

소프트달러와 주식형 펀드의 이해상충

조 성 빈

(송실대학교 경제학과 부교수)

Soft Dollars and Conflicts of Interest
in Equity Funds in Korea

Sungbin Cho

(Associate Professor, Department of Economics, Soongsil University)

* 본 논문은 필자가 수행한 『펀드 투자자와 운용사의 이해상충: Soft Dollar를 중심으로』(정책연구시리즈 2012-02, 한국개발연구원, 2012)를 수정·보완한 것임을 밝힌다.

조성빈: (e-mail) sungbin.cho@ssu.ac.kr, (address) Department of Economics, Soongsil University, 369, Sangdo-ro, Dongjak-gu, Seoul, 156-743, Korea.

- Key Word: 소프트달러(Soft Dollar), 이해상충(Conflicts of Interest), 투자자 보호(Investor Protection)
- JEL Code: G23, G29
- Received: 2012. 10. 23 • Referee Process Started: 2012. 11. 2
- Referee Reports Completed: 2013. 3. 12

ABSTRACT

This study analyzes the relationships between soft dollar(brokerage commission) and characteristics of funds, and between brokerage commission and return on funds, using the data on equity funds of Korea from June 2008 to November 2011. The result confirms a statistically significant negative relationship between management & sales fees and brokerage commission, meaning that rather than raising management & sales fees, which could be easily recognized by investors, it is through brokerage commission, a hidden cost, which asset management firms indirectly compensate for their services. Meanwhile, the analysis on the relationship between brokerage commission and return on funds reveals that higher brokerage commissions lead to lower return on funds, meaning at least in short-term no contribution to increasing returns in the future. These results suggest the need for streamlining the system to alleviate conflicts of interest between investors and management firms in addition to effectively controlling for principal-agent problems.

본 논문은 2008년 6월~2011년 11월 기간 동안 우리나라 주식형 펀드의 자료를 이용하여 소프트달러(위탁매매수수료)와 펀드 특성 사이의 관계 및 위탁매매수수료와 투자수익률 사이의 관계에 대한 분석을 수행하였다. 분석 결과, 운용보수 및 판매보수는 위탁매매수수료와 음(-)의 관계를 가지는 것으로 확인되었는데, 이는 투자자가 상대적으로 명확하게 인지할 수 있는 운용보수 및 판매보수 수준을 높이기보다는 숨겨진 비용인 위탁매매수수료를 통해 간접적으로 보상이 이루어짐을 시사한다. 한편, 위탁매매수수료와 펀드성과 사이의 관계를 살펴본 결과, 위탁매매수수료가 높을수록 현재의 성과와 음(-)의 관계를 가지며, 단기적으로 미래의 성과를 제고하는 데 기여하지 못하는 것으로 확인되었다. 이러한 분석 결과는 투자자와 운용사의 이해상충의 완화와 대리인 문제의 효과적인 통제를 위한 제도 정비의 필요성을 시사하는 것으로 생각된다.

I. 서론

우리나라의 펀드시장은 주식형 펀드를 중심으로 2000년 이후 빠르게 성장하고 있다. 특히 정보적 열위에 있는 개인투자자의 비중이 2011년 말 기준 59.75%(잔고 기준), 87.24%(계좌 기준)로 높은 수준을 유지하고 있는 상황에서 투자자의 이익과 연관된 비용에 대한 관심이 증가하고 있다. 펀드투자자와 관련된 비용은 약관 또는 투자설명서에 명시적으로 제시되는 비용과 운용과정에서 발생하는 비용이 있다. 전자에는 판매보수 또는 판매수수료, 운용보수, 신탁회사보수 및 일반사무관리보수 등이 해당되고, 후자에는 펀드 자산의 매매·중개 과정에서 발생하는 위탁매매수수료 등이 해당된다. 선명성(saliency) 측면에서 다소 차이가 있으나, 명시적인 비용은 투자자가 투자 의사 결정 시 고려할 수 있는 비용이다. 이에 반해, 위탁매매수수료는 운용과정에서 발생하는 비용으로 투자자의 직접적인 통제에서 벗어나 있고 관찰 가능성이 제한적인 비용이다. 주인-대리인이 분리되어 대리인 문제가 발생하는 전형적인 구조를 지닌 펀드에서 투자자 자산의 매매로 인해 발생하는 위탁매매수수료는 투자자와 운용사 사이의 이해상충에 있어 중요한 의미를 가진다.

위탁매매를 대행하는 증권사는 운용사에 리서치서비스와 위탁매매 실행서비스를 묶음으로 제공하는 것이 일반적이다. 리서치서비스는 보고서나 애널리스트 및 트레이더에 대한 접근 등을 포함하여 증권사의 내부 자원을 통해 제공되거나(proprietary research) 제3자의 리서치 자료를 제공하는 방식으로 이루어진다. 위탁매매수수료는 위탁매매의 실행과 리서치 등의 서비스에 대하여 포괄적으로 지불되기 때문에, 위탁매매수수료의 일부가 리서치에 대한 급부로 지불되는 것을 소프트달러(soft dollar)로 지칭한다.¹

운용사는 매매거래의 실행에 있어 가장 낮은 가격으로 최선의 실행(best execution)을 하여 투자자의 이익을 극대화해야 할 의무가 있다. 또한 선관의무에 의하면, 운용사는 고객의 자산을 자신의 이익을 위해 사용할 수 없다. 그런데 운용사가 위탁매매를 대행하는 증권사에 매매의 실행과 리서치를 구입하는 데 소프트달러를 지불하면 매매와 관련된 최선의 실행과 상충의 문제가 발생하거나 자산의 운용을 위한 조사연구에 대한

¹ 이하에서는 위탁매매수수료와 소프트달러를 혼용하여 사용한다.

자원배분을 감소시킬 수 있다.

SEC(1998)에 따르면, 펀드산업이 발달한 미국의 경우 약 90%의 운용사가 관행적으로 소프트달러를 지급하고 있으며, 위탁매매수수료의 40% 정도는 리서치 획득을 위한 비용으로 지불되고 있다. 우리나라의 경우 관행적으로 소프트달러를 지불해 왔으며 이와 관련된 사항들에 대한 정보는 투자자에게 제공되지 않았다.²

금융투자협회에 공시되는 운용사별 위탁매매수수료율과 매매회전율을 살펴보면(Table 1), 위탁매매수수료율은 4.61~18.91bp, 그리고 매매회전율은 44.66~760.66%의 수준을 나타내고 있다. 순자산의 변화가 없다는 가정하에 소프트달러(위탁매매수수료)는 최소 순자산 대비 4.89~72.8bp로 펀드에 따라서는 펀드성과에 상당한 영향을 미칠 수 있는 수준이다.³ 이같이 소프트달러가 펀드성과에 영향을 미침에도 불구하고 이에 대한 투자자의 인지(perception) 정도는 낮은 수준에 머물고 있는 것이 현실이다.⁴

소프트달러는 자산운용사의 효율성 및 투자자의 이익과 밀접한 관련을 가지고 있으므로 이와 관련한 분석이 필요하다.⁵ 특히 운용사와 투자자 사이의 이해상충의 문제는 미국과 영국 등에서도 지적된 바 있어, 우리나라에서의 관련 비용의 현황 및 투자자 이익과의 관계에 대한 이해는 중요한 시사점을 가질 것으로 생각된다.

소프트달러와 투자자 이익 사이에는 상반된 견해가 존재한다. 소프트달러는 투명성이 낮은 비용으로 분리되어 지급되어야 할 비용을 은닉하는 수단으로 이용되어 투자자의 이익을 해할 가능성이 있으나, 동시에 종목선택능력을 향상시켜 궁극적으로 투자자 이익에 기여할 수 있다. 소프트달러의 효과는 이론적으로 그리고 사전적으로 일의적인 예측이 가능하지 않고 실증적으로 검증되어야 할 문제일 것이다. 본 논문은 소프트달러와 관련된 투자자와 운용사의 이해상충 문제를 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 소프트달러의 개념 및 기능에 대한 논의를

2 2011년 6월 30일 금융위원회는 위탁매매수수료율과 매매회전율에 관한 정보를 공시하고 투자자가 이에 대한 정보를 쉽게 확인하도록 펀드공시제도 개선을 추진한다고 발표하였으나 계획대로 실행되고 있지 않다.

3 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제92조 2항에 따르면, “매매회전율이란 해당 운용기간 중 매도한 주식가액의 총액을 그 해당 운용기간 중 보유한 주식의 평균가액으로 나눈 비율”을 의미한다. 따라서 매수금액을 고려하면 위탁매매수수료의 수준은 본문의 수치보다 높아질 것이다.

4 한국투자자보호재단(2012)에 의하면, 펀드투자 경험자 중 2.2%만이 운용보고서에서 보수 및 수수료 등의 비용 현황을 확인하는 것으로 나타났다.

5 소프트달러와 관련하여 다음과 같이 언론에서도 주목하고 있다. “..... This so-called soft-dollar business has allowed anything from research to marketing to be financed by investors who had no idea what they were buying.” (‘America’s mutual-fund scandal,’ *The Economist*, Mar. 18th 2004.)

<Table 1> Trading Costs and Turnover Ratio (as of June 2012)

Asset mgmt firm	Trading cost (bp)	Turnover ratio (%)	Asset mgmt firm	Trading cost (bp)	Turnover ratio (%)
GS Asset	10.16	129.18	Allianz Global Investors	5.91	192.37
I Investment Trust Mgmt	10.36	164.65	Alpha Asset Mgmt	10	104.79
IBK SG Asset Mgmt	8.72	111.77	Assetplus Investment Mgmt	8.58	178.27
JPMorgan Asset Mgmt	15.8	169.38	Wise Asset Mgmt	10.01	286.16
KB Asset Mgmt	9.31	80.92	Woori Asset Mgmt	7.4	140.83
KTB Asset Mgmt	7.14	459.3	Yurie Asset Mgmt	7.22	104.64
LS Asset Mgmt	10.05	592.4	EUGENE ASSET Mgmt	4.61	431.2
NH-CA Asset Mgmt	5.69	123.04	PCA Asset	10.58	159.96
SEI Asset Korea	10.37	120.51	Consus Asset Mgmt	13.16	231.34
Goldman Sachs Asset Mgmt	7.47	214.6	Cosmo Investment Mgmt	10.01	118.84
Golden Bridge Asset Mgmt	10.03	261.69	Kiwoom Asset Mgmt Co., Ltd	8.48	662.87
Hi Asset Mgmt	10.33	319.88	Truston Asset Mgmt	11.82	88.63
Daishin Investment Trust Mgmt	7.95	350.25	Franklin Templeton Investments	18.91	134.24
Dongbu Asset Mgmt	7.68	303.74	Plus Asset Mgmt	10.09	136.81
Dream Asset Mgmt	10.39	740.92	Fidelity International	9.55	127.07
Lazard Korea Asset Mgmt	10.03	86.25	UBS Hana Asset Mgmt	13.83	105.89
My Asset	10.49	185.74	Korea Investment Mgmt	13.08	55.62
Meritz Asset Mgmt	10.14	383.28	Phoenix Asset	8.5	376.11
Mirae Asset Global Investments	14.66	167.39	hanwhafund	9.89	104.55
KDB Asset Mgmt	9.57	760.66	Hyundai Investments	10.31	628.83
Samsung Investments	8.7	86.88	Hyundai Asset Mgmt	10.13	175.05
Schroders Korea	10.01	48.84	Heungkuk Asset Mgmt	10.01	258.66
Shinyoung Asset Mgmt	9.69	113.92	ING Investment Mgmt	9.76	260.29
Midas International Asset Mgmt	10.95	292.38	Korea Investment Value Asset Mgmt	10.41	102.48
Shinhan BNP Paribas Asset Mgmt	10.39	130.05	Kyobo AXA Investment Managers	6.32	44.66
Tong Yang Investment Trust Mgmt	8.71	164.83			

Source: Korea Financial Investment Association.

살펴보고 국내 및 해외의 선행연구를 개관한다. 제Ⅲ장에서는 소프트달러와 펀드 특성, 그리고 소프트달러와 펀드성과 사이의 관계에 대한 실증분석을 수행하고 시사점을 논의한다. 마지막으로 제Ⅳ장에서는 분석 결과를 정리하고 향후 연구과제를 논의한다.

Ⅱ. 소프트달러에 대한 논의 및 선행연구

1. 소프트달러의 개념 및 기능

소프트달러는 자산운용사가 증권사에 지급하는 위탁매매수수료의 한 형태로 매매비용 및 리서치 자료의 공급에 대한 대가 등을 포괄하여 지칭하는 개념이다.⁶ 미국의 경우 위탁매매수수료 중 자산운용사가 증권사로부터 수취하는 물품 및 서비스의 대가로 지불하는 비용을 소프트달러라고 정의하여 증권사에 위탁매매를 의뢰한 대가로 자산운용사가 증권사로부터 위탁매매 이외에 추가로 제공받는 서비스에 대한 비용을 의미하기도 한다. 그러나 일반적으로 위탁매매수수료, 리서치, 자료 및 소프트웨어 등과 관련된 비용을 포괄적으로 지칭한다.⁷

리서치서비스를 제공받지 않고 소프트달러가 존재하지 않는 상황에서 운용사가 최선의 실행을 하면 위탁매매수수료가 가장 낮은 증권사를 통해 위탁매매서비스가 이루어질 것이다. 그런데 소프트달러가 존재하는 경우 가장 낮은 수수료를 지불하는 위탁매매를 선택하는 대신 보다 높은 수수료를 지불하고 위탁매매 외에 추가적인 서비스를 구매할 가능성이 존재하고, 이는 구입한 서비스의 효율성 그리고 궁극적으로는 투자자의 이익과 밀접한 관련을 가진다. 특히 투명성이 낮은 소프트달러의 경우 정보의 비대칭성과 비효율성이 발생할 가능성이 더 높다.

소프트달러의 기능 및 효과에 대해서는 상반된 견해가 존재한다.

먼저 소프트달러는 운용사와 투자자의 이해상충을 유발하여 투자자의 이익에 부정적으로 작용한다는 견해가 있다. 이는 기본적으로 운용보수에 편입자산의 리서치에 대한 보상이 포함되어 있는데, 소프트달러는 운용사가 자신의 자산으로 지불해야 할 리서치 비용을 투자자에게 부담지우는 부정적인 측면이 있다는 견해이다. 예를 들어 SEC 의장 Arthur Levitt은 다음과 같이 지적하고 있다.

“Soft-dollar arrangements can create substantial conflicts of interest between an adviser and its clients. For example, advisers may cause their clients to pay

6 자산운용사가 리서치 자료에 대한 대가를 별도로 지급하는 경우 하드달러(hard dollar)라고 한다.

7 소프트달러는 매매의 실행과 리서치서비스의 묶음판매(bundling) 형태를 취하는데 일반적인 묶음판매 상품과 차별화된 특성을 가지고 있다. 먼저 리서치와 매매 실행이 각각 다른 회사에 의해 제공되는 것을 허용하며, 두 가지 서비스가 서로 다른 시점에서 발생할 수 있다는 점에서 그러하다.

excessive commission rates, or may overtrade their clients' accounts simply to satisfy soft-dollar obligations. Soft-dollar arrangements may also result in inferior executions when advisers direct trades to the wrong broker to satisfy a soft-dollar obligation.” (‘SEC wants Investment Managers to Tell Clients More about Soft Dollar Services,’ *Wall Street Journal*, 1995, Feb. 15, A6)

Levitt의 지적과 같이 만약 운용사가 자신의 비용으로 리서치를 구매하는 경우 편익과 비용을 고려하여 최적 수준에서 리서치를 구매할 것이나, 투자자의 자산에서 지불되는 리서치서비스는 비용으로 인식하지 않고 따라서 리서치서비스를 과다 소비할 유인이 있는 것이다. 즉, 펀드매니저는 투자자의 비용이 되는 소프트달러에 의해 구매되는 리서치를 무상인 것으로 인식하여 필요 이상으로 많은 리서치를 구매한다는 것이다.

또한 위탁매매 중개업자가 매매의 실행에 있어 적절한 수준의 서비스를 제공하지 않음에도 불구하고 리서치를 이유로 위탁매매서비스를 이용할 가능성이 존재한다. 투자자의 이익을 극대화하기 위해서는 최선의 실행이 전제되어야 하는데, 묶음으로 구입하는 경우 최선의 주문 실행이 이루어지지 않을 가능성이 존재하고, 주문 실행에 따른 비용이 리서치서비스에 의한 편익을 초과하여 투자자에게 손실로 귀결될 가능성이 존재한다.

나아가 운용사의 입장에서는 리서치서비스를 가능한 한 많이 소비하기 위해 과당매매(excessive trading)할 가능성이 존재한다. 리서치서비스를 받기 위해 필요 이상의 매매가 이루어질 가능성이 높고, 이는 펀드 자산으로부터 지불되는 위탁매매수수료를 증가시켜 투자자의 이익을 해할 가능성이 존재한다.

한편, Siggelkow(1999)가 지적한 바와 같이 소프트달러는 투명성이 낮은 비용으로 분리되어 지급되어야 할 비용을 은닉하는 수단으로 이용될 가능성이 존재한다. 예를 들어 운용보수가 낮게 책정된 펀드의 경우 외부의 리서치 자료를 구입할 것을 암묵적으로 전제하여 상품이 설계될 수 있다. 이 경우 약관 또는 투자설명서 등에 명시적 비용으로 제시되지 않는 비용을 인지하지 못하고 투자자의 결정을 내린 투자자는 사후적으로 투자자의 자산에서 리서치 비용을 부담하여 투자자 이익에 부정적으로 작용할 수 있다. 판매보수의 측면에서도 낮은 판매보수 또는 판매수수료가 책정된 펀드의 판매사에 대한 보상을 위한 수단으로 사용될 수 있다.

이상의 논의는 소프트달러의 부정적 측면을 지적한 것인데, 소프트달러가 투자자 이익을 증진하는 데 긍정적인 역할을 수행한다는 견해도 있다. 예컨대, 소프트달러의 지급을 통해 리서치 능력이 제한된 소규모 운용사의 한계를 완화할 수 있어 경쟁이 촉진

되고 종목선택능력이 향상되어 궁극적으로 펀드투자자의 이익에 기여할 수 있다. 그리고 운용사와 증권사의 이해를 투자자와 일치시켜 대리인 문제를 완화하고 거래비용을 절감하는 긍정적인 효과가 있다. 증권사는 위탁매매 주문을 실행하는 데 있어 가격 충격을 최소화하면서 최선의 가격에 주문을 실행해야 하는데 증권사의 위탁매매 주문 실행과정에 대한 질적 평가가 어렵고 모니터링이 어려운 상황에서 소프트달러의 지불은 증권사가 평판을 유지하기 위해 최선의 거래를 수행할 유인을 제공한다는 것이다.⁸

이같이 소프트달러의 효과에 대한 상반된 견해가 존재하는데, 이는 사전적으로 소프트달러의 효과에 대한 일의적인 예측이 가능하지 않음을 시사하며, 실증적으로 검증되어야 할 문제일 것이다.

2. 관련 연구

자산운용산업에 있어서 운용사와 투자자 사이의 대리인 문제에 대한 연구는 Jensen(1968)이 뮤추얼펀드의 성과가 시장의 기준수익률보다 낮음을 확인하고 대리인 문제의 가능성을 시사한 이후 지속적으로 이루어져 왔다. 이후의 연구들은 펀드의 성과 측정 및 지속성을 실증적으로 분석하거나 펀드자금의 흐름과 관련된 연구 및 펀드 패밀리사의 전략적 행동에 관한 연구들이 주요 내용이 되어 왔다. 그러나 소프트달러에 관한 연구는 자료의 제약 등으로 인해 다른 펀드 연구에 비해 소수에 그치고 있다.

Grinblatt and Titman(1989), Wermers(2000), French(2008), 그리고 Kacperczyk *et al.*(2008) 등은 뮤추얼펀드의 거래비용(trading costs)을 추정하였는데, 소프트달러의 실제값을 이용하지 않아 소프트달러의 영향에 대한 분석으로서는 한계를 가지고 있다.

소프트달러의 계약형태와 그에 따른 기관투자자의 매매행태에 관한 분석으로 Blume(1993)과 Goldstein *et al.*(2009) 등이 있다. Blume(1993)은 서베이 자료를 통해 분석한 결과, 소프트달러가 기관투자자의 주문흐름(order flow)에 상당한 정도로 영향을 주고, 매매 주문에 있어서 리서치서비스를 제공하는 증권사에 실행하기 쉬운 주문을 냄을 확인하였다. 나아가 Goldstein *et al.*(2009)은 운용사별로 위탁매매가 비교적 소수의 증권사에 집중되어 이루어지며 위탁매매수수료 관련 계약은 장기계약으로 이루어짐을 지적

⁸ Berkowitz *et al.*(1988) 및 Chan and Lakonishok(1993) 등은 일부 운용사의 경우 관행적으로 시장 평균 위탁매매수수료율보다 높은 수준의 수수료를 지불함을 지적하고 있는데, 이러한 경향은 평판에 의해 설명될 수도 있을 것이다.

하고, 이러한 경향은 비용극소화에 의해 설명될 수 없음을 지적하였다.

소프트달러의 수준이 투자자 이익에 미치는 영향에 대해 분석한 연구로는 다음과 같은 것들이 있다. 먼저 Livingston and O'Neal(1996)은 1989년과 1993년 사이 뮤추얼펀드가 1달러 거래에 대하여 평균적으로 6센트의 위탁매매수수료를 지불한 것으로 추정하였는데, 이는 순수 매매비용인 1~2센트에 비해 상당히 높은 수준임을 확인하였다. 이에 기반하여 Mahoney(2005)는 소프트달러의 규모가 약 40억~65억달러에 달한다고 추정하였다. Karceski *et al.*(2004)은 위탁매매수수료를 추정한 결과, 명시적 비용이 2001년 27bp, 2002년 38bp 수준이고 암묵적 비용이 58bp에 달함을 확인하였다. Conrad *et al.*(2001)도 소프트달러와 관련된 비용을 분석한 결과, 암묵적 비용이 매수주문의 경우 15bp, 그리고 매도주문의 경우 18bp 정도 더 높음을 확인하였다. 나아가 이들은 리서치 서비스로부터의 편익과 비용을 비교하면 비용이 편익을 초과하므로 투자자 이익을 해할 가능성이 높다고 주장하였다.

Siggelkow(1999)는 운용사가 판매 및 운용과 관련된 명시적인 비용을 줄이지 않고 리서치 관련 비용을 투자자에게 전가하므로 소프트달러는 투자성장에 기여할 수 없음을 지적하였고, Bogle(1993) 또한 리서치에 보다 많은 비용을 지불하는 것이 펀드성장을 제고한다는 증거는 없으며, 순수한 위탁매매수수료를 초과하여 지불하는 비용은 투자자의 부를 운용사 및 증권사로 이전하는 것이라고 지적하였다. Edelen *et al.*(2008)은 펀드의 규모수익 체감의 요인이 거래비용에 있음을 지적하였고, Edelen *et al.*(2011)은 비용의 투명성이 낮을수록 수익률에 부정적인 영향을 미침을 확인하였다. Schwartz and Steil(2002)은 펀드의 저성과의 원인 중 하나로 거래비용을 지적하였는데, 운용사는 투자자가 쉽게 관찰하기 어려운 방식으로 리서치서비스를 외주(outsourcing)에 의존할 유인이 존재하고 이로 인해 투자자가 거래비용을 파악하여 펀드를 규율하는 데 한계가 존재함을 보였다. 한편, 영국의 소프트달러 관련 제도의 변화에 따른 운용사의 행태를 연구한 Abrahamson and Jenkinson(2009)은 영국 FSA의 제도 변경 전후 연기금의 소프트달러의 변화를 분석하였는데, 이해상충의 완화를 위해 투명성이 높아진 이후 평균적으로 위탁매매수수료의 수준은 낮아졌으나 거래빈도는 증가하여 2003년과 2007년 사이 회전율이 증가하여 위탁매매수수료 총액이 2배로 증가하였음을 보고하였다.

이상의 연구들은 소프트달러의 부정적 효과를 확인한 데 반해 Horan and Johnsen(2008)은 소프트달러의 긍정적 기능을 강조하였다. 이들은 소프트달러가 리서치와 관련된 비용을 묶음으로 지불하여 펀드매니저의 리서치를 보완하는 기능을 수행함을 지적하

고 소프트달러와 위험조정수익률 사이에 양(+)의 관계가 존재함을 확인하여 소프트달러가 투자자 이익에 기여함을 주장하였다. 나아가 운용보수와 소프트달러가 양(+)의 관계를 가짐을 확인하였는데, 이는 ‘소프트달러가 운용사가 지불해야 하는 비용을 투자자가 부담하는 것이 아니다.’라는 가설의 증거라고 주장하였다.

우리나라의 경우 펀드산업의 역사가 짧고 자료의 제약으로 인해 주로 펀드의 성과 및 지속성 등에 중점을 두고 연구가 이루어져 왔다. 최근 판매보수의 역할 및 운용사의 전략적 행동에 관한 연구들이 진행되고 있으나 소프트달러 관련 연구는 없는 것이 현실이다. 펀드투자비용과 관련된 연구로는 원승연(2009), 신인석·조성빈(2010), 조성빈·신인석(2012), 그리고 원승연·한상범(2011) 등의 선행연구가 있다. 원승연(2009), 신인석·조성빈(2010) 그리고 조성빈·신인석(2012)은 판매보수와 관련하여 펀드성과에 대한 분석에 초점을 두고 있어 본 논문과 차별화된다. 원승연·한상범(2011)은 위탁매매수수료와 관련하여 암묵적 거래비용이 펀드성과에 미치는 영향에 대해 분석하였는데, 동 논문은 매매회전율을 암묵적 거래비용에 대한 대리변수로 설정하고 매매회전율이 높은 펀드가 운용성과가 낮은 것으로 확인하였다. 본 논문은 우리나라의 펀드별 자료를 이용하여 펀드 특성과 소프트달러 사이의 관계를 분석하는 데 차별성이 있다.

Ⅲ. 분석자료 및 실증분석

1. 분석자료

가. 펀드 자료

펀드 자료는 제로인 자료를 기본자료로 하여 자산운용협회 공시자료를 통해 보완하였다. 분석대상 펀드는 자산운용협회 분류기준 투자신탁 중 위탁판매되는 개방형 일반 공모펀드 중에서 주식형 펀드로 한정한다.⁹ 주식형 펀드 외에 주식혼합형, 채권혼합형 및

⁹ 주식형 펀드는 약관 또는 정관상 자산총액의 100분의 60 이상(또는 연평균 60% 이상)을 주식으로 운용하는 상품이며, 사모펀드를 제외한 이유는 보수 체계 및 수준이 상이하여 운용방식이 공모펀드와 다를 수 있기 때문이다.

〈Table 2〉 Summary Information on Fund¹⁾

Year	Number of funds	Average outstanding balance ²⁾	Average fund age ³⁾
2008	463	733,873	40,045
2009	526	879,535	47,013
2010	596	387,637	50,238
2011	673	328,511	55,318

Notes: 1) As of the end of each year except for year 2011 (November).

2) In 100 million KRWON.

3) In months.

채권형 등 다른 유형의 펀드들도 주식을 일정 비율 편입하지만 주식 편입 비중이 주식형 펀드와 다르고 이로 인해 성과 측정의 차이가 유발될 수 있으므로 분석에서 제외하였다. 또한 주식형 펀드 중 투자자가 집합투자기구로 제한되는 펀드 및 모신탁은 제외하였으며, 세제 혜택으로 인해 투자기간 등에 제한이 존재하는 펀드의 경우 제도의 변경 등에 따라 설정액이 급격하게 변동하는 효과가 있고 그 결과 수익률의 변화가 유발될 수 있으므로 분석에서 제외하였다.¹⁰ 나아가 전환형, 엠프렐라형, 랩어카운트(wrap account), 장외주식형 등은 일반적인 주식형 펀드와 상이한 보수체계를 가지거나 투자대상 자산의 차이가 심하므로 성과에 편이가 발생할 수 있어 제외하였으며, 수동적 투자를 하는 인덱스 펀드(index fund)를 제외하여 능동적 투자(active investment)를 추구하는 펀드만을 분석대상으로 하였다.

자료는 월별자료이며, 분석의 대상이 되는 기간은 2008년 6월부터 2011년 11월까지 존재하는 펀드 중 15개월 이상 자료가 존재하는 펀드를 대상으로 하였다.¹¹ 현재 존재하는 펀드만을 대상으로 하는 경우 생존편이가 발생할 수 있으므로 분석기간 동안 존재한 펀드를 분석대상으로 하였다.

이상의 기준으로 자료를 정리한 결과, 772개 펀드에 대하여 22,730개의 펀드-월(fund-month) 자료를 구축하였다.

〈Table 2〉는 각 연도 말을 기준으로 펀드 수, 평균 순자산, 평균 펀드나이를 정리한 것이다. 〈Table 2〉에 따르면, 연도별 펀드 수는 분석기간 동안 지속적으로 증가하였는

¹⁰ 우리나라의 경우 과거 증권시장의 안정 및 성장과 장기투자 유도, 무주택자 등에 대한 지원 등을 위해 여러 가지 세제 혜택을 한시적으로 부여하였다. 이 같은 세제 혜택을 부여한 상품들로는 세금우대형, 장기보유세금우대형, 장기증권투자신탁, 장기주택마련, 장기주식형, 퇴직신탁, 개인연금 등이 존재한다.

¹¹ 분석기간은 위탁매매수수료 자료가 이용 가능한 기간으로 제약되었다. 분석기간이 금융위기 기간을 포함하고 있고, 시계열 자료의 한계가 존재하므로 이하의 분석 결과는 보수적으로 해석되어야 할 것이다.

데, 이는 자본시장법이 시행된 2009년 2월 이후 신규 펀드 수가 지속적으로 증가한 데 기인한 것으로 생각된다.¹² 이러한 경향은 펀드나이 및 순자산의 추이에도 영향을 미쳐 평균 펀드나이는 연도에 따라 1년 미만으로 증가하였고, 평균 순자산규모도 감소하였다.

나. 주요 변수의 정의

위탁매매수수료와 펀드성과 사이의 관계를 분석하기 위해서는 개별 펀드의 수익률에 대한 정보가 필요하다. 펀드의 월별 수익률은 시장 대비 수익률과 Carhart(1997)의 4요소 위험조정수익률(4-factor risk-adjusted return)을 기준으로 살펴본다.

먼저 시장 대비 수익률을 구하기 위해 펀드별로 기준가격 산정방식과 동일하게 결산 이익분배율을 고려한 시간가중 성과측정방식을 적용하여 다음과 같이 계산한다.

$$R_{i,t} = \prod_{j=1}^{n_t} R_i^j \quad \text{where}$$

$$R_i^j = \frac{P_i^j \times (1 + D_i^j)}{P_i^{j-1}}$$

($R_{i,t}$: 펀드 i 의 t 월 수익률, n_t : t 월 일수, R_i^j : 펀드 i 의 j 일 수익률,

P_i^j : j 일 기준가, D_i^j : j 일 분배율)

위에서 구한 수익률을 벤치마크 대비 수익률로 변환하여 초과수익률을 구하였는데, 초과수익률을 구하기 위한 벤치마크 수익률로는 코스피 수익률을 이용하였다.

4요소 위험조정수익률은 다음 식을 추정하여 계산한다.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + s_i SMB_t + h_i HML_t + m_i UMD_t + \epsilon_{i,t}$$

여기서 $r_{i,t}$ 는 무위험수익률을 차감한 펀드 i 의 수익률이고, $r_{m,t}$ 는 무위험수익률을 차감한 시장수익률(또는 벤치마크 수익률)인데, 무위험수익률은 1년 만기 국고채수익률을 월별 수익률 자료로 환산하여 사용하였다.¹³ 그리고 SMB 는 기업규모요인, HML 은

12 금융감독원에 따르면, 신규 공모펀드 수는 2009년 467개, 2010년 639개, 2011년에는 9월까지 652개로 매년 꾸준히 증가하고 있으며, 신규 펀드 중 96.1%(1,698개)는 증권펀드로 주식형 711개, ERF 588개, 채권형 390개로 집계됐다.

13 3년 만기 국고채수익률 및 10년 만기 국고채수익률을 사용하여 분석하였으나 정성적으로 결과가 변화하지 않는다. CD수익률의 경우 2007년 하반기 이후 전 세계적인 금융위기 등으로 인해 국고채수익률과 상관관계가 낮은 모습을 보이고, 위험이 국고채에 비해 큰 이유 등으로 인해 무위험수익률로 상정

장부가치와 시장가치의 상대적 크기, *UMD*는 과거 11개월 수익률을 기준으로 모멘텀을 반영하는 요소이다. 위 식에서 추정된 계수들을 이용하여 펀드별 초과성과는 다음과 같이 계산한다.¹⁴

$$\alpha_{i,t} = \alpha_i + \epsilon_{i,t}$$

4요소 조정 초과수익률 추정을 위한 기업별 주가 및 회계 자료는 WiseFN에서 추출하였다. 기업규모요인을 반영하는 *SMB*는 우선주를 제외하고 거래소에 상장되어 있는 비금융기업을 대상으로 매년 6월 말 시가총액의 중위값을 기준으로 하여 대형주와 소형주를 구분하였다. 장부가치와 시장가치의 상대적 크기를 반영하는 *HML*에서 장부가치는 보통주의 전년도 말 장부가 총액으로, 시장가치도 보통주의 전년도 말 기준 시장가치로 평가하였고, 두 가치의 비율을 기준으로 상위 30%, 중위 40%, 하위 30%의 포트폴리오를 구성하였다. *UMD*는 과거 11개월 수익률을 기준으로 상위 30%, 하위 30%의 포트폴리오를 구성하였다. *SMB*, *HML* 그리고 *UMD*의 구축에 있어 상장폐지 및 거래소 이전 기업들에 대한 자료는 폐지시기와 이전시기를 고려하여 포함하였다.

위탁매매수수료율은 위탁매매수수료의 순자산 대비 비율로 정의한다. 펀드 판매 및 운용과 관련된 비용은 각각 판매보수(변수명: Sales Fee)와 운용보수(변수명: Mgmt Fee)로 한정한다. 최근 신설된 펀드 중에는 판매보수 대신 또는 판매보수에 더하여 선취 또는 후취 수수료를 징구하는 펀드가 없지 않다. 이들 펀드의 경우 평균 투자기간을 1년으로 가정하여 선취수수료를 연간 판매보수로 환산하였다.¹⁵ 보수 자료의 정확한 구축을 위해 자산운용협회와 제로인 자료를 비교하였고, 또 각 펀드의 약관 또는 투자설명서 등을 통해 보수가 확인 가능한 자료만을 분석의 대상으로 하였다.

이 외에 통제변수로 설정한 펀드규모(변수명: Fund Size)는 전기 순자산의 로그값을 사용하고, 펀드나이(변수명: Fund Age)는 설정월로부터 기산한 월 나이(month age)의 로그변환 수치이다. 운용사규모(변수명: Family Size)는 전기에 해당 펀드를 운용하는 자산운용사가 운용하는 전체 펀드의 규모를 의미하며, 운용사의 순자산에서 펀드의 순자산을 차감하고 1을 더한 후 로그값을 취하였으며, 계열터미(변수명: Affiliation)는

하지 않았다.

¹⁴ Zheng(1999), Chen *et al.*(2004), Nanda *et al.*(2004), 그리고 Ferris and Yan(2009) 등이 이와 동일한 방법론을 적용하여 펀드별 초과수익률을 추정할 바 있다.

¹⁵ 이는 펀드의 신설과 폐지가 빈번하고 투자자의 투자기간이 미국에 비해 상대적으로 짧은 점을 고려한 것이다. 참고로 미국의 경우 Sirri and Tufano(1998), Huang *et al.*(2007), Gasper *et al.*(2006) 등에서 평균 투자기간을 7년으로 가정하고 선취수수료의 1/7을 연간 비용으로 반영한 바 있다.

〈Table 3〉 Summary Statistics¹⁾

(Unit: %)

Variables	2008	2009	2010	2011
Market adjusted excess return	1,048	2,374	-0,399	-0,384
4-Factor adjusted return	2,339	1,648	-0,321	-0,976
Trading costs	0,785	0,649	1,151	0,823
Sales fee ²⁾	1,574	1,542	1,430	1,351
Management fee	0,675	0,677	0,680	0,673

Notes: 1) As of the end of each year except for year 2011 (November).

2) Front-end load and Back-end load included.

운용사와 증권사의 연관 여부를 통제하기 위하여 포함하였다.¹⁶ 마지막으로 자금유출입 (변수명: Flow)은 설정액의 증가율을 의미하며, 다음과 같이 정의된다.

$$Flow_{i,t} = \left(\frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}} \right) \times 100$$

($Flow_{i,t}$: 펀드 i 의 t 월 투자자금 흐름, $S_{i,t}$: 펀드 i 의 t 월 설정액)

설정액 자료의 취합이 어려운 미국의 경우 연구자들이 순자산과 수익률을 이용하여 펀드투자자금 흐름을 유추하였지만, 우리나라의 경우 설정액 자료가 존재하므로 이를 이용하였다.

2. 실증분석

가. 펀드 특성과 소프트달러

소프트달러와 펀드성과 사이의 관계에 대한 분석에 앞서 펀드 특성과 소프트달러 사이의 관계에 대한 실증분석을 수행한다. 펀드 특성 중 관심의 대상이 되는 변수들은 판매보수 및 운용보수인데, 그 이유는 다음과 같다. Siggelkow(1999), Bogle(1993) 그리고 Edelen, Evans, and Kadlec(2008) 등이 지적한 바와 같이 소프트달러는 투명성이 낮은 비용으로 분리되어 지급되어야 할 비용을 은닉하는 수단으로 이용될 가능성이 존재한

16 계열더미를 은행 및 보험 등과 계열관계에 있는 운용사에 대해 설정할 수 있는데, 이와 같이 계열더미를 설정하여 분석하더라도 이하에서 제시하는 결과는 정성적으로 동일한 결과를 얻는다.

다. 예를 들어 운용보수가 낮게 책정된 펀드의 경우 외부의 리서치 자료를 구입할 것을 암묵적으로 전제하여 상품이 설계될 수 있다. 이 경우 약관 또는 투자설명서 등에 명시적 비용으로 제시되지 않는 비용을 인지하지 못하고 투자이사 결정을 내린 투자자는 사후적으로 자신의 자산에서 리서치 비용을 부담하게 되므로 자신의 이익에 부정적으로 작용할 수 있다. 또한 판매보수의 측면에서도 낮은 판매보수 또는 판매수수료가 책정된 펀드의 판매사에 대한 보상을 위한 수단으로 사용될 수 있다.

위탁매매수수료가 이러한 특성을 보이는지 확인하기 위해 펀드 특성을 고려하여 다음과 같은 회귀분석모형을 상정한다.

$$Trading\ Cost_{i,t} = constant + \beta \cdot Fee\ Related\ Variables_{i,t} + \Gamma \cdot Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} : i = 1, \dots, N_t$$

여기서 좌변의 $Trading\ Cost_{i,t}$ 는 t 시점에서의 펀드 i 의 순자산 대비 위탁매매수수료의 비중이다. 그리고 보수 관련 변수로는 운용보수와 판매보수를 고려하였고, 기존 연구들을 감안하여 펀드 특성 변수로는 펀드규모, 펀드나이, 운용사규모, 계열터미 등을 독립변수로 포함하였다. 상대적으로 소규모 펀드일 경우 또는 신생펀드일 경우 펀드포트폴리오의 안정과정에서 많은 거래가 실행되어 위탁매매수수료의 수준이 높을 수 있으므로 이를 통제하기 위하여 포함하였다. 또한 계열관계 및 운용사규모의 경우 독립적인 회사형 투자기구가 아닌 우리나라의 특성을 반영하는 변수로 포함하였다.

만약 위에서 논의한 위탁매매수수료와 보수 사이의 관계가 성립한다면 위 추정식에서 β 값들은 음(-)의 값을 가질 것이다.

모형은 Fama and MacBeth(1973) 방식을 적용하여 추정하였으며, 추정 결과는 <Table 4>에 제시되어 있다. 추정 결과, 운용보수는 위탁매매수수료와 통계적으로 음(-)의 관계를 가지며(모형 (i)), 이러한 음(-)의 관계는 판매보수에서도 확인되었다(모형 (ii)). 판매보수와 운용보수를 동시에 고려하는 경우에도 보수와 위탁매매수수료 사이에 통계적으로 유의한 음(-)의 관계는 유지되었다(모형 (iii)).¹⁷

이상의 추정 결과는 투자자가 상대적으로 명확하게 인지할 수 있는 운용보수 및 판매

17 운용사규모의 계수추정치에 대해서는 다음과 같은 해석이 가능하다. 조사·분석 서비스의 경우 규모의 경제가 존재하고, 대형운용사의 경우 내부적으로 조사·분석이 수행되는 데 비해 소규모 운용사의 경우 외주에 의존할 가능성이 높다. 따라서 다른 조건이 동일할 때 대형운용사의 경우 낮은 수수료를 지불하고 매매를 실행할 수 있는 데 반해, 소형운용사는 그렇지 않기 때문에 운용사의 크기와 위탁매매수수료 사이에 음(-)의 관계가 존재하는 것으로 추론된다.

<Table 4> Relationship between Trading Cost and Fund Characteristics

	Dependent variable: trading cost		
	(i)	(ii)	(iii)
Constant	2,1651*** (0.411)	2,2275*** (0.399)	2,2986*** (0.411)
Fund size (t-1)	-0.0508*** (0.018)	-0.0536*** (0.017)	-0.0514*** (0.018)
Fund age	0.1353 (0.092)	0.1033 (0.100)	0.1400 (0.093)
Family size (t-1)	-0.0220* (0.013)	-0.0208* (0.013)	-0.0216* (0.013)
Affiliation	0.0085 (0.100)	0.0181 (0.098)	0.0062 (0.101)
Sales fee	-0.1317* (0.074)		-0.1296* (0.075)
Mgmt fee		-0.2029*** (0.052)	-0.2222*** (0.051)
No. of obs.	22,730	22,730	22,730
Average R-squared	0.062	0.053	0.063

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey–West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

보수 수준을 높이기보다는 숨겨진 비용인 소프트달러를 통해 간접적으로 보상이 이루어짐을 시사한다.¹⁸ 이러한 보수와 위탁매매수수료 사이의 관계는 운용사의 계열 여부에 따라 차별적으로 나타날 수 있다.¹⁹ 독립운용사가 판매채널에 대한 보완적 보상의 수준으로 위탁매매수수료를 이용한다면, 판매보수의 수준이 낮을수록 위탁매매수수료의 수준이 높아질 가능성이 존재한다. 반면, 계열운용사의 경우 독립운용사에 비해 상대적으로 판매채널의 확보에 용이한 면이 존재하므로 전체 결합이윤을 극대화하기 위해서 판매 보수보다 운용보수 수준이 낮은 경우 위탁매매수수료가 높을 수 있다. 이러한 가능성을

18 펀드투자비용의 선명성이 투자자의 선택에 미치는 효과는 행태재무론의 관점에서 해석할 수 있다. Barber *et al.*(2005) 및 Bergstresser *et al.*(2009)은 펀드투자자금 흐름이 판매보수인 12b-1 보수와는 유의한 양(+)의 관계를 가지지만 판매수수료와는 유의성이 없거나 추정치의 크기가 작게 나타난다고 보고하였다. 이들은 투자자의 관점에서 판매수수료는 쉽게 파악되는 '선명(salient)' 비용인 반면, 판매보수는 잘 드러나지 않는 숨겨진 비용이기 때문에 투자자의 반응이 차이를 나타낸다고 설명하였다. 이는 행태재무이론(Barber and Odean[2008] 등 참고)에서 투자자 의사결정의 요인으로 주장된 주의 집중효과(attention grabbing effect)에 기반을 둔 것이다. 위탁매매수수료가 운용보수 및 판매보수 등에 대한 숨겨진 보상수단으로 이용된다면 투자자의 인식 및 비용의 선명성과 연관이 있을 것으로 추론된다. 이에 대한 보다 엄밀한 분석은 추가적인 연구가 필요할 것으로 생각된다.

19 계열운용사와 독립운용사 사이의 차별성에 대해 지적해 주신 익명의 검토자에게 감사드린다.

<Table 5> Relationship between Trading Cost and Fund Characteristics

	Dependent variable: trading cost (Affiliated asset mgmt firm)			Dependent variable: trading cost (Non-affiliated asset mgmt firm)		
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
Constant	2.0934*** (0.5378)	2.2779*** (0.5939)	2.2184*** (0.5596)	1.4349*** (0.3447)	1.1257*** (0.3986)	1.3532*** (0.3680)
Fund size (t-1)	-0.0467** (0.0199)	-0.0483*** (0.0180)	-0.0475** (0.0199)	-0.0857*** (0.0163)	-0.0855*** (0.0157)	-0.0817*** (0.0152)
Fund age	0.0716 (0.0963)	0.0397 (0.1055)	0.0770 (0.0961)	0.5813*** (0.1246)	0.5960*** (0.1200)	0.6191*** (0.1244)
Family size (t-1)	-0.0157 (0.0174)	-0.0181 (0.0188)	-0.0152 (0.0173)	-0.0171** (0.0083)	-0.0144 (0.0096)	-0.0164* (0.0095)
Sales fee	-0.0911 (0.0801)		-0.0928 (0.0810)	-0.2261*** (0.0539)		-0.2392*** (0.0511)
Mgmt fee		-0.1746*** (0.0610)	-0.2054*** (0.0566)		-0.2430 (0.4538)	-0.2006 (0.4587)
No. of obs.	18223	18223	18223	4507	4507	4507
Average R-squared	0.066	0.057	0.068	0.106	0.114	0.119

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey-West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

확인하기 위해 표본을 계열운용사와 독립운용사로 나누어 추정한 결과 위 가설과 일관됨을 확인할 수 있었다(Table 5). 물론 계열 여부에 따른 차이를 엄밀하게 확인하기 위해서는 운용사의 매매와 관련하여 증권사별 수수료 수준과 매매액에 대한 정보를 추가로 필요로 하는데, 관련 자료가 현재로서는 가용하지 않은 한계가 존재하므로 결과의 해석에 주의를 요한다.

나. 소프트달러와 펀드성과

투자자에게 귀결되는 이익은 펀드성으로 나타나기 때문에 위탁매매수수료와 관련된 운용사와 투자자의 이해상충을 확인하기 위해 위탁매매수수료와 펀드성과 사이의 관계를 분석할 필요가 있다. 위탁매매수수료와 펀드 특성 사이의 관계에 대한 회귀분석모형으로는 다음을 상정한다.

$$Performance_{i,t} = constant + \beta \cdot TradingCost_{i,t} + \Gamma \cdot Controls_{i,t} + \epsilon_{i,t} : i = 1, \dots, N_t$$

여기서 좌변의 $Performance_{i,t}$ 는 t 시점에서의 펀드 i 의 성과로 시장 대비 초과수익률 및 4요소 위험조정수익률이고, $TradingCost_{i,t}$ 는 순자산 대비 위탁매매수수료의 비중이다. 펀드성과와 관련된 선행연구들을 참고하여 펀드 특성 통제변수로는 펀드규모, 펀드나이, 운용사규모, 계열더미, 자금유출입, 그리고 보수 관련 변수로는 운용보수와 판매보수를 고려하였다. 선행연구에 따르면, 펀드규모 및 펀드나이는 펀드성과에 영향을 줄 수 있는 것으로 지적되기도 하는데 그 효과는 연구마다 상이하게 나타나고 있다. 운용사규모 및 계열더미는 각 운용사가 다수의 펀드를 운용하는 특성과 판매채널과 계열관계에 있는 우리나라의 특성을 반영하는 변수로 포함하였다.

만약 위탁매매를 통해 펀드성과가 제고된다면 위 추정식에서 β 값이 양(+)²⁰의 값을 가질 것이며, 만약 β 의 추정값이 음(-)²¹이면 위탁매매수수료가 성과에 부정적인 영향을 미침을 의미한다.

모형은 전 소절과 같이 Fama and MacBeth(1973) 방식을 적용하여 추정하였으며, 추정 결과는 <Table 6>에 제시되어 있다. 추정 결과, 시장 대비 초과수익률을 기준으로 할 때 위탁매매수수료는 수익률과 음(-)의 관계를 가짐을 확인할 수 있었다. 종속변수를 4요소 위험조정수익률로 한 경우 <Table 7>에 제시된 것과 같이 정성적으로 동일한 결과를 얻었다.^{20,21}

위탁매매수수료가 현재의 수익률과 음(-)의 관계를 가진다는 것이 투자자 이익에 부정적인 영향을 미침을 의미하는 것은 아닐 수 있다. t 기에 교체매매하고자 하는 투자대상 종목이 다수 존재하는 경우 미래의 수익을 위해 매매가 집중될 수 있고 그 결과 현재의 수익률은 낮게 시현되더라도 미래의 수익률이 제고될 수 있기 때문이다. 이를 확인하기

- 20** 수익률에 반응하여 자금이 이동하는 경우 위탁매매수수료와 펀드의 저성과에 대한 시장규율이 어느 정도 이루어진다고 볼 수 있다. 실제로 자금흐름과 과거 성과 사이에 정(正)의 관계가 존재함을 확인할 수 있었다(조성빈·신인석[2012] 참고). 그러나 성과가 좋은 펀드자금 유입효과가 성과가 낮은 펀드로부터의 자금유출효과보다 더 큰 자금유출입의 비대칭성이 존재하는 경우 펀드성과에 따른 규율이 완전하지 않을 수 있다(Chevalier and Ellison[1997] 및 Sirri and Tufano[1998] 등 참고). 이러한 비대칭성은 기존의 펀드를 환매하고 새로운 펀드에 투자하는 데 따르는 계좌의 개설 및 폐쇄 비용, 그리고 선취수수료 등등의 거래비용이 존재하여 성과가 부진한 펀드에서 성과가 좋은 펀드로의 자금이동이 제한됨으로 인해 발생할 수 있다. 나아가 운용사의 마케팅에 있어 성과가 우수한 펀드를 광고하고 성과가 미미한 펀드는 소외시키는 경우 신규 자금의 유입이 집중되어 자금유출입이 비대칭적으로 나타날 수 있다. 행태재무이론의 관점에서 손실이 발생하는 경우 환매를 통해 손실을 확정하는 것에 대한 기피현상으로 설명할 수도 있다. 이러한 가설들에 대한 엄밀한 분석은 추가적인 연구가 필요할 것으로 생각된다.
- 21** 횡단면 상관관계가 존재하므로 추정에 이를 반영할 필요가 있다는 익명의 검토자들의 지적을 반영하여 Petersen(2009)의 방법론을 따라 재추정한 결과, 시장조정 초과수익률의 경우 정성적으로 유사한 결과를 확인하였다. 다만, 4요소 위험조정수익률의 경우 위탁매매수수료 계수추정치의 유의성이 존재하지 않는 것으로 확인되었다.

〈Table 6〉 Fund Performance and Trading Cost: Market Adjusted Excess Return

	Dependent variable: market adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constant	0.2454 (0.342)	0.3328 (0.377)	0.2623 (0.366)	0.4230 (0.324)	0.4378 (0.351)
Fund size (t-1)	0.0051 (0.013)	0.0062 (0.013)	0.0059 (0.013)	0.0042 (0.013)	0.0049 (0.013)
Fund age	-0.0902** (0.046)	-0.0753 (0.047)	-0.0858* (0.049)	-0.0842* (0.045)	-0.0792 (0.049)
Trading cost	-0.0606** (0.028)	-0.0636** (0.028)	-0.0613** (0.027)	-0.0612** (0.028)	-0.0621** (0.027)
Family size (t-1)	0.0061 (0.010)	0.0063 (0.010)	0.0064 (0.010)	0.0064 (0.010)	0.0066 (0.010)
Affiliation	0.0593 (0.119)	0.0687 (0.120)	0.0708 (0.125)	0.0591 (0.110)	0.0724 (0.115)
Flow	0.0036** (0.002)	0.0035** (0.002)	0.0036** (0.002)	0.0036** (0.002)	0.0036** (0.002)
Sales fee + Mgmt fee		-0.0788*** (0.029)			
Sales fee			-0.0411 (0.036)		-0.0430 (0.036)
Mgmt fee				-0.2764*** (0.084)	-0.2704*** (0.088)
No. of obs.	22,730	22,730	22,730	22,730	22,730
Average R-squared	0.054	0.057	0.056	0.059	0.062

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey–West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

〈Table 7〉 Fund Performance and Trading Cost: 4-Factor Adjusted Excess Return

	Dependent variable: 4-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constant	0.2117 (0.232)	0.2958 (0.253)	0.2310 (0.253)	0.3797* (0.210)	0.3978* (0.227)
Fund size (t-1)	0.0048 (0.008)	0.0061 (0.008)	0.0055 (0.008)	0.0040 (0.008)	0.0046 (0.008)
Fund age	-0.0921*** (0.027)	-0.0785*** (0.027)	-0.0875*** (0.027)	-0.0858*** (0.027)	-0.0809*** (0.027)
Trading cost	-0.0371* (0.022)	-0.0403* (0.022)	-0.0379* (0.021)	-0.0386* (0.022)	-0.0396* (0.021)
Family size (t-1)	0.0062 (0.006)	0.0062 (0.006)	0.0064 (0.006)	0.0066 (0.006)	0.0068 (0.006)
Affiliation	0.0620 (0.072)	0.0603 (0.072)	0.0680 (0.072)	0.0675 (0.069)	0.0733 (0.069)
Flow	0.0036** (0.002)	0.0035** (0.002)	0.0036** (0.002)	0.0036** (0.002)	0.0036** (0.002)
Sales fee + Mgmt fee		-0.0709*** (0.017)			
Sales fee			-0.0367 (0.023)		-0.0368* (0.022)
Mgmt fee				-0.2747** (0.111)	-0.2704** (0.112)
No. of obs.	22,730	22,730	22,730	22,730	22,730
Average R-squared	0.047	0.051	0.050	0.053	0.056

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey–West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

위해 1개월 선행수익률(1-month forward rate of return)과의 관계를 추정하였다. 회귀분석모형은 <Table 6> 및 <Table 7>과 동일하나 통제변수들의 시차를 조정하여 분석하였다.

회귀분석 결과는 <Table 8>과 <Table 9>에 정리하였는데, 금기의 위탁매매수수료가 1개월 후 수익률과 통계적으로 유의한 관계를 가지지 않음을 확인하였다.

포트폴리오의 변화가 수익률로 시현되는 데 있어 1개월은 성과평가에 있어 제약적일 수 있으므로 1분기 수익률(1-quarter forward rate of return)을 종속변수로 하여 추가적인 회귀분석을 수행한 결과 정성적으로 동일한 결과를 얻었다(Table 10과 Table 11). 이러한 결과는 소프트달러가 단기적으로 미래의 수익에 기여하지 못함을 시사한다.²²

<Table 8> Fund Performance and Trading Cost: Market Adjusted Excess Return (1 month ahead)

	Dependent variable: market adjusted excess return (1 month ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constant	0.0664 (0.309)	0.1244 (0.319)	0.0672 (0.316)	0.2739 (0.287)	0.2721 (0.293)
Fund size	0.0081 (0.012)	0.0091 (0.012)	0.0086 (0.012)	0.0071 (0.012)	0.0075 (0.012)
Fund age	-0.0840 (0.051)	-0.0763 (0.055)	-0.0860 (0.057)	-0.0790 (0.051)	-0.0806 (0.057)
Trading cost	0.0045 (0.027)	0.0030 (0.027)	0.0048 (0.027)	0.0037 (0.027)	0.0039 (0.027)
Family size	0.0088 (0.012)	0.0088 (0.012)	0.0089 (0.012)	0.0090 (0.012)	0.0090 (0.012)
Affiliation	0.1363 (0.168)	0.1369 (0.166)	0.1382 (0.163)	0.1080 (0.171)	0.1104 (0.166)
Flow	-0.0002 (0.001)	-0.0002 (0.001)	-0.0002 (0.001)	-0.0002 (0.001)	-0.0002 (0.001)
Sales fee + Mgmt fee		-0.0529* (0.028)			
Sales fee			-0.0137 (0.036)		-0.0145 (0.035)
Mgmt fee				-0.2748*** (0.076)	-0.2688*** (0.078)
No. of obs.	21,967	21,967	21,967	21,967	21,967
Average R-squared	0.047	0.051	0.050	0.052	0.055

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey-West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

22 소프트달러와 펀드성과 사이의 관계에 대한 분석에 있어 보다 장기의 수익률에 대한 분석이 필요할 것이나 시계열 자료의 제약으로 보다 장기의 수익률과의 관계에 대한 분석을 실시하는 데는 한계가 존재한다.

<Table 9> Fund Performance and Trading Cost: 4-Factor Adjusted Excess Return
(1 month ahead)

	Dependent variable: 4-factor adjusted excess return (1 month ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constant	0.3647* (0.215)	0.3994* (0.216)	0.3544* (0.214)	0.5711** (0.225)	0.5573** (0.224)
Fund size	0.0075 (0.007)	0.0090 (0.007)	0.0080 (0.007)	0.0065 (0.007)	0.0070 (0.007)
Fund age	-0.0943*** (0.027)	-0.0867*** (0.028)	-0.0957*** (0.029)	-0.0887*** (0.026)	-0.0899*** (0.028)
Trading cost	0.0130 (0.029)	0.0114 (0.029)	0.0134 (0.028)	0.0111 (0.029)	0.0115 (0.028)
Family size	0.0057 (0.007)	0.0056 (0.007)	0.0058 (0.007)	0.0061 (0.007)	0.0062 (0.007)
Affiliation	0.0048 (0.166)	0.0119 (0.162)	0.0134 (0.160)	-0.0173 (0.169)	-0.0085 (0.162)
Flow	0.0005 (0.001)	0.0004 (0.001)	0.0005 (0.001)	0.0005 (0.001)	0.0005 (0.001)
Sales fee + Mgmt fee		-0.0498** (0.021)			
Sales fee			-0.0133 (0.022)		-0.0131 (0.020)
Mgmt fee				-0.2851** (0.111)	-0.2794** (0.111)
No. of obs.	21,967	21,967	21,967	21,967	21,967
Average R-squared	0.041	0.044	0.043	0.046	0.049

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey-West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

<Table 10> Fund Performance and Trading Cost: Market Adjusted Excess Return
(1 quarter ahead)

	Dependent variable: market adjusted excess return (1 quarter ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constant	1.0891 (0.877)	1.2090 (0.910)	1.0820 (0.904)	1.6647** (0.782)	1.6473** (0.806)
Fund size	0.0126 (0.033)	0.0156 (0.033)	0.0138 (0.032)	0.0096 (0.033)	0.0107 (0.031)
Fund age	-0.2426 (0.154)	-0.2248 (0.167)	-0.2545 (0.172)	-0.2284 (0.153)	-0.2394 (0.171)
Trading cost	0.0107 (0.071)	0.0062 (0.072)	0.0127 (0.071)	0.0071 (0.072)	0.0090 (0.072)
Family size	0.0231 (0.036)	0.0227 (0.036)	0.0229 (0.035)	0.0238 (0.036)	0.0236 (0.035)
Affiliation	-0.0858 (0.548)	-0.0596 (0.540)	-0.0773 (0.539)	-0.1004 (0.546)	-0.0901 (0.537)
Flow	0.0001 (0.003)	0.0001 (0.003)	0.0003 (0.003)	0.0000 (0.003)	0.0003 (0.003)
Sales fee + Mgmt fee		-0.1256 (0.084)			
Sales fee			-0.0035 (0.123)		-0.0053 (0.119)
Mgmt fee				-0.8390*** (0.243)	-0.8201*** (0.248)
No. of obs.	20,431	20,431	20,431	20,431	20,431
Average R-squared	0.042	0.045	0.044	0.047	0.050

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey-West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

〈Table 11〉 Fund Performance and Trading Cost: 4-Factor Adjusted Excess Return
(1 quarter ahead)

	Dependent variable: 4-factor adjusted excess return (1 quarter ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Constant	1,5426** (0.615)	1,6256*** (0.591)	1,5112** (0.609)	2,1301*** (0.576)	2,0840*** (0.575)
Fund size	0,0127 (0,019)	0,0178 (0,018)	0,0150 (0,018)	0,0095 (0,019)	0,0118 (0,018)
Fund age	-0,2672*** (0,087)	-0,2465*** (0,088)	-0,2745*** (0,092)	-0,2513*** (0,085)	-0,2580*** (0,090)
Trading cost	0,0148 (0,071)	0,0108 (0,072)	0,0185 (0,071)	0,0090 (0,071)	0,0125 (0,071)
Family size	0,0118 (0,021)	0,0113 (0,021)	0,0118 (0,021)	0,0132 (0,021)	0,0131 (0,021)
Affiliation	-0,0567 (0,516)	-0,0318 (0,502)	-0,0390 (0,506)	-0,0702 (0,518)	-0,0505 (0,508)
Flow	0,0016 (0,003)	0,0015 (0,003)	0,0016 (0,003)	0,0016 (0,003)	0,0017 (0,003)
Sales fee + Mgmt fee		-0,1371* (0,073)			
Sales fee			-0,0234 (0,078)		-0,0226 (0,073)
Mgmt fee				-0,8740** (0,343)	-0,8527** (0,346)
No. of obs.	20,431	20,431	20,431	20,431	20,431
Average R-squared	0,036	0,039	0,038	0,043	0,045

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey-West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

다. 강건성(robustness) 검증

이상의 분석은 시장 대비 초과수익률 및 4요소 위험조정수익률을 통해 위탁매매수수료와 펀드성과 사이의 관계에 대한 분석을 수행한 것이다. 〈Table 6〉~〈Table 11〉의 결과가 CAPM 조정 위험수익률이나 Fama-French 3요소 조정 위험수익률을 초과수익률로 측정할 때 펀드평가지표가 사용되는 경우에도 강건한가를 확인하기 위해 모형을 재추정하였는데, 추정 결과 〈Table 12〉에 제시된 바와 같이 전 소절과 정성적으로 동일한 결과를 얻었다.²³

²³ 관심변수에 논의의 초점을 두기 위해 추정 결과 전체를 제시하기보다는 위탁매매수수료 관련 결과만을 제시한다.

<Table 12> Robustness I: Fund Performance and Trading Cost
 — CAPM Adjusted Excess Return and 3-Factor Adjusted Excess Return

Panel A: Excess Return

	Dependent variable: CAPM adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0502** (0.025)	-0.0531** (0.025)	-0.0505** (0.024)	-0.0511** (0.025)	-0.0515** (0.024)

	Dependent variable: 3-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0421* (0.024)	-0.0454* (0.024)	-0.0428* (0.023)	-0.0431* (0.024)	-0.0439* (0.023)

Panel B: Excess Return (1 month ahead)

	Dependent variable: CAPM adjusted excess return (1 month ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0065 (0.027)	0.0049 (0.027)	0.0069 (0.026)	0.0055 (0.027)	0.0059 (0.026)

	Dependent variable: 3-factor adjusted excess return (1 month ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0073 (0.026)	0.0055 (0.026)	0.0077 (0.025)	0.0061 (0.026)	0.0065 (0.025)

Panel C: Excess Return(1 quarter ahead)

	Dependent variable: CAPM adjusted excess return (1 quarter ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0100 (0.058)	0.0054 (0.060)	0.0128 (0.059)	0.0057 (0.059)	0.0083 (0.059)

	Dependent variable: 3-factor adjusted excess return (1 quarter ahead)				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0016 (0.061)	-0.0062 (0.062)	0.0015 (0.061)	-0.0060 (0.062)	-0.0032 (0.061)

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey–West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

한편, 벤치마크의 설정오류가 심각한 초과성과의 추정오류로 연결될 수 있는지에 대한 논란은 오랜 기간 지속되어 왔다.²⁴ 펀드의 초과성과 측정과 관련하여 Elton *et al.* (1993)은 벤치마크의 설정오류가 초과성과 추정에서 심각한 오류를 가져올 수 있다고

주장한 바 있다. 이론적으로는 만일 각 펀드가 지향하고 있는 벤치마크가 다르다면 이 정보를 무시하고 동일한 시장포트폴리오를 사용한 초과성과 추정은 분명히 추정오류를 낳을 수 있는 잠재적 소지가 있다. 그러므로 만일 개별 펀드별 벤치마크에 대한 구체적인 정보가 있다면 이를 활용하여 초과성과를 추정하는 것이 타당하다는 논리가 가능하다. 이를 감안하여 추가적인 강건성 검증으로서 펀드별로 사전에 운용계획서에서 선언한 벤치마크를 시장포트폴리오의 대응치로 하여 추정하였다. 추정 결과는 <Table 13>에 정리하였다. 추정 결과는 KOSPI를 벤치마크로 사용한 기본모형 추정 결과와 정성적으로 동일하였다.^{25,26}

3. 시사점

전 절의 분석 결과, 위탁매매수수료가 펀드투자자의 현재 이익에 부정적인 영향을 미치고 단기적으로 미래의 수익에도 기여하지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자자와 운용사의 이해상충의 완화와 대리인 문제의 효과적인 통제를 위한 제도 정비의 필요성을 시사하는 것으로 생각된다.

우리나라의 경우 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」의 불건전 영업행위에 관한 규정인 제85조 8호 및 시행령 제87조 4항에서 투자매매업자 및 투자중개업자로부터 직접 또는 간접으로 재산상의 이익을 제공받는 행위를 금지하는 선언적 규정을 하고 있다. 그러나 소프트달러 관련 구체적 법규정은 미비한 상태로 강제력이 없는 모범규준을 통해 간접적으로 소프트달러 관련 자율규제에 의존해 왔다. 이에 따라 자산운용사는 관행적으로 리서치서비스를 무상으로 제공받으며 그 내역에 대한 정보를 제공하지 않고 소프트달러를 지급하는 불투명한 체제를 유지해 왔다.

운용사(금융투자회사)의 위탁매매에 대해서는 「표준내부통제기준」 45조에서 “중개회사에 대한 수수료는 제공받는 서비스의 질과 양, 다른 중개회사에 지급하는 수수료율 등을 고려하여 합리적인 범위 내에서 지급하여야 하며, 정당한 근거나 사유 없이 중개회사 간

24 이와 관련하여 Lehman and Modest(1987), Admati *et al.*(1986), Conner and Korajczyk(1991) 및 Grinblatt and Titman(1989)을 참고하라.

25 이러한 결과는 펀드들이 운용계획서에서 선언한 벤치마크를 충실히 지키고 있는지에 대해 의문을 제기하게 한다. Sensoy(2009)에 의하면, 미국 펀드의 경우 운용계획서에서 선언한 벤치마크를 실제로 따르지 않는 예가 적지 않은데, 우리나라에서도 이 가능성이 존재할 수 있을 것으로 생각된다.

26 시기에 따른 강건성을 검증할 필요가 있다는 점을 고려하여 주식시장이 급락한 2008년 10월 이전의 시기를 제외하고 분석하였는데, 정성적으로 유사한 결과를 확인하였다.

<Table 13> Robustness II: Fund Performance and Trading Cost
 — Against Preannounced Target Benchmark Portfolio

Panel A: Excess Return

	Dependent variable: market adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0606** (0.028)	-0.0636** (0.028)	-0.0613** (0.027)	-0.0612** (0.028)	-0.0621** (0.027)

	Dependent variable: 4-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0371* (0.022)	-0.0403* (0.022)	-0.0379* (0.021)	-0.0386* (0.022)	-0.0396* (0.021)

	Dependent variable: CAPM adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0502** (0.025)	-0.0531** (0.025)	-0.0505** (0.024)	-0.0511** (0.025)	-0.0515** (0.024)

	Dependent variable: 3-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0421* (0.024)	-0.0454* (0.024)	-0.0428* (0.023)	-0.0431* (0.024)	-0.0439* (0.023)

Panel B: Excess Return (1 month ahead)

	Dependent variable: market adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0045 (0.027)	0.0030 (0.027)	0.0048 (0.027)	0.0037 (0.027)	0.0039 (0.027)

	Dependent variable: 4-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0130 (0.029)	0.0114 (0.029)	0.0134 (0.028)	0.0111 (0.029)	0.0115 (0.028)

	Dependent variable: CAPM adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0065 (0.027)	0.0049 (0.027)	0.0069 (0.026)	0.0055 (0.027)	0.0059 (0.026)

	Dependent variable: 3-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0073 (0.026)	0.0055 (0.026)	0.0077 (0.025)	0.0061 (0.026)	0.0065 (0.025)

〈Table 13〉 Continued

Panel C: Excess Return (1 quarter ahead)

	Dependent variable: market adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0107 (0.071)	0.0062 (0.072)	0.0127 (0.071)	0.0071 (0.072)	0.0090 (0.072)
	Dependent variable: 4-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0148 (0.071)	0.0108 (0.072)	0.0185 (0.071)	0.0090 (0.071)	0.0125 (0.071)
	Dependent variable: CAPM adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	0.0100 (0.058)	0.0054 (0.060)	0.0128 (0.059)	0.0057 (0.059)	0.0083 (0.059)
	Dependent variable: 3-factor adjusted excess return				
	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)
Trading cost	-0.0016 (0.061)	-0.0062 (0.062)	0.0015 (0.061)	-0.0060 (0.062)	-0.0032 (0.061)

Note: The standard errors are adjusted for serial correlation and heteroskedasticity using Newey–West (1987) lags of order two and are shown in parentheses. *, **, *** denote statistical significance at 10, 5 and 1 percent level, respectively.

수수료를 차별하거나 특히 관계회사 등에 대하여 높은 수수료를 지급하는 등 우대하여서는 아니 된다.”고 규정하여 위탁매매수수료에 대한 기준을 명시하였다.²⁷ 나아가 중개회사 선정에 있어 투자자의 이익이 최대화되도록 i) 집합투자기구 또는 투자자가 부담하여야 할 비용(중개수수료)이나 수익, ii) 거래 유형(예: 상장주식 블록매매, 장외주식매매, 파생거래, 채권매매 등)에 따른 매매체결능력, iii) 중개회사의 재무상황, 규모 등 발생 가능한 리스크 등을 고려해야 한다고 하였다. 또한 집합투자증권의 판매를 조건으로 매매주문을 위탁하기로 약정하는 것을 금지하여 운용사와 증권사 사이의 담합을 방지하도록 하였다.

그러나 소프트웨어의 정의 및 범위의 불투명성으로 투자자와 운용사 사이의 이해상충의 문제가 지속적으로 지적되면서 2011년 2월 「집합투자업자의 조사분석서비스 이용에 관한 모범규준」을 제정하여 2011년 4월부터 시행하고 있다.²⁸

27 본문의 「표준내부통제기준」은 금융투자협회가 2011년 10월 개정된 것으로 협회 통합 이전에는 「자산운용회사 내부통제모범규준」에 의해 규정되었으며, 내용의 차이는 거의 없다.

28 동 모범규준에 의한 조사·분석 서비스의 대상은 아래와 같이 규정된다.

이같이 우리나라는 소프트달러에 대한 규정을 자율규제에 위임하고 있는데, 세부항목에 대한 내용은 자율규제에 위임하더라도 공시 및 소프트달러 관련 전체적인 기준은 상위 법규정으로 명문화할 필요가 있다. 소프트달러 관련 기준인 「집합투자업자의 조사분석서비스 이용에 관한 모범규준」은 자율규제로 강제력이 없어 운용사의 자발적인 협조가 없는 경우 투자자에게 정보가 제공되지 않을 수 있다. 실제로 2011년 4월 제정 이후 동년 12월부터 공시할 계획이던 소프트달러 자율공시가 2012년 6월 현재에도 이루어지지 않고 있다.²⁹ 이는 근본적으로 자율규제의 한계에 기인한 것으로 투자자에게 적절한 정보를 제공하기 위해서는 소프트달러의 개념적 범위 및 공시요건 등에 대하여 자율규제보다는 강제력이 있는 법규정으로 명문화할 필요가 있다.

또한 「모범규준」에 제시된 조사·분석 서비스의 대상 및 요건, 그리고 제외항목들에 대한 내용을 구체화할 필요가 있다. 즉, 협회가 정하는 사항에 대한 구체적 내용이 열거되지 않는 경우 운용사의 소프트달러 여부의 판단이 모호해지는 문제가 발생하고, 나아가 현재의 기준에 의하면 소프트달러의 판단이 운용사에 의해 이루어지는 문제가 존재할 수 있다. 따라서 조사·분석 서비스의 구체적 내용을 명시하고, 기준의 위반 여부에 대해서는 감독당국이 주기적으로 점검할 필요가 있다.

위탁매매수수료가 높아지는 경로는 두 가지인데, 하나는 수수료율 자체가 높은 것이고, 다른 하나는 매매회전율이 높은 것이다. <Table 1>의 위탁매매수수료율은 4.61~18.91bp(단순평균 9.87bp) 수준으로 나타나 있다. 금융투자협회의 비교공시에 따르면, 일반투자자들이 부담하는 주식거래수수료는 2012년 6월 말 현재 증권사지점개설계좌 기준 1~12bp(단순평균 7.895bp)로 운용사가 부담하는 비용보다 낮은 수준이다.³⁰ 계약 조건에 따라 매매 실행 수수료율이 일반투자자와 운용사 사이에 차이가 있을 수 있으나, 운용사의 거래금액이 일반투자자의 그것보다 크고 거래금액에 따른 수수료체계 등

1. 증권의 가치, 투자의 적정성, 증권의 매수·매도의 타당성, 증권의 매수자 및 매도자에 대한 분석 및 보고서 제공
2. 증권의 발행인, 산업, 증권, 경제 요소 및 동향, 포트폴리오 전략과 수익률에 대한 분석 및 보고서 제공
3. 집합투자기구의 자산배분에 있어 각 증권의 구성비율의 타당성에 대한 분석 및 보고서 제공
4. 특정 산업이 증권시장에서 나타내는 수익 또는 가치변동 추이에 대한 분석 및 보고서 제공
5. 중개회사가 자체 개발한 리서치 전용 소프트웨어의 사용
6. 그 밖에 제1호부터 제5호까지의 사항에 준하는 내용으로서 협회가 인정하는 사항

²⁹ 이와 관련한 기사는 “소프트달러 자율공시논란,” 『파이낸셜 뉴스』, 2011. 12. 26 참고.

³⁰ 수수료율은 1억원을 기준으로 한 것이다. 한편, 은행개설계좌 기준으로는 1~11.916bp(평균 4.952bp) 수준이다.

을 고려하면 거래 실행을 위한 매매수수료율보다 높은 수준의 비용을 부담하는 것으로 추론된다. 물론 이러한 차이가 가치 있는 리서치의 구매를 위한 것일 수 있으나 본문의 분석 결과에서는 이에 대한 증거를 찾기 어렵다. 따라서 순수 위탁매매수수료와 리서치 서비스에 대한 비용을 구분하여 투자자에게 제공하는 것을 의무화할 필요가 있다.

매매회전율의 경우 서론에서 살펴본 바와 같이 상당히 높은 수준을 기록하고 있는데, 높은 수준의 매매회전율의 원인은 펀드매니저의 이동 등과 연관이 있을 것이다.³¹ 펀드매니저가 변동되는 경우 펀드 편입종목의 교체가 이루어지고 이에 따라 회전율이 높아져 위탁매매수수료가 증가할 수 있다.³² 투자운용인력 변경건수가 2004년 1,086건에서 지속적으로 증가하여 2009년 4,662건, 2010년 8,917건, 2011년 12,366건에 달하고 있다.³³ 2010년 8월 9일부터 펀드매니저에 관한 정보를 공시하고 있으나, 공시내용이 펀드매니저가 운용하는 펀드 수 및 운용규모 그리고 운용경력연수에 대한 정보만을 제공하고 있어 투자자의 의사결정에 필요한 정보가 충분히 제공되고 있는가에 대해서는 의문의 여지가 존재한다. 현재의 공시로는 이직 및 신규 등의 경우를 제외하고 투자자들이 정확하게 어떠한 이유에 의해 펀드매니저의 이동이 발생했는지를 알 수 없고, 운용보고서 등을 통해 운용전문인력의 변화를 알 수 있으나 투자자가 매일 공시를 확인하지 않는 경우 변경시점과 투자자가 인지하는 시점 사이에 상당한 시차가 존재할 수 있다. 따라서 펀드매니저의 이동 사유 및 펀드매니저의 과거 운용능력 등에 대한 정보가 제공될 필요가 있을 것으로 생각된다.

31 판매채널인 증권사에 대한 간접적인 보상수단으로 이용되는 측면도 있을 수 있으나 이에 대한 확인은 어려운 것이 현실이다.

32 한 펀드매니저는 펀드매니저의 교체가 미치는 영향에 대하여 다음과 같이 언급한다. “..... 펀드매니저가 바뀌면 모르는 종목이 있기 때문에 포트폴리오를 교체하는 게 일반적이다. 이는 종목을 낮은 가격에 매도하기 때문에 펀드수익률을 깎아먹는 효과를 낳는다.” (<http://er.asiae.co.kr/erview.htm?idxno=2009041509250478675>).

33 2010년과 2011년 건수의 증가 중 일부는 2010년 5월 이후 판매보수체계의 개편으로 기존의 펀드가 클래스펀드를 신설한 것과 연관이 있을 것으로 추론된다.

IV. 분석의 종합 및 결론

주인-대리인이 분리된 펀드의 대리인 문제에 대한 효과적인 통제는 투자자 보호를 위한 중요한 과제이다. 특히 개인투자자의 비중이 높은 우리나라의 상황에서 투자자가 관찰하고 통제하는 데 한계가 존재하는 위탁매매수수료가 투자자 이익에 미치는 영향에 대한 분석은 운용사와 투자자 사이의 이해상충의 문제에 있어 중요한 의미를 가진다. 본 연구는 2008년 6월~2011년 11월 기간 동안 우리나라 주식형 펀드의 자료를 이용하여 위탁매매수수료와 펀드 특성 사이의 관계 및 위탁매매수수료와 투자수익률 사이의 관계에 대한 분석을 수행하였다.

분석 결과, 운용보수 및 판매보수는 위탁매매수수료와 통계적으로 음(-)의 관계를 가지는 것으로 확인되었는데, 이는 투자자가 상대적으로 명확하게 인지할 수 있는 운용보수 및 판매보수 수준을 높이기보다는 숨겨진 비용인 위탁매매수수료를 통해 간접적으로 보상이 이루어짐을 시사한다. 한편, 위탁매매수수료와 펀드성과 사이의 관계를 살펴본 결과, 위탁매매수수료가 높을수록 현재의 성과와 음(-)의 관계를 가지며, 단기적으로 미래의 성과를 제고하는 데 기여하지 못하는 것으로 확인되었다.

이러한 결과는 투자자와 운용사의 이해상충의 완화와 대리인 문제의 효과적인 통제를 위한 제도 정비의 필요성을 시사하는 것으로 생각된다. 투자자에게 적절한 정보를 제공하기 위해서 소프트달러의 세부항목에 대한 규정을 자율규제에 위임하는 경우에도 공시 및 소프트달러 관련 전체적인 기준은 상위 법규정으로 명문화할 필요가 있다. 특히 순수 위탁매매수수료와 리서치서비스에 대한 비용을 구분하여 투자자에게 제공하는 것을 의무화할 필요가 있다. 나아가 현재의 기준에 의하면 소프트달러의 판단이 운용사에 의해 이루어지므로, 기준의 위반 여부에 대해서는 감독당국이 주기적으로 점검할 필요가 있다. 또한 매매회전을 증가와 연관된 것으로 추정되는 펀드매니저의 이동 및 펀드매니저의 과거 운용능력 등에 대한 정보가 제공될 필요가 있을 것으로 생각된다.

본 논문은 42개월의 시계열 자료를 사용하여 분석을 수행하였는데, 주식형 펀드의 대리인 문제를 심층적으로 연구하기 위해서는 보다 장기의 시계열 자료를 구축하여 분석을 수행할 필요가 있을 것이다. 또한 펀드매니저의 특성, 펀드매니저의 보상체계, 그리고 대리인 문제에 영향을 미칠 수 있는 여러 측면에 대한 분석이 추가될 필요가 있

다. 나아가 운용사의 조직 및 지배구조와 성과 사이의 관계에 대한 분석이 이루어진다면 우리나라 주식형 펀드의 현황과 대리인 문제에 대한 보다 심층적인 이해가 이루어질 것이다.

참고문헌

- 신인석·조성빈, 「우리나라 주식형 펀드의 투자성과 평가」, 『한국개발연구』, 제32권 제1호, 2010, pp.97~129.
- 원승연, 「펀드 판매사의 역할과 판매보수의 적정성: 한국의 주식형 펀드를 대상으로」, 『재무관리연구』, 제26권 제1호, 2009, pp.31~64.
- 원승연·한상범, 「펀드의 거래비용과 운용성과」, 『한국경제의 분석』, 제17권 제2호, 2011, pp.179~224.
- 조성빈·신인석, 「판매보수의 펀드투자자금과 투자성과에 대한 영향」, 『금융연구』, 제26권 제1호, 2012, pp.75~105.
- 한국투자자보호재단, 「2011 펀드 투자자 조사」, 2012.
- Abrahamson, Mark and Tim Jenkinson, “Does Transparency Overcome Conflict of Interest? Evidence from Investment Managers and Their Brokers,” Working Paper, 2009.
- Admati, Anat T., Sudipto Bhattacharya, Paul Pfleiderer, and Stephen A. Ross, “On Timing and Selectivity,” *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 3, 1986, pp.715~730.
- Barber, Brad M. and Terrance Odean, “All That Glitters: The Effect of Attention on the Buying Behaviour of Individual and Institutional Investors,” *Review of Financial Studies*, Vol. 21, 2008, pp.785~818.
- Barber, Brad M., Terrance Odean, and Lu Zheng, “Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows,” *Journal of Business*, Vol. 78, 2005, pp.2095~2119.
- Bergstresser, Daniel, John M. R. Chalmers, and Peter Tufano, “Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry,” *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009, pp.4129~4156.
- Berkowitz, Stephen A., Dennis E. Logue, and Eugene A. Noser, Jr., “The Total Cost of Transactions on the NYSE,” *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, 1988, pp.97~112.
- Blume, Marshall E., “Soft Dollars and the Brokerage Industry,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 48, 1993, pp.36~44.

- Bogle, John C., "The End of 'Soft Dollars?'" *Financial Analysts Journal*, Vol. 65, No. 2, 1993, pp.48~53.
- Carhart, Mark M., "On Persistence in Mutual Fund Performance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, 1997, pp.57~82.
- Chalmers, John M. R., Roger M. Edelen, and Gregory G. Kadlec, "An Analysis of Mutual Fund Trading Costs," Working Paper, 1999.
- Chan, Louis K. C. and Josef Lakonishok, "Institutional Trades and Intraday Stock Price Behavior," *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, 1993, pp.173~199.
- Chen, Joseph, Harrison Hong, Ming Huang, and Jeffrey D. Kubik, "Does Fund Size Erode Performance? The Role of Liquidity, Organization," *American Economic Review*, Vol. 94, 2004, pp.1276~1302.
- Chevalier, Judith and Glenn Ellison, "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives," *Journal of Political Economy* 105, 1997, pp.1167~1200.
- Conner, G. and R. Korajczyk, "The Attributes Behavior and Performance of U.S. Mutual Funds," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 1, No. 1, 1991, pp.4~25.
- Conrad, Jennifer S., Kevin M. Johnson, and Sunil Wahal, "Institutional Trading and Soft Dollars," *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, 2001, pp.397~416.
- Edelen, Roger M., Richard Evans, and Gregory B. Kadlec, "What do Soft-dollars Buy? Performance, Expense Shifting, Agency Costs," Working Paper, 2008.
- Edelen, Roger M., Richard Evans, and Gregory B. Kadlec, "Disclosure and Agency Conflict in Delegated Investment Management: Evidence from Mutual Fund Commission Bundling," Working Paper, 2011.
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Sanjiv Das, and Matthew Hlavka, "Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios," *Review of Financial Studies*, Vol. 6, No. 1, 1993, pp.1~22.
- Fama, Eugene F. and James D. MacBeth, "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, Vol. 81, 1973, pp.607~636.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, "Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, 1992, pp.427~465.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Bonds and Stocks," *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, 1993, pp.3~56.
- Ferris, Stephen P. and Xuemin Sterling Yan, "Agency Costs, Governance, and Organizational Forms: Evidence from the Mutual Fund Industry," *Journal of*

- Banking & Finance*, Vol. 33, 2009, pp.619~626.
- French, Kenneth R., “Presidential Address: The Cost of Active Investing,” *Journal of Finance* 63, 2008, pp.1547~1573.
- Gao, Xiaohui and Miles Livingston, “Brokerage Commissions and Soft Dollars: The Hidden Costs of Owning Mutual Funds,” Working Paper, 2011.
- Gaspar, José-Miguel, Massimo Massa, and Petro Matos, “Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization,” *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 1, 2006, pp.73~104.
- Goldstein, Michael A., Paul Irvine, Eugene Kandel, and Zvi Wiener, “Brokerage Commissions and Institutional Trading Patterns,” *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 12, 2009, pp.5175~5212.
- Grinblatt, Mark and Sheridan Titman, “Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings,” *Journal of Business*, Vol. 62, No. 3, 1989, pp.393~416.
- Hansch, Oliver, Narayan Y. Naik, and S. Viswanathan, “Preferencing, Internalization, Best Execution, and Dealer Profits,” *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, 1999, pp.1799~1828.
- Horan, Stephen M. and D. Bruce Johnsen, “Can Third-party Payments Benefit the Principal? The Case of Soft Dollar Brokerage,” *International Review of Law and Economics*, Vol. 28, 2008, pp.56~77.
- Huang, Jennifer C., Kelsey D. Wei, and Hong Yan, “Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance,” *Journal of Finance*, Vol. 62, 2007, pp.1273~1311.
- James, Christopher and Jason Karceski, “Investor Monitoring and Differences in Mutual Fund Performance,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 30, 2006, pp.2787~2808.
- Jensen, Michael C., “The Performance of Mutual Funds in The Period 1945-1964,” *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 2, 1968, pp.389~416.
- Kacperczyk, M., C. Sialm, and L. Zheng, “Unobserved Actions of Mutual Funds,” *Review of Financial Studies*, Vol. 21, 2008, pp.2379~2416.
- Karceski, Jason, Miles Livingston, and Edward S. O’Neal, “Porfolio Transaction Costs at U.S. Equity Mutual Funds,” Working Paper, 2005.
- Lehman, Bruce N. and David M. Modest, “Mutual Fund Performance Evaluation: A Comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons,” *Journal of Finance*, Vol. 42, No. 2, 1987, pp.233~265.
- Livingston, Miles and Edward S. O’Neal, “Mutual Fund Brokerage Commissions,”

- Journal of Financial Research*, Vol. 19, 1996, pp.273~292.
- Mahoney, Paul G., "Manager-Investor Conflicts in Mutual Funds," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 2, 2004, pp.161~182.
- Nanda, Z. Vikram, Jay Wang, and Lu Zheng, "Family Values and the Star Phenomenon: Strategies of Mutual Fund Families," *Review of Financial Studies*, Vol. 17, 2004, pp.667~698.
- Petersen, M. A., "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009, pp.435~480.
- Schwartz, Robert A. and Benn Steil, "Controlling Institutional Trading Costs," *Journal of Portfolio Management*, 2002, pp.39~49.
- SEC, "Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker/Dealers, Investment Advisers and Mutual Portfolios," Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission, Office of Compliance, Inspections and Examinations, 1998.
- Sensoy, Berk A., "Performance Evaluation and Self-designated Benchmark Indexes in the Mutual Fund Industry," *Journal of Financial Economics*, Vol. 92, 2009, pp.25~39.
- Siggelkow, Nicolaj, "Expense Shifting: An Empirical Study of Agency Costs in the Mutual Fund Industry," Working Paper, 1999.
- Sirri, Erik R. and Peter Tufano, "Costly Search and Mutual Fund Flows," *Journal of Finance*, Vol. 53, 1998, pp.1589~1622.
- Wermers, Russ, "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-picking Talent, Style, Transaction Costs, and Expenses," *Journal of Finance*, Vol. 55, 2000, pp.1655~1703.
- Zheng, Lu, "Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability," *Journal of Finance*, Vol. 54, 1999, pp.901~933.