

국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구

: 판매시장의 가격규율을 중심으로

2010. 7.

연구위원 김재철
선임연구원 박진모



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

글로벌 금융위기가 본격화되던 2008년 이전의 몇 년간은 국내 자산 운용시장의 본격적인 성장기였다. 많은 투자자들은 펀드의 높은 수익률에 환호했으며, 은행에 집중되어 있던 금융자산을 재구성하기 시작했다. 이 시기에는 펀드의 수익률이 높았기 때문에 연간 1%~2% 남짓한 판매보수는 큰 논란거리가 되지 못했다.

그런데 금융위기로 시장이 침체되면서 상황이 바뀌기 시작했다. 투자자들은 비싼 판매보수에 노골적인 불만을 드러냈고, 급기야 정부는 판매보수 법정 상한선을 대폭 인하하는 용단을 내렸다. 이는 투자자를 보호함으로써 시장의 신뢰를 더한층 구축해야겠다는 의지를 읽을 수 있는 대목이다.

그러나 궁극적으로는 자산운용회사, 판매회사, 투자자, 정부 등 시장 참여자 모두를 포괄하는 자산운용시장 전체의 효율적 경쟁구조 정착이 높은 펀드 판매보수 문제 해결의 핵심이며, 이것이 본 연구의 테마이다.

본 연구에서 저자들은 세 가지 질문을 던지고 있다. 저자들은 국내 자산운용시장에 경쟁시장의 전형적인 모습이 나타나는지, 펀드 판매시장에서의 가격규율이 제대로 이루어지고 있는지, 가격규율이 미흡하다면 그 원인은 무엇인지 등의 질문을 제기하고 그 답을 찾기 위해 심도 있는 분석을 시도하였다.

본 연구는 그동안 베일에 가려있던 국내 자산운용시장의 경쟁구조를 분석함으로써 정책방향 설정에 큰 도움이 될 것으로 기대되며, 투자자들에게도 합리적인 의사판단이 얼마나 중요한지 일깨워 주는 계기가 될 것이다.

본 보고서를 집필하는데 큰 노고를 아끼지 않은 본원의 김재철 연구

위원, 박진모 선임연구원에게 감사드린다. 또한 보고서 심사과정에서 지적 논평을 맡아 유익한 조언을 제시한 송홍선 연구위원에게도 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 견해와 주장이며, 자본시장연구원의 공식 의견이 아님도 밝혀둔다.

2010년 7월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	ix
Abstract	xii
I. 서론	3
1. 연구 배경	3
2. 연구 목적 및 범위	8
II. 자산운용시장의 대리인문제 및 경쟁의 역할	13
1. 자산운용시장의 대리인문제	13
2. 기존문헌 연구	16
가. 자산운용시장 경쟁구조에 대한 서술적 연구	16
나. 펀드 운용성과의 연속성에 대한 실증적 연구	17
다. 시장지배력 결정 요인에 대한 실증적 연구	19
III. 국내 자산운용시장의 경쟁구조 분석	25
1. 경쟁적 자산운용시장과 금융시스템 안정성	25
2. 우리나라 자산운용시장 경쟁구조 분석	27
가. 분석 방법	27
나. 분석 결과	28
3. 소결론	41

IV. 자산운용시장 시장규율에 대한 실증분석	45
1. 분석 목적 및 범위	45
2. 자료 개요	45
3. 신규자금유입 결정 요인	49
가. 분석모형 및 변수	49
나. 주요 변수 기초통계 분석: 신규자금유입률, 수익률, 가격 ...	53
다. 회귀분석 결과	61
4. 소결론	67
V. 판매시장 가격규율 부재의 원인 분석	71
1. 후생효과 검증	72
2. 정보부족 가능성 검증	75
VI. 결론 및 시사점	85
참고문헌	93

표 목 차

<표 I-1> 국가별 펀드 보수 및 수수료 구조 비교	5
<표 I-2> 공모 주식형펀드 평균 보수 및 규모 추이	6
<표 III-1> 한미 자산운용시장 확장기의 자산운용회사 변화 추이 비교	30
<표 III-2> 펀드 판매채널과 자산운용회사의 시장지배력	34
<표 III-3> 투자자 펀드 교체의 용이성	36
<표 III-4> 우리나라 자산운용회사 시장집중도 추이	38
<표 III-5> 주식형펀드 평균 보수 추이	40
<표 IV-1> 분석대상 주식형-개방형 펀드 개요	48
<표 IV-2> 분석대상 주식형-개방형 펀드 개요 (판매회사별 자료 입수 가능 펀드)	48
<표 IV-3> 신규자금유입률 기초통계	54
<표 IV-4> 수익률 기초통계	55
<표 IV-5> 가격(보수율: 총비용) 기초통계	56
<표 IV-6> 가격(보수율: 운용보수) 기초통계	57
<표 IV-7> 가격(보수율: 판매보수) 기초통계	57
<표 IV-8> 전기 수익률 그룹별 가중평균 신규자금유입률	58
<표 IV-9> 전기 가격(보수율: 총비용) 그룹별 가중평균 신규자금유입률	59
<표 IV-10> 전기 가격(보수율: 운용보수) 그룹별 가중평균 신규자금유입률	59
<표 IV-11> 전기 가격(보수율: 판매보수) 그룹별 가중평균 신규자금유입률	60

<표 IV-12> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형1	63
<표 IV-13> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형2	64
<표 IV-14> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형3	65
<표 IV-15> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형4	66
<표 V-1> 판매보수율 그룹별 가중평균 수익률	74
<표 V-2> 판매보수율 그룹별 가중평균 펀드규모	74
<표 V-3> 판매보수율 그룹별 평균 펀드연령	75
<표 V-4> 판매회사의 거래 자산운용회사 집중도에 따른 판매보수율과 신규자금유입률간 상관계수	78
<표 V-5> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형5 (<i>price</i> 와 <i>dummy-channel</i> 상호작용변수 포함)	80

그림 목 차

<그림 Ⅲ-1> 미국과 영국 가계의 판매채널별 펀드 구입 비중(2007)	32
<그림 Ⅲ-2> 국내 펀드 판매채널별 비중	33
<그림 Ⅲ-3> EU 주요국가 자산운용회사 시장집중도(CR5, 2004년)	37
<그림 Ⅲ-4> 미국 펀드의 총비용 및 수수료 추이	39

약 어 표

AUM	asset under management
bp	basis point
CR	concentration ratio
ETF	exchange traded fund
EU	European Union
HHI	Herfindahl-Hirschman Index
ICI	Investment Company Institute
IFA	independent financial adviser
IMA	Investment Management Association
NAV	net asset value
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
OEE	Observatoire de l'Épargne Européenne
OLS	ordinary least squares
PC	personal computer
TER	total expense ratio

《 Executive Summary 》

글로벌 금융위기 이후 국내 자산운용시장도 침체의 늪에서 벗어나지 못하고 있다. 자산운용시장이 침체국면에 들어간 이후 투자자, 정부, 언론 등은 펀드 판매보수가 판매와 관련된 서비스에 비해 지나치게 높다고 비판해 왔다. 이에 정부에서는 최근 판매보수의 법정상한선을 연5%에서 연1%로 대폭 내렸다.

펀드 판매서비스에 대한 실질적인 가격규제는 최소한 단기적으로는 판매보수를 내리는 효과가 있을 것으로 보이며, 투자자보호 측면에서도 불가피한 면이 있다. 그러나 이러한 정책수단은 장기간 지속될 수 없다고 본다. 높은 펀드 판매보수도 결국은 효율적인 경쟁시장 구축이 문제 해결의 핵심이라는 것이 본 연구의 테마이다. 이와 같은 큰 테마 속에 본 연구에서는 세 가지 핵심적인 질문에 대한 답을 구하기 위해 노력했다. 첫째, 국내 자산운용시장에 전형적인 경쟁구조의 특징이 나타나는지를 분석했다. 둘째, 국내 자산운용시장에 시장규율, 특히 판매시장에서의 가격규율이 이루어지고 있는지를 실증분석을 통해 알아보았다. 셋째, 국내 펀드 판매시장에서의 가격규율이 미흡하다면 그 원인이 무엇인지에 대해서도 분석했다.

우선, 국내 자산운용시장의 경쟁구조를 분석한 결과 경쟁적인 시장에서 나타나는 전형적인 특징들과 비경쟁적 시장의 특징들이 혼재되어 나타나고 있다. 자산운용회사의 신규진입에 대한 제도상의 장벽은 비교적 낮은 것으로 판단되며, 투자자의 펀드 상품 교체도 비교적 용이한 것으로 보인다. 그러나 실제 자산운용회사 진입 및 퇴출의 역동성 부족, 판매채널의 다양성 부족, 자산운용회사의 높은 시장집중도, 가격경쟁의 부재 등은 경쟁이 아직 완전히 정착되지 않았음을 보여준다 하겠다. 이로 비추어 볼 때 국내 자산운용시장의 과당경쟁을 우려하는 것은 아직은 기우인 것으로 생각되며, 완전하지 못한 경쟁구조가 판매보수 하락을 제약하는 한 원인일 것으로 추정된다.

다음으로 회귀분석을 통해 국내 공모 주식형펀드의 신규자금유입을 결정 요인을 알아본 결과 국내 자산운용시장, 특히 주식형펀드의 시장규모는 대부분 펀드 수익률에 의해 확보되며, 가격에 의한 시장규모는 작동하지 않는 것으로 나타났다. 특히 본 연구의 주요 초점인 판매시장은 판매보수에 의한 시장규모가 전혀 작동하지 않았다. 이는 다른 조건이 동일할 경우 높은 판매보수를 책정하는 펀드가 투자자에 의해 시장에서 퇴출될 수 없음을 의미한다. 이는 자산운용회사 및 판매회사들이 수익률 제고에 최선을 다할 유인을 가지는 반면, 가격경쟁을 벌일 유인은 가지지 못한다는 뜻이기도 하다. 한편, 판매채널 및 스타펀드 보유 등 마케팅 변수들도 펀드로의 신규자금유입에 중요한 영향을 미쳤다. 가격에 의한 시장규모가 부재한 가운데, 마케팅이 펀드로의 신규자금유입에 영향을 줄 수 있다는 것은 국내 자산운용시장에 이해상충의 가능성이 항상 열려 있음을 시사한다.

마지막으로 국내 주식형펀드 판매시장에서의 가격규모가 미흡한 원인에 대해서는 두 가지 가설을 검증해 보았다. 우선 높은 판매보수를 수취하는 펀드일수록 투자자에게 높은 수익률을 제공해 주거나, 또는 일반 투자자들이 찾기 어려운 펀드일 가능성이 있다는 소위 투자자 후생효과에 대해 분석했다. 판매회사들이 그러한 펀드를 발굴해 권유해주는 대가로 높은 판매보수를 수취한다면 투자자들이 높은 판매보수를 기꺼이 지급할 수 있을 것이다. 그러나 분석 결과 펀드의 판매보수율과 수익률, 판매보수율과 탐색비용간에는 유의한 상관관계를 발견할 수 없었다. 즉, 높은 판매보수율의 투자자 후생효과는 발견하기 어려웠다. 다음으로 투자자에게 선택 가능한 모든 펀드에 대한 정보가 제대로 전달되지 않았을 가능성, 즉 정보부족 가능성에 대해 분석했다. 분석 결과 거래 자산운용회사가 특정한 회사로 집중되어 있는 판매회사들은 판매보수에 의한 시장규모는 고사하고, 오히려 판매보수가

높은 펀드로 신규자금이 더 많이 유입되는 것으로 나타났다. 반대로, 폭넓은 자산운용회사의 다양한 상품을 취급하는 판매회사들은 판매보수에 의한 시장규율 가능성이 일부 발견되었다. 결과적으로 투자자에게 선택 가능한 펀드가 다양하게 제공될수록 판매시장의 가격규율 가능성은 점점 더 커질 수 있음을 짐작케 한다.

앞에서 언급한 바와 같이 판매보수 상한제 대폭 인하 등 직접적인 가격규제는 장기간 지속될 수 없는 정책도구이다. 국내의 펀드 판매보수가 장기적으로 하락하기 위해서는 자산운용시장 전체의 경쟁구조 구축, 시장규율, 특히 가격규율 확립 등이 동반되어야 한다. 이를 위해 크게 세 가지 정책과제를 제안할 수 있다. 첫째, 종합 자산운용회사 인가를 재개하는 등 자산운용시장의 진입규제를 자본시장법의 출범 취지에 맞추어 완화해야 한다. 둘째, 법인형태의 펀드슈퍼마켓을 활성화 하는 등 다양한 유형의 판매채널 도입이 필요하며, 판매회사간 경쟁도 더 강화해야 한다. 마지막으로 투자자들이 판매보수 및 운용보수 등 펀드 가격의 중요성을 인지할 수 있는 방안을 찾아야 한다. 투자설명서나 자산운용보고서의 보수율 표기 방법 개선, 투자자 친화적으로 가공된 펀드 정보에 투자자들이 간단히 접근할 수 있는 방법 모색 등이 한 예이다. 궁극적으로는 판매보수와 판매수수료로 이원화되어 있는 펀드 판매와 관련된 가격체계를 판매수수료로 통일할 필요가 있다.

— — — — — **« Abstract »** — — — — —

**A Study on Competitive Structures
in the Korean Asset Management Market**

Recently, many mutual fund investors in Korea have complained about expensive distribution fees, and that advisory services provided by fund distributors such as banks and securities companies are not satisfactory despite expensive fees. Under the circumstances, the Korean government decided to cap the annual distribution fee at 1%.

In the short run, the price regulation will help curb the mutual funds' distribution fees. However, the effect cannot last longer. A more fundamental solution to lower distribution fees is to establish an effective competitive structure in the asset management market. In this paper, we analyze the competitive structures in the Korean asset management market, starting by asking the following questions. First, does the Korean asset management market show signals that are commonly detected in a competitive market? Second, does market discipline by investors exist in the fund distribution market? Do the fund products with high distribution fees show more sluggish cash inflows than other funds? Last, if market discipline does not exist in the fund distribution market, why?

To answer the first question, we analyze the structure of the Korean asset management market. According to the results, the market is sending mixed signals in terms of the level of competition. Although the entry barriers for new asset management companies are not high and switching funds is not difficult in the Korean market, the asset management industry is still not fully competitive according to some observations such as: Actual entry and exit barriers still remain high in practice; the lack of diversity in distribution channels; high market concentration on just few asset management companies; and no sign of price competition.

Regarding the second question, we adopt the OLS regression and try to analyze the determinants of cash inflows to domestic equity mutual funds. The results show that fund returns play a major market discipline role in the market, whereas other price factors such as TER(total expense ratio), distribution fees, and management fees are barely effective in this regard. In other words, there is no statistically significant difference between cash inflows to the funds that charge high distribution fees and funds with low distribution fees.

To identify the reason why price discipline does not exist in the Korean asset management market, we test two hypotheses: Investor welfare improvements, and the lack of information on mutual funds. The first hypothesis assumes that funds with higher distribution fees will give more benefits to investors. If the funds with higher distribution fees provide higher returns and if finding these funds requires costly search efforts, buying these funds would be regarded as rational behavior. In the second hypothesis, we assume that mutual fund investors may not be well informed on all of their mutual fund investment options. Generally, investors in the Korean asset management market choose a fund product based on recommendations from financial advisors working at banks or securities firms. Therefore, chances are high that investors do not compare distribution fees of thousands of different products. According to our analysis, the second hypothesis regarding the lack of information better explains the lack of price discipline in the Korean market, whereas the distribution fees of equity mutual funds show no significant correlation with fund returns and search efforts.

From the analyses in this paper, we conclude that Korea still needs to focus on building an efficient competition structure in the asset management market. To achieve that, we offer three recommendations. First, any company that applies to enter the asset management market should be approved as long as it meets the requirements stated in the law. Second, the Korean asset management market needs more diversified distribution channels. This has been widely discussed for years, and is essential for both enlarging asset management companies and enabling domestic and foreign independent asset management companies to stand on their own. Lastly and most importantly, policy makers should find ways to effectively provide information about the countless number of funds being sold in the market in order to bring about effective market discipline.

1. 서론

1. 연구 배경
2. 연구 목적 및 범위

I. 서론

1. 연구 배경

2000년대 들어 빠르게 성장하던 국내 자산운용시장은 지난 2007년말에 발생한 국제 금융위기의 여파로 그 성장세가 정체되고 있다. 비록 금융위기의 영향에서 서서히 벗어나고 있지만 순자산가치를 기준으로 한 시장규모는 여전히 2007년말 수준에 머물러 있다.¹⁾ 특히 금융위기를 전후해 펀드에 투자한 자산가치의 하락으로 고심하던 투자자들이 2010년 들어 주가가 상승하자 대거 환매에 나서는 등 자산운용시장은 큰 어려움을 겪고 있다.

자산운용시장이 정체되기 시작하면서 펀드의 보수 문제, 특히 주식형펀드의 판매보수 문제가 중요한 이슈 중 하나로 부각되기 시작했다. 지난 2007년까지 자산운용시장이 빠르게 성장하던 시기에는 펀드의 수익률이 매우 높아 1%~2% 내외의 판매보수에 대해 투자자들은 큰 신경을 쓰지 않았다. 그러나 국제 금융위기를 겪으면서 상당수의 펀드들이 마이너스 수익률을 기록하는 등 펀드의 수익률이 저조해지자 높은 판매보수에 대한 투자자들의 불만이 본격적으로 제기되기 시작한 것이다.²⁾ 판매보수와 관련된 이슈는 다음과 같은 세 가지 내용이 핵심이다.

첫째, 펀드 판매회사들이 투자자들에게 제공하는 서비스는 대부분 판매

-
- 1) 본 연구에서는 자산운용시장의 범위를 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법) 하에 설정된 간접투자기구, 즉 펀드시장으로 한정한다.
 - 2) 통상적으로 펀드의 운용성과는 기준가격을 기초로 계산하게 되는데, 이 기준가격에는 펀드의 총비용, 세금 등이 차감되어 있다. 기준가를 기초로 계산한 운용성과를 순수익률(net return)이라 하며, 총비용 및 세금 등을 차감하지 않은 상태에서 계산한 운용성과를 총수익률(gross return)이라 한다. 대부분의 연구에서 특별한 언급을 하지 않는 이상 펀드의 운용성과는 순수익률을 의미한다.

4 국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구

시에 제공하는 일회성 서비스인데, 왜 일회성 선후취판매수수료(front-end loads and back-end loads)를 징구하는 대신 매년 판매보수를 징구하느냐는 비판이다.³⁾ 판매회사들은 판매보수가 계좌관리 서비스에 대한 대가라고 주장하지만, 투자자들은 대부분 펀드매입시 펀드 추천과 관련된 서비스 이외에는 특별한 서비스를 받고 있지 못하다고 주장한다. 국가별 펀드 보수 및 수수료 구조를 살펴보면 미국 등 몇 개 국가들을 제외하고 대부분 펀드 총비용에서 운용보수의 비중이 80% 이상으로 절대적이다. 수탁보수 및 사무보수 등 여타 비용을 고려하면 판매보수는 거의 없다는 결론을 도출할 수 있다. 대신 판매수수료가 연율 기준 약 0.65% 내외이다. 이를 통해 볼 때 많은 국가에서 매년 펀드 자산에서 차감하는 판매보수보다는 일회성 수수료인 판매수수료 제도를 채택하고 있음을 추론해 볼 수 있다.

둘째, 판매보수가 총비용에서 차지하는 비중이 지나치게 높을 뿐만 아니라, 절대적인 수준도 너무 높다는 지적이다. 2009년 7월 기준 국내 주식형펀드의 가중평균 총비용은 연2.09%인데, 운용보수는 총비용의 약 35.9%인 연0.75%, 판매보수는 총비용의 59.3%인 연1.24%이다. Khorana et al. (2008)에 의하면 미국을 포함한 18개 국가 공모 주식형펀드의 평균 총비용은 2002년 기준 연1.66%이며, 운용보수는 총비용의 78.3%인 연1.30% 수준이다.⁴⁾ 미국 등 18개국의 경우 운용보수를 제외한 여타 비용이 총비용의 21.7%인 연0.36%에 불과하다. 연율로 계산한 선후취판매수수료를 총비용에 더하면 18개국 평균 연2.31%가 되는데, 이 중에서 판매보수와 판매수수료

3) 판매수수료(loads)는 판매와 관련된 서비스를 제공받는 대가로 투자자들이 펀드 매입시 또는 환매시 일회성으로 직접 지불하는 비용이다. 판매보수(distribution fees)는 투자자들이 펀드를 보유하고 있는 동안 일종의 계좌관리 서비스의 대가로 펀드자산으로부터 매년 일정비율 차감하는 비용이다. 판매보수에 운용보수(management fees) 및 수탁비용 등 기타비용을 모두 합한 것을 총비용(total expense ratio: TER)이라 한다.

4) 아쉽게도 Khorana et al.(2008)은 총비용과 운용보수의 평균 수치만 제시해 판매보수 수준의 직접적인 비교는 어렵다.

등 운용보수를 제외한 여타 비용은 약 1.30%이다. 즉, 국내 주식형펀드의 판매보수는 여타 18개국의 판매보수, 연율로 계산한 선후취판매수수료 및 기타 비용 등을 합한 수준과 비슷해 절대적 수준이 높다고 볼 수 있겠다.

<표 1-1> 국가별 펀드 보수 및 수수료 구조 비교

	공모 주식형펀드 기준(% , 연율)				
	운용보수	총비용(TER)		총비용(TER) +선후취판매수수료 (연율)	
			운용보수 비중(%)		운용보수 비중(%)
호주	1.50	1.70	88.2	2.16	69.4
오스트리아	1.45	1.65	87.9	2.46	58.9
벨기에	0.86	1.20	71.7	1.71	50.3
캐나다	2.11	2.87	73.5	4.93	42.8
덴마크	0.79	1.27	62.2	2.08	37.9
아일랜드	1.33	1.96	67.9	2.81	47.3
핀란드	1.41	1.45	97.2	1.84	76.6
프랑스	1.26	1.45	86.9	2.12	59.4
독일	1.06	1.41	75.2	2.22	47.7
이태리	1.76	1.96	89.8	2.43	72.4
룩셈부르크	1.31	2.09	62.7	2.85	46.0
네덜란드	0.79	1.04	76.0	1.16	68.1
노르웨이	1.52	1.80	84.4	2.44	62.3
스페인	1.71	1.99	85.9	2.20	77.7
스웨덴	1.21	1.37	88.3	1.64	73.8
스위스	1.30	1.48	87.8	2.16	60.2
영국	1.15	1.39	82.7	2.43	47.3
미국	0.79	1.71	46.2	1.99	39.7
평균	1.30	1.66	78.3	2.31	56.3
한국	0.75	2.09	35.9	-	-

주 : 1) 총비용에는 운용보수와 기타 비용(판매보수, 수탁보수 및 여타 비용) 포함
 2) 선후취판매수수료의 연율은 평균 보유기간 5년을 가정하여 계산
 3) 한국은 2009년 7월말 순자산가치를 기준으로 한 가중평균이며, 다른 나라는 2002년 기준. 다른 나라 평균은 역외시장까지 포함
 자료: 한국은 금융투자협회, 다른 나라는 Khorana et al.(2008)의 자료를 인용

6 국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구

셋째, 2004년 이후 국내 자산운용시장이 급격하게 성장했음에도 불구하고 투자자들은 판매보수 측면에서 소위 '규모의 경제(economies of scale) 효과'에 의한 혜택을 전혀 누리지 못했다는 지적이다. 공모 주식형펀드의 순자산가치는 2004년에 8조 9,156억원이었는데, 2007년말에는 약 15배가 증가해 135조 5,897억원에 이르렀다. 그러나 동 기간 중 판매보수의 하락은 소폭에 그쳤다.

<표 1-2> 공모 주식형펀드 평균 보수 및 규모 추이

	가중평균 보수(% , 연율)			순자산 총액 (억원)	설정액 (억원)
	운용	판매	합계		
2004	0.59	1.35	1.94	89,156	85,796
2005	0.67	1.43	2.10	332,309	261,853
2006	0.70	1.40	2.10	501,443	464,906
2007	0.75	1.23	1.98	1,355,897	1,163,531
2008	0.75	1.23	1.98	839,427	1,402,143
2009	0.75	1.24	1.99	1,150,439	1,262,317

자료: 금융투자협회

위와 같은 논란이 계속되자 최근 정부는 판매보수 및 판매수수료의 법정 상한선을 대폭 내렸다. 기존 판매보수 및 판매수수료의 법정 상한선은 5%로 사실상 구속력이 없는(non-binding) 수준이었는데, 이를 각각 연 1% 및 2%로 내린 것이다. 적용대상 펀드는 2009년 시행 초기에는 신규펀드에 국한되었다가 2010년 들어 기존펀드로 확대되고 있다. 다만, 신규펀드와 기존펀드 간 상한선 인하 폭에는 차이가 있다. 판매보수의 경우 새로운 법정 상한선이 기존 펀드들의 평균적인 판매보수 수준보다 낮기 때문에 사실상 펀드 판매 서비스에 대한 가격규제를 시행한 셈이다.

판매보수 법정 상한선 인하는 투자자들의 펀드 투자비용 하락으로 연결될 것으로 보이지만 몇 가지 한계점 또는 문제점을 안고 있다. 우선

상품혁신 유인체계의 제약 가능성을 지적할 수 있다. 당분간은 기존펀드에 비해 신규펀드의 판매보수 법정 상한선 인하 폭이 더 크기 때문에 새로운 펀드를 만들고 판매할 유인이 약해질 가능성이 있다.

둘째, 앞으로 판매보수가 법정 상한선에 수렴할 가능성이 있다. 판매보수에 대한 각종 언론 및 투자자들의 비판이 많은 상황에서 정부가 일종의 ‘가이드라인’을 제시했기 때문에 대다수 펀드 판매회사들이 법정 상한선 근처에서 판매보수를 설정할 유인이 생긴 것이다. 이는 판매서비스에 대한 가격경쟁이 지금보다 더 약해질 수 있음을 의미한다.⁵⁾ 또한 장기적으로 볼 때 완전한 경쟁시장에서 도달할 수 있는 판매보수 수준보다 법정 상한선 근처로 수렴한 판매보수가 더 높을 수도 있다. 이러한 상황이 발생하면 판매보수의 법정 상한선을 또 낮추어야 하는 문제에 직면하게 된다.

마지막으로 판매보수가 시장에서 자연스럽게 떨어질 수 있도록 충분한 노력을 기울였는가에 대한 의문이 제기될 수 있다. 국내 자산운용시장의 전반적인 구조를 경쟁적 시장에 부합하도록 구축해 놓았는지, 투자자에 의한 가격규율은 제대로 이루어지고 있는지에 대한 검증과 개선방안 마련이 우선되어야 한다는 것이다.⁶⁾ 국내 자산운용시장은 자산운용회사의

5) 이러한 현상은 1980년대 초 미국 신용카드 시장에서 발견된 바 있다. 당시 미국 전체 주정부들 중 약 90%가 신용카드 이자율의 법정 상한제도를 채택하고 있었다. 법정 상한선의 수준은 주마다 약간씩 차이가 있었으나 대부분 18% 내외였다. 신용카드 이자율의 법정 상한제도를 채택한 이후, 동 제도를 채택한 대부분의 주에서 신용카드의 실제 이자율이 법정 상한선에 수렴했으며, 동 제도를 실시한 약 5년간에 걸쳐 이자율의 변화가 거의 없었다(Knittel and Stango(2002) 참조).

6) 여기에서 가격규율이라 함은 가격 즉, 판매보수를 통해 투자자들이 펀드 판매시장을 규율함을 의미한다. 모든 조건이 동일하다면 투자자들이 판매서비스에 대한 가격이 낮은 펀드에 투자하고, 그 결과 가격이 높은 펀드는 시장에서 퇴출되는 구조를 말한다. 한편 뮤추얼펀드를 분석한 대부분의 문헌들에서 가격이라 함은 판매수수료, 판매보수 및 운용보수 등 판매 및 운용서

숫자 자체만 놓고 볼 때 경쟁적 시장으로 분류할 수 있다. 그러나 다양하지 못한 판매채널, 자산운용회사와 판매회사 간의 계열관계, 투자자에 제공되는 정보의 부족 등 경쟁을 제약하는 많은 요소들이 그대로 남아있고, 이로 인해 판매보수 하락 등 가격경쟁이 벌어지지 않고 있다.

본 연구는 경쟁구조 정착과 투자자에 의한 가격규율 확립이 판매보수 하락을 위한 근원적 처방이라는 인식에서 시작되었다. 보수규제에 대한 많은 논란에도 불구하고 경제학자들은 직접적인 규제에 앞서 시장 경쟁구조의 합리적인 구축이 필요하다는 의견을 제시하고 있다.⁷⁾ 이들은 자산운용시장의 가격규율이 제대로 작동한다면 경쟁적 수준보다 과다한 가격(보수)을 책정하는 자산운용회사 및 판매회사 또는 펀드는 시장에서 퇴출될 것이므로 과다한 가격을 제시할 유인이 사라질 것이라면서, 따라서 가격규율이 제대로 작동한다면 직접적 규제의 필요성은 적다고 주장하였다. 국내의 경우에도 펀드 판매보수에 대한 직접적 규제를 시작했지만 자산운용시장의 경쟁구조 정착 및 가격규율 확립을 위한 노력이 필요하다.

2. 연구 목적 및 범위

본 연구의 가장 큰 목적은 우리나라 자산운용시장의 경쟁구조가 합리적으로 구축되어 있고, 시장규율, 특히 판매시장에서의 가격규율이 제

비스에 대한 대가로 수취하는 비용을 의미한다. 따라서 이러한 문헌들에서 사용하는 가격규율은 투자자들이 판매보수 또는 운용보수를 투자선택의 기준으로 활용함을 말한다. 본 연구에서도 가격은 투자자들이 펀드를 매입할 때 기준이 되는 펀드의 기준가격을 의미하는 것이 아니라, 판매 및 운용서비스의 대가로 지불하는 비용을 의미한다.

7) Coates and Hubbard(2006), Baumol et al.(1990) 등을 예로 들 수 있다.

대로 작동하는지를 검증하는데 있다.⁸⁾ 이를 위해 본 연구에서는 다음과 같은 세 가지 큰 질문을 제기한다.

① 현재 국내 자산운용시장은 전형적인 경쟁구조에 얼마나 근접해 있는가?

- 자산운용회사의 진입 및 퇴출이 자유로운가?
- 투자자의 투자상품 전환에 장애는 없는가?
- 자산운용회사의 시장집중도는 어느 정도이며, 시장집중도의 시계열적 변화 추이는 어떠한가?
- 가격(판매보수 및 운용보수)의 변화 추이는 어떠한가?

② 자산운용시장에서 시장규율은 제대로 작동하는가?

- 수익성이 좋고(good performance) 보수가 낮은(low price) 펀드로의 신규자금유입률이 높은가?
- 즉, 가격경쟁 및 비가격경쟁이 벌어질 유인이 충분한가?

③ 시장규율, 특히 판매시장에서의 가격규율이 제대로 작동하고 있지 않다면 투자자가 그러한 선택을 하는 이유는 무엇이고, 자산운용회사 및 판매회사들이 가격경쟁을 벌이지 않는 이유는 무엇인가?

- 판매보수가 비싼 펀드가 수익률이 높은 등 투자자에게 더 높은 후생을 제공하는가?
- 투자자가 가질 수 있는 정보에 한계가 있어서인가?

8) 본 연구에서 “자산운용산업의 경쟁구조”라는 용어 대신 “자산운용시장의 경쟁구조”라는 용어를 사용하는 이유는 분석의 초점이 자산운용업 뿐만 아니라 판매업, 투자자, 정부 등 시장 전체를 포괄하고 있기 때문이다.

10 국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구

이상의 분석을 통해 자산운용시장의 경쟁구조 정착과 가격규율 확립을 위해 필요한 정책과제도 제안한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 자산운용시장에서의 대리인문제 및 경쟁의 역할에 대해 논의한다. III장에서는 국내 자산운용시장의 경쟁구조를 분석한다. IV장에서는 국내 자산운용시장의 시장규율, 특히 판매시장의 가격규율을 중심으로 실증분석을 시도한다. 여기에서는 주식형펀드를 분석대상으로 한다. V장에서는 판매시장에서의 가격규율 부재 원인을 분석한다. VI장에서는 연구의 결론을 도출하고 시사점을 제안한다.

II. 자산운용시장의 대리인문제 및 경쟁의 역할

1. 자산운용시장의 대리인문제
2. 기존문헌 연구

II. 자산운용시장의 대리인문제 및 경쟁의 역할

1. 자산운용시장의 대리인문제

자산운용시장은 주인(투자자)과 대리인(자산운용회사)이 분리되어 있어 대리인문제가 발생할 수 있는 전형적인 구조이다. 자산운용시장에서 펀드, 즉 간접투자기구는 그 법적 형태에 따라 회사형(뮤추얼펀드)과 계약형(투자신탁)으로 구분되지만, 대리인구조는 기본적으로 동일하다. 즉, 뮤추얼펀드의 경우 투자자가 주주로서 회사의 주인이 되고 펀드 이사회 및 자산운용회사가 대리인 역할을 한다. 또한 투자신탁의 경우에도 투자자가 수익증권에 대한 수익자로서 주인이 되고 투자자의 재산을 위탁받은 자산운용회사가 대리인이 되는 구조이다.

투자자와 자산운용회사는 각자의 효용을 극대화하는 방향으로 의사 결정을 한다. 우선 투자자는 높은 수익(high performance) 및 낮은 가격(low price or low fees)을 제공하는 펀드를 선택함으로써 투자원금으로부터 발생하는 수익률을 극대화하는 선택을 할 것이다. 반면, 자산운용회사는 운용자산(asset under management: AUM)을 극대화하거나 높은 가격(보수)을 책정함으로써 보수수익의 극대화를 추구할 것이다. 이로 인해 투자자와 자산운용회사가 각자의 효용을 극대화하는 과정에서 이해상충이 발생할 가능성이 높아진다. 특히 자산운용회사가 높은 수익률 이외의 방법으로도 운용자산의 규모를 늘릴 수 있을 경우 그 가능성은 더욱 커진다. 자산운용회사들이 스타펀드에 역량을 집중하는 것을 한 예로 들 수 있다. 자산운용회사들은 몇 개의 스타펀드에 운용 역량을 집중하여 높은 성과를 올리고 이를 통해 성과가 좋지 않은 여타 펀드로 투자자의 자금을 유치할 수 있다는 것이다(Nanda et al.(2004), Massa(2003)). 이 경우 스타펀드 이외의 펀드는 운용자산의 수익률 극대

화를 통하지 않고도 투자자를 유치할 수 있으며, 이러한 펀드에 투자한 투자자들은 저조한 수익률에 직면할 수 있다.

유수한 은행 및 증권회사 등 판매채널의 확보를 통한 마케팅 역량 강화도 유사한 결과를 초래할 수 있다. 만약 자산운용회사가 명성 있는 금융회사를 판매채널로 확보하는 것이 펀드 판매에 유리하다고 판단할 경우 높은 판매보수를 배분하는 것을 기꺼이 감수하게 될 것이다. 높은 판매보수가 책정된 펀드가 유수한 판매채널 덕분에 많은 투자자금을 유치하게 된다면 자산운용회사 및 판매회사는 높은 수수료 및 보수수익을 얻게 될 것이다. 그러나 이러한 펀드의 수익률이 높은 보수에 상응할 만큼 높지 않다면 투자자들은 상대적으로 손실을 입게 된다.

또한 다수의 펀드를 운용하는 자산운용회사가 운용보수가 높은 펀드에 우수한 펀드매니저를 이동시키는 등 회사의 자원을 집중배분하는 경우도 대리인문제에 의해 파생될 수 있는 문제점이다. 자산운용회사들은 운용보수가 더 높은 펀드의 운용성과를 극대화하여 신규자금을 더 많이 유치함으로써 회사 전체의 운용보수 수익을 극대화할 유인이 있다. 만약 펀드들이 운용되는 도중에 운용보수가 낮은 펀드에서 높은 펀드로 자원 배분이 발생한다면, 운용보수가 낮은 펀드에 투자한 투자자들은 그들의 선택과는 무관하게 손실을 입을 가능성에 노출된다.⁹⁾

자산운용시장의 대리인문제를 규율할 수 있는 방법으로는 성과보수 체계의 도입, 가격(보수)에 대한 규제, 경쟁구조를 통한 시장규율의 확립 등을 들 수 있다. 우선, 성과보수체계(performance related fee structure)는 상대성과 또는 절대성과에 따라 보수율을 다르게 책정하는 제도로, 일반적인 대리인문제에서 유인 체계로 제시되는 방법이다. 그러나 성과보수체계는 일반 대중이 주로 투자하는 공모펀드에는 적절하지 않고, 실제 이를 적용하는 공모펀드도 거의 없다. 자산운용회사 입장에서는 성과

9) 이와 관련된 연구로는 조성빈(2009)을 참고할 수 있다.

보수체계가 고정보수체계에 비해 보수수익의 안정성이 떨어지는데다 투자자 및 감독당국 입장에서도 성과보수체계를 도입할 경우 자산운용회사들이 과도한 위험을 선택하여 포트폴리오의 위험노출이 커질 가능성이 있기 때문이다. 따라서 현재는 헤지펀드 등 일부 사모펀드들만이 성과보수체계를 적용하고 있다.

두 번째, 가격, 즉 보수에 대한 규제는 상한선 규제 등을 통한 직접적인 규제와 공시 강화를 통한 간접적인 규제로 구분할 수 있다. 그러나 가격에 대한 규제는 규제비용의 증대와 함께 자산운용회사들의 선관주의의무(fiduciary duty)를 완벽하게 규율할 수 없다는 점에서 분명한 한계를 지니고 있다. 즉, 독과점적 시장이 아닌데도 가격을 직접적으로 규제하는 것은 무리가 있으며, 가격을 규제하더라도 자산운용회사들이 투자자들의 이익과 상충되게 행동하는 것을 완벽하게 규율하는 것은 불가능하다.

세 번째, 시장규율의 확립은 투자자들이 펀드의 성과 및 가격에 따라 합리적으로 펀드를 선택할 수 있도록 함으로써 자산운용회사들이 스스로 선관주의무를 다하도록 규율하는 것이다. 만일 성과가 우수하고 가격이 낮은 펀드(또는 자산운용회사)의 시장지배력이 그렇지 않은 펀드(또는 자산운용회사)에 비해 크다면, 자산운용회사들은 펀드의 성과를 높이고 가격을 낮출 유인을 가질 수 있다. 이는 시장지배력의 확대가 자산운용회사들로 하여금 운용자산 규모 증대를 통해 보수수익을 제고할 수 있는 기회를 제공하기 때문이다. 그 결과 시장규율의 확립은 성과보수체계와 거의 유사한 규율효과를 발휘한다(BIS(2003)).

2. 기존문헌 연구

기존의 문헌들은 자산운용시장의 대리인문제 해소를 위해 경쟁구조 정착을 통한 시장규율 확립이 필요하다는 전제 하에 과연 자산운용시장에 시장규율이 작동하고 있는가를 검증하는데 초점을 맞추고 있다. 이들은 대부분 미국 뮤추얼펀드를 대상으로 하고 있는데, 접근 방법에 따라 크게 세 가지 방향으로 분류할 수 있다. 첫 번째는 자산운용시장의 경쟁구조(competitive structure)에 대한 서술적 연구로서 경쟁시장에서 나타나는 전형적인 특징들을 분석하여 결론을 유도하는 방식이다. 두 번째는 펀드 운용성과의 연속성에 대한 실증적 연구로서 과거 성과가 우수한 펀드가 미래에도 성과가 우수한지를 검증함으로써 자산운용시장의 시장규율을 간접적으로 검증한다. 세 번째는 시장지배력 결정 요인에 대한 실증적 연구인데, 자산운용회사 또는 펀드의 시장점유율(또는 펀드자금순유입)이 가격(보수) 또는 운용성과에 영향을 받는지를 실증적으로 검증한다.

가. 자산운용시장 경쟁구조에 대한 서술적 연구

이 부분의 연구들은 주로 경쟁시장을 논의할 때 많이 활용되는 지표들을 중심으로 자산운용시장이 경쟁적인가를 논의하였다(Coates and Hubbard(2006), Baumol et al.(1990)).¹⁰⁾ 논의 대상이 되는 지표는 자산운용회사들의 시장집중도, 자산운용업의 진입장벽, 판매채널의 다양성, 가격(보수) 수준의 변화 추이, 투자자들의 펀드 변경 용이성 등이다.

10) 본 연구들이 제시한 지표들의 상세한 의미에 대해서는 III장에서 설명할 것이다.

Coates and Hubbard(2006)와 Baumol et al.(1990)은 위와 같은 지표에 대한 분석을 이용해 미국의 자산운용시장이 경쟁구조라고 주장하였는데, 주요 분석 결과는 다음과 같다. 우선, 시장집중도를 나타내는 지표인 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)에 의하면 미국 자산운용회사의 시장집중도가 경쟁적 시장을 판단하는 기준에 비해 낮고, 역사적으로도 자산운용회사 및 펀드의 신규 유입 및 퇴출이 대단히 빈번한 것으로 나타났다. 또한 미국에서 펀드 판매채널은 브로커, 은행, 직판, 디스카운트 브로커(펀드 슈퍼마켓) 등으로 대단히 다양하여 투자자들의 펀드 선택이 용이하며, 개방형펀드가 늘어나고 선후취판매수수료가 하락하는 등 투자자의 펀드 전환도 대단히 자유로운 것으로 분석되었다. 그러나 이들의 연구는 지표별로 경쟁구조의 수준을 판단하는 뚜렷한 기준이 없기 때문에 해석상 어려움이 있다는 한계를 갖는다.

나. 펀드 운용성과의 연속성에 대한 실증적 연구

이 부분의 연구들은 과거에 운용성과가 좋았던 펀드가 미래에도 운용성과가 좋은가, 즉 시계열적으로 운용성과의 연속성이 있는가를 검증한다. 다수의 연구들에서 최소한 단기적으로는 펀드 운용성과에 연속성이 있다는 결과가 발표되고는 있으나, 이에 대한 반론도 많이 제기되고 있다. Grinblatt and Titman(1992)은 과거 5년간 기준수익률에 비해 1%p의 초과수익률을 올렸던 펀드들이 다음 5년간 0.28%p의 초과수익률을 올린다고 보고하였다. Hendricks et al.(1993), Goetzmann and Ibbotson(1994) 등도 유사한 결과를 도출하였으나, 펀드 운용성과의 연속성은 단기간에 그친다고 주장하였다. 그러나 다른 연구에서는 생존편의(survivorship bias)나 부적절한 기준수익률 설정 등을 고려하면 펀드 운용성과의 연속성이 미약하거나 발견되지 않는다는 주장도 제기한다

(Brown et al.(1992), Carhart(1997)).¹¹⁾ 우리나라의 경우에도 펀드 운용성
과에 연속성이 있다는 연구(신성환(2003))와 그렇지 않다는 연구(신인석
(2003))가 혼재되어 있다.

일부 학자들은 펀드 운용성과의 연속성이 존재한다는 것을 자산운용
시장의 시장규율이 완벽하게 작동하지 않는 증거로 해석하기도 하였다.
이들에 따르면 만일 자산운용시장의 시장규율이 잘 작동한다면 운용성
과가 좋지 않은 펀드는 시장에서 즉시 퇴출될 것이고, 시장에 생존해 있
는 펀드 간의 평균적인 성과 격차도 축소될 것이다. 퇴출되지 않고 시장
에 생존해 있는 펀드는 시장에서 독보적인 성과를 보이는 스타펀드를
추종하거나 심지어 스타펀드 운용자를 스카우트함에 따라 펀드간의 격
차가 축소될 가능성이 있다(Keswani and Stolin(2005)).

한편, 뮤추얼펀드의 평균적인 운용성과가 좋지 않다는 연구결과와 펀
드 운용성과에 연속성이 있다는 연구결과를 결합하여 자산운용시장에
시장규율이 약하다는 해석도 제기되었다(Gruber(1996), 신인석(2003)). 이
들에 따르면 펀드 운용성과에 연속성이 있다는 것은 과거의 운용성과가
미래의 운용성과를 추측하는 기준으로 활용될 수 있다는 의미이고, 따라
서 투자자가 합리적이고 시장규율이 존재한다면 과거에 운용성과가 낮
았던 펀드들은 퇴출될 것이다. 그럼에도 불구하고 몇몇 선행연구들에서
나타난 바와 같이 뮤추얼펀드의 평균적인 성과가 시장 기준수익률에 비
해 낮다는 것은 미약한 시장규율로 인해 저성과를 보이는 펀드가 시장
에서 퇴출되지 않고 존재한다는 의미이다.¹²⁾

11) 생존편의(survivorship bias)는 분석대상에 포함되는 뮤추얼펀드가 특정기
간 동안 시장에서 퇴출되지 않고 남아 있는 펀드로 국한됨에 따른 문제이
다. 대부분의 연구는 성과측정 등의 문제로 인해 특정기간 동안 동일한 기
준으로 성과를 측정할 수 없는 펀드는 분석대상에서 제외한다. 따라서 분
석대상에 포함되는 펀드는 평균적으로 성과가 좋은 펀드일 가능성이 높고,
결과적으로 기준수익률에 비해 운용성과가 지속적으로 좋을 가능성이 높
다는 것이다.

다. 시장지배력 결정 요인에 대한 실증적 연구

이 부분의 연구들은 펀드(또는 자산운용회사)의 시장점유율이나 펀드로의 신규자금유입이 가격(보수) 또는 운용성과와 관계가 있는지를 검증한다. 만약 낮은 가격과 높은 운용성과를 제공하는 펀드(또는 자산운용회사)의 시장지배력이 높다면, 그렇지 못한 펀드(또는 자산운용회사)는 시장에서 소외되거나 퇴출될 것이므로 시장규율이 작동하는 것으로 해석된다.

Ippolito(1992), Rockinger(1996), Chevalier and Ellison(1997), Sirri and Tufano(1998) 등은 펀드의 과거 수익률이 펀드로의 신규자금유입을 결정하는 가장 중요한 요소라고 주장하였다. 이들은 펀드 운용성과에 시계열적인 연속성이 있다면 과거 성과에 근거한 투자자의 펀드 선택은 합리적이며, 자산운용회사를 효율적으로 규율하는 증거로 보았다. 다만, Sirri and Tufano(1998)는 과거 수익률이 높았던 펀드로의 신규자금유입이 많았던 반면, 수익률이 낮았던 펀드로부터의 자금 유출은 크지 않았음을 보이면서 과거 운용수익률과 펀드로의 신규자금유입은 비대칭(asymmetric)적 특징을 보인다고 주장하였다. Elton et al.(2004)은 펀드의 과거 수익률이 펀드로의 신규자금유입에 영향을 미치기는 하지만, 마찰이 없는 시장에서 합리적인 의사 판단 하에 도출될 수 있는 상관관계 보다는 약하다고 주장하였다.

이와 함께 몇몇 선행연구에서는 펀드의 가격, 즉 보수 및 수수료 역시 펀드로의 신규자금유입을 결정하는 요인인 것으로 보고하고 있다(Sirri and Tufano(1998), Elton et al.(2004), Barber et al.(2005)). Sirri and Tufano(1998)와 Elton et al.(2004)은 총비용이 펀드로의 신규자금유

12) Jensen(1968), Ippolito(1989), Grinblatt and Titman(1989) 등은 뮤추얼펀드가 시장 기준수익률에 비해 저성과를 보인다는 결과를 보고한 바 있다.

입에 유의한 음(-)의 영향을 미친다는 결과를 보였다. 그러나 Barber et al.(2005)에 의하면 선취취판매수수료는 펀드로의 신규자금유입에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 반면, 총비용은 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이에 대해 연구자들은 투자자들이 펀드를 매입하거나 환매할 때 직접 현금으로 내는 선취취판매수수료에는 민감하지만, 펀드의 자산으로부터 수취하는 총비용에는 민감하지 않다는 것을 보여주는 결과라고 주장하였다.

Gruber(1996), Carhart(1997), Elton et al.(1993) 등은 펀드 가격, 즉 보수가 펀드의 운용성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치기 때문에 펀드 가격이 펀드로의 신규자금유입에 음(-)의 영향을 미친다고 주장하였다. 이들은 펀드의 총비용이 높을수록 순수익률(net return)이 낮음을 보였는데, 이는 총비용이 높은 펀드가 이를 충당할 수 있을 정도의 총수익률(gross return)을 창출하지 못한다는 의미이다.

또한, 일부 연구들에서는 펀드의 가격 및 운용성과가 펀드 또는 자산운용회사의 시장점유율에 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. Baumol et al.(1990)은 1980년에서 1986년까지 미국의 MMF 자료를 이용하여 여타 주요 변수를 통제한 이후에도 운용성과가 펀드의 시장점유율에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주고 있음을 보였다. Coates and Hubbard(2006)는 1998년~2004년 미국 주식형펀드에 대해 가격, 즉 보수가 펀드 또는 자산운용회사의 순자산규모에 미치는 영향을 연구하였다. 분석 결과 여타 변수를 통제한 이후에도 전년도에 걸쳐 펀드의 가격이 펀드 또는 자산운용회사의 순자산규모에 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 그리고 Khorana and Servaes(2007)는 평균적으로 낮은 가격을 책정하고 과거 운용성과가 우수한 자산운용회사의 시장점유율이 높음을 보였다.

한편, 펀드 또는 자산운용회사의 시장지배력을 연구하는 문헌들 중 다수는 여타 변수도 펀드로의 신규자금유입 또는 시장점유율에 영향을 준다고 주장하였다. Khorana and Servaes(2007)에 따르면 상품차별화, 혁신 등도 자산운용회사의 시장점유율에 영향을 미치며, Nanda et al.(2004), Massa(2003) 등에서는 스타펀드를 보유한 자산운용회사로 신규 자금이 많이 유입되는 것으로 나타났다. 또한, Sirri and Tufano(1998), Engstrom and Westerberg(2004) 등은 탐색비용(search costs) 또는 정보 비용(information costs)이 펀드로의 신규자금유입에 중요한 영향을 준다고 주장하였다. 이들은 따라서 투자자의 탐색비용과 정보비용을 줄일 수 있는 마케팅 전략, 미디어 노출, 자산운용회사의 명성, 판매채널 등이 펀드로의 신규자금유입에 유의한 영향을 준다고 보았다.

결론적으로 선행연구들에 의하면 최소한 미국에서는 과거의 운용성과, 보수를 포함한 가격 등이 펀드 또는 자산운용회사의 시장지배력을 결정하는 중요한 요인이 되는 것으로 나타났다. 펀드 운용성과의 연속성이 일부 나타난다는 전제 하에 과거의 운용성과를 기준으로 펀드를 선택하는 것은 합리적 의사 결정이라 볼 수 있다. 따라서 최소한 미국의 자산운용시장에서는 운용성과가 좋지 않고 가격이 높은 펀드 또는 자산운용회사가 시장에서 오랫동안 생존할 수 없다는 것이 대체적인 결론이다. 즉, 미국 자산운용시장에서는 시장규율이 어느 정도 작동하고 있다는 부분적인 결론 도출이 가능한 것으로 여겨진다.

III. 국내 자산운용시장의 경쟁구조 분석

1. 경쟁적 자산운용시장과 금융시스템 안정성
2. 우리나라 자산운용시장 경쟁구조 분석
3. 소결론

III. 국내 자산운용시장의 경쟁구조 분석

1. 경쟁적 자산운용시장과 금융시스템 안정성

일반 제조업과 달리 은행을 중심으로 한 금융산업은 진입장벽이 높고 규제가 강하다. 이는 경쟁에 따른 은행의 부실이 금융시스템 위기를 초래하고 수많은 예금자에게 피해를 입히기 때문이다. 은행 부실과뱅크런, 그리고 금융시스템 붕괴는 이론적으로도 타당성이 있을 뿐만 아니라 역사적으로도 반복되는 현상이다(Carletti(2008)).

반면 자산운용산업은 금융산업 중 가장 경쟁이 치열한 분야이다. 미국 등 시장규모가 큰 대부분의 국가들이 자산운용산업의 진입장벽을 대단히 낮게 설정해 경쟁을 촉진시키고 있다.¹³⁾ 경쟁적인 자산운용산업을 지향할 수 있는 배경은 자산운용산업이 은행과 달리 금융시스템 불안을 초래할 가능성이 크지 않기 때문이다.¹⁴⁾

투자신탁과 뮤추얼펀드로 대별되는 펀드의 계약구조는 지분계약(equity contract)이다. 투자자들은 자신들이 투자한 투자원금 전액에 대한 청구권을 가지는 것이 아니고, 지분권(equity claim), 즉 투자자산의 변화된 시장가치를 기준으로 지분율만큼만 청구권을 가지게 된다. 투자

13) 실제로 미국은 자산운용시장의 진입장벽이 낮아 새로운 자산운용회사들이 끊임없이 시장의 주도적 세력으로 성장하고 있다. Coates and Hubbard(2006)에 의하면 2004년 운용자산 규모를 기준으로 볼 때 1994년 이후 설립된 신생 자산운용회사 중 상위 20개 회사들은 미국 전체 자산운용회사의 상위 6.8%~32.4% 범위에 포진해 있다.

14) 그러나 헤지펀드 등 레버리지 활용 폭이 큰 펀드들의 경우 간접적으로 금융시스템 불안을 초래할 수 있다. 본 장에서 자산운용산업이 금융시스템 위험에 큰 영향을 주지 않는다고 논의하는 것은 엄격한 규제 하에 있는 일반 공모펀드 시장에 국한된 것임을 명확히 한다.

자들의 청구권을 모두 합쳐도 펀드의 순자산가치를 절대 넘을 수 없다. 만약 어떤 충격이 발생해 펀드의 순자산가치가 줄어들면 투자자들이 환매할 수 있는 금액도 이미 줄어들기 때문에 다른 투자자들보다 자산운용회사로 먼저 달려가 돈을 찾을 유인이 없게 되는 것이다. 특히 투자자들이 청구권을 행사한 후에 펀드의 순자산가치가 상승하게 되면, 미리 청구권을 행사한 투자자의 행위는 합리적인 선택이 되지 못한다. 또한 투자자들의 자산은 수탁사의 신탁계정에 별도로 보관되기 때문에 자산운용회사 및 수탁사의 도산은 투자자들의 자산에 아무런 영향을 미치지 않는다. 이러한 이유들로 인해 소위 '펀드런(fund run)'이 대규모로 발생할 가능성은 크지 않으며, 따라서 펀드로 인해 금융시스템 위험이 발생할 가능성도 적다고 보는 것이다.¹⁵⁾

자산운용산업이 금융시스템에 미치는 영향이 크지 않다는 점이 전제된다면, 경쟁시장의 지향은 여러모로 장점이 많다. 경쟁 체계가 구축되는 초기에 자산운용회사들은 상품 혁신을 통해 시장을 장악하려 노력하게 된다. 이 시기에는 새로운 상품들이 끊임없이 출시되고, 그 과정에서 차별화된 상품들도 등장한다. 경쟁적 시장이 성숙되면 유동성이나 안정적 수익률 확보 측면에서 이점이 많은 인덱스펀드 및 ETF(exchange traded fund) 등 표준화된 상품이 성장하게 되는데, 이 단계에서 본격적인 가격경쟁, 즉 보수 및 수수료 경쟁이 시작된다.¹⁶⁾ 이 과정에서 일부

15) 물론 특정 펀드로부터 대규모 환매(massive redemption)가 발생할 가능성은 있다. 펀드가 최종적으로 투자한 기업이 도산할 가능성이 있으면 펀드의 순자산가치가 완전히 사라지기 전에 청구권을 행사할 유인이 생길 것이다. 과거 대우채 및 카드채를 많이 편입했던 펀드의 대량 환매를 한 예로 볼 수 있겠다. 그러나 펀드는 자산운용회사에 주어지는 소위 '선관주의 의무'에 따라 많은 기업에 분산투자하기 때문에 펀드가 투자한 모든 기업이 도산할 경우가 아니라면 이 유인 또한 크지 않다. 특히 펀드의 기준가와 시가 간의 괴리가 없다면 대규모 환매의 가능성은 더 낮아진다.

16) 인덱스펀드 및 ETF는 표준화된 상품이기 때문에 상품 및 서비스 차별화가 쉽지 않고, 그 결과 가격경쟁이 가장 치열한 분야이다. 인덱스펀드 시장에서의

자산운용회사는 도태된 자산운용회사 및 펀드를 인수하여 시장의 대표적 주자로 발돋움하게 되고, 일부는 소규모·전문화를 지향하게 된다. 자산운용시장 전체의 경쟁구조 정착은 금융시스템에 큰 영향을 미치지 않는 반면, 판매보수를 포함한 가격경쟁의 필수 요건이 된다.

2. 우리나라 자산운용시장 경쟁구조 분석

가. 분석 방법

특정산업 또는 시장의 경쟁구조를 객관적으로 수치화하여 평가할 수 있는 정확한 방법은 없다. 자산운용시장의 경우도 마찬가지이다. 다만, 경쟁적 시장에서 나타나는 전형적인 특징들이 분석하고자 하는 시장에서 나타나는지 살펴봄으로써 간접적으로 평가할 수 있을 뿐이다.

자산운용시장의 경쟁구조를 분석한 문헌으로는 Baumol et al.(1990)과 Coates and Hubbard(2006)의 연구를 예로 들 수 있다. 특히 Coates and Hubbard(2006)는 자산운용시장의 경쟁구조를 판단할 수 있는 여러 가지 지표를 제시하고 있는데, 핵심적인 지표들은 아래와 같다.

- 진입에 대한 제도적 장벽 및 실제 진입/퇴출의 역동성
- 판매채널의 다양성 정도
- 투자자 상품 교체의 용이성(investor mobility)
- 자산운용회사의 시장집중도(market concentration)
- 보수 및 기타 비용 등 가격수준의 변화 추이

가격경쟁 유인에 대한 연구로는 Sirri and Tufano(1998)를 참조할 수 있다.

Coates and Hubbard(2006)는 자산운용시장이 경쟁적이라면 진입장벽이 낮아 자산운용회사의 시장 진입 및 퇴출이 대단히 역동적이며, 투자자들이 펀드를 구입할 수 있는 경로인 판매채널도 다양하고 상품 교체도 손쉬울 것이라고 주장한다. 그 결과 소수 회사로 자금이 집중되는 현상이 낮아지고, 치열한 가격경쟁으로 보수 및 수수료 수준이 떨어지는 현상이 발견된다는 것이다.¹⁷⁾

이하에서는 위에서 제시한 지표들이 우리나라 자산운용시장에서 어떤 양상을 보이는지 분석하고, 이를 통해 우리나라 자산운용시장의 경쟁구조를 평가해 볼 것이다.

나. 분석 결과

1) 진입에 대한 제도적 장벽 및 실제 진입/퇴출의 역동성

신규회사의 진입이 자유로우면 기존회사의 영업권 프리미엄이 줄어들어 한계에 직면한 자산운용회사가 시장에 머물러 있을 유인도 사라진다. 낮은 진입장벽은 이처럼 자산운용시장의 진입 및 퇴출에 역동성을 부여하고, 이를 통해 가격 및 기타 비가격경쟁을 촉진시키게 된다.

자산운용회사에 대한 제도적 진입장벽은 영업권을 신청하기 위한 전제조건인 물적요건의 수준과 감독기관의 영업권 부여 방법에 따라 결정된다. 예를 들어 자산운용회사의 진입장벽이 가장 낮은 것으로 알려진 미국의 경우에는 자본금 및 기타 물적요건이 없으며, 별도의 인가절차

17) 위에서 제시된 다섯 가지 핵심지표들 중에서 진입 및 퇴출의 역동성, 판매채널의 다양성, 상품교체의 용이성 등은 경쟁시장을 위한 제도적 기반으로 분류될 수 있으며, 시장집중도 및 가격수준은 그에 따른 결과물로 분류될 수 있다.

없이 감독기관인 SEC에 등록하는 것만으로 영업권을 취득할 수 있다. 반면 우리나라는 영업권 신청을 위한 구체적인 요건을 법령에서 명시하고 있으며, 영업권 취득을 위해서는 금융위원회의 인가를 받아야 하므로 진입장벽이 상대적으로 높다.

미국이나 영국을 제외한 많은 국가들이 자산운용회사의 영업권 취득을 위한 사전 요건을 규정하고 감독기관의 인가 또는 허가절차를 두고 있음을 고려할 때, 우리나라의 영업권 부여절차에서 진입장벽이 특이하게 높다고 보기는 어렵다. 요구 자본금은 싱가포르, 일본 등에 비해 높은 수준이지만, 국내의 여타 금융권역에 비해서는 상대적으로 낮은 편이다. 자본시장법에서 규정하는 자산운용회사(집합투자업)의 자기자본은 기본적으로 80억원이지만, 특화된 펀드만 취급할 경우에는 20~40억원이다. 일본과 싱가포르 자산운용회사의 요구 자본금은 2006년말을 기준으로 각각 5,000만엔과 100만싱가포르달러이다. 자산운용회사에 대한 요구 자본금이 다른나라에 비해 상대적으로 높은 것은 시장 성장의 초기단계에서 자산운용회사의 운영위험으로부터 투자자를 보호하기 위한 취지로 이해할 수 있다. 실제로 종합 자산운용회사를 지향하는 많은 회사들이 법적으로 규정하고 있는 규모보다 많은 자본금을 보유하고 있다. 자본금 이외 기타 영업권 신청을 위한 요건들은 다른 나라와 큰 차이가 없다. 다만, 감독기관이 인가 또는 허가절차에서 얼마나 까다롭게 심사하는가 하는 것이 진입장벽의 수준을 실질적으로 결정하게 되는데, 이는 객관적으로 평가하기가 곤란하다. 결국 법령에서 규정하는 진입 요건 및 절차로만 판단하면 국내 자산운용시장에 제도적인 진입장벽이 높다고 보기는 어렵다.

**<표 III- 1> 한미 자산운용시장 확장기의 자산운용회사
변화 추이 비교**

한국 (2000년대 중후반)						미국 (1990년대 초중반)			
연도	회사 수	진입	폐쇄	순 증감	증감률(%)	연도	회사 수	순 증감	증감률(%)
2003	45	1	0	1	2.3	1991	321	19	6.3
2004	47	3	1	2	4.4	1992	359	38	11.8
2005	46	2	3	1	2.1	1993	390	31	8.6
2006	49	4	1	3	6.5	1994	430	40	10.3
2007	51	3	1	2	4.1	1995	463	33	7.7
2008	63	13	1	12	23.5	1996	495	32	6.9
평균 (2008 제외)	50.2 (47.6)	4.3 (2.6)	1.2 (1.2)	3.5 (1.8)	7.2 (3.9)	평균	409.7	32.2	8.6

주 : 한국은 회계연도 기준. 미국은 2개 이상의 펀드를 운용하는 Complex 기준. 폐쇄는 합병을 포함. 순증감은 전년대비 순증감(진입-폐쇄)한 자산운용회사의 절대 숫자를 의미. 증감률은 전년도 회사수 대비 당해연도 순증감한 회사수의 비율

자료: 한국은 금융감독원 자산운용회사 진출입 자료 및 금융통계시스템의 자산운용회사 경영정보를 토대로 계산. 미국은 Coates and Hubbard(2006) <Table 1>을 토대로 계산

그러나 국내 자산운용시장의 실제 진입 및 퇴출의 역동성은 다소 떨어지는 것으로 판단된다. 국내 자산운용시장이 본격적으로 성장하기 시작한 2003년 이후부터 매년 신규진입 및 폐쇄·합병된 자산운용회사의 수는 2008년을 제외하면 적은 편이다. 2003년~2007년까지는 전년대비 순증감한 회사의 수가 매년 1~3개 수준에 머물렀고, 2008년을 제외할 경우 회사수의 증감률은 연평균 3.9%에 그친다.¹⁸⁾ 반면, 미국의 경우에는 시장이 빠르게 성장한 1990년대 초중반에 걸쳐 자산운용회사의 증감률

18) 증감률은 당해연도에 순증감한 회사의 절대숫자(신규진입-폐쇄의 절대숫자)를 전년도 회사수로 나누어 계산한 비율이다.

이 연평균 8.6%에 이르고 있다(Coates and Hubbard(2006)). 미국 자산운용회사의 증감률을 더 장기간(1986년~2004년)에 걸쳐 계산하면 연평균 약 6.3% 수준이다. 그러나 Coates and Hubbard(2006)의 원자료는 펀드를 2개 이상 운용하고 있는 Compelx를 기준으로 하고 있기 때문에 진입과 퇴출이 더 빈번한 소형 자산운용회사를 모두 포함할 경우 증감률은 훨씬 더 커질 가능성이 있다. 직접적으로 비교하기는 어렵지만 국내 제조업 부문의 신규진입 및 퇴출에 비해서도 국내 자산운용회사의 진입 및 퇴출은 드문 편이었다.¹⁹⁾

2) 판매채널의 다양성 정도

펀드 판매채널을 명확하게 구분하는 기준은 없으나, 일반적으로 투자자에게 제공하는 자문서비스의 종류와 수준에 따라 구분한다. 예를 들어 은행, 증권회사 등 금융기관들이 판매와 관련된 다양한 자문서비스를 제공하는 어드바이저 채널, 판매와 관련된 자문서비스 기능이 없는 자산운용회사 직판채널, 이 두 가지 채널의 중간 형태를 취하는 펀드슈퍼마켓 등 디스카운트 브로커 채널, 기타 퇴직연금 채널 등으로 분류할 수 있다. 자문서비스가 많은 채널일수록 판매와 관련된 수수료 및 보수는 높아진다.

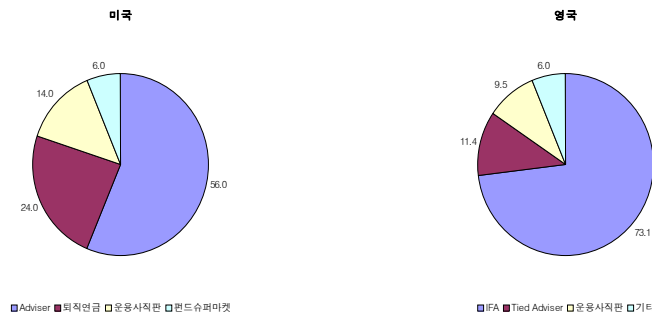
투자자들에게 다양한 경로의 판매채널을 제공하는 것은 자산운용시장의 경쟁을 촉진하기 위한 전제조건이다. 판매채널의 다양화는 투자자 및 자산운용회사에게 의미가 크다. 우선 투자자들은 자신들이 원하는 판매 관련 서비스 및 수수료 정도에 따라 판매채널을 다양하게 선택할 수 있다. 이는 서로 다른 판매채널 간에 서비스와 수수료 경쟁을 유발할 수 있으며, 그 결과 투자자들에게 최적의 정보가 제공될 수 있다. 판매채널

19) 이인권·홍재범(2004)은 1988~2001년 중 국내 외부감사법인을 대상으로 추정한 결과 제조업의 연평균 진입률 및 퇴출률을 각각 16.0% 및 11.8%인 것으로 보고하였다.

을 확보하기 어려운 독립계열 자산운용회사들은 투자자들에게 상품을 제공할 수 있는 경로를 확보함으로써 계열 판매회사를 보유한 자산운용회사들과 공정한 경쟁이 가능해지고, 그 결과 시장 지배력을 확보하기가 용이해진다.

<그림 III-1> 미국과 영국 가계의 판매채널별 펀드 구입 비중(2007년)

(단위: %)



주 : 미국의 Adviser는 증권회사 및 은행 등 어드바이저 채널을 의미. 영국의 IFA는 독립펀드판매업자, Tied Adviser는 은행 및 보험사에 소속된 펀드판매업자를 의미함

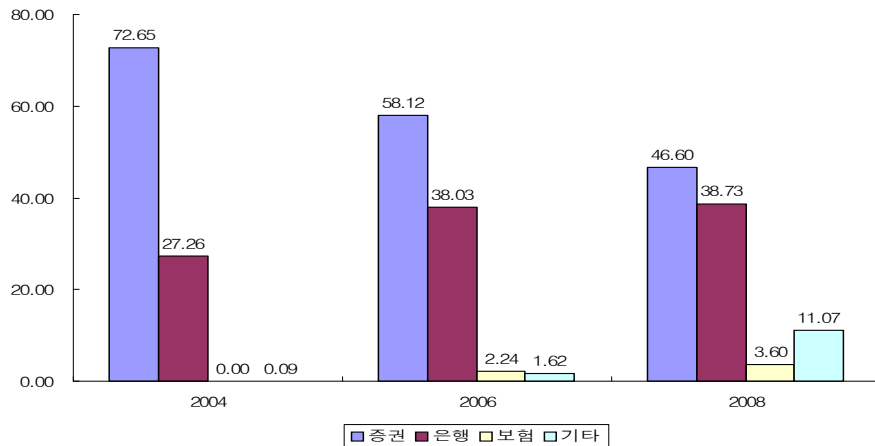
자료: ICI(2007), IMA 웹사이트

자본시장 선진국인 미국과 영국은 각기 특성은 다르지만 펀드 판매채널 다양화의 중심에 서 있는 국가들이다. 미국은 아직도 증권회사 등 어드바이저 채널이 판매채널의 주류를 차지하고 있다. 그러나 과거 1990년도에 어드바이저 채널이 펀드판매의 90%를 차지했다는 점을 고려하면 어드바이저 채널의 중요성이 크게 줄어든 반면, 퇴직연금, 자산운용회사 직판, 펀드슈퍼마켓 등 여타 채널의 중요성은 계속해서 커지고 있음을 알 수 있다. 영국은 어떤 금융기관에도 소속되어 있지 않은 독립펀드판

매업자(independent financial adviser: IFA)의 비중이 압도적인데, 그 비중이 1999년의 46.5%에서 2007년에는 77.3%로 급증했다. 이는 자산운용 회사들이 계열 판매회사를 보유하지 않더라도 고객과의 접점을 넓혀갈 수 있음을 의미한다.

<그림 III-2> 국내 펀드 판매채널별 비중

(단위: %)



주 : 기타는 자산운용회사 직판 등을 포함
 자료: 금융감독원

반면 우리나라의 펀드 판매채널은 대단히 단순하다. 증권회사 및 은행 등 소위 어드바이저 채널의 비중은 2008년말을 기준으로 약 85.3%에 이른다. 지난 2006년부터 자산운용회사의 펀드 직판이 허용된 이후 어드바이저 채널의 비중이 다소 줄어들었지만 여전히 압도적인 수준이다.

판매채널이 다양하지 못함에 따라 증권회사 및 은행 등 어드바이저 채널을 확보하기 어려운 자산운용회사의 성장은 쉽지 않다. 증권회사 및 은행 등 국내 판매회사와 계열 관계에 있는 자산운용회사의 시장점유율은 2007년 9월말 기준 약 79.8%에 달한다. 이는 판매회사의 자기계열 자

산운용회사 상품 판매비중이 대단히 높은 것에서 알 수 있는 바와 같이 판매망의 용이한 확보에 크게 영향을 받은 것으로 판단된다. 예를 들어 증권회사들은 총 펀드 판매잔액 중 자기계열 자산운용회사의 상품을 평균적으로 약 63% 판매하고 있으며, 은행들도 그 비중이 약 62%에 달한다. 이는 판매채널의 확보가 시장지배력 확보에 큰 영향을 줄을 시사하며, 따라서 판매채널의 다양화는 공정한 경쟁의 전제조건이 된다 하겠다.

<표 III-2> 펀드 판매채널과 자산운용회사의 시장지배력

(단위: %)

자산운용회사 소유구조별 점유율		판매회사의 자기계열 자산운용회사 상품 판매 비중 (수탁고 기준 가중평균)	
구분	점유율	구분	비중
국내사(증권회사 계열)	60.3	증권회사	63.2
국내사(은행 계열)	9.3		
국내사(독립계열)	11.3		
외국사(국내 판매회사 계열)	10.2	은행 및 보험사	61.5
외국사(독립계열)	8.9		

주 : 2007년 9월말 공모펀드 수탁고 기준이며, 외국계는 외국인 지분율이 50% 이상인 자산운용회사
 자료: 금융투자협회 집합투자본부 제공 펀드별 자료를 기초로 저자가 계산

3) 투자자 상품 교체의 용이성

펀드 환매 및 교체의 용이성 역시 경쟁적인 자산운용시장의 전제조건이다. 이를 통해 수익률이 저조하고 보수 등 가격이 비싼 펀드가 시장에서 퇴출되는, 소위 시장규율이 정착될 수 있다.

투자자 펀드 교체의 용이성은 환매의 물리적 제약 정도와 펀드 교체에 소요되는 비용에 따라 결정된다. 우선 펀드 환매의 물리적 제약 정도

는 개방형펀드(open-end funds)와 폐쇄형펀드(closed-end funds)의 구성비로 추정해 볼 수 있다. 우리나라는 대부분이 개방형펀드로 구성되어 있으며, 그 비중도 계속해서 증가해 2008년에는 98.6%에 이르렀다. 개방형펀드와 폐쇄형펀드의 구성비로만 보면 펀드 환매의 물리적 제약이 거의 없다고 봐야 한다.

펀드 교체에 소요되는 비용은 크게 선취판매수수료와 환매수수료 등 두 가지로 분류할 수 있다. 우리나라의 경우 공모 주식형 액티브 펀드를 기준으로 할 때 후취판매수수료를 부과하는 펀드는 없으며 선취판매수수료를 부과하는 펀드도 최근 들어서야 늘어나고 있는데, 그 비중은 2006년 기준 17.4% 수준이다. 선취판매수수료의 수준은 대부분 1% 미만이다. 선취판매수수료를 부과하는 펀드의 비중과 판매수수료의 수준은 미국에 비해 낮은 편이다.²⁰⁾ 최근에 선취판매수수료를 부과하는 펀드가 늘어난 것도 동일한 펀드를 수수료와 보수에 따라 나누는 클래스 펀드의 도입이 늘어났기 때문인데 투자자 편익 증대라는 긍정적인 측면으로 이해할 수 있다.

환매수수료는 약관에 명시한 기한 내에 펀드를 환매할 경우 이익금 또는 투자금의 일부분을 수수료로 징구하는 것인데, 국내 개방형 공모펀드 중 다수는 환매수수료 부과기간을 3개월 이내로 하고 있다. 금융투자협회 집합투자본부에서 제공한 펀드별 자료를 기초로 2007년 9월 기준 환매수수료 부과 펀드를 분석한 결과, 분석대상에 포함된 3,539개의 개방형 공모펀드 중 환매수수료를 부과하지 않는 펀드가 834개(23.6%), 환매수수료 부과기간이 3개월 이내인 펀드가 1,800개(50.9%)로 다수를 차지했다. 환매수수료 부과기간이 1년이 넘는 펀드는 130개(3.7%)에 불과

20) 미국은 2002년 기준으로 주식형펀드 중 선취판매수수료를 부과하는 펀드(load funds) 비중이 63% 수준이며, 평균 선취판매수수료는 5.17%이다 (ICI(2004) 참조). 미국의 경우 펀드 평균 보유기간이 약 5년 내외인 것으로 보고되고 있는 바, 연율 기준 판매수수료는 약 1% 정도이다.

했다. 이는 평균적인 펀드 보유 기간보다 짧은 것으로, 투자자들의 펀드 교체에 결정적인 제약요인으로 작용한다고 보기는 어렵다.²¹⁾

결국, 국내 자산운용산업에서 투자자들의 펀드 교체는 비교적 용이한 것으로 볼 수 있다.

<표 III-3> 투자자 펀드 교체의 용이성

(단위: %, 개)

공모펀드 설정잔액 중 개방형 및 폐쇄형펀드 비중			공모 주식형 액티브펀드 중 선취판매 수수료 징구 펀드 수 및 비중			
연도	개방형	폐쇄형	연도	샘플 펀드 수	선취판매 수수료	후취판매 수수료
2003	89.1%	10.9%	2001	85	0(0.0%)	0(0.0%)
2004	94.1%	5.9%	2002	121	3(2.5%)	0(0.0%)
2005	97.2%	2.8%	2003	105	5(4.8%)	0(0.0%)
2006	97.1%	2.9%	2004	125	8(6.4%)	0(0.0%)
2007	98.4%	1.6%	2005	205	18(8.8%)	0(0.0%)
2008	98.6%	1.4%	2006	287	50(17.4%)	0(0.0%)

자료: 개방형펀드 및 폐쇄형펀드 비중은 금융투자협회 공시자료 이용. 선취판매 수수료 징구 펀드 수 및 비중은 제로인 제공 자료 이용

4) 자산운용회사의 시장집중도

자산운용회사의 시장집중도와 가격, 즉 보수 및 수수료의 변화는 앞에서 살펴본 세 가지 경쟁시장 조건의 결과물로 볼 수 있다. 경쟁적인 시장이라면 일부 회사에 운용자산이 집중되는 현상이 낮을 것이고, 시장 집중도의 역사적 추이도 하락하는 양상을 보일 것이다.

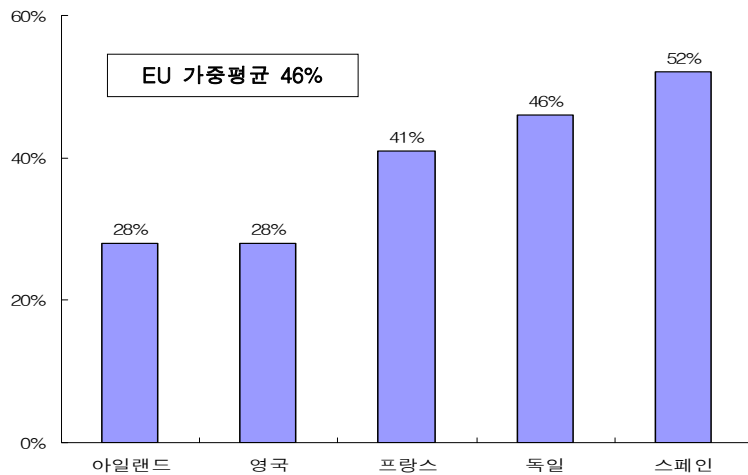
자산운용회사의 시장집중도를 계산하는 방법은 여타 산업과 크게 다

21) 하나대투증권의 계좌 분석에 따르면 2007년 주식형펀드 평균 보유기간은 333일인 것으로 나타났다(이데일리 2007년 12월 10일 기사). 이는 주식형 펀드 보유기간에 대한 일반적인 추론(1년 내외)과 유사한 수준이다.

르지 않다. Coates and Hubbard(2006), Baumol et al.(1990) 등은 시장집중도를 측정하는 지표로 HHI(Herfindahl-Hirschman Index)를 제시하였으며, 일부는 상위 자산운용회사의 시장점유율인 CR(concentration ratio)을 이용하기도 한다.22)

EU 지역에서 자산운용시장이 발전한 대표적 국가들인 아일랜드와 영국의 CR5, 즉 상위 5개 자산운용회사의 시장점유율은 28% 수준이며, EU 국가 전체의 가중평균 CR5는 약 46% 수준이다. Coates and Hubbard(2006)에 의하면 미국 자산운용회사의 HHI는 2004년 기준 619이다.

<그림 III-3> EU 주요국가 자산운용회사 시장집중도 (CR5, 2004년)



주 : 각 국가 상위 5개 자산운용회사의 점유율(%), CR5 기준
 자료: OEE(2006)

22) HHI는 산업내 모든 회사들의 점유율(%) 제곱의 합으로 정의하는데, 독점 산업일 경우 최대 10,000까지 가능하다. 미국 사법부의 합병지침에 따르면 HHI가 1,800 이상인 경우 시장집중도가 매우 높은 것으로 분류하며, 1,000 이하인 경우 시장집중도가 낮아 경쟁시장으로 분류한다.

이에 비해 우리나라 자산운용회사의 시장집중도는 상대적으로 높을 뿐만 아니라, 최근 들어 높아지고 있다. 주식형펀드를 기준으로 했을 때 CR5는 2004년 50.7%에서 2008년에는 62.6%까지 상승했으며, HHI는 2004년 660에서 2008년에는 1,662까지 상승했다.²³⁾ 이는 경쟁시장을 분류하는 기준인 1,000을 훨씬 상회하는 수준이다. 다만, 공모펀드 전체를 기준으로 했을 때의 HHI는 1,000을 약간 넘는 수준에 머물러 있어 경쟁시장의 경계선 상에 있지만, 이 또한 상승하는 추세이다.

<표 III-4> 우리나라 자산운용회사 시장집중도 추이

연도	CR1 (주식형 펀드 기준)	CR5 (주식형 펀드 기준)	HHI (주식형 펀드 기준)	HHI (전체 펀드 기준)
2004	18.5%	50.7%	660	686
2006	32.3%	59.1%	1,575	671
2008	35.2%	62.6%	1,662	1,007

주 : CR1 및 CR5는 순자산가치 상위 1개사 및 5개사의 점유율. HHI는 모든 자산운용회사의 점유율(%) 제곱을 합한 수치로 최대는 10,000(독점일 경우)까지 가능. 공모펀드 기준임.

자료: 금융투자협회 공시자료를 바탕으로 저자가 계산

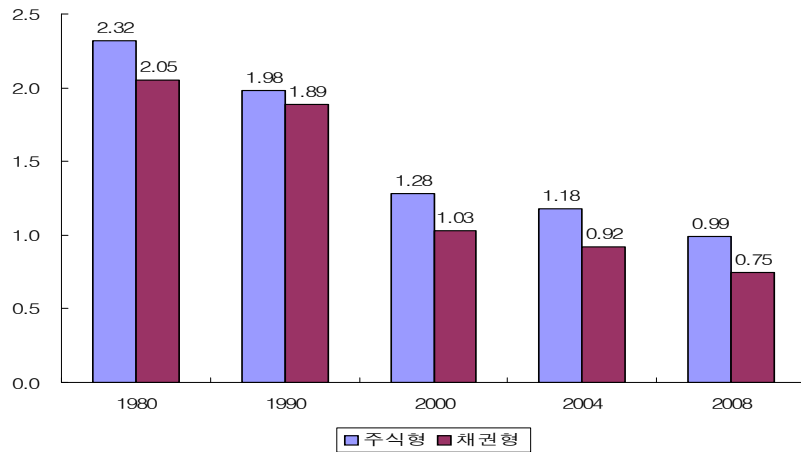
5) 가격(보수 및 기타 비용) 수준의 변화

자산운용시장이 경쟁적이라면 시장 규모가 커짐에 따라 가격경쟁이 벌어질 것이고, 따라서 가격이 하락하는 추세를 보일 것이다. 특히 자산운용시장에 규모의 경제가 존재한다면 시장의 규모가 커질수록 가격경쟁의 유인이 더욱 커질 것이다. 일반적으로 자산운용시장에는 규모의 경제가 존재하는 것으로 알려져 있다(Baumol et al.(1990)). 헤지펀드를 제

23) CR1과 CR5의 추세를 고려해 볼 때 주식형펀드의 자산운용회사 시장집중도 상승은 최상위 1개 회사의 점유율 상승에 기인하는 바가 큰 것으로 보인다.

외한 대부분의 뮤추얼펀드는 성과보수율이 아닌 고정보수율을 채택하고 있기 때문에 운용자산의 규모에 비례해 보수수익이 늘어나게 되는 반면, 리서치 비용 및 인건비 증가는 운용자산 규모 증가에 비례하지 않기 때문이다.

<그림 III-4> 미국 펀드의 총비용 및 수수료 추이 (단위: %)



주 : 각 펀드별 운용보수, 판매보수 등 연간 총비용(TER)에 연율로 환산한 판매수수료(annualized loads)를 합해 펀드별 총비용 및 수수료율을 계산. 각 펀드별 총비용 및 수수료율을 순자산가치(net asset value: NAV)를 기준으로 가중평균
 자료: ICI(2009)

미국은 자산운용시장이 빠르게 성장한 1990년대에 펀드의 보수 및 비용이 크게 하락하였다. 미국 자산운용협회인 ICI가 펀드 총비용에 연율로 환산한 판매수수료까지 합해 총비용 및 수수료율 추이를 제시한 바 있는데, 주식형펀드의 총비용 및 수수료율은 1990년 1.98%에서 2000년에는 1.28%로, 채권형펀드는 1.89%에서 1.03%로 하락하였다. 이러한 가격의 하락추세는 2000년대에도 이어지고 있다.

국내 펀드의 보수는 시장의 성장에도 불구하고 떨어지지 않고 있다. 주식형펀드의 운용보수와 판매보수를 합한 총보수율은 2003년 연 1.80%에서 2009년에는 연 1.98%로 올라갔다. 다른 나라와 달리 우리나라 펀드의 운용보수는 지나치게 낮았었기 때문에 최근의 운용보수 상승을 지나친 이익을 취하는 것이라고 비난하기는 어렵다고 본다. 결국 관건은 운용보수와 판매보수의 비중이 적정한 선에서 맞추어지는 것인데, 아직까지는 판매보수가 본격적으로 하락하고 있는 것으로 보기는 어렵다. 한편, 주식형펀드 전체의 보수수준이 상승한 것이 해외투자 펀드의 비중증대 때문일 수도 있기 때문에 국내투자 펀드와 해외투자 펀드를 분류하여 보수 추이를 살펴보았으나 결과는 큰 차이가 없었다.²⁴⁾

<표 III-5> 주식형펀드 평균 보수 추이

(단위: %)

	주식형펀드 전체			국내투자 주식형펀드			해외투자 주식형펀드		
	운용 보수	판매 보수	총 보수	운용 보수	판매 보수	총보 수	운용 보수	판매 보수	총 보수
2003	0.52	1.28	1.80	0.52	1.29	1.81	0.56	0.24	0.80
2004	0.59	1.35	1.94	0.59	1.35	1.94	0.70	1.32	2.02
2005	0.67	1.43	2.10	0.66	1.47	2.13	0.88	1.05	1.93
2006	0.70	1.40	2.10	0.65	1.51	2.16	0.90	1.01	1.91
2007	0.75	1.23	1.98	0.68	1.39	2.07	0.81	1.10	1.91
2008	0.75	1.23	1.98	0.67	1.31	1.98	0.88	1.10	1.98

주 : 총보수는 운용보수와 판매보수의 합이며, 각 펀드별 보수를 순자산가치 기준으로 가중평균한 값

자료: 금융투자협회

24) Coates and Hubbard(2006)는 주식형펀드 전체의 총비용이 시계열적으로 상승했다는 사실로 경쟁구조가 취약하다는 결론을 내리기는 어렵다고 주장했다. 만약 해외투자 펀드 등 리서치 및 기타 서비스에 많은 비용이 소요되는 펀드의 비중이 높아진다면 전체적인 비용은 올라갈 수 있다는 것이다. 즉, 펀드의 종류별로 구분하여 보수의 시계열 구조를 살펴봐야 의미가 있다는 것이다.

3. 소결론

2008년에 많은 수의 자산운용회사들이 시장에 새로 진입하면서 과당경쟁에 대한 우려의 목소리도 나오고 있다. 자본시장법 시행을 통해 자산운용시장에 본격적인 경쟁체제를 도입하려 했던 정부도 금융위기에 직면하자 2009년부터는 신규진입에 대해서 신중한 모습을 보이고 있다.²⁵⁾

본 장에서 국내 자산운용시장의 경쟁구조를 분석한 결과 경쟁적인 시장에서 나타나는 전형적인 특징들과 비경쟁적 시장의 특징들이 혼재되어 나타나고 있다. 자산운용회사의 신규진입에 대한 제도상의 장벽은 비교적 낮은 것으로 판단되며, 투자자의 펀드 상품 교체도 비교적 용이한 것으로 보인다. 그러나 실제 자산운용회사 진입 및 퇴출의 역동성 부족, 판매채널의 다양성 부족, 자산운용회사의 높은 시장집중도, 가격경쟁의 부재 등은 경쟁이 아직 완전히 정착되지 않았음을 보여준다 하겠다.²⁶⁾ 이로 비추어 볼 때 국내 자산운용시장의 과당경쟁을 우려하는 것은 아직은 기우인 것으로 생각되며, 완전하지 못한 경쟁구조가 판매보수 하락을 제약하는 한 원인일 것으로 추정된다.

25) 2009년 이후 신규 인가된 자산운용회사는 대부분 부동산 등 특정자산에 전문화된 특화 자산운용회사이다. 종합 자산운용회사 인가는 2009년 이후 중지된 상태이다.

26) 조성빈(2009)도 국내 주식형펀드의 시장집중도가 2000년대 중반에 높아졌으며, 자산운용시장에 이해상충의 요소가 존재한다는 점을 지적하였다.

IV. 자산운용시장 시장규율에 대한 실증분석

1. 분석 목적 및 범위
2. 자료 개요
3. 신규자금유입 결정 요인
4. 소결론

IV. 자산운용시장 시장규율에 대한 실증분석

1. 분석 목적 및 범위

Ⅲ장의 자산운용시장 경쟁구조에 대한 서술적 분석을 통해서는 자산운용시장에서 시장규율이 잘 작동하는지 결론내리기 어렵다. 왜냐하면 분석 지표별로 경쟁구조를 판단하는 기준이 명확하지 않아 시각에 따라 다른 해석이 나올 가능성이 있기 때문이다. 따라서 이에 대한 판단을 위해서는 시장규율에 대한 엄밀한 실증분석을 통해 보다 심도 있는 논의가 필요하다. 이를 위해 본 장에서는 운용성과 및 가격(보수 또는 총비용)이 펀드로의 신규자금유입(new cash flow)에 미치는 영향을 분석한다. 만약 실증분석 결과 운용성과가 높고 가격이 낮은 펀드가 그렇지 않은 펀드에 비해 신규자금유입이 많다면 시장규율이 작동하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 특히 판매보수가 신규자금유입에 미치는 영향을 분석함으로써 판매시장의 가격규율이 존재하는지 살펴보게 될 것이다.

실증분석은 주식형펀드를 대상으로 펀드레벨로 시행할 것이며, 펀드 신규자금유입에 영향을 줄 수 있는 여타 통제변수들도 충분히 고려하게 될 것이다.

2. 자료 개요

실증분석은 금융투자협회에서 제공한 자료 중 필요한 자료를 추출하여 시행하였다. 금융투자협회에서 제공한 자료는 국내에서 설정된 공모펀드 전체로 2003년 6월에서 2007년 9월까지 월말 기준으로 정리된 것이며 다음과 같은 정보가 포함되어 있다.²⁷⁾

- 펀드별 자료: 펀드명 및 펀드명 코드, 간접투자기구 분류 코드, 설정일자, 자산운용회사, 설정잔액, 순자산가치(NAV), 보수(운용, 판매, 수탁, 일반사무), 총비용(TER), 수정기준가 등
- 판매회사별 자료: 판매회사별 설정잔액²⁸⁾

미국 뮤추얼펀드를 분석한 대다수 선행 연구들이 연별 자료를 사용하였으나, 본 연구에서는 2004년 9월~2007년 9월까지 반기별 자료(biannual data)를 사용한다. 월별 혹은 연별 자료가 아닌 반기별 자료를 사용한 이유는 두 가지이다. 우선 신규자금유입, 수익률 등 유량(flows) 개념 변수들의 경우 월별로 계산하면 단기적 변동성이 커질 수 있는 바, 이로 인한 결과의 왜곡을 줄이기 위한 것이다. 또한 본 연구에서 실증분석에 유량 개념 변수 및 시차변수 등이 포함되기 때문에 연별 자료를 활용하기 위해서는 최소한 설정된 지 2년이 넘는 펀드만 분석대상에 포함된다. 그러나 자료의 제약으로 인해 그 수가 너무 적어져 분석에 어려움이 생김에 따라 분석대상 펀드 수를 늘리기 위해 연별이 아닌 반기별 자료를 사용하였다. 또한 수익률과 보수율 또는 비용, 신규자금유입 간의 관계를 분석한 선행연구의 대다수가 주식형-개방형 펀드로 분석을 국한하고 있어 본 연구에서도 분석대상을 주식형-개방형 펀드(투자신탁 및 투자회사)로 한정하였다.

27) 본 연구를 위해 자료를 제공해 주신 금융투자협회 집합투자본부(구 자산운용협회)의 관계자 여러분께 감사드린다. 본 연구를 위해 금융투자협회에서 자료를 최초로 넘겨준 시점은 2008년 초였다. 새로이 자료 업데이트를 요청하기 어려운 현실로 인해 실증분석에서 사용한 자료가 2007년 9월까지로 한정되었다. 다만 2004년~2007년은 자산운용시장이 본격적으로 성장하던 시기로 펀드 비용에 있어서도 규모의 경제 효과가 시현될 수 있었던 때이다. 따라서 높은 판매보수 문제를 지적하기에 적절한 시기일 수 있다.

28) 판매회사별 자료를 통해서는 A 자산운용회사에서 설정된 B 펀드가 판매회사 C, D, E를 통해 각각 얼마나 설정되어 있는지를 알 수 있다. 다만, 펀드별 집계자료와 판매회사별 집계 자료 간에 약간씩 차이가 있는데, 이는 집계 상의 오류로 판단된다.

한편, 분석대상인 공모 주식형-개방형 펀드 중 다음과 같은 펀드는 분석의 일관성과 결과 해석에서의 혼동을 피하기 위해 제외하였다.

- 간접투자기구 분류 코드 중 이중으로 등록된 펀드 제외
- 투자자문사 펀드, 해외투자 펀드 및 국내외 혼합투자 펀드, 인덱스펀드 제외: 대부분의 선행연구들도 해외투자 펀드 및 인덱스펀드가 일반 주식형펀드와 투자전략, 포트폴리오 구성, 보수체계 등에서 차이가 크다고 보고 분석대상에서 제외
- 매 반기(2004.9~2007.9) 분석의 기준월(3월말 및 9월말)에 존재하는 펀드 중 설정된 지 1년이 지나지 않은 펀드 제외: 이는 실증분석에 유량(flows)개념 변수(신규자금유입, 펀드 수익률)가 포함되는데다, 시차변수도 필요하기 때문
- 분석 기준 월을 기준으로 설정된 지 1년이 지났더라도 필요한 자료가 없는 펀드 제외
- 선취판매수수료를 받는 펀드 제외²⁹⁾
- 분석대상 기간 중 신규자금유입 및 펀드 수익률 등 주요 변수의 움직임이 outlier에 해당하는 것으로 판단되는 펀드 제외

이러한 절차에 따라 선별되어 실증분석에 활용될 자료의 개요는 아래 표와 같다. 분석대상 펀드로 국한해 볼 때 펀드별/자산운용회사별로 분석대상 기간 중 설정잔액 총액 및 순자산가치 총액이 비약적으로 늘어났다.³⁰⁾ 펀드 수는 매 반기 186~258개 내외이며, 펀드당 설정잔액(순

29) 국내의 경우 최근 들어 멀티클래스 펀드를 중심으로 선취판매수수료를 부과하는 펀드가 늘어나고 있는데, 이러한 펀드의 경우 일반적으로 보수율이 선취판매수수료를 부과하지 않는 펀드에 비해 낮은 편이다. 따라서 본 연구에서 선취판매수수료를 부과하는 펀드는 분석대상에서 제외하였다.

30) 2007년 9월을 기준으로 할 때 분석대상에 포함되는 펀드의 규모는 전체 공모 주식형펀드 규모의 31.8%(설정잔액 기준)~32.6%(순자산가치 기준) 수준이다.

자산가치)은 2007년 9월 기준으로 925억원(1,316억원) 수준이다. 실증분석에 포함되는 펀드를 운용하는 자산운용회사 수는 매 반기 31~42개사 내외이며, 자산운용회사당 설정잔액(순자산가치)은 2007년 9월 기준으로 5,681억원(8,086억원) 정도이다. 판매회사별 설정잔액 정보가 제공되는 펀드 수는 전체 분석대상 펀드 수에 비해 다소 축소되었는데, 판매회사별 자료가 필요한 분석의 경우에는 이를 기준으로 분석을 실시하였다.

<표 IV-1> 분석대상 주식형-개방형 펀드 개요

(단위: 십억원, 개)

	설정잔액총액	순자산가치총액	펀드수	펀드당설정잔액	펀드당순자산가치	자산운용회사수	자산운용회사당설정잔액	자산운용회사당순자산가치
2004.9	2,983	3,048	221	13.5	13.8	36	82.9	84.7
2005.3	3,541	3,989	220	16.1	18.1	32	110.7	124.7
2005.9	4,319	5,879	192	22.5	30.6	31	139.3	189.6
2006.3	12,673	13,442	186	68.1	72.3	36	352.0	373.4
2006.9	17,849	19,137	207	86.2	92.5	38	469.7	503.6
2007.3	18,876	20,209	245	77.0	82.5	42	449.4	481.2
2007.9	23,860	33,961	258	92.5	131.6	42	568.1	808.6

<표 IV-2> 분석대상 주식형-개방형 펀드 개요

(판매회사별 자료 입수 가능 펀드)

(단위: 십억원, 개)

	설정잔액총액	펀드수	펀드당설정잔액	자산운용회사수	자산운용회사당설정잔액	펀드판매회사수	펀드판매회사당설정잔액
2004.9	3,011	221	13.6	32	94.1	45	66.9
2005.3	3,543	220	16.1	29	122.2	48	73.8
2005.9	4,235	192	22.1	28	151.3	48	88.2
2006.3	12,193	182	67.0	31	393.3	50	243.9
2006.9	17,103	205	83.4	32	534.5	51	335.4
2007.3	18,141	238	76.2	36	503.9	52	348.9
2007.9	23,272	246	94.6	36	646.4	53	439.1

3. 신규자금유입 결정 요인

가. 분석모형 및 변수

기본적 분석모형 및 사용된 변수는 Sirri and Tufano(1998), Elton et al.(2004), Barber et al.(2005) 등과 유사하다. 투자자들은 t기에 펀드에 투자하기 위해 t-1기에 관측된 정보를 활용한다. 투자자들이 t-1기에 관측하는 정보로는 펀드 수익률, 보수율 및 총비용 등 펀드 가격, 그리고 기타 통제변수를 들 수 있겠다. 즉 t기 펀드 i로의 신규자금유입은 t-1기에 관측되는 정보의 함수로 표현할 수 있다.

$$CFLOW_{it} = function(INFORMATION_{it-1}) \quad <EQ1>$$

여기에서 종속변수인 $CFLOW_{it}$ 는 t기 펀드 i로의 신규자금유입률이며, 펀드 i의 설정잔액 변화율로 정의한다.³¹⁾

$$CFLOW_{it} = (\text{설정잔액}_{it} - \text{설정잔액}_{it-1}) / \text{설정잔액}_{it-1} \quad <EQ2>$$

이와 함께 전기에 관측되는 $INFORMATION$, 즉 설명변수로는 다음과 같은 변수를 고려하였다. 우선 $Return_{it-1}$ 은 t-1기에 관측된 펀드 i의 수익률로서 펀드별 수정기준가의 변화율로 계산하는데, 아래와 같이 단순수익률과 위험조정수익률로 구분하여 분석에 사용하였다.³²⁾ 기존 문헌

31) 미국의 경우 국내와 달리 펀드의 설정잔액 자료는 구하기 어렵다. 이에 따라 미국시장에 대해 연구한 대다수 문헌들은 펀드로의 신규자금유입률을 계산하기 위해 순자산가치(NAV)를 활용하되, 운용수익에 의해 변화된 부분은 제거한다. 즉, 이들 문헌들에 정의된 신규자금유입률은 다음과 같다. $CFLOW_{it} = (\text{순자산가치}_{it} - \text{순자산가치}_{it-1}(1+R_{it})) / \text{순자산가치}_{it-1}$. 본 연구에서도 이와 같은 방식으로 모든 분석을 시행해 보았는데, 설정잔액 기준으로 시행한 분석 결과와 거의 유사하였다.

32) 여기에서 펀드 수익률은 수정기준가의 변화율을 고려한 단순수익률을 사용하였다. 연구자들은 수익률을 다양하게 정의하고 있는데, 펀드의 단순수

의 연구결과와 상식적인 추측을 토대로 볼 때 수익률 변수의 계수는 양(+)의 값이 추정될 것으로 기대된다.

$$\begin{aligned} \bullet \text{ Return1}_{it-1} &= \text{단순수익률} \\ &= (\text{수정기준가}_{it-1} - \text{수정기준가}_{it-2}) / \text{수정기준가}_{it-2} \\ \bullet \text{ Return2}_{it-1} &= \text{위험조정수익률} \\ &= \text{Return1}_{it-1} / \text{해당기간 수익률의 표준편차} \end{aligned}$$

설명변수 $Price_{it-1}$ 는 보수율 또는 총비용, 즉 가격을 나타내는 변수이다. 총비용을 기본으로 하되 운용보수와 판매보수로 분리하여 모형에 활용하기도 하였다. 기존 문헌 및 경제학의 기본 이론에 따르면 동 변수의 경우 추정계수의 방향이 음(-)이 될 것으로 기대된다.

설명변수 $\ln(fundsize_{it-1})$ 는 자연로그를 취한 펀드규모인데, 펀드 규모가 작을수록 약간의 신규자금유입으로도 신규자금유입률이 급격하게 커질 수 있는 문제를 통제하기 위한 것이다. 이는 펀드별 설정잔액으로 정의된다. 펀드규모가 작을수록 신규자금유입률의 변화가 크기 때문에 동 변수의 추정계수 방향은 음(-)이 될 것으로 예상할 수 있다.

설명변수 $\ln(fundage_{it-1})$ 는 자연로그를 취한 펀드연령으로 펀드 설정 이후 경과된 개월 수로 측정한다. 일반적으로 자산운용회사들은 회사를 대표하는 일부 스타펀드를 제외하면 새로운 상품에 역량을 집중하는 경향이 강하다. 기존 문헌들은 펀드연령이 적을수록 신규자금유입률이 높을 것이라고 본다. 따라서 동 변수의 추정계수 방향도 음(-)이 될 것으로 예상할 수 있다.

익률, 벤치마크와의 수익률 스프레드, 켄센의 알파 등을 주로 활용한다. 단순수익률은 자산가격 모델(asset pricing model) 측면에서 볼 때 적합하지 않지만, 전문적인 투자자가 아닌 일반 투자자라면 대부분 투자 결정을 할 때 단순수익률을 참고할 것이므로 현실적인 측면에서는 보다 타당한 것으로 평가받는다(Sirri and Tufano(1998)).

설명변수 $\ln(\text{familysize}_{it-1})$ 는 자연로그를 취한 자산운용회사 규모로 해당 펀드를 설정한 자산운용회사가 운용중인 주식형펀드 전체의 설정잔액 총액으로 측정한다. 이는 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사의 명성을 나타내는 지표로 볼 수 있다. 기존 문헌들의 결과를 종합해 볼 때 동변수의 계수는 양(+)의 값이 추정될 것으로 예상된다.

설명변수 $\text{dummy-channel}_{it-1}$ 은 판매채널 더미변수로 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사가 판매계열사를 보유하고 있는지 여부에 따라 결정된다. 즉, 펀드를 설정한 자산운용회사가 증권회사, 은행, 보험회사 등 펀드 판매회사와 계열관계에 있으면 1, 그렇지 않은 독립 자산운용회사이면 0을 부여한다.³³⁾ 이는 많은 지점을 보유한 계열 판매회사의 판매망, 마케팅 등을 통해 자산운용회사가 설정한 펀드로 많은 신규자금이 유입될 수 있는지를 판단하는 지표이다.³⁴⁾ 동 판매채널 더미변수의 추정계수가 의미하는 바는 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사가 계열 판매회사를 보유하고 있을 경우 그렇지 않은 펀드에 비해 신규자금유입이 더 많은가 또는 더 적은가 여부이다. 일반적인 추측을 통해 볼 때 동 판매채널 더미변수의 추정계수 방향은 양(+)이 될 것으로 예상된다.

설명변수 $\text{dummy-channel-fn}_{it-1}$ 은 금융권역별 판매채널 더미인데, 판매채널 더미를 금융권역별로 보다 세분화하여 4개의 독립된 더미로 구성한다. 즉, 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사가 국내사이면서 증권계열

33) 판매채널 더미변수 구축을 위해 본 연구에서는 2003년 6월~2007년 9월까지 매월 자산운용회사들의 지분구조를 조사하여 판매회사와의 계열관계 여부를 확인하였다. 여러 금융회사와 동시에 계열 관계에 있는 자산운용회사는 지분이 가장 많은 금융회사의 계열로 하였다.

34) 이를 통해 탐색비용 및 정보비용이 펀드로의 신규자금유입에 영향을 줄 수 있다는 기존 문헌(Sirri and Tufano(1998), Engstrom and Westerberg (2004))들의 가설을 간접적으로 검증할 수 있다. 즉, 많은 지점 및 어드바이저를 보유한 판매망에 접근이 용이한 펀드의 경우 투자자의 탐색비용 및 정보비용을 줄여줄 수 있고, 따라서 보다 많은 신규자금이 유입될 수 있다는 것이다.

인 경우($fn=sec$), 국내사이면서 은행 및 보험계열인 경우($fn=bank$), 외국사이면서 판매회사와 계열 관계가 있는 경우($fn=forch$), 독립 외국사인 경우($fn=forid$)로 분류한다. 동 더미변수들은 해당 자산운용회사로의 신규자금유입률이 국내 독립 자산운용회사로의 신규자금유입률과 차이가 있는지를 설명해 준다. 동 더미변수들 중 sec , $bank$, $forch$ 등의 추정계수는 양(+)³⁵⁾의 방향이 예상되며, $forid$ 는 추정계수의 방향을 예상하기 어렵다.

설명변수 $dummy-star_{it-1}$ 는 스타펀드 더미로 해당 펀드의 자산운용회사가 스타펀드를 보유하고 있는지 여부에 따라 결정된다. 해당 펀드를 설정한 자산운용회사의 전체 펀드 중에서 스타펀드가 있으면 1, 스타펀드가 없으면 0을 부여한다. 스타펀드는 분석대상에 포함되는 모든 펀드 중에서 2반기 연속 수익률이 상위 5%에 포함된 경우로 정의한다. 이 변수는 자산운용회사가 한 두 개의 우수한 펀드를 보유하고 있을 경우, 나머지 다른 펀드로도 많은 자금이 유입될 수 있다는 가설을 검증하기 위한 것이다(Nanda et al.(2004), Massa(2003)). 동 더미변수의 추정계수 방향은 양(+)³⁵⁾이 될 것으로 예상할 수 있다.

설명변수 $dummy-year_{it}$ 는 연도 더미로 해당 펀드의 자료가 관측된 연도를 의미하며, 해당 펀드 자료가 관측된 연도에 1을 부여한 6개의 독립된 더미로 구성한다.³⁵⁾ 이는 분석대상 기간 전체의 반기별 자료를 풀링(pooling)하여 추정할 경우 반기별 신규자금유입의 특성 차이를 반영하기 위한 것이다. 신규자금유입을 결정하는 설명변수로서의 의미는 크지 않다.

설명변수 $stockratio_{it-1}$ 는 주식편입비율로 해당 펀드의 순자산가치에서 주식 시가가 차지하는 비중으로 측정한다. 이는 신규자금유입에 미치는 가격(보수율)의 영향이 펀드의 포트폴리오 성격에 따라 다르다는 점을 통제하기 위한 변수이다. 동 변수 역시 신규자금유입을 결정하는 설명변수로서의 의미는 크지 않다.

35) 분석대상 기간이 2004년 9월~2007년 9월로 총 7개의 반기 자료가 사용되기 때문에 연도 더미변수는 모두 6개가 포함된다.

이상과 같은 변수들을 고려하여 최종적으로 추정하게 되는 모형은 다음 <EQ3>과 같으며, OLS(통상최소자승법)를 통해 추정한다.³⁶⁾

$$\begin{aligned}
 CFLOW_{it} = & c + \beta_1 Return_{it-1} + \beta_2 Price_{it-1} + \beta_3 \ln(fundsize_{it-1}) + \beta_4 \ln(fundage_{it-1}) \\
 & + \beta_5 \ln(familysize_{it-1}) + \beta_6 dummy-channel_{it-1} + \beta_7 dummy-star_{it-1} \\
 & + \beta_8 dummy-year0409_{it} + \beta_9 dummy-year0503_{it} \\
 & + \beta_{10} dummy-year0509_{it} + \beta_{11} dummy-year0603_{it} \\
 & + \beta_{12} dummy-year0609_{it} + \beta_{13} dummy-year0703_{it} \\
 & + \beta_{14} stockratio_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \langle EQ3 \rangle
 \end{aligned}$$

방정식 <EQ3>의 추정은 기본적으로 모든 반기별 자료를 풀링(pooling)하여 추정한다. 수익률(*return*변수), 가격(총비용 또는 보수율, *price*변수), 판매채널(*dummy-channel*변수) 변수 등의 종류에 따라 다양한 모형을 추정할 것이다.

나. 주요 변수 기초통계 분석: 신규자금유입률, 수익률, 가격

신규자금유입률은 2005년부터 빠른 속도로 늘어났지만 펀드별 격차는 상당히 컸다. 분석대상 펀드들의 평균 신규자금유입률은 2005년 3월까지 음(-)의 값을 기록하다가 2005년 9월부터 대체로 양(+)의 값을 기록했다. 이는 2005년 9월부터 약 2년간 주식형펀드로 신규자금이 순유입(*net inflows*)되었음을 의미한다. 그러나 신규자금유입의 대부분이 유입률이 높았던 최상위 그룹(G1, 상위 20%)에 집중되었으며, 그룹 간 차이도 유의한 것으로 나타나 펀드별로 신규자금유입률에 큰 차이가 있었다.

36) 이하의 모든 분석에서 비율로 계산되는 변수는 백분율(%)로 표기한 것을 사용한다. 다만 가격(보수)의 경우에는 보다 미세한 비교를 위해 bp(basis point)를 사용하기로 한다.

<표 IV-3> 신규자금유입률¹⁾ 기초통계

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9	전기간
기초통계								
펀드수 ²⁾	221	220	192	186	207	245	258	1529
평균	-22.0	-8.6	4.9	65.4	24.8	-7.4	21.3	9.93
표준편차	52.1	83.7	113.2	171.5	77.1	64.5	133.3	108.1
최대	406.1	692.1	944.9	1112.5	810.1	645.5	1194.0	1194.0
중간	-30.8	-30.3	-21.7	6.3	7.2	-15.6	-9.1	-14.2
최소	-99.3	-93.6	-94.8	-98.0	-71.7	-86.5	-96.8	-99.3
그룹별 평균 (고저순)³⁾								
G1	42.7	102.7	140.5	322.1	118.6	55.8	174.7	140.8
G2	-18.5	-15.3	2.9	60.9	29.2	-5.6	16.6	6.6
G3	-30.6	-29.9	-21.9	7.5	7.7	-15.3	-7.8	-13.9
G4	-42.1	-40.2	-36.7	-13.9	-6.4	-25.2	-21.9	-29.5
G5	-61.3	-60.5	-59.2	-48.0	-24.5	-46.7	-53.5	-54.6
F-Test⁴⁾								
F 통계치	45.6	48.8	29.6	68.4	36.6	24.0	35.0	255.4
P value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

- 주: 1) 신규자금유입률은 해당 반기를 기준으로 할 때 전기에서 해당 반기까지의 증감률. 예를 들어 2004년 9월이 기준 반기라면 2004년 3월말에서 2004년 9월말까지의 신규자금유입률
 2) 각 해당 반기말 기준 존재하는 펀드 중 설정 1년이 지난 펀드
 3) 모든 펀드를 신규자금유입률 순서대로 20%씩 그룹별로 배분(G1:고, G5:저)
 4) 귀무가설(null hypothesis): G1=G2=G3=G4=G5

펀드 수익률은 분석대상 기간 중 대부분 양(+)의 값을 기록해 전기간 평균이 12.8%에 이르렀다. 2005년 3월부터 펀드들의 반기별 평균 수익률은 두 번의 반기를 제외하면 모두 10%대 이상을 달성했다. 이처럼 높은 펀드 수익률은 동 기간 중 펀드 신규자금유입률이 높았던 것을 직관적으로 설명해 줄 수 있다. 특히, 글로벌 금융위기가 본격화되기 직전이던 2007년 3월말~9월말 동안에는 평균 수익률이 연간으로 환산시 70%를 넘어서기도 하였다. 한편, 수익률을 기초로 분석대상 펀드를 5개의 그룹으로 나눌 경우 그룹간의 수익률 격차가 통계적으로 유의했다.

<표 IV-4> 수익률¹⁾ 기초통계

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9	전기간
기초통계								
펀드수 ²⁾	221	220	192	186	207	245	258	1529
평균	-6.5	13.6	24.6	11.9	1.1	6.3	35.9	12.8
표준편차	4.0	5.4	6.8	4.2	2.6	3.3	8.7	14.7
최대	11.8	34.6	37.1	29.6	13.4	25.4	53.4	53.4
중간	-6.9	14.2	26.5	11.6	1.0	6.1	36.7	10.6
최소	-16.4	-4.9	-0.6	-7.9	-6.9	-0.9	-1.3	-16.4
그룹별 평균 (고저순)³⁾								
G1	-0.6	20.4	31.0	17.3	4.6	10.8	46.5	35.8
G2	-5.8	15.1	27.4	13.7	1.8	7.6	40.6	19.5
G3	-6.8	14.0	26.4	11.7	0.9	6.2	36.5	10.3
G4	-8.1	12.0	24.4	10.4	0.1	4.7	32.3	3.4
G5	-10.9	6.5	13.6	6.2	-2.1	2.2	23.4	-5.2
F-Test⁴⁾								
F 통계치	144.3	131.1	130.7	136.8	116.9	196.4	252.7	4393.6
P value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

주: 1) 수익률은 해당 반기를 기준으로 전기에서 해당 반기까지 수정기준가의 증감률

- 2) 각 해당 반기말 기준 존재하는 펀드 중 설정 1년이 지난 펀드
- 3) 모든 펀드를 수익률 순서대로 20%씩 그룹별로 배분(G1:고, G5:저)
- 4) 귀무가설(null hypothesis): G1=G2=G3=G4=G5

가격, 즉 보수율의 경우 종류에 따라 다소 차이가 있지만 분석대상 기간 중 크게 하락하지 않은 것으로 나타났다. 총비용은 분석대상 기간 중 평균 237bp였으며, 2004년 9월에서 2009년 9월까지 하락 폭이 약 10bp에 불과했다. 분석대상 기간 중 총비용이 소폭이나마 하락한 것은 대부분 판매보수 하락에 따른 것으로 나타났다. 동일한 기간 중 운용보수는 소폭 상승했다. 판매보수는 소폭 하락했음에도 불구하고 2007년 9월 기준 평균 162bp로 높은 수준을 벗어나지는 못했다.³⁷⁾ 총비용, 운용보수 및 판

37) 본 실증분석에 이용되는 공모 주식형펀드의 판매보수 수준은 I장에서 언급한 국내 주식형펀드 전체의 평균 판매보수보다 더 높다. 그 이유는 본 실증분석에 사용된 주식형펀드에 인덱스펀드, 선취수수료 수취 펀드 등 펀드의

매보수 모두 펀드간 격차가 통계적 의미가 있을 정도로 컸다. 총비용의 경우 최상위 20%에 포함되는 펀드(G1)와 최하위 20%에 포함되는 펀드(G5)간에 전기간 평균 164.4bp의 차이가 있었다. 운용보수 및 판매보수의 경우 위와 동일한 그룹간 보수율의 차이가 각각 72.5bp 및 164.7bp에 이르렀다. 펀드간 보수율의 표준편차는 운용보수의 경우 점진적으로 하락하는 추세를 보였으나, 판매보수의 경우 2006년 3월 이후 상승하는 추세를 보였다.

<표 IV-5> 가격(보수율: 총비용)¹⁾ 기초통계

(단위: bp)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9	전기간
기초통계								
펀드수 ²⁾	221	220	192	186	207	245	258	1529
평균	238.3	240.6	237.8	245.9	239.9	231.3	226.2	236.6
표준편차	65.6	62.1	59.5	55.3	55.5	62.5	65.8	61.5
최대	306.0	306.0	306.0	350.0	350.0	350.0	306.0	350.0
중간	254.0	254.0	250.0	254.0	253.0	250.0	250.0	250.1
최소	50.0	46.0	46.0	46.0	36.0	9.0	9.0	9.0
그룹별 평균 (고저순)³⁾								
G1	304.8	304.7	300.6	301.4	301.6	301.6	300.0	300.9
G2	298.1	299.1	268.1	269.0	263.0	258.6	258.7	265.2
G3	248.7	252.4	243.9	253.6	252.1	248.0	245.7	250.0
G4	205.8	208.2	206.4	221.4	220.0	214.6	210.0	211.4
G5	136.4	144.5	146.6	158.4	152.1	128.9	116.6	136.5
F-Test⁴⁾								
F 통계치	391.8	470.1	395.5	248.2	295.4	368.9	530.9	2748.1
P value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

- 주: 1) 가격(보수율)은 해당 반기를 기준으로 할 때 해당 반기말의 가격(보수율)
 2) 각 해당 반기말 기준 존재하는 펀드 중 설정 1년이 지난 펀드
 3) 모든 펀드를 가격(보수율) 순서대로 20%씩 그룹별로 배분(G1:고, G5:저)
 4) 귀무가설(null hypothesis): G1=G2=G3=G4=G5

성격상 판매보수가 낮은 펀드가 모두 제외되었기 때문인 것으로 추정된다.

<표 IV-6> 가격(보수율: 운용보수) 기초통계

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9	전기간
기초통계								
펀드수	221	220	192	186	207	245	258	1529
평균	55.7	57.2	57.4	60.0	58.8	58.5	59.3	58.1
표준편차	29.5	29.0	27.7	27.9	24.8	24.1	23.4	26.6
최대	100.0	100.0	100.0	100.0	137.0	137.0	137.0	137.0
중간	54.0	58.5	60.0	65.0	64.5	64.5	64.8	60.0
최소	11.9	9.0	11.9	11.9	15.0	2.0	2.0	2.0
그룹별 평균 (고저순)								
G1	100.0	100.0	98.6	98.1	91.9	89.6	89.2	95.4
G2	74.7	74.4	73.2	76.4	74.1	73.9	74.0	74.1
G3	54.9	55.9	58.0	65.2	63.0	63.4	64.0	59.7
G4	34.9	35.2	36.5	37.9	41.7	41.3	43.9	40.2
G5	16.9	16.6	20.3	20.1	24.7	23.7	25.4	22.9
F-Test								
F 통계치	1929.2	1654.3	1164.0	872.6	578.8	595.9	689.7	6447.2
P value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

주: <표 IV-5>의 표주 참조

<표 IV-7> 가격(보수율: 판매보수) 기초통계

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9	전기간
기초통계								
펀드수	221	220	192	186	207	245	258	1529
평균	177.2	178.1	175.1	180.9	176.0	167.8	161.9	173.3
표준편차	62.4	59.2	55.1	51.7	54.8	58.8	61.0	58.2
최대	282.0	282.0	270.0	308.9	274.6	274.6	270.0	308.9
중간	180.0	180.0	180.0	180.0	175.0	175.0	172.0	175.5
최소	0.3	4.0	4.0	4.0	3.0	2.0	2.0	0.3
그룹별 평균 (고저순)								
G1	264.7	264.6	254.6	255.5	254.6	246.1	239.0	253.8
G2	199.8	197.1	195.2	195.3	193.2	189.0	188.0	194.6
G3	180.9	181.1	180.2	182.5	176.1	173.2	172.1	177.2
G4	148.5	147.3	147.2	166.4	156.4	150.9	145.7	151.5
G5	84.8	95.4	98.4	110.4	95.6	81.6	66.5	89.1
F-Test								
F 통계치	464.8	476.7	347.7	239.0	295.0	303.8	382.6	2299.5
P value	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

주: <표 IV-5>의 표주 참조

이하의 <표 IV-8>~<표 IV-11>에서는 회귀분석 결과를 요약하기 전에 전기 수익률 및 가격과 당기 펀드 신규자금유입률 간의 관계를 간단하게 살펴보았다. 분석대상 펀드를 전기 수익률 및 가격을 기준으로 5개의 그룹으로 분류한 다음, 그룹간의 펀드 신규자금유입률을 비교했다. 분석에 의하면 전기 수익률이 가장 높은 그룹(G1) 또는 전기 가격이 가장 낮은 그룹(G5)의 신규자금유입률이 가장 큰 것으로 나타났다. 그러나 기타 그룹의 경우에는 패턴의 일관성이 떨어졌다. 각 그룹간 신규자금유입률에 차이가 있는지에 대한 F-Test 결과 또한 통계적 유의성이 대체로 낮았다. 전기 수익률의 F-Test 결과가 가격의 F-Test 결과에 비해 통계적 유의성이 다소 높았으나, 큰 의미는 부여하기 어려운 것으로 보인다.

<표 IV-8> 전기 수익률 그룹별 가중평균 신규자금유입률

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
전기 수익률 그룹별 (고저순) 평균							
G1	-9.8	155.1	94.0	269.4	145.8	22.7	169.7
G2	-12.4	40.0	73.6	269.8	20.0	-6.3	-5.1
G3	-32.0	-19.9	16.0	49.2	10.9	-13.2	10.0
G4	84.7	8.1	3.3	135.7	39.1	-24.7	15.5
G5	-15.6	25.1	27.9	87.3	3.5	-20.1	0.5
F-Test							
F 통계치	1.60	1.64	1.53	1.11	2.66	1.96	4.95
P value	0.17	0.17	0.20	0.35	0.34	0.10	0.00
Pearson 상관계수	-0.05	0.12	0.15	0.12	0.16	0.16	0.18
P value	0.46	0.08	0.04	0.11	0.02	0.01	0.00

주: 전기(t-1기)의 수익률 순서(G1:고, G5:저)대로 펀드를 20%씩 그룹별로 배분하고, 각 그룹에 속하는 펀드들의 당기(t기) 신규자금유입률을 그룹별 설정잔액 총액을 기초로 가중평균하여 계산. F-Test는 귀무가설: G1=G2=G3=G4=G5에 대한 통계치이며, Pearson 상관계수는 전기 수익률과 당기 신규자금유입률 간의 상관계수

**<표 IV-9> 전기 가격(보수율: 총비용) 그룹별 가중평균
신규자금유입률**

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
전기 가격 그룹별 (고저순) 평균							
G1	-29.7	-25.0	10.4	56.1	27.6	-10.2	67.5
G2	-26.5	-16.2	44.6	122.6	35.3	-9.8	17.2
G3	35.1	69.9	54.1	180.2	24.7	16.1	29.9
G4	-19.6	-10.8	73.5	336.8	112.6	-13.1	45.2
G5	-25.2	61.8	82.9	273.3	113.5	6.2	104.5
F-Test							
F 통계치	2.60	2.39	0.66	0.79	0.70	1.38	0.71
<i>P value</i>	0.03	0.05	0.62	0.53	0.59	0.24	0.59
Pearson 상관계수	-0.00	-0.11	-0.12	-0.12	-0.10	-0.06	-0.05
<i>P value</i>	0.98	0.08	0.10	0.10	0.15	0.35	0.41

주: <표 IV-8>의 표주 참조

**<표 IV-10> 전기 가격(보수율: 운용보수) 그룹별 가중평균
신규자금유입률**

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
전기 가격 그룹별 (고저순) 평균							
G1	-27.8	-28.3	14.6	69.2	25.7	-14.8	74.2
G2	43.5	71.1	47.9	211.0	45.2	-13.9	10.6
G3	-40.5	-41.5	60.7	202.4	50.8	26.8	37.1
G4	-20.2	30.6	69.1	259.6	124.4	10.4	110.7
G5	-33.6	66.7	70.5	237.2	20.8	-1.5	-2.0
F-Test							
F 통계치	3.77	2.78	0.32	0.29	1.09	1.33	1.48
<i>P value</i>	0.00	0.03	0.86	0.88	0.36	0.26	0.21
Pearson 상관계수	0.08	-0.10	-0.08	-0.07	-0.04	-0.07	0.03
<i>P value</i>	0.22	0.15	0.29	0.36	0.59	0.28	0.67

주: <표 IV-8>의 표주 참조

**<표 IV-11> 전기 가격(보수율: 판매보수) 그룹별 가중평균
신규자금유입률**

(단위: %)

	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
전기 가격 그룹별 (고저순) 평균							
G1	-26.1	0.2	5.6	181.2	28.4	-4.4	83.8
G2	-30.0	-22.2	43.6	16.5	17.8	-3.6	-3.4
G3	49.2	75.2	48.1	124.7	45.8	-14.7	8.6
G4	-9.9	26.9	61.8	254.1	67.0	32.1	106.6
G5	-23.2	62.3	83.0	264.3	116.5	6.5	112.8
F-Test							
F 통계치	3.15	1.69	0.62	0.80	0.88	0.97	1.12
P value	0.02	0.15	0.65	0.52	0.48	0.43	0.35
Pearson 상관계수	-0.04	-0.12	-0.11	-0.09	-0.12	-0.07	-0.06
P value	0.56	0.07	0.12	0.25	0.08	0.31	0.32

주: <표 IV-8>의 표주 참조

한편, 전기의 수익률 및 가격과 당기의 펀드 신규자금유입률 간의 상관관계 분석 결과도 <표 IV-8>~<표 IV-11>에 정리되어 있다. 분석 결과에 따르면 전기 수익률과 당기 펀드 신규자금유입률 간에는 양(+)의 상관관계가 추정되었으며, 전기 가격과 당기 펀드 신규자금유입률 간에는 음(-)의 상관관계가 추정되었다. 상관계수의 통계적 유의성은 전기 수익률의 경우가 대체로 높았다.

이상과 같은 분석을 통해서 볼 때 대체로 수익률이 가격에 비해 신규자금유입률을 결정하는 더 중요한 요인이 될 수 있을 것이란 추론이 가능할 것이다. 다만 단순 상관관계 분석은 통제변수를 고려하지 못한 문제가 있기 때문에 선불리 결론을 내리기는 어렵다.³⁸⁾

38) 예를 들어 전기 가격과 당기 신규자금유입률 간의 상관계수가 음(-)이 추정된 것은 전기 가격이 높은 펀드가 모든 비용을 차감한 순수익률이 낮을 가능성이 크기 때문이다.

다. 회귀분석 결과

본 절에서는 회귀분석 모형 <EQ3>의 추정결과를 요약한다. 회귀분석 모형은 가격, 즉 보수의 종류와 판매채널 더미 종류에 따라 네 가지를 추정하였다. 모형1에서는 가격변수로 총비용을 사용하였으며, 모형2에서는 가격변수로 총비용을 운용보수와 판매보수로 분리하여 동시에 사용하였다.³⁹⁾ 모형3과 모형4에서는 모형1과 모형2에 사용된 판매채널 더미 변수를 금융권역별 판매채널 더미변수로 대체하였다. 또한, 각 모형별로 수익률 변수를 단순수익률(*Return1*) 및 위험조정수익률(*Return2*)로 구분하여 회귀분석을 실시하였다. 주요 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 펀드의 운용 수익률은 신규자금유입의 가장 중요한 결정 요인 중 하나인 것으로 나타났다. 전기 수익률 계수는 모든 모형에서 양(+)으로 추정되었으며, 1%~10% 내외의 수준에서 통계적 유의성이 확보되었다. 즉, 다른 조건이 동일하다면 전기($t-1$ 기) 수익률이 높은 펀드의 당기(t 기) 신규자금유입률이 높았다. 이는 미국을 대상으로 하는 기존연구와 유사한 결과이다(Ippolito(1992), Rockinger(1996), Chevalier and Ellison (1997), Sirri and Tufano (1998)).⁴⁰⁾

39) 운용보수와 판매보수를 동시에 사용할 경우 다중공선성(multicollinearity) 문제가 생길 수 있기 때문에 VIF(Variance Inflation Factor) 검증을 수행했다. 그 결과 다중공선성 문제는 없는 것으로 확인되었다. 또한 운용보수와 판매보수 중 하나의 변수만 모형에 포함해 추정한 결과, 두 변수 모두를 포함한 모형의 결과와 거의 차이가 없었다.

40) 국내 펀드를 대상으로 연구한 박창균·임경목(2004), 신인석(2003)도 비슷한 결과를 보고하였다. 다만, 박창균·임경목(2004)의 경우에는 전기 수익률 및 당기 신규자금유입률 측정에 월별 자료를 활용함에 따라 변수의 단기적인 움직임에 결과가 좌우될 수 있으며, 전기 수익률의 통계적 유의성도 크지 않았다. 신인석(2003)의 경우에는 전기 수익률을 기초로 분류한 펀드 그룹간에 신규자금유입에 차이가 있는지를 분석하였는데, 여타 설명변수로 모형을 통제하지 못한 한계점이 있다. 또한 이들 연구 모두, 가격

둘째, 총비용, 운용보수 및 판매보수 등 가격변수들은 펀드의 신규자금유입에 거의 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 회귀모형 1~4에서 가격변수들의 추정계수 방향은 일관성이 없었으며, 많은 경우 양(+)의 값이 추정되어 이론이 제시하는 방향과 달랐다. 모든 모형에서 판매보수를 포함한 가격변수의 추정계수는 통계적 유의성이 대단히 낮았다. 이는 총비용이 펀드 신규자금유입에 영향을 미친다는 Sirri and Tufano(1998), Elton et al.(2004) 등의 연구 결과와는 배치되지만, 투자자들이 인지하기 어려운 총비용은 신규자금유입에 영향을 주지 못한다는 Barber et al.(2005)의 연구결과와는 유사한 것이다.

셋째, 자산운용회사의 명성, 판매채널의 원활한 확보 여부, 스타펀드의 보유여부 등 마케팅적 요소들도 펀드 신규자금유입을 결정하는 중요한 요인인 것으로 나타났다. 자산운용회사의 명성을 나타내는 대리변수인 해당펀드 운용회사의 전체 운용자산규모(*familysize*)는 모든 모형에서 양(+)의 값이 추정되었으며, 통계적 유의성도 대단히 높았다. 즉, 모든 조건이 동일하다면 해당펀드를 운용하는 자산운용회사의 규모가 클수록 많은 신규자금이 유입된다는 의미이다. 판매채널의 원활한 확보여부도 펀드로의 신규자금유입에 중요한 영향을 미쳤다. 해당펀드를 운용하는 자산운용회사가 판매회사와 계열관계인 경우 그렇지 않은 경우에 비해 신규자금유입률이 더 높았으며, 통계적 유의성도 5% 내외의 유의수준에서 확보되었다. 판매채널 더미변수를 금융권역으로 세분화하여 나눈 모형3과 모형4에서도 흥미로운 결과가 발견되었다. 해당펀드를 운용하는 자산운용회사가 각각 증권회사 계열인 국내사이거나, 국내 판매회사와 계열관계에 있는 외국사이거나, 또는 외국계 독립사인 경우 국내 독립자산운용회사에 비해 신규자금유입률이 더 높았다. 특히 국내 판매회사와 계열관계에 있는 외국사의 경우 국내 독립회사와의 신규자금유입률 차이가 매우 큰 것으로 나타났다. 한편, 해당펀드를 운용하는 자산운용

(보수율) 등 펀드의 신규자금유입률에 영향을 줄 수 있는 여타 변수를 고려하지 못하였다.

회사가 스타펀드를 보유하고 있는지 여부도 펀드로의 신규자금유입에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 스타펀드 더미변수(*dummy-star*)의 추정계수는 통계적 유의성이 모형에 따라 다소 유동적이기는 하지만 모든 모형에서 양(+)¹의 값이 발견되었는데, 이는 해당펀드를 운용하는 자산운용회사가 스타펀드를 보유한 경우에 해당펀드로의 신규자금유입률이 높았음을 의미한다. 마지막으로 해당펀드의 규모(*fundsize*), 연령(*fundage*) 등 여타 통제변수의 추정계수 방향은 예상과 동일한 것으로 나타났다.

<표 IV-12> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형1

전기(<i>t-1</i>) 설명변수	당기(<i>t</i>) 종속변수 : CFLOW	
	모형1-1 (Return1)	모형1-2 (Return2)
<i>c</i>	148.13[0.00]	141.67[0.00]
<i>Return(1~2)</i>	3.99[0.00]	1.00[0.11]
<i>Price</i> (총비용)	0.03[0.45]	0.06[0.16]
<i>ln(fundsize)</i>	-1.52[0.26]	-0.59[0.67]
<i>ln(fundage)</i>	-50.86[0.00]	-50.77[0.00]
<i>ln(familysize)</i>	7.51[0.00]	7.15[0.00]
<i>dummy-channel</i>	12.36[0.06]	13.63[0.04]
<i>dummy-star</i>	15.05[0.18]	22.84[0.05]
<i>dummy-year0409</i>	-115.69[0.00]	-42.89[0.00]
<i>dummy-year0503</i>	31.58[0.00]	-18.27[0.06]
<i>dummy-year0509</i>	-29.82[0.00]	-4.54[0.65]
<i>dummy-year0603</i>	-28.96[0.03]	43.03[0.00]
<i>dummy-year0609</i>	-19.93[0.03]	0.38[0.96]
<i>dummy-year0703</i>	-11.44[0.20]	-31.45[0.00]
<i>stockratio</i>	-0.14[0.14]	-0.09[0.34]
추정모형 요약		
관측 수	1,529	1,529
모형 <i>F</i>	27.23[0.00]	21.60[0.00]
<i>Adjusted R</i> ²	19.38%	15.88%

주: 2004년 9월~2007년 9월의 반기별 자료를 풀링(pooling)하여 추정하였으며, 추정계수 옆의 []는 추정계수의 P값. P값이 0.10 이하이면 유의도 10% 수준에서 통계적 유의성이 있음을 의미

<표 IV-13> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형2

전기(<i>t-1</i>) 설명변수	당기(<i>t</i>) 종속변수 : CFLOW	
	모형2-1 (Return1)	모형2-2 (Return2)
<i>c</i>	147.64[0.00]	139.84[0.00]
<i>Return(1~2)</i>	3.98[0.00]	1.03[0.10]
<i>Price</i> (운용보수)	0.06[0.55]	0.15[0.12]
<i>Price</i> (판매보수)	0.03[0.48]	0.05[0.27]
<i>ln(fundsize)</i>	-1.55[0.25]	-0.70[0.61]
<i>ln(fundage)</i>	-50.97[0.00]	-50.99[0.00]
<i>ln(familysize)</i>	7.56[0.00]	7.35[0.00]
<i>dummy-channel</i>	12.60[0.06]	14.70[0.03]
<i>dummy-star</i>	15.34[0.18]	23.74[0.04]
<i>dummy-year0409</i>	-115.38[0.00]	-42.58[0.00]
<i>dummy-year0503</i>	31.50[0.00]	-17.76[0.07]
<i>dummy-year0509</i>	-29.63[0.00]	-4.10[0.68]
<i>dummy-year0603</i>	-28.80[0.03]	42.86[0.00]
<i>dummy-year0609</i>	-19.95[0.03]	0.20[0.98]
<i>dummy-year0703</i>	-11.49[0.20]	-31.27[0.00]
<i>stockratio</i>	-0.14[0.14]	-0.09[0.35]
추정모형 요약		
관측 수	1,529	1,529
모형 <i>F</i>	25.41[0.00]	20.24[0.00]
<i>Adjusted R</i> ²	19.33%	15.89%

주: <표 IV-12>의 표주 참조

<표 IV-14> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형3

전기($t-1$) 설명변수	당기(t) 종속변수 : CFLOW	
	모형3-1 (Return1)	모형3-2 (Return2)
<i>c</i>	172.29[0.00]	173.12[0.00]
<i>Return(1~2)</i>	3.83[0.00]	1.04[0.10]
<i>Price(총비용)</i>	-0.01[0.84]	0.00[0.92]
<i>ln(fundsize)</i>	-1.85[0.16]	-1.08[0.43]
<i>ln(fundage)</i>	-55.85[0.00]	-57.35[0.00]
<i>ln(familysize)</i>	7.96[0.00]	7.86[0.00]
<i>dummy-channel-sec</i>	14.57[0.23]	15.48[0.21]
<i>dummy-channel-bank</i>	-1.72[0.90]	-0.84[0.95]
<i>dummy-channel-forch</i>	31.44[0.01]	39.19[0.00]
<i>dummy-channel-forid</i>	12.25[0.36]	16.91[0.21]
<i>dummy-star</i>	18.35[0.11]	27.31[0.01]
<i>dummy-year0409</i>	-114.50[0.00]	-45.19[0.00]
<i>dummy-year0503</i>	27.85[0.01]	-20.01[0.04]
<i>dummy-year0509</i>	-30.43[0.00]	-6.32[0.53]
<i>dummy-year0603</i>	-28.05[0.03]	40.36[0.00]
<i>dummy-year0609</i>	-20.38[0.03]	-1.21[0.89]
<i>dummy-year0703</i>	-13.04[0.15]	-32.23[0.00]
<i>stockratio</i>	-0.10[0.31]	-0.04[0.69]
추정모형 요약		
관측 수	1,529	1,529
모형 F	23.13[0.00]	18.89[0.00]
Adjusted R ²	19.75%	16.60%

주: <표 IV-12>의 표주 참조

<표 IV-15> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형4

전기(<i>t-1</i>) 설명변수	당기(<i>t</i>) 종속변수 : CFLOW	
	모형4-1 (Return1)	모형4-2 (Return2)
<i>c</i>	172.43[0.00]	171.72[0.00]
<i>Return(1~2)</i>	3.83[0.00]	1.04[0.10]
<i>Price(운용보수)</i>	-0.02[0.80]	0.03[0.75]
<i>Price(판매보수)</i>	-0.00[0.95]	0.01[0.90]
<i>ln(fundsize)</i>	-1.83[0.17]	-1.11[0.42]
<i>ln(fundage)</i>	-55.95[0.00]	-57.36[0.00]
<i>ln(familysize)</i>	7.92[0.00]	7.79[0.00]
<i>dummy-channel-sec</i>	14.28[0.24]	15.90[0.20]
<i>dummy-channel-bank</i>	-1.63[0.90]	-0.84[0.90]
<i>dummy-channel-forch</i>	31.39[0.01]	38.92[0.00]
<i>dummy-channel-forid</i>	12.34[0.36]	16.66[0.22]
<i>dummy-star</i>	18.29[0.11]	27.48[0.01]
<i>dummy-year0409</i>	-114.74[0.00]	-45.13[0.00]
<i>dummy-year0503</i>	27.76[0.01]	-19.90[0.04]
<i>dummy-year0509</i>	-30.57[0.00]	-6.27[0.54]
<i>dummy-year0603</i>	-28.21[0.03]	40.28[0.00]
<i>dummy-year0609</i>	-20.43[0.03]	-1.29[0.89]
<i>dummy-year0703</i>	-13.07[0.15]	-32.20[0.00]
<i>stockratio</i>	-0.10[0.31]	-0.04[0.68]
추정모형 요약		
관측 수	1,529	1,529
모형 F	21.83[0.00]	17.83[0.00]
Adjusted R ²	19.70%	16.55%

주: <표 IV-12>의 표주 참조

4. 소결론

본 장에서 회귀분석을 통해 국내 공모 주식형펀드의 신규자금유입률 결정 요인을 알아본 결과 다음과 같은 주요한 결론을 얻을 수 있었다.

우선 국내 자산운용시장, 특히 주식형펀드의 시장규율은 대부분 펀드 수익률에 의해 확보되며, 가격에 의한 시장규율은 작동하지 않고 있다.⁴¹⁾ 특히 본 연구의 주요 초점인 판매시장은 판매보수에 의한 시장규율이 전혀 작동하지 않았다. 이는 다른 조건이 동일할 경우 높은 판매보수를 책정하는 펀드가 투자자에 의해 시장에서 퇴출될 수 없음을 의미한다. 이러한 결과를 통해 볼 때 자산운용회사 및 판매회사들은 수익률 제고에 최선을 다할 유인을 가지는 반면, 가격경쟁을 벌일 유인은 가지지 못한다고 추론할 수 있다.

다음으로 판매채널 및 스타펀드 보유 등 마케팅 변수들도 펀드로의 신규자금유입에 중요한 영향을 미쳤다. 가격에 의한 시장규율이 부재한 가운데, 마케팅이 펀드로의 신규자금유입에 영향을 줄 수 있다는 것은 국내 자산운용시장에 이해상충의 가능성이 항상 열려 있음을 시사한다. 자산운용회사들은 원활한 판매채널 확보를 위해 판매회사에 높은 판매보수를 할당할 유인이 생길 것이며, 그 결과 투자자들은 투자 수익률에 손실을 입을 수 있다. 스타펀드를 보유한 자산운용회사에 의해 설정된 펀드로 더 많은 신규자금이 유입된다는 결과 역시 이해상충의 가능성을 보여준다. Nanda et al.(2004), Massa(2003) 등의 연구결과와 유사한 이 결과는 자산운용회사들이 일부 스타펀드의 수익률을 올리기 위해 회사가 보유한 모든 역량을 동 펀드에 집중할 유인이 있음을 의미한다. 이

41) 과거 펀드 수익률과 미래의 펀드 수익률 간에 연속성이 존재한다는 연구 결과가 명확하게 제시되지 못한다면, 과거 펀드 수익률에 따른 시장규율을 투자자의 합리적인 선택이라고 결론내리기는 어렵다.

경우 스타펀드의 존재를 믿고 동 스타펀드를 운용하는 자산운용회사의 다른 펀드에 투자한 투자자들은 상대적으로 미약한 운용 서비스를 받을 가능성에 직면할 수 있다.

V. 판매시장 가격규율 부재의 원인 분석

1. 후생효과 검증
2. 정보부족 가능성 검증

V. 판매시장 가격규율 부재의 원인 분석

앞서 IV장에서는 국내 공모 주식형펀드로의 신규자금유입을 결정하는 요인을 분석했다. 분석을 통해 가격은 대체로 펀드 신규자금유입에 별다른 영향을 주지 못함을 보았다. 가격변수 중 판매보수 또한 펀드 신규자금유입에 영향을 주지 못했다. 통계적 유의성은 낮지만 판매보수의 추정계수가 양(+)으로 나타나기도 했다.

본 장에서는 판매보수를 통한 투자자들의 시장규율이 부재한 원인, 즉 왜 투자자들이 높은 판매보수를 받는 펀드를 시장에서 퇴출시키지 못하는지에 대해 분석한다.⁴²⁾ 이를 위해 본 장에서는 두 가지 가능성을 검증한다. 첫째는 판매보수가 높은 펀드가 투자자에게 보다 높은 후생을 제공했을 가능성이다. 즉, 펀드 판매회사가 우수한 수익률을 달성할 수 있는 펀드를 골라서 투자자에게 권유해 주거나, 잠재력이 있는 신규펀드를 발굴해 투자자에게 권유해 줄 경우 그와 같은 펀드에 투자자들이 높은 판매보수를 기꺼이 지급하는 것을 설명할 수 있다.⁴³⁾ 둘째는 투자자에게 펀드 판매보수와 관련된 정보가 충분하게 제공되지 못했을 가능성이다. 현재 국내에는 수많은 펀드가 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 펀

42) 여기에서 가격 변수 중 판매보수에만 초점을 맞추는 이유는 국내 펀드 총 비용 중에서 판매보수가 차지하는 비중이 절대적인데다, 투자자, 정부, 언론 등 대다수 시장참여자들의 비판도 판매보수에 집중되기 때문이다.

43) 이와 관련된 연구로는 Bergstresser et al.(2006)을 참고할 수 있다. 그들은 브로커 채널을 통해 판매된 펀드와 자산운용회사 직판 채널을 통해 판매된 펀드 간에 투자자 후생에 차이가 있는지를 분석했다. 그들에 따르면 브로커 채널을 통해 판매된 펀드는 더 높은 판매보수 및 수수료를 수취함에도 불구하고, 자산운용회사 직판 채널을 통해 판매된 펀드와 운용성과 등 여러 측면에서 차이가 없었다. 국내의 경우 자산운용회사 직판이 허용된 것이 오래되지 않았기 때문에 브로커 채널을 통해 판매된 펀드와 자산운용회사 직판 채널을 통해 판매된 펀드간 비교가 사실상 불가능하다.

드 판매채널이 대부분 증권회사 및 은행 등 소위 브로커 채널인 점을 감안해 볼 때 많은 투자자들은 펀드 선택 시 증권회사 및 은행 직원의 권유에 의지하고 있을 것으로 추정된다. 이 경우 투자자가 방문하는 판매회사 창구에 구비되지 않은 상당수의 펀드들은 투자대상 리스트에서 빠질 가능성이 크고, 따라서 많은 펀드들의 판매보수 및 수수료를 객관적으로 비교하는 것이 사실상 불가능 할 것이다.

1. 후생효과 검증

본 절에서는 판매보수와 투자자 후생과의 관계를 연구진이 확보한 자료의 범위 내에서 분석한다. 펀드 판매회사의 가장 중요한 기능은 투자자에게 적절한 펀드를 권유해 주는 것이다. 투자자들은 대부분 전문가가 아니기 때문에 펀드를 운용할 자산운용회사에 대한 정보가 부족할 뿐만 아니라 자신이 투자할 펀드의 특징도 정확하게 파악하기 어렵다. 판매회사들은 투자자들을 대신하여 펀드를 설정한 자산운용회사의 운용 노하우가 우수한지, 해당 펀드에 투입되는 운용인력이 높은 수익률을 창출하기에 적절한지 등을 분석하고, 그 대가로 판매보수를 수취한다. 따라서 투자자 입장에서는 비싼 판매보수를 수취하는 펀드에 대해 우수한 운용성과를 요구하게 될 것이다. 판매회사들은 기존의 잘 알려진 펀드뿐만 아니라 잘 알려지지 않은 펀드 중에서도 운용성과가 우수할 가능성이 있는 펀드를 골라 투자자에게 권유한다. 운용자산이 충분히 축적되어 있는 기존 펀드의 경우 펀드 관련 정보들이 대부분 노출되어 있는 반면, 신규펀드 또는 특별한 자산에 투자하는 특화펀드 등의 경우 펀드 관련 정보들이 충분하지 않다. 이런 펀드들은 판매회사 입장에서 볼 때 높은 탐색비용이 발생하고, 그 결과 높은 판매보수를 수취하게 된다.

이하에서는 판매보수가 높은 펀드가 수익률이 우수한지, 그리고 높은 탐색비용이 소모되는지를 간단하게 분석한다. 당기(t기) 판매보수율을 기준으로 분석대상 펀드를 5개의 그룹으로 나누고, 그룹간 펀드 수익률 및 탐색비용에 차이가 있는지를 비교한다. 판매보수율과 수익률, 판매보수율과 탐색비용 간의 상관관계수도 추정한다. 펀드규모가 작거나 신생펀드일수록 높은 탐색비용이 소모된다는 Bergstresser et al.(2006)의 연구결과를 참조하여 펀드의 규모와 연령을 탐색비용의 대리변수(proxy variable)로 설정한다. 펀드의 규모는 순자산가치로, 연령은 펀드 설정 후 경과 개월수로 측정한다. 펀드 순자산가치가 작을수록, 설정 후 경과 개월수가 짧을수록 탐색비용이 높다고 가정한다. <표 V-1>~<표 V-3>에 분석 결과가 정리되어 있다. 주요 분석 결과는 다음과 같다.⁴⁴⁾

우선, 펀드 판매보수와 수익률 간에는 일관된 양(+)의 상관관계를 발견할 수 없었다. 펀드 판매보수가 높은 그룹과 낮은 그룹 간에 펀드 수익률 차이를 발견할 수 없었고, 각 기간별로 패턴의 일관성도 없었다. 판매보수와 수익률 간 상관관계수의 추정 방향도 양(+)과 음(-)이 번갈아 나타나 일관성이 없었을 뿐만 아니라, 통계적 유의성도 낮았다. 펀드 판매보수와 탐색비용 간 양(+)의 상관관계가 관측되기 위해서는 판매보수와 펀드규모, 판매보수와 펀드연령 간에 모두 음(-)의 상관관계가 나타나야 한다. 그러나 이 변수들 간에는 상관관계의 일관성이 없을 뿐만 아니라 통계적 유의성도 대단히 낮다. 심지어 판매보수와 펀드연령 간에는 비록 통계적 유의성이 떨어지기는 하지만, 양(+)의 상관관계가 일관되게 나타나고 있다. 이상과 같은 분석 결과를 통해 볼 때 높은 판매보수를 받는 펀드가 투자자의 후생을 증대시킨다는 증거를 발견하기는 어려웠다.

44) 본 장에서 수행하는 분석의 한계점은 두 변수 간 단순 상관관계만 알아보는 데 있다. 판매보수율과 운용성과, 판매보수율과 탐색비용 간의 관계를 분석할 수 있는 모형으로는 펀드 총비용 결정요인 분석 모형들을 차용할 수 있다. 그러나 이와 같은 모형들의 추정을 위해서는 더 정교한 데이터들이 필요하며, 그 자체로서 중요한 연구 테마가 된다. 이러한 분석은 향후의 과제로 남겨두며, 본 연구에서는 간단한 상관관계 분석으로 대체한다.

<표 V-1> 판매보수율 그룹별 가중평균 수익률

(단위: %)

구분	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
그룹별 평균 (고저순)							
G1	-7.8	13.4	25.5	12.6	1.3	5.3	43.4
G2	-7.9	14.0	27.0	12.5	2.4	5.2	40.4
G3	-7.9	12.6	26.3	13.5	3.0	5.3	41.9
G4	-5.7	21.2	30.6	11.3	5.7	3.1	43.1
G5	-7.4	13.4	24.6	12.1	1.8	6.9	41.2
F-Test							
F 통계치	0.14	0.19	0.04	0.02	0.61	0.45	0.01
P-value	0.96	0.94	0.99	0.99	0.65	0.77	0.99
Pearson 상관계수	-0.03	-0.02	-0.04	0.01	-0.05	-0.01	0.02
P value	0.68	0.77	0.95	0.90	0.49	0.77	0.79

주: 당기(t기)의 판매보수율 순서(G1:고, G5:저)대로 펀드를 20%씩 그룹별로 배분하고, 각 그룹에 속하는 펀드들의 당기(t기) 수익률을 그룹별 설정잔액총액을 기초로 가중평균하여 계산. F-Test는 귀무가설: G1=G2=G3=G4=G5에 대한 통계치이며, Pearson 상관계수는 당기 판매보수율과 당기 수익률 간의 상관계수

<표 V-2> 판매보수율 그룹별 가중평균 펀드규모

(단위: 억원, 자연로그)

구분	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
그룹별 평균 (고저순)							
G1	24.0	23.4	24.0	23.0	25.4	25.7	25.8
G2	23.5	23.5	22.7	24.6	27.1	27.3	27.4
G3	25.1	25.3	25.8	26.1	26.4	26.8	26.6
G4	24.8	25.2	25.4	25.8	26.7	26.9	26.9
G5	25.2	24.8	24.7	24.5	24.9	25.5	25.5
F-Test							
F 통계치	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
P-value	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99
Pearson 상관계수	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.00
P value	0.86	0.84	0.86	0.86	0.98	0.99	0.98

주: <표 V-1>의 표주 참조

<표 V-3> 판매보수율 그룹별 평균 펀드연령

(단위: 개월)

구분	04.9	05.3	05.9	06.3	06.9	07.3	07.9
그룹별 평균 (고저순)							
G1	52.6	52.8	63.2	46.4	60.2	63.3	46.7
G2	51.5	62.3	61.2	78.9	37.1	40.6	47.6
G3	30.9	29.8	33.5	31.8	26.6	28.9	32.1
G4	38.1	43.6	45.4	27.1	33.1	36.5	40.2
G5	25.6	26.1	31.8	37.5	38.4	42.2	49.2
F-Test							
F 통계치	0.98	0.77	0.47	0.63	0.39	0.36	0.15
P-value	0.41	0.54	0.75	0.63	0.81	0.83	0.96
Pearson 상관계수	0.12	0.09	0.08	0.07	0.05	0.04	0.00
P value	0.07	0.17	0.24	0.38	0.46	0.49	0.96

주: <표 V-1>의 표주 참조

2. 정보부족 가능성 검증

두 번째로 검증할 판매시장 가격규율 부재의 원인은 투자자에게 제공되는 정보의 부족 가능성이다. 투자자가 선택가능한 모든 펀드들에 대한 정보에 쉽게 접근할 수 있고, 합리적인 선택을 한다는 가정이 전제되면 투자자들은 당연히 판매보수 등 가격이 저렴한 펀드를 선택할 것이다.⁴⁵⁾ 그러나 대다수 투자자들은 증권회사 또는 은행 등 펀드 판매회사

45) 물론 판매보수율 등 가격 이외의 여타 조건은 동일해야 할 것이다. 현재도 합리적인 투자자라면 금융투자협회 홈페이지의 전자공시 등을 통해 국내에 판매되는 거의 대부분의 펀드 정보를 확인할 수 있다. 그러나 현실적으로 펀드를 매입하기 이전에 이와 같은 유용한 정보를 통해 자신에게 적합한 펀드 리스트를 고르고, 그 후 선택된 펀드를 판매하는 증권회사 또는 은행을 방문하여 펀드를 매입하는 투자자는 많지 않을 것이다.

의 지점을 방문하여 상담을 통해 펀드를 매입한다. 이러한 환경 하에서 투자자들이 매입할 수 있는 펀드의 리스트는 그들이 방문하는 펀드 판매회사가 구비해 놓은 펀드로 제한되며, 그 가운데서도 판매 상담원들의 추천에 선택을 맡기는 것이 대부분일 것이다. 특히 판매회사는 가능하면 높은 판매보수가 할당된 펀드를 추천할 유인에 직면한다. 따라서 투자자들은 애초부터 판매보수 등 가격정보를 투자선택의 변수로 활용하기 어렵다.

이하에서는 펀드 판매회사가 투자자에게 제공하는 정보부족 가능성을 검증하기 위해 판매회사의 거래 자산운용회사 집중도에 따른 판매보수와 신규자금유입률 간 상관관계 차이를 알아본다. 여기에서는 판매회사가 특정 자산운용회사의 펀드를 집중적으로 판매할 경우 투자자에게 제공되는 정보가 부족하고, 반대로 다양한 자산운용회사의 펀드를 판매할 경우 투자자에게 제공되는 정보가 상대적으로 많다고 가정한다. 이러한 가정은 직관적으로 이해할 수 있다. 국내의 경우 많은 판매회사들이 자산운용회사와 계열 관계에 있음은 앞에서 지적한 바 있다. 그런데 자산운용회사를 계열회사로 보유한 판매회사들은 계열 자산운용회사의 상품을 집중적으로 판매하는 경향이 강하다. 이 경우, 투자자가 투자 리스트에 올릴 수 있는 펀드의 목록은 다양하지 못할 가능성이 크다. 또한 판매회사들이 마케팅적 요소들을 고려하여 특정 전략상품을 집중적으로 추천할 유인이 강하기 때문에 투자자들은 판매보수율 등 펀드의 가격을 객관적으로 비교하기 어려운 환경에 직면할 수 있다. 반대로 판매회사가 계열 자산운용회사를 보유하고 있지 않아 객관적인 입장에 설 수 있다면 거래 자산운용회사가 다양할 것이고, 이 경우 투자자에게 제공할 수 있는 상품의 목록도 더 다양할 수 있을 것이다. 물론 이 경우에도 판매회사는 마케팅 전략상품을 집중적으로 권유하고 판매할 수 있으나, 유인체계 상 계열 자산운용회사를 보유한 판매회사에 비해 그 정도가 약할 가능성이 크다. 그 결과 투자자들은 다양한 펀드 목록을 대상으로 판매보수 등 각종 정보들을 투자선택의 변수로 활용할 수 있을 것이다. 분석은 다음과 같은 과정을 거치게 된다.

- 판매회사별 설정잔액 자료를 기초로 반기별로 각 판매회사의 특정 자산운용회사 집중도를 계산한다. 집중도 계산은 HHI에 따른다.
- 각 반기별로 각 판매회사가 판매하고 있는 펀드의 수를 계산한 후, 판매 펀드의 수가 5개 미만일 경우는 분석 대상에서 제외한다.
- 각 반기별로 각 판매회사 내에서의 전기(t-1기) 판매보수율과 당기(t기) 펀드 신규자금유입률간의 상관계수를 추정한다.
- 각 반기별로 모든 판매회사를 거래 자산운용회사 집중도를 기준으로 그룹화한다. 각 그룹에 소속된 판매회사별 판매보수율/신규자금유입률 상관계수를 평균한다.
- 각 반기별로 계산된 그룹별 평균 상관계수를 전기간에 걸쳐 평균한다.
- 거래 자산운용회사 집중도가 높은 판매회사 그룹과 낮은 판매회사 그룹 간에 판매보수율/신규자금유입률 상관계수에 차이가 있는지 판단한다.

이상과 같은 분석을 통해 집중도가 높은 판매회사 그룹에서 판매보수율과 신규자금유입률 간에 통계적 의미가 있을 정도의 양(+)의 상관계수가 추정되거나, 반대로 집중도가 낮은 판매회사 그룹에서 음(-)의 상관계수가 추정된다면, IV장에서 추정된 판매시장 가격규율 부재가 일정부분 투자자에게 제공되는 정보부족 때문일 것이라 추론할 수 있을 것이다.

분석 결과는 <표 V-4>에 정리되어 있다. 분석 결과에 따르면 펀드 판매보수율과 신규자금유입률 간 상관계수는 거래 자산운용회사 집중도가 높은 판매회사 그룹과 낮은 판매회사 그룹 사이에 큰 차이가 있었다. 집중도가 높은 판매회사 그룹군의 경우 판매보수율과 신규자금유입률의 상관계수가 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 추정되었다. 즉, 거래 자

산운용회사 집중도가 높은 판매회사 그룹군에서는 판매보수율이 높을수록 신규자금유입률이 높다는 것을 의미한다. 반면 집중도가 낮은 판매회사 그룹군에서는 판매보수율과 신규자금유입률 간 상관관계수가 통계적 유의성이 낮기는 하지만 음(-)의 값으로 추정되었다.

**<표 V-4> 판매회사의 거래 자산운용회사 집중도에 따른
판매보수율과 신규자금유입률간 상관관계수**

[패널A] 상하위 2개 그룹간 비교				
구분		관측치	Pearson 상관계수 평균	P-value
집중도 (HHI)	상위 50% HHI	101	0.1209	0.00
	하위 50% HHI	97	-0.0006	0.99
	그룹 간 차이	0.1215		0.02

[패널B] 5개 그룹으로 구분한 경우 최상위 및 최하위 20% 그룹간 비교				
구분		관측치	Pearson 상관계수 평균	P-value
집중도 (HHI)	상위 20% HHI	38	0.1335	0.03
	하위 20% HHI	37	-0.0211	0.58
	그룹 간 차이	0.1546		0.03

주 : [패널 A]는 거래 자산운용회사 집중도에 따라 판매회사를 상하위 2개 그룹으로 구분한 경우로 각 그룹내 판매보수율과 신규자금유입률간 상관관계수 평균. [패널 B]는 5개 그룹으로 구분한 경우로 최상위/최하위 20% 그룹간 상관관계수 비교

분석 결과의 의미는 펀드 판매회사가 구비하고 있는 상품의 다양성이 부족하고, 계열 자산운용회사와의 연계로 마케팅 전략이 강조될수록 투자자에 의한 가격규율 가능성이 낮아진다는 것이다. 반면 펀드 판매회사가 폭넓은 자산운용회사의 다양한 펀드를 구비할수록 투자자에 의한 가격규율 가능성이 높아질 수도 있다.

마지막으로 이상과 같은 분석 결과의 강건성을 보강하기 위해 IV장의 회귀분석 방정식 <EQ3>을 수정하여 다음과 같은 방정식 <EQ4>를 OLS로 추정해 보았다. 아래의 방정식 <EQ4>가 <EQ3>과 다른 점은 판매채널(*dummy-channel* 변수) 더미변수와 가격(*price* 변수, 여기에서는 판매보수) 변수를 곱해 상호작용변수(*interaction term*)를 만든 것이다. 이를 통해 확인할 수 있는 것은 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사가 판매회사와 계열관계에 있을 경우와 그렇지 않을 경우 판매보수와 펀드 신규자금유입률 간 상관관계에 차이가 있는지 여부이다.

$$\begin{aligned}
 CFLOW_{it} = & c + \beta_1 Return_{it-1} + \beta_2 Price_{it-1} + \beta_3 Price_{it-1} \times dummy-channel_{it-1} \\
 & + \beta_4 \ln(fundsize_{it-1}) + \beta_5 \ln(fundage_{it-1}) + \beta_6 \ln(familysize_{it-1}) \\
 & + \beta_7 dummy-star_{it-1} + \beta_8 dummy-year0409_{it} \\
 & + \beta_9 dummy-year0503_{it} + \beta_{10} dummy-year0509_{it} \\
 & + \beta_{11} dummy-year0603_{it} + \beta_{12} dummy-year0609_{it} \\
 & + \beta_{13} dummy-year0703_{it} + \beta_{14} stockratio_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad \text{<EQ4>}
 \end{aligned}$$

위의 식에서 분석의 초점은 β_2 와 β_3 의 추정계수이다. 해당 펀드를 운용하는 자산운용회사가 판매회사와 계열관계에 있을 경우에는 판매보수와 신규자금유입률 간 상관관계가 β_2 와 β_3 추정계수의 합이며, 그렇지 않을 경우의 상관관계는 β_2 의 추정계수가 된다. 따라서 β_3 의 추정계수는 두 경우의 차이를 나타낸다. 추정결과는 아래의 표에 정리되어 있다.

<표 V-5> 펀드레벨 신규자금유입률 결정 요인 회귀분석: 모형5
(price와 dummy-channel 상호작용변수 포함)

전기(t-1) 설명변수	당기(t) 종속변수 : CFLOW	
	모형5-1 (Return1)	모형5-2 (Return2)
c	157.86[0.00]	152.58[0.00]
Return(1~2)	3.99[0.00]	1.00[0.11]
Price(판매보수)	-0.00[0.94]	0.02[0.68]
Price×dummy-channel	0.04[0.13]	0.05[0.09]
ln(fundsize)	-1.55[0.24]	-0.61[0.65]
ln(fundage)	-50.91[0.00]	-50.86[0.00]
ln(familysize)	7.71[0.00]	7.33[0.00]
dummy-star	15.57[0.17]	23.36[0.04]
dummy-year0409	-115.09[0.00]	-42.34[0.00]
dummy-year0503	32.20[0.00]	-17.70[0.07]
dummy-year0509	-29.42[0.00]	-4.17[0.68]
dummy-year0603	-28.72[0.03]	43.26[0.00]
dummy-year0609	-19.93[0.03]	0.37[0.96]
dummy-year0703	-11.32[0.21]	-31.33[0.00]
stockratio	-0.14[0.14]	-0.09[0.34]
추정모형 요약		
관측 수	1,529	1,529
모형 F	27.13[0.00]	21.51[0.00]
Adjusted R ²	19.32%	15.82%

주: <표 IV-12>의 표주 참조

모형5-1과 모형5-2의 분석 결과에 따르면 해당 펀드를 운용하는 자산 운용회사가 판매회사와 계열관계에 있을 경우에는 추정계수의 값이 각각 +0.04(=-0.00+0.04)와 +0.07(=0.02+0.05)로 나타났다. 반면, 독립계열 자산운용회사의 경우에는 추정계수의 값이 각각 -0.00과 +0.02로 나타났다. 추정계수의 통계적 유의성은 모두 낮았으나, 그나마 판매회사와 계열관계에 있을 경우가 더 높았다. 즉, 판매회사와 계열관계에 있는 자산운용

회사가 독립계열 자산운용회사에 비해 판매보수가 높을수록 신규자금유입률이 큰 현상이 더 심화된다는 것이다. 이는 판매회사별 자료로 단순 상관관계를 분석한 <표 V-4>와 거의 유사한 결과로 볼 수 있다.

이상과 같은 분석 결과를 종합해 볼 때 IV장의 실증분석에서 분석대상 기간 중 투자자에 의한 시장규율, 특히 판매시장에서의 가격규율이 미흡한 것으로 나타난 것은 투자자에 제공되는 정보 부족이 한 원인일 수 있을 것으로 추측된다.⁴⁶⁾

46) 이는 학자, 정부, 업계 등 대다수가 인정한 바와 같이 판매채널 확대가 시장규율 확립을 위한 첩경임을 시사한다고 볼 수도 있다. 다만, 데이터가 확보되면 후속 연구에서 보다 엄밀한 분석을 통해 본 장에서 제기한 결과를 보완할 필요는 있으며, 그 이전에 완벽한 결론을 내리기는 어렵다고 본다.

VI. 결론 및 시사점

VI. 결론 및 시사점

경제학에서 배우는 가장 원론적인 이론 중 하나는 재화 및 서비스의 공급자간 경쟁이 치열해지면 가격이 떨어진다는 것이다. 최근 우리나라를 대표하는 몇몇 소비재시장에서 나타나는 현상들을 보면 이를 체감할 수 있다. 높은 가격을 고수하던 국내업체의 스마트폰 가격이 미국 애플사의 아이폰 판매가 허용되자 보조금 지급을 통해 대폭 하락한 것이 불과 수개월 전의 일이다. 정부의 진입규제로 과점시장으로 평가받는 정유업계에서도 주유소가 몰려 있는 곳일수록 가격이 낮은 것으로 비추어 볼 때 경쟁의 가격인하 효과는 유효하다. PC, 게임기 등 비교적 젊은 사람들이 주 소비층인 소비재의 경우 온라인 시장의 활성화가 가격하락의 기폭제가 되고 있다.

국내 자산운용시장에서 최근 몇 년간 논란의 중심에 서 있던 높은 펀드 판매보수도 결국은 효율적인 경쟁시장 구축이 문제 해결의 핵심이라는 것이 본 연구의 테마이다. 물론 자산운용회사로 대변되는 자산운용업의 경우 경쟁이 치열하고, 회사수도 지나치게 많지 않느냐고 반론할 수도 있지만, 자산운용시장의 경쟁구조는 자산운용업으로만 범위를 좁혀 평가할 수는 없다. 자산운용회사에서 설정하고 운용하는 펀드를 투자자에게 전달해 주는 판매회사, 정책을 결정하는 정부, 투자의사를 결정하는 투자자 등을 포괄하는 자산운용시장 전체의 구조를 봐야 한다.

이와 같은 큰 테마 속에 본 연구에서는 세 가지 핵심적인 질문에 대한 답을 구하기 위해 노력했다. 첫째, 국내 자산운용시장에 전형적인 경쟁구조의 특징이 나타나는지를 분석했다. 둘째, 국내 자산운용시장에 시장규율, 특히 판매시장에서의 가격규율이 이루어지고 있는지를 실증분석을 통해 알아보았다. 셋째, 국내 펀드 판매시장에서의 가격규율이 미흡하다면 그 원인이 무엇인지에 대해서도 분석했다.

우선, 국내 자산운용시장의 경쟁구조를 분석한 결과 경쟁적인 시장에서 나타나는 전형적인 특징들과 비경쟁적 시장의 특징들이 혼재되어 나타나고 있다. 자산운용회사의 신규진입에 대한 제도상의 장벽은 비교적 낮은 것으로 판단되며, 투자자의 펀드 상품 교체도 비교적 용이한 것으로 보인다. 그러나 실제 자산운용회사 진입 및 퇴출의 역동성 부족, 판매채널의 다양성 부족, 자산운용회사의 높은 시장집중도, 가격경쟁의 부재 등은 경쟁이 아직 완전히 정착되지 않았음을 보여준다 하겠다. 이로 비추어 볼 때 국내 자산운용시장의 과당경쟁을 우려하는 것은 아직은 기우인 것으로 생각되며, 완전하지 못한 경쟁구조가 판매보수 하락을 제약하는 한 원인일 것으로 추정된다.

다음으로 회귀분석을 통해 국내 공모 주식형펀드의 신규자금유입률 결정 요인을 알아본 결과 국내 자산운용시장, 특히 주식형펀드의 시장규율은 대부분 펀드 수익률에 의해 확보되며, 가격에 의한 시장규율은 작동하지 않는 것으로 나타났다. 특히 본 연구의 주요 초점인 판매시장은 판매보수에 의한 시장규율이 전혀 작동하지 않았다. 이는 다른 조건이 동일할 경우 높은 판매보수를 책정하는 펀드가 투자자에 의해 시장에서 퇴출될 수 없음을 의미한다. 이는 자산운용회사 및 판매회사들이 수익률 제고에 최선을 다할 유인을 가지는 반면, 가격경쟁을 벌일 유인은 가지지 못한다는 뜻이기도 하다. 한편, 판매채널 및 스타펀드 보유 등 마케팅 변수들도 펀드로의 신규자금유입에 중요한 영향을 미쳤다. 가격에 의한 시장규율이 부재한 가운데, 마케팅이 펀드로의 신규자금유입에 영향을 줄 수 있다는 것은 국내 자산운용시장에 이해상충의 가능성이 항상 열려 있음을 시사한다.

마지막으로 국내 주식형펀드 판매시장에서의 가격규율이 미흡한 원인에 대해서는 두 가지 가설을 검증해 보았다. 우선 높은 판매보수를 수취하는 펀드일수록 투자자에게 높은 수익률을 제공해 주거나, 또는 일반 투자자들이 찾기 어려운 펀드일 가능성이 있다는 소위 투자자 후생효과

에 대해 분석했다. 판매회사들이 그러한 펀드를 발굴해 권유해주는 대가로 높은 판매보수를 수취한다면 투자자들이 높은 판매보수를 기꺼이 지급할 수 있을 것이다. 그러나 분석 결과 펀드의 판매보수율과 수익률, 판매보수율과 탐색비용 간에는 유의한 상관관계를 발견할 수 없었다. 즉, 높은 판매보수율의 투자자 후생효과는 발견하기 어려웠다. 다음으로 투자자에게 선택 가능한 모든 펀드에 대한 정보가 제대로 전달되지 않았을 가능성, 즉 정보부족 가능성에 대해 분석했다. 분석 결과 거래 자산운용회사가 특정한 회사로 집중되어 있는 판매회사들은 판매보수에 의한 시장규율은 고사하고, 오히려 판매보수가 높은 펀드로 신규자금이 더 많이 유입되는 것으로 나타났다. 반대로, 폭넓은 자산운용회사의 다양한 상품을 취급하는 판매회사들은 판매보수에 의한 시장규율 가능성이 일부 발견되었다. 결과적으로 투자자에게 선택 가능한 펀드가 다양하게 제공될수록 판매시장의 가격규율 가능성은 점점 더 커질 수 있음을 짐작케 한다.

최근에 시행한 판매보수 상한제 대폭 인하 등 직접적인 가격규제는 장기간 지속될 수 없는 정책도구이다. 국내의 펀드 판매보수가 장기적으로 하락하기 위해서는 자산운용시장 전체의 경쟁구조 구축, 시장규율, 특히 가격규율 확립 등이 동반되어야 한다. 이를 위해 크게 세 가지 정책과제를 제안하며 보고서를 마무리하고자 한다.

첫째, 자산운용시장의 실질적인 진입규제를 완화해야 한다. 자본시장법 상으로 자산운용회사, 즉 집합투자업에 대한 인가요건은 그리 높은 수준이 아니다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 정부는 시장의 혼란을 우려하여 종합 자산운용회사의 인가를 중단한 상태이다. 국내 자산운용시장의 장기적 성장가능성이 여전히 유효하기에 종합 자산운용회사에 대한 진입규제는 영업권 프리미엄 상승을 유발하고, 그 결과 회사간 합종연횡을 통한 대형화 유인이 약해진다. 은행 및 증권회사 등 금융시스템에 많은 영향을 줄 수 있는 금융기관과 달리 자산운용회사의 도산은 금융시스템 위험에 큰

영향을 주지 않는다. 따라서 글로벌 금융위기의 여파로 대량 공급했던 유동성을 거둬들이는 소위 “출구전략”이 논의될 즈음에는 자산운용시장에 대한 진입정책도 자본시장법 도입 취지에 맞출 필요가 있다. 물론 아직 시장규모가 크지 않은 부동산펀드 등 일부 특화시장으로 지나치게 많은 자산운용회사들이 진입하는 것은 약간의 속도조절이 필요하다고 본다. 특히 금융업 영위에 부적합한 회사들에 대한 인가는 조심할 필요가 있다.

둘째, 펀드 판매채널의 대폭적 확대가 필요하다. 이와 관련해서는 법인 형태의 펀드슈퍼마켓 활성화 등 다양한 유형의 판매채널 도입이 요구된다. 다만, 판매채널 확대에 따른 부작용, 즉 불완전판매의 가능성은 차단해야 한다. 금융권역별 고유업무와 펀드 판매업무의 완전한 분리, 펀드 판매를 담당하는 판매회사 직원의 자격 강화 등을 그 방안으로 고려해 볼 수 있을 것이다. 판매회사간 경쟁도 더 강화해야 한다. 최근 시행한 펀드 판매회사 이동제는 훌륭한 아이디어이지만, 동일한 펀드에 대한 판매서비스 가격을 판매회사별로 다르게 책정할 수 없으면 한계가 있다. 판매회사별로 판매보수를 다르게 설정하면 동일한 펀드의 기준가격이 판매회사별로 달라져야 하기 때문에 동일한 펀드에 대한 판매보수 차등적용은 사실상 불가능하다. 따라서 본 결론의 마지막 부분에 논의하겠지만 판매수수료 중심의 판매서비스 가격제도 개편이 반드시 필요하다.

마지막으로 펀드에 대한 투자선택 시, 또는 펀드를 보유하고 있는 기간 중에 투자자들이 판매보수 및 운용보수 등 펀드 가격의 중요성을 인지할 수 있는 방안을 마련해야 한다. 이는 정보제공의 중요성을 포괄한다. 투자설명서에 백분율로 표기한 단순한 보수율을 기재하지 않고, “금액기준 얼마를 투자하면 보수는 금액기준으로 얼마” 등 보다 직접적인 표현을 사용하는 것을 고려해 볼 수 있다. 자산운용보고서에는 투자자 개인별로 투자한 금액과 그에 상응하는 보수 금액을 정확하게 명기할 수도 있다. 정보제공과 관련한 또 하나의 방안은 금융투자협회에서 축적

한 모든 펀드에 대한 정보를 쉽게 가공하고, 이를 모든 개별 판매회사 홈페이지에서 링크할 수 있도록 하는 것이다. 판매회사 지점별 창구에 금융투자협회 펀드 정보에 링크할 수 있는 모니터를 감독기관과 금융투자협회 차원에서 설치하는 것도 한 방안이 될 수 있겠다. 중장기적으로는 판매보수와 선취판매수수료로 이원화되어 있는 펀드 판매와 관련된 가격체계를 판매수수료로 통일할 필요가 있다. 이는 투자자가 펀드 매입 시 주머니에서 직접 지불하는 판매수수료가 펀드자산에서 간접적으로 차감하는 판매보수에 비해 인지 가능성이 높다는 연구결과(Barber et al. (2005), Wilcox(2003))와 일회성 판매서비스의 성격을 고려해 볼 때 판매수수료가 보다 타당한 가격체계이기 때문이다. 일부에서는 미국 등 선진국의 경우에도 자산운용회사들이 운용보수 명목으로 받은 비용을 판매회사에 다시 되돌려주는 이른바 “소프트달러(soft dollars)”가 존재하기 때문에 국내에만 판매보수가 있는 것은 아니라고 주장하기도 한다. 만약 판매보수가 폐지되고 선취판매수수료로 일원화되면, 운용보수가 상대적으로 더 올라갈 가능성도 있다. 대폭 확대된 운용보수 수익을 마케팅 차원에서 판매회사에 되돌려 주는 것은 자산운용회사의 경영전략이므로 정책 차원에서 고려해야 될 변수는 아니다. 판매서비스 가격체계 개편의 논거는 ‘투자자보호’와 ‘판매서비스-가격 간 명확한 연계고리’라는 순수한 경제적 측면만을 고려해야 한다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내 문헌>

- 박창균·임경목, 2004, 『자본시장 발전을 위한 정책과제: 장기채권시장과 자산운용업을 중심으로』, 한국개발연구원 연구보고서 2004-16.
- 신성환, 2003, 『국내 주식 및 채권 펀드를 통한 위탁투자에 관한 연구』, 『증권학회지』 32권 3호.
- 신인석, 2003, 『인구구조 고령화의 경제적 영향과 대응과제(I)』, 한국개발연구원 연구보고서 2003-6.
- 이인권·홍재범, 2004, 『한국기업의 진입, 퇴출 및 경제적 성과에 관한 연구』, 한국경제연구원 연구보고서 04-08.
- 조성빈, 2009, 『우리나라 간접투자 현황 분석 및 과제: 투자자 보호를 중심으로』, 한국개발연구원 정책연구시리즈 2009-02.
- 조성훈·고광수·박창욱, 2004, 『공적 연금의 지배구조에 관한 연구 - 국민연금을 중심으로』, 자본시장연구원 연구보고서 04-04.

<국외 문헌>

- Barber, B., Odean, T., Zheng, L., 2005, Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows, *Journal of Business* 78, 2095-2119.
- Baumol, W., Goldfeld, S., Gordon, L., Koehn, M., 1990, *The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation*, Kluwer.

- Bergstresser, D., Chalmers, J., Tufano, P., 2006, Assessing the costs and benefits of brokers in the mutual fund industry, working paper.
- Brown, S., Goetzmann W., Ibbotson, R., Ross, S., 1992, Survivorship bias in performance studies, *Review of Financial Studies* 5, 553-580.
- BIS(Bank for International Settlements), 2003, Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets, report submitted by a working group established by the committee on the global financial system.
- Carletti, E., 2008, Competition and Regulation in Banking, *Handbook of Financial Intermediation and Banking*, North-Holland.
- Carhart, M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Chevalier, J., Ellison, G., 1997, Risk taking by mutual funds as a response to incentives, *Journal of Political Economy* 105, 1167-1200.
- Coates, J., Hubbard, G., 2006, Competition and shareholder fees in the mutual fund industry: evidence and implications for policy, working paper.
- Dunne, T., Roberts, M., Samuelson, L., 1988, Patterns of entry and exit in U.S. manufacturing industries, *Rand Journal of Economics* 19, 495-515.
- Elton, E., Gruber, M., Busse, J., 2004, Are investors rational? Choices among index funds, *Journal of Finance* 59, 261-288.
- Elton, E., Gruber, M., Das, S., Hlavka, M., 1993, Efficiency with costly information: A reinterpretation of evidence from Managed portfolios, *Review of Financial Studies* 6, 1-22.

- Engstrom, S., Westerberg, A., 2004, Information costs and mutual fund flows, working paper.
- Fama, E., Jensen, M., 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Freeman, J., Brown, S., 2001, Mutual fund advisory fees: the costs of conflicts of interest, *Journal of Corporation Law* 26, 609-674.
- Goetzmann, W., Ibbotson, R., 1994, Do winners repeat? Patterns in mutual fund return behavior, *Journal of Portfolio Management* 20, 9-18.
- Grinblatt, M., Titman, S., 1989, Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings, *Journal of Business* 62, 393-416.
- Grinblatt, M., Titman, S., 1992, The persistence of mutual fund performance, *Journal of Finance* 47, 1977-1984.
- Gruber, M., 1996, Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51, 783-810.
- Hendricks, D., Patel, J., Zeckhauser, R., 1993, Hot hands in mutual funds: short-Run persistence of relative performance: 1974-1988, *Journal of Finance* 48, 93-130.
- Investment Company Institute, 2004, *The Cost of Buying and Owning Mutual Funds*, Fundamentals Vol. 13, No. 1.
- Investment Company Institute, 2007, *Ownership of Mutual Fund Through Professional Financial Advisers*.
- Investment Company Institute, 2009, *2009 Investment Company Fact Book*, 49th Edition.
- Ippolito, R., 1989, Efficiency with costly information: a study of mutual fund performance: 1965-84, *Quarterly Journal of Economics* 105, 1-23.

- Ippolito, R., 1992, Consumer reaction to measures of poor quality: evidence from mutual fund industry, *Journal of Law and Economics* 35, 45-70.
- Jensen, M., 1968, The performance of mutual funds in the period 1945- 1964, *Journal of Finance* 23, 389-416.
- Jensen, M., Meckling, W., 1976, theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M., Murphy, K., 1990, Performance pay and top management incentives, *Journal of Political Economy* 98, 225-264.
- Keswani, A., Stolin, D., 2005, Mutual fund performance persistence and competition: a cross sector analysis, Working Paper.
- Khorana, A., Servaes, H., 2007, Conflicts of interest and competition in the mutual fund industry, working paper.
- Khorana, A., Servaes, H., Tufano, P., 2008, Mutual fund fees around the world, *Review of Financial Studies* 22, 1279-1310.
- Knittel, C., Stango, V., 2002, Price ceilings as focal points for tacit collusion: evidence from credit cards, working paper.
- Massa, M., 2003, Why so many mutual funds? Mutual fund families, market segmentation and financial performance, *Journal of Financial Economics* 67, 249-304.
- Nanda, V., Wang, Z., Zheng, L., 2004, Family values and the star phenomenon: strategies of mutual fund families, *Review of Financial Studies* 17, 667-698.
- OEE, 2006, Current Trends in the European Asset Management Industry.

- Rockinger, M., 1996, Determinants of capital flows to mutual funds, working paper.
- Sirri, E., Tufano, P., 1998, Costly search and mutual fund flows, *Journal of Finance* 53, 1589-1621.
- Trzinka, C., 1998, Statement, hearing before the subcommittee on finance and hazardous materials of the committee on commerce, house of representatives, 105th Congress, Second Session, 50-58.
- U.S. General Accounting Office, 2000, Mutual fund fees: additional disclosure could encourage price competition, GAO/GGD-00-126, Washington, D.C.
- U.S. General Accounting Office, 2003, Mutual funds: information on trends in fees and their related disclosure, GAO-03-551T, Washington, D.C.
- Wharton School of Finance and Commerce, 1962, A study of mutual funds, report of the committee on interstate and foreign commerce, 87th Congress.
- Wilcox, R., 2003, Bargain hunting or star gazing? Investors' preferences for stock mutual funds, *Journal of Business* 76, 645-663.
- Wiseman, R., Gomez-Mejia, L., 1998, A behavioral agency model of managerial risk taking, *Academy of Management Review* 23, 133-153.

<웹사이트>

금융감독원	www.fss.or.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
이데일리	www.edaily.co.kr
하나대투증권	www.hanaw.com
IMA	www.investmentfunds.org.uk
ICI	www.ici.org