

스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리

2007. 12

연구 위원 진 익
연구 원 한 지 연

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

자산관리 서비스의 핵심은 맞춤형 간접투자 서비스의 제공이라고 할 수 있다. 고객은 자신의 고유한 이해요구를 반영한 서비스를 맞춤형 자산관리 서비스를 통해 누릴 수 있다. 한편 금융회사는 맞춤형 자산관리 서비스의 제공으로부터 새로운 수익원을 발굴할 수 있다. 노벨경제학상 수상자인 Robert Merton도 맞춤형 서비스의 긍정적 효과를 강조하면서 밝힌, 차세대 재무이론의 핵심적 주제도 이와 근접하다.

자산관리 서비스가 국내 자본시장에서 관심을 얻게 된 것은 2000년을 전후해서이다. 저금리 기조가 장기간 지속되면서 부유층을 중심으로 수익성 제고를 위한 투자 상담 수요가 증가하고, 금융회사 또한 금융위기 이후 수익성 다변화를 모색하는 과정에서 다양한 형태의 자산관리 서비스에 관심을 가지기 시작하였다. 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 수요는 개인의 부 축적, 투자패러다임의 변화, 전 생애에 걸친 안정적인 소비수준 요구의 증가에 따라 지속적으로 성장할 것으로 예상된다. 특히 평균 수명이 길어짐에 따라 공적연금에 대한 불안감이 커지고 있는 현 시점에서는 투자자가 장기적인 시각에서 표준형 간접투자와는 구별되는 맞춤형 자산관리를 해야 할 필요성이 더욱 커지고 있다.

현재 해외 선진 금융회사들은 대표적인 맞춤형 자산관리 서비스로서 MSA(Multi-Style Account)를 널리 활용하고 있다. MSA는 스타일투자를 활용한 자산관리 서비스로 각 하위계좌가 별도의 스타일에 따라 운용되는 특징을 갖는다. MSA 서비스가 대중화되면 펀드 운용스타일의 다변화가 유도되어 간접투자 시장이 보다 성숙할 것으로 기대된다. 국내 펀드시장이 양적으로 크게 성장하였음에도 불구하고 상품의 다양성이 취약한 점을 고려할 때, MSA 서비스의 대중화를 유도할 필요가 있다.

이와 같은 필요성에 따라 본 연구는 MSA 서비스의 의의 및 MSA 국내 활용가능성에 주목하였다. 현재와 같이 국내 대부분의 펀드들이 운용스타일을 사전에 공시하지 않는 상황에서는 MSA 스폰서가 스스로 펀드의 스타일을 식별할 수 있어야 한다. 이러한 점을 감안하여 본 연구는 MSA 스폰서가 사용할 수 있는 펀드 스타일 식별 방법을 제시한다. 그리고 국내 간접투자 시장에서 맞춤형 자산관리 서비스가 본격화되기 위한 전제조건(운용스타일에 근거한 성과보고 기준 마련, 투자구조 다변화, 비용 절감을 위한 자동화, 펀드 취급 범위 확대 등)을 검토한다.

본 연구는 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 관심을 유도하고, 그 활용 방안을 제시함으로써 경쟁력 있는 대형 금융투자회사로 거듭나려는 금융회사 및 유관기관에게 유용한 정보를 제공할 뿐만 아니라 국내 자산관리가 고객의 다양한 이해를 반영한 맞춤형 서비스로 새롭게 발전하는 계기가 될 것이다. 본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 진익 연구위원과 한지연 연구원에게 감사한다. 또한 훌륭한 조언을 해 준 본 연구원의 김민석 연구위원, 정윤모 연구위원, 원내 세미나 참가자들, 그리고 원고 정리에 크게 기여한 양미희, 임지영 연구조원에게도 고마움을 전하고 싶다. 마지막으로 본 보고서에 수록된 모든 내용은 보고서를 작성한 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식견해가 아님을 밝힌다.

2007년 12월

한국증권연구원

원장 최도성

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xii
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구의 목적 및 범위	5
II. MSA의 개념 및 의의	9
1. MSA 개념	9
2. 스타일투자 의의	21
3. MSA의 Mass Customization	26
4. MSA 성장 가능성	30
III. 국내에서의 MSA 활용 방안	43
1. 펀드 스타일 식별 방법	44
2. 스타일분석 적용 대상	50
3. 펀드 스타일분석 결과	55
4. MSA 활용 가능성	69

IV. MSA 활성화를 위한 개선사항	73
1. 운용전략에 따른 성과공시 기준 마련	74
2. 다양한 운용전략 도입	79
3. 자동화를 통한 비용 절감	84
4. 펀드 취급 범위 확대	89
V. 결론 및 시사점	95
<참고문헌>	99

표 목 차

<표 II-1> MPT와 BFT의 비교	33
<표 II-2> 투자자의 복합적인 투자목표	40
<표 III-1> 스타일지수 종류	51
<표 III-2> 스타일지수의 연수익률(2002~2006)	53
<표 III-3> 펀드 요약 통계량	55
<표 III-4> 시장지수의 스타일 노출	55
<표 III-5> 주식편입비 기준 컴포지트별 스타일 노출	59
<표 III-6> 스타일 가중치간 상관관계	61
<표 III-7> 펀드 베타 분포	62
<표 III-8> 스타일 기준 컴포지트	64
<표 III-9> 스타일별 준거점	67
<표 III-10> KS 검정 결과	68
<표 VI-1> 계열별 자산운용회사 시장점유율(설정잔액 기준)	90
<표 VI-2> 개방형 구조 유형	91

그림 목 차

<그림 II-1> 투자자 중심 서비스로의 전환	10
<그림 II-2> SMA와 다른 투자방식의 비교	14
<그림 II-3> MSA의 구조	15
<그림 II-4> UMA: 종합적인 부가서비스의 제공	18
<그림 II-5> 맞춤형 자산관리 서비스 비교	21
<그림 II-6> MSA의 Mass Customization	27
<그림 II-7> Mass Customization 과정	29
<그림 II-8> 생애설계 관련 위험	37
<그림 III-1> 근접성 지표 및 테스트 구조	49
<그림 III-2> 스타일 지수 (2001년 1월 1일 = 1,000)	53
<그림 III-3> 개별 펀드의 스타일 노출 정도	58
<그림 III-4> 주식편입비 기준 유형별 스타일 노출	60
<그림 III-5> 펀드의 베타(주식편입비 기준 유형 구분)	63
<그림 III-6> 스타일 기준 컴포지트	65
<그림 VI-1> MSA 경쟁력 요인	73
<그림 VI-2> MSA의 보고서 내용	86

약 어 표

AMAK	Asset Management Association of Korea
BFT	Behavioral Finance Theory
BMR	Book-to-Market Ratio
CA	Cash
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Annualized Return
CDF	Cumulative Distribution Function
CPR	Cashflow-to-Price Ratio
DPR	Dividend-to Price Ratio
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis, Retrieval System
EMH	Efficient Market Hypothesis
ETF	Exchange Traded Fund
FoF	Fund of Funds
FP	Financial Planning
F-XML	eXtensible Markup Language
GIPS	Global Investment Performance Standards
GRO	Growth
HG1	High Growth I
HG2	High Growth II
HG3	High Growth III
HNW	High Net Worth

IRA	Individual Retirement Account(Annuity)
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
KS	Kolmogorov-Smirnov
LG	Large Growth
LV	Large Value
MFI	Maekyeong FnGuide Index
MPT	Modern Portfolio Theory
MSA	Multi-Style Account
MVPM	Mean-Variance Portfolio Model
PBSA	Portfolio-Based Style Analysis
PER	Price-to-Earning Ratio
RBSA	Return-Based Style Analysis
RFP	Request For Proposal
RSS	Really Simple Syndication
SEC	US Securities and Exchange Commission
SG	Small Growth
SIV	Structured Investment Vehicle
SMA	Separately Managed Account
SRI	Socially Responsible Investment
STA	Stable
STP	Straight Through Processing
SV	Small Value
UHNW	Ultra High Net Worth
UMA	Unified Managed Account
XBRL	eXtensible Business Reporting Language

《 Executive Summary 》

최근 투자 패러다임의 변화, 생애관리에 대한 요구 등의 영향으로 국내외적으로 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 관심이 증가하고 있다. 이에 본 연구에서는 대표적인 맞춤형 자산관리 서비스인 MSA(Multi-Style Account)의 내용을 소개하고 국내 간접투자 시장에서 이를 활용할 수 있는 방안을 제시한다.

MSA는 복수의 하위 계좌를 보유한 자산관리 계좌로서, 각 하위 계좌가 별도의 스타일에 따라 운용된다는 특징을 갖는다. 스타일 투자는 투자 대상을 유사한 특성에 따라 유형화한 다음 각 유형별로 투자하는 기법인데, 가장 널리 활용되는 스타일의 예는 가치-성장 구분이나 중소형-대형 구분이다. MSA 스폰서는 다양한 스타일의 펀드들을 고객의 투합함으로써 맞춤형 수익구조를 제공하는 한편, 고객을 대신하여 펀드 운용자가 사전에 공시한 스타일을 충실히 따르는지를 감시하는 기능을 담당한다.

MSA와 같은 맞춤형 자산관리 서비스가 대중화되면 펀드 운용 스타일의 다변화가 유도되어 간접투자 시장이 보다 성숙할 것으로 기대된다. 고객은 MSA 서비스로부터 각자의 이해요구가 반영된 맞춤형 스타일 조합을 제공받을 수 있으며, MSA 스폰서는 MSA 서비스 제공을 통해 새로운 수익원을 발굴할 수 있다.

MSA와 같은 맞춤형 자산관리 서비스가 대중화되기에 위해서는 몇 가지 전제조건이 요구된다. 첫째, 맞춤형 서비스의 대량공급(mass customization) 체계를 구축할 필요가 있다. MSA의 대량공급 과정은 고객별 포트폴리오 구성, 포트폴리오 전환, 스타일별 포트폴리오 운용이라는 세 단계로 구분해 볼 수 있다. 그런데 MSA 스폰

서가 고객별 포트폴리오 집합과 스타일별 포트폴리오 집합 사이에 존재하는 불일치를 해소하는 과정이 노동집약적으로 이루어지는 경우에는 많은 비용이 소요된다. 따라서 자동화 플랫폼을 도입하여 비용을 절감할 수 있을 때 맞춤형 자산관리 서비스의 대량 공급이 가능해질 것이다.

둘째, MSA 스폰서가 스스로 펀드의 스타일을 식별할 수 있는 방안을 강구할 필요가 있다. 현재 국내 시장에서는 대다수의 펀드들이 사전적으로 운용스타일을 밝히지도 않을뿐더러 특정 스타일을 표방하더라도 시장상황에 따라 해당 스타일에서 벗어나는 사례가 빈번하다. 이러한 상황에서는 MSA 스폰서가 스스로 펀드 스타일을 식별하고 고객이 원하는 스타일 조합을 구성할 수 있어야 한다. 이러한 문제의식에서 본 연구는 세 단계의 절차를 통해 펀드 스타일을 식별할 것을 제안한다. 우선 Sharpe(1992)가 제시한 RBSA를 활용하여 개별 펀드의 스타일 노출을 추정한 다음, K-평균 군집모형을 활용하여 추정된 스타일 노출을 기준으로 스타일별 컴포지트를 구성하고, 마지막으로 KS-검정을 활용하여 구성된 컴포지트들이 통계적으로 유의하게 구별되는지 여부를 평가하는 것이다. 이 같은 방법을 실제 데이터에 적용해 본 결과, 국내 펀드들 사이에도 상당한 정도의 스타일 편차가 존재하는 만큼 국내에서도 MSA 서비스 제공이 가능함을 확인할 수 있었다.

셋째, 맞춤형 자산관리 서비스 제공과 관련된 시장관행이 개선될 필요가 있다. 무엇보다도 MSA로부터 발생하는 성과에 대한 보고 기준을 정립하여 정확하고 투명한 성과 보고가 가능하게 해야 한다. 특히 맞춤형이라는 특성을 감안할 때 표준형 펀드에 적용되고 있는 성과보고 기준과 차별화되는 성과보고 기준의 마련이 요청된다. 투

명성에 대한 투자자로부터의 신뢰가 전제되지 않고서는 맞춤형 자산관리 서비스를 대중화하기가 불가능하기 때문이다. 이 밖에도 자금법의 시행에 따라 새로이 도입되는 투자계약증권을 적극적으로 활용하여 다양한 구조의 자산관리 서비스를 개발하는 방안, XBRL와 같은 재무보고 시스템 언어를 활용하여 MSA 운용 과정을 자동화하는 방안, 개방형 구조를 채택하여 MSA에 편입할 펀드의 유니버스를 확대하는 방안 등을 검토할 필요가 있다.

해외 선진 금융회사들은 이미 맞춤형 자산관리 서비스 분야에서 오랜 경험으로부터 축적한 경쟁력을 보유하고 있다. 국내 금융회사들은 맞춤형 자산관리 서비스의 중요성을 하루 빨리 인지하여 고객이 원하는 수익구조를 제공하는 다양한 서비스 개발 능력을 키워야 할 것이다.

《 Abstract 》

Customized Wealth Management with Style Investment

The demand for investment in customized asset management services is on the rise and will continue to rise in the midst of a shifting investment paradigm and rising importance of lifecycle management. This research introduces customized asset management services and proposes methods of employment in the Korean domestic indirect investment market.

Having different styles of investment (style investment) is necessary in order to propel customized asset management services that utilize MSA in the domestic capital markets. Style investments are classified by the characteristics of the object of investment. The most representative example of this is classifying by extent of value, extent of growth or if the size of capitalization is small, mid or large. MSA is a collection of sub-accounts operated by different styles or different management strategies. MSA permits investors to diversify risk while also receiving customized attention. MSA sponsored supervision prevents fund managers from style-drifting which raises investor protection.

To make MSA widely available, one must standardize the MSA process to lower costs and enable mass production. Through direct interaction with clients, MSA sponsors form customized

portfolios reflecting the client's demands. It then selects managers of each style, evaluates the results, and then controls for any discord arising from between the collection of client portfolios and the collection of styles. Any repetitive steps in this process can be automated, enabling mass production of the process.

The MSA can in actuality use customized asset management services when diverse style funds necessary for the management of each subaccount exist in the market. However, the majority of domestic funds not only are private management styles undisclosed but depending on market conditions, there are many cases where even promoted specialized styles deviate from their set style.

In order to examine the possibilities of establishing MSA in Korea, the styles of domestic funds were evaluated. The results show that at present the current classification system that sorts funds by stock ratio cannot give any meaningful information to investors. However, utilizing the RBSA method to classify fund styles not only made the examination possible but also the differences in the composites formed from this classification were statistically important. This allows financial firms to divide funds by style as MSA sponsors and through comparison and analysis of similar funds can provide more rational asset management services for investors.

As mentioned before, the potential demand for customized asset management service through the MSA is incredible.

Analyzing the evidence reveals that, as MSA sponsors, financial firms can provide the kind of style combinations demanded by investors. There are a few improvements that must take place in order for this kind of customized asset management services market to grow. First, in order for MSA to be used widely, a standard for publicizing results must be in place so that investors and sponsors can precisely compare the management styles between the copious number of funds. Second, it must be possible for sponsors to customize services to reflect the different demands of each investor with discretion. Third, an automated system should be established to cut the costs of providing MSA service. Fourth, in terms of management, when an open structure is selected, the universe of the types of funds that may be included in the MSA should be maximized.

Financially advanced countries already have substantial experience with customized asset management services. In this time where interest in customized asset management services is on the rise, financial firms must quickly grasp the importance of such services and develop the capacity to provide the range and scope of services that provide the risk and returns investors demand.

1. 서론

1. 연구의 배경
2. 연구의 목적과 범위

I. 서론

1. 연구의 배경

자산관리(wealth management) 개념을 포괄적으로 정의하자면, 금융회사가 고객으로부터 약정된 수수료를 받고 고객의 자산을 개별적으로 관리해주는 서비스라고 할 수 있다. 금융회사는 개별 고객의 금융상황, 위험성향, 투자목표 등을 고려하여 각 고객에게 가장 적합한 투자전략 및 포트폴리오를 조언한다. 더 나아가 금융회사는 고객과 합의된 내용에 따라 거래중개, 투자자문, 재무설계 등의 다양한 서비스를 함께 제공한다.

이 같은 포괄적인 자산관리 개념은 증권회사가 제공하는 랩어카운트(wrap account), 은행이 제공하는 PB(Private Banking), 보험회사가 제공하는 FP(Financial Planning) 등을 모두 포함한다.¹⁾ 각기 다른 이름하에 서비스가 제공되고 있지만 모든 서비스가 맞춤형 간접투자를 지향한다는 점에서 공통적이다. 대부분의 자산관리 서비스에서 다양한 유형의 금융상품에 대한 투자 상담, 사업승계 및 자산상속 등에 관한 법률 자문, 세무컨설팅 등이 하나의 패키지로 묶여 기관투자자나 고액자산가(High Net Worth: HNW)에게 제공되고 있다.

서비스 내용이 유사함에도 불구하고 각기 다른 이름으로 불리는 이유는 그 역사적 기원과 지역적 특성이 서로 다르기 때문이다. 유럽에서는 고객의 자산을 안정적으로 유지하는 것을 목적으로 삼는 자산관리형 서비스가 주를 이루고 있다. 이러한 서비스는 보수적인 초부유층(Ultra

1) 해외에서는 예금은행, 투자은행, 보험회사, 컨설팅 회사 등 다양한 금융회사가 제공하는 자산관리 서비스를 모두 PB로 간주하는 반면, 국내에서는 서비스를 제공하는 금융회사의 유형에 따라 자산관리가 다른 이름으로 불리고 있다.

4 스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리

High Net Worth: UHNW)을 대상으로 하는 만큼 위험관리와 개인의 비밀보장에 중점을 두고 있다. 미국에서는 위험을 어느 정도 감수하면서 자산의 증식을 도모하는 자산운용형 서비스가 대부분이다. 기성부유층뿐만 아니라 자산 운용에 보다 적극적인 신부유층을 대상으로 하는 만큼 고수익의 실현이 보다 강조된다. 한편 아시아에서는 기존의 금융서비스에 각종 부가서비스를 첨가하는 형태의 자산관리 서비스가 주를 이루고 있다. 미국이나 유럽에 비해 개인의 자산축적이 상대적으로 늦은 관계로 맞춤형 자산관리에 대한 요구도 뒤늦게 등장하였다.

자산관리 개념이 국내 간접투자시장에 처음 소개된 것은 1990년을 전후해서이다. 처음에는 금융자문서비스 형태로 도입되었으나 금융회사나 투자자로부터 큰 주목을 받지 못하였다. 금융회사들은 당시 기업금융 위주로 영업을 영위하고 있었기 때문에 개인 고객을 상대로 간접투자 서비스를 제공할 필요성을 느끼지 못하였다. 또한 개인의 자산축적이 본격적으로 이루어지기 전이었으므로 개인 투자자도 맞춤형 간접투자 서비스에 대한 필요를 느끼지 못하였다.

자산관리 서비스가 국내 자본시장에서 관심을 얻게 된 것은 2000년을 전후해서이다. 저금리 기조가 장기간 지속되면서 부유층을 중심으로 수익성 제고를 위한 투자 상담 수요가 증가하였다. 금융회사 또한 금융위기 이후 수익원 다변화를 모색하는 과정에서 VIP 마케팅 형태의 자산관리 서비스에 관심을 가지기 시작하였다. 현재 대다수의 금융회사들은 부유층 고객을 대상으로 다양한 자산관리 서비스를 제공하고 있다. 예를 들어, 거액 자산을 예치한 고객에게는 일반고객과 차별화된 서비스로서 특별금리를 적용하거나 신용대출의 한도를 확대해 주는가 하면, 각종 거래수수료를 할인해 주기도 한다. 서비스의 범위 또한 금융서비스를 넘어 각종 자문 및 문화행사 초대 등의 우대서비스로 확대되고 있으며 궁극적으로는 고객의 생애관리(total life care)를 목표로 하고 있다.

자산관리의 핵심은 맞춤형 간접투자 서비스라고 해도 과언이 아니다. 수요자인 투자자 입장에서 보자면, 자신의 요구를 반영한 맞춤형 서비스가 제공될 때 표준화된 펀드 대신 자산관리 서비스를 찾게 된다. 공급자인 금융회사 입장에서 보자면, 맞춤형 서비스를 제공함으로써 얻을 수 있는 수익이 표준화된 서비스를 제공함으로써 얻을 수 있는 수익보다 크기 때문에 자산관리에 관심을 보인다. 또한 맞춤형 서비스가 보편화되면 간접투자 서비스의 내용이 다변화되는 만큼 간접투자 시장 참여자 모두의 효용이 증대될 수 있다. 이러한 점을 감안하면 맞춤형 자산관리 서비스가 보다 대중화되도록 노력할 필요가 있다.

2. 연구의 목적과 범위

본 연구의 목적은 국내외적으로 수요가 증가하고 있는 맞춤형 자산관리 서비스의 내용을 소개하고 국내 간접투자 시장에서 이를 활용할 수 있는 방안을 제시하는 것이다.

우선 본 보고서는 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 수요가 증가하게 된 원인을 검토한다. 투자 패러다임의 변화로 생애관리에 대한 요구가 증가하였으며, 이로 인하여 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 관심이 크게 증가하였음을 강조하고자 한다. 이는 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 수요가 향후에도 지속적으로 증가할 것임을 시사한다.

다음으로 본 보고서는 금융선진국에서 널리 활용되고 있는 스타일투자를 활용한 자산관리 서비스, 즉 MSA(Multi-Style Account)의 내용을 소개한다. 또한 국내 금융회사가 대표적인 맞춤형 자산관리 서비스인 MSA를 활용할 수 있는 방안을 제시한다. MSA와 같은 선진적 자산관리 서비스가 활성화되면 국내 간접투자 시장 참여자가 누릴 수 있는 혜택

이 적지 않다. 투자자는 보다 선진화된 맞춤형 서비스를 제공받을 수 있으며, 금융회사는 자산관리 업무를 새로운 수익원으로 개발할 수 있다. 특히 국내 펀드시장이 양적으로 크게 성장하였음에도 불구하고 상품의 다양성이 매우 취약한 점을 감안하면, MSA 활성화로 초래될 자산관리 서비스 내용의 다변화가 간접투자 시장에 미칠 영향은 상당히 클 것으로 예상된다.

또한 본 보고서는 국내 간접투자 시장에서 맞춤형 자산관리 서비스가 본격화되기 위해 개선되어야 할 사항들을 검토한다. 그 과정에서 운용전략에 근거한 성과보고 기준 마련, 투자구조의 다변화, 자동화를 통한 비용 절감, 펀드 취급 범위 확대 등을 제안하고자 한다. 이들은 국내 간접투자 시장의 질적 성숙을 위한 전제조건이라고 생각한다. 국내의 자산관리가 천편일률적인 서비스에서 벗어나 고객의 다양한 이해요구를 수용하는 맞춤형 서비스로 발전하려면 이러한 전제조건들이 조속히 개선되어야 할 것이다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서는 MSA의 개념과 성장가능성을 중심으로 MSA의 의의를 정리한다. III장에서는 국내 간접투자 시장에서 MSA를 활용하는 방안을 제시한다. 현재와 같이 대부분의 펀드가 운용스타일을 공시하지 않는 상황에서는 자산관리 서비스를 제공하는 금융회사가 스스로 펀드의 스타일을 식별할 수 있어야 한다. 이러한 점을 감안하여 MSA 서비스 제공자가 사용할 수 있는 펀드 스타일 식별 방법을 제시한다. IV장에서는 MSA의 활성화를 위해 필요한 개선사항을 정리한다. 본 연구에서는 운용전략에 근거한 성과보고 기준 마련, 투자구조 다변화, 자동화를 통한 비용 절감, 펀드 취급 범위 확대 등을 강조하고자 한다. 마지막으로 VI장에서는 지금까지의 논의를 요약하고 시사점을 정리한다.

II. MSA의 개념 및 의의

1. MSA의 개념
2. 스타일투자 의의
3. MSA의 Mass Customization
4. MSA 성장 가능성

II. MSA의 개념 및 의의

1. MSA 개념

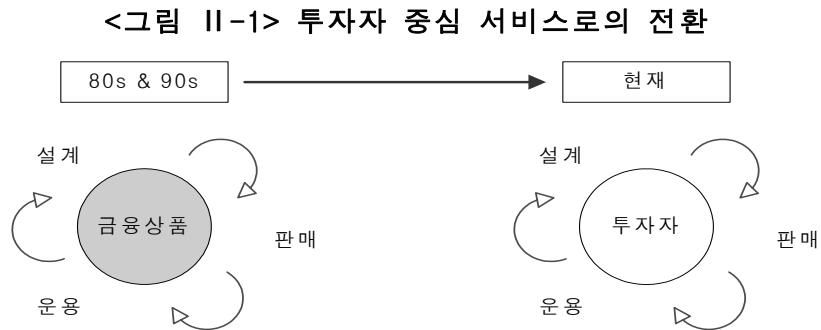
금융회사가 고객으로부터 약정된 수수료를 받고 고객의 자산을 개별적으로 관리해주는 서비스라는 자산관리 개념에 포함될 수 있는 금융거래의 형태는 매우 다양하다. 해외 금융선진국의 경험에 비추어 보자면, 자산관리 서비스는 SMA(Separately Managed Account)에서 출발하여 MSA(Multi-Style Account)로 발전해 왔으며, 궁극적으로 UMA(Unified Managed Account)로의 발전을 도모하고 있다. 국내 간접투자 시장에서 현재 제공되는 자산관리 서비스는 아직 SMA 수준에 머무르고 있다고 판단되는데, 향후 맞춤형 서비스에 대한 수요가 지속적으로 증가할 것인바 MSA을 활용하려는 시도가 조만간 나타날 것으로 예상된다. 따라서 이 장에서는 진화하고 있는 자산관리의 개념을 MSA를 중심으로 정리한다.

가. SMA(Separately Managed Account)

SMA는 전문 투자회사가 고객으로부터 약정된 수수료를 받는 대신 해당 고객의 계좌를 다른 고객의 계좌와 구분하여 별도로 설정하고 그 계좌에서 고객의 자산을 운용해주는 서비스이다. 대표적인 집합투자 상품인 펀드와 대비되는 SMA의 특징은 ① 각 고객에 대한 계좌가 개별적으로 설정되며, ② 스폰서(sponsor)가 고객인 투자자와 펀드 운용자 사이에 개입하여 고객에게 다양한 서비스를 제공하고, ③ 투자자가 스폰서에게 결합보수(bundled fee)를 지불한다는 점이다.

SMA의 첫 번째 특징은 각 고객의 자산이 별도로 분리된 계좌에서

관리된다는 점이다. 이에 따라 개별 고객의 금융상황, 위험성향, 투자목표 등을 적극적으로 반영하여 맞춤형 투자전략을 수립하는 것이 가능하다. 개별적인 계좌가 설정됨에 따라, 과거에는 금융상품 위주로 서비스의 설계, 판매, 운용이 이루어지던 비즈니스 모델에서 벗어나 개별 고객을 중심으로 서비스의 설계, 판매, 운용이 이루어지는 비즈니스 모델로 전환하게 되었다(<그림 II-1> 참조).



자료: Maxwell(2005)

논리적으로 볼 때, 맞춤형 자산관리 서비스의 제공은 개별 투자자의 계좌가 별도로 관리되는 SMA에서만 가능하다.²⁾ 펀드가 대량으로 공급되는 표준형 간접투자 서비스라면, SMA는 소량으로 공급되는 맞춤형 간접투자 서비스인 것이다. 펀드의 경우 다수의 투자자로부터 모집한 자산이 집합적으로 운용되며 운용자가 투자자로부터 일상적인 운용지시를 받지 않고 채량에 따라 투자의사결정을 내린다. 반면 SMA의 경우에는 투

2) SMA에서는 투자자산에 대한 소유권이 펀드나 금융회사가 아닌 투자자에게 직접 귀속되는데, 바로 이점이 맞춤형 서비스를 제공할 수 있는 법률적 기반이다. 펀드의 경우에는 투자자산에 대한 소유권이 펀드에 귀속되고 투자자는 투자수익에 대한 청구권만을 갖는다.

자자별로 개설된 계좌가 별도로 관리되고 투자의사가 투자자 스스로에 의해 결정되는 만큼, 개별적 이해요구에 대응하여 서비스 내용이 조정될 수 있다.

SMA의 두 번째 특징은 스폰서가 투자자와 운용자 사이에 개입하여 상담, 조언, 거래실행, 운용, 성과평가 등의 다양한 서비스를 제공한다는 점이다. 스폰서의 역할은 투자자의 미시경영(micro-manage) 과정³⁾에서 투자자의 합리적 선택을 돕는 것이다. 금융투자상품이 다변화되고 금융시장의 변동성이 커짐에 따라 투자 자산의 미시경영에 대한 수요는 급격하게 증가하고 있다. 예를 들어, 자산관리 서비스에 대한 관심이 높아지게 된 배경은 투자자산의 종류가 다양해짐에 따라 투자자 홀로 합리적인 선택을 하기가 어려워졌기 때문이다. 개인 투자자가 수많은 자산 가운데서 자신에게 적합한 자산을 선택하여 포트폴리오를 구성하는 것은 쉽지 않은 일이다.⁴⁾

SMA 스폰서는 펀드 운용자와 투자자 사이의 이해상충(conflict of interest)⁵⁾과 관련하여 중요한 역할을 수행한다. 일반적으로 펀드 운용자는 재량에 따라 투자의사결정을 내릴 수 있기 때문에, 자신의 이익을 위해 투자자의 이익을 희생하려는 유혹에 노출되기 마련이다. 가장 대표적인 사례는 과당매매(churning), 덤프핑(dumping), 고객알선(referrals) 등이다.

-
- 3) 투자자가 자신의 성향과 여건에 적합한 투자전략을 수립하고 그에 따라 투자를 실행하는 과정을 말한다.
 - 4) 예를 들어, ICI에 따르면 2005년 3월말 미국에 8,300개 이상의 펀드가 존재하며 그 규모는 8조 달러이다. 세계적으로도 54,986개의 펀드가 존재하고 그 규모는 16조 달러이다. 이러한 상황에서 투자자 홀로 모든 정보를 수집하여 분석하고 투자를 결정하는 것은 쉬운 일이 아니다.
 - 5) 이행상충은 특정인 자신의 이익이 그가 타인에 대해 부담하고 있는 신인의무(fiduciary duty)와 충돌하는 상황 또는 특정인이 복수의 당사자에 대해 잠재적으로 상충하는 신인의무를 부담하고 있는 상황을 가리킨다. Poser(1997)를 참조한다.

펀드 운용자는 투자자의 이익을 희생하더라도 거래를 빈번하게 행함으로써 수수료 수입을 확대하려는 유인을 갖는다. 또한 펀드 운용자는 자신이 적극적으로 홍보하고 있는 대표 펀드에 포함되어 있는 종목에서 손실이 발생하는 경우 다른 펀드를 통해 해당 종목을 매수함으로써 손실을 회복시키려는 유인을 갖는다. 더 나아가 펀드 운용자는 투자자의 주문을 처리함에 있어 거래수수료가 가장 낮은 브로커와 거래하는 대신 반대급부를 제공하는 브로커와 거래하려는 유인을 갖는다.

그러나 SMA에서는 스폰서의 감시기능을 통해 펀드 운용자가 자신의 이익을 위해 투자자의 이익을 희생하려는 시도를 억제할 수 있다. SMA 수수료는 거래량과 무관하게 운용자산 규모의 일정한 비율로 책정되는 것이 일반적이다. 따라서 스폰서는 거래비용, 소프트 달러, 고객알선비용 등을 절감함으로써 스스로가 누릴 수 있는 수익을 극대화하고자 노력할 유인을 갖는다. 또한 SMA 스폰서는 투자자에 비해 우월한 전문지식을 보유하고 있으므로 자산운용자의 덤핑 시도를 보다 효과적으로 감시할 수 있다. 더 나아가 MSA 스폰서로서는 펀드 운용자에게 지불하는 수수료를 낮출수록 자신이 누릴 수 있는 수익이 커지기 때문에 펀드 운용자가 불필요한 거래를 행하는 것을 억제하고자 한다.

자산관리 서비스는 스폰서가 투자자를 돕는 과정에서 어느 정도로 재량권(discretion)을 행사할 수 있는가에 따라 자문형과 일임형으로 구분된다. 일임형 자산관리는 투자자가 투자에 따르는 위험을 부담하되 스폰서에게 자산의 운용 및 관리와 관련된 권한의 일체를 위임하는 서비스이다.⁶⁾ 반면 자문형 자산관리 서비스는 스폰서가 제공하는 투자자문을 참고하여 투자자가 직접 투자결정을 내리는 서비스이다.⁷⁾

6) 예를 들어, 스폰서는 투자자의 명시적인 주문이 없는 상태에서도 재량에 의해 투자자금의 배분이나 포트폴리오 구성 종목의 매매를 집행할 수 있다.

7) 예를 들어, 투자자는 스폰서의 자문을 받아 사전에 선별된 자산 리스트 중에서 자신의 포트폴리오에 포함시킬 자산과 그 비중을 선택한다.

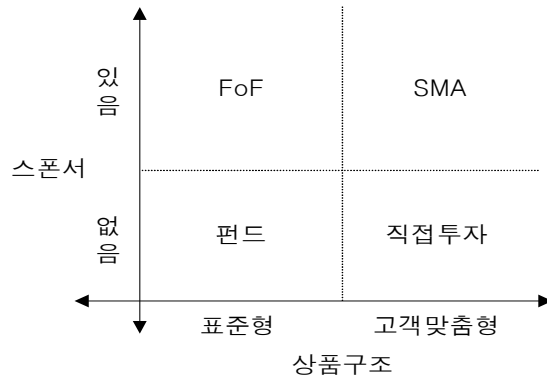
SMA의 세 번째 특징은 수수료가 세부 항목으로 구분되지 않은 채 결합보수로 부과된다는 점이다. 펀드의 경우에는 수수료가 운용보수, 판매보수, 수탁보수, 사무관리보수 등으로 구별되어 부과된다. 반면 SMA에서는 세부항목에 대한 구분 없이 하나의 수수료만 부과된다.

이상에서 소개한 SMA의 세 가지 특징을 충족하는 서비스의 가장 대표적인 예는 증권회사가 제공하고 있는 랩어카운트(wrap account)이다. 랩어카운트는 투자 대상에 따라 펀드랩과 ETF랩으로 구분된다. 펀드랩은 스폰서가 고객과 함께 펀드투자에 대한 최적 자산배분전략을 개발하고, 이에 맞추어 펀드 포트폴리오를 구성해 주는 서비스이다.⁸⁾ ETF랩은, 다른 구조에서는 펀드랩과 동일하지만 포트폴리오 구성 대상이 펀드가 아니라 ETF라는 점에서 펀드랩으로부터 구별된다.

SMA를 다른 간접투자 방식과 비교하자면 <그림 II-2>와 같이 나타낼 수 있다. 펀드 운용자 이외에 스폰서가 존재한다는 점에서 펀드와 구분되며, 수익구조가 투자자별로 차별화될 수 있다는 점에서 재간접투자 펀드(Fund of Funds)와도 구별된다.

8) 자산배분전략이란 쉽게 말해 100% 주식으로 할 것인지, 주식 대 채권 비중을 80/20, 60/40, 50/50, 40/60, 20/80 또는 100% 채권으로 할 것인지 결정하는 것을 의미한다. 펀드랩은 펀드 상담 프로그램으로 불리기도 한다.

<그림 II-2> SMA와 다른 투자방식의 비교

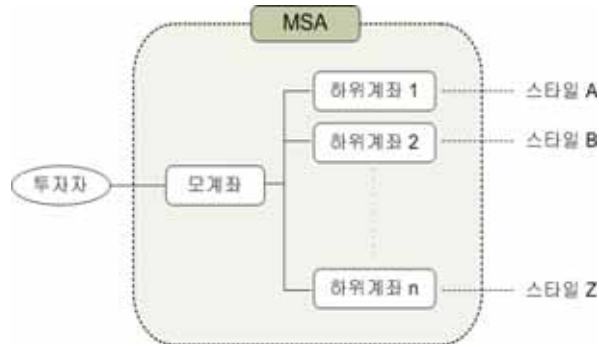


나. MSA (Multi-Style Account)

MSA는 복수의 하위 계좌를 보유한 SMA인데, 각 하위계좌가 별도의 스타일이나 운용전략에 따라 운용된다는 특징을 가지고 있다.⁹⁾ 예를 들어, SMA에 두 개의 하위계좌가 존재하는데, 한 하위계좌에 들어있는 자산은 가치스타일(value style)에 따라 운용되는 한편 다른 하위계좌에 들어있는 자산은 성장스타일(growth style)에 따라 운용되는 것이다. <그림 II-3>은 복수의 하위계좌를 가정했을 때의 MSA 구조를 보여준다.

9) 이러한 점에서 MSA는 multi-manager SMA 혹은 SMA package라고 불리기도 한다. 스폰서가 MSA의 각 하위계좌를 투자자와 사전에 약정한 운용 전략 및 특정 규율(discipline)에 따라 운용한다는 점이 강조되어, multi-strategy account, multi-discipline account 등으로 불리기도 한다.

<그림 II-3> MSA의 구조



MSA 스폰서는 다양한 스타일의 펀드들을 고객의 투자목적과 위험성향에 맞추어 조합함으로써 맞춤형 수익구조를 제공할 수 있다. 또한 MSA 스폰서는 고객을 대신하여 펀드 운용자가 사전에 공시한 스타일을 충실히 따르는지를 감시하여 펀드 운용자의 스타일이탈(style drift)을 억제할 수 있다. MSA 스폰서가 이러한 역할을 얼마나 잘 수행하는지에 따라 고객이 MSA로부터 얻는 혜택이 달라진다.

먼저 MSA 스폰서는 하위 계좌를 활용하여 복수 전략(multi-strategy)을 조합할 수 있다. 하나의 모계좌를 통해 다양한 스타일의 조합에 투자할 수 있다는 점은 고객의 입장에서 볼 때 매우 매력적이다. 사실 SMA를 기반으로 MSA가 개발된 계기도 단일 모계좌를 통해 다양한 스타일에 투자할 수 있는 유연성 때문이다. MSA를 활용하면 다양한 스타일에 투자하는데 따르는 비용을 절감할 수 있으며, 다양한 유형의 투자대상 및 운용전략에 대한 투자를 보다 체계적으로 관리할 수 있다. 단적인 예로서, 단일 스폰서가 모든 스타일에 대해 전문성을 유지하기는 쉽지 않다. 그런데 MSA의 하위계좌를 관리하는 운용자는 해당 스타일에 집중하고, 모계좌를 관리하는 스폰서가 다수의 하위계좌 운용자들을 조합함으로써 비용절감과 전문성 제고를 달성할 수 있다.

투자자들은 MSA를 통해 맞춤형 스타일에 더 근접하면서도 위험을 분산하는 효과를 누릴 수 있다. 예를 들어, 해외 금융선진국의 경우 대부분의 펀드는 성장형, 안정성장형, 안정형, 안정보수형, 보수형 등과 같이 스타일에 따라 표준화되어 있다. 따라서 투자자들이 특정 펀드를 선택하면 이로부터 기대할 수 있는 성과는 해당 펀드의 스타일에 의해 크게 영향을 받는다. 그런데 각 스타일의 성과는 시장여건에 따라 달라지며, 특정 스타일이 다른 스타일에 비하여 지속적으로 나은 성과를 보이는 것은 쉽지 않다. 그러나 MSA에서는 다양한 스타일로 운용되는 펀드들로 투자자들의 위험성향 및 투자목적에 맞추어 포트폴리오를 구성해 주기 때문에 맞춤형 스타일 조합이 가능하다.

다음으로 MSA에서는 스폰서의 감시를 통해 펀드 운용자의 스타일이 탈을 보다 효과적으로 억제할 수 있다. 펀드 운용자는 펀드 성과를 향상시키기 위해 사전에 투자자와 약정한 스타일이 아닌 다른 스타일로 펀드를 운용하려는 유인을 갖는다.¹⁰⁾ 예를 들어, 대형성장 스타일 펀드임에도 불구하고 펀드 수익률이 좋지 못할 경우 수익률 개선을 위해 소형 가치주의 비중을 높이는 사례가 발생할 수 있다. 그러나 MSA에서는 특정 펀드의 운용자가 임의로 스타일을 변경하더라도 MSA 스폰서가 해당 펀드의 편입 비중을 조정하여 사전에 지정된 스타일을 그대로 유지하는 것이 가능하다. 즉 MSA는 투자자보호 관점에서 볼 때에도 매우 매력적인 자산관리 서비스라고 할 수 있다.

10) 개별 펀드의 운용자는 단기간 내에 우수한 실적을 보여주어야 하는 관계로 과거 실적이 우수한 스타일을 추종하는 경향이 존재한다.

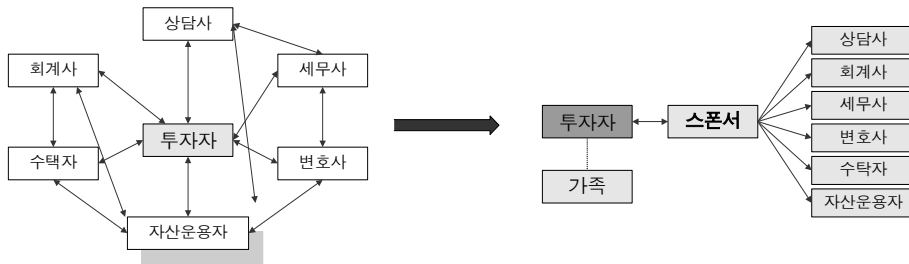
다. UMA(Unified Managed Account)

UMA(Unified Managed Account)는 MSA에서 보다 진화된 형태의 자산관리 서비스로서, 대부분의 금융회사가 전략적으로 지향하는 서비스 모델이라고 할 수 있다. UMA는 크게 두 가지 면에서 MSA를 개선하고자 한다. 하나는 모든 유형의 자산을 대상으로 고객의 부를 배분하고자 한다는 점이며, 다른 하나는 맞춤형 포트폴리오 구성을 넘어서는 부가서비스를 제공하고자 한다는 점이다.

우선 유가증권 투자 관련 스타일별로 하위계좌가 구성되는 MSA와 비교할 때 UMA는 자산유형(asset class)별로 하위계좌가 구성된다는 점에서 보다 포괄적이라고 할 수 있다. 즉 UMA에서는 주식, 채권, 펀드 등의 전통적인 유가증권과 더불어 ETF, 헤지펀드, 부동산, 실물자산 등의 대체투자자산을 대상으로 고객의 부를 배분한다. 즉 UMA의 목표는 하나의 모계좌에서 모든 유형의 자산으로 구성된 포트폴리오를 고객에게 구성해 주는 원스톱 서비스(one-stop service)를 제공하는 것이다.

다음으로 UMA에서는 고객이 자신의 특수한 요구에 따라 투자자산을 매매하는 미시경영이 극대화될 수 있다. UMA 스폰서는 고객의 재무계획(financial plan)을 총체적으로 관리해주고자 하는데, 이에는 자산규모, 소득흐름, 상속, 세금, 건강관리, 자녀교육, 노후설계, 이민, 취미활동 등과 관련된 매우 다양한 의사결정이 포함된다. 고객의 이해요구에 변화가 발생하면 고객이 즉시 포트폴리오의 구성을 조정할 수 있어야 하는데, 이를 위해 UMA 스폰서는 고객에게 다양한 부가서비스를 제공하는 대리인들을 통합적으로 관리한다(<그림 II-4> 참조). 외국에서는 전체 가족이 보유한 계좌들을 하나의 그룹으로 구성할 목적으로 UMA를 활용하는 것이 일반적이다.

<그림 II-4> UMA: 종합적인 부가서비스의 제공



자료 : Partridge(2004)

UMA를 통해 제공되는 가장 대표적인 부가서비스는 맞춤형 세테크라고 할 수 있다. UMA 스폰서는 다양한 방식을 통해 고객이 지불해야 하는 세금을 절감해 준다. 예를 들어, 일부 자산으로부터 이득이 실현되어 세금이 부과될 것으로 예상되면 다른 자산에서 발생한 미실현 손실을 절세의 목적으로 실현시키는 것이 가능하다.¹¹⁾ 또한 면세 혜택이 적은 투자(예, 소형주 투자)를 세금이 이연되는 IRAs¹²⁾(Individual Retirement Account 또는 Individual Retirement Annuity)나 401(k)¹³⁾를 통해 집행함으로써 세금을 절감할 수도 있다. UMA에서는 다수의 하위계좌에 대한 운용이 총괄 스폰서에 의해 관리되므로 투자자의 전체 투자자산을 대상으로 세금을 관리하는 것이 가능하다.¹⁴⁾

- 11) 이와 같이 해서 자본이득세를 절감하려는 시도를 tax loss harvesting 혹은 tax loss selling이라고 한다. 자본이득에 대해서는 과세하는 반면, 자본손실에 대해서는 보전해 주지 않는다는 점을 활용한 것이다.
- 12) IRA는 근로자가 퇴직 또는 이직 시에 받은 퇴직금을 자기 명의 계좌에 적립한 뒤 연금 등으로 활용할 수 있도록 한 것으로, 전통적 IRA, Roth IRA, 단순 IRA, SEP IRA가 있다.
- 13) 미국의 확정 기여형 기업연금, 근로자가 퇴직 전 세금을 미리 내고, 은퇴 후 세금 없이 연금을 받을 수 있도록 한 미 내국세법 조항이다.
- 14) UMA에서는 투자하기 전에 발생된 자본이득에 대해 투자자는 어떠한 의무도 부담하지 않는다. 이에 반하여 펀드 투자자는 모든 이득에 대한 세

이상적인 형태의 UMA라면 개별 고객의 위험성향, 투자목표, 투자경험 등을 고려하여 해당 고객에게 거의 무한한 범위의 간접투자 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 예를 들어, 개별 고객의 이해요구를 반영하여 맞춤형 최적 자산전략을 결정하고, 고객이 처한 여건(비경제적 여건 포함)에 변화가 발생하는 경우 즉각적으로 포트폴리오를 재조정할 수 있어야 한다. 고객이 자신의 자산을 특정 주식이나 산업에 투자할 수 없도록 제한하는 것도 가능해야 한다.

그러나 현실에서는 UMA 형태의 서비스가 본격적으로 제공되지 못하고 있다. 예를 들어, 현재 시장에 존재하는 UMA는 SMA, ETF, 펀드 등을 하나의 계좌로 통합한 수준에 머무르고 있어 진정한 의미의 UMA라고 보기 어렵다. 무엇보다도 모든 유형의 투자대상을 검토하여 고객의 부를 체계적으로 분산투자하는 것은 많은 비용을 수반한다.¹⁵⁾ 특히 전통적인 투자자산과 차별적인 특성을 갖는 대체투자자산까지 포함하여 일정한 운용전략을 일관되게 적용하기는 쉽지 않다. 또한 각 하위계좌가 별도의 운용목표와 전략에 따라 운용되는 만큼 그 과정의 수행은 노동집약적이기 마련이다. 예를 들어, 이상적인 UMA라면 각 고객이 처한 비용조건, 세율 구간, 규제 등을 모두 감안하여 맞춤형 서비스를 제공해야 하는데 이와 관련한 대부분의 과정이 자동화되어 있지 않은 상태이다.

금 의무를 공동으로 부담한다. 어떤 시점에서 펀드를 구입한 투자자는 그 시점까지 발생한 자본이득의 혜택을 누리지 못함에도 불구하고 자본이득이 펀드에 내재되어 있다는 이유만으로 세금을 공동으로 부담해야 한다.

- 15) 진정한 의미에서의 UMA가 제공되기 위해서는 비용문제뿐만 아니라 수수료 관련 규제, 기술적 특성, 투자자보호 등에 대한 개선이 선행되어야 한다는 주장이 존재한다. 일부에서는 높은 수수료 수준에 대해 비판이 제기되고 있으며, 하나의 통합 어카운트에서 다양한 투자자산을 관리하는 것에 대한 기술적 제약, 과장광고로 인한 투자자 손실 가능성 등의 문제점이 지적되고 있다.

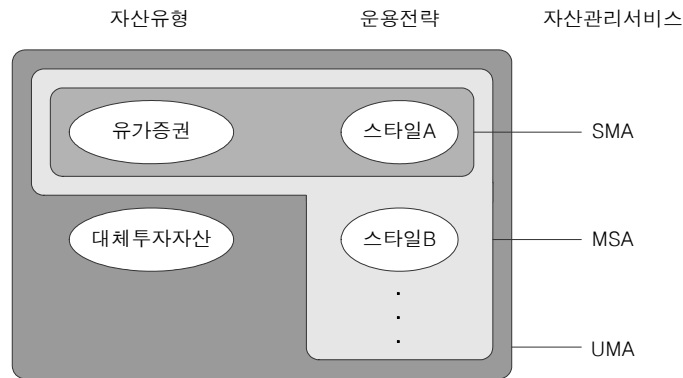
이러한 이유로 UMA의 제공은 기관투자자 및 거액자산가에 국한되어 왔다. 신탁회사, 전문컨설턴트, 패밀리오피스 등은 일정 규모 이상의 자산을 보유한 고객을 대상으로 노동집약적인 절차에 따라 UMA 서비스를 제공하고 있다. 맞춤형 서비스가 제공되는 경우에는 최소투자액 수준이 보다 높게 설정되는 것이 일반적인데, 이를 반영하여 UMA의 최소투자액은 SMA나 MSA의 최소투자액에 비해 높게 설정된다.¹⁶⁾

라. SMA, MSA 및 UMA 비교

<그림 II-5>는 지금까지 맞춤형 자산관리 서비스로서 살펴본 SMA, MSA, UMA를 투자대상자산 유형 및 스타일에 따라 비교한 것이다. SMA의 투자대상자산은 전통적인 유가증권이고, 스타일에 대한 명시적인 고려가 없다. MSA의 투자대상자산은 전통적인 유가증권에 한정된다는 점에서 SMA와 유사하나, 하나의 스타일이 아닌 다양한 스타일을 결합하여 포트폴리오를 구성한다는 점에서 SMA와 차이점을 갖는다. 마지막으로 UMA는 투자대상자산 유형에 있어 전통적인 유가증권뿐만 아니라 대체투자자산까지 포함하여 투자영역에 제한이 존재하지 않으며, 제공되는 서비스의 내용도 포트폴리오 구성을 넘어선다는 점에서 보다 포괄적이다. 본 보고서의 목적이 국내 자본시장에서 활용 가능하고 선진적인 맞춤형 자산관리 서비스를 소개하는 것인 만큼, 이하에서는 MSA를 중심으로 논의를 전개하고자 한다.

16) 구체적으로 UMA에서 요구하는 최소투자액은 \$250,000~\$500,000 수준이다.

<그림 II-5> 맞춤형 자산관리 서비스 비교



2. 스타일투자 의의

전술하였듯이, MSA는 스타일별로 구성된 복수의 하위 계좌로 구성된다. 그리고 MSA 고객이 누릴 수 있는 혜택 중 하나는 저렴한 비용으로 맞춤형 스타일 조합을 얻을 수 있다는 것이다. 따라서 스타일 투자에 대해 관심이 없는 고객이라면 굳이 MSA를 활용할 이유가 없을 것이다. 또한 국내 자본시장에서 MSA를 활용한 맞춤형 자산관리가 본격화되기 위해서는 스타일 투자의 활용이 가능해야 한다. 이하에서는 스타일 투자의 개념과 유용성에 대해 간략히 소개한다.

가. 스타일투자의 개념

스타일 투자란 투자 대상을 유사한 특성에 따라 유형화한 다음 각 유형별로 투자하는 것이다. 스타일 투자는 주로 주식투자에서 활용되는

데 가장 널리 활용되는 스타일의 예는 가치-성장 구분이나 중소형-대형 구분이다.

우선, 가치-성장 스타일은 발행기업의 내재가치 대비 주식의 시장가격 수준을 기준으로 정의된다. 가치주는 실적이나 자산에 비해 발행기업의 내재가치가 상대적으로 저평가됨으로써 그 시장가격이 내재가치에 비해 낮게 형성되어 있는 주식, 즉 자산가치 우량주를 말한다. 예를 들어, 주가수익비율(PER), 주가순자산비율(PBR) 등을 기준으로 비교하여 상대적으로 이들 비율이 낮은 종목이 가치주로 분류된다. 최근 미국을 중심으로 가치주에 대한 투자가 늘어나면서 안정적인 성장세를 유지하면서 고배당을 실시해 주주를 중시하는 발행기업의 주식으로 가치주의 개념이 확대되고 있다.

성장주는 일반적으로 수익률 상승률이 높은 발행기업의 주식을 말한다. 즉 발행기업의 성장률이 동종 산업 내 평균 수준을 상회하는 가운데 향후 예상되는 성장의 원천이나 성장요인이 아직 시장가격에 반영되지 않은 것으로 평가되는 주식이 성장주이다. 대표적인 예로서, 현재는 별다른 성장을 보여주고 있지 못하지만 향후 신제품이나 신기술 등이 수익에 기여할 가능성이 있는 발행기업의 주식을 생각해 볼 수 있다. 발행기업의 재무구조가 양호하고 동일업계에서의 시장점유율이 우월하며 영업실적이 지속적으로 증가하는지 여부가 성장주로 판단하는 기준으로 활용된다.

다음으로, 중소형-대형 스타일은 주식의 시가총액을 기준으로 정의된다. 예를 들어, 대형주는 종목별 시가총액 상위 100위 이내, 중형주는 101-300위, 소형주는 301위 이하에 해당하는 종목들을 의미한다. 일반적으로 대형주는 주가의 변동폭이 중소형주에 비해 보다 안정적인데, 이는 대형주의 경우 유동 주식수가 많고 주식 분포가 고르며 기관투자자들이 대량으로 보유하고 있기 때문이다.

스타일 유형은 사용자에 따라 다양하게 정의되고 있다. 예를 들어, 일부 펀드평가회사는 대형주는 시가총액 상위 5%이내, 중형주는 20%이내, 그 외를 소형주로 분류하고 있다. 또한 중소형-대형 구분 기준으로 자본금 규모가 사용되기도 하며, 상대적인 평가에 기초한 상하위 일정 비율 대신 시가총액의 절대적 수준이 사용되기도 한다.

주식형 펀드라도 어떤 종목을 주로 편입하느냐에 따라 성장주 펀드인지 가치주 펀드인지 분류될 수 있다. 가치주 펀드란 수익, 자산 대비 저평가 종목에 주로 투자하는 펀드를 의미하며, 성장주 펀드는 현재 수익성보다 미래 성장성이 높은 종목에 주로 투자하는 펀드를 지칭한다. 가치-성장 스타일과 중소형-대형 스타일을 동시에 적용하여 주식형 펀드를 구분하기도 한다. 예를 들어, 국내 코스닥에 등록된 주식들에 주로 투자하는 펀드는 소형성장 스타일을 따르는 한편 거래소시장에 상장된 시가총액 상위 종목들에 주로 투자하는 펀드는 대형가치 스타일을 따르는 것으로 볼 수 있다.

나. 스타일투자의 유용성

스타일투자의 유용성에 관한 연구는 가치투자 전략을 통해 초과수익을 달성할 수 있음을 보이는 연구에서 시작하였는데, Basu(1977)가 대표적인 예이다. 그는 PER(Price-to-Earnings Ratio)이 낮은 주식들에서 가치 프리미엄이 존재함을 보였다. 그 밖에 배당수익률을 이용한 투자 전략을 제시한 Litzenberger and Ramaswamy(1979), 기업 규모를 이용한 투자전략을 검토한 Banz(1981), 기업 규모와 PER을 동시에 고려한 Reinganum(1981)의 연구 등이 스타일투자에 대한 초기 연구들이다.

시간이 경과함에 따라 보다 다양한 변수를 이용한 스타일투자의 유

용성에 대한 검토가 이루어져 왔다. 1월 효과와 같은 계절적 요인, BMR(Book-to-Market Ratio)과 같은 기업의 내재가치, 시장가격 모멘텀과 같은 요인에 의해 초과수익이 발생할 수 있는지 여부에 대한 연구가 지속되었다. 예를 들어, Fama and French(1992, 1995, 1996, 1998)는 장부가격비율, CPR(Cashflow-to-Price Ratio), DPR(Dividend-to-Price Ratio)가 높거나 주식시가총액이 낮을수록 장기적으로 가치 프리미엄이 존재함을 실증분석을 통해 보였다. Lakonishok, Shleifer, and Vishny(1997)는 가치투자전략의 초과수익이 기대오류에서 비롯되었다고 주장하였다. 또한 Hawawini and Keim(1998)은 글로벌 시장을 대상으로 가치투자전략의 초과수익이 존재함을 발견하였다. 이러한 실증분석 결과들은 효율적 시장가설로 설명되지 않는 시장 이상(market anomaly) 현상으로 간주되고 있다.

한편 개별 종목을 대상으로 하는 스타일투자와 더불어 주식형 펀드를 대상으로 하는 스타일투자와 관련된 연구가 진행되어 왔다. 펀드의 경우에는 펀드별 스타일 유형분류 기준의 타당성을 검토하거나 스타일투자 전략을 통해 벤치마크 대비 초과수익을 달성할 수 있는지 여부를 검토하는 방향으로 연구가 진행되고 있다. Brown and Goetzmann(1997)와 Carhart(1997)는 펀드의 스타일에 따라 수익률이 달라질 수 있다는 증거를 실증분석을 통해 제시하였다. Grinblatt and Titman(1989)과 Daniel et al.(1997)은 스타일 유형별 평균 수익률 분포에 대한 횡단면 분석을 수행하였다. Michaud(1998)는 선행 연구들이 펀드의 스타일을 식별하기 위해 사용한 RBSA(Return-Based Style Analysis)가 정확한 결과를 제공하지 못할 수 있으며, 특히 초과수익 달성을 위해 능동적으로 운용되는 펀드에는 적합하지 않다고 지적하였다. Michaud(1999)는 펀드의 스타일을 식별하는 방법으로서 RBSA와 PBSA(Portfolio-Based Style Analysis)의 장단점을 서로 비교 분석한 바 있다.

스타일투자 전략에 대한 국내 연구는 주식을 대상으로 한 가치투자전략의 활용가능성 검토에 초점이 맞추어져 왔다. 일부 선행 연구들은 주식

의 기대수익률은 지속적인 특성을 가지는 만큼 제한적이거나 주식수익률은 예측할 수 있음을 보여주고 있는데, 이는 가치투자전략에 대한 논리적 근거가 된다. 이상빈(1998)은 1989년 12월 12일 정부의 주식 무제한 매입조치에 따른 위험을 평가하면서 투자신탁회사를 비롯한 금융회사들이 수익률과 위험의 상호관계를 고려하여 투자를 선택할 것을 조언하였다. 박종원(2002)은 주식의 기대수익률에 나타나는 지속적인 행태와 주식시장의 변동을 초래하는 주요 요인을 배당성장률, 실질이자율, 인플레이션율, 미래초과수익률 등과 같은 상태변수의 특성으로 설명하였다. 특히 배당성장률에 대한 기대치의 변화가 예상치 못한 초과수익률의 많은 부분을 설명한다고 밝혔다. 그는 상태변수 변동에 나타나는 지속적인 특성이 주식의 기대수익률에 나타나는 지속적인 행태와 주식시장의 변동을 설명하는 주요 원인이라고 주장하였다.

가치투자전략에 의한 초과성과 달성 가능성을 직접적으로 검증하려는 연구들도 존재한다. 장영광·김종택(2003)은 가치변수(BMR, PER, CPR, SPR 등)를 활용하는 가치투자전략으로부터 전체 시장 대비 초과성과를 달성할 수 있음을 보임으로써 한국주식시장에서 가치비율이 높은 가치주식에 가치 프리미엄이 존재한다고 주장하였다. 특히 가치비율과 재무건전도를 동시에 고려하는 가치투자전략은 IMF 이전에는 보유기간이 장기일수록 유리하게 작용하는 반면, IMF 이후에는 그 유효성이 단기화되어 9개월 보유시 가장 투자 성과가 좋다는 실증분석 결과를 제시하였다. 김병준·이필상(2006)은 가치비율을 보다 세밀히 분류하여 보다 다원화된 가치비율의 관점에서 가치프리미엄이 존재한다는 사실을 입증하였다. 1~5년 동안의 보유기간을 기준으로 할 때 다양한 가치변수(BMR, PER, PCR, PSR, SGR 등)에 따라 분류한 가치주로부터의 투자성과가 성장주로부터의 투자성과에 비해 유의적으로 우월함을 확인하였다. 이와 같은 가치프리미엄은 보유기간 1년에 대해 가장 크게 나타났고, 전체 시장의 상승기보다는 하락기에 더욱 분명히 나타남을 보였다.

이상과 같은 연구들은 가치 프리미엄을 입증함으로써 국내 시장에서의 가치투자전략의 활용 가능성을 보여주고 있다. 그러나 국내 선행 연구 중 펀드의 스타일투자에 관한 연구 사례는 아직 보고된 바가 없다.

3. MSA의 Mass Customization

전술한 바와 같이, 본격적인 맞춤형 서비스 제공에는 많은 비용이 소요된다. 이러한 점을 인식한 금융회사들은 자산관리 서비스의 제공 대상을 기관투자자나 거액자산가에 국한시키고 있다. 개인 고객에게 적용되는 맞춤형 MSA는 다른 서비스에 비해 뒤늦게 2000년에 들어서야 본격적인 개발이 시도되고 있다. 상대적으로 소액의(그러나 여전히 일정 수준의 투자자산을 가진) 다수의 고객을 대상으로 하는 자산관리 서비스의 대표적인 예는 랩어카운트라고 볼 수 있다. 그러나 랩어카운트는 사전에 스폰서에 의해 설정된 모델 포트폴리오를 다수 고객의 계좌에서 복제하는 수준에 머무르고 있어 본격적인 맞춤형 서비스로 간주할 수 없다. 현재의 랩어카운트는 고객에게 펀드로부터 제공되는 것 이상의 혜택을 주기 어렵기 때문이다.¹⁷⁾ 따라서 맞춤형 자산관리 서비스가 대중화되기 위한 전제조건 중 하나는 저렴한 비용으로 서비스 대상을 소액투자자로 확대할 수 있는 비즈니스 모델이라고 하겠다. 이와 관련하여 최근 ‘맞춤형 서비스의 대량공급(mass customization)’ 개념이 주목을 받고 있는 바, 이하에서는 이에 대해 간략히 소개한다.

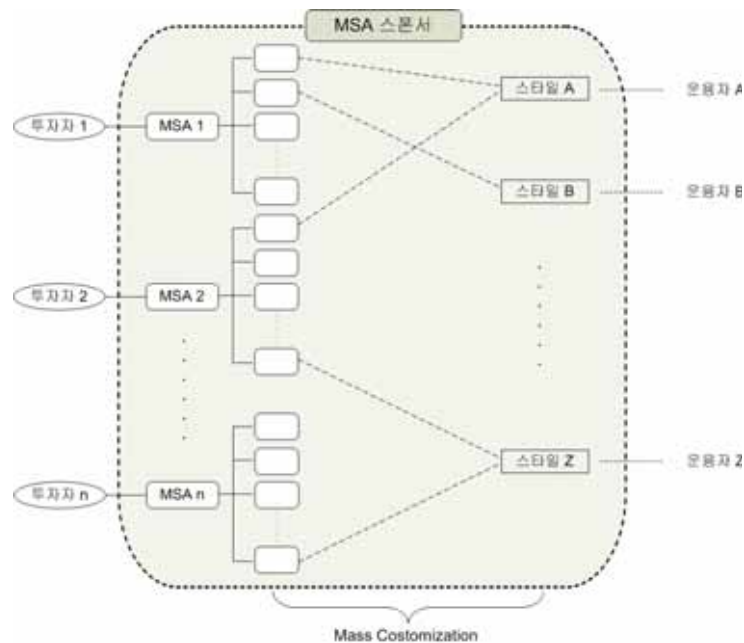
맞춤형 서비스의 대량공급은 맞춤형 서비스에 대한 시장수요의 성장¹⁸⁾함에 따라 이에 대응하여 불특정 다수의 고객에게 맞춤형 서비스를

17) 실제로 금융감독당국도 표준화된 SMA를 유사 집합투자자로 간주하고 있다.

18) Cerulli Associates는 2003년에 미국에 있는 SMA 자산이 2008년에는 2.6조 달러를 기록할 것이라고 예상하였다.

제공하려고 노력하는 과정에서 도출된 개념이다. 이 개념이 목적하는 바는 MSA를 통한 서비스 제공 과정을 표준화함으로써 관련 비용을 낮추고 맞춤형 서비스를 대량으로 제공하려는 것이다(Wilcox et al., 2006). 논리적으로 볼 때, 맞춤형 MSA의 대량공급 과정은 <그림 II-6>과 같이 묘사될 수 있다.

<그림 II-6> MSA의 Mass Customization



MSA의 대량공급 과정은 고객별 포트폴리오 구성, 포트폴리오 전환, 스타일별 포트폴리오 운용이라는 세 단계로 구분해 볼 수 있다. 우선 고객별 포트폴리오 구성 단계에서, MSA 스폰서는 개별 고객과 직접 교류하면서 고객이 처한 상황과 이해요구를 파악한다. 이를 통해 파악된 고객의 선호를 토대로 MSA 스폰서는 고객에게 적합한 맞춤형 포트폴리오

를 구성해 준다. MSA가 제공하는 서비스의 질은 이 단계에서 고객의 이해요구가 얼마나 정확하고 신속하게 반영될 수 있는지에 달려있다.¹⁹⁾

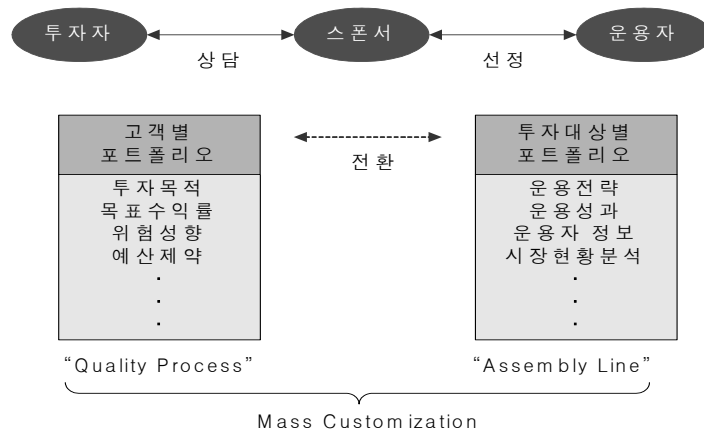
다음으로 스타일별 포트폴리오 운용 단계에서, MSA 스폰서는 각 스타일에 따르는 운용자를 선정하고, 성과를 평가하여 유지 여부를 결정한다. 또한 시장상황에 비추어 최적의 스타일 조합을 유지한다. 이는 고객별 포트폴리오들에서 나오는 주문을 이행하기 위해 시장에 존재하는 다양한 투자대상자산을 스타일별로 선별하여 조합하는 과정이라고 볼 수 있다.²⁰⁾

마지막으로 포트폴리오 전환 단계에서, MSA 스폰서는 고객별 포트폴리오 집합과 스타일별 포트폴리오 집합 사이에서 발생하는 불일치(mismatch)를 조정한다(<그림 II-7> 참조). 이 단계는 MSA의 대량공급에서 나타나는 특수한 단계라고 볼 수 있다. 고객이 처한 상황이 변하여 고객별 포트폴리오의 구성이 조정되어야 하거나 시장상황이 변하여 스타일별 포트폴리오가 재구성되어야 할 경우, 다양한 차원에서 양자간에 불일치가 발생하는데 이를 저렴한 비용으로 신속하게 해소하는 것이 이 단계에서의 핵심이다. 양자간의 불일치가 적절하게 해소되지 못하는 경우 MSA 스폰서는 의도하지 않은 위험에 노출되게 된다. 투자자산에서 발생한 성과를 분석하거나 시황에 대해 조사하여 고객에게 알려주는 보고서가 이 단계에서 중요한 역할을 수행한다.

19) 이러한 점을 강조하여 고객별 포트폴리오 구성 단계를 “quality process” 단계라고 부른다.

20) 이러한 의미에서 스타일별 포트폴리오 운영 단계를 “assembly line” 단계라고 부른다.

<그림 II-7> Mass Customization 과정



MSA 스폰서가 고객별 포트폴리오 집합과 스타일별 포트폴리오 집합 사이에 존재하는 불일치를 해소하는 과정이 노동집약적으로 이루어지는 경우에는 많은 비용이 소요된다. 또한 불일치가 적절히 관리되지 못하여 MSA 스폰서에게 손실이 발생할 위험도 존재한다. 최근 이러한 문제점을 극복하고자 자동화 플랫폼을 활용하여 맞춤형 서비스를 대량으로 제공하려는 노력이 시도되고 있다.

포트폴리오 전환 과정을 표준화된 절차에 따라 자동화하면 MSA를 다수의 소액 투자자에게 공급하는 것이 가능해 진다.²¹⁾ MSA의 자동화는 정보원천에의 용이한 접근, 반복 작업의 자동화 및 거래실행으로의 연결 등을 포함한다. 고객이 포트폴리오 성과분석 보고서에 기재된 내용보다 더 자세한 정보를 원할 때 MSA 스폰서의 플랫폼을 통해 펀드 운

21) 예를 들어, Cerulli Associates이 조사한 바에 따르면 현재 MSA sponsor는 200~300개의 개별 계좌를 관리하고 있는데, 포트폴리오 성과를 자동으로 분석하여 제공하는 플랫폼이 도입되는 경우 투자 전문가 한 사람당 1,500 계좌까지 관리할 수 있다.

용자의 관리시스템에 접근하여 펀드의 상세정보를 확인하는 과정을 자동화하는 것이다. 또한 MSA 스폰서가 고객을 상담하거나 펀드 운용자를 선별하는 과정에서 반복적이고 노동집약적인 작업을 표준화하여 자동화하여 정확성 및 신속성을 향상시키는 것이다. MSA 스폰서의 노력이 반복적인 작업에서 보다 정교한 투자결정에 투입될 수 있으면 자산관리 서비스의 질은 향상될 수밖에 없다. 예를 들어, 고객이 MSA로부터 현금을 인출할 때 세금에 민감한 하위계좌에서 먼저 인출되도록 자동화하는 것을 생각해 볼 수 있다. 또한 MSA 스폰서의 시스템과 펀드 운용자의 시스템을 연계하여 고객의 주문이 자동화 플랫폼을 통해 곧바로 처리되도록 하는 것도 고려해 볼 수 있다.

4. MSA 성장 가능성

맞춤형 자산관리 서비스, 특히 그 대표적인 유형인 MSA에 대한 시장규모는 크게 성장할 것으로 예상된다. 무엇보다도 투자 패러다임이 표준화된 집합투자를 지지하는 이론에서 개별적으로 차별화된 투자를 지지하는 이론으로 전환되었다. 또한 투자의 목적이 최종적인 부의 규모를 극대화하는 것에서 전 생애에 걸쳐 소비수준을 안정적으로 유지하는 것으로 이동하였다. 이와 같은 변화는 수익구조 다변화에 대한 요구 혹은 생애설계에 대한 요구의 증가로 나타나고 있는 바, 이에 대해 좀 더 자세히 소개하고자 한다.

가. 투자 패러다임의 변화

1960년대 이후 지난 40여 년간 간접투자 시장은 표준화된 집합투자기

구인 뮤추얼펀드에 의해 주도되어 왔다. 맞춤형 자산관리 서비스는 기관 투자자 및 일부 거액자산가를 대상으로 하여 틈새시장을 형성해 왔다. 이와 같은 시장구조의 형성은 1960년대에 확립된 투자 패러다임으로서 표준화된 집합투자를 지지하는 MPT(Modern Portfolio Theory)에 기인한다고 보아도 무방하다. Statman(2005)에 따르면, MPT의 핵심적 구성요소는 합리적 투자자 가설, 효율적 시장 가설, 평균-분산 포트폴리오 선택모형, 그리고 자본-자산 가격결정 모형(CAPM)이다. 앞의 세 가지 요소가 투자자들의 선택에 대한 규범적인 내용인 반면, CAPM은 투자자들의 선택에 대한 기술적인 내용이라고 볼 수 있다. 각각에 대해 개관하면 다음과 같다.

첫째, Miller and Modigliani(1961)²²⁾에 의해 제시된 합리적 투자자 가설에 따르면, 합리적인 투자자는 항상 최종적인 부의 규모를 극대화하고자 선택한다. 다른 투자목적에 대해서는 고려하지 않으며 부의 형태에 대해서는 무관심하다. 예를 들어, 투자자는 합리적이므로 세금 감면 효과가 존재하는 경우 손실을 실현시켜 최종적인 부의 증가를 도모할 것이다. 또한 투자자는 합리적이므로 배당으로 부가 증가하는 것과 자본이득으로 부가 증가하는 것에 대해 무차별할 것이다.

둘째, Fama(1965)에 의해 제시된 효율적 시장 가설(Efficient Market Hypothesis: EMH)에 따르면, 자본시장은 효율적이기 때문에 시장가치는 내재가치를 반영하여 결정되며 차익거래의 기회가 존재하지 않는다. 설사 자본시장이 일시적으로 비효율적인 상태에 놓이게 되더라도 다수의 투자자가 차익거래를 시도할 것이므로 시장은 곧 효율적인 상태로 복귀

22) 이 논문은 합리적 투자자들은 배당정책에 무차별하다고 설명한다. 합리적 투자자들은 항상 부를 더 많이 가지기를 원하므로 그 형태가 현금이든지 주식의 시장 가치 증가이든지는 상관없다. 왜냐하면 배당을 통한 부의 증가와 주식가치를 통한 부의 증가는 그 형태만 다를 뿐 자본이익이라는 본질은 동일하기 때문이다.

하게 된다(Cowles, 1960).²³⁾ 또한 Fama(1965)에 따르자면, 복잡한 시스템에 기초한 투자전략이 단순한 원칙에 기초한 투자전략에 비해 우수한 성과를 거둔다는 보장이 없다. 이는 효율적 시장에서 주가는 임의보행의 특성을 보이며 고평가된 종목이나 저평가된 종목이 존재할 수 없기 때문이다.

셋째, Markowitz(1952)가 제시한 평균-분산 포트폴리오 선택모형(Mean-Variance Portfolio Model: MVP)에 따르며, 합리적 투자자는 위험자산의 기대수익률과 위험만을 고려하여 최적 포트폴리오를 구성한다. 즉 합리적 투자자는 개별 자산의 특성을 평균과 분산으로 파악한 후 최적화 과정을 통해 효율적 경계에 위치한 최적 포트폴리오를 구성한다. 다른 요인은 포트폴리오 형성과정에서 고려되지 않으므로 최적 포트폴리오 구성에 영향을 줄 수 없다.

넷째, Sharpe(1964)가 제시한 자본-자산 가격결정 모형(Capital Asset Pricing Model: CAPM)에 따르며, 합리적 투자자들이 선택한 최적 포트폴리오는 시장포트폴리오와 구성이 동일하며 그 결과 위험자산의 기대수익률은 시장수익률과 선형관계를 갖는다. 특히 모든 투자자는 시장 포트폴리오를 최적 위험자산 포트폴리오로 선택한 후 각자의 위험기피성향에 따라 위험자산 포트폴리오와 무위험자산으로 구성된 최적 조합을 선택한다.

MPT가 주요 투자 패러다임으로 받아들여지던 지난 40여 년간은 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 필요성이 크게 제기되지 않았다. 왜냐하면 MPT에서는 각 투자자에 대한 차별성이 위험기피성향을 통해 전체 자산 중 어느 정도의 비중을 위험자산 포트폴리오에 투자할 것인가에만 영향을 미치기 때문이다. 따라서 MPT에 충실하면 집합투자 이외에 추

23) Cowles는 주가의 움직임이 지속적으로 브로커리지 비용을 초과하는 부분이 있다면 전문 투자자는 이를 인지하여 차익거래를 할 것이라고 하였다.

가로 제공될 수 있는 맞춤형 자산관리 서비스는 매우 제한적이게 된다.

그러나 최근 들어 MPT의 현실 설명력에 대한 의문이 제기되면서 새로운 패러다임으로 행태주의 재무이론(Behavioral Finance Theory: BFT)이 등장하였다. BFT는 현실의 투자자 행태를 증거로 삼아 MPT를 구성하는 각 요소에 대해 다른 견해를 제시한다(<표 II-1> 참조).

<표 II-1> MPT와 BFT의 비교

구 분	Modern Portfolio Theory	Behavioral Finance Theory
투자자	Rationality Miller-Modigliani(1961)	Normality Snyder(1957), Shefrin-Statman(1982)
자본시장	Market efficiency Fama(1965)	Market Anomaly Block(1999), Zhou-Dong(2004)
포트폴리오	Mean-variance Optimization Markowitz(1960)	Life Cycle Optimization Samuelson-Merton(1969)
자산가격	Capital Asset Pricing Sharpe(1964)	Behavioral Asset Pricing Shefrin-Statman(1994)
투자대상	표준화된 집합투자	맞춤형 간접투자

첫째, 투자자는 합리적이라기보다 정상적(normal)이다. 우선 투자자는 투자결정 시 인지적 오류(cognitive bias)와 감정에 의해 영향을 받기 때문에 그의 선택이 반드시 부의 극대화와 일치하지는 않는다. Snyder(1957)는 투자자들이 세금 감면 효과를 알면서도 여전히 손실을 실현시키지 않음을 지적하였다. 그의 주장에 따르면, 투자자들이 항상 부의 극대화를 선택하는 것은 아니며 실현 손실과 미실현 손실을 다르게 취급한다. Shefrin과

Statman(1985)에 따르면, 투자자들은 이득을 너무 일찍 실현시키려는 반면, 손실은 실현시키지 않는 경향을 보인다(disposition effect). Statman(2002)은 투자자들이 손실을 실현할 경우 회복의 가능성이 사라지므로 손실 실현을 연기하는 경향이 있다고 주장하였다(mental accounts).²⁴⁾

다음으로 투자자는 부의 형태에 대해 다른 선호를 보인다. John Clendenin(1958)은 경제 상황에 따라 투자자들은 배당에 대해 서로 다른 태도를 보임을 지적하였다. 그에 따르면, 1951년에는 전쟁의 여파로 경기 불확실성이 존재하였던 관계로 주주들이 현금 배당을 선호하고 안정적인 종목에만 투자하였던 반면, 1958년에는 주주들의 현금 배당에 대한 선호 정도가 감소하고 투기적 종목에 대한 투자도 증가하였다. 한편 Shefrin and Statman(1984)은 세대에 따라서도 배당에 대한 투자자의 태도가 변하였음을 발견하였다. 예를 들어, 1974년에는 회사가 배당을 주지 않았을 때 주주들의 불만이 컸던 반면, 1990년 경기 호황기에는 배당 수익률이 거의 제로에 가까웠음에도 불구하고 주주들이 배당에 대해 관심을 보이지 않았다.²⁵⁾

둘째, 자본시장은 비효율적이며, 임의보행가설은 현실을 제대로 설명하지 못한다. 먼저 Block(1999)은 대다수의 증권 애널리스트들이 EMH에 동의하지 않는다고 주장하였다. 그의 논문에 따르면, 증권 애널리스트들 중 극소수만이 효율적 시장가설을 받아들이고 있다. 이 점은 애널리스트들이 작성하는 투자의견서에 '고평가' 또는 '저평가'의 용어가 지속적으로 사용되고 있다는 점에서 잘 드러난다. 또한 투자자들도 인덱스펀드보다 액티브펀드를 선호하는 것이 일반적이다.

24) Garvey and Murphy(2004)는 전문적인 투자자들(professional traders)도 손실의 실현을 기피하려는 성향이 있음을 지적하였다.

25) Shefrin and Statman(1984)가 Consolidated Edison 회사의 주주를 대상으로 분석한 결과이다. 이들에 따르면, 1970년 초에는 주주들이 배당을 사회보장제도와 동일시하였다고 한다.

다음으로 Zhou and Dong(2004)은 주가가 임의보행이 아닌 특정한 패턴을 보인다고 지적하였다. 예를 들어, St. Patrick's Day와 Jewish High Holy Days에는 투자자들의 감정이 고양되어 주가에 긍정적인 영향을 미친다(Frieder and Subrahmanyam, 2004). 또한 Weintraub(1963)은 전문적 투자자들이 고수익을 누린다는 사실은 임의보행가설과 일치하지 않는다고 주장하였다. 예를 들어, 1970년대 후반부터 1980년대 초반까지 시장가치와 내재가치의 괴리가 지속되었는데, 이는 시장이 장기적으로 비효율적인 상태에 놓일 수 있음을 시사한다.

셋째, 투자자는 위험과 기대수익 외에 좀 더 다양한 요인을 고려하여 포트폴리오를 구성한다. 실용성(utilitarian)을 추구하는 합리적 투자자와 달리 정상적 투자자는 현시성(expressive)을 고려하기 때문이다. 즉 정상적 투자자들은 투자 시 그들의 가치관, 사회 계층, 라이프스타일 등을 함께 고려한다. 이 경우 투자자들은 다양한 자산 유형을 수익 및 위험 특성에 따라 구분하여 피라미드를 구성한 후 각 위계에 해당하는 자산군별로 별도의 포트폴리오를 구성한다.²⁶⁾ 그리고 각 자산 유형에 대해 최대한으로 투자할 수 있는 한도를 설정하는 것이 일반적이다.

넷째, 투자자의 다양한 선호체계를 반영하는 자산가격 결정모형이 요구된다. Fama and French(1992)는 시장가치와 내재가치 사이의 괴리가 장기간 지속된 것은 시장이 비효율적이기 때문이라기보다 내재가치를 산정하는 CAPM이 부정확한 자산가격 결정모형이기 때문이라고 주장하였다. 즉 CAPM이 반영하지 못하는 여러 요인이 실제 자산가치에 영향

26) 자산 유형별로 구성된 피라미드 개념은 Wiesenberger(1952)의 자산 계층에서 처음으로 제시된 바 있다. 예를 들어, 자산 유형은 피라미드는 밑에서부터 소득(income), 균형(balanced), 성장(growth), 공격적 성장(aggressive growth) 등으로 구분된다. 소득 유형 자산에는 채권이, 균형 유형 자산에는 유틸리티 종목(utility stocks)과 같은 고배당주식이, 성장 유형 자산에는 저배당주식이, 공격적 성장 유형 자산에는 무배당주식이 각각 해당된다.

을 미칠 수 있다는 것이다. Shefrin and Statman(1994)와 Statman(2004)는 한 발 더 나아가 투자자가 합리적임을 가정한 평균분산포트폴리오 이론으로부터 벗어나 투자자가 정상적임을 전제한 행태적 자산가격모형 (behavioral asset-pricing model)을 제시하였다. 즉 투자자의 인지적 오류로 인하여 평균분산 포트폴리오가 시장 포트폴리오로부터 이탈할 수 있는 만큼 CAPM의 베타와 더불어 행태적 베타(behavioral beta)²⁷⁾도 고려되어야 한다고 주장하였다. 한편 Fama and French(2004)는 투자자들은 금전적 수익과 더불어 자신의 취향 등 보다 다양한 것에 관심이 있음을 지적하였다. 예를 들어, 투자자들은 성장주에 대한 투자나 사회책임투자(Socially Responsible Investment: SRI)로부터 일종의 만족감을 느끼기 때문에 이러한 투자로부터 기대할 수 있는 수익이 상대적으로 낮더라도 투자를 유지하고자 한다.

요컨대, 새로운 투자 패러다임에 따르면, 투자자들은 각자의 상황에 따라 매우 다양한 요인을 고려하여 서로 다른 투자 포트폴리오를 구성하고자 한다. 이러한 변화는 집합투자와 같은 표준화된 상품만으로는 투자자의 요구를 충족시킬 수 없으며, 맞춤형 자산관리 서비스에 수요가 지속적으로 성장할 것임을 시사한다.

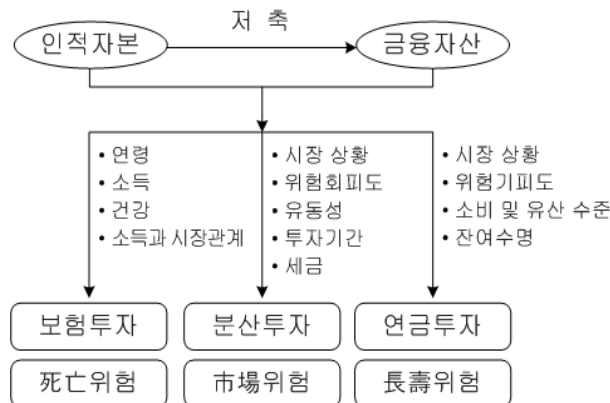
나. 생애설계에 대한 요구 증가

최근 평균 수명이 증가하면서 새롭게 등장하는 위험을 보다 효과적으로 관리하고 일정 수준 이상의 라이프스타일을 유지하고자 하는 수요가 크게 증가하였다. 이제 투자자들은 투자의사 결정 시 자산으로부터

27) CAPM 베타가 시장폴리오를 벤치마크로 삼아 산정되는 것에 대비하여 행태적 베타는 시장포트폴리오와 구분되는 평균분산포트폴리오를 벤치마크로 삼아 산정된다.

얻을 수 있는 기대수익과 위험뿐만 아니라 그들의 라이프스타일도 고려한다. Ibbotson et. al.(2007)에 따르면, 전 생애 동안의 일정한 라이프스타일 유지를 목적으로 삼을 때 투자자는 금융시장 위험뿐만 아니라 인적자본에 따른 위험, 수명위험, 저축이 충분하지 않을 위험 등에도 직면하게 된다(<그림 II-8> 참조).

<그림 II-8> 생애설계 관련 위험



자료: Ibbotson et. al.(2007) 참고

첫째, 개별 투자자는 금융시장 위험에 노출된다. 이는 투자자가 안정적이고 지속적인 소비를 원하는 반면, 미래 재투자 수익률은 불확실하기 때문에 발생한다. 투자를 결정함에 있어 투자자가 미래 수익률이 일정한 수준에서 유지될 것으로 가정하면, 투자자는 자산을 부적절하게 배분하거나 투자목적에 적합하지 않은 상품을 선택하게 된다. 투자자의 금융후생(financial welfare) 수준은 최종적인 부의 규모에 의해서 결정되는 것이 아니라 생존하는 동안 지속될 수 있는 소비 수준에 의존하기 때문이다. 이제 투자자는 생애설계를 함에 있어 미래 재투자 수익률을 고려하고자 하는데,28) 미래 실질 수익률을 고려하여 인플레이션에 연동되는 연

금을 선택하는 것이 그 대표적인 예이다.

둘째, 개별 투자자는 인적자본 관련 위험에 노출된다. 투자자 입장에서 볼 때 인적자본은 가장 큰 단일 자산으로 퇴직 전까지 전체 자산 중에서 매우 중요한 부분을 차지한다. 일반적으로 젊은 투자자일수록 위험 자산을 보다 많이 보유해야 한다고 받아들여지고 있는데, 근로소득의 원천 또한 고려할 필요가 있다. 예를 들어, 증권회사에 근무하는 사람은 근로소득이 주식시장의 변동에 많이 노출되어 있기 때문에 전체 자산 중 주식 비중을 줄이는 것이 인적자본 위험에 대한 헤지가 될 수 있다. 현재 제공되는 대부분의 상담 프로그램에서는 금융자산의 관리에만 관심을 두고 있으며 인적자본은 고려하지 않고 있다.

셋째, 개별 투자자는 수명위험(예상보다 더 오래 생존할 위험)에 노출된다. 수명위험은 계획했던 것보다 더 오래 생존할 경우 자산이 부족하여 기존의 생활수준을 유지할 수 없게 될 가능성을 의미한다. 각국의 통계청은 인구의 평균수명을 산정하여 발표하고 있는데, 이 같은 통계는 평균적인 기대 수명을 의미할 뿐이며,²⁹⁾ 투자자의 절반 이상은 기대 수명보다 오래 생존할 가능성이 있다. 이러한 불확실성을 고려하지 않은 노후 계획은 안정적인 소비수준의 유지라는 목적에 비추어 볼 때 적합하지 않다.

28) 예를 들어, 10년 후 500만원이 되는 자산 1,000만원이 되는 자산 2가 있을 때, 미래의 재투자 이자율을 고려하지 않을 경우 자산 2를 선택하는 것이 바람직하다. 그러나 10년 후 자산 1에 적용되는 실질 이자율은 5%, 자산 2에 적용되는 실질 이자율은 1%라고 예상된다면 자산 2가 반드시 유리하다고 볼 수 없다. 왜냐하면 자산 1은 10년 후부터 매년 25만원을 받을 수 있는 반면, 자산 2는 매년 10만원을 받을 수 있기 때문이다.

29) 예를 들어, 미국에서 65세에 퇴직하는 사람들이 80살이 될 가능성은 여성은 70% 이상, 남성은 62% 이상이다. 기혼의 경우, 한 사람이 70살까지 생존하고, 다른 한 사람이 혼자서 여생을 보낼 확률이 90%이다.

넷째, 개별 투자자는 저축을 충분히 하지 않을 위험에 노출된다. 이는 투자자가 퇴직 시점까지 축적한 부의 규모가 퇴직 후 원하는 수준의 소비를 유지하기에 충분하지 않을 가능성이 있다.

이처럼 전 생애 동안의 안정적인 소비수준 유지가 투자목적일 경우, 투자계획은 투자자가 다양한 차원의 위험에 노출된다는 점을 감안하여 맞춤형으로 설계되어야 한다. Samuelson(1969)과 Merton(1969)의 생애주기모형은 이와 같은 맞춤형 간접투자 서비스의 필요성을 강조하고 있다. 이들에 따르면, MPT의 평균분산이론은 투자자의 생애설계에 큰 도움이 되지 못한다. 대부분의 투자자는 퇴직 후 기간 동안 저축이나 자녀 교육비 등을 지출해야 함에도 불구하고 평균분산이론은 지출을 초과하는 자산 규모를 가정한 후 수익률 극대화를 도모한다는 것이다.

평균분산이론과 비교할 때 생애주기이론은 다음과 같은 세 가지 측면에서 큰 차이를 보인다.

첫째, 평균분산이론이 단일기간 모형인 것에 비하여 생애주기이론은 다기간 모형이다.

둘째, 평균분산이론이 최종적인 부의 규모를 극대화하는 것을 목표로 설정하는 반면, 생애주기이론은 개별 투자자의 전 생애에 걸친 소비수준을 일정 수준 이상으로 유지하는 것에 주목한다. 예를 들어, 퇴직 시점에서의 적정 자산 규모는 퇴직 후 유지하고자 하는 소비수준에 비추어 산정된다. 이러한 점을 인식한 투자자는 남은 생애동안 원하는 소비수준을 유지할 수 있는 포트폴리오를 구성하고자 한다.

셋째, 평균분산이론이 투자다변화(diversification)를 통한 시장위험의 관리에 집중하는 반면, 생애주기이론은 헤지와 보험의 필요성도 함께 고려한다(<표 II-2> 참조). 우선 생애주기이론은 분산투자를 통해 시장위험을 관리함과 동시에 인플레이션 위험을 헤지할 것을 제시한다. 예를

들어, 퇴직 후 특정 소비수준을 유지하려면 미래의 실질 수익률을 안정적으로 유지하는 것이 중요한데, 이러한 투자목적은 투자다변화를 통해 달성될 수 없다. 인플레이션 위험은 인플레이션에 연동된 채권(TIPS)을 활용하여 헤지해야 하며, 투자다변화와는 직접적인 관련이 없다. 다음으로 생애주기이론은 보험을 활용한 원금보장과 수명위험 관리를 함께 추구한다(Chhabra, 2006). 기본적으로 생애 전체에 걸친 소비를 안정적으로 유지하려면 수명이 길어지는 것에 대한 위험을 관리해야 하기 때문이다.

<표 II-2> 투자자의 복합적인 투자목표

목 표	기본생활보장	생활수준 유지	생활수준개선
선 택	손실위험 감소 원금보장 낮은 수익 용인	분산투자 시장수준 위험 시장수준 수익률	높은수익추구 높은 위험 용인
자산유형	원금보장자산	시장자산	고성장자산
관리목표	자산부채 관리	시장 평균수익률	초과수익 달성
비교대상	물가 상승율	시장지수 수익률	절대 수익률

이상에서 소개한 바와 같이, 투자자는 전 생애에 걸친 소비수준을 안정적으로 유지하고자 하는 목적 하에 투자의사결정을 한다. 이 경우 퇴직시점에서 요구되는 부의 규모(total wealth)는 퇴직 후 생존 기간 동안 유지할 수 있는 소비 수준에 의해 결정된다. 그런데 투자자마다 직면하는 금융상황과 미래 지출흐름은 제각기 다르다. 따라서 생애설계 서비스는 맞춤형 자산관리 서비스를 통해 제공될 가능성이 높다.

III. 국내에서의 MSA 활용 방안

1. 펀드 스타일 식별 방법
2. 펀드 스타일 식별 사례: 데이터
3. 펀드 스타일 식별 사례: 분석결과
4. MSA 활용가능성

III. 국내에서의 MSA 활용 방안

앞서 소개하였듯이, MSA는 별도의 스타일에 따라 운용되는 하위계좌들을 하나로 포괄하는 상위계좌에서 고객의 자산을 관리해 주는 SMA이다. 금융회사가 이러한 구조에 따라 고객에게 맞춤형 간접투자 서비스를 제공하려면, 스타일별 하위계좌의 구성이 가능해야 한다. 이를 위해서는 각 하위계좌에 편입될 다양한 스타일의 펀드가 시장에 존재해야 한다. 즉 펀드 스타일의 다변화는 실질적인 MSA 제공을 위한 전제조건이라고 할 수 있다.

그런데 국내 시장에서는 대다수의 펀드들이 사전적으로 운용스타일을 밝히지도 않을뿐더러 특정 스타일을 표방하더라도 시장상황에 따라 해당 스타일에서 벗어나는 사례가 빈번한 것으로 알려지고 있다. 이러한 상황에서는 스타일을 기준으로 펀드들 간의 성과를 공정하고 정확하게 비교하여 MSA를 구성하는 것이 쉽지 않다. 즉 대다수의 펀드들이 유사한 스타일을 추구함에 따라 다양한 스타일의 펀드들을 조합함으로써 투자다변화 효과를 얻고자 하는 MSA의 기본 전략을 구사하는 것이 용이하지 않다. 결과적으로 투자자가 자신의 투자성향 및 투자목적에 적합한 스타일 조합을 선택하고자 할 때 투자기회집합이 제약을 받는다고 볼 수도 있다.

현재와 같이 대부분의 펀드가 운용스타일을 밝히지 않는 상황에서는 MSA 스폰서가 스스로 펀드의 스타일을 식별할 수 있어야 한다. 이러한 점을 감안하여 이장에서는 MSA 서비스 제공자가 사용할 수 있는 펀드 스타일 식별 방법을 제시한다. 또한 이 장에서 제시하는 방법을 이용하여 국내에서 운용되고 있는 펀드들의 스타일을 실제로 식별해 본다. 실증분석 결과를 통해 국내에서도 MSA를 활용할 수 있다는 점과 MSA를 통해 사전에 합의되지 않은 스타일이탈을 억제할 수 있다는 점을 강조하고자 한다.

1. 펀드 스타일 식별 방법

본 연구는 국내 시장에서 MSA를 활용하기 위해 다음과 같은 세 단계의 절차를 통해 펀드 스타일을 식별할 것을 제안한다. 우선 Sharpe(1992)가 제시한 RBSA를 활용하여 개별 펀드의 스타일 노출을 추정한다. 다음으로 K-평균 군집모형(K-means clustering)을 활용하여 추정된 스타일 노출을 기준으로 스타일별 컴포지트(composite)를 구성한다. 마지막으로 Kolmogorov-Smirnov 검정을 활용하여 구성된 컴포지트들 사이에 통계적으로 유의한 차이가 존재하는지 여부를 평가한다.

가. 펀드 스타일 노출 추정

펀드 스타일을 식별하는 첫 번째 단계는, Sharpe(1992)가 제시한 RBSA 방법을 사용하여 개별 펀드의 스타일 노출을 추정하는 것이다. RBSA에서는 개별 펀드의 수익률과 스타일지수의 수익률간의 관계를 통해 펀드의 스타일 노출을 추정하는데, 구체적으로 스타일지수의 수익률을 독립변수로 설정하고 지정된 펀드의 수익률을 종속변수로 설정한 후 제한조건부 최소자승법을 적용한다(식(1) 참조).³⁰⁾

$$r_{it} = \sum_{j=1}^J b_{ij} S_{jt} + e_{it} \dots\dots\dots \text{식 (1)}$$

30) RBSA에 대한 보다 자세한 내용은 Reilly and Brown(2003)을 참조하기 바란다.

식 (1)에서 r_{it} 는 t기 펀드 i의 수익률, S_{jt} 는 t기 스타일지수 j의 수익률, b_{ij} 는 스타일지수 j에 대한 펀드 i의 민감도, e_{it} 는 t기 펀드 i의 수익률 중 스타일 요인에 의해 설명되지 않는 비스타일 요인이다. 각 펀드는 하나의 스타일에 국한하지 않고 다양한 스타일을 동시에 추구하는 것이 일반적이다. 이를 반영하여 식 (1)은 개별 펀드가 일련의 스타일지수에 대해 다차원적인 노출을 갖는 것으로 가정하여 선형 다중지수모형을 사용하고 있다. 이 때 몇 가지 제약이 가해지는데, 절편항은 포함되지 않으며 모든 계수의 합은 1이 되고 개별 계수는 음수가 아니어야 한다. 이는 각 펀드에 대해 스타일 노출(exposures)의 총합은 100%이고, 어떤 스타일 유형에 대해서도 순매도 포지션이 허용되지 않음을 의미한다.

제약조건이 주어진 상태에서 다중회귀분석을 이용하여 식 (1)을 추정하는 것은 불가능하기 때문에 Sharpe(1992)가 1987년에 사용한 그레디언트 방법³¹⁾(gradient method)에 기반한 이차계획법(quadratic programming)³²⁾을 사용하여 식 (1)을 추정한다.

한편 식 (1)에 따라 펀드 수익률은 스타일(운용전략)에서 기인하는 성과와 개별 펀드의 선택능력에서 기인하는 성과로 구분될 수 있다. 이와 같은 구분을 토대로 회귀방정식의 결정계수와 유사하게 다음의 식 (2)과 같은 결정계수를 정의해 볼 수 있다.

$$R^2 = 1 - \frac{Var(e_i)}{Var(r_i)} \dots\dots\dots \text{식 (2)}$$

31) 기울기의 개념을 써서 함수 값이 최소로 되는 점으로 다가가는 점렬을 찾는 방법이다.

32) diBartolomeo and Witkowski(1997)는 이차계획법을 사용하여 뮤추얼펀드의 오분류(misclassification)를 분석하고, Dor and Jagannathan(2002) 또한 이차계획법을 통해 헤지펀드 스타일을 분석하였다. Hemmerick(1998)은 이차계획법에 기반한 소프트웨어를 보고하였다.

설명계수 R^2 은 펀드 수익률의 전체 변동성 중 스타일에서 기인하는 성과의 변동성이 차지하는 비중을 보여주는 반면, $(1-R^2)$ 은 전체 변동성 중 선택능력으로부터 기인하는 성과의 변동성이 차지하는 비중을 의미한다. 즉 R^2 값이 클수록 해당 펀드가 스타일투자 전략을 보다 일관되게 추구하고 있는 것으로 인정할 수 있다.

나. 스타일 노출별 컴포지트 구성

펀드 스타일을 식별하는 두 번째 단계는, 추정된 펀드 스타일 노출에 따라 컴포지트를 구성하는 것이다. 식 (1)에서 추정된 결과는 개별 펀드가 복수의 스타일에 노출되어 있음을 보여주기 때문에, 스타일 노출별 컴포지트를 구성하는 기준이 명확하지 않다. 따라서 본 연구는 군집분석을 사용하여 컴포지트를 구성할 것을 제안한다. 각 컴포지트 내의 포함되는 펀드들의 스타일 노출은 서로 유사하면서, 서로 다른 컴포지트에 포함되는 펀드들 사이의 스타일 노출은 확연히 구별되도록 컴포지트를 구성한다. 보다 구체적으로 본 연구는 K-평균 군집방법(K-means clustering)을 사용할 것을 제안하는데, 그 절차를 간략하게 소개하면 다음과 같다. 첫 단계에서 K개의 컴포지트를 설정하고 모든 펀드를 중복되지 않고 적어도 하나의 컴포지트에 포함되도록 배정한다. 다음 단계에서는 각 컴포지트별로 중심점(해당 컴포지트에 포함된 펀드들의 스타일 노출을 평균한 값)을 산정하고 개별 펀드의 스타일 노출과 중심점 사이의 거리를 계산한다. 마지막 단계로 어떤 펀드가 현재 속해 있는 컴포지트의 중심점과 가장 가까우면 그 펀드를 해당 컴포지트에 그대로 배정하는 반면, 다른 컴포지트의 중심점과 보다 가까우면 그 컴포지트로 재배정한다. 어떤 펀드도 다른 컴포지트로 재배정되지 않을 때까지 이러한 과정을 반복한다.

다. 컴포지트 유의성 검정

펀드 스타일을 식별하는 세 번째 단계는 Kolmogorov-Smirnov 검정 (이하 KS 검정)을 통해, 이전 단계에서 구성된 스타일별 컴포지트가 통계적으로 유의하게 차별화되는지 여부를 확인하는 것이다. KS 검정을 위해 사용되는 통계량은 다음과 같은 절차에 따라 구성한다. 굳이 컴포지트 유의성을 검정하는 이유는, 이전 단계에서 스타일별 컴포지트의 수를 선정하는 기준이 임의적이었기 때문이다.

우선 각 컴포지트에 대해 그 컴포지트가 추구하는 스타일의 특성을 나타내는 준거점(해당 컴포지트를 대표하는 스타일 노출 벡터)을 설정한다. 이후 특정 컴포지트를 테스트 컴포지트로 선정하고 다른 컴포지트들은 비교 컴포지트로 간주한다. 다음으로 각 펀드의 스타일 노출과 테스트 컴포지트의 준거점 사이의 거리를 산정한다. 또한 각 펀드의 스타일 노출과 비교 컴포지트의 준거점 사이의 거리도 산정한다. 마지막으로 테스트 컴포지트에 속해 있는 펀드가 비교 컴포지트의 준거점에 비해 테스트 컴포지트의 준거점에 보다 근접해 있는지 여부를 판정한다.

각 펀드의 스타일 노출 벡터와 컴포지트 준거점 사이의 거리를 추정하기 위해 Johnson(1974)이 제안한 근접성 지표를 이용한다. 즉 두 스타일 노출 간의 거리 $x_{k,i}$ 는 다음의 식 (3)과 같이 산정된다.

$$x_{k,i} = 1 - \frac{1}{2} \sum_{j=1}^J |w_{i,j} - \bar{w}_{k,j}| \dots\dots\dots \text{식 (3)}$$

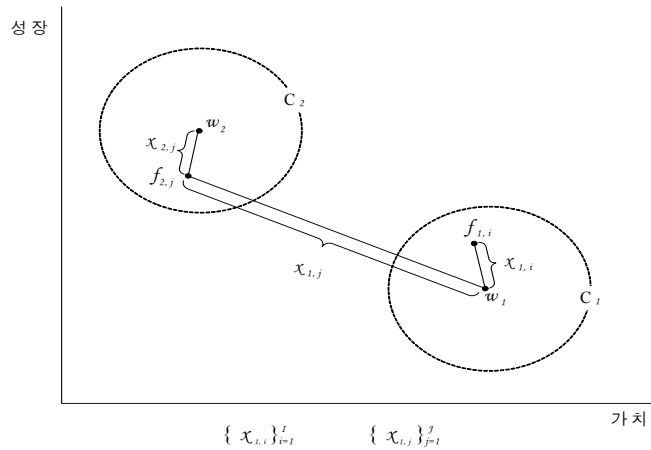
식 (3)에서 w_i 는 펀드 i 의 스타일 노출 벡터이고, \bar{w}_k 는 k 번째 컴포지트의 준거점을 나타낸다. 이 때 \bar{w}_k 는 해당 스타일을 대표하는 지수에 대해서는 1, 나머지 지수에 대해서는 0의 노출을 갖는 스타일 노출 벡터이다. 두 노출 벡터간 거리는 0부터 1까지 분포하게 되는데, 0의 값은 해당 펀드가 전적으로 k 번째 스타일을 추구함을 의미하는 반면, 1의 값은 해당 펀드가 k 번째 스타일과 무관함을 의미한다.

다음 단계로, 테스트 컴포지트와의 거리 및 비교 컴포지트와의 거리에 대한 근접성 지표를 이용하여 두 표본 KS 검정을 실행한다. 이 검정을 통해 두 그룹에 있는 거리 지표들이 서로 유사한 분포를 따르는지 여부를 비교하려는 것이다. <그림 III-1>은 KS 검정에서 사용되는 통계량을 구성하는 방법을 보여준다.

예를 들어, 가치스타일과 성장스타일에 대한 노출의 정도를 기준으로 테스트 컴포지트 C_1 와 비교 컴포지트 C_2 를 식별하였다고 가정해 보자.

$x_{1,i}$ 는 테스트 컴포지트 C_1 에 속하는 펀드 $f_{1,i}$ 가 테스트 컴포지트의 준거점 w_1 에 근접한 정도를 나타내는 지표이다. 마찬가지로 $x_{2,j}$ 는 비교 컴포지트 C_2 에 속하는 펀드 $f_{2,j}$ 가 비교 컴포지트의 준거점 w_2 에 근접한 정도를 나타내는 지표이다. 한편 $x_{1,j}$ 는 비교 컴포지트 C_2 에 속하는 펀드 $f_{2,j}$ 가 테스트 컴포지트의 준거점 w_1 에 근접한 정도를 나타내는 지표이다.

<그림 III-1> 근접성 지표 및 테스트 구조



이제 테스트 컴포지트에 속한 각 펀드와 그 준거점간의 거리를 나타내는 근접성 지표들의 집합 $\{x_{1,i}\}_{i=1}^I$ 을 X_0 라고 하자. 또한 비교 컴포지트에 속한 각 펀드와 테스트 컴포지트 준거점간의 거리를 나타내는 근접성 지표들의 집합 $\{x_{1,j}\}_{j=1}^J$ 을 X_1 라고 하자. 이처럼 구성한 두 개의 근접성 지표 집합 X_0 와 X_1 을 동일한 분포로부터 무임의적으로 추출된 표본이라고 가정하자.

KS 검정은 임의의 값 x 에 대해 X_0 의 통계량 중 x 이하인 비중과 X_1 의 통계량 중 x 이하인 비중을 비교한다. $F_0(x)$ 와 $F_1(x)$ 를 표본 X_0 와 X_1 각각에 대한 경험적 CDF(누적분포함수)라고 한다면, KS 검정의 귀무가설은 모든 x 에 대해 X_0 와 X_1 은 동일한 연속분포를 갖는다는 것이다($F_0(x)=F_1(x)$). 이에 반하여 대립가설은 모든 x 에 대해 X_0 의 CDF가 X_1 의 CDF보다 작다는 것이다($F_0(x)<F_1(x)$). 즉 귀무가설이 의미하는 바는 테스트 컴포지트에 속한 펀드들이 비교 컴포지트에 속한 펀드들에

비해 테스트 컴포지트의 준거점에 보다 근접해 있다는 것이다. 이는 테스트 컴포지트와 비교 컴포지트가 통계적으로 유의하게 구별될 수 있음을 의미한다. 귀무가설은 KS 테스트가 5% 수준에서 유의할 때 기각된다. 기각 시 테스트 컴포지트의 스타일은 비교 컴포지트의 스타일과 통계적으로 유의하게 구별되어 컴포지트 간에 스타일 편차가 유의하게 존재하는 것으로 해석할 수 있다.

KS 검정 통계량은 모든 x 값에 대해 X_1 의 CDF에서 X_0 의 CDF를 빼서 계산된 최대 차이를 사용하여 식 (4)와 같이 표현된다.

$$\max(|F_1(w) - F_0(w)|) \dots\dots\dots \text{식 (4)}$$

2. 펀드 스타일 식별 사례: 데이터

앞서 제시한 방법에 따르면, 펀드들이 운용 스타일을 사전적으로 공시하지 않더라도 MSA 스폰서가 스스로 펀드 스타일을 식별하여 맞춤형 스타일 조합을 구성하는 것이 가능하다. 이하에서는 앞서 제시한 펀드 스타일 식별 방법에 실효성을 확인하기 위해 실제 데이터를 이용하여 실증분석을 수행한다. 이와 같은 실증연구를 위해 사용한 데이터는 자산운용협회(Asset Management Association of Korea: AMAK)의 펀드 수익률 데이터와 국내에서 대표적인 스타일 인덱스 제공자인 FnGuide의 스타일지수 수익률 데이터이다.

가. 스타일지수 수익률

스타일지수로는 <표 III-1>에 나타난 바와 같이 CA(현금), LV(대형가치), LG(대형성장), SV(중소형가치), SG(중소형성장)를 사용한다.

<표 III-1> 스타일지수 종류

CA	현금	3개월 만기 CD 지수: 한국은행의 일별 CD금리 평균
LV	대형가치	MFI 유니버스 가치점수가 높은 자본상위 20% 주식 지수: MF 대형 가치 지수
LG	대형성장	MFI 유니버스 성장점수가 높은 자본상위 20% 주식 지수: MF 대형 성장 지수
SV	소형가치	MFI 유니버스 가치점수가 높은 자본하위 80% 주식 지수: MF 중소형 가치 지수
SG	소형성장	MFI 유니버스 성장점수가 높은 자본하위 80% 주식 지수: MF 중소형 성장 지수

LV와 LG는 MFI(Maekyeong FnGuide Index) 산정을 위한 유니버스에 포함되는 종목 중 대형주로 구성된다. MFI에 포함되는 총 500개 종목은 매 6개월마다 시가총액을 기준으로 하여 순위가 매겨진다. 이중 상위 100개 종목은 대형주로, 나머지 400개 종목은 중소형주로 분류된다. 한편 상위 100개 종목에 대해서는 공시된 재무자료와 시장가격을 이용하여 가치스타일 요인³³⁾이 산정되고 그 크기에 따라 다시 순위가 매겨

33) FnGuide 스타일지수 산정을 위해 가치인자로서 가격배수들인 B/P(book value-to-price ratio), E/P(earnings-to-price ratio), FE/P(forecst earnings-

진다. 대형주 중 가치스타일 순위가 높은 종목부터 순서대로 편입하되 시가총액을 기준으로 절반까지 LV에 배정하고 나머지 종목은 LG에 배정한다. 중소형주 400개에 대해서도 유사한 방식으로 가치스타일 요인을 산정하고 그 순위를 매긴 후 가치스타일 순위가 높은 종목부터 시작하여 시가총액의 절반까지 SV로 간주하고 나머지 종목은 SG로 편입한다.

현금스타일을 분석에 포함하는 이유는 대부분의 펀드가 운용과정에서 적정 수준의 유동성을 확보하기 위해 현금자산을 보유하기 때문이다. 실증분석에 사용되는 현금 수익률로는 한국은행의 91일물 CD 금리 평균을 사용한다. 무위험 이자율의 대용변수로 국채 이자율 대신 91일물 CD 금리를 사용하는 이유는 국내에서 단기 국채시장의 유동성이 높지 않기 때문이다.

분석에 사용된 스타일지수 수익률은 <표 III-2>와 같다. 각 스타일지수 수익률은 특정 전략 수행에 따른 결과로 볼 수 있는데, 투자자는 인덱스 펀드를 활용하여 해당 전략을 복제할 수 있다. <표 III-2>에서 확인할 수 있는 바와 같이, 스타일지수 수익률은 지난 5년간 상당한 수준의 변동성을 보였으며 지수 수익률들 사이에 적지 않은 차별성이 존재한다. 이는 각 스타일이 차별적인 운용전략으로 식별될 수 있음을 의미하며, 개별 펀드 수익률 변동성이 스타일에 의해 설명될 수 있음을 시사한다.

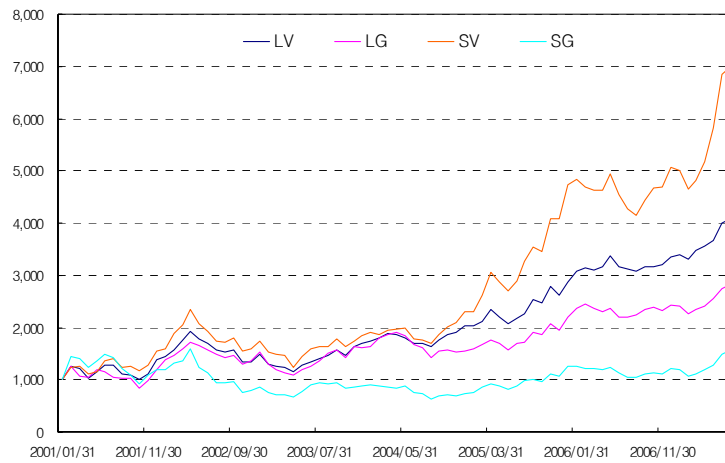
to-price ratio), S/P(sales-to-price ratio), CF/P(cashflow-to-price ratio), D/P (dividend-to-price ratio) 등을 사용한다. 한편 성장인자로서는 earnings surprise, cashflow per share, sales per share, earnings revision, internal growth rate 등을 활용한다. 선별된 인자들을 바탕으로 개별 종목들의 가치점수와 성장점수를 계산한 다음 이를 바탕으로 서열화 하여 시가총액 기준 상위 종목들과 하위 종목들로 이루어진 포트폴리오를 구성한다. 이인형(2006)을 참조한다.

<표 III-2> 스타일지수의 연수익률(2002~2006)

Year	CA	LV	LG	SV	SG
2002	0.049	-0.105	-0.060	-0.043	-0.375
2003	0.044	0.339	0.255	0.244	0.202
2004	0.039	0.169	-0.028	0.213	-0.168
2005	0.037	0.516	0.493	1.094	0.680
2006	0.045	0.102	0.016	0.036	-0.049

<그림 III-2>는 과거 5년간 나타난 스타일지수의 변화를 보여준다. 2001년 1월 1일 기준 1,000으로 산정되었던 각 스타일지수들이 지난 6년간 모두 상승하였음을 확인할 수 있다.

<그림 III-2> 스타일 지수 (2001년 1월 1일 = 1,000)



자료: FnGuide

지금까지의 누적 수익률을 기준으로 판단할 때 중소형가치스타일의 성과가 가장 좋았으며, 대형가치스타일, 대형성장스타일이 그 뒤를 따랐고, 중소형성장스타일이 가장 성과가 좋지 못하였음을 알 수 있다. 이처럼 가치스타일로부터의 성과가 성장스타일로부터의 성과에 비해 우월하였다는 점은 투자자 입장에서 볼 때 스타일투자가 유효함을 보여주는 증거라고 할 수 있다.

나. 펀드 수익률

펀드 수익률로는 지난 5개년(2002년 1월부터 2006년 12월까지) 동안 운용된 437개 펀드의 월별 수익률을 사용하였다. 분석대상에 포함된 펀드의 선정 과정은 다음과 같다. 우선 AMAK 데이터베이스에 공시된 총 4,217개의 펀드 수익률을 수집하였다. 이 중 1,660개의 펀드는 HG3(High Growth III), 274개의 펀드는 HG2(High Growth II), 127개의 펀드는 HG1(High Growth I), 856개는 GRO(Growth), 1300개는 STA(Stable)로 분류되어 있다. 펀드 분류의 기준은 주식에 대한 자산배분 비중이다. 주식편입비중이 HG3는 90% 이상, HG2는 80%에서 90%, HG1은 60%에서 80%, GRO에서는 30% 이상으로 규정되어 있다. STA는 주식편입비중이 전체 자산에서 최대 30%이하인 펀드이다. 이상의 펀드들 중 60개월(5년) 이상 지속된 437개의 펀드만을 분석대상으로 선별하였다.

<표 III-3>은 펀드 수익률 분포의 요약 통계치를 보여준다. 주식 비중이 높은 유형의 펀드일수록 CAR(Cumulative Annualized Return)도 높고 동일 유형에 속하는 펀드간 수익의 편차도 크게 나타남을 확인할 수 있다.

<표 III-3> 펀드 요약 통계량

	HG3	HG2	HG1	GRO	STA
Number	247	34	12	102	38
CAR					
Average	0.163	0.144	0.117	0.088	0.072
Dispersion	0.061	0.051	0.048	0.031	0.045

3. 펀드 스타일 식별 사례: 분석결과

가. 펀드 스타일 노출 추정 결과

<표 III-4>는 RBSA를 활용하여 개별 펀드의 스타일을 정확하게 식별할 수 있는지 여부를 검토해 보기 위해 대표적인 3가지 주가지수인 MFI, KOSPI, KOSPI200에 RBSA를 적용한 결과이다.

<표 III-4> 시장지수의 스타일 노출

	MFI	KOSPI	KOSPI200	Funds
R^2	1.000	0.993	0.994	0.813
CA	0.004	0.030	0.017	0.331
LV	0.437	0.507	0.483	0.219
LG	0.425	0.366	0.424	0.339
SV	0.064	0.076	0.075	0.076
SG	0.070	0.021	0.002	0.036
합계	1.000	1.000	1.001	1.001

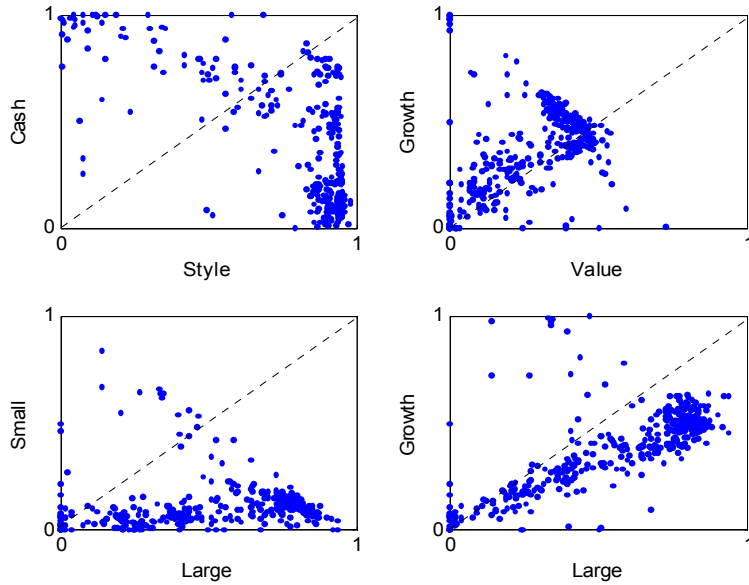
<표 III-4>의 첫 행에 나타난 R^2 는 펀드 수익률 중 스타일에 의해 설명되는 부분으로 해석할 수 있다. 이는 펀드 스타일에 의한 변동성이 전체 수익률의 변동성 중 차지하는 비율, $R^2 = 1 - \text{Var}(e_i) / \text{Var}(r_i)$ 과 같다. 식 (2)에서 결정계수 R^2 에 대해 언급하였던 바와 같이, R^2 의 값이 클수록 해당 지수 또는 펀드 스타일투자 전략을 보다 일관되게 추구하고 볼 수 있다. 분석대상 기간 동안 MFI, KOSPI와 KOSPI200의 시장지수 수익률의 월별 변동성은 스타일지수 수익률 변동성에 의해 99% 이상이 설명되었다. 이는 5개의 스타일 지수로 구성된 RBSA 모형이 KOSPI 인덱스 펀드 수익률의 변동성을 거의 완전하게 설명함을 의미한다.

<표 III-4>의 두 번째 열과 세 번째 열에서 제시된 결과는 KOSPI와 KOSPI200의 스타일 노출을 보여준다. 이에 따르면, KOSPI 스타일은 전반적으로 MFI의 스타일 노출과 유사하지만 LV에 대한 노출이 좀 더 큰 반면 중소형주에 대한 노출은 좀 더 작았으며, CA에 대한 노출은 양의 값을 보였다. 또한 KOSPI200 스타일도 MFI의 스타일과 유사한 가운데, 중소형주보다는 대형주에 대한 노출이 좀 더 높았다. 이는 KOSPI200이 시가총액을 기준으로 하여 상위 200개 주식으로 구성되기 때문에 나타나는 차이라고 판단된다.

<표 III-4>의 마지막 열은 426개의 펀드 각각에 대해 추정된 스타일 노출에 대한 결과를 보여준다. 개별 펀드의 스타일 노출과 결정계수 각각에 대해 동일한 가중치를 적용하여 구한 평균값이다. 이 결과에 따르면, 개별 펀드의 전형적인 스타일 노출은 전체 자산 중 22%를 LV에, 34%를 LG에, 8%를 SV에, 4%를 SG에 투자한 포트폴리오의 스타일 노출과 같다. KOSPI의 스타일 노출과 비교할 때, CA에 대한 노출은 33%로 훨씬 높으며, LV에 대한 노출은 훨씬 적음을 알 수 있다. 결정계수를 볼 때, 분석대상 기간 동안 개별 펀드 수익률의 월별 변동성 중 약 81%는 스타일지수 수익률 변동성에 의해 설명되어짐을 알 수 있다.

한편 <그림 III-3>은 426개의 개별 펀드로부터 추정한 스타일 노출의 구성을 보여준다. 왼쪽 상단 그림은 결정계수(스타일에 기인하는 수익률 변동의 비중)와 현금에 대한 노출 사이의 관계를 보여주고 있다. 그림으로부터 RBSA가 펀드의 수익률 변동을 설명하지 못할수록 현금에 대한 노출 정도가 더 큼을 확인할 수 있다. 오른쪽 상단에 있는 그림은 가치스타일에 대한 노출과 성장스타일에 대한 노출 사이의 관계를 나타낸다. 가치스타일에 대한 노출은 LV와 SV에 대한 노출의 합으로 측정되고, 성장스타일에 대한 노출은 LG와 SG에 대한 노출의 합으로 계산된다. 많은 점들이 45도 선보다 위쪽에 위치하고 있는 것에 주목할 필요가 있는데, 이는 대부분의 펀드가 가치스타일보다 성장스타일에 보다 치중하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 선행 연구 결과들과 일치하는데, Karceski(1998)는 펀드들이 가치주에 비해 성장주를 좋아하는 경향이 있다고 주장한 바 있고, Cahn, Chen and Lakonishok(2002)도 역시 펀드들이 성장주를 더 선호함을 보인 바 있다.

<그림 III-3> 개별 펀드의 스타일 노출 정도



왼쪽 하단의 그림은 대형스타일에 대한 노출과 중소형스타일에 대한 노출 사이의 관계를 나타낸다. 대형스타일 노출은 LV와 LG에 대한 노출의 합으로, 중소형스타일에 대한 노출은 SV와 SG에 대한 노출의 합으로 정의된다. 그림에서 확인할 수 있는 바와 같이, 대부분의 펀드는 대형스타일 쪽으로 기울어져 있다. 마지막으로 오른쪽 하단의 그림은 대형스타일과 성장스타일 간의 관계를 나타낸다. 그림에서 대형스타일 노출이 성장스타일 노출보다 상대적으로 크다는 것을 확인할 수 있는데, 이는 펀드들이 가치-성장 차원의 스타일 선택보다 대형-소형 차원의 스타일 선택에 보다 많은 관심을 보이고 있음을 의미한다.

나. 주식편입비중 기준 컴포지트별 스타일 노출

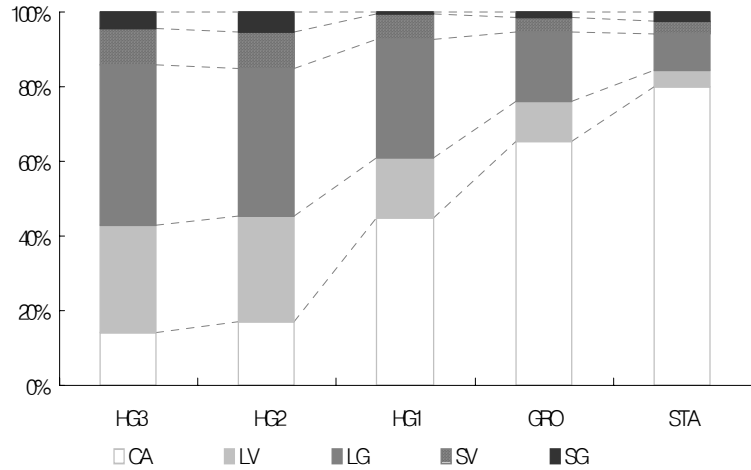
<표 III-5>는 전체 펀드 자산 중 주식에 배분되는 비중을 기준으로 펀드의 유형을 분류하였을 때, 컴포지트별 차이를 보여준다.

<표 III-5> 주식편입비 기준 컴포지트별 스타일 노출

	HG3	HG2	HG1	GRO	STA
Number	243	33	12	101	37
R ²	0.885	0.931	0.827	0.665	0.636
CA	0.142	0.171	0.447	0.654	0.803
LV	0.287	0.285	0.165	0.105	0.041
LG	0.432	0.396	0.313	0.187	0.096
SV	0.094	0.094	0.072	0.040	0.039
SG	0.046	0.055	0.003	0.014	0.022

주식편입비 기준 컴포지트별 스타일 노출 현황에서 주목할 점은 다음과 같다. 첫째, 주식 배분 비중이 낮은 펀드일수록 스타일지수에 대한 노출은 낮은 반면 현금에 대한 노출은 보다 큰 것으로 나타났다. 둘째, 모든 컴포지트에 있어서 대형스타일에 대한 노출이 소형스타일에 대한 노출보다 크게 나타났다. 셋째, 모든 컴포지트가 펀드들이 성장스타일을 대형스타일보다 선호하는 한편, 소형스타일 중에서는 가치스타일을 보다 선호하는 것으로 나타났다. <그림 III-4>는 주식편입비 기준 컴포지트들 사이에 적지 않은 스타일 차이가 존재함을 보여준다.

<그림 III-4> 주식편입비 기준 유형별 스타일 노출



<표 III-6>은 스타일노출간 상관관계를 보여준다. 이를 통해 현금에 대한 노출은 다른 스타일에 대한 노출과 부의 상관관계를 가짐을 알 수 있다. 또한 LV에 대한 노출과 LG에 대한 노출은 양의 상관관계를 가지는 반면, SV에 대한 노출과 SG에 대한 노출은 부의 상관관계를 가짐을 알 수 있다. 이는 펀드들이 LV 스타일과 LG 스타일은 서로 보완적 관계로 간주하나 SV 스타일과 SG 스타일은 대체적 관계로 인식하고 있음을 의미한다.

<표 III-6> 스타일 가중치간 상관관계

	R ²	CA	LV	LG	SV	SG
R ²	1.000	-0.618	0.477	0.579	-0.042	-0.003
CA		1.000	-0.712	-0.870	-0.132	-0.102
LV			1.000	0.475	-0.124	-0.253
LG				1.000	0.018	-0.130
SV					1.000	-0.061
SG						1.000

다. 스타일별 컴포지트 구성 결과

현행과 같이 주식 편입 비중을 기준으로 컴포지트를 구성하면, 동일한 유형으로 분류되는 펀드들 사이에서도 스타일의 차이가 상당한 정도로 존재할 수 있다. 주식편입비가 동일한 펀드들 사이에서도 스타일은 다를 수 있기 때문이다. 예를 들어, 두 펀드의 주식편입비중이 모두 90% 이상이라고 할지라도 한 펀드가 성장스타일을 추구할 때 다른 펀드가 가치스타일을 추구할 수 있다. 따라서 본 보고서는 주식편입비 기준으로 컴포지트를 구성할 때 동일한 컴포지트에 속하는 펀드들 사이에 스타일 편차가 존재하는지 여부를 확인해 보았다.

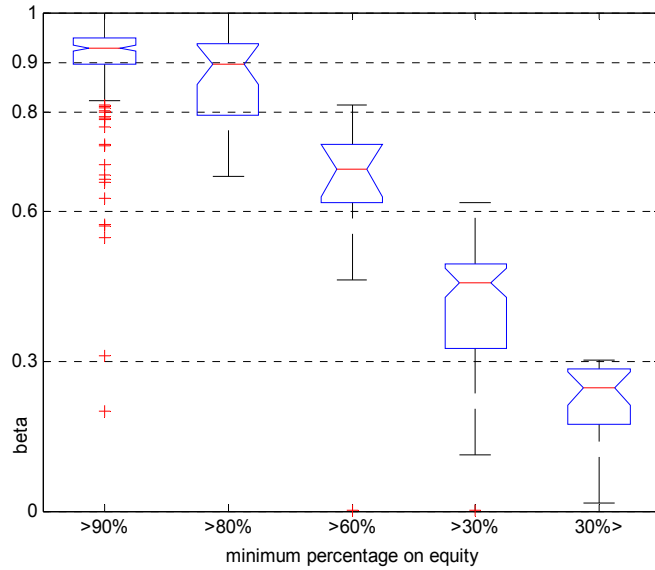
<표 III-7>은 개별 펀드의 베타를 추정된 후 주식편입비 기준 컴포지트별로 산정한 평균값을 보여준다. 각 펀드의 베타는 개별 펀드 수익률을 종속변수로 설정하고 시장포트폴리오 수익률을 독립변수로 설정한 후 최소자승추정법(OLS)을 이용하여 추정하였다. 시장포트폴리오 수익률로는 국내 시장에서 가장 대표적인 지수인 KOSPI를 사용하였다.

<표 III-7> 펀드 베타 분포

	HG3	HG2	HG1	GRO	STA
5 percentile	0.445	0.669	0.000	0.000	0.012
25 percentile	0.892	0.796	0.547	0.254	0.114
50 percentile	0.938	0.868	0.688	0.415	0.231
75 percentile	0.961	0.948	0.741	0.487	0.287
95 percentile	1.029	0.989	0.818	0.562	0.574

펀드 스타일 분석과 관련하여, <표 III-7>과 <그림 III-5>에서 확인할 수 있는 현상은 각 컴포지트에 속하는 펀드들의 베타가 매우 넓게 분포되어 있다는 것이다. HG3가 주식편입비중이 90% 이상인 펀드들로 구성된다는 점을 감안하면, 이 유형에 속하는 펀드의 베타는 최소한 0.9보다 커야 한다. 그런데 HG3에 속하는 펀드 중 25% 이상의 펀드는 0.9보다 작은 베타를 가지는 것으로 나타났다. 이는 상당히 많은 수의 펀드가 HG3 유형이라고 공시하였음에도 불구하고 실제로 운용함에 있어서는 주식편입비중을 낮게 유지하였음을 의미한다. HG2에 속한 펀드들 가운데 베타가 0.95 이상인 펀드의 비중이 25% 정도이며, 베타가 0.8 이하인 펀드의 비중도 25%를 넘었다. HG2에 속한 펀드의 경우 주식편입비중이 80~90%임에도 불구하고 실제적인 주식편입비중은 이 범위에서 상당히 벗어나 있음을 의미한다. HG1과 GRO에 속하는 펀드들 중 각각 25% 정도의 펀드는 규정상 주식편입비중의 하한선인 0.6과 0.3보다 낮은 베타를 갖는 것으로 드러났다. 또한 다른 25% 정도의 펀드는 KOSPI에 대해 훨씬 높은 민감도를 나타냈다. <그림 III-5>는 주식편입비 기준 컴포지트별로 펀드 베타의 편차를 좀 더 명확하게 보여준다.

<그림 III-5> 펀드의 베타(주식편입비 기준 유형 구분)



종합적으로 판단해 볼 때, 주식편입비중을 기준으로 컴포지트를 구성하고 있는 현 상태에서는 동일한 유형에 속하는 펀드들이라고 할지라도 스타일에 있어 유의미한 차이가 존재한다고 볼 수 있다.

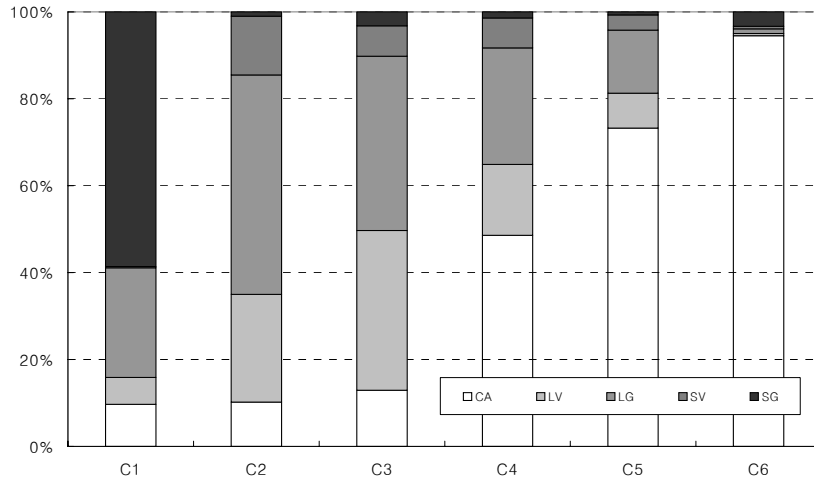
이러한 점을 감안하여, 본 보고서는 주식편입비중 기준을 사용하지 않고 펀드 스타일분석을 이용하여 컴포지트를 구성해 보았다. <표 III-8>은 앞서 RBSA로부터 추정된 5개 스타일 노출을 활용하여 펀드들을 스타일에 따라 6개의 컴포지트로 구분한 결과를 보여준다. 각 컴포지트는 서로 다른 스타일을 대표한다.

<표 III-8> 스타일 기준 컴포지트

	C1	C2	C3	C4	C5	C6
Weights						
CA	0.097	0.102	0.129	0.486	0.732	0.946
LV	0.062	0.248	0.368	0.163	0.080	0.005
LG	0.252	0.505	0.401	0.268	0.145	0.011
SV	0.003	0.135	0.070	0.069	0.035	0.006
SG	0.586	0.010	0.032	0.014	0.007	0.033
Statistics						
No. of funds	13	128	119	73	60	40
% Style	0.854	0.919	0.916	0.831	0.689	0.071
Avg. distance	0.350	0.182	0.205	0.249	0.173	0.096
Avg. sv	0.511	0.340	0.261	0.294	0.435	0.706

<그림 III-6>은 스타일별 컴포지트를 구성한 후 각 컴포지트에 속하는 펀드들을 대상으로 스타일 노출의 평균값을 구했을 때 그 비중을 보여준다. 첫 번째 컴포지트 C1의 스타일은 성장스타일에 해당한다. C1에 속하는 펀드들은 평균적으로 전체 펀드 자산 중 84%를 성장주에, 10%는 현금에, 6%는 가치주에 투자하고 있다. 두 번째 컴포지트 C2의 스타일은 대형스타일에 해당한다. C2에 속하는 펀드들은 평균적으로 전체 펀드 자산 중 76%를 대형주에, 15%를 소형주에, 10%는 현금에 투자하고 있다. 세 번째 컴포지트 C3의 스타일은 가치스타일과 성장스타일의 조합에 해당이다. C3에 속하는 펀드들은 평균적으로 전체 펀드 자산 중 44%를 가치주에, 43%를 성장주에, 13%는 현금에 투자하고 있다. 마지막 컴포지트 C6의 스타일은 대형주-소형주 및 가치주-성장주 차원의 선택에 있어서 중립적인 현금스타일에 해당한다. C6에 속하는 펀드들의 전체 자산은 평균적으로 95%가 현금에, 나머지 5%만이 스타일에 투자되어 있다.

<그림 III-6> 스타일 기준 컴포지트



이와 같이, 개별 펀드들이 사전적으로 특정한 스타일을 추구한다는 것을 공시하지 않는다 할지라도 MSA 스스로가 RBSA를 활용하여 그 스타일을 식별할 수 있다. 추정된 스타일을 기준으로 컴포지트를 구성하도록 각 컴포지트에 대한 하위 계좌를 구성함으로써 맞춤형 스타일 조합을 구성할 수 있다. 예를 들어, <표 III-5>의 결과로부터 현재 국내 시장에서 운용되고 있는 대부분의 펀드들은 가치스타일 보다 성장스타일에 가까우며, 소형스타일에 비해 대형스타일에 보다 가깝다고 볼 수 있다.

<표 III-8>의 결과는 몇 가지 차이점을 제외하면 <그림 III-4>와 <표 III-5>에서 살펴 본 결과와 전반적으로 유사하다. 첫째, 현금에 대한 노출이 클수록 스타일 노출이 작고 결정계수도 보다 작다. 예를 들어, 현금에 9%의 자산을 투자하는 C2 유형의 펀드는 결정계수가 약 92%에 이르는 반면, 현금에 96%의 자산을 투자하는 C6 유형의 펀드는 결정계수가 평균적으로 약 7%에 지나지 않는다.

두 번째로, LV, LG, SV, SG 스타일간 상대적 비중은 C2, C4, C5 컴포지트에 걸쳐 유사하게 나타났다. 대부분의 펀드들이 노출되어 있는 비중의 상대적 크기는 LG스타일, LV스타일, SV스타일, SG스타일 순이었다. 컴포지트를 분류하는 현행 기준이 주식편입비중이라는 점을 감안하면, 펀드들은 다양한 스타일간 조합을 먼저 결정한 후 주식과 채권간의 배분을 결정하는 것으로 보인다.

한편 <표 III-8>은 각 컴포지트간 차별성이 어느 정도인지를 보여주는 두개의 통계치를 보고한다. 우선 평균거리(Avg. distance)는 각 펀드와 그 펀드가 속하는 컴포지트의 중심까지의 거리를 평균한 값이다. 평균 거리가 짧을수록 대다수 펀드들이 컴포지트의 중심 가까운 곳에 위치해 있음을 의미하므로 컴포지트 내 펀드 스타일 노출간 편차는 작다. 예를 들어, 컴포지트 C6에 속한 펀드들의 평균거리는 0.096으로 다른 컴포지트에 비해 소속된 펀드들이 서로 근접해 있음을 알 수 있다.

다음으로 평균실루엣(Avg. sv) 통계는 군집분석을 수행하는 과정에서 얻어지는 실루엣(silhouette), 즉 군집지수를 평균한 값이다. 펀드의 실루엣 값은 특정 컴포지트에 속한 펀드가 근접해 있는 다른 컴포지트에 속한 펀드들과 얼마나 가까이 있는지를 보여주는 지표이다. 이 값은 -1과 +1 사이의 값을 가지는데, 1은 해당 펀드가 근접한 컴포지트에 속한 펀드들과 거리가 아주 멀다는 것을 뜻하는 반면, -1은 해당 펀드가 근접한 컴포지트에 속한 펀드들과 아주 가까이 위치해 있다는 것을 뜻한다. 즉 -1은 해당 펀드가 잘못된 컴포지트로 분류되어 있으니 다른 컴포지트로 재배정할 필요가 있음을 의미한다. <표 III-8>에 나타난 바와 같이 각 컴포지트에 있는 펀드들의 평균 실루엣 값은 적어도 0.26 이상으로 상당히 큰 편이다. 이 결과는 각 컴포지트가 근접한 다른 컴포지트로부터 상당히 떨어져 있음을 의미한다.

라. 컴포지트 유의성 검정 결과

개별 펀드의 스타일은 RBSA에 포함된 5가지 스타일에 대한 노출 벡터로 표현될 수 있다. 이를 위해 다음과 같은 기호를 사용한다. w_C 는 현금, w_{LV} 는 대형가치스타일, w_{LG} 는 대형성장스타일, w_{SV} 는 중소형가치스타일, w_{SG} 는 중소형성장스타일을 나타낸다. 또한 w_{LV} 와 w_{LG} 의 합인 w_L 는 대형스타일을 의미한다. 유사한 방식으로 w_S 는 중소형스타일, w_V 는 가치스타일, w_G 는 대형스타일을 나타낸다. <표 III-9>는 각 스타일을 대표하는 준거점(준거 노출 벡터)를 나타낸다.

<표 III-9> 스타일별 준거점

테스트 컴포지트	스타일	준거점
C1	성장	$\bar{w}_G \equiv (W_C, W_V, W_G) = (0, 0, 1)$
C2	대형	$\bar{w}_L \equiv (W_C, W_L, W_S) = (0, 1, 0)$
C3	가치-성장	$\bar{w}_{VG} \equiv (W_C, W_V, W_G) = (0, 0.5, 0.5)$
C4	현금-대형	$\bar{w}_{CL} \equiv (W_C, W_L, W_S) = (0.5, 0.5, 0)$
C5 & C6	현금	$\bar{w}_C \equiv (W_C, W_{LV}, W_{LG}, W_{SV}, W_{SG}) = (1, 0, 0, 0, 0)$

성장스타일을 나타내는 벡터 \bar{w}_G 의 경우, w_G 는 1로 설정되는 반면, 나머지는 모두 0으로 설정된다. 대형스타일을 나타내는 벡터 \bar{w}_L 의 경우에는 w_L 은 1로 나머지는 0으로 설정된다. 현금 스타일을 의미하는 \bar{w}_C 의 경우에는 w_C 를 1로 나머지는 0으로 설정한다. 한편 가치스타일과 성장스타

일의 조합을 나타내는 \bar{w}_{VG} 는 w_V 와 w_G 에 동일하게 0.5를 할당하고 나머지는 0을 할당한다. 현금 스타일과 대형스타일의 조합을 나타내는 \bar{w}_{CL} 의 경우도 이와 유사하게 w_C 와 w_L 에만 0.5씩을 할당한다.

<표 III-10>는 각 컴포지트별로 소속 펀드와 준거점(준거 노출 벡터) 사이의 거리를 평균한 값, KS 검정 통계량, P값 등을 보여주고 있다. 결과에 따르면, 각 테스트 컴포지트가 다른 비교 컴포지트와 통계적으로 유의하게 구분될 수 있음을 알 수 있다.

<표 III-10> KS 검정 결과

테스트 컴포지트	비교 컴포지트				
	C1	C2	C3	C4	C5 & C6
C1	0.838	0.515	0.432	0.281	0.109
성장	-----	[0.892]	[0.923]	[1.000]	[1.000]
	-----	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
C2	0.314	0.753	0.768	0.431	0.141
대형	[0.992]	-----	[0.073]	[0.906]	[0.992]
	(0.000)	-----	(0.507)	(0.000)	(0.000)
C3	0.565	0.857	0.863	0.513	0.182
가치-성장	[0.906]	[0.223]	-----	[0.969]	[1.000]
	(0.000)	(0.002)	-----	(0.000)	(0.000)
C4	0.411	0.598	0.628	0.878	0.641
현금-대형	[0.973]	[0.957]	[0.923]	-----	[0.884]
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	-----	(0.000)
C5&C6	0.097	0.102	0.129	0.486	0.818
현금	[1.000]	[1.000]	[1.000]	[0.970]	-----
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	-----

주: [] 부분은 KS 검정 통계량, ()는 p값임

예를 들어, 컴포지트 C1에 있는 펀드들의 준거점 \bar{w}_G 에 대한 평균적인 거리는 0.84인데, 이 값은 다른 비교 컴포지트에 속하는 펀드들의 \bar{w}_G 에 대한 거리의 평균값에 비해 작음을 확인할 수 있다. 또한 C1과 각 비교 컴포지트 사이의 차별성을 검증하기 위한 KS 검정 통계량은 모두 0.89이상으로 각 테스트에 있어서 귀무가설을 기각할 수 있음을 알 수 있다. 이는 C1의 스타일이 어떤 다른 비교 컴포지트의 스타일과 통계적으로 유의하게 구별됨을 의미한다. 이와 유사한 결과가 대형스타일 컴포지트 C2, 가치성장스타일 컴포지트 C3, 현금대형스타일 컴포지트 C4, 현금스타일 컴포지트 C5와 C6에 대해서도 나타났다. 대부분의 컴포지트에서 KS 검정 통계량이 충분히 높아 테스트의 귀무가설은 기각되므로 C1~C6 컴포지트 하나하나가 다른 컴포지트로부터 유의하게 구별된다고 판단할 수 있다.³⁴⁾

4. MSA 활용 가능성

본 장의 도입부에서 지적하였듯이, MSA의 각 하위계좌의 운용에 필요한 다양한 스타일의 펀드가 시장에 존재할 때 실질적인 MSA의 활용이 가능하다. 그런데 국내 시장에서는 사전적으로 운용스타일을 공시하는 펀드가 드물뿐더러 공시한 스타일이 운용과정에서 무시되는 사례가 빈번하다. 특히 주식편입비중에 따라 펀드의 유형을 구분하는 현행 펀드 분류 체계는 투자자에게 펀드 스타일에 대한 의미 있는 정보를 제공하지 못하고 있다. 이러한 점을 감안하면 금융회사들이 MSA를 활용하여 맞춤형 자산관리 서비스를 제공하는 것이 쉽지 않은 것으로 예상된다.

34) 유일한 예외로서, 대형주 스타일 컴포지트 C2와 가치성장주 스타일 컴포지트 C3의 구별은 명확하지 않은 것으로 나타났다.

하지만 본 장에 따르면, 국내 펀드들의 스타일에 상당한 편차가 존재한다. MSA의 스폰서가 또한 RBSA를 활용하여 스스로 펀드의 스타일을 식별한 후 추정된 스타일에 따라 컴포지트를 구성하는 것이 가능하다. 더욱이 이렇게 구성된 컴포지트들은 스타일 면에서 서로 차별적인 것으로 드러났다. 이러한 결과는 국내 시장에서도 MSA의 활용이 가능함을 시사한다.

금융회사는 MSA의 스폰서로서 펀드 스타일을 추정한 후, 스타일별 컴포지트를 구성하여 동일한 유형의 펀드들간 성과를 비교분석함으로써, 투자자에게 보다 합리적인 자산관리 서비스를 제공해야한다. 무엇보다도 대다수 펀드들이 자신의 스타일을 공시하지 않더라도 RBSA를 활용하여 펀드 스타일을 식별하면 다양한 스타일의 펀드들을 조합할 수 있게 되고 결과적으로 투자다변화 효과를 달성할 수 있다. 또한 스타일 컴포지트별로 MSA의 하위계좌를 구성하고 개별 펀드의 운용을 감시하면 스타일 이탈과 같은 이해상충을 보다 효과적으로 견제할 수 있다.

요컨대, 잘 분류된 스타일 컴포지트에 기초하여 설계된 MSA를 활용할 경우 국내 시장에서도 투자자의 맞춤형 요구에 부합하는 자산관리 서비스의 제공이 가능하다. 이러한 서비스는 투자자에게 보다 확장된 투자 기회집합을 제공하며, 금융회사에게는 새로운 수익원으로 기여할 수 있다. 더 나아가 투자자 보호를 보다 강화하여 국내 펀드시장의 질적 향상을 가져올 것으로 기대된다.

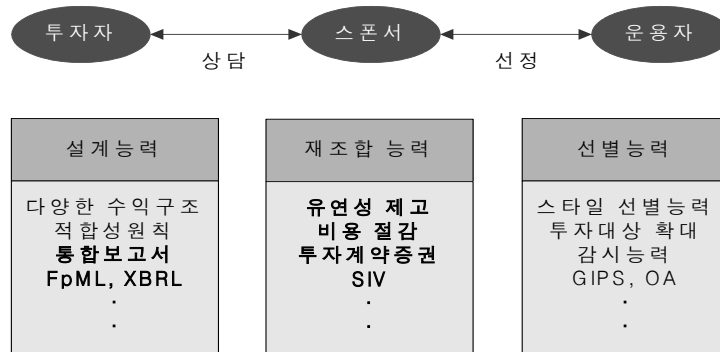
IV. MSA 활성화를 위한 개선사항

1. 스타일에 따른 성과보고 기준 마련
2. 다양한 투자구조 도입
3. 자동화를 통한 비용 절감
4. 스폰서의 펀드 취급 범위 확대

IV. MSA 활성화를 위한 개선사항

투자 패러다임의 변화, 생애설계에 대한 수요 증가 등을 감안할 때 MSA와 같은 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 잠재적 수요가 지속적으로 성장할 것이라는 점은 제 II장에서 살펴보았다. 또한 제 III장에서는 국내 시장에서도 금융회사가 MSA 스폰서로서 펀드의 스타일을 식별하여 고객이 원하는 스타일 조합을 제공할 수 있음을 보였다. 이렇듯 성장가능성은 충분함에도 불구하고 맞춤형 자산관리 서비스 시장이 본격적으로 성장하기 위해서는 몇 가지 시장 관행이 먼저 개선될 필요가 있다고 생각한다. 예를 들어, <그림 VI-1>은 MSA의 경쟁력 요인을 요약하고 있는데, 금융회사가 이들 요인을 제대로 활용할 수 있으려면 제도적 개선이 선행되어야 할 것으로 판단된다.

<그림 VI-1> MSA 경쟁력 요인



MSA가 활성화되기 위해서는 무엇보다도 고객 및 스폰서가 수많은 펀드들 사이에서 그 스타일과 운용성과를 정확하게 비교 평가하기 위해

사용할 수 있는 일관된 기준이 확립되어야 할 것이다. 그리고 MSA 스폰서가 활용할 수 있는 투자구조가 다양화되어 고객의 투자목적과 상황에 적합한 수익구조를 설계할 수 있어야 할 것이다. 또한 MSA가 실질적인 맞춤형 서비스를 적극적으로 제공할 수 있기 위해서는 관련 비용을 크게 낮출 수 있어야 할 것이다. 마지막으로 MSA 스폰서가 분석하고 활용할 수 있는 펀드의 범위가 최대한으로 확장될 수 있어야 할 것이다. 이하에서는 이와 같은 개선사항들을 좀 더 자세히 검토한다.

1. 스타일에 따른 성과보고 기준 마련

MSA의 활성화를 위해서는 펀드의 운용성과를 스타일에 따라 정확하게 공시할 수 있는 기준이 마련되어야 한다. 그런데 국내 시장에서는 펀드의 성과보고시 펀드의 운용전략 및 스타일을 충분히 고려하지 않고 있다. 여러 가지 이유가 있겠으나 무엇보다도 펀드 성과보고에 관한 합리적 기준이 정립되어 있지 않기 때문이라고 생각한다. 스타일을 반영한 성과보고기준의 마련은 MSA 스폰서가 투자자의 이해요구에 적합한 스타일을 구성해 줌에 있어 가장 기본이 되는 사항이라고 볼 수 있다. 따라서 펀드 성과보고기준 마련이 매우 시급한 과제라고 볼 수 있는데, GIPS(Global Investment Performance Standards)와 같은 국제적 성과보고기준을 도입하는 방안을 고려할 수 있겠다. GIPS는 펀드의 수익률 계산방법, 스타일 컴포지트 구성, 공시 및 성과보고 등에 대한 내용을 규정하고 있다. MSA와 관련된 GIPS의 내용을 간략히 소개하자면 다음과 같다.

가. 성과보고서 MSA의 특수성

MSA는 집합투자와 구별되는 특징을 가지고 있는 만큼 성과평가 및 보고에 있어서도 그 특징을 고려할 필요가 있다. 일반 펀드와 구분되는 MSA의 대표적인 특징으로는 스폰서의 존재, 결합보수, 다양한 스타일의 조합 등을 들 수 있다. 우선 MSA에서는 고객 펀드 운용자 사이에 스폰서가 개입한다. 이는 고객 입장에서 볼 때 투명성 저하를 의미하는데, GIPS는 완전한 공시와 공정한 보고라는 목적을 달성하기 위해 MSA에 대한 특별한 기준을 마련하고 있다.

다음으로 MSA에서는 거래수수료, 운용수수료, 보관수수료(예탁수수료) 및 기타 행정관리수수료를 모두 결합한 결합보수 구조가 일반적이다. 결합보수 체계에서는 고객이 자신이 지불하는 수수료의 세부적인 사항을 파악하거나 특정 서비스로부터 요구되는 수수료를 명확히 규명하기 어렵다. 이 점을 감안하여 GIPS는 결합보수와 관련된 별도의 공시 기준을 마련하고 있다.

마지막으로 MSA는 다양한 스타일을 추구하는 하위계좌들의 조합으로 구성된다. 따라서 MSA의 구성을 위해서는 스타일별 컴포지트의 구성이 선행되어야 한다. 그런데 컴포지트를 정의하고 펀드를 컴포지트별로 유형화 하는 과정에서 고려해야 할 사항들이 적지 않다. 컴포지트를 너무 포괄적으로 정의하면, 매우 다양한 스타일의 펀드들이 같은 컴포지트에 속하게 되어 해당 펀드들간 스타일 편차가 발생할 수 있다. 반대로 컴포지트의 정의가 너무 협소하게 설정되면, 극소수의 펀드만이 그 컴포지트에 포함되게 되어 스타일을 대표하지 못하게 된다. 이러한 점을 감안하여 GIPS는 유사한 투자목적과 전략에 따라 스타일 컴포지트를 정의하고 펀드를 유형화하도록 규정한다. 즉 스타일 컴포지트는 해당 컴포지트에 속하는 펀드의 전략적 특징이 잘 드러날 수 있도록 정의되어야 한다.

나. MSA에 대한 GIPS 일반원칙(general principle)

MSA도 간접투자의 일종으로 이해할 수 있는 만큼 간접투자 전반에 적용되는 GIPS 일반원칙의 대부분이 MSA에도 적용된다. GIPS의 일반원칙 관련 내용을 MSA 스폰서의 입장에서 정리하면 다음과 같다.

첫째, MSA 스폰서는 펀드 성과보고와 관련된 모든 법과 규정을 준수해야 하며, 보고시 성과는 거래비용을 차감한 후의 수익률을 사용해야 한다.

둘째, MSA 스폰서는 투자자의 요청이 있는 경우 보고한 성과를 입증할 수 있도록 관련 데이터를 보관해야 한다. MSA 스폰서는 보고된 수익률을 산정한 기간 동안 발생하였던 모든 데이터와 정보(이자, 기초 및 기말 시가총액 등)를 확보해야 하는데, 특히 채권이자 등에 대해서는 발생주의(accrual basis)에 입각해야 한다.

셋째, MSA 스폰서는 수익률을 산정함에 있어 사전에 정한 기준에 따르되 기간수익률의 기하평균을 이용해야 한다. 단 존속기간이 1년보다 짧은 경우에는 기간수익률을 연수익률로 환산하는 것이 허용되지 않는다. 또한 공시하는 모든 수익률은 해당 기간 동안의 발생한 실제 거래비용을 차감하여 계산되어야 한다. 수수료 차감 후 순수익률은 총 수익률에서 거래비용과 운용수수료를 차감하여 계산해야 한다. 한편 컴포지트 수익률로는 해당 컴포지트에 속한 펀드들의 수익률을 해당기간 시작시점에서의 시가총액 비중으로 가중한 평균값을 보고해야 한다.

넷째, MSA 스폰서는 제공하는 서비스의 전략 및 스타일에 따라 컴포지트를 구성해야 한다. 수수료를 지불하는 모든 일임형 계좌³⁵⁾는 적어

35) 일임형만을 포함하는 이유는 일임형은 성과에 기반하여 수수료를 부과하는 반면, 비일임형은 자산에 기반하여 수수료를 부과하기 때문이다. 진정한 스폰서의 성과를 측정하는 의미는 일임형 계좌의 수수료이다.

도 하나의 컴포지트에 반드시 포함되어야 하며, 컴포지트는 반드시 사전에 정의되어야 한다. 수수료를 지불하지 않는 일임형 계좌를 컴포지트에 포함시키는 것은 선택사항이지만 그러한 컴포지트를 포함시킬 경우에는 전체 컴포지트에서 차지하는 비중을 공시해야 한다.

다섯째, MSA 스폰서는 공시하는 수익률이 수수료를 차감한 후의 순수익률인지 아니면 수수료를 차감하기 전의 총수익률인지 여부를 명백히 구분하여 공시해야 한다. 새로운 투자자를 유치하는 과정에서 사용하는 공시자료의 경우에는 순수익률을 반드시 공시해야 하며, 총수익률은 보충 자료로서만 제공해야 한다.

여섯째, MSA 스폰서는 투자자에 대한 보고서에 회사에 대한 정의, 컴포지트에 대한 정의, 컴포지트 설립일 등을 공시해야 한다. GIPS는 전사적으로 적용(firm-wide basis)되므로 회사의 범위가 중요한데, MSA 스폰서가 재량권(discretion)을 행사할 수 있는 자산만이 회사자산에 포함될 수 있다.³⁶⁾ MSA 스폰서는 성과보고 시 투자자가 컴포지트 수익률에 대해 정확히 이해할 수 있도록 벤치마크 수익률, 컴포지트 내 스타일 편차, 컴포지트에 포함된 펀드 수, 회사자산에서 컴포지트가 차지하는 비중, 회사자산 총규모 등을 공시해야 한다. MSA 스폰서는 최소 5년의 과거성적을 공시해야 하나 5년이 안된 컴포지트는 컴포지트 설립 이후의 기간에 대한 성과를 보고하여도 GIPS 규정을 준수한 것으로 본다.³⁷⁾

36) 예를 들어, 법적 실체(금융회사 그 자체, 자회사, 회사의 부서 등)와는 무관하게 MSA를 제공하는 스폰서가 투자자에게 인식될 수 있는 차별적 운용전략을 가진 경우 하나의 회사로 정의될 수 있다.

37) 다만, 2000년 1월 1일 이후의 기간을 GIPS 규정에 따라 성과보고 하지 않은 경우 GIPS에 부합한다고 볼 수 없다.

다. MSA에 적용되는 GIPS 특별 원칙

GIPS에는 일반 원칙과 별도로 MSA에만 유효한 GIPS 세부 원칙을 2006년 1월 1일부터 도입하였다. MSA 관련 GIPS 세부 원칙은 스폰서의 존재, 결합보수 등의 특수성에 관련된 것이다.

MSA에서 고객과 펀드운용자 사이에 스폰서가 개입하는 관계로 펀드 운용자가 고객을 직접 대면하지 않는다. 따라서 보고되는 성과와 관련된 데이터 및 정보를 일정 기간 동안 유지해야 하는 의무는 고객을 직접 대면하는 스폰서가 져야한다. 이는 일반적으로 펀드운용자가 데이터 유지 의무를 지는 펀드의 경우와 구별되는 점이다. MSA스폰서는 보고되는 수익률 관련 데이터를 펀드운용자로부터 확보하거나 별도로 구성해야 한다.

MSA 스폰서는 성과보고 시 반드시 거래비용과 운용수수료를 공제한 후의 순수익률을 사용해야 한다. 결합보수에서 거래비용을 명확하게 분리하기 힘든 경우에는 총수익률에서 결합보수 전체 혹은 거래비용이 포함된 부분을 차감해야 한다. 컴포지트 수익률은 해당 기간 동안 실제로 운용되었던 펀드 그리고 사전에 설정된 컴포지트의 정의에 부합하는 펀드로부터의 성과만을 이용하여 산정되어야 한다. 펀드운용자가 특정 스폰서에게 컴포지트 성과를 제시할 때는 그 내용이 해당 스폰서를 위해 작성된 것임을 명시해야 한다.

MSA 스폰서는 고객에게 운용성과를 최소한 분기에 한 번 제공하되, 고객이 각 스타일에 따른 성과를 확인할 수 있도록 보고서의 내용을 작성해야 한다. 보고서는 고객이 이해하기 용이한 양식으로 작성되어야 하며, 성과 관련 정보는 가장 일반적인 것부터 시작하여 점차 세부적인 내용을 소개하는 것이 바람직하다. 예를 들어, 보고서의 처음 부분에서 해당 기간 동안 발생한 포트폴리오 가치 변화, 발생 수수료 등을 소개하는

것이다. 대다수 고객은 요약된 성과만으로 충분한 설명을 들었다고 만족할 수 있다. 그러나 일부 고객은 각 스타일별 성과, 헤지펀드나 파생상품에 대한 노출 등에 대하여 보다 자세한 정보를 알고자 한다. MSA 스폰서는 이러한 고객의 요구를 만족시키기 위해 보고서의 뒷부분에 보다 자세한 투자성과 정보를 제공할 수 있다.

성과보고서 스폰서는 고객이 사전에 제시했던 투자목표와 실제로 실현된 투자성과를 비교하고, 그러한 차이가 어디에서 발생했는지 그리고 그 차이가 일시적인지 것인지 여부를 제시할 수 있어야 한다. 그리고 고객의 포트폴리오가 원래 계획대로 운용되기 위해서 어떤 조정이 필요한지를 판단할 수 있어야 한다. 이를 위해 스폰서는 MSA의 성과를 벤치마크(스타일지수)나 유사 서비스로부터의 수익률과 비교하여 보고할 수 있어야 한다. 또한 고객의 입장에서 볼 때 궁극적인 성과는 관련 수수료를 모두 차감한 후의 순수익률인 만큼 성과보고 시 해당 정보를 포함해야 한다.

2. 다양한 투자구조 도입

앞서 소개한 바와 같이, 투자 패러다임이 MPT에서 행태주의 재무이론으로 전환되고 투자목적이 부 규모의 극대화에서 생애소득의 안정화로 바뀌었다. 이에 따라 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 수요는 빠른 속도로 성장하고 있는데, 이에 대응하여 맞춤형 자산관리 서비스 특히 MSA의 공급이 확대되기 위해서는 스폰서가 고객의 다양한 요구에 맞추어 재량껏 서비스를 설계할 수 있어야 한다. 그런데 현행 법제도 하에서는 설립 가능한 간접투자기구의 유형과 설계 가능한 서비스의 내용이 일일이 열거되어 있는 관계로 스폰서가 재량껏 맞춤형 서비스를 개발하는데 제약이 있다. 하지만 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자

금법)이 시행되면 이 같은 제약이 크게 완화될 것으로 기대된다. 특히 자금법에서 새로이 도입하고 있는 투자계약증권은 MSA 스폰서에 의해 적극적으로 활용될 수 있을 것으로 예상되는 바, 이하에서는 이에 대해 언급하고자 한다. 또한 투자계약증권을 활용한 자산관리 서비스의 모습은 현재 해외 투자은행들 사이에서 널리 활용되고 있는 구조화간접투자기구(Structured Investment Vehicle: SIV)와 유사할 것으로 예상되는 만큼 이에 대해서도 간략히 언급한다.

가. 투자계약증권 활용 가능성

자금법 중 맞춤형 자산관리 서비스와 관련된 내용은 투자계약증권의 도입이다. 투자계약증권은 특정 투자자가 이익을 얻을 목적으로 그 투자자와 타인 간의 공동사업에 금전 등을 투자하고 타인이 수행한 사업의 결과에 따른 손익을 귀속받는 계약상의 권리를 표시한 것으로 규정된다.³⁸⁾ 즉 투자계약증권이란 타인의 노력에 의해 수익이 결정되는 모든 증권을 의미한다. 이는 기존의 간접투자자산운용업법에 따르는 표준화된 수익구조의 간접투자 이외에 비정형 수익구조를 제공하는 간접투자도 활용될 수 있음을 시사한다. 예를 들어, 헤지펀드가 구사하는 다양한 운용전략이 투자계약증권을 통해 구사될 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 MSA 스폰서가 투자계약증권을 적극적으로 활용하면 고객의 투자성향이나 투자목적에 고려하여 자산관리 서비스 내용을 맞춤형으로 설계하는 것이 보다 용이해질 것이다.

38) 자금법 제4조 제6항을 참조한다. 자금법의 투자계약증권은 미국 증권법의 "investment contract"과 동일한 개념이다. 어떤 금융계약이 투자계약증권에 해당하는지 여부는 다음과 같은 Howey 기준을 충족하는지 여부에 따른다. 증권법상의 투자계약은 공동의 사업에, 오로지 사업자나 제 3자의 노력을 통하여, 수익을 얻을 것을 기대하고, 자금을 투자하는 거래를 의미한다.

다만 고객과 MSA 스폰서와의 계약이 투자계약증권으로 간주될 수 있는지에 대한 법적 검토가 필요하다.³⁹⁾ MSA 계약이 사업의 공동성에 해당하는지 여부가 관건인데, 미국의 판례에서 제기된 수직적 공동성(vertical commonality)과 수평적 공동성(horizontal commonality) 개념을 적용하여 그 내용을 소개하면 다음과 같다 (Kuronuma, 2004).

MSA 계약이 투자계약증권으로 간주되기 위해서는 구성 요건 중 하나인 ‘공동의 사업’이 성립되어야 한다. 이와 관련하여 수직적 공동성을 적용하는 경우와 수평적 공동성을 적용하는 경우에 다른 판단이 가능하다 (Loss and Seligman, 2004). 수직적 공동성이란 투자자와 사업자 사이에 사업의 성패와 관련하여 공동의 이해관계가 있어야 한다는 개념으로, 한 명의 투자자만 있어도 공동성은 충족될 수 있다. 따라서 이 기준에 따를 때 MSA 계약도 공동의 사업으로 간주되어 투자계약증권으로 취급될 수 있다.⁴⁰⁾ 한편 수평적 공동성 기준에 따르자면, 투자자들의 자금을 모아서 공동의 펀드가 조성된다는 점이 중요하다. 따라서 한 명의 투자자만 있는 경우에는 당연히 공동의 사업이 될 수 없으므로 투자계약증권 관련 규정이 적용될 수 없다.⁴¹⁾

39) 투자계약증권 관련 “사업의 공동성”에 대한 법적 해석에 대한 검토의 필요성을 제시하고 조언을 아끼지 않으신 정운모 연구위원께 감사드린다.

40) 예를 들어, 일임매매계좌에서 손해를 본 투자자가 그 계좌설정이 투자계약에 해당한다고 주장하면서 자금법상의 구제수단인 계약의 취소와 원금의 상환을 구할 수 있다. 수직적 공동성에 충실하면 이 경우 투자자의 청구가 받아들여 질 수 있다.

41) 나아가 다수의 투자자가 있다고 하더라도 그들 사이에 실질적인 결연성이 없는 경우에는 수평적 공동성이 없는 것으로 판단할 수 있다. 이 경우 금융회사와 일임매매계약을 체결한 투자자가 다수인 경우에도 그 계약은 금융회사와 각 투자자 사이에 개별적으로 체결되는 것이므로 투자자들 사이의 공동성이 성립하지 않으므로 투자계약증권으로 볼 수 없다.

투자계약증권의 구성요소인 공동의 사업이 무엇을 의미하는가에 대해서 아직 미국 법원의 판례가 나뉘어 있는 상태이다. 향후 자금법이 시행되면 매우 다양한 형태의 투자계약증권이 시도될 것인 바, 이와 관련한 규정을 정비함으로써 법적 불확실성을 사전에 제거할 필요가 있겠다. 특히 맞춤형 자산관리 서비스가 활성화되기 위해서는 사후적 손실의 책임소재가 명확한 기준에 의해 규명되어 법적위험(법적 분쟁으로 인한 손실 발생 가능성)이 축소되어야 하는 바, 이에 대한 기준의 정립이 요청된다.

나. SIV 활용 가능성

MSA 스폰서가 다양한 투자구조를 활용하여 맞춤형 수익구조를 고객에게 제공하는 경우, MSA의 경제적 기능은 SIV와 유사할 것으로 판단된다.

펀드로 대표되는 표준화된 간접투자상품에서는 자산운용회사가 사전에 설정된 약관에 따라 간접투자자산을 운용하고 발생한 수익을 수익증권 보유자에게 균등하게 배분한다. 또한 자산운용회사가 투자할 수 있는 대상 및 한도는 표준화되어 있기 때문에 펀드로부터 기대할 수 있는 수익구조는 해당 수익증권 보유자 모두에게 대해 일률적이다.

반면 SIV에서는 간접투자임에도 불구하고 다양한 수익구조를 만들어 낼 수 있다. SIV는 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집한 후 이를 자산에 운용하여 그 수익을 투자자에게 배분한다는 점에서 집합투자로 간주될 수 있다.⁴²⁾ 그러나 SIV는 간투법에서 규정하고 있는 펀드와는 다른 특성을 갖는다. 첫째, 간투법은 펀드의 법적 실체를 상법상 주식회사

42) 자산운용업법 제2조 제1호.

인 투자회사나 투자신탁로 규정하고 있으나 SIV는 상법상 유한회사이다. 둘째, 현재의 펀드에서는 발생한 수익이 수익증권을 보유하고 있는 모든 투자자들 사이에서 균등하게 배분되지만, SIV에서는 트랜치 구조를 활용하여 투자자간에 차별화된 맞춤형 수익구조를 설계하는 것이 가능하다. 셋째, 현재 펀드는 운용대상이 증권, 파생상품, 부동산, 실물, 단기금융, 재간접투자기구 등으로 제한되지만, SIV는 운용대상에 대한 제한이 존재하지 않는다. 넷째, 현재의 펀드에서는 투자자가 수익증권의 가격의 일정 비율로 산정되는 수수료를 부담하지만, SIV에서는 투자자 자산에 대한 일정 비율로 수수료가 산정된다.

MSA에서도 SIV에서와 유사한 다양한 수익구조를 설계할 수 있다고 판단되는 바, 그 활용가능성을 정리해 보면 다음과 같다. 우선 SIV는 다양한 종류의 유가증권으로 구성된 포트폴리오를 대표하는 새로운 유가증권을 발행한다는 점에서 자산재구성(repackaging) 기능을 담당한다. 즉 증권발행을 통해 투자자로부터 자금을 조달하여 다양한 유가증권에 투자함으로써 합성자산 포트폴리오를 구성한다. 한편 MSA도 다양한 스타일의 펀드로부터 발생하는 수익을 재구성하여 투자자에게 돌려준다는 점에서 자산재구성 기능을 수행하는 것으로 볼 수 있다. 특히 고객 성향 및 투자목표에 맞추어 스타일 펀드의 조합을 다양하게 차별화 하기 위해 SIV와 유사한 MSA 구조로 설계하는 것이 가능하다.

다음으로 SIV는 만기구조가 서로 다른 채권간의 스왑을 통해 수익을 추구하는 차익거래 기능을 담당한다.⁴³⁾ 예를 들어, 해외 투자은행들은 SIV를 통해 자산담보 기업어음(ABCP)이나 자산담보 중기채권(ABMTN)을 저비용으로 발행하여 자금을 조성한 후, 투자등급(AAA 또는 Aaa) 중 장기 채권에 투자하고 있다. 한편 MSA도 다양한 스타일로 구성된 포트폴리오와 고객에 지급하는 수익간의 차익거래를 추구한다고 볼 수 있다.

43) 수익률곡선 차익거래(yield curve arbitrage)라고 불린다.

한편 SIV가 제공하는 수익구조를 참조하여 MSA의 수익구조를 설계하고자 할 때 MSA와 SIV간의 차별성을 잘 이해할 필요가 있다. 우선, SIV에서는 단기채권 발행을 통해 자금을 조달하는 것이 일반적인 반면, MSA는 일임계약 형태로 자본을 조달한다는 점에서 차이가 있다. 즉 SIV에서와 같은 트랜치 구조를 활용하여 맞춤형 수익구조를 설계하는 것은 고객에게 MSA를 통해 계약을 체결하는 것이 허용되지 않을 것으로 판단된다. 다음으로 SIV는 불특정 다수의 투자자로부터 자금을 모집하는 집합투자에 해당하는 반면, MSA는 개별 투자자로부터 별도의 계약을 통해 자금을 조달한다.

3. 자동화를 통한 비용 절감

II장에서 소개하였듯이, MSA의 구조는 고객의 이해요구를 파악하여 고객별 포트폴리오를 구성하는 과정(quality process), 펀드별 운용성과를 분석하고 스타일별 포트폴리오를 구성하는 과정(assembly line), 그리고 고객별 포트폴리오와 스타일별 포트폴리오간의 불일치를 조정하는 과정으로 구성된다. 이상의 과정들을 지원하는 자동화 시스템을 도입하여 관련 비용을 절감할 수 있을때, MSA의 활성화가 가능하다. 즉 자동화는 MSA의 대량 공급을 달성하기 위한 전제 조건 중 하나이다.

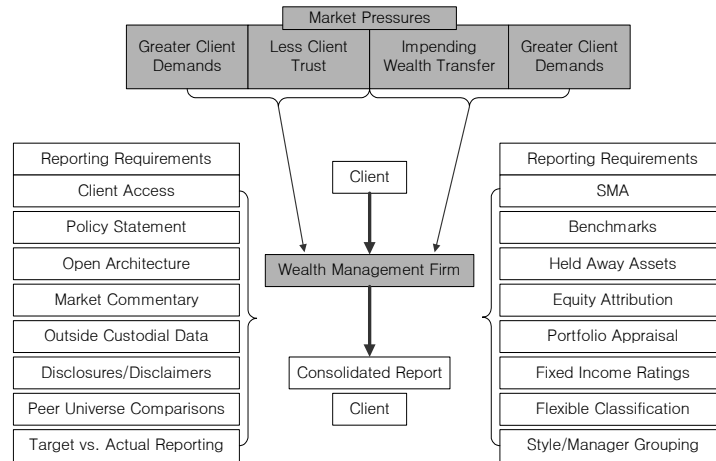
MSA 스폰서는 고객의 투자목적, 목표수익률, 위험성향, 예산제약 등을 정확하게 파악해야 한다. 현재 개별 MSA 스폰서는 수작업을 통해 고객 관련 정보를 처리함으로써 200~300개의 계약을 관리하는 것으로 알려지고 있는데, 이 과정이 자동화될 경우 각 스폰서가 관리할 수 있는 계약의 수는 크게 증가할 것이다. 한편 스폰서는 고객의 요구 변화와 시장 상황의 변화를 반영하여 MSA에 포함되는 스타일별 포트폴리오의 구성을 재조정한다. 이 과정에서 다양한 펀드 관련 정보를 처리해야 하는데,

펀드 발굴, 운용성과 평가, RFP(Request For Proposal) 평가 등의 절차를 자동화하게 되면 관련 비용을 크게 절감할 수 있을 것으로 기대된다.

가. 통합보고서를 위한 시스템언어 표준화 필요성

MSA에서는 펀드 운용 관련 정보가 고객에게 정기적으로 제공되고 고객으로부터의 피드백이 신속하게 포트폴리오 재조정에 반영될 수 있어야 한다. 이를 위해서는 포트폴리오의 수익률 및 위험 관련 정보를 포함하여 매우 다양한 내용의 정보가 고객에게 신속하고 정확하게 전달될 수 있어야 한다. 따라서 MSA 스폰서가 투자자에게 제공하는 보고서는 <그림 VI-2>에 표현된 것처럼 모든 정보를 일관된 기준으로 정리한 통합보고서(consolidated report) 형태여야 한다. 그런데 통합보고서를 작성하기 위한 자동시스템을 구축하면 보고서 작성에 소요되는 비용을 절감할 수 있다. 뿐만 아니라 고객으로 하여금 정보원천에의 접근을 용이하게 하여 맞춤형 간접투자 서비스 시장의 질적 성숙을 이끌 수 있다.

<그림 VI-2> MSA의 보고서 내용



자료: Wilcox, Horvitz and diBartolomeo(2006)

이처럼 고객별 포트폴리오 구성에서의 변화를 반영하여 스타일별 포트폴리오 구성을 지속적으로 재조정하는 한편, 다양한 부가서비스를 포괄하는 통합보고서를 제공하기 위해서는 언어의 표준화가 선행되어야 한다. 고객이 자신의 이해 요구에 대한 정보를 입력하면 스폰서는 시장 상황을 반영하여 고객별로 최적의 포트폴리오를 구성하고, 다수의 고객별 포트폴리오에서 나오는 주문을 스타일별 포트폴리오에 대한 주문으로 전환하여야 한다. 이러한 과정이 수작업의 개입 없이 일관되게 처리되기 위해서는 구조화된 시스템 언어가 바탕이 되어야 한다.

구조화된 시스템 언어는 서로 다른 특성을 가진 정보간의 호환을 가능하게 하고, 프로그래밍을 통해 특정 정보와도 연결시킬 수 있다. MSA의 경우, 고객 관련 정보, 고객별 포트폴리오 관련 정보, 스타일별 포트폴리오 관련 정보는 서로 다른 특성을 가지므로 서로 다른 양식으로 표현된다. 그러나 구조화된 시스템 언어를 사용하는 경우 별도의 미들웨어

를 설치하지 않고도 상이한 양식들 사이의 호환이 가능하다. 따라서 구조화된 시스템 언어는 고객 관련 정보를 수작업을 통해 전환하지 않더라도 스타일별 포트폴리오에 일관되게 전환할 수 있다. 예를 들어, 고객 관련 정보 가운데 위험기피성향이 증가한다면 현금스타일 펀드에 대한 비중이 자동적으로 증가하도록 설계하는 것이 가능하다.

이러한 구조화된 시스템 언어로 FpML을 활용하는 방안을 고려할 수 있다. FpML은 맞춤형 금융거래를 가능하게 하는 비즈니스 정보 교환 표준으로서 XML⁴⁴⁾라는 구조화 시스템 언어에 기반하고 있다. 해외 금융선진국들은 시스템 언어 표준화의 일환으로 1990년대 후반부터 F-XML(Financial-XML)을 활용하는 것에 관심을 표명하여 왔으며, 그 가운데 대표적인 예인 FpML은 ISDA의 주도 하에 정보교환표준으로 설정되어 미국, 유럽 등에서 이미 실용화되었다. FpML이 맞춤형 금융거래의 STP(Straight Through Processing)를 가능하게 하는 시스템 언어인 만큼 맞춤형 자산관리 서비스에서도 구조가 다른 정보간의 호환을 가능하게 함으로써 MSA 설계의 자동화를 가져올 것으로 기대된다.

나. XBRL의 활용 가능성

펀드 투자자는 한 달에 한 차례 펀드운용자의 보고서를 통해 정기적으로 운용성과 관련 정보를 제공받는다. 운용보고서는 해당 펀드의 수익률, 자산구성비율, 자산보유종목 및 보수지급현황, 그리고 향후 운용계획 등의 정보를 제시한다. 그러나 투자자가 운용보고서에 제시된 것 이외의

44) XML은 월드와이드웹(World Wide Web)의 새로운 문서형식을 정의하기 위한 데이터 언어 표준으로서 구조화된 문서를 정의하는 SGML의 장점과 인터넷상에서 하이퍼미디어 문서를 제공할 수 있는 HTML의 장점을 모두 가진다.

정보를 확인하고자 할 경우, 관련 정보의 원천에는 접근이 불가능하며 투자자가 원하는 시점에서 즉시 정보를 확인할 수 없다.

그런데 맞춤형 자산관리 서비스를 위해서는 고객이 자신이 원하는 시점에서 스타일별 포트폴리오를 구성하는 개별 펀드의 성과까지도 확인할 수 있어야 한다. 이를 가능하게 하는 자동시스템을 구축함에 있어서 XBRL(eXtensible Business Reporting Language)을 활용하는 방안을 고려해 볼 수 있다. XBRL은 XML 기반의 재무보고 언어로 XBRL을 이용하면 현재 겪고 있는 정보접근의 즉시성 문제, 정확성 문제, 시간 및 비용의 문제, 비교 가능성의 문제 등을 해결함으로써 맞춤형의 특성을 보다 잘 살릴 수 있다.

XBRL 기반 쌍방향 데이터(interactive data)는 태그(tag)를 통해 이용자가 원하는 정보를 가장 이용하기 쉬운 양식으로 빠르게 접근할 수 있는 데이터이다. 소프트웨어가 태그 정보를 자동적으로 인식하기 때문에 정보 이용자는 별도의 변환과정 없이 원천정보를 한번에 제공받을 수 있다. 따라서 XBRL 기반에서 정보 이용자는 10-K⁴⁵⁾나 10-Q⁴⁶⁾와 같이 SEC에 보고된 공시자료에 직접적으로 접근해서 데이터를 추출하고 분석할 수 있다. 나아가 SEC가 RSS⁴⁷⁾ 등록을 하면 정보 이용자는 회사의 업

45) SEC에 제출된 기업의 연례운영보고서. 10-K는 법적회의록이나 경영자 보상에 관한 정보와 영업 및 재무통계자료에 대한 보다 상세한 많은 정보가 담겨 있다. 주주는 회계담당자에게는 신청하면 10-K의 사본을 얻을 수 있다.

46) 주식이 SEC에 등록된 기업들이 제출한 감사받지 않은 4분기 재무보고서. 10-Q는 10-K보다 덜 상세하지만 보다 빈번히 제출되는 보고서이다.

47) 웹 사이트 간의 자료 교환 및 배급을 위한 확장성 생성 언어(XML) 기반의 규격이다. 각 사이트에서 제공하는 매우 간단한 배급(Really Simple Syndication: RSS) 주소를 RSS 리더에 등록만 해 두면 직접 방문하지 않아도 자동으로 자료가 교환되어 편지함의 이메일을 열어 보듯 쉽게 변경된 내용을 읽을 수 있어 뉴스·날씨·쇼핑 서비스나 블로그 등 자주 업데이트되는 사이트들에서 많이 이용된다. 'RDF Site Summary', 'Rich Site Summary' 등으로도 불리워진다.

데이터를 즉각적으로 받아볼 수 있다. 이러한 이유로 SEC는 XBRL을 재무정보공시 시스템인 EDGAR⁴⁸⁾에 활용되도록 적극 장려하고 있다.⁴⁹⁾

MSA 스폰서나 펀드운용자의 운용성과보고서는 일종의 재무제표라고 볼 수 있으므로 MSA 자동화 시스템 설계에 XBRL을 활용하는 것이 가능하다. XBRL을 MSA의 운용성과보고서에 이용하는 경우, 고객은 쌍방향의 데이터를 통해 분리된 고객 계좌에 대한 정보, 펀드에 대한 원천 정보를 원하는 시간에 즉각적으로 이용할 수 있을 것이다. XBRL은 맞춤형 서비스를 제공하는 MSA 스폰서 입장에서는 비용절약 및 상품설계 효율성 제고 수단이 되며, 고객 입장에서는 정보의 정확성 및 접근성을 향상시키는 도구가 될 것이다.

4. 스폰서의 펀드 취급 범위 확대

MSA 스폰서는 고객의 이해요구와 시장현황을 감안하여 최적의 스타일별 포트폴리오를 구성한다. MSA가 맞춤형의 특징을 보다 잘 실현하기 위해서는 스폰서가 취급할 수 있는 펀드의 범위에 제한이 없어야 한다. 이러한 의미에서 MSA 스폰서는 취급하는 펀드의 범위에 제한을 두지 않는 개방형 구조(open architecture)를 추구해야 한다. 펀드 취급 범위가 한정되어 있는 경우 스폰서는 투자자에게 가장 적합한 펀드가 아닌 그와 유사한 차선의 펀드를 선택할 수밖에 없다. 이것은 MSA 활성

48) EDGAR는 the Electronic Data Gathering, Analysis, Retrieval System의 약어로, 기업재무정보 데이터베이스 온라인공시 시스템이다.

49) SEC는 기업들이 2005년부터 XBRL 기반 하에 보충적으로 태그된 재무정보를 자발적으로 EDGAR에 공시하도록 제안하고, 시범그룹을 만들어 기업으로 하여금 자발적으로 연례, 분기 보고서 등을 쌍방향 데이터로 1년 동안 제출할 것을 요구하고 있다. 현재 24개의 기업이 SEC의 시범그룹으로 참여하고 있다.

화의 장애요인인 동시에 맞춤형 간접투자 시장의 질적 성숙을 저해하는 요인이 될 수 있다.

펀드 취급 범위 확대는 고객, 스폰서, 펀드운용자 모두에게 이익이 될 수 있다. MSA 스폰서가 일부 펀드들에 국한하여 스타일별 포트폴리오를 구성하는 경우에는 이로부터 만들어 낼 수 있는 수익구조의 다양성이 제약받을 수밖에 없다. 이는 고객의 투자목표 및 투자성향에 가장 적합한 포트폴리오 구성을 어렵게 한다. 또한 MSA 스폰서가 개방형 구조에서 계열관계에 구매받지 않고 여러 펀드 운용자와 거래를 하게 되면 펀드 운용자에게도 도움이 될 수 있다.

그런데 국내시장에서의 펀드 판매 구조는 개방형 구조와 상당히 다른 모습을 가지고 있다. 현재 많은 판매회사가 계열운용사 펀드 판매에 치중하는 경향이 나타나고 있다. <표 VI-1>은 국내 계열별 자산운용회사의 시장점유율을 보여준다. 판매계열사를 보유한 운용자가 판매계열사를 보유하지 않은 운용자에 비해 펀드 설정잔액이 더 높은 점은 국내 시장에 개방형 구조가 제대로 정착하지 못하고 있음을 시사한다.

<표 VI-1> 계열별 자산운용회사 시장점유율(설정잔액 기준)

(단위: %, 십억원)

구 분	증권계열	은행계열	증권·은행 금융지주	판매계열사 없는 국내사	판매계열사 없는 해외사	합 계
시장점유율	38.8	19.2	27.0	3.1	11.9	100
금 액	51,053	25,229	35,441	4,026	15,669	131,418

주 : 2006년 10월 기준
자료: 금융감독원, 자산운용협회

최근 국내 펀드시장이 본격적으로 성장하면서 좋은 펀드를 발굴하여 판매하려는 판매회사의 노력이 확대되고 있다. 이에 따라 일부 금융회사를 중심으로 개방형 구조를 도입하고, 계열회사의 상품보다는 우수한 상품을 다양하게 제공하려는 노력이 이루어지고 있다. 이와 같이 개방형 구조가 확산될 경우 향후 MSA 스폰서가 취급할 수 있는 펀드 범위가 확대될 수 있을 것이다. 다만 개방 정도에 따라 개방형 구조에도 다양한 스펙트럼이 존재하는 만큼 MSA 스폰서마다 차별화된 선택이 가능하다고 생각한다(<표 VI-2> 참조).

<표 VI-2> 개방형 구조 유형

완전 개방	슈퍼마켓, 모든 펀드에 접근 가능
개방형	사전에 승인된 다수의 펀드에 접근 가능
제한적 개방형	재간접투자펀드
폐쇄형	부띠끄

V. 결론 및 시사점

V. 결론 및 시사점

자산관리 서비스는 금융회사가 고객으로부터 약정된 수수료를 받고 고객의 자산을 개별적으로 관리해주는 서비스이다. 해외 금융선진국의 경험에 비추어 보자면, 자산관리 서비스는 SMA에서 출발하여 MSA로 발전해 왔으며, 궁극적으로 UMA로의 발전을 도모하고 있다. 현재 국내 간접투자 시장에서 제공되는 자산관리 서비스는 아직 SMA 수준에 머무르고 있으나, 향후 맞춤형 서비스에 대한 수요가 지속적으로 증가하면서 MSA를 활용하려는 시도가 나타날 것으로 예상된다.

MSA는 복수의 하위 계좌를 보유한 SMA로서, 각 하위계좌가 별도의 스타일에 따라 운용된다는 특징을 갖는다. 스타일 투자는 투자 대상을 유사한 특성에 따라 유형화한 다음 각 유형별로 투자하는 기법인데, 가장 널리 활용되는 스타일의 예는 가치-성장 구분이나 중소형-대형 구분이다. MSA 스폰서는 다양한 스타일의 펀드들을 고객의 투자목적과 위험성향에 맞추어 조합함으로써 맞춤형 수익구조를 제공하는 한편, 고객을 대신하여 펀드 운용자가 사전에 공시한 스타일을 충실히 따르는지를 감시하는 기능을 담당한다.

맞춤형 자산관리 서비스의 대표적 유형인 MSA에 대한 시장규모는 크게 성장할 것으로 예상된다. 무엇보다도 투자 패러다임이 표준화된 집합투자를 지지하는 이론에서 개별적으로 차별화된 투자를 지지하는 이론으로 전환되었다. 또한 투자의 목적이 최종적인 부의 규모를 극대화하는 것에서 전 생애에 걸쳐 소비수준을 안정적으로 유지하는 것으로 이동하였다. 이와 같은 변화는 수익구조 다변화에 대한 요구 혹은 생애설계에 대한 요구의 증가로 나타나고 있다. 그런데 투자자마다 직면하는 금융상황과 미래 지출흐름이 제각기 다르기 때문에 실질적인 생애설계를 위해 맞춤형 자산관리 서비스에 대한 관심이 커지고 있다. 특히 평균 수

명이 길어지고 있음에도 불구하고 공적연금의 건전성에 대한 불안감은 커지고 있어 맞춤형 자산관리의 필요성은 더욱 커지고 있다. 이러한 사회적 변화를 감안할 때 표준형 간접투자와는 구별되는 맞춤형 자산관리 서비스의 대중화가 절실하다.

그러나 MSA와 같은 맞춤형 자산관리 서비스가 대중화되기 위해서는 앞서 몇 가지 전제조건이 요구된다. 첫째, 맞춤형 서비스의 대량공급 체계를 구축할 필요가 있다. 본격적인 맞춤형 자산관리 서비스의 제공에는 많은 비용이 소요되므로 맞춤형 MSA 제공 대상은 기관투자자나 거액자산가에 국한되어 있다. MSA의 대량공급 과정은 고객별 포트폴리오 구성, 포트폴리오 전환, 스타일별 포트폴리오 운용이라는 세 단계로 구분해 볼 수 있다. 그런데 MSA 스폰서가 고객별 포트폴리오 집합과 스타일별 포트폴리오 집합 사이에 존재하는 불일치를 해소하는 과정이 노동집약적으로 이루어지는 경우에는 많은 비용이 소요된다. 따라서 자동화 플랫폼을 도입하여 비용을 절감할 수 있을 때 맞춤형 자산관리 서비스의 대량공급이 가능해질 것이다.

둘째, MSA 스폰서가 스스로 펀드의 스타일을 식별할 수 있는 방안을 강구할 필요가 있다. 현재 국내 시장에서는 대다수의 펀드들이 사전적으로 운용스타일을 밝히지도 않을뿐더러 특정 스타일을 표방하더라도 시장상황에 따라 해당 스타일에서 벗어나는 사례가 빈번하다. 이러한 상황에서는 MSA 스폰서가 스스로 펀드 스타일을 식별하고 고객이 원하는 스타일 조합을 구성할 수 있어야 한다. 이러한 문제의식에서 본 보고서는 세 단계의 절차를 통해 펀드 스타일을 식별할 것을 제안하였다. 우선 Sharpe(1992)가 제시한 RBSA를 활용하여 개별 펀드의 스타일 노출을 추정하는 다음, K-평균 군집모형을 활용하여 추정된 스타일 노출을 기준으로 스타일별 컴포지트를 구성하고, 마지막으로 KS-검정을 활용하여 구성된 컴포지트들이 통계적으로 유의하게 구별되는지 여부를 평가하는 것이다. 이 같은 방법을 실제 데이터에 적용해 본 결과, 국내 펀드들 사이에도

상당한 정도의 스타일 편차가 존재하는 만큼 국내에서도 MSA 서비스 제공이 가능함을 확인할 수 있었다.

셋째, 맞춤형 자산관리 서비스 제공과 관련된 시장관행이 개선될 필요가 있다. 무엇보다도 MSA로부터 발생하는 성과에 대한 보고 기준을 정립하여 정확하고 투명한 성과 보고가 가능하게 해야 한다. 특히 맞춤형이라는 특성을 감안할 때 표준형 펀드에 적용되고 있는 성과보고 기준과 차별화되는 성과보고 기준의 마련이 요청된다. 투명성에 대한 투자자로부터의 신뢰가 전제되지 않고서는 맞춤형 자산관리 서비스를 대중화하기가 불가능하기 때문이다. 이 밖에도 자금법의 시행에 따라 새로이 도입되는 투자계약증권을 적극적으로 활용하여 다양한 구조의 자산관리 서비스를 개발하는 방안, XBRL와 같은 재무보고 시스템 언어를 활용하여 MSA 운용 과정을 자동화하는 방안, 개방형 구조를 채택하여 MSA에 편입할 펀드의 유니버스를 확대하는 방안 등을 검토할 필요가 있다.

MSA와 같은 맞춤형 자산관리 서비스가 대중화되면 펀드 운용스타일의 다변화가 유도되어 간접투자 시장이 보다 성숙할 것으로 기대된다. 고객은 MSA 서비스로부터 각자의 이해요구가 반영된 맞춤형 스타일 조합을 제공받을 수 있으며, MSA 스폰서는 MSA 서비스 제공을 통해 새로운 수익원을 발굴할 수 있다. 해외 선진 금융회사들은 이미 오래전부터 맞춤형 자산관리 서비스 분야에서 많은 노하우를 축적하고 우수한 전문 인력을 확보하고 있다. 이들이 국내 시장에 본격적으로 진입할 경우, 맞춤형 자산관리 서비스 분야에서 아직 초보단계에 머무르고 있는 국내 금융회사들의 입지는 크게 좁아질 수밖에 없다. 따라서 해외 금융회사들에 의해 시장이 잠식되기 이전에 국내 금융회사들이 맞춤형 자산관리 서비스의 중요성과 발전가능성을 인지하고 관련 서비스 개발에 노력하길 바란다. 향후 빠르게 성장할 맞춤형 자산관리 서비스 시장에서 국내 금융회사들의 선전을 기대한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 고성수, 2004, 부동산자산을 포함한 복합자산 포트폴리오 연구: 부계정의 적정자산배분에 관하여, 한국금융연구원, 『금융연구』 18권.
- 김병준·이필상, 2006, 가치투자전략의 장기적 성과분석-한국의 12월 결산 거래소 상장법인을 대상으로, 『증권학회지』 35집, 3호, 1-39.
- 김창호, 2004, 『국내 프라이빗뱅킹(PB)의 현황 및 과제』, 한국은행 은행국 은행연구팀.
- 박종원, 2002, 상태변수의 변동이 주식기대수익률에 미치는 영향의 지속성, 『증권학회지』 31집, 395-423.
- 박진수, 2003, 『국내 프라이빗 뱅킹의 현황 및 시사점』, 삼성경제연구소 연구보고서.
- 이상빈, 1998, 투자신탁회사의 위험관리방안-위험관리시스템 구축을 중심으로, 『증권학회지』 22집, 243-289.
- 이인형, 2006, 국민연금기금 주식 외부위탁 벤치마크지수 설정에 관한 연구, FnGuide.
- 장영광·김종택, 2003, 한국주식시장에서 가치투자전략의 투자성과와 그 원천, 『증권학회지』 33집, 165-208.
- 진익·한지연, 2006, 『장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구』, 한국증권연구원 연구보고서 06-07.
- 한국은행, 2006년중 은행수신 동향, 보도자료, 2007 (3. 17).
- 한국증권연구원, 2004, 『자산유동화 제도 개선방안』 .

<해외문헌>

- Basu, S., 1977, Investment performance of common stocks in relation to their price earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis, *Journal of Finance* 32, 663-682.
- Block, S.B., 1999, A study of financial analysts: Practice and theory, *Financial Analysts Journal* 55(4), 86-95.
- Brown, S.J., Goetzmann, W.N., 1997, Mutual fund styles, *Journal of Financial Economics* 43(3), 373-399.
- Capgemini & Merrill Lynch, 2006, *World Wealth Report 1997-2006*.
- Carhart, M., 1997, On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance* 52(1), 57-82.
- Chhabra, A.B., 2006, *Beyond Modern Portfolio Theory: Moving from the Aggregate to the Individual*, Wealth Management 2006 conference.
- Clendenin, J., 1958, What do stockholders like? *California Management Review* 1(1), 47-55.
- Cowles, A., 1960, A revision of previous conclusions regarding stock price behavior, *Econometrica* 28(4), 909-915.
- Daniel, Kent, Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1997, Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks, *Journal of Finance* 52(3), 1035-1058.
- Das, S., 2006, *Structured Products*, Wiley Finance Vol. 1, 193-202.
- Fama, E., 1965, Random walks in stock market prices, *Financial Analysts Journal* 21(5), 55-59.

- Fama, E., French, K., 1992, The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance* 46, 427-466.
- Fama, E., French, K., 1995, Size and book-to-market factors in earnings and returns, *Journal of Finance* 50, 131-155.
- Fama, E., French, K., 1996, Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *Journal of Finance* 51, 55-84.
- Fama, E., French, K., 1998, Value versus growth: The international evidence, *Journal of Finance* 53, 1975-1999.
- Fama, E., French, K., 2004, The capital asset pricing model: Theory and evidence, *Journal of Economic Perspectives* 18(3), 25-46.
- Frieder, L., Subrahmanyam, A., 2004, Perspectives: Nonsecular regularities in returns and volume, *Financial Analysts Journal* 60(4), 29-34.
- Garvey, R., Murphy, A., 2004, Commissions matter: The trading behavior of institutional and individual active traders, *Journal of Behavioral Finance* 5(4), 214-221.
- Grinblatt, M., Titman, S., 1989, Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings, *Journal of Business* 62(3), 393-416.
- Ibbotson, R.G., Milevsky, M.A., Chen, P., Zhu, K.X., 2007, *Lifetime Financial Advice: Human Capital, Asset Allocation, and Insurance*, The Research Foundation of CFA Institute.
- Johnson, K.J., 1974, Efficiency and restrictions on portfolios formed using quadratic programming, *Proceedings of the Institute of Management Science*.

- Kuronuma, E., 2004, *Basics of American Law*, 弘文堂.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1997, Good News for value stocks: Further evidence on market efficiency, *Journal of Finance* 52(2), 859-887.
- Litzenberger, R.H., Ramaswamy, K., 1979, The effects of dividends on common stock prices tax effects or information effects? *Journal of Finance* 37(2), 429-443.
- Loss, L., Seligman, J., 2004, *Fundamentals of Securities Regulation 1*, Aspen Publishers.
- Markowitz, H.M., 1952, Portfolio selection, *Journal of Finance* 7(1), 77-91.
- Maxwell, J.E., Using reporting to anchor a successful client communication strategy, CFA Institute Conference Proceedings, 2005 (Oct).
- Merton, R., 1969, Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous time case, *Review of Economics and Statistics* 51, 247-257.
- Michaud, R.O., 1998, Is value multidimensional? Implications for style management and global stock selection, *The Journal of Investing* 7(1), 61-65.
- Michaud, R.O., 1999, *Investment Styles, Market Anomalies, and Global Stock Selection*, Research Foundation Publications.
- Miller, M.H., Modigliani, F., 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411-433.

- Partridge, I., The family office: Exploring the alternatives from a wealthy family's perspective, CFA Institute, 2004 (Aug 27).
- Poser, S.N., 1997, *Broker-Dealer Law And Regulation: Private Rights of Action*, Aspen Law & Business 2nd Ring edition.
- Reinganum, M.R., 1981, Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings' yields and market values, *Journal of Financial Economics* 9(1), 19-46.
- Samuelson, P., 1969, Lifetime portfolio selection by dynamic stochastic programming, *Review of Economics and Statistics* 51, 239-246.
- Sharpe, W.F., 1964, Capital asset prices: A theory of market equilibrium under condition of risk, *Journal of Finance* 19, 425-442.
- Sharpe, W.F., 1992, Asset allocation: Management style and performance measurement, *Journal of Portfolio Management* winter, 7-19
- Shefrin, H., Statman, M., 1984, Explaining investor preference for cash dividends, *Journal of Financial Economics* 27, 253-282.
- Shefrin, H., Statman, M., 1984, The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence, *Journal of Finance* 40, 777-790.
- Shefrin, H., Statman, M., 1994, Behavioral capital asset pricing theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(3), 323-349.
- SIFMA, 2007, *Financial Fackbook* 2006.

- Singh, P.K., Structured Investment Vehicle(SIV): The new yield curve arbitraging engine, ICFAI Business School, 2007 (June 23)
- Snyder, R.C, Mack, R.W., 1957, The analysis of social conflict—toward an overview and synthesis, *Journal of Conflict Resolution* 1(2), 212-248.
- Statman, M., 2002, Lottery players/stock traders, *Financial Analysts Journal* 58(1), 14-21.
- Statman, M., 2004, The diversification puzzle, *Financial Analysts Journal* 60(4), 44-53.
- Statman, M., 2005, Normal investors, then and now, *Financial Analysts Journal* 61(2), 31-37.
- Weintraub, R.E., 1963, On speculative prices and random walks a denial, *Journal of Finance* 18(1), 59-66
- Welch, D.S., Investment consulting and its evolving role in advising family offices, AIMR, 2003 (September).
- Wilcox, Horvitz, diBartolomeo, 2006, *Investment Management for Taxable Private Investors*, Research Foundation of CFA Institute.
- Yeong Phick Fui, Insider insights: Trends in Asian High Net Worth clients behavior, UBS, 2007 (Jan 23).
- Zhou, X., Dong, M., 2004, Can Fuzzy Logic Make Technical Analysis 20/20? *Financial Analysts Journal* 60(4), 54-75.

<웹사이트>

금융감독원 www.fss.or.kr

자산운용협회 www.amak.or.kr