

펀드 판매사의 역할과 판매 보수의 적정성 : 한국의 주식형 펀드를 대상으로

원승연*

〈요 약〉

이 논문은 한국의 주식형 펀드에 대한 실증 분석을 통해서, 펀드 판매사의 역할과 판매 보수의 적정성을 평가하였다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 판매 보수가 높은 펀드가 우월한 운용성 성과를 보여주는 않았으며, 오히려 높은 판매 보수가 운용성 성과를 하락시키는 요인으로 작용하였다. 둘째, 은행과 증권사가 판매사로서 운용성과의 제고에 기여했다는 것은 확인할 수 없었다. 특히, 판매사 중에서 은행은 증권사에 비하여 높은 펀드 보수를 부과함으로써 운용성 성과에 부정적인 영향을 주었던 것으로 판단된다. 본 연구의 분석 결과는 판매사의 보수가 상대적으로 높 이 책정되어 있다는 인식이 전혀 근거가 없는 것은 아니며, 투자자에 대한 편의 제공이라는 측면에서 합리적인 펀드 보수 체계의 확립이 필요하다는 점을 시사한다.

주제어 : 펀드, 펀드 판매사, 판매 보수, 운용성과

논문접수일 : 2008년 04월 02일 논문수정일 : 2009년 02월 16일 논문게재확정일 : 2009년 02월 19일

* 영남대 경제금융학부, E-mail : sywon@ynu.ac.kr

** 본 논문의 작성에 많은 도움을 준 경기대 한상범 교수에게 감사 말씀을 드립니다. 그리고 재무관리연구 지 편집위원장이신 전상경 교수와 상세하고 유익한 논평을 해주신 익명의 두 심사자에게도 감사의 말씀을 전합니다.

I. 서 론

한국에서의 펀드 투자는 2004년 이후부터 급격히 증가하고 있다. 펀드 투자액은 2003년말 145.0조 원에서 2007년 6월말 현재 259.4조 원으로 증가하였다. 특히 주식형 펀드는 최근 눈부신 성장을 보여 2004년말 8.6조 원에 불과했던 수탁고가 2007년 6월말 현재 63.7조 원으로 확대되었다. 이러한 상황을 반영하여 자산운용업 및 펀드에 대한 연구가 활발해지고 있다. 국내 펀드를 대상으로 한 기존 연구들은 운용성과를 중심으로 펀드의 특성을 분석하거나 또는 운용성과와 펀드 매니저의 운용 능력 및 행태, 그리고 펀드 투자자들의 운용성과에 대한 반응 등을 분석하여, 일단의 연구 성과를 거두었다.¹⁾ 그러나 자산운용사와 함께 펀드를 형성하는 가장 중요한 주체인 판매사의 역할이나 행태에 대한 국내의 연구는 그다지 진전되지 않아 이에 대한 연구가 필요한 실정이다. 특히, 펀드의 직접 판매가 제한되어 대부분의 투자자들이 판매사를 경유하여 투자하는 한국의 시장 구조에서, 판매사의 역할에 대한 분석은 더욱 중요하다. 더구나 현재의 자산운용업 성장이 은행을 중심으로 한 판매사의 전략적 선택에 기인한 바 크다는 점에서, 판매사에 대한 분석은 더욱 필요하다고 할 수 있다.

최근 펀드 판매사와 관련한 주요한 논란은 판매사가 그 기능에 비하여 지나치게 많은 수수료를 투자자로부터 수취하고 있는 것은 아닌가 하는 점에 있다. 더구나 판매사들의 수수료 수취가 1회에 한하여 지급되는 판매 수수료(Commission)보다는 투자자 유지되는 동안 지속적으로 지급되는 판매 보수(Sales Fee)를 중심으로 이루어진다는 점에서, 일부에서는 과연 운용에 직접적으로 간여하지 않는 판매사가 이러한 판매 보수를 수취하는 것이 정당한 것인가 하는 펀드의 보수 구조에 대한 문제까지 제기하고 있다. 판매사의 판매 보수 부과에 대한 정당성은 결국 판매사가 투자자들에게 그 비용에 상응하는 편익을 제공하는가에 의하여 판단될 것이다. 펀드 중개 기관으로서의 판매사의 역할은 운용성과가 우월한 펀드를 투자자에게 제공하는 것뿐 만 아니라 펀드와 관련한 여러 정보 제공과 투자 선택을 위한 자문역할 등 여러 측면에서 평가할 수 있다. 그러나 이 중에서 가장 핵심적이고 실질적인 역할은 투자자에게 우월한 운용성과를 갖는 펀드를 제공하는 펀드 선정 기능이다. 본 연구의 목적은 이러한 판매사의 펀드 선정 기능을 평가하고 이를 기초로 현재 논란이 되고 있는 판매 보수의 적정성을 판단하는데 있다.

1) 민재형 외(2006), 박영규 외(2001, 2004), 박영규(2005), 신성환(2003) 참조.

일반적으로 자산운용업의 금융중개기관으로서의 정당성은 펀드가 펀드 보수 등의 거래비용을 차감한 이후에도 양(+의 초과수익률)을 달성하였는가를 기준으로 판단된다. 초과수익률의 존재 여부가 펀드 기능의 정당성을 부여할 수는 있지만, 그것이 곧바로 판매사의 기능이 효과적으로 수행되었음을 입증할 수 있는 것은 아니다. 그 이유는 무엇보다도 초과 수익 중에서 판매사의 기여도를 분리하여 평가해야 하기 때문이다. 판매사가 펀드 운용의 주체가 아니기 때문에, 펀드의 초과수익이 존재한다고 해도 이 결과만을 갖고 판매사의 기능이 입증된 것으로 정당화할 수는 없다. 그 결과 펀드 판매사의 기능을 평가한 기존의 연구는 자산운용사가 직접 판매하는 펀드와 판매사에 의해 중개되는 펀드를 구분하여, 양자의 초과 수익을 비교 평가하는 방법을 이용하였다(Bergstresser et al.(2006), Christoffersen et al.(2006) 참조). 그러나 한국의 경우에는 판매사를 경유하지 않은 직접 판매가 제도적으로 제약되어 있을 뿐만 아니라, 거의 존재하지 않는 상황이기 때문에 이러한 비교 분석 방법을 적용할 수 없다. 따라서 본 연구는 다음과 같은 방법으로 판매사의 펀드 선정 기능을 평가하였다.

판매사의 펀드 선정 기능을 판매사의 펀드 설정 과정에서의 참여 정도를 기준으로 소극적 기능과 적극적 기능으로 구분하였다. 판매사는 설정이 예정된 펀드나 기존에 운용되고 있는 펀드 중에서 우월한 운용성 결과가 예상되는 펀드를 선정하여 판매할 수 있다. 이것은 판매사가 펀드 구조 결정에 영향력을 행사하지 않고, 운용사에 의해 이미 전략과 특성이 결정된 펀드를 선정한다는 의미에서 ‘소극적 펀드 선정 기능’이라고 할 수 있다. 이와 대비하여 판매사가 펀드 설정 과정에 직접 참여하여 펀드의 기본적인 전략이나 구조를 결정하는데 영향력을 행사할 수 있다. 이러한 판매사의 기능을 ‘적극적 펀드 선정 기능’ 또는 ‘후원자(sponsor)로서의 기능’이라고 정의한다.²⁾ 판매사가 적극적인 기능을 수행한다면, 이 때 펀드의 판매 보수는 판매사가 소극적인 기능을 수행하는 경우보다 더 많이 부과되는 것이 당연할 것이다. 그리고 판매사가 적극적인 역할을 수행한 펀드가 그렇지 않은 펀드에 비하여 판매 보수를 감안하더라도 더 높은 운용성과를 제공한다면, 이 때 우리는 적어도 판매사의 적극적인 펀드 선정 기능이 효과적으로 작용하여 판매사가 추가적인 편익을 투자자에게 제공했다고 평가할 수 있을 것이다.

본 연구는 구체적인 실증 분석에서 펀드를 하나의 판매사만이 존재하는 펀드(‘단독

2) ‘후원자로서의 기능’은 기업연금(Pension Fund)의 운용구조를 참조하여 차용한 개념이다. 기업연금의 경우 판매사가 연금의 기본적인 운용 전략이나 자산배분을 결정하는 후원자로 기능하는 경우가 많이 있다. 판매사가 펀드 설정 단계에서 실행하는 기능이 이와 유사하다고 판단하여 후원자의 개념을 펀드의 판매사에 적용하였다.

판매 펀드)와 복수의 판매사가 존재하는 펀드(‘복수 판매 펀드’)로 유형화하고, 전자를 판매사가 적극적인 기능을 수행한 펀드의 대리변수로서, 후자를 판매사가 소극적인 기능을 수행한 펀드의 대리변수로 각각 이용하였다. 단독 판매 펀드는 판매사와 운용사가 사전 협의를 통해서 펀드를 설정하기 때문에, 판매사가 후원자로서의 기능을 행사하는 경우가 대부분이다. 반면, 복수 판매 펀드는 운용사가 펀드를 설정하고 판매사를 모집하는 과정에서 자연스럽게 다수의 판매사가 펀드 판매를 결정한 결과로 나타난다. 그러므로 복수의 판매사가 존재하는 대부분의 펀드는 판매사가 소극적인 펀드 선정 기능을 수행할 뿐이다. 그리고 단독 판매 펀드를 은행이 단독 판매사인 ‘은행 판매 펀드’와 증권사가 단독 판매사인 ‘증권 판매 펀드’로 구분하여, 이들 두 펀드가 여타의 펀드에 대비하여 운용성과와 판매 보수에 어떠한 차이가 존재하는지를 비교 분석하였다. 가령 이들 두 가지 유형의 단독 판매 펀드가 복수 판매 펀드에 비하여 상대적으로 우월한 운용성과를 갖는 것으로 나타난다면, 그것은 판매사의 기능이 효과적으로 작용했음을 보여주는 전거가 될 수 있을 것이다. 또한 이러한 분석은 펀드 판매의 대부분을 차지하고 있는 은행과 증권사간의 판매사로서의 기능을 비교 분석하는 의미도 갖고 있다. 불과 3~4년 전만 해도 증권사가 펀드 판매의 대부분을 차지하고 있었으나, 최근 은행이 펀드 판매를 적극적으로 개시하면서 은행이 양적으로나 질적으로나 펀드시장에서 시장지배력을 행사하고 있다.³⁾ 그런데, 주목할만한 점은 은행이 증권사 및 여타 판매사에 비하여 높은 판매 보수 및 판매 수수료를 부과하여 높은 판매관련 수수료의 지속을 주도하고 있음에도 불구하고, 펀드 판매의 은행 집중 현상이 지속되고 있다는 사실이다. 과연 이들이 높은 수수료에도 불구하고 펀드 판매를 증가시켰던 요인이 무엇인가? 이것은 은행의 펀드 선정이 효과적 데 기인한 것일 수도 있지만, 외국의 연구 결과처럼 시장 지배력이나 마케팅 능력에 의한 것일 수도 있다(Frye(2001), Knnutila et al.(2006) 참조). 본 연구는 은행과 증권사가 판매한 펀드의 운용성과를 비교함으로써, 펀드시장에서 은행이 상대적으로 높은 판매 보수를 부과하고 있는 것이 타당한 것인지를 또한 검토하였다.

본 연구는 2001년부터 2006년말까지 한국의 주식형 펀드를 대상으로 실증 분석을 하였으며, 그 분석 결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 판매 보수가 높은 펀드가 우월한 운용성과를 투자자에게 제공하지 않은 것으로 나타났다. 즉, 판매 보수의 결정이 판매

3) 2000년말 총 수탁고의 7.2%였던 은행의 펀드 판매 비중은 2006년말 현재 38.2%로 증가하였다. 특히 은행의 펀드 판매는 주식형 펀드에 집중되어, 2006년말 현재 주식형 펀드의 은행 판매 비중은 56.6%이다. 그리고 은행은 개인투자자의 투자의 60% 이상을 판매한 것으로 추정된다.

사의 펀드 선정 능력과 무관하게 이루어지는 것으로 확인되었다. 둘째, 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드 모두 전체 펀드보다 우월한 운용성과를 보이고 있다고 할 수 없었다. 셋째, 은행 판매 펀드는 증권 판매 펀드 등 여타의 펀드보다 상대적으로 판매보수가 컸으며, 이 결과 판매보수는 펀드의 운용성과에 더욱 부정적으로 작용하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 기존 연구를 검토하였다. 제 III장은 실증 분석모형을 설명하였고, 제 IV장은 분석자료에 대한 개요이다. 제 V장은 실증 분석 결과이다. 제 VI장은 결론이다.

II. 문헌 연구

자산운용업에서 판매사의 기능 자체에 대한 이론적인 접근은 최근 시도되고 있지만, 여타 금융기관의 기능에 대한 연구와 비교할 때 미약한 형편이다. 최근 펀드 판매사의 기능을 분석한 시도로는 Bergstresser et al.(2006)이 있다. 그들은 판매사의 기능을 신규 펀드의 발굴, 낮은 거래비용의 펀드 제공, 우월한 운용성과, 우월한 자산 배분, 투자자의 편견 제거 라는 5가지 기능으로 구분하였다. 그리고 직접 판매된 펀드와 중개기관에 의해 판매된 펀드를 비교하여, 펀드 중개기관이 투자자에게 추가적인 순 편익을 제공하지 못하였다고 주장하였다. Christoffersen et al.(2006)은 판매 중개인이 독립적인지 아니면 특정 자산운용사에 속해있는지에 따라 거래비용이나 자금흐름에 차이가 있다는 점을 보여주었다.

이러한 판매사 역할에 대한 평가와 함께, 판매사를 유형별로 구분하고 이들간의 운용성과를 비교한 연구들도 존재한다. 이들 연구 대부분은 은행이 판매한 펀드와 여타 판매사의 펀드를 비교 분석한 것이었다. 미국을 대상으로 한 대표적인 연구 결과는 Frye(2000), Lesseig et al.(2001)이 있다. Frye(2000)는 은행 관리 펀드(bank proprietary fund)의 성과가 일부 유형의 펀드에서 상대적으로 우월하였으며, 다른 유형의 펀드보다 보수적으로 운용되었다고 주장하였다. 반면, Lesseig et al.(2001)은 은행이 소유하고 관리하는 펀드가 우월하다는 증거를 발견할 수 없다고 보고하였다. 한편, 유럽의 펀드를 대상으로 한 연구 중에서는 핀란드 펀드 시장에 대한 연구가 주목된다. Korkeamaki et al.(2004)는 핀란드의 펀드를 대상으로 한 분석을 통해, 은행의 주식형 펀드가 상대적으로 낮은 운용성과를 거두었음을 보여 주었다. Korpela and Puttonen(2005)은 핀란드 시장을 대상으로 은행이 관리하는 펀드가 상대적으로 높은 수수료를 받는 것이 타당한지를 분석하였다. 그 결과 투자자들이 운용성과나 수수료보다는 은행의 교

차판매(cross-selling)나 펀리성에 의하여 더 많이 영향을 받았음을 확인하였다. 이들 연구에 따르면, 은행이 다른 판매사나 판매채널에 비하여 우월하였는지에 대한 판단은 일의적으로 결론지을 수 없다.

한편, 수수료가 펀드의 운용성과에 미친 영향이 부정적이라는 것은 대부분의 연구에서 입증된 결과이다. 운용성과와 수수료의 관계에 대한 분석은 펀드의 경제적 기능을 판단하려는 차원에서 이루어졌다. 즉, 펀드가 그 정당성을 인정받기 위해서는 적어도 수수료 등을 차감하고도 직접적인 투자에 비하여 더 높은 수익률을 달성해야 한다는 것이다. 이러한 목적 때문에 수수료가 운용성과에 미친 영향이 분석되었고, 이들 연구의 대부분이 그 부정적인 효과를 보고하고 있다.⁴⁾ 그리고 펀드 수수료가 펀드시장에 미치는 역할에 대한 연구도 다수 존재한다. Chordia(1996)은 판매 수수료가 펀드의 판매를 억제하는 작용이 있음을 보여주었으며, Livingstone and O'Neal(1998)은 수수료가 낮을수록 펀드 투자자가 증가한다고 주장하였다. 한편, 펀드 수수료의 결정 요인에 대한 연구도 존재하였는데, Luo(2002)는 수수료가 시장지배력에 의하여 결정되는 경향이 크다고 주장하였으며, Khorana et al.(2008)은 전 세계 펀드를 대상으로 한 횡단면 분석을 통해서 은행의 집중도가 낮을수록 수수료가 낮아지는 경향이 있다는 점을 보여주었다.

Ⅲ. 기본 모형

1. 운용성과의 측정

주식형 펀드의 운용성과는 두 모형에 의하여 산출한 위험 조정 초과수익률로 측정한다. 기존의 CAPM 모형과 함께 Fama and French(1993, 1996)의 3요인 모형(이하 “FF 모형”)을 이용한다. FF 모형은 CAPM에서 이용된 시장 위험 프리미엄에 규모 요인과 성장성 요인을 추가한 3요인 모형이다.

이들 두 모형에 의한 펀드의 초과수익률 측정은 2단계를 거쳐 계산하였다. 첫 단계는 월별 자료를 이용하여 개별펀드의 베타 계수 및 여타 요인의 결정계수의 값을 구하는 단계이다. 식 (1)~식 (2)에 의거하여 베타계수 등 결정 계수를 개별 펀드 별로 계산한다.

4) Grinblatt and Titman(1989), Ippolito(1989), Malkiel(1995), Elton et al.(1996), Wermer(2000), Carhart(1997) 참조.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i \times (R_{mt} - R_{ft}) + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{si} \times SMB_t + \beta_{vi} \times HML_t + \epsilon_{it} \quad (2)$$

R_{it} : 펀드 수익률, R_{ft} : 무위험 수익률, α_i : 펀드의 초과수익률,
 R_{mt} : 시장 수익률, SMB_t : 규모 요인, HML_t : 성장성 요인

둘째 단계에서는 도출된 계수 값을 이용하여, 각 펀드의 월별 및 연도별 초과수익률을 계산한다. 가령 CAPM 모형의 경우, 다음과 같이 도출할 수 있다. 추정된 개별펀드 i 의 베타계수를 $\hat{\beta}_i$ 라고 하면, 이렇게 산출된 베타계수를 이용하여 CAPM 모형에 근거한 해당월의 기대수익률을 추정할 수 있다. 이제 해당월의 실제 초과수익률과 베타를 이용한 추정 수익률의 차이가 바로 펀드 i 의 t 년도 m 월의 초과수익률 α^m_{it} 로 정의된다.⁵⁾ 그리고 이러한 월 단위 초과수익률을 이용하여 펀드 i 의 t 년도 연간 초과수익률 α_{it} 를 계산한다. FF 모형을 이용해서도 동일한 방식으로 초과수익률을 산출한다.

2. 운용성과와 판매 보수의 관계

판매사가 펀드 투자자에게 부과하는 거래비용으로는 판매 보수(Sales Fee)와 판매 수수료(Sales Commission)가 있다. 판매 보수는 펀드의 투자 기간 및 순자산 가치에 비례하여 부과되는 반면, 판매 수수료는 펀드 판매 시 선취 또는 후취의 형태로 1회에 국한하여 부과되는 판매 비용이다. 판매 보수는 펀드에서 직접 차감되며, 판매 수수료는 펀드에서 차감되거나 아니면 투자자가 별도로 지급하는 형태를 갖고 있다. 그런데, 한국의 경우 판매 수수료를 부과하는 펀드가 많지 않으며, 대부분은 펀드로부터 비용을 수취하는 판매 보수로 구성되어 있다. 그러므로 이하에서는 판매사에 지급하는 거래비용은 판매 보수를 기준으로 분석될 것이다.

판매사가 판매 보수를 받고, 펀드의 중개기관으로서 수행하는 역할은 투자자를 위해 펀드를 선정, 판매하는 것뿐 만 아니라, 각종 정보 제공 및 자문, 자산배분에 대한 조언 등 다양한 형태로 나타난다. 그러나, 이러한 기능 중에서 가장 주요한 기능은 시장 수익률에 비하여 상대적으로 우월한 운용성과를 거둘 수 있는 펀드를 선정하여 투자자에게 제공하거나 아니면 적어도 투자자들이 직접 유가증권에 투자할 경우에 비하여 높은 운용성과를 제공하는 일이다. 따라서 판매사가 판매 보수에 비례하여 높은 운용성과의 펀드를 선정했는가 판매사 기능을 평가하는데 주요한 판단 기준이 될 것이다. 즉, 판

5) 초과수익률 산출의 방법론에 대해서는 Nanda et al.(2004) 참조.

매 보수의 적정성을 판단하기 위해서는 판매 보수와 운용성과간의 관계를 분석할 필요가 있다. 만약 판매 보수가 초과수익률과 비례적인 관계에 있다면, 높은 판매 보수를 부과한 판매사가 그에 상응하여 상대적으로 높은 운용성과를 갖는 펀드를 선정하였다고 볼 수 있다. 반면 반비례적인 관계에 있다면, 판매사가 펀드 선정을 효과적으로 수행하지 못하고, 도리어 판매 보수가 운용성과를 저해하는 요인으로 작용했다고 해석할 수 있다.

운용성과와 판매 보수간의 관계를 분석하기 위해 식 (3) 및 식 (3')의 추정식을 설정하였다. 앞의 모형 (1) 및 모형 (2)에 의거하여 산출한 초과수익률을 종속변수로, 펀드의 총 보수 또는 판매 및 운용 보수를 각각 설명변수로 설정하였다. 그리고 기존의 연구 결과를 참고하여, 통제변수로서 펀드의 자금유입, 펀드 규모, 펀드 연령을 포함시켰고, 판매 수수료가 미치는 영향을 감안하기 위하여 판매 수수료 더미 변수를 포함시켜 식 (3) 및 식 (3')을 식 (4) 및 식 (4')로 전환하였다. 일부의 연구에서와 같이 펀드의 평균 가입 기간을 가정하여 판매 수수료를 연율화하여 설명변수로 이용할 수도 있으나, 펀드의 평균 가입 기간에 대한 가정 자체로 인하여 추정 결과에 편차가 발생할 수 있음을 감안하여 본 연구에서는 그 존재 여부를 나타내는 더미변수를 설명변수로 이용하였다. 펀드의 자금유입은 대부분의 연구에서는 펀드의 운용성과에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 다만 한국의 주식형 펀드를 분석 대상으로 한 박영규(2005)의 연구는 주간 단위의 자금흐름과 운용성과간의 연관성을 발견하지 못하였다. 펀드 규모 역시 운용성과에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났으나, 그 방향성에 대한 기존 연구 결과는 일의적으로 나타나지 않았다. 펀드 규모가 클수록 유동성 부족 등의 문제로 인하여 운용성과가 저조해진다는 결과(Chen et al.(2004))가 있는 반면, 규모의 경제 효과로 규모가 클수록 운용성과가 개선되었다는 연구 결과(Otten and Bams(2002))도 존재한다. 펀드의 연령이 운용성과에 미치는 영향도 상반되는 측면이 있다. 운용성과가 우월한 펀드가 생존기간이 길기 때문에 양자의 관계가 비례적일 수 있지만, 일부 연구에서는 과거 우월한 운용성과가 노력 부족이나 기존 운용방식에 대한 집착 등을 유발하여 현재의 운용성과를 저하시킬 수 있다는 점을 지적하기도 한다. 그리고 운용성과의 지속성을 고려하여 전기의 운용성과를 설명변수에 포함할 수도 있으나, 별도로 자료를 분석한 결과 성과 지속성을 확인할 수 없었을 뿐만 아니라 시차(lag) 변수를 설명변수에 포함시킴으로써 분석자료가 대폭 감소하기 때문에 이를 설명변수에서 제외하였다.

$$\alpha_{it} = \gamma_1 Fee_i + f(\text{fund character}_{it}) + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$\alpha_{it} = \gamma_0 FM_i + \gamma_1 FS_i + f(\text{fund character}_{it}) + \epsilon_{it} \quad (3')$$

$$\alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_1 Fee_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it} \quad (4)$$

$$\alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_0 FM_i + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it} \quad (4')$$

단, α_{it} : 초과수익률(연수익률), Fee_i : 펀드 총 보수, FM_i : 운용 보수, FS_i : 판매 보수
 $Size_{it}$: 펀드 설정액, $Flow_{it}$: 현금 유입 증가율(= $(Size_{it} - Size_{it-1}(1+R_{it}))/Size_{it-1}$),
 $LNSize_{it}$: 펀드 설정액(로그 값), Dur_{it} : 펀드의 지속 기간, $Load_i$: 판매 수수료 더미(존재하면 1)

3. 판매사의 기능과 운용성과

판매사가 투자자의 운용성과 제고를 위해서 기여할 수 있는 경로는, 첫째, 펀드 설정 시 펀드 구조 및 전략 등에 대한 영향력 행사, 둘째, 설정될 펀드 또는 기존에 운용되는 펀드의 선정, 셋째, 펀드 운용과정에서의 감시 및 의견 제시로 크게 구분할 수 있다. 이 중에서 판매사의 감시 및 의견 제시가 운용성과에 기여할 여지는 거의 없다고 해도 무방하다. 법적으로 판매사의 운용에 대한 개입이 배제된 상황에서 판매사의 압력이나 의견이 펀드 운용에 반영될 가능성은 크지 않다. 또한, 판매사가 기존에 운용되는 펀드 중에서 상대적으로 우월한 운용성과가 기대되는 펀드를 선정함으로써 투자자의 운용성과 제고에 기여할 수 있으나, 직접 판매가 거의 존재하지 않는 한국의 펀드산업에서 이러한 판매사의 기능을 비교할 수 있는 방법을 찾기는 어렵다. 따라서 본 연구는 펀드가 설정되는 단계에서의 판매사 기능을 중심으로 판매사의 역할, 특히 투자자의 운용성과에 대한 기여를 판단할 것이다.

펀드 설정을 위해서는 펀드의 기본적인 운용 전략, 상품 구조, 보수 체계 등 기본적인 펀드 구조가 결정되어야 하며, 이것은 향후 펀드의 운용성과를 좌우하는 중요한 의사 결정이다. 판매사는 이러한 펀드 설정 과정에서 소극적 또는 적극적으로 개입할 수 있다. 첫째, 판매사가 설정 과정에 적극 참여하지 않고 운용사에 의하여 결정된 펀드 구조를 토대로 해당 펀드를 판매할 것인지를 결정할 수 있다. 운용사는 전략, 상품 구조 등 펀드의 기본 구조를 설계하고, 이를 토대로 펀드의 판매사를 모색한다. 물론 판매사와의 협의 과정에서 수수료 등 일부 내용이 변경될 수 있으나, 운용사가 펀드 설정 과정에서 그 주도적 역할을 수행하며, 판매사는 해당 펀드를 판매할지 여부를 결정할 뿐이다. 이 때 판매사의 역할을 ‘소극적인 펀드 선정 기능’으로 정의한다. 둘째, 판매사가 펀드 설정과정에서 적극 개입하여 펀드의 기본구조를 결정하는데 주요한 역할을 행사할 수 있다. 가령, 판매사가 자체적으로 펀드 상품을 기획하고, 이에 맞추어 역으로 이를 운용할 운용사를 모색할 수 있다. 이 때, 판매사가 운용사들을 일정한 기준에 맞

추어 심사하고, 운용사를 지정하는 것이 일반적이다. 또한, 운용사의 제안으로 펀드 설정을 고려할 경우에도, 판매사가 자신의 필요성에 맞게 펀드의 기본적인 구조를 변경할 수도 있다. 우리는 이러한 경우에서의 판매사 역할을 ‘적극적인 펀드 선정 기능’ 또는 ‘후원자(sponsor)로서의 기능’으로 정의한다.

본 연구는 판매사의 소극적 기능과 적극적 기능을 비교하는 대리변수를 설정하기 위해서, 펀드 약관에 등록되어 있는 판매사 수에 주목하였다. 펀드 약관에는 해당 펀드의 운용사뿐 만 아니라 판매사가 단수 또는 복수로 기입되어 있다. 이 때 단 하나의 판매사만이 해당 펀드의 판매사로서 등록되어 있을 경우, 해당 판매사는 펀드 설정 과정에서 적극적인 기능을 수행했을 가능성이 높다. 판매사가 자신들의 필요와 요구에 입각하여 펀드를 개설한 경우에는, 상대적으로 시장지배력을 갖고 있는 판매사는 운용사에게 여타의 판매사들이 참여하지 못하도록 하는 배제조항(Exclusive Rights)을 요구하는 경우가 대부분이다. 그러므로 펀드를 설정하는 과정에서 판매사와 운용사는 긴밀한 협의 하에 펀드의 기본적인 구조를 설계한다. 반면, 복수의 판매사가 존재하는 경우에는 판매사가 펀드 개설에 적극적으로 참여했을 가능성은 상대적으로 낮다. 운용사가 펀드 개설을 주도할 경우, 운용사는 펀드의 기본 조건을 수용하는 판매사를 가능한 많이 해당 펀드의 판매사로 등록하고자 한다. 그러므로 다수의 판매사가 등록된 펀드의 경우 판매사가 펀드 설정 시 적극적으로 그 역할을 수행했을 가능성은 크지 않다. 이러한 이해를 바탕으로 본 연구는 판매사가 하나만 등록되어 있는 단독 판매 펀드를 판매사의 적극적 기능 또는 후원자로서의 기능이 존재하는 펀드의 대리변수로서, 다수의 판매사가 등록되어 있는 복수 판매 펀드를 판매사의 소극적 기능만이 존재하는 펀드의 대리변수로서 설정하였다. 그리고 단독 판매 펀드를 판매사가 은행이면 은행 판매 펀드로, 판매사가 증권사이면 증권 판매 펀드로 구분하였다. 한국의 펀드산업에서 대부분의 펀드 판매가 은행 및 증권사를 경유하여 이루어지기 때문에, 기타 유형의 판매사가 단독으로 판매하는 펀드는 고려하지 않았다.⁶⁾ 결국 본 연구는 펀드를 세 유형의 펀드, 곧 은행 판매 펀드, 증권 판매 펀드 및 복수 판매 펀드로 구분하고, 이들의 운용성과와 판매 보수를 비교 분석함으로써, 판매사의 기능과 판매 보수의 적정성을 평가하였다.

적극적인 기능을 수행하는 판매사가 펀드 설립 시 상대적으로 더 많은 비용을 지출할 것으로 예상되기 때문에, 복수 판매 펀드에 비하여 은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀

6) 2006년 말 현재 은행과 증권사의 판매비중은 각각 38.6%, 58.8%이며, 여타 판매채널의 비중은 2.5%에 불과하다. 그리고 분석대상 자료 중에서 은행 및 증권사를 제외한 여타 판매사가 단독으로 판매한 펀드는 존재하지 않았다.

드의 평균적인 판매 보수가 높을 것으로 추론할 수 있다. 그리고 판매사의 적극적 기능의 유효성은 이러한 높은 판매 보수를 감안하고도 단독 판매 펀드들의 운용성과가 복수 판매 펀드의 운용성보다 우월할 경우 입증될 수 있을 것이다. 따라서 판매사의 기능을 평가하기 위해 다음 <가설 1>을 설정한다.

가설 1 : 은행 판매 펀드(또는 증권 판매 펀드)의 초과수익률은 전체 펀드의 초과수익률보다 높다.

<가설 1>의 검정을 위해 식 (4) 및 식 (4')에 의거한 추정 결과에서 유의미한 영향을 주지 못했던 것으로 판단되었던 펀드 규모 변수를 제외하고, 은행 판매 펀드 더미 변수와 증권 판매 펀드 더미 변수를 추가하여 식 (5) 및 식 (5')를 설정하였다. 만약 은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀드의 더미 변수가 각각 양(+)이고 유의미하다면, <가설 1>은 타당한 것으로 평가할 수 있다.

$$\alpha_{it} = constant + \gamma_1 Fee_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 Dur_{it} + \gamma_4 Load_i + D_1 Bank_i + D_2 Securities_i + \epsilon_{it} \quad (5)$$

$$\alpha_{it} = constant + \gamma_0 FM_i + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 Dur_{it} + \gamma_4 Load_i + D_1 Bank_i + D_2 Securities_i + \epsilon_{it} \quad (5')$$

단, $Bank_i$: 은행 판매 펀드 더미변수, $Securities_i$: 증권 판매 펀드 더미변수

IV. 분석 자료

1. 펀드의 선정

본 연구는 한국 펀드 평가에서 제공한 주식형 펀드 자료를 주로 이용하고, 자산운용협회 제공 자료를 보완 자료로 이용하였다. 주식형 펀드만으로 분석 대상을 한정하는 것은 여러 유형의 펀드를 모두 고려할 경우, 유형이 다르기 때문에 발생하는 운용성과의 편차를 통제하기 어려웠기 때문이다. 분석 대상이 되는 주식형 펀드는 다음과 같은 과정을 거쳐 선정하였다.

기존의 주식형 펀드에 대한 연구는 분석 대상 펀드로서 유형별 펀드 전체 또는 대표 펀드(박영규 외(2001))나 100억 원 이상의 주식형 펀드 전체(신성환(2003))를 선정하였다. 이러한 추출 방법은 펀드를 선정하는 합리적인 기준에 입각한 것이기는 하지만, 다

른 한편에서는 이것은 분석 대상 선정 시 모든 개별 펀드를 감안하지 않음으로써 발생할 수 있는 문제에 자유로울 수는 없다. 그러므로 본 연구는 원칙적으로 분석 기간 동안 존재했던 모든 펀드를 대상으로 하였다. 우선 한국 펀드 평가의 데이터베이스를 이용하여 주식형 펀드로 분류되어 있는 모든 펀드를 추출하였다. 이 때 추출된 펀드는 현재 존재하는 펀드뿐 만 아니라 과거에 설정했으나 청산된 펀드도 포함한다. 그러므로 본 연구의 분석 자료는 한국처럼 펀드의 설정과 청산이 빈번한 상황에서 발행할 수 있는 생존 편향(Survivorship bias)으로 인하여 발생하는 왜곡을 최대한 제거한 것이다. 그런데 유감스럽게도 1999년까지 설정되고 존재했던 펀드 자료는 동 데이터 베이스에 거의 존재하지 않았다. 그것은 무엇보다도 펀드 평가사가 1999년 설립되어서, 그 이전의 펀드 자료가 매우 부족하기 때문이다. 동 데이터베이스는 1999년까지 설정된 40여 개의 주식형 펀드의 정보를 제공하고 있으나, 다음 두 가지 이유에서 이들 펀드를 분석 대상에서 제외하였다. 첫째, 그 대부분의 펀드가 하나의 자산운용사에 의하여 설정된 것이었기 때문에 자료의 편향이 존재할 수 있다고 판단하였다. 둘째, 그보다 더 중요한 이유는 2000년에 주식형 펀드의 분류 기준이 달라졌다는 점에 있다. 1999년까지는 한주의 주식만을 포함해도 주식형 펀드로 분류되었으나, 2000년부터는 적어도 60% 이상의 주식 비중이 있어야 주식형 펀드로 분류되었기 때문에 1999년까지 설정된 펀드를 제외하고, 2000년 이후부터 설정된 모든 펀드를 대상으로 하였다.

그런데, 펀드 간의 운용성과를 비교 분석 하기 위해서는 같은 주식형 펀드라고 하더라도 그 운용성과가 동일한 기준에 의하여 비교 가능해야 한다. 즉, 펀드의 투자 목적, 전략, 그리고 투자대상이 동일한 범주에 속하여야 할 것이다. 본 연구는 주식형 펀드의 운용성과를 판단하는 벤치마크를 KOSPI로 정하고, 이 벤치마크에 입각하여 운용성과가 평가, 비교될 수 있는 펀드만을 선정하여 분석대상으로 정하였다. 이를 위한 구체적인 펀드 선정 기준은 다음과 같다.

1. 주식형 펀드 중에서 인덱스 펀드와 같이 소극적(Passive) 전략에 입각한 펀드는 한국펀드평가의 분류 기준에 입각하여 제거하고, 적극적(Active) 펀드만을 대상으로 하였다.
2. 투자대상 자산이 국내 주식에 한정되어 있는 펀드에 국한하였다.
3. 최소 주식 편입비율이 60% 이상인 펀드만을 선정하였다. 가령, 과거 많이 설정되었던 자산배분형 펀드는 실제적인 투자 목적이 절대적인 수익률을 확보하기 위한 것이 많았기 때문에 제거하였다. 자산배분형 펀드가 주식형 펀드로 유형이 전환된 경우도 존재하였는데, 이 경우에도 펀드의 운용성과의 일관성을 고려하여 분석대

상에서 제외하였다. 한편, 주식형 펀드를 약관의 최소편입비율에 따라 세분한 민재형, 구기동(2006)의 연구와 달리, 본 연구는 펀드의 실제 편입비가 최소약관비율의 규정과 무관하게 거의 동일하다는 현실적인 인식하에 이를 구분하지 않았다.

4. 사모형과 폐쇄형은 가입한 투자자에 특성화된 투자 목적이나 벤치마크가 존재할 수 있기 때문에 분석대상에서 제외하였다.
5. 모자펀드가 동시에 존재하는 경우에는 펀드 보수가 기준가에 반영되는 자 펀드만을 포함시키고 모 펀드는 제외하였다. 그리고 멀티클래스 펀드는 이에 속한 개별 펀드의 자산 편입 비율이나 펀드 보수의 차이가 존재하며, 이에 따라 운용성과가 달라질 수 있음을 감안하여 각각을 개별 펀드로 분류하였다.

한편, 판매사에 대한 정보는 한국펀드평가와 자산운용협회의 자료를 동시에 이용하여 추출하였고, 이 중에서 판매사에 대한 정보가 누락되거나 정확하게 집계되지 않은 펀드는 분석 대상에서 제외하였다. 또한, 상기의 조건을 충족한 펀드 중에서도 적어도 생존기간이 1년 이상인 펀드만을 대상으로 하였다. 왜냐하면 펀드의 생존기간이 매우 짧은 경우, 펀드의 성격을 특성화한다는 것은 문제가 있다고 판단하였기 때문이다. 한국의 펀드가 전체적으로 생존기간이 짧은 점을 감안하여, 적어도 24개월 이상의 펀드를 대상으로 하는 외국의 연구와 달리 펀드의 생존기간이 1년 이상인 펀드를 분석대상으로 선정하였다.⁷⁾ 다만, 이러한 기간이 개별펀드의 통계적 안정성을 확보하기에 충분하지 않기 때문에, 개별펀드 자체에 대한 해석은 주의를 요한다. 통계적으로 가장 큰 주의해야 할 점은 펀드의 초과수익률을 계산하기 위한 베타계수 값을 추정할 때 가장 적게는 13개월의 표본만을 이용할 수도 있기 때문에 일부 개별펀드의 경우 추정치의 유효성이 떨어질 수 있다는 점이다. 이를 대신하여 월별 수익률 대신 주별 수익률을 이용하여 표본 수를 확대하는 방법도 고려할 수 있으나, 기본적으로는 이러한 빈도수의 확대가 펀드 수익률에 대한 추가적인 정보를 제공하지 못한다는 점을 감안하여 주별 자료를 추가로 사용하지 않았다. 한편 외국에서의 기존 연구와 같이 적어도 24개월 이상 유지된 펀드만으로 분석 대상을 한정할 경우에는 전체적인 분석 대상 펀드 수가 급격히 줄어들기 때문에, 또 다른 추정상의 문제가 발생한다. 이러한 표본 수 결정의 양

7) 이러한 1년 미만 펀드의 제거가 생존편향으로 인한 결과의 왜곡을 유발할 것으로 판단되지는 않는다. 무엇보다도 생존편향이 논란이 되는 것은 펀드의 초과수익률 수준이 왜곡될 수 있다는 점 때문인데, 본 연구의 주제는 판매사 간의 상대적 비교에 있기 때문에 이로 인한 왜곡이 발생할 가능성은 낮다고 판단된다. 또한, 생존편향이 현재 존재하는 펀드만을 대상으로 하는 경우 발생하는 문제이나, 1년 미만의 펀드를 제거할 경우 현재 존재하지 않는 펀드라고 할지라도 1년 이상을 경과하면 분석대상에 포함되기 때문에 생존편향의 문제가 심각하다고 볼 수는 없다.

자 택일의 문제에서 본 연구는 개별펀드의 선정 기준을 완화하여 가능한 많은 개별펀드를 분석대상에 포함하는 방법을 선택하였다. 그 이유는 본 연구의 실증 분석이 패널 분석 기법을 이용하고 있기 때문에, 패널 분석에 이용하는 개별펀드의 수를 가급적 많이 포함하는 것이 분석의 유의성을 높이는데 보다 효율적이라고 판단하였기 때문이다. 그러나 표본 수의 제약을 감안할 때, 본 연구의 분석 결과는 조심스럽게 해석되어야 하며, 향후 시계열의 확대를 감안하여 추가적인 실증 작업이 필요하다는 점을 밝히고자 한다. 추가적으로 월간 설정액이 1억 원 미만인 펀드는 주식편입비율의 결정이나 포트폴리오 구성이라는 측면에서 정상적인 운용이 가능하지 않은 펀드로 판단되었기 때문에 분석 대상에서 제외하였음도 보고한다.

이상과 같은 기준에 의거하여 추출한 펀드는 앞서 분류한 판매사 유형에 따라 크게 단수 판매 펀드, 복수 판매 펀드로 구분되고, 단수 판매 펀드는 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드로 세분된다. 분석 자료 중에서는 은행 및 증권사 이외의 금융기관이 단독으로 판매한 펀드가 없었기 때문에, 결국 펀드는 은행 판매 펀드, 증권 판매 펀드, 복수 판매 펀드로 유형 구분되었다.

2. 분석 대상 펀드

이상의 기준에 의거할 때, 총 분석대상 펀드는 301개였다. 이 중에서 은행 판매 펀드는 50개, 증권 판매 펀드는 142개였고, 나머지 109개 펀드는 다수의 은행 또는 증권사가 판매사로서 등록된 복수 판매 펀드이다. <표 1>은 이를 연도별로 세분하여 정리한 것이다. 펀드 수와 규모는 시기별로 차이가 있었다. 분석 대상 펀드 수는 2001년 18개에서 2006년 213개로 증가하였다. 이 중에서 은행 판매 펀드는 2002년 5개에서 2006년 44개로 증가한 반면, 증권 판매 펀드는 기간 전체적으로 50~60개 수준에서 큰 변화가 없었다. 분석 대상 펀드의 총 설정액은 2001년 말 3,722.9억 원에서 2006년 말 21조 4,079.1억 원으로 급증하였다. 은행 판매 펀드의 총 설정액은 2004년 5,591억 원에서 2005년 말 2.77조 원, 2006년 말 6.45조 원으로 급격히 상승하였다. 반면, 증권 판매 펀드의 설정액은 2002년말 1.88조 원에서 2004년말 4,705억 원으로까지 감소한 이후 다시 증가하고 있다. 그러나 2006년 말 그 설정액은 1.76조 원에 불과하여 은행 판매 펀드에 비하여 낮은 성장세를 보이고 있음을 알 수 있다. 그 결과 은행 판매 펀드의 평균 설정액은 716.7억 원으로서, 증권 판매 펀드의 설정액 189.1억 원보다 높은 수준이었다.

<표 1> 기초 통계량

은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀드는 펀드의 판매사로서 각각 은행과 증권사만이 존재하는 펀드를 지칭한다. 복수 판매 펀드는 복수의 판매사들이 존재하는 펀드이다. 모든 수치는 연말을 기준으로 산출하였고, 평균 실적액은 펀드 단위당 실적액이다.

(단위 : 개, 억 원)

	은행 판매 펀드			증권 판매 펀드			복수 판매 펀드			총 펀드		
	펀드 수	평균 실적액	총 실적액	펀드 수	평균 실적액	총 실적액	펀드 수	평균 실적액	총 실적액	펀드 수	평균 실적액	총 실적액
2001년	-	-	-	15	206.8	3,101.6	3	207.1	621.3	18	206.8	3,722.9
2002년	5	405.3	2,026.4	63	298.5	18,803.9	7	931.9	6,523.1	75	364.7	27,353.4
2003년	15	127.5	1,913.1	60	200.8	12,046.9	12	464.4	5,572.6	87	224.5	19,532.6
2004년	13	430.1	5,591.5	66	71.3	4,705.8	18	320.4	5,766.5	97	165.6	16,063.8
2005년	24	1,155.6	27,734.0	53	98.8	5,235.0	41	1,269.7	52,058.7	118	720.6	85,027.7
2006년	44	1,465.1	64,465.1	68	258.4	17,573.7	101	1,307.3	132,040.3	213	1,005.1	214,079.1
연평균	20.2	716.7	20,346.0	54.0	189.1	10,244.5	30.3	750.1	33,763.8	101.3	447.9	60,963.3

3. 초과수익률과 펀드 보수

식 (1), 식 (2)를 이용한 개별펀드의 초과수익률을 계산하기 위해, 다음과 같은 대리변수를 이용하였다. 펀드 수익률(R_{it})은 개별펀드의 전월비 수익률이고, 무위험수익률(R_{ft})은 CD 3개월 수익률⁸⁾을 이용하였다. 주식형 펀드가 명시적 또는 암묵적으로 KOSPI 상승률에 대비하여 수익률을 평가하기 때문에, 시장수익률(R_{mt})의 대리변수로 KOSPI의 전월비 증가율을 이용하였다. 그리고 식 (2)의 규모요인(SMB_t)과 성장성요인(HML_t)의 추정에는 Fama-French(1989)의 방법을 이용하였다. 구체적으로 다음과 같이 적용하였다. 각 포트폴리오는 KOSPI에 있는 종목을 기준으로 구성하였다. 규모요인에 따른 기업 구분은 전년도 6월말 자료를 기초로, 성장성요인에 따른 기업 구분은 기업별로 결산일이 다를 수 있고 회기 중의 장부가치가 부정확할 수 있는 점을 감안하여 전기 결산 연말 자료를 기초로 이루어졌다. 그리고 모든 포트폴리오는 1년 주기로 재조정하였다.

유형별 펀드의 펀드 보수와 초과수익률에 대한 기초통계량을 <표 2>와 <표 3>에 요약하였다. 펀드의 평균적인 보수 수준을 보면, 총 보수, 판매 보수 및 운용 보수는 각각 1.95%, 1.35% 및 0.54%로서, 판매 보수와 운용 보수의 비율이 7:3의 수준이었음을 확인할 수 있다. 펀드의 보수는 2002년 이후 계속 상승하다가 2006년 들어 다소 감소한 추세를 보였다. 이 중에서 은행 판매 펀드의 총 보수는 연평균 2.19%로서 증권 판매 펀드 및 복수 판매 펀드의 총 보수 1.87%과 1.93%보다 각각 0.32% pts, 0.26% pts 높았다. 판매 보수 역시 은행 판매 펀드가 평균 1.45%로서 증권 판매 펀드 및 복수 판매 펀드 보다 각각 0.11%pts, 0.23%pts 높았다. 이들 펀드 보수의 유형별 차이에 대한 T 검정 결과는 은행 판매 펀드가 복수 판매 펀드나 증권 판매 펀드보다 유의미하게 높은 것으로 나타났다. 반면, 증권 판매 펀드는 복수 판매 펀드와 펀드 보수 측면에서는 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 총 보수는 복수 판매 펀드가 증권 판매 펀드에 비하여 평균 0.12%pts 높았으나, 판매 보수는 증권 판매 펀드가 오히려 복수 판매 펀드에 비하여 0.02%pts 높았다.

개별펀드의 연도별 초과수익률을 계산하기 위한 첫째 단계로서 개별 펀드 각각의 배

8) 전월비 수익률을 지표로 함에도 불구하고 CD 3개월 물을 이용한 것은 1개월 물에 해당하는 시장금리가 실제 존재하지 않기 때문에 실제로 이용 가능한 것이 3개월 물 금리였기 때문이다. 또한, 은행이 발행하는 CD 금리를 이용한 것은 국제 3개월 물 금리가 거래되는 경우가 드물어서 통상 CD 금리를 기준으로 그 평가가 결정되며, 단기의 경우 신용위험 프리미엄이 거의 무시될 수 있기 때문이다. 기존의 연구에서도 CD 수익률을 대리변수로 이용하고 있다. 박영규(2005) 참조.

<표 2> 펀드 보수
 은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀드는 펀드의 판매사로서 각각 은행과 증권사만이 존재하는 펀드를 지칭한다. 복수 판매 펀드는 복수의 판매사들이 존재하는 펀드이다. 각 연도의 펀드 보수는 당해년도 설정된 펀드를 기준으로 하여 측정되었으며, 각각의 보수는 각년도 설정된 펀드의 단순평균치이다.
 (단위 : %)

	은행 판매 펀드			증권 판매 펀드			복수 판매 펀드			총 펀드		
	총 보수	판매 보수	운용보수	총 보수	판매 보수	운용보수	총 보수	판매 보수	운용보수	총 보수	판매 보수	운용보수
2001년	-	-	-	2.05	1.52	0.45	2.05	1.52	0.39	2.05	1.52	0.44
2002년	1.27	0.69	0.54	1.57	1.03	0.45	1.68	1.06	0.49	1.56	1.01	0.46
2003년	1.94	1.24	0.64	1.91	1.40	0.45	1.87	1.24	0.58	1.91	1.35	0.50
2004년	2.26	1.53	0.69	2.00	1.49	0.48	2.03	1.41	0.54	2.04	1.48	0.52
2005년	2.40	1.62	0.73	1.96	1.45	0.45	2.19	1.55	0.60	2.13	1.52	0.56
2006년	2.24	1.48	0.71	1.86	1.32	0.48	1.93	1.23	0.63	1.97	1.31	0.60
연평균	2.19	1.45	0.69	1.87	1.34	0.46	1.99	1.32	0.60	1.95	1.35	0.54

<표 3> 판매사 유형별 초과수익률

CAPM와 FF는 각각 CAPM 모형 및 Fama and French(1989) 모형에 의해 산출된 개별펀드의 연도별 초과수익률을 유형별로 단순 평균하여 구한 수치이다. 이 때, 은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀드는 펀드의 판매사로서 각각 은행과 증권사만이 존재하는 펀드를 지칭한다. 복수 판매 펀드는 복수의 판매사들이 존재하는 펀드이다.

	은행 판매 펀드		증권 판매 펀드		복수 판매 펀드	
	CAPM	FF	CAPM	FF	CAPM	FF
2001년	-	-	0.026	-0.016	0.033	-0.011
2002년	0.098	0.066	0.076	0.070	0.081	0.073
2003년	0.081	0.074	0.078	0.064	0.087	0.075
2004년	-0.048	-0.046	-0.050	-0.049	-0.047	-0.048
2005년	0.122	0.093	0.073	0.066	0.095	0.077
2006년	-0.024	-0.033	-0.029	-0.029	-0.024	-0.032
평균	0.033	0.019	0.027	0.020	0.028	0.018
중간값	0.011	0.006	0.022	0.022	0.015	0.009
최소값	-0.106	-0.136	-0.212	-0.297	-0.212	-0.297
최대값	0.249	0.207	0.330	0.253	0.423	0.352
표준편차	0.086	0.077	0.084	0.082	0.088	0.082

타계수 및 Fama-French에 의거한 규모 요인 및 성장성 요인의 계수 값을 추정하였다. 베타계수(β_i)의 평균 값은 0.7144이었고, 규모 요인의 계수(β_{si}) 및 성장성 요인의 계수(β_{vi})의 추정치는 그 평균 값이 각각 0.1008과 0.0564이었다.⁹⁾ 그리고 베타계수는 대부분의 펀드에서 5%의 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났으나, 규모 요인 및 성장성 요인은 각각 전체 펀드의 20% 정도만이 유의미했던 것으로 추정되었다. 이렇게 추정된 개별펀드의 결정계수 값을 이용하여, 둘째 단계로서 개별펀드를 기준으로 연도별 초과수익률을 계산하였다.

이렇게 계산된 펀드의 연도별 초과수익률을 비교하면, 단순한 수치만으로 볼 때에 이들 유형간의 차이가 확인되지 않았다. CAPM의 경우 은행 판매 펀드, 증권 판매 펀드, 복수 판매 펀드의 평균 초과수익률은 각각 3.3%, 2.7%, 2.8%이며, FF 모형의 경우에는 각각 1.9%, 2.0%, 1.8%로서 주목할만한 차이는 보이지 않았다. 한편, 본 연구는 분석대상 펀드를 1억 이상의 펀드로 정하였는데, 이 경우 운용사들이 상대적으로 운용

9) 이러한 추정치는 기존 연구의 추정치와는 매우 다른 결과이다(서병덕 외(2008)). 가장 큰 원인은 무엇보다도 서병덕 외(2008)는 순수주식형 뿐만 아니라 혼합형을 포함하여 분석하고 있어서 순수주식형만을 대상으로 한 본 연구와 표본상의 차이가 있기 때문이라고 판단된다.

규모가 작은 펀드를 자의적으로 조정하여 펀드의 수익률을 인위적으로 높임으로써 전체적으로 펀드 수익률이 과대평가될 가능성을 생각해볼 수 있다. 이를 감안하여 분석 대상을 50억 원 이상인 펀드로 한정하여 평균적인 펀드의 초과수익률을 다시 계산하였다. CAPM의 경우 평균적인 초과수익률은 각각 3.9%, 3.9%, 3.1%이고, FF 모형의 경우 그것은 각각 2.4%, 2.8%, 1.3%였다. 이 결과는 펀드 규모가 50억 원 미만의 펀드와 50억 원 이상의 펀드를 비교할 때, 50억 원 미만 펀드의 평균 수익률이 상대적으로 낮음을 보여준다. 따라서 당초 우려와 달리 운용사의 자의적 조작에 의한 펀드 수익률의 과대평가 문제는 적어도 분석대상 자료의 경우에는 존재하지 않았다고 판단되며, 이에 따라 본 연구는 표본 수를 가능한 축소하지 않기 위해서 1억 원 이상의 펀드를 대상으로 하였다.

V. 실증 결과

1. 운용성과와 판매 보수

분석 대상의 기본 단위는 개별펀드의 연도별 운용성과이다. 펀드마다 그 생성 및 지속 기간이 다르기 때문에, 펀드의 연도별 초과수익률은 불균형(unbalanced) 패널자료이다. 패널 모형을 추정하기 위한 방법으로는 고정 효과 모형과 변동 효과 모형이 있다. 그런데 본 연구의 추정식에는 설명변수로서 더미변수가 포함되어 있기 때문에, 시간 불변의 변수들이 추정 과정에서 제거되는 고정 효과 모형을 이용할 수 없었다. 따라서 추정은 변동 효과 모형을 이용하였다.¹⁰⁾

판매 보수와 운용성과의 관계를 살펴보기 위해서 식 (4)와 식 (4')를 이용하여 추정한 결과를 <표 4>에 정리하였다. 우선 펀드 보수 이외의 요인들이 운용성과에 미친 영향을 살펴보았다. 펀드의 현금흐름은 기존 연구의 결과와 동일하게 운용성과를 제고하는 것으로 추정되었다. 그러나 펀드 규모는 운용성과와 유의미한 관계인 것으로 판단되지 않았다. 한편, 펀드의 지속기간은 CAPM 모형에서만 운용성과와 부(-)의 관계인 것으로 나타났다. 그러나 FF 모형에서는 그 유의성이 존재하지 않았다는 점에서 이러

10) 변동 효과 모형을 이용할 때, 상수항과 설명변수간에 독립성이 존재하지 않으면 모형 식별오차 문제가 발생할 수 있으나, 모형 내의 더미변수로 인하여 이 문제를 검증할 Hausman 테스트를 이용할 수 없었다. 개념적으로 보면 상수항은 개별펀드 자체의 운용 능력에 의한 초과수익률을 의미하기 때문에, 초과수익률에 영향을 주는 여타 요인을 의미하는 설명변수와 독립적인 관계에 있을 가능성이 높다고 판단하고 회귀분석을 실시하였다.

한 결과만을 놓고 지속 기간과 운용성과 간에 반비례적인 관계가 있다고 단정할 수는 없었다. 또한 판매 수수료의 존재 자체는 운용성과에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다, 유의미하지는 않았다. 그 결과가 유의미하지 않았던 것은 표본의 추출 방식에 의한 것이 크다고 판단된다. 즉, 판매 수수료가 펀드에서 지급될 경우 펀드의 설정 직후 바로 수수료가 지급되는 것으로 회계처리가 이루어지고 따라서 펀드의 기준가는 바로 하락한다. 그러므로, 판매 수수료로 인한 수익률 하락은 초기 년도에 이루어지고, 차기 년도부터의 운용성과에는 판매 수수료가 직접 영향을 주지 않는 것으로 계산되었다.

<표 4> 운용성과와 펀드 보수

CAPM (1)과 (2)는 CAPM을 통해 추정된 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (1) 및 식 (2)를 회귀 분석한 값이며, FF Model (1)과 (2)는 FF 모형을 통해 추정된 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (1) 및 식 (2)를 회귀 분석한 값이다. 추정은 변동 효과 패널 분석법을 이용하였다.

추정식 (1) : $\alpha_{it} = constant + \gamma_1 Fee_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it}$

추정식 (2) : $\alpha_{it} = constant + \gamma_0 FM_i + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it}$

단, α_{it} : 펀드의 초과수익률, Fee_i : 펀드 총 보수, $Flow_{it}$: 펀드의 자금흐름, $LNSize_{it}$: 펀드 규모,

Dur_{it} : 펀드의 지속기간, $Load_i$: 판매수수료 더미변수, FM_i : 펀드 운용 보수, FS_i : 펀드 판매 보수

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의미 함. () 안의 수치는 T 값임.

	종속변수 : α_{it}			
	CAPM(1)	CAPM(2)	FF Model(1)	FF Model(2)
Constant	0.1422***(3.11)	0.1418***(3.09)	0.1101***(2.64)	0.1112***(2.66)
Fee_i	-1.2815**(-2.07)		-1.0060*(-1.78)	
FM_i		-1.5196(-0.80)		-1.6606(-0.96)
FS_i		-1.2501**(-1.97)		-0.9652*(-1.67)
$Flow_{it}$	0.0034***(5.50)	0.0034***(5.49)	0.0022***(3.88)	0.0022***(3.88)
$LNSize_{it}$	-0.0026 (-1.48)	-0.0026(-1.46)	-0.0027*(-1.66)	-0.0026(-1.62)
Dur_{it}	-0.0010***(-2.69)	-0.0010***(-2.68)	-0.0004(-1.23)	-0.0004(-1.25)
$Load_i$	-0.0071(-0.37)	-0.0070(-0.37)	-0.0093(-0.53)	-0.0094(-0.54)
R-Square	0.1283	0.1283	0.0667	0.0675

펀드의 총 보수는 운용성과에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. CAPM 모형에서는 5%, FF 모형에서는 10%의 유의수준에서 총 보수가 운용성과에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 펀드 보수를 판매 보수와 운용 보수로 구분하여 초과수익률에 미치는 영향을 추정하였다. 판매 보수는 운용성과에 유의미하게 부정적인 영향을 주었으나, 운용 보수는 운용성과에 영향을 주지 못하는 것으로 추정되었다. 이 결과는 결국 펀드 보수 중에서도 판매 보수가 펀드의 운용성과에 부정적인 작용을 하는 원인

이었음을 보여 준다.

이처럼 총 보수나 판매 보수가 높은 펀드의 운용성과가 저조한 원인은 두 가지 측면으로 구분하여 분석할 수 있다. 첫째는 펀드 보수를 높게 받는 판매사가 잘못된 펀드를 선정할 경우이며, 다른 하나는 펀드 선정 자체는 문제가 없었으나 보수가 지나치게 높아 보수를 차감하고 계산된 운용성과가 저조할 경우이다. 이러한 원인 분석을 위해 종속변수인 초과수익률을 다음과 같은 대리변수로 대체하였다. 즉, 총 보수 차감 전 초과수익률(α_{it}^{bf}), 판매 보수 차감 전 초과수익률(α_{it}^{bs}), 운용 보수 차감 전 초과수익률(α_{it}^{bm})을 펀드의 초과수익률에서 펀드의 총 보수, 판매 보수, 운용 보수를 합한 값으로 각각 정의하고, 이들을 종속변수로 설정한 후 회귀분석을 실시하였다(식 (6), 식 (6'), 식 (6'') 참조). 이렇게 대체된 수익률은 각각 총 보수, 판매 보수, 또는 운용 보수로 인하여 펀드의 운용성과가 달라지는 것을 제거한 변수로 해석될 수 있다.

$$\alpha_{it}^{bf} = constant + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it} \quad (6)$$

$$\alpha_{it}^{bs} = constant + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it} \quad (6')$$

$$\alpha_{it}^{bm} = constant + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it} \quad (6'')$$

단, $\alpha_{it}^{bf}(= \alpha_{it} + Fee_i)$: 총 보수 차감 전 초과수익률, $\alpha_{it}^{bs}(= \alpha_{it} + FS_i)$: 판매 보수 차감 전 초과수익률
 $\alpha_{it}^{bm}(= \alpha_{it} + FM_i)$: 운용 보수 차감 전 초과수익률

회귀분석 결과를 보면(<표 5> 참조), 총 보수 및 운용 또는 판매 보수에 의하여 펀드 별로 운용성과가 달라지는 측면을 배제하는 경우, 펀드의 판매보수와 운용성과의 유의미한 관계는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이것은 높은 판매 보수를 받은 판매사가 비용 요인을 제거한다고 하더라도 운용성과가 좋은 펀드를 선정하지도, 그렇다고 해서 운용성과가 저조한 펀드를 선정하지도 않았다는 것을 의미한다. 이 결과는 결국 판매보수가 높은 펀드의 저조한 운용성과가 펀드 보수에 기인한 것이라는 점을 반증한다. 특히, 판매보수가 판매 보수를 제외한 운용성과 또는 운용 보수를 제외한 운용성과에 모두 영향을 주지 못했던 것은 펀드의 보수 설정 시 판매 보수와 운용 보수가 상호 비례적으로 결정되는 관행을 반영한 것으로 판단된다.

이상의 분석 결과는 판매사의 판매 보수가 지나치게 높다는 통념이 근거가 없는 것은 아니라는 점을 시사한다. 분석 결과에 의한다면, 높은 판매 보수는 운용성과라는 측면에서는 정당화될 수 없었다. 즉 높은 비용을 부과한 판매사가 펀드 보수로 인한 비용 요인을 제거하더라도 우월한 운용성과의 펀드를 투자자에게 제공하지 못하였을 뿐만

아니라, 이들의 높은 판매 보수는 오히려 펀드의 운용성과를 하락시키는 요인으로 작용하였을 뿐이었다.

<표 5> 운용성과(보수 차감 전)와 펀드 보수

이하의 추정 결과는 CAPM 및 FF Model을 통해 추정된 초과수익률과 펀드 보수를 이용하여 계산된 각각의 초과수익률을 종속변수로 하고, 식 (1)~식 (3)을 회귀 분석한 값이다. 추정 방법으로는 변동 효과 패널 분석법을 이용하였다.

추정식 (1) : $\alpha_{it}^{bf} = constant + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it}$

추정식 (2) : $\alpha_{it}^{bs} = constant + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it}$

추정식 (3) : $\alpha_{it}^{bm} = constant + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + \epsilon_{it}$

단, $\alpha_{it}^{bf} = (\alpha_{it} + Fee_i)$: 총 보수 차감 전 초과수익률, $\alpha_{it}^{bs} = (\alpha_{it} + FS_i)$: 판매 보수 차감 전 초과수익률, $\alpha_{it}^{bm} = (\alpha_{it} + FM_i)$: 운용보수 차감 전 초과수익률, α_{it} : 초과수익률, Fee_i : 총 보수, FS_i : 판매 보수, FM_i : 운용 보수, $Flow_{it}$: 펀드의 자금흐름, $LNSize_{it}$: 펀드 규모, Dur_{it} : 펀드의 지속 기간, $Load_i$: 판매수수료 더미변수(존재하면 1)

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의미 함. () 안의 수치는 T 값임.

	종속변수 : α_{it}^{bf}		종속변수 : α_{it}^{bs}		종속변수 : α_{it}^{bm}	
	CAPM	FF Model	CAPM	FF Model	CAPM	FF Model
Constant	0.1407***	0.1096***	0.1365***	0.1054**	0.1400***	0.1089***
FS_i	-0.2357	0.5392	-0.1994	0.0902	-1.2328*	-0.9431
$Flow_{it}$	0.0034***	0.0022***	0.0034**	0.0022***	0.0034***	0.0022***
$LNSize_{it}$	-0.0026	-0.0027*	-0.0027	-0.0028*	-0.0026	-0.0027*
Dur_{it}	-0.0010***	-0.0004	-0.0010***	-0.004	-0.0010***	-0.0004
$Load_i$	-0.0066	-0.0088	-0.0058	-0.0080	-0.0066	-0.0088
R-Square	0.1116	0.0543	0.1110	0.0544	0.1274	0.0651

2. 판매사의 기능과 판매 보수

제 1절에서는 판매보수와 운용성과가 반비례적인 관계에 있음을 전체 펀드를 대상으로 확인하였다. 제 2절에서는 판매사가 펀드의 후원자로서 운용성과에 얼마나 기여했는가를 살펴 보기 위해, 은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀드와 전체 펀드간의 운용 성과를 비교 분석한다. 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드의 운용성과 평가를 위한 식 (5) 및 (5')에 대한 회귀 분석 결과는 <표 6>에 요약되어 있다. 더미변수를 제외한 여타 설명변수의 추정 결과는 더미변수를 포함하지 않았을 경우의 추정 결과(<표 4> 참조)와 크게 차이가 없었다. 이제 더미변수의 추정 결과를 보면, 은행 판매 펀드는 운용 성과 측면에서 전체 펀드와 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 증권 판매 펀드의 운

용성과는 모든 모형에서 10%의 유의수준에서 전체 펀드의 운용성과보다 우월한 것으로 나타났으나, 10% 유의수준의 추정 결과는 증권사의 후원자로서의 긍정적 기능을 지지하기에는 미약하다.

<표 6> 판매사의 기능과 운용성과

CAPM (1)과 (2)는 CAPM을 통해 추정된 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (1) 및 식 (2)를 회귀 분석한 값이며, FF Model (1)과 (2)는 FF 모형을 통해 추정된 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (1) 및 식 (2)를 회귀 분석한 값이다. 추정은 변동 효과 패널 분석법을 이용하였다.

추정식 (1) : $\alpha_{it} = constant + \gamma_1 Fee_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + D_1 Bank_i + D_2 Securities_i + \epsilon_{it}$

추정식 (2) : $\alpha_{it} = constant + \gamma_0 FM_i + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_4 Dur_{it} + \gamma_5 Load_i + D_1 Bank_i + D_2 Securities_i + \epsilon_{it}$

단, α_{it} : 펀드의 초과수익률, Fee_i : 총 보수, $Flow_{it}$: 펀드의 자금흐름, Dur_{it} : 펀드의 지속기간,

$Load_i$: 판매수수료 더미변수, FM_i : 운용 보수, FS_i : 판매 보수,

$Bank_i$: 은행 판매 펀드 더미변수, $Securities_i$: 은행 판매 펀드 더미변수

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의미 함. () 안의 수치는 T 값임.

	종속변수 : α_{it}			
	CAPM(1)	CAPM(2)	FF Model(1)	FF Model(2)
<i>Constant</i>	0.0650*** (3.44)	0.0609*** (2.83)	0.0315* (-0.98)	0.0297 (1.51)
<i>Fee_i</i>	-1.13988* (-1.91)		-0.8256 (-1.52)	
<i>FM_i</i>		-0.5346 (-0.26)		-0.5605 (-0.30)
<i>FS_i</i>		-1.1614* (-1.91)		-0.8484 (-1.53)
<i>Flow_{it}</i>	0.0034*** (5.54)	0.0034*** (5.54)	0.0022*** (3.89)	0.0022*** (3.89)
<i>Dur_{it}</i>	-0.0009** (-2.53)	-0.0009** (-2.49)	-0.0003 (-1.00)	-0.0003 (-1.00)
<i>Bank_i</i>	0.0045 (0.32)	0.0037 (0.26)	0.0010 (0.08)	0.0006 (0.05)
<i>Securities_i</i>	0.0186* (1.72)	0.0192* (1.74)	0.0181* (1.84)	0.0183* (1.82)
R-Square	0.1308	0.1309	0.0699	0.0701

이제 제 1절의 분석 결론, 펀드 보수가 높은 펀드가 상대적으로 운용성과가 좋지 않았던 것은 판매보수가 높은 펀드가 운용성과가 좋은 펀드를 투자자에게 제공하는데 실패하였고, 높은 판매보수가 운용수익률을 하락시키는 직접적 효과가 유효했기 때문이라는 점을 상기할 필요가 있다. 이와 동일한 맥락하에서 은행과 증권사의 판매사로서의 운용성과에 대한 영향을 총 보수 또는 판매보수가 운용성과에 미치는 직접적 영향과 펀드 보수 요인을 제거한 판매사의 후원자로서의 펀드 선정 효과로 구분하여 분석하였다. 펀드 보수로 인한 운용성과의 차이를 제거한 상태에서 은행 또는 증권사가 펀드의 후원자로서 투자자에게 우월한 운용성과를 제공하는데 기여했는가를 판단하기 위해 다음과 같이 <가설 2>를 설정하였다.

가설 2 : 펀드 보수 요인을 제거할 경우, 은행 판매 펀드(또는 증권 판매 펀드)의 초과 수익률은 전체 펀드의 초과수익률보다 높다.

<가설 2>의 검증을 위해 총 보수(또는 판매 보수)에 은행 더미변수와 증권사 더미변수를 각각 곱한 변수를 추가하여 식 (5), 식 (5')를 식 (7), 식 (7')로 각각 변형하였다. 이들 두 더미변수는 각각 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드의 보수가 운용성과에 어떠한 영향을 주었는지를 보여준다. 이처럼 보수의 차이가 운용성과에 미치는 영향을 별도로 구분하여 설명변수로 포함시키면, 기존의 은행 판매 펀드 및 증권 판매 펀드의 더미변수의 의미는 이전의 식과는 다른 의미를 갖게 된다. 즉, 식 (7)과 식 (7')에서 있는 은행 또는 증권 더미변수는 판매사별로 보수를 통제한 이후에도 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드의 운용성과가 우월한지를 판단하는 변수이다. 따라서 더미변수는 총 보수 또는 판매 보수를 제외한 운용성과를 판단하는, 곧 비용 요인을 감안하지 않고 판매사가 후원자로서의 펀드 선정을 효과적으로 실행했는가를 판단하는 지표로 해석될 수 있다.

$$\alpha_{it} = constant + \gamma_1^B FeeBank_i + \gamma_1^S FeeSec_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 Dur_{it} + \gamma_4 Load_i + D_1 Bank_i + D_2 Securities_i + \epsilon_{it} \tag{7}$$

$$\alpha_{it} = constant + \gamma_0 FM_i + \gamma_1^B FSBank_i + \gamma_1^S FSSec_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 Dur_{it} + \gamma_4 Load_i + D_1 Bank_i + D_2 Securities_i + \epsilon_{it} \tag{7'}$$

단, $FeeBank_i = Bank_i \times Fee_i$ $FeeSec_i = Securities_i \times Fee_i$ $FSBank_i = Bank_i \times FS_i$ $FSSec_i = Securities_i \times FS_i$

식 (7)과 식 (7')의 추정 결과를 요약하면 <표 7>과 같다. 첫째, 은행이나 증권사 모두 보수 요인을 제외한 경우에도 판매사로서의 운용성과를 제고하는 기능을 수행했다는 강력한 증거는 존재하지 않았다. 은행판매펀드는 CAPM에서, 그리고 증권판매펀드는 CAPM 및 FF 모형 모두에서 10%의 유의수준에서 우월한 펀드 선정 능력이 존재함을 보여주었으나, 이러한 결과는 은행과 증권사의 판매사로서의 기능을 입증하기에는 미약하다.

펀드 보수가 운용성과에 미친 부정적인 영향은 은행판매펀드의 경우에만 그 개연성이 나타났다. 즉, 은행판매펀드의 총 보수 또는 판매 보수가 운용성과에 미친 영향은 CAPM에서 10% 유의수준에서 부정적인 것으로 나타났고, 그 계수 값 자체를 비교하더라도 증권판매보다 훨씬 부정적인 영향을 준 것으로 추정되었다. 그러나 그 유의수

준을 감안할 때 이러한 추정 결과를 근거로 은행이 판매한 펀드의 총 보수 또는 판매 보수가 운용성과에 미친 부정적인 영향이 전체적인 펀드의 경우보다 높았다고 단정지을 수는 없다. 다만 우리는 이러한 분석 결과에서 펀드의 총 보수 또는 판매 보수가 펀드의 운용성과에 미치는 부정적인 영향의 가능성을 다시 한번 확인할 수 있다. 즉, 만약 추정결과를 기초로 은행이 후원자로서의 기능을 효과적으로 수행하였다고 인정한다고 하더라도, 은행이 판매한 펀드의 상대적으로 높은 총 보수 또는 판매보수로 인하여 이러한 운용성과 제고 효과가 상쇄되었음을 본 연구의 추정 결과는 제시하고 있다.

<표 7> 판매사의 펀드 보수와 운용성과

CAPM (1)과 (2)는 CAPM을 통해 추정된 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (1) 및 식 (2)를 회귀 분석한 값이며, FF Model (1)과 (2)는 FF 모형을 통해 추정된 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (1) 및 식 (2)를 회귀 분석한 값이다. 추정은 변동 효과 패널 분석법을 이용하였다.

$$\text{추정식 (1)} : \alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_1^B \text{FeeBank}_i + \gamma_1^S \text{FeeSec}_i + \gamma_2 \text{Flow}_{it} + \gamma_3 \text{Dur}_{it} + \gamma_4 \text{Load}_i + D_1 \text{Bank}_i + D_2 \text{Securities}_i + \epsilon_{it}$$

$$\text{추정식 (2)} : \alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_0 \text{FM}_i + \gamma_1^B \text{FSBank}_i + \gamma_1^S \text{FSSec}_i + \gamma_2 \text{Flow}_{it} + \gamma_3 \text{Dur}_{it} + \gamma_4 \text{Load}_i + D_1 \text{Bank}_i + D_2 \text{Securities}_i + \epsilon_{it}$$

단, α_{it} : 펀드의 초과수익률, Fee_i : 총 보수, Flow_{it} : 펀드의 자금흐름, Dur_{it} : 펀드의 지속기간, Load_i : 판매수수료 더미변수, FM_i : 운용 보수, FS_i : 판매 보수, Bank_i : 은행 판매 펀드 더미변수, Securities_i : 은행 판매 펀드 더미변수, $\text{FeeBank}_i = \text{Bank}_i \times \text{Fee}_i$, $\text{FeeSec}_i = \text{Securities}_i \times \text{Fee}_i$, $\text{FeeBank}_i = \text{Bank}_i \times \text{FS}_i$, $\text{FSSec}_i = \text{Securities}_i \times \text{FS}_i$

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의미 함. () 안의 수치는 T 값임.

	종속변수 : α_{it}			
	CAPM(1)	CAPM(2)	FF Model(1)	FF Model(2)
Constant	0.0434*** (2.68)	0.0450** (2.23)	0.0152 (1.03)	0.0181 (0.98)
FeeBank _i	-3.3950* (-1.79)		-1.3208 (-0.76)	
FeeSec _i	-0.3882 (-0.55)		-0.4873 (-0.76)	
FM _i		-0.3379 (-0.16)		-0.5539 (-0.29)
FSBank _i		-3.4351* (-1.74)		-1.2552 (-0.70)
FSSec _i		-0.4808 (-0.68)		-0.5614 (-0.88)
Flow _{it}	0.0034*** (5.58)	0.0034*** (5.54)	0.0022*** (3.93)	0.0022*** (3.90)
Dur _{it}	-0.0010*** (-2.67)	-0.0001*** (-2.63)	-0.0003 (-1.06)	-0.0003 (-1.04)
Bank _i	0.0793* (1.75)	0.0547* (1.65)	0.0293 (0.71)	0.0191 (0.63)
Securities _i	0.0273 (1.54)	0.0262* (1.76)	0.0285* (1.76)	0.0264* (1.94)
R-Square	0.1305	0.1305	0.0663	0.0667

3. 판매사의 비교 : 은행과 증권사

제 2절의 추정 결과는 판매사 중에서도 은행이 전체 펀드에 대비하여 상대적으로 높

은 총 보수와 판매 보수를 부과함으로써 펀드의 운용성과를 하락시킬 가능성을 제시하였다. 반면 증권 판매 펀드는 여타 펀드 유형과의 차이가 발견되지 않았다. 이러한 은행과 증권사의 판매사로서의 펀드 보수의 차이를 확인하기 위해, 분석대상 펀드의 범위를 단독 판매 펀드로 국한하여 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드간의 운용성과 차이를 비교 분석하였다. 이를 위해 다음과 같이 <가설 3>, <가설 4>를 설정하였다.

가설 3 : 은행 판매 펀드의 초과수익률은 증권 판매 펀드의 초과수익률보다 높다.

가설 4 : 펀드 보수 요인을 제거할 경우, 은행 판매 펀드의 초과수익률은 증권판매 펀드의 초과수익률보다 높다.

그리고 상기 가설의 검증을 위해 이하의 추정식 (8)~ 식 (9') 를 설정하였다. 이들 식이 앞서의 추정식 (5), 식 (5'), 식 (7), 식 (7')과 다른 점은 은행 판매 펀드 더미변수와 증권 판매 펀드 더미변수 중에서 증권 판매 펀드 더미변수를 제거했다는 데 있다.

$$\alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_1 \text{Fee}_i + \gamma_2 \text{Flow}_{it} + \gamma_3 \text{LNSize}_{it} + \gamma_4 \text{Dur}_{it} + \gamma_5 \text{Load}_i + D_1 \text{Bank}_i + \epsilon_{it} \quad (8)$$

$$\alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_0 \text{FM}_i + \gamma_1 \text{FS}_i + \gamma_2 \text{Flow}_{it} + \gamma_3 \text{LNSize}_{it} + \gamma_4 \text{Dur}_{it} + \gamma_5 \text{Load}_i + D_1 \text{Bank}_i + \epsilon_{it} \quad (8')$$

$$\alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_1^B \text{FeeBank}_i + \gamma_2 \text{Flow}_{it} + \gamma_3 \text{LNSize}_{it} + \gamma_4 \text{Dur}_{it} + \gamma_5 \text{Load}_i + D_1 \text{Bank}_i + \epsilon_{it} \quad (9)$$

$$\alpha_{it} = \text{constant} + \gamma_0 \text{FM}_i + \gamma_1^B \text{FSBank}_i + \gamma_2 \text{Flow}_{it} + \gamma_3 \text{LNSize}_{it} + \gamma_4 \text{Dur}_{it} + \gamma_5 \text{Load}_i + D_1 \text{Bank}_i + \epsilon_{it} \quad (9')$$

추정식의 회귀분석 결과는 <표 8>에 요약되어 있다. 은행 판매 펀드의 운용성과는 증권 판매 펀드의 운용성과보다 우월하지 않은 것으로 나타나, <가설 3>은 기각되었다. 추가적으로 제 2결과 마찬가지로 펀드 보수에 은행 더미변수를 곱한 더미 곱 변수를 추가하여 운용성과의 원인을 펀드보수 요인과 펀드선정 기능 요인으로 분리함으로써 <가설 4>를 검증하였다. 펀드 보수로 인한 요인을 제거한 상태에서도 은행이 증권사보다 펀드 선정 능력에서 우월하다고 결론을 내릴 수는 없어, <가설 4> 역시 채택하기는 어려웠다. 따라서 은행과 증권사간의 펀드 선정 기능의 차이는 존재하지 않는 것으로 판단된다. 반면, 추정 결과는 펀드 보수가 운용성과에 미치는 영향은 양자간에 차이가 존재할 수 있음을 보여 준다. CAPM의 추정 결과를 보면, 은행의 총 보수 또는 판매보수는 펀드의 운용성과에 부정적으로 영향을 주었음이 5%의 유의수준에서 확인되었으나 증권사의 펀드 보수는 운용성과에 유의미한 영향을 주지 못한 것으로 나타났

다. 즉 패널분석 결과는 은행이 펀드의 운용성과에 부정적인 영향을 줄만큼 증권사보다 판매보수를 높이 책정하였음을 시사하고 있다.

그러나 <표 1>에서 보듯이 은행 판매 펀드의 경우 연도별로 분석 대상 펀드의 수가 매우 다르기 때문에, 추정 결과가 상대적으로 펀드 수가 많았던 연도의 운용성과에 의존할 가능성을 배제할 수 없다. 즉 추정 결과가 판매보수가 아닌 연도별 특성의 차이에 기인할 수도 있는 것이다. 이 점을 감안하여 본 연구는 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드의 포트폴리오를 구성하여 연도별 펀드 수의 차이로 발생할 수 있는 추정상의 왜곡을 제거하고, 두 포트폴리오의 운용성과에 미치는 영향을 SUR(Seemingly Unrelated Regression) 기법을 이용하여 양자 간의 운용성과를 비교 분석하였다. 매 월별로 은행 판매 펀드와 증권 판매 펀드 각각의 범주에 속하는 개별 펀드의 초과수익률을 계산하고, 각 범주 별로 개별펀드 월별 초과수익률의 단순 평균치를 구하여 이를 각각 해당 월의 은행판매펀드 및 증권판매펀드 포트폴리오의 초과수익률로 정의하였다. 이렇게 구한 포트폴리오 초과수익률은 해당 기간에 존재하는 개별 펀드 수에 영향 받지 않기 때문에, 앞서 지적한 연도별 표본 수의 차이로 인한 분석상의 왜곡을 배제할 수 있다. 이제 이 두 포트폴리오의 초과수익률을 종속변수로 하고, 식 (4)와 식 (4')를 기초로 초과수익률에 미치는 설명변수를 설정하여 은행판매펀드와 증권판매펀드간의 운용성과간의 차이가 존재하는지를 분석하였다. 단, 펀드의 지속기간과 판매수수료는 포트폴리오를 구성할 경우 그 평균치가 수익률에 미치는 영향을 판단하는 것이 유의미하지 않다고 생각되어 설명변수에서 제외하였다.

SUR 추정 결과는 <표 9>에 요약되어 있다. 다만, 추정 대상 포트폴리오 초과수익률의 시계열수가 60개에 불과하기 때문에 추정 결과를 해석하는 데에는 주의할 필요가 있다. 추정 결과를 보면, 은행 판매 펀드의 초과수익률은 양이고 증권 판매 펀드의 그것은 음으로 나타나, 연도별 표본 수의 차이가 분석에 영향을 주었음을 보여주고 있다. 그러나 은행 판매 펀드 포트폴리오와 증권 판매 펀드 포트폴리오간의 운용성과의 차이가 존재하지 않는다는 귀무가설을 기각할 수는 없었다.

한편, 설명변수의 추정치 모두가 유의하지 않은 것으로 나타나 추정 결과를 적극적으로 해석할 수는 없지만, 다만 추정된 계수 값의 절대적 수치를 이용하여 앞서의 패널 분석 결과와 비교하였다. 총 보수 또는 판매보수의 계수 값은 두 포트폴리오 모두에서 음으로 나타나, 운용성과와 반비례적인 관계로 나타났다. 이 때 두 포트폴리오 계수 값을 비교해 보면, 판매보수의 경우 은행 판매 펀드는 -0.3692로서 증권 판매 펀드 -0.1448 보다 훨씬 낮은 수치로 추정되었다. 즉, 연도별 편차를 제거한 추정 결과는 이

전의 패널 분석 결과와 상치되지 않았다.

<표 9> 은행판매펀드와 증권판매펀드의 운용성과(SUR 분석)

은행판매펀드 및 증권판매펀드의 초과수익률은 유형별로 개별펀드의 수익률을 단순 평균하여 포트폴리오 수익률을 산출하고, 이를 FF 모형을 이용하여 추정된 월별 초과수익률이다. 그리고 추정은 이하의 식 (1) 및 식 (2)를 기초로 SUR 분석 방법을 이용하여 실시하였다.

추정식 (1) : $\alpha_{it} = \alpha_i + \gamma_1 Fee_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \epsilon_{it}$

추정식 (2) : $\alpha_{it} = \alpha_i + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 Flow_{it} + \gamma_3 LNSize_{it} + \epsilon_{it}$

단, α_{it} : 포트폴리오의 t기 초과수익률, Fee_i : 펀드 총 보수, FS_i : 펀드 판매 보수

$Flow_{it}$: 펀드의 자금 흐름(개별펀드 단순 평균치), $LNSize_i$: 펀드 규모(개별펀드의 단순 평균치,

α_b : 은행판매펀드 포트폴리오 초과수익률, α_s : 증권판매펀드 포트폴리오 초과수익률

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의미 함. () 안의 수치는 T 값임.

종속변수 : α_{it}				
	은행판매펀드	증권판매펀드	은행판매펀드	증권판매펀드
α_i	0.0156(0.31)	-0.0266(-0.56)	0.0158(0.31)	-0.0294(-0.68)
Fee_i	-0.2959(-0.83)	-0.1795(-0.18)		
FS_i			-0.3692(-0.87)	-0.1448(-0.16)
$Flow_{it}$	-0.0012(-0.28)	-3.33e-8(-0.50)	-0.0012(-0.26)	-3.33e-8(-0.68)
$LNSize_{it}$	-0.0003(-0.13)	0.0016(0.95)	-0.0003(-0.15)	0.0016(0.97)
Ho : $\alpha_b = \alpha_s$	Chi2(1) = 0.29 (Prob > chi2 = 0.5921)		Chi2(1) = 0.35 (Prob > chi2 = 0.5552)	

VI. 결 론

본 논문은 펀드 판매사의 기능을 분석하고, 이러한 분석을 바탕으로 현재의 판매 보수가 적정한 것인지를 판단하는데 그 목적이 있었다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 펀드의 총 보수 또는 판매 보수가 높을수록 펀드의 운용성과는 저조하였다. 그것은 높은 보수가 설정된 펀드가 상대적으로 높은 운용성과를 올리기도는, 오히려 높은 보수가 펀드의 수익률을 감소하는 요인으로 작용하였기 때문이다. 둘째, 은행과 증권사의 판매사로서의 기능을 평가하면, 이들 모두 판매사로서 운용성과에 긍정적인 기능을 수행하였다고 볼 수 없었다. 셋째, 은행이 단독으로 판매한 펀드는 증권 판매펀드 및 다른 판매 유형의 펀드와 비교할 때 상대적으로 높은 판매 보수를 부과하였으며, 이것이 결과적으로 펀드의 운용성과에 부정적으로 작용할 가능성이 제시되었다.

이러한 분석 결과는 최근 제기된 판매 보수가 지나치게 높다는 주장이 전혀 근거가 없는 것은 아니라는 점을 보여주고 있다. 본 연구 결과는 펀드 보수, 특히 판매 보수가 운용성과가 우월한 펀드를 선정하는데 기여한 대가로서 정당화될 수 없으며, 오히려

펀드 수익률 하락의 직접적인 요인으로 작용했음을 시사한다. 특히, 은행이 증권사에 비하여 상대적으로 높은 판매 보수를 부과하고, 이것이 운용성과를 저하시키는 요인으로 작용하는 것으로 나타난 점은 주목할만한 사항이다.

본 논문은 자료상의 한계로 시계열상으로 매우 길지 않은 기간을 대상으로 하였기 때문에, 그 분석 결과를 해석하는데 주의해야 할 측면이 존재한다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 펀드시장에서 주요한 역할을 수행하고 있는 판매사의 역할을 분석하고, 특히 판매사의 판매 보수 및 총 보수가 전체 펀드의 운용성과에 부정적인 영향을 준다는 점을 지적함으로써 합리적인 펀드 보수 체계의 확립이 필요하다는 점을 제시했다는데 그 의의가 있다고 할 수 있다.

참 고 문 헌

- 민재형, 구기동, “펀드의 스타일, 크기와 운용성과에 관한 연구”, 한국증권학회, 2006년 4차 발표회, 2006.
- 박영규, 장욱, “국내 주식형 펀드시장에 대한 성과평가연구”, 증권학회지, 제29집, 2001, 117-143.
- 박영규, 주효근, “채권형 펀드의 성과평가 및 성과지속성 연구”, 재무연구, 제17권 제1호, 2004, 143-174.
- 박영규, “펀드투자자와 펀드매니저의 투자행태에 관한 연구”, 재무연구, 제18권 제1호, 2005, 31-67.
- 서병덕, 홍동현, 이미영 “펀드의 성과와 규모에 관한 연구 : 펀드의 최적 규모는 존재하는가?”, 대한경영학회지, 제21권 제1호, 2008, 323-345.
- 신성환, “국내 주식 및 채권 펀드를 통한 위탁투자에 관한 연구”, 증권학회지, 제32권 제3호, 2003, 165-190.
- Bergstresser, Daniel, John. M.R.Chalmers, Peter Tufano, “Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry”, *Harvard finance working paper*, Harvard University, 2006.
- Carhart, Mark M., “On Persistence in Mutual Fund Performance,” *Journal of Finance*, 52(1), (1997), 57-82.
- Carhart, Mark M., Jennifer N. Carpenter, Anthony W. Lynch, David K. Musto, “Mutual Fund Survivorship,” *Review of Financial Studies*, 15(5), (2002), 1439-1463.
- Chen, Joseph, Harrison Hong, Ming Huang, Jeffrey D. Kubik, “Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization,” *American Economic Review*, 94(5), (2004), 1276-1302.
- Chordia, Tarun, “The Structure of Mutual Fund Charges,” *Journal of Financial Economics*, 41, (1996), 3-39.
- Christoffersen, Susan, Richard Evans, David Musto, “The Economics of Mutual-Fund Brokerage : Evidence from the Cross Section of Investment Channels,” *AFA Boston 2006 Working Paper*, 2006.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Christopher R. Blake, “Survivorship Bias and Mutual Fund Performance,” *Review of Financial Studies*, 9(4), (1996), 1097-1120.

- Frye, Melissa B., "The Performance of Bank-Managed Mutual Funds," *The Journal of Financial Research*, 24(3), (2001), 419-442.
- Fama, Eugene F., Kenneth R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 33, (1993), 3-56.
- Fama, Eugene F., Kenneth R. French, "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," *Journal of Finance*, 51(1), (1996), 55-84.
- Gallaher, Stephen, Ron Kaniel, Laura Starks, "Madison Meets Wall Streets : Mutual Fund Families, Competition and Advertising," Working Paper, 2006.
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, "Mutual Fund Performance : An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings," *The Journal of Business*, 62(3), (1989), 393-416.
- Ippolito, Richard A., "Efficiency with Costly Information : A Study of Mutual Fund Performance, 1965~1984," *The Quarterly Journal of Economics*, 104(1), (1989), 1-23.
- Jensen, Michael C., "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945~1964," *Journal of Finance*, 23(2), (1967), 389-416.
- Khorana, Ajay, Henri Servaes, Peter Tufano, "Mutual Fund Fees around the World," *Review of Financial Studies*, forthcoming, 2008.
- Korkeamaki Timo P., Thomas I Smythe, Jr., "Effects of Market Segmentation and Bank Concentration on Mutual Fund Expenses and Returns : Evidence from Finland," *European Financial Management*, 10(3), (2004), 413-438.
- Korpela, Mari, Vesa Puttonen, "Mutual Fund Expenses : Evidence on the effect of Distribution Channels," *Journal of Financial Services Marketing*, 11(1), (2006), 17-29.
- Lesseig, Vance P., D. Michael Long, Thomas I. Smythe, "Expenses and Performance of Mutual Funds Operated by Financial Services Firms," *Working Paper*, 2001.
- Livingston Miles, Edward S. O'Neal, "The Cost of Mutual fund Distribution Fees," *The Journal of Financial Research*, 21(2), (1998), 205-218.
- Luo, Guo Ying, "Mutual Fund Fee-Setting, Market Structure and Mark-ups," *Economica*, 69, (2002), 245-271.
- Malkiel, Burton G., "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991," *Journal of Finance*, 50(2), (1995), 549-572.

- Nanda, Vikram, Z.Jay Wang, Lu Zheng, “Family Values and the star phenomenon : Strategies of Mutual Fund Families,” *The Review of Financial Studies*, 17(3), (2004), 667-698.
- Otten, Roger, Dennis Bams, “European Mutual Fund Performance,” *European Financial Management*, 8(1), (2002), 75-101.
- Wermers, Russ, “Mutual Fund Performance : An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expense,” *Journal of Finance*, 55(4), (2000), 1655-1695.

Function of Fund Distributor and Appropriateness of Sales Fees in Funds

Seungyeon Won*

〈abstract〉

This paper evaluates the role of fund distributors and the appropriateness of sales fees in funds by the empirical analysis of Korean equity funds. The empirical results are summarized as follows. First, this paper shows that the funds with higher sales fees do not have better performance. Rather, the higher sales fees cause the returns of funds to decrease in Korean equity funds. Second, it is not confirmed that both banks and securities firms, as fund distributors, contribute to the better performance of funds. Especially, the banks gave more negative influence on the performance of funds by imposing higher sales fees in funds than the securities firms. The empirical results suggest that the sales fees of funds are unduly imposed in comparison to the function of fund distributors and therefore, the structure of fund fees should be improved for the benefit of fund investors.

Keywords : Fund, Fund Distributor, Sales Fee, Fund Performance

* Yeungnam Univ., Department of Economics and Finance