산하는 방식을 제시 (시행세칙 별지 제7호 별첨)

- 유형별 운용수익률=

$$\frac{\sum(\text{개별간접투자기구수익률} \times \text{개별간접투자기구원본액})}{\sum \text{개별간접투자기구원본액}}$$

- 개별 간접투자기구 원본액은 각 월말의 당해 간접투자기구의 설정원본액의 평균으로 산정됨
- 대상기간 1년 미만의 유형별 간접투자기구 운용수익률은 연수익률로 환산함

$$\text{연수익률} = \frac{\text{산정대상기간수익률} \times 365}{\text{산정대상기간말일} - \text{산정대상기간초일}}$$

○ GIPS 규정

— Composite 수익률 계산방법에 관한 규정

- Composite 수익률은 개별 포트폴리오 수익률을 기초 자산규모 비중 혹은 기초 자산규모 및 현금흐름 비중으로 가중하여 계산할 것 (II.2.A.3)
- Composite 수익률은 분기에 1회 이상 산정할 것 (2010년 1월 1일부터는 매월 1회 이상) (II.2.A.6)
- Composite 수익률은 자산규모 비중으로 가중하여 매월 1회 이상 산정할 것 (II.2.B.2)

— Composite 구성 방법에 관한 규정

- 실제로 설정된 포트폴리오 중 수수료가 부과되고 재량적으로 운용되는 모든 포트폴리오는 적어도 하나의 Composite에 포함시킬 것. 수수료를 부과하지 않는 포트폴리오를 포함하는 것은 가능하나 비량적인 포트폴리오는 포함하지 말 것 (II.3.A.1)
- 새롭게 설정된 포트폴리오는 적시에 일관된 방식으로 Composite에 포함시킬 것 (II.3.A.3)
- 운용이 종료된 포트폴리오도 전기까지의 과거 Composite 수익률 계산에 포함시킬 것 (II.3.A.4)
- Composite 정의가 바뀌거나 고객이 원하는 경우가 아니면 임의로 포트폴리오가 포함되는 Composite을 변경하지 말 것 (II.3.A.5)
- 전환사채 및 복합금융상품을 일관되게 취급할 것 (II.3.A.6)
- Composite에는 실제로 설정되어 운용되는 포트폴리오 이외에 시뮬레이션 혹은 모델 포트폴리오는 포함시키지 말 것 (II.3.A.8)
- Composite 포함 기준으로 최소 자산 규모를 설정한 경우, 이 수준보다 규모가 작은 포트폴리오는 포함시키지 말 것. 사후적으로 최소 자산 규모를 변경하지 말 것 (II.3.A.9)
- 대규모 현금 유출입시 임시적인 새로운 계좌를 설정할 것 (II.3.B.2)
- 고객의 자산 규모가 최소 자산 규모를 넘지 못할 때 해당 Composite을 추천하지 말 것 (II.3.B.3)

— Composite 정의에 관한 규정

- Composite은 투자목적 및 투자전략에 따라 정의할 것. 투자자가 원할 경우 Composite 정의를 제공할 수 있음을 밝힐 것

(II.3.A.2)

- 회사는 ① Investment Mandate, ② Asset Classes, ③ Style or Strategy, ④ Benchmarks, ⑤ Risk-Return Characteristics 등의 위계를 활용하여 통합포트폴리오를 정의할 수 있음 (GSCD: Guidance Statement on Composite Definition)

— Carve-out 부분에 관한 규정

- Carve-out 부분을 재량적 포트폴리오로 간주하여 Composite 포함하지 말 것. 다양한 자산 유형을 대상으로 운용되는 포트폴리오에서 특정 자산 유형에 해당하는 부분을 분리하여 Composite에 포함시킬 경우 현금을 적절히 배분할 것 (II.3.A.7)
- Carve-out 수익률을 단일 자산 유형의 Composite에 포함시키지 말 것 (II.3.B.1)

### 3) 수익률 관련 사항

○ 국내 규정

— 연도별 수익률 추이 및 연평균 수익률을 제시하도록 규정 (시행세칙 별지 제18호)

- 과거 투자실적이 현재 또는 미래의 투자실적을 보장하지 않는다는 내용을 본문에 기재하고, 투자실적에 대한 상세한 내용을 담고 있는 대차대조표, 손익계산서 등을 자산운용협회 전자공시사이트에서 조회할 수 있음을 명시
- 최근 5년간 투자신탁과 비교지수의 연도별 수익률 추이를 도표와 선형 그래프를 이용하여 비교. 단, 투자신탁의 운용기간

이 3년 미만인 경우 선형 그래프 대신 막대그래프 이용 가능

- 운용기간이 1년 미만이거나 마지막 연도가 종료하지 않은 경우 해당 기간의 수익률을 연율로 환산하여 기재하되 도표 및 그래프 하단에 연환산 수익률임을 명시
- 주식형 간접투자기구는 산정대상기간이 1년 미만일지라도 운용수익률을 연수익률로 환산하지 않음
- 비교지수의 산출방법을 그래프 하단에 기재
- 연평균 수익률은 투자신탁과 비교지수의 최근 6개월, 1년, 3년, 5년 연평균 수익률을 산술평균이 아닌 기하평균을 이용하여 막대그래프와 도표로 작성

— 개별 간접투자기구 수익률 계산방법을 제시 (시행세칙 별지 제7호, 별첨)

- 개별 간접투자기구 수익률 =  $\frac{NPV_1 - NPV_0}{NPV_0} \times 100$

- 평가대상기간별로 간접투자재산의 운용수익률을 기준수익률과 비교하여 운용성과율을 산정함
- 간접투자재산 운용성과율 = 운용수익률 - 기준수익률

— 운용실적의 표시는 백분율로 환산하여 표시하며 특별한 경우를 제외하고 연수익률로 환산하지 아니함 (공시규정 제46조)

- 비교기초일 또는 비교기말일의 가격은 각 월의 마지막 영업일의 종가를 반영한 익월 첫 영업일의 기준가격을 적용함
- 기중에 결산이 있는 경우 개별 간접투자기구 수익률 (시행세칙 별지 제7호, 별첨)

$$= \left[ \left( 1 + \frac{NPV_{\tau} - NPV_0}{NPV_0} \right) \times \left( 1 + \frac{NPV_1 - NPV_{\tau+1}}{NPV_{\tau+1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

- 운용실적산출 산식은 기간중 분배율( $x$ )을 포함하고 있음 (공시규정 제46조)

$$r = \frac{(1+x)MV_1 - MV_0}{MV_0}$$

— 기준수익률은 대상기간별 간접투자기구별로 분류하여 운용수익률과 대응·비교할수 있도록 동일하게 금융감독원에서 산출 (시행규칙 별지 제7호, 별첨)

- 산정 방법은 소숫점 셋째 자리에서 반올림 함
- 기준기간은 산정대상기간 초일의 직전일(직전일이 공휴일인 경우는 그 전일)로 부터 평가기간 말일의 직전일(직전일이 공휴일인 경우는 그 전일)까지의 기간으로 함
- 장기 채권형 간접투자기구는 기준기간 동안 3년만기 회사채의 일별 수익률(증권업협회가 발표하는 신용등급 'A'인 회사채의 수익률)의 평균
- 중기 채권형 간접투자기구는 장기형 기준수익률과 단기형 기준수익률간 산술평균
- 단기 채권형 간접투자기구는 준기간 동안 CP의 일별 수익률(증권업협회가 발표하는 신용등급 'A1'인 기업어음 수익률) 평균
- 혼합형 및 주식형 간접투자기구의 경우, 약관(정관)상 최대주식편입비율  $w$ 에 따라 유형별로 다음의 산식에 의해 기준수익률을 산정함

$$w \times r_{KOSPI} + (1-w) \times r_{CP}$$

- 단기금융 간접투자기구의 경우, 기준기간 동안 일별 콜금리 (은행간 콜금리)의 평균

### ○ GIPS 규정

#### — 수익률 계산 방법에 관한 규정

- 실현 및 미실현 손익, 이자 및 배당 소득 등을 모두 포함하여 총 수익률을 산정할 것 (II.2.A.1)
- 외부 현금흐름의 영향을 감안하여 시간가중 수익률을 산정할 것. 기간 수익률은 기하평균에 의해 연결할 것. 외부 현금흐름은 회사가 Composite별로 서면으로 작성한 원칙에 따라 일과 성 있게 취급할 것 (II.2.A.2)
- 외부 현금흐름이 발생한 경우, 실제 투자 일수로 가중하여 수익률을 산정할 것. 다음과 같은 수정 Dietz모형이나 수정 IRR 모형을 사용할 수 있음 (II.2.A.2-a)

$$\text{투자 일수 가중치: } w_i = \frac{CD - D_i}{CD}$$

$$\text{Modified Dietz Method: } r_{MD} = \frac{MV_1 - MV_0 - CF}{MV_0 + \sum (w_i CF_i)}$$

$$\text{Modified IRR Method: } MV_1 = (1+r)MV_0 + \sum_i [(1+r)^{w_i} \times CF_i]$$

- 대규모 외부 현금흐름이 발생할 때마다 포트폴리오 가치를 평가할 것 (II.2.A.2-b)
- 포트폴리오가 보유한 현금 및 현금 증가물을 수익률 계산에 포함시킬 것 (II.2.A.4)

- 실제 거래비용을 차감하여 수익률을 산정할 것. 추정 거래비용을 사용하지 말 것 (II.2.A.5)
- 배당, 이자 및 자본이득에 대한 원천징수 세액 중 환급 불가능 부분을 차감한 후 수익률을 산정할 것 (II.2.B.1)
- 대규모 외부 현금흐름이 발생할 때마다 포트폴리오 가치를 평가할 것 (II.2.B.2)

## 4. AI투자 성과 공시

김 성 수, CFA

굿모닝신한증권 Derivatives & DMA

### 가. Alternative Investment펀드 성과평가

○ Alternative Investment (AI)펀드라 함은 주식, 채권펀드를 제외한 부동산, Private Equity (PEF), 헤지펀드등과 같이 전통적인 주식 및 채권과 달리 유동성이 풍부하지 않고, 투명성이 낮고, 실사비용 (due diligence cost)이 높으며, 평가를 위한 적절한 벤치마크를 찾기 힘든 투자자산을 의미함

— 국내 현행규정의 경우, 간접투자자산 운용업법 및 관련 감독규정에 일반적인 펀드성과보고에 대하여 포괄적으로 작성방법, 제출절차, 공시방법 등에 대하여 규정하고 있으며, 자산운용협회는 간접투자기구의 분류, 공시주기, 비교방법, 공시기준 및 자산운용회사 또는 투자회사로부터의 자료수령방법, 그밖에 운용실적의 비교·공시업무에 관하여 필요한 세부기준을 정할 수 있다고 명시되어 있으나 (간접투자자산 운용업법 시행규칙 제 39조), 아직 국내에서 AI펀드에 대한 세분화된 규정, 지침 및 기준의 보급이 미미한 수준임. 예로, 기업회계기준상 비상장주식에 대하여는 시가평가를 10년 동안 유예하고 있어, 시가평가를 안하는 경향이 있음

— 반면, 선진외국의 경우, 부동산 및 PEF는 오랜 기간 동안 운용되어왔던 관계로 성과평가 방식이 각기 나뉘어 체계적으로 정착되어 있음. 단, 헤지펀드의 경우는 아직 이렇다 할 성과 평가 기

준이 나오지 않고 있음

○ 국내 제반 관련 법규

— 관련 규정

- 간접투자자산운용업법(이하 “법”)
- 간접투자자산운용업법 시행령(이하 “시행령”)
- 간접투자자산운용업법 시행규칙(이하 “시행규칙”)
- 간접투자자산운용업 감독규정(이하 “감독규정”)
- 간접투자자산운용업 감독규정 시행세칙(이하 “시행세칙”)
- 간접투자자산운용업 공시 및 통계자료 등에 관한 규정(이하 “공시규정”)
- 간접투자자산운용업 공시 및 통계자료 등에 관한 기준(이하 “공시기준”)
- 금융감독원(이하 “금감원”) 및 자산운용협회(이하 “협회”)에 제출하는 공시 및 통계자료(이하 “공시자료 등”)

○ 주요선진국들의 AI펀드 성과평가에 대한 주요관행

— 부동산투자 (Real Estate Investment)

- 미국 및 영국의 경우 연기금들의 부동산투자의 역사가 상당히 오래된 관계로 각기 체계적인 평가기준들에 의하여 평가되고 운용되고 있음
- 미국의 경우, 주요 연기금들이 북미지역에서 대부분 USPAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practise)를 준수

하도록 함. USPAP는 미국의회로부터 승인을 받은 Appraisal Board에 의하여 제정되었음. 즉, 부동산의 평가가 unregulated 되어 있던 1980년대에 미국의 Savings and Loan 스캔들이후 부동산에 금융을 제공하는 투자자들을 무능력하고 비윤리적인 감정평가사로부터 보호하고자 제정되었음

- 영국에서는 the Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS)가 주 평가기준으로 널리 사용되고 있음. 동 기준에 대한 빌딩 및 부동산 관련 전문적인 평가 가이드라인들이 Red Book으로 발간되어 있음. RICS 기준은 영연방국가들에 오랜 기간 뿌리를 내려, 홍콩, 호주 및 싱가포르등지에서 널리 사용되고 있음. 즉, 전 세계에 RICS 자격을 수여 받은 부동산 감정사들이 영국에 8만여명이 활동하고 있으며, globally는 4만여명이 활동하고 있으며, 세계 각국의 부동산 감정협회들과 긴밀한 연계 하에 활동을 하고 있어, 규모가 큰 부동산들의 경우 외국 투자자들이 RICS 기준으로 평가하는 것을 선호하는 편임
- 예로, 미국 최대 연기금이며 2000억불의 자산을 운용하는 CALPERS의 경우는 북미지역의 부동산투자는 USPAP로 평가하며, 미국이외의 지역은 RICS로 평가하게 되어있다는 것임
- 또한, 홍콩 및 싱가포르의 경우, 대규모 부동산 물건의 경우, 로컬평가사보다는 주로 국제적인 부동산회사로부터 부동산의 평가를 받는 것을 선호하고 있음. 국제적인 부동산회사로는 CB Richard Ellis, Jones Lang LaSalle 및 Colliers International 등을 들 수 있음
- 평가기준의 핵심은 fair market value 산출에 있으며, 성과평가는 상기 두 기준 공히 분기 또는 1년 주기로 운용사의 매니저들이 자체평가를 하게 되어 있으며, 3년에 한번은 반듯이 외부 공

인 평가 기관으로부터 verification을 받아야 함. 미국의 경우, verification시 Members of Appraisal Institute (MAI)에서 인증을 받은 업체들로부터 주로 받아야 함. MAI외에도 American Society of Appraisers (ASA), the American Society of Farm Managers and Rural Appraisers등이 있으나, MAI가 가장 권위가 있음. 참고로 MAI에서는 1년 정도 대학원수준의 코스워크를 이수해야 하며, 3년간의 인턴쉽 및 이틀간의 종합시험을 치러야 자격을 얻게 됨. 영국에서는 land valuer 또는 property valuer등 부동산 평가에 종사하는 chartered surveyor들이 평가함. 주로 RICS에서 주관하는 소정의 시험과정을 통과해야 함

- 부동산의 벤치마크는 미국에서는 부동산 지수인 The National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) Property Index (NPI) 및 FTSE NAREIT를 주로 사용하나, CALPERS의 경우는 상기 지표 외에 내부적으로 장기 절대 목표 수익율을 5%설정하여 운용하고 있음. 참고로 2000년대에는 부동산 시황의 호조로 CALPERS의 경우 NCREIF 지수를 초과달성하였으며, 절대 목표 수익률에서도 아파트, 상업건물, 산업용 모두 큰 폭으로 초과달성하였음

#### — Private Equity펀드(PEF)

- 미국의 연기금들은 주로 General Accepted Accounting Principle (GAAP) 회계기준을 준수하도록 하고 있으며, 평가 주기도 분기 또는 1년 단위로 매니저들이 자체 성과평가를 하며, 3년에 1회는 회계 법인으로부터 제3자 verification을 받도록 하고 있음. 이외 별도로 특별한 성과평가기준이 없는 상태이며, 연기금등의 경우 별도의 기준을 필요로 하고 있지 않음. 따라서, 최근에는 GIPS의 PEF 평가기준이 오히려 많이 언급

되는등 새롭게 부상하고 있는 상황임

- 벤치마크로는 Libor +300 bp, Wilshire Index 및 Thomson Financials' US Private Equity Performance Index (PEPI)등이 사용됨

— 헤지펀드

- 헤지펀드의 경우는 투자방식 (Style)의 다양성 및 위험분포의 비대칭문제로 아직 선진국에서도 특정한 성과평가방법이 정착되어있지 않음. 펀드오브펀드의 경우 매니저들이 제각기 due diligence를 하고 있는 상황이며, 벤치마크는 투자대상 및 Style 별로 상이하기 때문에, 펀드별로 상이하나, 주로 Barclays CTA Index, CSFB Tremont Index 및 S&P Managed Futures Index 등이 많이 사용됨. 또한, 헤지펀드의 속성상 절대 수익률을 추구하는 관계로 Libor + 300 bp 가 내부적인 벤치마크로도 널리 사용되고 있음 (CALPERS 및 GM Asset Management등). 특히, 연기금들 중에는 PEF를 하나의 헤지펀드 펀드로 구분하고, 단지 PEF만 투자하는 경우도 있음 (CALSTRS등)
- 최근, 독일의 경우 헤지펀드에 대한 일정한 윤리규정을 만들 것을 강하게 주장하고 있는 등 압력은 증가하고 있으나, 헤지펀드매니저들이 자신의 고유한 trade secret에 대한 disclosure를 극도로 기피하는 관계로 특정한 성과평가기준 도입에 대한 저항이 많아 시간이 많이 소요될 것으로 예상됨
- 단, CFA Institute의 최근 헤지펀드에 대한 정식의견은 헤지펀드들이 unsophisticated investor들에게는 접합하지 못한 투자대상이며, 이러한 개인투자자들에게 적합하게 되기 위해서는 다음과 같이 투명성을 높이는 조치를 하여야 한다는 의견을 표명한바 있음

- ① 펀드의 위험을 판매시점 및 그 이후에 지속적으로 공개를 해야 하며
- ② 투자전략의 변화가 있을 시마다 전략이 공개되어야 하며, 이에 수반되는 위험변동사항도 고지해야 함
- ③ 주기적으로 펀드성과에 대한 정보를 절대수익 및 적절한 벤치마크에 비교하여 수치를 발표를 해야 하며
- ④ 제3자로부터 감사를 받아야 하며
- ⑤ 펀드오브펀드를 만들어 각 펀드의 수익률의 correlation을 제한해야 함

○ 국내AI펀드현황의 문제점 및 과제

— 최근 부동산 및 PEF 관련 투자 급증추세

- 국내에서도 최근 연기금을 포함한 기관투자들의 부동산 및 PEF관련 투자가 급증하고 있으며, 또한 형태도 다양하게 출시되고 있으나, 대부분 투자시점, 투자 대상 등이 각기 상이한 구조를 띄고 있어 상호 성과비교하기가 어려운 상황이며, 일부 연기금들은 평가방법의 체계적인 인프라 구축이 안 되어 평가를 미루고 있는 실정임
- 따라서, 체계적인 평가기준이 시급히 도입되어 투자자들에게 정확한 성과평가를 할 수 있도록 해야 할 것임

— 평가 기준 도입보다는 공정한 내부 평가시스템구축도 중요

- 미국의 GM Asset Management (GMAM) 의 경우, 부동산투자내부 성과평가지, 의도적으로 대부분 아웃소싱을 함. 즉, 월가의 Investment Bank (IB) 해당 전문팀에게 부동산 투자 매

니저들이 분기별로 자체적인 property valuation을 제출하도록 하여, 동 자료들의 취합자체를 제3자인 IB측에서 작성하여 performance report를 제출함. 동 과정에서, GMAM의 자체 모니터 요원들은 펀드매니저들의 valuation을 건별로 모니터 하며, 만일 자신들의 valuation이나 market valuation과 현저한 차이가 있을 경우 즉시 펀드매니저와 협의를 함. 협의과정에서 문제가 해결이 안 될 경우에는 이런 문제를 심의하는 위원회에 회부됨. 만일 이곳에서도 해결이 안 될 경우에는 또다시 상위 위원회에 회부됨. 이런 방식으로, 운용과 평가를 최대한 객관적으로 하게 함으로써, 최종 GMAM Board가 가장 객관적인 성과 자료를 보고 받게 됨. 즉, 내부세력에 의해서 평가 조작이 불가능하도록 시스템을 운영함. 또한, 1년마다 제3자 verification을 받게 되어 있음

- 또한, 부동산의 소재가 전 세계에 골고루 분포되어 있는 관계로 제3자 verification도 이러한 지역적인 특성이 제대로 반영되어 평가될 수 있도록, 각 지역에서의 평가 전문가들에게 아웃소싱을 함. 단, 연기금에서 이러한 많은 지역 평가 전문가들을 관리 통제 하는 자체도 어려우므로, 우선 master verifier와 계약을 하고, master verifier가 각 지역의 전문가들과 다시 계약하는 형태로 운영이 됨. 따라서 체계적이고 공정한 평가를 위해서는 이러한 아웃소싱을 소화할 수 있는 업계 기반이 구축이 되어야 할 것이며, 이러한 평가에 소요되는 비용도 감수를 하는 투자풍토가 형성이 되어야 할 것임

#### ○ GIPS 도입의 필요성

— GIPS Real Estate 및 PEF 기준 제정

- CFA Institute에서 현재 여러 나라에서 제각기 사용되고 있는 Real Estate 및 PEF 부문 투자 성과평가에 대하여 Global best practice를 집대성하여 최근에 GIPS에 추가하였음 (자세한 세부 규정 부록 참조 요망)
- 이미 미국이나 영국같이 오랜기간 정착된 기준이 있는 경우에는 새롭게 GIPS를 도입하기에는 업계의 혼선 및 저항 등으로 다소 시간이 소요될 것으로 사료됨. 즉, 이미 기존 관행에 익숙하고 시스템화 되어 있기 때문에 이것을 다시 수정한다는 것은 쉽지 않을 것임. 특히, 외국의 경우, 전사적으로 GIPS를 준수하는 운용사의 경우도 AI자산의 경우에는 별도의 법인으로 분리하여 GIPS에 적용 없이 별도 운용이 가능하기 때문에 conflict의 여지가 별로 없으며, 대부분의 연기금들도 기존의 평가방식에 만족해하고 있음. 따라서 최근 GIPS에서 제시한 부동산, PEF에 대한 평가방식에 대하여 크게 신경을 안 쓰고 있는 상황임
- 오히려, 한국을 비롯한 emerging market들의 경우에는 아직 특별하게 정착되어 있는 기준이 없기 때문에, AI펀드평가의 경우 GIPS기준을 활용할 경우, 글로벌 스탠다드에 빠르고 용이하게 접근이 가능할 것이며, 관련기관들도 GIPS기준 도입이 오히려 수월할 것임. 즉, 외국의 경우 이미 상당부분이 기존 평가방식에 따라 전산화 및 서류양식이 정립되어 있는 관계로 이러한 부분들을 다시 통일시키는데 많은 시간과 비용이 요구되고 있음
- 그러나, 한국의 경우, 아직 정형화된 양식이 미미한 상태로 동 분야에 대한 GIPS 기준도입에 대한 저항이 별로 없을 것으로 예상됨. 특히, GIPS의 경우, 각 분야의 best practice를 체계적

으로 정리한 것으로써, 기존 정립된 평가방법들과 상당부분이 일치하는 관계로 글로벌 스탠더드를 추구하는 지름길로 작용할 것으로 생각됨

- 선진외국의 경우, 부동산 및 PEF는 오랜 기간 동안 운용되어왔던 관계로 성과평가 방식이 각기 체계적으로 정착되어 있어, 운용의 투명성이 높고 성장세가 높다고 하겠으며, 이와같이 우리나라도 조속히 국제적인 스탠다드를 도입하여 투명성을 높임으로써 부동산 및 PEF등 AI 투자 분야의 발전을 도모해야 할것임

## 나. 부록

### ○ GIPS AI관련 (Real Estate 및 Private Equity) 기준 (번역)

#### 6. 부동산

다음은 부동산자산의 계산 및 표시에 적용되는 조항들임

기존의 가치평가를 위한 GIPS조항들을 Override하는 부동산조항들을 (II.6.A.2, II.6.B.1과 II.6.B.2.) 제외한 조항들은 가치평가를 위해 필수적이며 권할만한 요소들을 보충하고 있음(Section II.1 부터 Section II.5 까지 열거되었음). 투자형태가 부동산자산으로 분류되지 않는 투자일 경우에는 일반적 GIPS standard 조항이 적용되고, 그예는 다음과 같음

- \* 상장기업에 의해 발행된 상장된 증권을 포함한 공적으로 거래되는 부동산 관련 증권

\* 상업용부동산저당증권(CMBS)

\* 해당 부동산의 어떤 경제상의 성과에 관련 없이 오로지 계약에 의해  
약정된 이자율이 기대소득인 상업대출, 주택대출이 포함된 사채투자  
만약 포트폴리오가 부동산과 부동산이 아닌 다른 투자 자산들이 혼합  
포함되어 있다면 필수 및 추천 사항들을 오로지 포트폴리오의 부동산  
부분에만 적용함. 그리고 회사가 포트폴리오의 부동산 부분을 CARVE  
-OUT 한다면 GIPS CARVE-OUT 조항들 (II. 3.A.7 참조)이 적용되어야  
만 함

6.A 부동산 입력 데이터- 필수사항

6.A.1 부동산 투자는 최소 12개월 내 한번은 시장가로 책정되어야 함.  
2008년 1월부터는 부동산 투자가격이 최소 분기마다 책정이 시행됨

6.A.2 부동산투자는 반드시 외부에서 지정, 보증 또는 자격을 보유한 상  
업부동산평가원, 감정사에 의해 최소 36개월 내 한번은 평가되어야 함.  
만일 해당 시장에 전문적으로 지정되거나 적절하게 인가된 평가원이 없  
을 경우 또는 타국에서 이와 동일한 자격이 주어진 평가원이 국내에서  
활동을 안할 경우 국내에서 이러한 서비스 이행을 책임지고 있는 관계  
자는 오직 적절한 자격을 갖춘 재산평가원만을 사용하기 위해 필요한  
절차를 밟아야 함

6.B 부동산 입력 데이터- 추천사항

6.B.1 부동산 투자는 최소 분기별로 평가를 받는 것이 바람직함

6.B.2 부동산은 외부의 평가원 또는 감정사에게 최고 12개월 내 한번은 평가 받는 것이 바람직함

6.B.3 만약 내부 수익률 (IRR)을 계산 할 시, 당 회사는 최소한 분기별 cash flow를 사용해야 함

6.A 부동산 발표- 필수사항

6.A.3 부동산 투자의 성과발표는 GIPS standards의 발표조건들을 포함하여 추가적으로 다음과 같은 사항들을 반드시 발표해야 함:

- a. 이익 구성요소들의 계산법- 즉, 이익이:1. 연쇄 시간가중수익율 (chain-linked time weighted rates of return)으로 각기 구성요소별로 분류되어 계산되었을 것, 2. 이자수익률과 자본이익률의 합산이 전체 이익률과 동일할 것, 3. 수입 현금 인지방식 일 것
- b. 당 회사의 discretion의 세부 내역 기재.
- c. 평가 방법 및 절차 (예: 할인된 현금자금 평가 모델, capitalized income approach, 영업 비교분석 접근, leveraged된 부동산 평가를 위한 부채의 평가 등)
- d. Composite 내 개별계좌들의 성과 범위.
- e. 기간 내 감정 평가의 출처 (외부 평가원, 내부 평가원, 또는 제3자에 의해 취한 평가 모두 포함)
- f. Composite 자산의 전체 시장내 비율 (자산가중), 매 기간 내 외부 평가단에 의해 평가된 전체 부동산자산
- g. 부동산 투자가 외부 평가원들에 의해 평가 받는 빈번도

6.B. 부동산 발표- 추천사항

6.B.4 만약 자금운용이 개시된 시점부터 IRR성과를 발표할 경우, 당 회사는 기간 및 계산에 사용된 cash flow의 주기를 발표하는 것이 바람직함

6.A 부동산 발표 및 보고- 필수사항

6.A.4 수입소득과 자본이득 구성을 반드시 전체 이익과 함께 발표되어야 함

6.B 부동산 발표 및 보고- 추천사항

6.B.5 가능하다면 적절한 부동산자산 벤치마크의 자본이득과 수입소득 분 이 발표되는 것이 바람직 함

6.B.6 회사는 최초 이후 통합포트폴리오의 내부수익률을 발표하도록 권장됨

6.B.7 다음 항목들을 발표하도록 권장됨. 이는 특히 운용사가 펀드 또는 포트폴리오의 최초 취득기간동안 투자자본 회수 트란체 (Investor Capital Call Tranches)의 시기를 통제할 수 있을 경우 해당함

- a. 최초설정 후 통합포트폴리오의 최종보고연도까지 보수 공제 전 혹은 보수공제후(incentive allocation포함) 연환산 시간가중 수익률과 내부수익률(최종가치는 통합포트폴리오 순자산의 최종 시장가치에 기초)
- b. 최초설정 후 통합포트폴리오의 최종보고연도까지 보수공제전 혹은 보수공제후(incentive allocation 포함) 연환산 시간가중 수익률과 내부수익률(미실현수익을 제외한 실현된 현금흐름에 만 기초)

- c. 이에 더하여, 다른 성과측정방법들도 기존 또는 잠재투자자에게 추가적으로 유용한 정보를 제공할 수 있을 것임. GIPS 프라이빗에쿼티 조항 (GIPS 표준 II.7 참조)은 투자와 투자자본 관련 실현승수 및 비율과 같은 추가적 측정치와 관련된 지침을 제공함

## 7. 프라이빗에쿼티 (Private Equity)

다음은 개방형 또는 에버그린펀드(주 GIPS 표준을 따라야 함)를 제외한 프라이빗에쿼티 투자의 성과계산 및 발표에 적용되는 조항들임. 프라이빗에쿼티 조항은 GIPS 표준의 모든 의무조항과 권고조항(II.1~II.5 참조)을 보충함. 단, 이하 프라이빗에쿼티 조항은 가치평가 (II.7.A.1~II.7.B.1) 수익률계산방법(II.7.A.2~II.7.A.3), 보수(II.7.A.4~II.7.A.5), 그리고 수익의 발표 및 보고(II.7.A.20)와 관련하여 기존의 GIPS 표준 조항에 우선함

### 7.A 프라이빗에쿼티 입력데이터- 의무조항

7.A.1 프라이빗에쿼티 투자는 부록 D에서 제공하는 GIPS 프라이빗에쿼티 가치평가 원칙에 따라 평가하여야 함(분기에 한번, 최소한 1년에 한번)

### 7.B 프라이빗에쿼티 입력데이터- 권고조항

7.B.1 프라이빗에쿼티 투자는 매 분기 평가함

7.A 프라이빗에쿼티 수익률계산 방법- 의무조항

7.A.2 회사는 연율화된 최초설정 이후 내부수익률(SI-IRR)구함

7.A.3 연율화된 SI-IRR은 일별 또는 월별 현금흐름과 미청산 잔여 보유분의 기말평가를 이용하여 계산하여야 함

7.A.4 보수공제 후 수익률은 운용보수, 보유이자, 거래비용을 차감하여야 함

7.A.5 투자자문사의 경우, 모든 수익률은 모든 파트너쉽 또는 펀드 보수와 보유이자를 차감하여야 함. 또한 보수차감 후 수익률은 모든 투자자문보수, 비용, 보유이자를 차감하여야 함

7.A. 프라이빗에쿼티 통합포트폴리오 구축- 의무조항

7.A.6 펀드오브펀드, 파트너쉽, 또는 직접투자를 포함한 모든 폐쇄형 프라이빗에쿼티 투자는 전략과 자금모집일에 의해 정의된 통합포트폴리오에 포함되어야 함

7.A. 7 파트너쉽/펀드 투자, 직접 투자, 그리고 개방형 프라이빗에쿼티 투자(예, 에버그린 펀드)는 개별 통합포트폴리오로 관리하여야 함

7.A. 프라이빗에쿼티 공개사항- 의무조항

7.A.8 회사는 통합포트폴리오의 자금 모집 일을 공개하여야 함

7.A.9 모든 폐쇄 통합포트폴리오에 대하여 회사는 통합포트폴리오의 최종실현(청산) 일자를 공개하여 함

7.A.10 회사는 최근 기간에 대한 통합포트폴리오의 미실현 평가절상/평가절하를 공개하여야 함

7.A.11 회사는 최근 기간에 대한 통합포트폴리오의 총 투입 예정자본을 공개하여야 함

7.A.12. 최근 기간에 대하여, 회사는 프라이빗에쿼티 투자 평가에 이용된 가치평가방법을 공개하여야 함 만약 가치평가의 기초 또는 방법이 지난 기간과 달라졌을 경우, 변동 내역을 공개하여야 함

7.A.13 만약 발표내용이 GIPS 프라이빗에쿼티 가치평가 원칙에 더하여 지역 가치평가 지침을 따를 경우, 회사는 어떤 지역 지침이 이용되었는지 공개하여야 함

7.A.14 회사는 회사의 평가 검토 절차를 문서화하고 요구 시 동 절차를 제공한다고 공개하여야 함

7.A.15 회사는 통합포트폴리오의 투자전략을 정의하여야 함 (예, 초기단계, 발전, 바이아웃, 제너럴리스트, 턴어라운드, 메짜닌, 지오그래피, 미들마켓, 그리고 대량거래)

7.A.16 만약 벤치마크가 이용되면, 회사는 벤치마크 수익률 계산 방법을 공개하여야 함

7.A.17 만약 통합포트폴리오 내의 투자를 평가하기 위해 공정가격 이외의 가치평가가 이용된다면, 회사는 발표된 최근 기간에 대하여 공정가격을 적용하지 않은 점에 대한 합당한 이유를 공개하여야 함. 추가적으로, 회사는 다음을 공개하여야 함

- a. 총펀드 대비 비공정가치로 평가한 투자의 진행 가치(carrying value)
- b. 비공정가치로 평가한 보유분의 개수
- c. 비공정가치로 평가한 투자의 절대가치

7.A.18 회사는 SI-IRR 계산 시 일별 또는 월별 현금흐름을 이용하는지 공개하여야 함

7.A.19 회사가 12월말을 기말로 쓰지 않을 경우, 이용된 기말을 공개하여야 함

7.A 프라이빗에쿼티 발표 및 보고- 의무조항

7.A.20 회사는 최초설정후 매년에 대해 통합포트폴리오의 보수공제후 및 보수공제전 연율 SI-IRR을 발표하여야 함

7.A.21 발표된 모든 기간에 대해, 회사는 다음을 보고하여야 함

- a. 현재까지 납입자본금 (누적 손실)
- b. 총현재 투자자본
- c. 현재까지 누적배분

7.A.22 발표된 모든 기간에 대해, 회사는 다음 승수를 보고하여야 함

- a. 납입자본 대비 총평가액 (TVPI)
- b. 누적배분 대비 납입자본 (DPI)
- c. 납입자본 대비 committed capital (PIC)
- d. 잔여가치 대비 납입자본 (PVPI)

7.A.23 만약 벤치마크가 표시되면, 통합포트폴리오와 동일한 전략과 자금모집일을 반영하는 벤치마크의 누적 연율 SI-IRR을 통합포트폴리오가 발표되는 동일 기간에 대하여 발표되어야 함. 만약 벤치마크가 표시되지 않을 경우, 왜 벤치마크가 공개되지 않는지 설명하여야 함

7.B 프라이빗에쿼티 발표 및 보고- 권고사항

7.B.2 회사는 통합포트폴리오의 존속기간에 대한 투자의 평균보유기간을 발표함

## 5. GIPS 광고 기준 및 국내 펀드 실적광고

허 용 준, CFA

한국씨티은행 신탁운용부

### 가. GIPS 광고 기준

#### ○ GIPS 광고 기준의 목적

GIPS 광고 기준은 일반 투자고객에게 펀드실적을 광고하는데 있어서 국제적 기준의 best practice를 확립하고자 하는데 그 의의를 두고 있음. GIPS 광고기준의 준수를 주장할 수 있는 회사는 우선 투자성과 측정에 있어서 GIPS를 도입하여 GIPS 기준을 준수하고 있어야 함. GIPS광고 기준의 준수를 주장하는 회사는 GIPS 광고 기준상의 의무적 기재 요건을 모두 지켜야 함

#### — 광고의 정의

GIPS 광고 기준상의 “광고”는 두 명 이상의 고객에게 신문, 잡지, 상품설명서, 브로셔, 각종 매체, 기타 서면이나 전자적 자료 등의 형식으로 배포되는 모든 자료를 포함하는 포괄적인 개념으로 정의되고 있음. 기존 고객을 유지하거나 새로운 투자자문 고객을 유치하기 위해 배포되는 일체의 서면 자료(일대일 프리젠테이션이나 개별 고객에 대한 리포팅은 제외)도 “광고”로 간주됨

#### — GIPS 광고 기준과 관련 국내 법규와의 관계

GIPS 광고기준은 펀드 광고에 있어서의 윤리적인 업무처리 기준을 제시하고 동 기준을 준수할 것을 요구함으로써 펀드 실적 광고

고 관련 작업윤리의식을 제고하는데 그 목적이 있음. 동 기준은 국내 감독기구의 펀드광고에 대한 규제에 대해 어떠한 영향도 주지는 않음. 따라서, 펀드 실적을 광고하는 회사는 기본적으로 관련 국내 법규 및 규정을 모두 준수하여야 함. GIPS 광고기준은 관련 법규와 GIPS 광고기준이 서로 충돌하는 경우에는 관련법규를 우선 준수할 것을 요구하고 있음. 회사는 관련법규와 GIPS가 상치하는 경우에는 그 내용을 공개하여야 함

○ GIPS광고기준상의 의무적 기재사항

GIPS 광고 기준의 준수를 주장하는 회사는 다음의 요건을 모두 기재하여야 함

- “회사”에 대한 기술.
- GIPS 기준을 충족하는 각 종 프리젠테이션 자료나 회사의 모든 Composite에 대한 명세 및 동 Composite 에 대한 설명 자료를 구할 수 있는 방법
- GIPS 광고기준 준수 문구 :  
 “[회사명] 는 Global Investment Performance Standards (GIPS®) 을 준수합니다.”  
 GIPS 광고기준 준수를 주장하고 펀드실적을 게시하는 모든 광고는 다음의 정보를 포함하여야 함. (관련 정보는 GIPS 의 제반 요건을 준수하는 자료에서 발췌/인용되어야 함)
- 광고의 대상이 되는 Composite의 투자 전략에 대한 기술.
- 다음 중 어느 한 가지 내용 및 “Period-to-date” Composite의 투자성과 :

- 수익률 계산 기준 기간의 말일이 명확히 명시된 Composite 의 1, 3, 5년 연 환산 누적수익률 (또는, Composite 설정일이 1년 초과 5년 이하인 경우, Composite 설정일 기준으로 연 환산 한 기간). 대상 기간이 일 년 미만인 경우 예는 연 환산 금지
- 5년간 기간 말일이 명확히 명시된 Composite의 연 수익률 (또는, 설정일이 5년 미만인 경우, Composite 설정일 이후의 해당 기간 동안)

- 투자성과가 펀드 운용보수 (Investment mgmt. fees) 차감 전인지 후 인지 여부
- Composite 수익률이 표시되는 동 기간에 대하여 벤치마크의 수익률 및 동 벤치마크에 대한 설명. 벤치마크가 게시되지 않는 경우 동 광고는 벤치마크가 게시되지 못하는 사유를 기재하여야 함
- 수익률을 표시하는 통화
- 레버리지나 파생상품이 당해 Composite의 적극적인 투자전략으로 사용되는 경우 동 사용 내용 및 사용 정도에 대한 기술. 동 레버리지나 파생상품이 수익률에 심대한 영향을 미치지 않는 경우에는 본 요건은 해당사항 없음
- 광고에서 2000년 1월 이전의 기간에 대해 GIPS 미 준수 수익률을 게시하는 경우, 회사는 당해 정보가 왜 GIPS 미 준수 인지와 더불어 당해 미 준수 기간 및 어떤 정보가 GIPS 미 준수를 밝혀야 함

○ 추가 정보 또는 보충 정보

회사는 GIPS 광고기준상의 의무적 기재 사항 이외에도 추가정보나

보충정보를 더 게시할 수 있음. 단, 추가정보나 보충정보는 의무적 기재사항보다 더 부각되어서는 안되고 추가 및 보충 정보임이 명백히 식별될 수 있어야 함

## 나. 국내법상 판매광고 관련 규정

### ○ 개요

일반적인 광고규제가 고객을 속이거나 고객으로 하여금 잘못 알게 할 우려가 있는 광고는 금지하되 광고에 포함될 수 있는 내용에 대해서는 제한을 두지 않는 것(Negative 규제방식)과는 달리, 간접투자증권의 광고규제는 광고에 반드시 표시해야 할 내용과 광고에 사용할 수 있는 사항만을 법령에서 정하고 그 이외의 사항은 광고에 포함할 수 없도록 하는 Positive 규제방식을 채택하고 있음. 간접투자증권에 대하여 이 같이 엄격한 광고규제를 취하는 이유는 예금 등 여타 금융상품과는 달리 간접투자증권의 허위 과장 광고로 인해 투자자가 잘못된 투자판단을 하는 경우 그로 인한 금전적인 손실이 투자자에게 직접 귀속되기 때문임. 현재 자산운용회사·판매회사가 간접투자자와 관련된 광고를 하는 경우 당해 회사 준법감시인의 사전 확인 및 자산운용협회의 심사 절차를 따르도록 하고, 세부적인 사항은 자산운용협회에 위임하고 있음

#### — 판매광고시 의무적 기재사항

자산운용회사 또는 판매회사가 간접투자증권과 관련한 광고를 하는 경우 그 광고에는다음의 내용이 반드시 포함되어야 함

- 간접투자증권을 취득하기 전에 투자설명서를 읽어볼 것을 권고하는 내용

투자설명서는 펀드의 기본운용 방침, 투자대상, 투자위험, 수수료 등 펀드에 관한 기본적인 내용을 담고 있는 서류임. 간접투자증권은 상품별로 투자대상, 투자전략 및 위험 등이 다르기 때문에 투자자의 투자목적이나 위험성향에 맞는 간접투자자를 위해서는 반드시 투자설명서를 읽어보고 투자할 수 있도록 이를 필수표시사항으로 정한 것임

- 간접투자기구는 운용결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속된다는 사실

간접투자증권은 펀드운용결과에 따른 손익이 투자자에게 귀속되는 실적배당상품으로 원금손실이 발생할 수 있으나, 이 같은 내용을 알지 못하는 투자자가 있을 수 있으므로 원금손실 위험을 반드시 포함하도록 하고 있음

- 간접투자기구의 운용실적을 포함하여 광고하는 경우에는 당해 운용실적이 미래의 수익률을 보장하는 것은 아니라는 내용

펀드의 운용성과는 운용당시의 경제 및 증시상황 등 다양한 요인에 의해 결정되므로 과거의 운용실적이 미래에도 지속된다고 보장할 수 없으나, 펀드에 대한 이해가 부족한 투자자는 과거 운용실적을 미래의 보장된 수익률로 오해할 우려가 있어 이를 방지하기 위한 것임

— 판매광고에 포함될 수 있는 사항

간접투자증권의 판매광고에는 펀드의 명칭, 종류, 투자목적, 운용전략, 위험, 자산운용회사, 수탁회사, 판매회사의 명칭, 개요, 각종 수수료, 보수 등 투자설명서에 기재되는 사항과 펀드재산이 수탁회사에 의하여 별도 보관된다는 사실, 펀드의 투자목적에 적합한 투자자에 관한 사항 등을 포함할 수 있음. 이외에도 투자자의 투

자 판단에 필요한 일반적인 경제상황에 관한 정보, 투자금의 한도, 적립방법, 판매광고의 특성상 필요한 표제 등을 포함할 수 있음

— 예상수익률이나 목표수익률을 제시하는 펀드광고

간접투자상품(펀드)은 운용실적에 따라 이익이 날 수도, 손실이 날 수도 있기 때문에 예상수익률이나 목표수익률은 실현이 보장되는 수익률이 아님. 광고물에서 예상수익률이나 목표수익률을 표시하면 투자자들은 이 같은 수익률이 확실히 실현될 것으로 기대하고 잘못된 투자판단을 할 수 있음. 이 같은 이유로 펀드의 광고물에서는 원칙적으로 예상수익률이나 목표수익률을 표시할 수 없음. 단, 다음과 같은 경우에 한해 표시할 수 있음

• 수익률 표시가 가능한 예외적 경우

① 전환형 펀드의 전환목표수익률

② 지수와 연계되어 수익률이 결정되는 수익구조를 갖는 자산 등에 투자하는 펀드(ELS 펀드 등)의 지수 등에 연계된 예상수익률

○ 국내법규상 간접투자상품 판매광고 관련 규정

— 간투법 상 판매광고 관련 규정

제59조 (판매광고)

— 간투법 시행령상 판매광고 관련 규정

제39조 (판매 및 광고의 제한)

제57조 (판매광고)

— 간투법 시행규칙상 판매광고관련 규정

제17조 (판매광고)

— 간접투자자산운용업감독규정상 판매광고관련 규정

제52조의3 (간접투자 관련 광고 절차)

— 자산운용협회의 간접투자 광고에 관한 규정

제4조(금지 행위)

제5조(경고문언)

제6조(간접투자기구의중요정보 표시)

제7조(광고물의 심사필 표시)

제8조(간접투자기구에 관한 사항)

제9조(간접투자에 관한 사항)

제10조(기타)

제11조(간접투자기구의 운용실적 광고)

간접투자기구의 운용실적은 설정일로부터 1년 이상 경과한 경우에 한하여 수익률을 다음과 같이 표시하며 운용실적이 좋은 기간의 실적만을 표시함으로써 간접투자자가 오인할 우려가 없도록 하여야 한다고 규정하고 있음

\* 기준시점으로부터 소급하여 1년, 2년, 3년, 5년, 10년 시점의 누적수익률을 표시 하되 설정일로부터 2년 미만인 경우에는 설정일 이후 누적수익률을 표시함. 다만, 설정일로부터 3년이 경과한 경우에는 최근년도 시점 2개 이상의 누적수익률을 표시함

\* 간접투자기구의 유형, 설정금액, 설정일, 간접투자기구의 수익률 기준일자 및 산출기간, 산출기준을 명시하여야 함

- \* 수익률은 세전·세후 여부를 표시하여야 함
- \* 부동산간접투자기구 등과 같이 객관적인 벤치마크를 산정하기가 어려운 경우 또는 채간접투자기구의 투자대상간접투자기구의 경우에는 제3항의 규정을 적용하지 아니함
- \* 단기금융간접투자기구(MMF)의 운용실적을 포함하는 판매광고의 경우에는 다음의 기준에 따라야 함
- 최근 1개월 실현수익률을 연 환산하여 표시할 수 있음

**제12조(자산운용회사의간접투자기구 유형별 운용실적 광고)**

자산운용회사의 유형별 운용실적은 다음과 같이 표시하여야 함

- \* 기준시점으로부터 소급하여 1년, 2년, 3년, 5년, 10년 시점의 누적수익률을 표시 하여야함. 다만, 설정 후 3년 이상일 경우 최근년도시점 2개 이상의 누적수익률을 표시함
- \* 부동산간접투자기구 등과 같이 객관적인 벤치마크를 산정하기가 어려운 경우 또는 채간접투자기구의 투자대상간접투자기구의 경우에는 벤치마크를 표시하지 않을 수 있음

**제13조(간접투자기구의운용실적 비교광고)**

**제14조(자산운용회사간의 간접투자기구 유형별 운용실적 비교광고)**

**제15조(온라인 광고의 정의)**

**제16조(온라인광고의 심사)**

**제17조(공존광고)**

**제18조(TV홈쇼핑을 통한 광고)**

**제19조(광고심사의 대상 등)**

○ GIPS 광고기준 및 국내 법규와의 비교

간접투자상품 판매광고 관련 국내 법규는 광고 절차에 대해 GIPS광고기준의 대부분을 포함하여보다 광범위하게 규정하고 있음. 다만, GIPS 광고 기준과 아래와 같이 몇 가지 상치되는 부분이 있음

— Composite vs. 펀드/펀드유형

GIPS광고 기준의 적용을 받는 대상은 “Composite”이다. GIPS를 도입하지 않은 국내 펀드 운용/판매사는 개별 펀드 및 유형별 운용실적의 광고를 하는 것이 일반화 되어 있다는 관점에서 볼 때 GIPS 광고 기준과 차이점이 존재함. GIPS를 도입하는 가장 큰 계기 중의 하나가 운용사가 펀드 및 펀드 유형의 실적을 자사에 유리한 방향으로 포장함으로써 일반투자자의 판단을 흐리게 할 수 있는 병폐를 방지하도록 하는데 있다고 볼 수 있으므로, 광고에 있어서도 운용사의 자의적인 기준에 의한 펀드 및 펀드 유형의 산출 및 이의 왜곡된 운용실적 광고를 방지하기 위해서는 “Composite” 개념에 입각한 광고의 개념을 대안으로 생각해 볼 수 있음

— 연환산수익률 vs. 누적수익률

GIPS 광고 기준에 따르면 해당 기간 동안의 수익률은 연 수익률로 표시하게 되어 있는 반면 “자산운용협회의 간접투자 광고에 관한 규정”에 따르면 해당 기간의 누적수익률을 표시하게 되어 있음. 누적 수익률은 해당 기간 동안의 총 수익률 개념이므로 그 자체로서는 평균적으로 일 년 동안 어느 정도의 운용실적을 거두었는지가 분명하지 않음. GIPS는 운용실적을 연간 개념으로 환산하여 표시하게 함으로써 전문적인지식을 갖추지 못한 투자자가 보다 쉽게 운용현황을 파악할 수 있도록 하고 있음. 또한, 누적수

익률은 채투자의 결과를 모두 포함한 것이므로 투자자가 확정금리 상품에 가입했을 때 운용기간이 길수록 당연히 늘어나야 하는 수익에 대한 인식을 약화시킬 수 있음. 즉, 투자기간이 길어질수록 투자자는 늘어난 투자기간에 대해 채투자수익을 기대할 수 있는데, 총 수익률은 이러한 부분도 전적으로 운용사의 운용능력에 의해 달성된 것처럼 수익을 과대 포장해 주는 미묘한 효과도 있다고 볼 수 있음. 따라서, 보다 용이하게 운용성과를 파악할 수 있는 GIPS광고 기준상의 연간 수익률개념을 고려해 볼 수 있음

#### — 수익률 표시방법

GIPS 광고 기준에 따르면 기준시점으로부터 소급하여 1년, 3년, 5년 등으로 기간을 산정하게 됨. 그리고 기준말일부터 현재까지의 기간을 계산하여 Period-to-Date 수익률을 추가적으로 표시하도록 하고 있음. 반면, “자산운용협회의 간접투자 광고에 관한 규정” 상으로는 기준시점으로부터 소급하여 1년, 2년, 3년, 5년, 10년을 산정하는 것은 유사하나 Period-to-Date 수익률에 대한 규정은 없음. 감독규정상 “투자설명서”와 “자산운용보고서” 보고양식에 의하면 수익률 표시방법이 “자산운용협회의 간접투자 광고에 관한 규정” 과 다르게 규정되어 있음. 투자설명서에는 기준시점으로부터 역산하여 1년, 3년, 5년 등을 산정하고 마지막으로 설정일로부터 기준시점까지의 총 누적수익률을 표시하게 되어 있음. 또한, 자산운용보고서는 현재 보고일을 기준시점으로 하여 1개월, 2개월, 3개월, ..., 1년 등으로 역산하게 되어 있음. 이 같이 서로 상이한 기간 산정 방식에 따라 투자자에게 혼란을 초래할 수 있으므로 최대한 제 방식을 통합하는 것이 바람직하다 함

— MMF의 연 수익률 표시 문제

GIPS광고 기준에 따르면 대상 기간이 일 년 미만인 경우에는 수익률의 연 환산을 금지하고 있음. 그러나, “자산운용협회의 간접투자 광고에 관한 규정”에 따르면 단기금융간접투자기구(MMF)의 운용실적을 포함하는 판매광고의 경우에는 최근 1개월 실현수익률을 연 환산하여 표시할 수 있게 되어 있음. 1년 미만의 실적을 연 수익률로 환산한다면 실제 운용 기간을 초과하여 운용하지 않았던 기간까지 연장하여 동 수익률이 실현된 것으로 해석될 수 있음

— 보수 차감 전/후 수익률표시

GIPS광고 기준에 따르면 투자성과가 펀드 운용보수 (Investment mgmt. fees) 차감 전인지 후 인지를 의무적으로 기재하도록 되어 있음. 국내 펀드의 NAV산출 시에는 펀드자산의 가치에서 운용보수, 판매보수, 수탁보수 등의 제 비용이 모두 차감된 순 자산가치를 표시하게 되어 있고 또 이를 이용하여 해당기간의 실적을 집계하게 되므로, 국내 펀드 실적 광고 시에 동 사실을 표기하는 것이 일반화 되어 있음. GIPS 광고 기준은 단지 운용보수에 국한하여 이를 차감했는지 안 했는지 여부를 표시하도록 되어 있으므로 이와 관련된 국내 관행은 GIPS 광고 기준을 충족하는 것으로 볼 수 있음

**다. 펀드판매 광고심사제도 및 판매사의 광고업무절차 사례**

○ 자산운용협회의 광고심사제도

간접투자상품(펀드)에 관심 있는 투자자 보호를 목적으로 펀드운용회

사 및 증권회사, 은행, 보험 등의 펀드판매회사가 실시하는 펀드 광고물에 관하여 그 표시 및 방법이 바르게 되었는가를 자사 준법감시인이 사전에 확인하고 자산운용협회가 심사하는 제도임. 자산운용협회(구 투자신탁협회)는 지난 1998년부터 광고물에 대해 업계 자율적인 사전심사제도를 운영하여 왔음. 2006년 8월부터는 간접투자자산운용업법시행령 제57조 및 간접투자자산운용업감독규정 제 52조의3을 통해 법으로부터 위임 받은 사무로 광고물 사전심사제도를 운영하고 있음. 자산운용협회는 업계의 이해관계로부터 독립된 광고 심사를 할 수 있도록 협회에 광고심사담당부서와 별도의 광고심의위원회를 두고 있음. 펀드광고는 광고물의 유형과 광고지역범위에 따라 자산운용협회 심사대상과 운용회사 및 판매회사 자사 준법감시인 확인대상으로 나뉘어 서로 다른 절차에 따라 진행

— 협회 심사대상 광고물

- 신문, 잡지 등의 간행물
- TV, 라디오 등의 방송매체
- 인터넷 포털사이트, 불특정 타수에게 보내지는 이메일 등 온라인 미디어 매체
- 전국을 배포대상지역(특별시, 광역시 포함)으로 하는 전단, 포스터, 현수막,
- 벽면부착물, 팜플렛, 우편통신문, 전화번호부 등의 인쇄물 등
- 국내투자자를 대상으로 배포하는 외국어로 된 광고물

— 자사 준법감시인 확인대상 광고물(기타 광고물)

- 특정지역만을 배포대상지역(특별시, 광역시 포함)으로 하는 전단, 포스터, 벽면 부착물, 팜플렛, 우편통신문, 전화번호부 등

의 인쇄물

- 기존 가입고객에 한하여 보내는 이메일 서비스
- 자사 홈페이지를 통한 상품소개 등

○ 펀드 판매회사의 광고심사 업무 절차 사례

— 아이디어 승인 회의

신상품의 마케팅 활동에 대한 아이디어를 모으기 위해 부서회의를 개최

— 아이디어 개요 승인

마케팅 담당자는 부서 회의에서 모아진 의견들을 바탕으로 하여 "광고 전략 개요"를 작성 광고대행사와 광고에 대해 커뮤니케이션

— 마케팅 프로그램 제안

신상품의 홍보, 마케팅을 위해서 마케팅 담당자는 '마케팅 프로그램 제안서'를 작성 상품판매부서장, 준법감시부서장, 등 관련 부서장에게 회람

— 광고물 승인

- 광고문을 작성할 경우 적절한 위험고지 내용과 주의내용이 포함되어야 함
- 위험고지 내용은 이해하기 쉽게 기술되어야 하며 아래와 같은 내용을 포함해야 함

판매회사 및 어떠한 계열회사나 자회사도 투자상품의 수익이나 원금을 보증하지 아니하며 그러한 의무도 없음/ 투자상품은 예금자보호법에 의하여 보호되지 않음/ 투자상품은 투자

에 따른 위험을 가지고 있고 투자원금의 손실을 가지고 올 수도 있음

- 위험고지내용은 특정한 투자상품에 부가되는 추가적인 위험도 명백하게 설명하고 있어야 함
- 최소한의 위험고지 내용을 고객들에게 배포되는 광고나 홍보 자료에 실어야 함
- 모든 투자상품 광고에는 아래의 사항들이 포함되어 있어야 함
  - ① 투자상품의 개요와 특징
  - ② 수익증권을 취득하기 전에 투자(신탁)설명서를 읽어 볼 것을 권고하는 내용
  - ③ 간접투자기구의 운용실적을 포함하여 광고하는 경우에는 당해 운용실적이 미래의 수익률을 보장하는 것은 아니라는 내용
  - ④ 간접투자기구는 운용결과에 따라 투자원금의 손실이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속된다는 사실
- 마케팅 자료에 쓰이는 펀드명은 투자신탁계약서 상의 이름과 동일해야 함

투자자들에게 혼동을 주지 않기 위해서, 어떠한 투자상품도 판매회사의 브랜드를 사용해서는 안됨

— 자사 준법감시인 승인

모든 광고물은 정해진 양식에 따라서 내부 준법 감시인의 검토를 받아야 함

— 자산운용협회 승인

내부 준법감시인의 승인을 받은 광고물은 자산운용협회의 공식적

인 심사 절차를 거쳐 승인을 받음. 첨부 1> 양식 참조

- 아래와 같은 경우에는 내부 준법감시인의 사전확인을 거친 후 자산운용협회의 광고심사를 받아야 함 (간접투자 광고에 관한 규정 제19조)

- ① 신문, 잡지 등의 간행물을 이용한 판매 광고
- ② TV, 라디오 등의 방송매체를 이용한 판매 광고
- ③ 온라인 광고 중 인터넷 포털사이트 등 불특정 다수를 상대로 하는 판매광고
- ④ 전국을 배포대상지역(특별시, 광역시 포함)으로 하는 전단, 포스터, 현수막, 벽면 부착물, 팜플렛, 우편통신문, 전화번호 등의 판매광고 인쇄물
- ⑤ 국내 투자자를 대상으로 배포하는 외국어로 된 판매광고물
- ⑥ TV, 라디오 등의 방송매체에 해당하는 이미지 광고물

회사는 내부 준법감시인이 행하는 광고물에 대한 사전확인 내역을 월별로 취합하여 익월 15일까지 협회에 제출함. (간접투자 광고에 관한 규정 제20조)

#### — 광고물 인쇄 및 배포

- 자산운용협회의 승인을 받은 광고물은 인쇄과정을 거쳐 각 지점으로 발송되거나 신문이나 잡지 TV 등의 대중매체를 통해 배포됨
- 모든 광고물이나 연구 보고서들은 최종본이 인쇄된 직후 최종본이 내부준법 감시인이 사전에 승인한 것과 동일하다는 것에 대해 내부 준법 감시인으로부터 한번 더 검토 및 승인을 받음

첨부 1 > 광고심사신청서

자산운용협회 귀중

광고심사 신청서

다음과 같이 광고.선전을 행하고자, 「간접투자 광고에 관한 규정 제21조 제1항」에 의한 신청서를 제출합니다.

- 다 음 -

종 류	간행물광고, 인쇄물광고, 게시물광고, 방송광고 영상물광고, 판촉물광고, 온라인광고, 기타( )		
광 고 명 칭			
최초사용일 및 사용기간			
대 상(배 포)지 역			
규격 등 실시방법			
수량 또는 횟수(처리기간)	(yy.mm.dd.-yy.mm.dd.)		
담당자 성명	전화	팩스	
준법감시인 성명	사전확인필번호	확인일자 및 확인인	년 월 일 (인)

※ 광고내용이 법령·감독규정 등 관련 법령, 상품약관(정관) 및 투자설명서에 기재된 사실과 상이한 경우에 그 책임은 본 회사에 있습니다.

- 붙임: 1. 광고의 시안 1부  
2. 기타 증빙자료 1부

년 월 일

펀드판매회사 (인)

광고책임자 ( )부장 000 (인)


첨부 2 > GIPS 광고 샘플 1

**SAMPLE ADVERTISEMENTS**

**Sample Advertisement without Performance Returns**

**Sample 4 Investments**

Sample 4 Investments is the institutional asset management division of Sample 4 Plc and is a registered investment advisory firm specializing in qualitative, growth-oriented investment management.



Sample 4 Investments claims compliance with the Global Investment Performance Standards (GIPS®).

To receive a complete list and description of Sample 4 Investments' composites and/or a presentation that adheres to the GIPS standards, contact John Doe at (800) 555-1234, or write to Sample 4 Investments, 123 Main Street, Resultland 12345, or e-mail [jdoh@sample4investments.com](mailto:jdoh@sample4investments.com)

**Sample Advertisement Including Performance Returns (1-, 3-, and 5-year annualized)**

Sample 4 Investments: Global Equity Growth Composite Performance				
	Ending 31 Mar 04	Ending 31 Dec 03		
Results shown in US \$ before fees	Period to Date (3 mths)	1 Year	3 Years per annum	5 Years per annum
Global Equity Growth	-3.84%	-19.05%	-14.98%	0.42%
MSCI World Index	-4.94%	-19.54%	-16.37%	-1.76%

Sample 4 Investments is the institutional asset management subsidiary of Sample 4 plc and is a registered investment advisor specializing in qualitative, growth-oriented investment management. The Global Equity Growth Composite strategy focuses on earnings, growth of earnings, and key valuation metrics.

Sample 4 Investments claims compliance with the Global Investment Performance Standards (GIPS®).

To receive a complete list and description of Sample 4 Investments' composites and/or a presentation that adheres to the GIPS standards, contact Jean Paul at +12 (034) 5678910, or write Sample 4 Investments, One Plain Street, Resultland 12KJ4, or [jpaul@sample4inv.com.re](mailto:jpaul@sample4inv.com.re).

첨부 3 > GIPS 광고 샘플 2

OR the firm may present:

Sample Advertisement Including Performance Returns (5 years of annual returns)

Sample 4 Investments: Global Equity Growth Composite Performance						
Results are shown in US \$ before fees	Period to Date (3 mths to 31 Mar 04)	31 Dec 2003	31 Dec 2002	31 Dec 2001	31 Dec 2000	31 Dec 1999
Global Equity Growth Composite	-3.84%	-19.05%	-17.05%	-8.47%	31.97%	25.87%
MSCI World Index	-4.94%	-19.54%	-16.52%	-12.92%	25.34%	24.80%

Sample 4 Investments is the institutional asset management subsidiary of Sample 4 plc and is a registered investment advisor specializing in qualitative, growth-oriented investment management. The Global Equity Growth Composite strategy focuses on earnings, growth of earnings, and key valuation metrics.

Sample 4 Investments claims compliance with the Global Investment Performance Standards (GIPS®).

To receive a complete list and description of Sample 4 Investments' composites and/or a presentation that adheres to the GIPS standards, contact Jean Paul at +12 (034) 5678910, or write Sample 4 Investments, One Plain Street, Resultland 12KJ4, or [jpaul@sample4inv.com.re](mailto:jpaul@sample4inv.com.re).



## V. GIPS 도입에 따른 기대효과

---

1. 국내 투자성과 평가 현황 및 문제점
2. GIPS 도입에 따른 기대효과



## V. GIPS 도입에 따른 기대효과

유 승 덕, CFA

우리크레디트스위스자산운용 AI 본부

### 1. 국내 투자성과 평가 현황 및 문제점

#### 가. 자산운용사 단위의 투자성과 정보 부족: 합리적 투자의 사결정 저해

- 자산운용상품은 대표적인 실적 상품으로서, 향후 투자성과는 자산운용사의 운용능력에 의하여 크게 좌우
  - 개별 펀드의 투자성과는 기존 펀드 투자가에 대한 공시 정보에 불과하여, 투자의사결정을 위한 정보로서 활용하기에는 부적절
  - 자산운용사의 운용능력을 판단하기 위해서는 자산운용사 단위의 성과 정보 공개가 필요
  
- 특히 우리나라와 같이, 자산운용사가 동일한 운용 전략으로 많은 펀드를 운용하고 있는 상황 하에서는, 개별 펀드의 운용성과만으로 자산운용사의 운용능력을 평가하는 것은 무리
  - 선진국에 비하여 펀드 수가 많고 펀드 당 자산규모가 적은 시장 구조: 소액펀드의 양산

- 신상품이 아니면 판매가 이루어지지 않는 국내 펀드 판매시장의 특성
- 모자형 및 종류형 제도의 발전이 최근에서야 이루어짐에 따라 수수료등 판매사의 특성에 따라 별도의 펀드 출시 필요
- 특히 운용사 입장에서는 마케팅을 위하여 운용실적이 나쁠 경우 동일 전략의 새로운 상품을 만드는 경향이 있어, 개별펀드의 운용실적만으로는 운용사의 운용능력을 평가하는 것이 왜곡을 초래할 가능성이 높음

<표 V-1> 주요국가별 비교

(단위: %, 06년 6월말 기준이며 ( )안은 前분기)

펀드 유형	한 국	미 국	일 본	영 국
주식형	21.7 (19.3)	56.2 (56.3)	79.9 (78.4)	70.3 (71.8)
채권형	22.3 (23.0)	14.8 (14.8)	15.8 (17.0)	15.2 (15.0)
혼합형	22.4 (21.3)	6.3 (6.3)	·	10.9 (0.9)
MMF	23.4 (27.2)	22.7 (22.6)	4.3 (4.6)	1.1 (0.9)
기타	10.2 (9.2)	·	·	2.5 (2.5)
펀드수(개)	<b>7,536 (7,653)</b>	<b>8,056 (7,989)</b>	<b>2,699 (2678)</b>	<b>1,899 (1,931)</b>
펀드당순자산(USD백만)	<b>32.1 (29.8)</b>	<b>1207.5 (1168.3)</b>	<b>195.3 (191.9)</b>	<b>369.4 (348.7)</b>

자료: 자산운용협회 “세계펀드산업동향 2006년 3분기” (2007. 2. 1)

- 개인투자자들의 경우, 언론과 펀드평가사 및 운용사들이 제공하는 개별 펀드의 실적 정보이외에는 자산운용사의 운용능력을 판단할 수 있는 정보의 입수가 용이하지 않아, 합리적인 투자판단을 내리기가 어려운 상태

- 언론과 펀드평가사들은 주식형, 주식혼합형, 채권혼합형, 채권형 등 대분류 위주로 개별 펀드의 운용실적을 발표하는데 초점을 맞추고 있어 운용 전략, 운용 능력의 차이를 구별할 수 있는 정보를 제공하지 못하고 있음

<표 V-2> 국내 3대 평가사의 펀드 분류 기준 현황

항목/평가사	제로인	한국펀드평가	모닝스타
1. 합작선	Lipper	S&P	Morning Star
2. 합작사특징		자산유형, 지역, 섹터 등 복수 유형 관리	운용내역 바탕으로 Style 분류에 초점
3. 분류기준	약관 및 투자설명서	실제편입비 반영	실제편입비 반영
4. 주식형분류	성장/안성/안정 인덱스	고편입, 혼합, 저편입, 자산배분, 인덱스	주식 혼합형(주식 고, 중, 저)
5. 채권형분류	시가채권	채권	채권

- 주로 해당 유형 내 3개월, 6개월, 1년 등 수익률을 기준으로 상위 10개/20개 펀드들을 서열화하여 발표
- 채권형 펀드의 경우 편입된 채권의 만기와는 무관하게 환매수수료 부과 기간을 기준으로 장/단기를 구분하고 있어, 채권의 시장가격 변동위험을 반영하지 못하고 있음
- 주식형 펀드의 경우 배당추구형, 가치투자형/성장형, 중소형주식투자형, SRI형 등 운용 Style이나 운용전략의 특수성이 고려되지 않고 대분류에 근거하여 운용 실적에 따라 순위를 부여
- 현행 기준 하에서는 혼합주식형의 주식편입비중이 높을 수 있어 투자자들의 혼란 초래 가능

※ 최소주식편입비율 60% 이상인 펀드를 주식형으로, 최대주식편입비율이 50% 이상인 것을 혼합주식형펀드로 분류

— 투자가들도 실적상품에 대한 이해가 부족하여, 향후 운용성과에 중요한 영향을 미칠 수 있는 운용전략의 특성이나 운용능력에 대한 분석보다는 소문에 의하여 의사결정을 하는 경우가 많음

- 투자의사결정과정에 있어서의 비합리성 초래
- 효율적 자산관리 실패
- 불완전판매에 의한 분쟁 유발

#### 나. 투자성과 분석의 전문성 부족: 자산운용의 전문성 저해

○ 기관투자자들의 경우, 펀드평가사가 제공하는 운용실적 데이터를 기준으로 운용사의 운용능력을 측정해 나가는 추세이나, 투명성과 전문성이 부족

— 국민연금을 비롯한 대부분의 기관투자자들은 위탁운용사를 선정할 때, 한개 내지 두개의 펀드평가사를 참여시켜 필요한 운용사의 운용능력을 평가

- 해당 펀드평가사들은 자산운용협회를 통하여 입수한 펀드별 실적자료를 바탕으로 DB를 구축하여 기관투자자가 요구하는 분류기준에 따라 운용사에 대한 실적 정보를 제공하고 있으나, 펀드 분류가 명확하지 못하여 분쟁의 소지가 높아 비공개로 진행되거나 아예 포함되어야 할 펀드들을 운용사와 협의하여 결정
- ETF 와 같이 일반펀드와 달리 분배가 발생하는 펀드들의 경우

분배금을 반영한 운용성과 자료가 구축되어 있지 못하여 이러한 특성은 운용사의 요구에 의하여 반영해 가고 있는 추세

- 기관투자자들이 아웃소싱하는 펀드의 분류도 대분류에 의존하고 있어 운용전략의 차이를 충분히 반영하지 못하고 운용능력에 대한 평가가 합리적이지 못한 상태

○ 특히 기관투자자들의 경우, 투자성과 분석에 의한 운용능력의 합리적인 평가는 자산운용의 전문성 확보를 위한 필수 전제조건이나,

— 기관투자자들의 경우 우월적인 지위를 통하여 특별한 운용 성과를 기대함으로써, 사모펀드 또는 일임운용형태로 운용을 위탁하고, 이를 별도의 평가그룹을 구성하여 평가(Rating Fund)하고 있어, 운용능력에 대한 합리적인 평가가 이루어지기 어려운 실정

— 또한 일부기관투자자들의 경우, 기관운용자금에 대한 단기평가 관행과 기금운용의 비현실적 규제, 절대수익률에 의한 비합리적 평가체계, 자산배분능력의 부족 등으로 운용능력 평가에 바탕을 둔 운용위탁의 전문성 배양이 어려운 실정

— 비현실적인 관행과 기관투자자의 전문성 부족은 공공자금 운용에 있어서의 비효율을 초래할 뿐 아니라, 근본적으로 위탁자(기금운용자)가져야 할 책임(자산배분책임)을 수탁운용자에게 전가시키게 되는 등 기관 자금 수혜자에 대한 Fiduciary Duty도 손상

**다. 투자성과 평가 인프라 부족: 자산운용산업의 발전 저해**

○ 열악한 운용성과 평가시장 및 환경

— 국내에서 제로인, 한국펀드평가, 모닝스타 등 3개사가 펀드평가사로

서 활동 중이나 아직은 수익성이 높지 못하여 재무구조 등이 취약

- 인력부족으로 자체적인 분석능력과 독립성을 확보하지 못하고,
- 펀드운용상의 실질적인 특성에 근거한 분류보다는 약관 및 투자설명서 또는 운용사로부터의 설문자료 등에 의한 펀드분류에 의존
- 법적 및 실질적 협상능력의 제약으로 인하여 운용사로부터 직접적인 자료 취득이나 실사보다는 운용사들이 법에 의하여 자산운용협회에 보내는 자료를 협회를 통하여 취득하고 있어, 회계 정보이외에는 분석에 필요한 충분한 정보를 확보하기 어려운 실정

— 업계 내 운용성과 분석을 위한 정보 축적 미흡

- 최근 판매사를 중심으로 펀드분석 분야의 중요성에 대한 인식과 그에 따른 인력수요가 창출되고 있으나 아직은 전문성이나 분석시스템 및 분석능력이 부족한 상태
- 운용성과 평가를 위한 충분한 정보가 축적되지 못하고, 회계 정보에 의존한 분석이 주를 이루고 있어, 계량적인 운용성과 기여분석(Performance Attribution)이나 매니저의 운용능력 평가(Performance Appraisal)가 미발달<sup>5)</sup>
- 기관투자자들의 경우, 위탁운용사 선정 시 펀드평가사들을 통하여 계량적인 성과측정은 도입해 나가고 있는 추세이나 운용성과 기여분석 및 운용능력평가에 대해서는 자체적인 정성평가에만 주로 의존하고 체계적이고 합리적인 원칙이나 계량모형을 활용하지 못하고 있는 실정: 운용사 운용성과 정보 및

5) 통상 운용성과평가(Performance Evaluation)은 운용성과의 측정(Performance Measurement), 운용성과 기여분석(Performance Attribution), 운용능력평가(Performance Appraisal)로 구분

장기 운용성과 정보 부족 (부록 참조)

- 운용사들의 경우, 매니저들에 대한 성과보상을 위하여 회사에 따라서는 샤프지수, Information Ratio를 자체적으로 계산하여 사용하고 있고, 합리적인 Peer Group을 자체적으로 분류하여 상대평가에 사용하는 등 보다 정교한 성과평가를 시도하고 있으나, 회계정보 데이터 이외에는 활용할 수 있는 축적된 정보의 제약으로 인하여 한계에 봉착하게 됨. 따라서 대부분의 운용사들의 경우에는 벤치마크 대비 매니저의 운용능력에 대한 평가지표보다는 시장에서의 상대평가에 더 비중을 두고 매니저를 평가하는 경향이 있음

#### ○ 벤치마크의 미발달

— 벤치마크는 운용사 운용능력 측정의 기준점

- 펀드수익률(P)=시장수익률(M)+매니저의 운용특성 기여도(S)+매니저의 적극적 운용기여도(A)

: 매니저의 운용특성(스타일) 기여도(S)=벤치마크수익률(B)-시장수익률(M),

- 매니저의 적극적 운용기여도(A)=P-B로 정의할 수 있으며, 따라서 벤치마크는 매니저의 적극적 운용기여도(운용능력)를 측정하는 기준점

— 우리나라 벤치마크 현황

- 우리나라의 경우 매니저의 운용특성 또는 스타일을 반영하는 벤치마크가 다양하게 개발되지 못하고 있어, 시장을 대표하는 종합지수를 벤치마크로 주로 사용

- 따라서 매니저가 활용하는 운용전략이나 스타일 상의 특성과 매니저의 진정한 운용능력의 구분이 어려운 상태. 즉, 중소형주에 주로 투자하는 운용전략이나 대형주위주로 투자하는 운용전략이 동일하게 KOSPI 종합지수를 벤치마크로 사용하고 있어 매니저의 운용능력에 의한 차이보다는 중소형주와 대형주간의 시장 수익률간의 차이에 의하여 차별화되고 있는 실정. 이는 투자자들의 실적투자에 대한 인식부족으로 투자 성과에 따르는 책임의 소재를 아직 구분하지 못하는데에 주로 기인
- 주식의 경우에는 대부분 KOSPI나 KOSPI200에 주식최대편입비를 곱하고, 나머지부분은 CD나 콜금리를 적용하여 벤치마크로 사용하고 있으며, 채권형의 경우에는 통안채나 국고채 수익률이나 운용펀드와 듀레이션이 상이한 일부 시장성 있는 채권지수를 벤치마크로 사용
- 최근 수요가 급부상하고 있는 해외펀드의 경우에도 대부분 해당 해외시장의 종합지수를 주로 사용하고, 국내 투자자들의 인지도 부족으로 아직 운용스타일을 고려한 스타일지수를 사용하지는 못하고 있는 실정
- 한국증권선물거래소에서는 배당지수(KODI), 기업지배구조지수(KOGI), 코스다과 유가증권시장의 통합지수(KRX) 및 섹터지수 등을 개발하였으나, 시장에서 활용도는 높지 않은 상태
- 또한 추가적인 섹터지수 및 스타일지수 등도 개발할 예정이며 산출방식도 활용도를 높이기 위하여 유동성을 감안하거나 산업분류를 국제적인 통용도가 높은 방식으로 변경하는 등 시장에서의 활용도를 높이기 위하여 노력 중이나, 근본적으로는 운용성과 분석의 발전이 중요할 것으로 판단됨

○ 부동산, PEF 및 AI 등 성과평가 현황

— 자산 및 성과 평가를 위한 기준 부재

- 주식 및 채권이외의 부동산펀드, PEF 및 기타 AI상품들에 대하여는 평가 기준이 별도로 마련되어 있지 않은 상태
- 따라서 자산의 특수성을 반영하지 못하고 자산 평가의 공정성이나 투자자들에게 충분한 운용상의 특성 정보가 제공되지 못하고 있는 실정

## 2. GIPS도입에 따른 기대효과

### 가. 자산운용사 단위 투자성과의 자율적 공시가 미치는 영향

○ 자산운용사의 전문성 제고

— GIPS의 가장 큰 특징은 개별 펀드단위의 운용성과공시가 아니라 회사(운용주체) 차원의 운용성과를 공시하는 자율기준이라는 점에 있으며, 자산운용사들은 이를 적용하고 준비해 나가는 과정을 통하여 운용 프로세스를 합리화하고, 축적된 고부가 운용정보를 바탕으로 운용의 전문성을 확보

- GIPS는 회사의 정의, 성과공시에 포함되어야 할 운용자산의 범위 (운용의 재량권을 가지고 실제 운용하고 있는 모든 자산과, 자산배분 등의 운용재량권을 가지는 Subadvisor의 운용자

산 등 포함) 등을 상세히 규정하고 있어, 운용주체에 대한 명확한 정의와 적용을 통하여 운용의 책임 범위가 명확

- 운용사들이 회사 내 펀드들을 동일한 운용전략에 따라 Composite로 정의하고 그 관리절차를 문서화함에 따라 운용의 일관성과 투명성 및 효율성이 제고: 운용 철학이 있는 운용사에 대한 재평가가 이루어짐
- 회사의 모든 펀드를 최소한 한개 이상의 Composite로 구성함에 따라 Cherry Picking의 기회가 사라지고, 성과가 두드러진 운용전략을 집중, 육성하게 되어 운용사별 차별화 및 전문화가 촉진

○ 투자의사결정의 합리화를 통한 자산관리의 효율성 제고되고 실적상품의 정착에 기여

- 운용능력에 대한 정보가 추가적으로 제공됨에 따라 합리적인 투자의사결정이 가능해지고 자산관리의 효율성이 제고
  - 펀드단위 투자성과를 통하여서는 모호했던 운용능력에 대한 평가가 가능해지고, 보다 합리적인 투자의사결정과 자산관리가 가능
- 또한 운용에 대한 책임의 소재가 명확해 지고, 투자가들도 펀드 또는 특정 운용전략을 선택한 데 따른 책임을 인식하게 되어 실적상품의 정착을 촉진
  - 판매사 및 투자자들의 운용 성과에 대한 이해가 증진됨에 따라 실적상품에 대한 인식이 정착
  - 전반적 교육수준 향상에 따른 판매사의 불완전 판매 가능성과

고객과의 분쟁 소지 감소

- 판매사의 역할과 전문성은 강화되는 한편, 업계 내 비합리적인 수수료 구조 개선 가능
- 판매사의 전문성과 서비스의 질에 따른 차별화 촉진
- 투자가 신뢰 확보를 통한 산업의 투명성, 건전성 제고
- 운용사의 Cherry Picking 기회가 감소함에 따라 투자자 보호 기능이 강화되고, 건전한 자율기준의 도입으로 인한 감독 규제 효율성과 선진화 촉진

○ 펀드분류체계 개선 및 투자성과 분석 인프라 기반 구축

— 펀드평가 및 투자성과 분석기법의 발전 등 국내 자산운용 산업의 인프라 기반 강화

- 추가적인 운용정보 축적을 통하여 펀드평가사의 서비스기반 강화
- 약관상 주식편입비 등 형식적 요건에 의한 현행 펀드 분류체계가 펀드의 실질적 운용 특성을 반영하는 분류체계로 개선되어 펀드 평가 등의 효율성이 증대
- Factor 분석 등 투자성과 분석기법이 발전하고, 이와 관련된 투자성과 평가 시스템 개발이 촉진

— 운용특성을 반영하는 다양한 벤치마크의 개발 및 활용 증대

- 운용사의 운용특성을 반영하기 위한 수요 확대에 다양한 지수가 개발되고, 지수정보시스템 등 관련 산업 발전

## 나. 수익률 계산, 운용성과 공시 및 Presentation의무가 미치는 영향

(부록 참조)

### ○ 산업 내 투자가 보호 기능 강화

— 운용성과의 완전한 공시(Full Disclosure)와 공정한 표현(Fair Representation)을 통한 투자가 보호 기능이 강화

- GIPS기준은 자산에 대한 시가평가를 원칙으로 하고, 운용성과 산출에 필요한 모든 정보를 축적하도록 하고 있으며, 수익률의 계산방식은 총 수익에 근거한 시간가중수익률을 바탕으로 하도록 의무화
- 또한 수수료 포함여부, 벤치마크 정보, Composite 구성내역, 포트폴리오 수익률의 분산 등 상세한 공시 및 Presentation을 의무화하고 있어 투자자들이 투자의사결정을 하는데 필요한 광범위한 정보가 공시

— GIPS는 부동산과 PEF와 같이 전통자산의 성과평가기준이 적용되기 어려운 경우에는 별도의 적용 기준을 마련하고 있고, 또한 Wrap Account 등에도 적용되는 기준을 마련

- 자산의 평가방식, 평가주기, 필요한 추가적인 공시사항 등을 규정하고 있어 국내 해당 펀드들의 운용성과 평가에 대한 기준을 제시하고 투자가 보호 기능도 강화

— 선진화된 자율규제가 정착함에 따라 산업의 건전성 제고

- GIPS는 운용 및 투자성과 공시의 책임소재를 명확히 하고, 자산운용산업 내 운용사, 기관투자가 및 판매사 등 각 금융기관

의 투자가에 대한 Fiduciary Duty를 명확히 재확립

- 감독기관의 규제 기능 선진화

○ 자산운용사의 운용의 효율성을 제고

— GIPS의 준수주체는 운용사로서 기준의 준수를 위한 데이터 정비 및 시스템 구축 등 어느 정도의 초기 비용을 초래하는 반면, 이를 통한 효율성 제고 효과도 높을 것으로 예상

- GIPS는 회사가 성과를 Presentation하거나 필수요건이 요구하는 계산을 수행하는데 있어서 필요한 모든 데이터 및 정보는 인식하고 유지 할 것을 요구
- 따라서 GIPS의 적용을 위하여 운용사들은 운용성과를 명확히 산출할 수 있는 운용성과 정보를 축적하게 되고, 투자의사결정과정에 대한 양질의 정보를 확보하게 되어, 매니저의 관리에서부터 리스크관리, Compliance, 전산 및 경영관리 등 회사내 모든 부문의 효율성이 증대될 것으로 기대
- 국제적으로 통용되는 성과 공시 기준을 도입함에 따라 해외 투자가들로부터의 신뢰 확보를 통한 국제시장에서의 경쟁력 강화

○ 자산운용 산업의 선진화, 국제화 촉진: 동북아 허브 기반 강화

— GIPS기준의 적용 및 외부 감사를 위한 각종 운용 정보의 축적이 이루어지고, 국제적 통용성 확보를 통한 산업의 국제화 촉진

- 회계 정보에 바탕을 둔 형식적 펀드 외부감사가 운용정보를 바탕으로 한 실질적 펀드 외부감사로 개선되고, GIPS기준의 Compliance를 위한 외부 감사(GIPS Verification 및 GIPS적용

Consulting) 수요 창출

- 국내 펀드 운용정보에 대한 국제적 통용성이 확보됨에 자산운용 산업 및 관련 부수산업의 국제화 촉진

— 다양한 벤치마크의 활용도 증대를 통한 관련 산업의 발전

- GIPS기준은 벤치마크 정보의 공시를 의무화하고 있어 벤치마크 개발을 자극
- 벤치마크를 통한 성과 분석의 발전 및 관련 정보시스템 산업의 발전을 초래

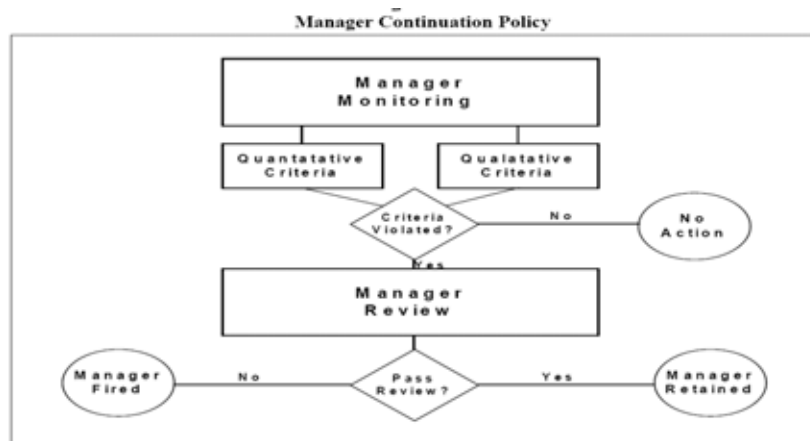
— 우리나라의 투자성과평가 및 공시와 관련된 제반 관행과 규제들이 국제적 적합성에 비추어 재조명되고 재구성될 수 있도록 함으로서 우리나라 금융산업의 동북아 허브 기반 구축에 기여

- GIPS는 지속적으로 진화하는 기준으로 전 세계에서 투자성과 공시와 관련하여 발생하는 제반 중요 이슈들이 세계 각국 및 관련 분야의 전문가들에 의하여 국제적 적합성에 비추어 상시 재조명되고 있음
- GIPS 이사회는 세계 각국의 대표들로 구성된 GIPS Council 과 각 분야의 전문가들이 참여하는 상임소위원회(Practitioners/Verifiers Subcommittee와 Investors/Consultants Subcommittee), 규정의 해석을 담당하는 상임소위원회(Interpretation Subcommittee) 등 4개의 상임소위원회를 통하여 전 세계 투자성과 공시와 관련하여 발생하는 제반 이슈들을 지속적으로 파악하고 이에 대한 가이드라인을 제시
- 예로서, 기존의 전통자산운용 성과와는 그 특징이 상이한 부동산 및 PEF, Wrap Fee Account 등에 대하여 추가적인 수익률 계산, 공시 의무 등을 부여

<부록>

○ Manager Continuation Policy

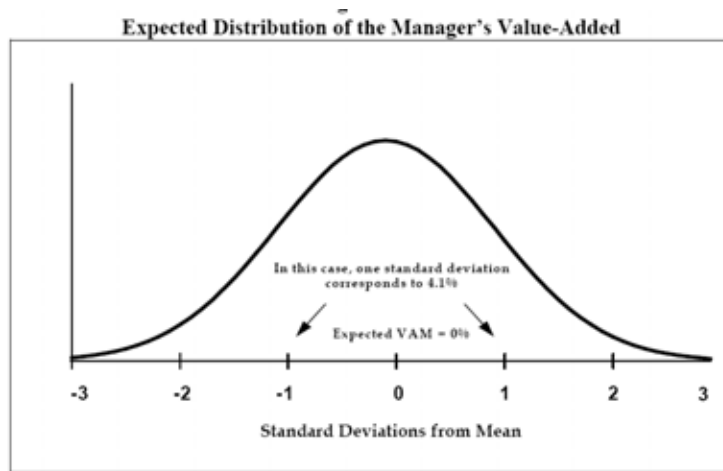
<그림 V-1> Manager Continuation Policy



- ① 우수한 매니저를 보유하고 열등한 매니저를 교체하되, 매니저 교체에 따른 비용 발생 등 악영향 최소화
- ② 평가자나 Investment Committee의 변동과는 무관하게 일관성 있게 적용하는 것이 중요

○ 운용능력 평가(Performance Appraisal)의 기본 개념

<그림 V-2> 운용능력 평가(Performance Appraisal)의 기본 개념



- ① 매니저(운용사)의 운용능력 평가를 위해서는 업계 동일전략을 구사하는 매니저들의 운용성과와 변동성 등의 자료 축적이 필요
- ②  $H_0$ : 매니저의 운용능력(Skill)이 없다  
 $H_a$ : 매니저의 운용능력이 있다
- ③ Type I Error: 운용능력이 없는 매니저를 보유할 확률 (귀무가설이 참임에도 해당 매니저의 운용성과 특성이 이를 벗어 날 확률)
- ④ Type II Error: 운용능력이 있는 매니저를 교체할 확률 (귀무가설이 거짓임에도 해당 매니저의 운용성과 특성이 동 범위 내에 있어 가설을 채택할 확률)

○ GIPS기준 상 필수 공시 의무 사항

- ① 회사(Firm)의 정의 및 재정의 시 그 날짜와 이유
- ② 회사의 모든 Composite 목록 (최근 목록 뿐 아니라 최소 최근 5년 이내 중단된 목록 포함)과 설명서 제공 가능 여부
- ③ Composite 설명서 (투자전략 및 목적, 운용스타일 등 투자자들이 운용의 적합성을 판단할 수 있도록 Composite 정의외의 해설 정보를 요약하여 제공 )
- ④ Composite 내 포트폴리오 수익률의 분산도 측정치
- ⑤ Composite 이름 변경 및 구성 일자, Composite의 변경 시 그 날짜와 변경 내용. 단, 변경 내용은 소급 적용 불가
- ⑥ 2010년 이전 기간에 대하여, 포트폴리오 평가가 월말 또는 매월 마지막 영업일 기준으로 적용되지 않은 경우 그 내역
- ⑦ Composite의 최소 자산 규모가 설정된 경우 그 자산규모 및 그 변경 사항
- ⑧ 성과평가에 사용하고 있는 통화. Composite 내 포트폴리오 간 또는 Composite와 벤치마크 간에 적용 환율의 불일치가 있을 경우 그 사실과 불일치 내용
- ⑨ 중요할 경우 파생상품이나 레버리지 사용 여부, 사용 내역 및 규모 (리스크를 판단하기에 충분한 설명 포함)
- ⑩ 수수료 공제 전 수익률을 사용하는지 또는 수수료 공제 후 수익률을 사용하고 있는지 여부
- ⑪ 수수료 공제 전 수익률 사용 시에는 직접 거래비용 이외에 부과

되는 수수료가 있는 지 여부

- ⑫ 수수료 공제 후 수익률 사용 시에는 직접 거래비용과 운용수수료 이외의 수수료 공제 여부
- ⑬ Composite가 Bundled Fee를 가진 포트폴리오를 포함 시 매년 Composite 내 비중 및 수수료의 내역
- ⑭ 해당 Presentation에 적용되는 수수료 내역
- ⑮ 배당, 이자소득 및 자본이득에 대한 원천징수과세에 대한 처리 방식
- ⑯ 세금 공제 후 인덱스를 사용 시에는 해당 벤치마크의 과세 근거 (미국 또는 룩셈부르크 등)
- ⑰ GIPS기준과 상이한 해당 지역의 법률과 규정에 따라 Presentation 하게 되는 경우에는 그 사실과 그 불일치 내용
- ⑱ 2000년 이전 자료가 GIPS기준에 따르지 않는 경우에는 그 비준 수기간과 그 내용
- ⑲ 2010년 이전 Carve-out Return이 단일 자산 Composite에 포함된 경우 그 현금배분 정책
- ⑳ 고객이 요청 시 수익률을 계산하고 고지하는 정책과 관련하여 추가적인 정보의 제공 여부
- ㉑ 2006년 이후 Subadvisor 를 사용하는 경우에는 그 사용 여부와 사용 기간 명시
- ㉒ 투자자가 성과 기록을 해석하는데 있어서 도움이 되는 중요한 모든 사건 (예: 성과에 주요 영향을 미쳤던 펀드매니저 또는 애널리스트의 이직)

○ GIPS기준 상 필수 Presentation 및 보고 사항

- ① 최소 5년 이상 (회사 설립 또는 컴퍼지트 구성 후 5년 이내 일 경우 그 이후 전 기간) 동안 GIPS 기준을 충족하는 각 Composite 별 투자성과 기록. 5년 이후에는 10년까지 자료 축적하고 전 기간에 대한 연 수익률
- ② Composite에 포함되는 포트폴리오의 수 (5개 이하 일 경우 제외 가능)와 규모, 회사 총자산 중 Composite 또는 매년 말 회사 총자산 규모
- ③ 매 년 Composite에 해당 기간 전 기간 동안 포함된 포트폴리오의 분산도 (5개 이하일 경우 제외 가능)
- ④ 1년 미만 기간의 포트폴리오 및 Composite수익률은 연 환산 수익률 사용 금지
- ⑤ 2006년부터는 Composite가 Carve-out을 포함하는 경우에는 매 기간별 Composite내 비중
- ⑥ 매 기간별로 Composite의 투자전략 또는 지침을 반영하는 벤치마크의 총 수익률. 벤치마크가 설정되어 있지 않은 경우에는 그 이유, 벤치마크 변경 시에는 그 날짜와 변경 이유를 공시. Custom 벤치마크 또는 여러 개의 벤치마크를 혼합하여 사용 시에는 벤치마크 구성 방식 및 Rebalancing 절차를 프리젠테이션에 포함시켜야 함
- ⑦ Composite 내에 수수료를 면제 받거나 수수료를 내지 않는 포트폴리오 포함 시 그 사실과 Composite내 비중을 년 단위로 공시



## VI. 결론 및 시사점

---

1. GIPS 주요 내용 요약
2. GIPS 도입의 시사점



## VI. 결론 및 시사점

이 재 규, CFA  
신한은행 신탁부

### 1. GIPS 주요 내용 요약<sup>6)</sup>

- GIPS는 자산운용사의 과거 실적을 공정하게 표시하고 완전히 공시하도록 장려하는 윤리기준임
- GIPS의 목적은 투자성과를 산출하고 제시하는데 있어서의 공통기준으로 전 세계적으로 수용됨과 아울러 정확하고 일관된 성과데이터를 확보하고 모든 시장에 있어서 공정하고 초지역적인 경쟁을 촉진하며 업계의 자율규제 능력을 보여주는 것임
- 오직 자산운용사들만이 GIPS의 준수를 주장할 수 있음. 회사는 GIPS의 모든 요구사항들을 만족시킨 후에야 GIPS 준수를 주장할 수 있음
- 포트폴리오의 평가는 장부가격이나 취득가격이 아닌 시장가격을 근거로 해야 함. 이자, 배당이 발생하는 자산들에 대해서는 발생주의

---

6) "Global Investment Performance Standards" Ch. 13, Philip Lawton and W. Bruce Remington, Managing Investment Portfolio

회계가 적용되어야 하고, 2005년 1월1일 이후에는 거래일 기준(cf, 결 제일 기준) 회계가 사용되어야 함

- 수익률 계산 방법에 대해서는 회사들은 시간가중 총 수익률을 계산 해야만 함. 2005년 1월 1일 이후에는 근사수익률을 사용할 경우 일별 가중 현금흐름을 사용해 구해야 한다. 2010년 1월 1일 이후에는 회사 들은 모든 대규모 현금흐름이 발생한 날에 대해 포트폴리오를 평가 해야 함
- 대규모 현금흐름은 시장의 변동성이 큰 시기에 추정 수익률의 정확 성을 심각하게 왜곡시킬 수 있음. GIPS는 회사들이 Composite별로 대규모 현금흐름의 처리에 대한 기준을 문서화하고, 그 기준을 일관 되게 준수하도록 함
- 총수익률(total return)의 계산은 현금 및 현금등가물에서 발생한 수 익을 포함시켜야 하고, 실질적인 거래비용을 차감해야 함
- Composite 수익률은 개별 포트폴리오의 수익률을 대상기간 최초가치 를 자산가중하여 계산되거나 최초 가치에 외부현금흐름을 반영하는 방법에 의해 계산되어야 함
- 실질적으로 수수료를 취득하는 재량권이 부여된 모든 포트폴리오는 적어도 한 가지 Composite에 반드시 포함되어야 함. 만약 고객이 부 여한 제약이 회사가 의도하는 투자전략을 실행하는데 제약이 되지 않는다면 재량권이 있다고 봄

- Composite들은 투자 목적이나 전략에 따라 정의되어야 함
  
- 새로운 포트폴리오는 적절한 시점에서 일관된 방법으로 유형에 포함되어야 함. 해지된 포트폴리오들은 해지일이 속한 측정기간의 직전 측정기간의 해당 유형에는 포함되어야 함. 포트폴리오는 고객의 가이드라인 변경으로 인해 유형 변경이 정당화되는 경우와 유형이 재정의된 경우가 아니라면 유형이 변경되어서는 안 됨
  
- 단일 자산 군(예를 들면, 주식)이 복수 자산 군을 가진 포트폴리오(예를 들면 주식채권혼합형 포트폴리오)로부터 발라내어(carved out)져서 단일 자산군 Composite의 한 부분으로 편입될 때, 현금은 적절하고 일관된 방식으로 발라내어진 수익률에 할당되어야 함. 2010년 1월 1일부터는 발라내어진 수익률은 그 세그먼트가 실질적으로 자신의 현금계정을 갖고 독립적으로 운용되지 않은 경우에는 단일 자산군 Composite에 포함되지 못함
  
- GIPS는 회사, 성과계산, 벤치마크, 수수료, 유형, Composite 성과표시 등에 대한 상세한 필수 공시 조건들을 포함함. 그 외의 추가적인 공시조건들 또한 장려함
  
- GIPS의 표시 및 보고 조항은 최소한 5년간의 GIPS에 따라 계산된 성과(만일 회사나 유형이 그 보다 짧은 기간동안 존속된 경우에는 설정일 부터의 성과)를 표시하도록 요구함. GIPS를 준수하는 성과는 10년간의 성과가 표시될 때까지 매년 확장됨

- GIPS는 제시된 모든 해에 대해 연도별로 각 유형의 수익률과 벤치마크 수익률, 각 유형에 속한 포트폴리오의 개수(5개 이상인 경우), 유형의 자산의 크기, 각 연도 말일의 회사의 전체 자산의 크기 또는 전체 자산에서 해당 유형이 차지하는 비중, 그 유형에 속한 개별 포트폴리오들의 수익률의 분산(dispersion) 값과 관련한 요구조건들을 규정하고 있으며 그 외의 추가적인 표시사항들에 대해 장려하고 있음
  
- 분산 값으로는 최고/최저, Interquartile range(중간값을 중심으로 한 위아래 4분지 값 즉, 첫째 사분위값과 셋째 사분위값), 표준편차 등이 받아들여질 만하나 이것들에만 국한되는 것은 아님
  
- 이전 회사나 자회사의 성과 추이 기록을 새 회사나 자회사의 과거 성과를 연결 또는 사용하고자 한다면 이전 회사에 근무했던 대부분의 운용 의사 결정자들이 새 회사에 고용되고 스태프들과 의사결정 프로세스가 새 회사에 훼손없이 독립적으로 남아 있으며 새 회사는 보고된 성과들을 문서화하고 입증할 수 있는 기록들을 갖고 있는 경우야 한하여 가능. 또한 새 회사는 과거 회사의 성과 결과들이 새 회사의 성과 기록에 연결되었다는 사실을 공시해야 함
  
- 맞춤 벤치마크(custom benchmark)를 사용할 때는 벤치마크의 생성, 조정 과정이 기술되어야 함. 벤치마크의 조정빈도는 벤치마크의 수익률에 영향을 미칠 수 있음
  
- GIPS의 주요 기준들이 부동산과 비상장주식(private equity)에 적용되지만 이 둘 두 자산 군에만 적용되는 특수 조항들이 있음

- 부동산 투자는 적어도 12개월에 한 번(2008년 1월1일 이후 부터는 분기에 한 번)은 시장가격으로 평가되어야 함. 부동산 투자는 적어도 매 36개월 마다 외부의 자격 있는 전문 평가자의 평가를 받아야 함
- 부동산의 총수익 외에 임대소득, 자본이득(capital appreciation) 등의 구성수익(component return)이 표시되어야 하고 구성수익을 계산하는 방법 또한 공시되어야 함. 부동산 관련 GIPS 기준은 회사가 유형별로 설정일 이후 내부수익률(SI-IRR, since inception internal rate of return)을 표시할 것을 장려함
- Private Equity는 공정가치평가를 추천하고 있는 GIPS 비상장주식 평가 원칙에 의해 평가되어야 함. 회사들은 일별 또는 월별 현금 흐름과 기말 보유자산의 평가된 가치를 사용하여 계산된 설정일 이후 연환산 내부수익률을 계산해야 함
- Private Equity의 성과 표시는 설정일 이후 각 유형과 해당 벤치마크(있는 경우)의 수수료 차감 전과 후의 설정일 이후 연환산 내부수익률을 포함해야 함. 납입자본, 투자자본, 누적분배금이 각 기간별로 나타나야 함. Investment multiple(납입자본 대비 전체가치: the ratio of total value to paid-in capital, TVPI), Realization multiple(납입자본 대비 누적분배금: the ratio of cumulative distributions to paid-in capital, DPI), 투자자본 대비 납입자본 비율(the ratio of paid-in capital to committed capital, PIC), 납입자본 대비 잔여가치 비율(the ratio of residual value to paid-in capital, RVPI)들 또한 각 기간별로 표시되어야 함

- 인증(Verification)은 회사의 성과측정과정과 절차를 자격을 갖춘 독립적인 제 3자가 검토하는 것을 말함. 인증은 그 회사가 회사 단위로 유형 구성과 관련된 모든 요건들을 준수했는지 회사의 과정과 절차는 GIPS에 맞게 성과를 계산하고 표시하도록 짜여져 있는지를 심사함. 한 개의 인증 보고서는 회사 전체에 대해 제공되며 개별 유형에 대해서 인증이 실시되지는 않음. 인증을 받은 회사는 특정 유형의 표시에 대한 추가적인 심층 조사를 선택할 수 있으나 그 유형이 인증되었다고 주장할 수는 없음
  
- GIPS의 광고 가이드라인은 회사가 광고 GIPS 준수를 주장하는 것을 허용하고 있음. GIPS 준수를 주장하는 모든 광고는 GIPS 광고 가이드라인에 따라 그 주장에 대해 정해진 문구를 사용해야 함. GIPS 준수를 주장함과 동시에 성과를 표시하는 광고들은 GIPS를 준수하는 성과표시자료에서 취한 정보들을 사용해야 함
  
- GIPS는 회사로 하여금 세후수익을 표시하도록 요구하지는 않음. 이전 AIMR-PPS는 세후 수익 계산에 관한 조항을 포함함. 청산전 세후 수익은 측정기간 동안에 실현된 세금의 효과를 반영함. 청산기준 방법(mark to liquidation method)은 포트폴리오에 포함된 미실현 이익이 즉시 현실화된다는 가정하에서 얻는 세후 수익을 계산함. 세후 수익은 고객의 기대 세율 또는 적용가능한 최고 세율을 사용하여 계산되어야 함. 고객의 요청에 의한 자산 매각의 세금 효과를 보상하기 위해 수정된 수익률과, 측정기간 동안 손실을 실현해서 얻은 세금 혜택, 다양한 절세 방법들로 인한 혜택에 관해서는 보충 자료를 통해 표시할 수 있음

## 2. GIPS도입의 시사점

- 지난 2003년3월 SK글로벌 사태로 펀드의 자산이 부실화 되었을 때 정부와 업계는 실적배당의 원칙을 고수해 투자자들이 손실을 모두 부담하도록 했음. 기업의 회계분식과 외부감사인의 부실감사가 1차로 비난을 받아야 하겠지만 신용등급을 부여한 신용평가회사와 SK글로벌이 발행한 CP와 채권에 투자한 자산운용사의 의사결정에는 문제점이 전혀 없었다고 할 수 없음
- 2001년 미국 캘리포니아의 단전 사태를 몰고 온 양대 전기회사가 부도를 내자 스탠다드 앤 푸어스는 회사의 신용등급을 한꺼번에 9단계 하락시켜 정크본드 수준으로 낮춘다고 발표했는데 이 두 회사가 발행한 채권을 편입했던 투자펀드들에 막대한 손실이 발생했지만 미국의 5개 운용사는 시장실패에 의한 손실로 인정하고 그 손실을 고객에게 부담시키지 않고 운용사의 손실로 부담했음<sup>7)</sup>
- 앞의 SK글로벌 사태가 발생한 후 20일 만에 투신권 MMF에서 20조 원이라는 자금이 빠져 나갔는데 이것은 자산운용사에 대한 신뢰의 상실로 해석되어야 할 것임
- 투자자는 자신의 투자행위에 대해 책임을 져야 한다는 것은 원칙임. 그러나 상기의 예와 같이 자산운용사와 투자자 사이에는 펀드에 편입된 자산에 대한 정보의 비대칭이 있음을 인정해야 함. 투자자는 자신의 능력으로는 밸류에이션하기 힘든 자산에 자산운용사의 도움을

7) 최지혁, 2006, 투자펀드 공급자의 책임 배분과 투자자 보호

받아 투자하는 것임. 그러자면 투자자는 자산운용사의 전문적인 능력 뿐만 아니라 고객의 이익을 우선시 할 것이라는 믿음에 대한 확신을 필요로 함

- 자산운용사의 성과평가보고에 관한 기준이 필요한 이유가 여기에 있음. GIPS의 도입은 투자자들이 자신이 가입하는 펀드를 운용하는 자산운용회사의 과거 실적 뿐만 아니라 투자철학, 강점이 있는 투자스타일 등을 판단함에 있어 공정하고 자세한 정보를 제공함으로써 투자자들의 자산운용회사 선택과정을 더욱 합리적으로 만들 것으로 판단됨
- 또한 연기금의 운용담당자들은 자산운용을 아웃소싱하는 과정에서 투자유형별로 개별 자산운용사들의 과거 수익률에 대한 공정한 정보를 제공받음으로써 연금 고객에 대한 Fiducary Duty를 완수하게 될 것임
- 기존에 시장 트렌드에 따라 다양한 스타일의 상품을 내던 자산운용사들이 자신이 강점이 있는 운용전략을 집중, 육성함으로써 자산운용사의 전문성이 제고되고 차별화가 진행될 것임. 결과적으로 투자자들은 자산운용사의 선택이 용이해지며 각기 다른 운용전략의 차이에 대한 경험과 지식이 축적됨으로써 국내 간접투자시장의 활성화가 촉진될 것임
- 자산운용사는 GIPS의 준수를 위해 데이터 정비, 시스템 구축에 비용을 지출하게 되나 이를 통한 관리상의 효율성 제고효과를 얻게 됨. 매니저의 성과평가, 리스크 관리, Compliance, 전산 및 경영관리 등의 부문에서 효율성이 증대됨

- GIPS는 간접투자상품의 성과보고에 있어 선진국들에서 채택하고 있는 Global best practice로서 도입시 국내 펀드 운용정보에 대한 국제적 통용성이 확보됨에 따라 자산운용 산업 및 관련 부수산업의 국제화가 진전되며 우리나라 금융 산업의 동북아 허브 기반 구축에 기여할 것임
- 현행 법규는 간접투자기구의 정기보고서, 분기영업보고서, 운용실적공시, 결산서류, 수시공시 등을 통해 투자자들이 개별 펀드의 운용현황을 이해할 수 있도록 하고 있음. GIPS는 업계가 자율적으로 선택하는 성과 보고 방법에 있어서의 윤리기준으로서 자산운용사 스스로 자신의 투자철학이 반영된 Composite을 정의할 수 있도록 허용하고 있으며 많은 부분에 있어서 회사의 실정에 맞게 펀드 성과를 공시할 수 있도록 하고 있음. 그러한 결정에 대해서 문서화할 것과 일관성 있게 준수할 것을 요구할 뿐임
- 법과 규정에 명시된 조항들은 투자자들이 자산운용회사와 펀드에 대한 정보를 쉽게 얻고 활용하도록 도움을 주기 위해 마련되었지만 규제를 받는 입장에서는 법과 규정을 준수하기만 하면 신의성실의 의무, 선량한 관리자로서의 의무라는 기본적인 수탁관계에서 발생하는 높은 윤리기준을 충족하지 않더라도 면책된다는 부작용이 있을 수 있음. 그런 점에서 GIPS가 또 다른 법규나 규정으로 받아들여져서는 안 될 것임
- ◇ GIPS 홈페이지에서 GIPS 본문과 각국에서 GIPS의 적용과 관련되어 제기되고 있는 이슈들에 대한 IPC(Investment Performance Council)의 가이드라인을 볼 수 있음 (<http://www.gipsstandards.org>)



부록. 파생상품연구회  
Ethics and Compliance 분과  
회원 명단

---



## 부록. 파생상품연구회

### Ethics and Compliance 분과 회원 명단

<u>성명</u>	<u>기관명</u>	<u>직책</u>
최도성 (연구회주관)	한국증권연구원	원장
진익 (연구회실무주관)	한국증권연구원	연구위원/금융투자상품팀
금승원	굿엔리치자산운용	이사/마케팅 본부
김성수	굿모닝신한증권	팀장/Derivative & DMA
김인근	KOSCOM	대리/정보컨텐츠팀
박기복	부산은행	대리/국제금융팀
안정규	동양증권	대리/OTC 운용팀
유승덕	우리크레디트스위스자산운용	본부장/AI 본부
이경형	SRIC 투자	차장/Private Equity 본부
이재광	산은자산운용	상무/주식운용부
이재규	신한은행	과장/신탁부
정승혜	피델리티자산운용	차장/마케팅팀
한병석	한국씨티은행	차장/투자상담부
허용준	한국씨티은행	차장/신탁운용부