

펀드 이용료와 상호의존성*

민세진** · 이경원***

펀드 이용료의 구성과 수준이 운용사와 판매사가 노력을 기울이는 가장 중요한 유인이라는 점에서 이에 대한 이해는 장기적인 펀드산업 발전에 중요하다. 본 논문은 이러한 문제의식을 바탕으로 운용사와 판매사의 노력의 상호의존성을 주목한다. 즉, 운용사의 운용결과에 따라 운용사뿐만 아니라 판매사에게 돌아가는 보수가 달라지며, 판매사의 수탁규모에 따라 판매사뿐만 아니라 운용사에게 분배되는 보수가 달라지는 것이다. 상호의존성이 존재함을 가정하고 수립한 이론모형에서 예측한 가설들은 실증분석에서 부분적으로 부합하는 것으로 확인된다. 특히, 운용보수가 높아질수록 판매사의 노력수준이 다소 유의하게 낮아지는 것이 확인되어 상호의존성이 존재할 수 있음을 암시한다. 한편, 보수가 높아질수록 운용사나 판매사의 노력수준이 오히려 감소할 가능성은 펀드수요가 그 이용료에 얼마나 탄력적인지에 크게 의존하기 때문에 향후 연구에서는 탄력성을 고려한 보완이 필요하다.

핵심주제어: 펀드 이용료, 상호의존성, 판매보수, 운용보수, 공모펀드
경제학문헌목록 주제분류: D22, G23, G29

I. 서론

한국의 펀드시장은 양적·질적으로 급속하게 성장하고 있으나, 펀드 이용자가 부담하는 펀드 이용료가 지나치게 높게 설정되고 있다는 비판이 지속적으로 제기되어 왔다. 예를 들어, 신인석(2007)은 2003~2007년간 주식형 펀드의 총보수(total fee)는 증가하는 추세이며, 특히 판매보수(sales fee) 비중이 70%에 달하고 있음을 보였다. 김홍배(2011)도 판매보수 비중이 62~75%임을 실증적으로

* 이 논문은 주저자의 2013년도 동국대학교 연구년 지원에 의하여 이루어졌음.

** 교신저자, 동국대학교(서울) 경제학과 부교수, 전화: (02) 2260-8670, E-mail: sejinmin@dongguk.edu

*** 주저자, 동국대학교(서울) 경제학과 부교수, 전화: (02) 2260-3311, E-mail: krhee@dongguk.edu

논문투고일: 2014. 6. 23 수정일: 2014. 9. 10 게재확정일: 2014. 10. 21

보였다. 이에 정부도 판매보수와 판매수수료(upfront load)가 지나치게 높다는 인식 하에 자본시장통합법시행령 개정에 맞춰 판매보수 및 판매수수료 상한을 인하함으로써, 신규 펀드뿐만 아니라 기존 펀드에 대해서도 판매보수 및 판매수수료 인하를 유도하였다.¹⁾

펀드 이용료 중 판매보수나 판매수수료의 비중이 압도적으로 높은 것은 개별 펀드의 성장에 있어서 판매사의 역할이 매우 중요함을 시사한다. 많은 실증연구에서 펀드로의 자금 유입에 펀드의 운용성과가 중요한 요소이기는 하지만 판매채널이나 마케팅이 더 결정적인 요인으로 작용함을 보여주고 있다.²⁾ 펀드 이용자의 입장에서는 펀드의 특성이나 자산운용사의 능력에 대한 정보가 부족한 경우가 많기 때문에, 펀드 판매사들의 마케팅 노력과 정보비대칭성 완화의 역할은 자금 유입을 통한 펀드규모 확장에 매우 중요한 것이다. 또한 펀드에 대한 수요가 증가하면서 자산운용업도 짧은 기간에 급성장하였으나, 펀드의 판매채널이 대중에 대한 접근성이 높은 시중은행 등으로 확대된 것 역시 판매보수와 판매수수료 비중이 증가한 것의 한 요인이 되었을 것이다.

펀드 간 보수의 크기 차이가 존재하는 것에 대한 연구도 있다. 민세진·이경원(2010)은 운용사와 판매사의 배타적 거래로 결성된 펀드에서 그 외의 경우에 비해 판매보수가 높음을 보였다. Christoffersen, Evans, and Musto(2012)와 Han, Kang, and Won(2013)은 운용사를 자회사로 둔 판매사의 보수가 높음을 보였다.³⁾ 펀드의 과거 성과와 보수 크기의 관계를 설명하는 연구들도 있다. Hogue and Wellman(2007)은 펀드가 과거의 성과를 열심히 홍보하는 이유는 소비자를 자신의 펀드에 묶어 놓아 보수를 높게 설정하기 위함임을 주장했다. Christoffersen and Musto(2002)와 Gil-Bazo and Ruiz-Verdu(2008)는 성과에 민감하지 않은 투자자들에게 의해 성과가 좋지 않은 펀드가 일반적으로 펀드 이용료에 대해 탄력성이 낮아 판매보수가 높게 설정되고 있음을 주장하였다. Gil-Bazo and Ruiz-Verdu(2009)는 판매보수가 서비스의 질을 나타내는 변수라면 판매보수가 높은 펀드가 위험조정 성과(risk-adjusted performance)에서 우월한 성과를 보여

1) 펀드가 판매보수를 부과할 수 있도록 SEC는 12b-1제도를 1980년에 도입하였다. 애초에 이 제도의 목적은 판매사들에게 펀드산업이 확장될 수 있도록 인센티브를 제공하기 위한 것이었다. 하지만 펀드의 총이용료가 높아져 투자자에게 좋은 성과를 기대하기 어렵게 만들었다는 주장들이 다수 등장하였다. Carhart(1997), Walsh(2004), Malhotra, Martin, and Russel(2007) 등이 같은 맥락이다.

2) Sirri and Tufano(1998), Jain and Wu(2000), Nanda, Wang, and Zheng(2005), Barber, Odean, and Zheng(2005), Huang, Wei, and Yan(2007) 등이다.

3) Korpela and Puttonen(2006)은 은행이 운용하는 펀드가 보수를 높게 책정함을 보였다.

야 하지만, 이와는 정반대로 후자가 낮은 펀드에서 판매보수가 높음을 실증적으로 보였다.

펀드의 양적 성장에 있어서 자산운용사의 노력과 함께 판매사의 노력이 동시에 중요하다는 것은 자산운용사와 판매사 간에 상호의존성이 발생할 수도 있음을 의미한다. 여기서 상호의존성이란 펀드 판매 및 운용의 결과가 양측 공동의 수행 또는 노력에 의해 나타나는데, 판매사 또는 운용사의 노력수준 결정이 상대방의 수입과 더 나아가 노력수준에 미치는 영향을 말한다. 상호의존성이 발생하는 이유를 보다 자세히 언급하면 다음과 같다. 펀드라는 상품은 운용사에 의해 개발 및 운용되는 반면, 상품의 유통은 운용사가 아닌 판매사를 통해 이루어지고 있다. 따라서 펀드산업의 성장을 위해서는 운용사와 판매사의 공동의 노력이 요구된다. 흥미롭게도 펀드의 판매 및 운용을 통해 각 주체가 얻게 되는 수입구조는 대부분이 펀드의 운용성과 및 판매성과에 의한 잔고의 크기에 비례하는 보수로 이루어져 있다는 점이다. 따라서 자산운용사의 수입은 펀드잔고의 크기에 비례하는 운용보수이므로, 자신의 운용성과뿐만 아니라, 판매사의 마케팅 능력 또는 노력에 의해 유입되는 자금량에 큰 영향을 받는다. 즉, 판매사를 통해 유입되는 자금량은 펀드잔고의 크기와 양(+의) 관계를 가지므로, 판매사의 능력 및 노력이 자산운용사의 수입에 직접적인 영향을 미치게 된다. 한편, 판매사의 수입은 펀드잔고의 크기에 비례하는 판매보수로 이루어지므로,⁴⁾ 펀드잔고 크기와 양(+의) 관계를 갖는 자산운용사의 능력 및 노력이 판매사의 수입에 영향을 미칠 것이다. 만약 운용사와 판매사의 수입이 펀드의 성과 또는 크기에 비례하지 않는다면, 상호의존성은 존재하지 않을 것이다. 예를 들어, 운용사는 거래 건수에 따른 수입을 얻고, 판매사는 판매 건수에 따른 수입을 얻는다면, 각 주체의 노력이나 능력이 상대방의 수입에 영향을 미치지 않기 때문에 상호의존성은 발생하지 않을 것이다.

운용사의 노력과 판매사의 노력은 서로에게 양(+의) 외부성(positive externalities)을 제공하므로, 운용사와 판매사가 서로 독립적인 경우, 각 주체의 노력수준은 운용사와 판매사로 구성되는 사회후생 수준을 극대화하기에는 부족한 수준에서 결정되는 과소 노력이 이루어질 수 있다. 그 이유로 예를 들어, 운용사가 자신의 노력수준을 결정할 때, 자신의 노력수준 증대가 운용사의 수입뿐

4) 일반적으로 판매사는 판매보수 외에 판매액의 크기에 의존하지만 운용성과에 따른 잔고 크기에 의존하지 않는 판매수수료도 부과하고 있다. 판매수수료는 운용사의 노력에 따른 운용성과에 의존하지 않으므로, 판매수수료를 통한 상호의존성은 발생하지 않는다고 하겠다.

만 아니라 판매사의 수입도 증대시킬 수 있음을 고려하지 않기 때문이다.⁵⁾ 그런데 상호의존성이 존재하는 경우 보다 흥미로운 점은 각 주체의 노력수준은 상대방의 노력수준에 영향을 미친다는 것이다. 예를 들어, 판매사가 노력수준을 높인다고 가정하자. 이는 펀드의 잔고규모를 증가시킬 것이며, 펀드의 잔고 크기와 양(+)의 관계를 가져오는 “보수(load)”로 인해 운용사의 수입이 증가하므로, 운용사 입장에서 자신의 노력수준을 증가시키는 것은 유익하다(profitable). 달리 말하면, 판매사의 노력수준과 운용사의 노력수준은 양(+)의 관계를 갖는 전략적 보완(strategic complements)의 특성을 보인다.

운용사와 판매사의 수입이 펀드의 잔고 크기에 연동되는 “보수”에 기반하고 있기 때문에, 운용사와 판매사의 노력에 대한 유인체계는 전략적 보완의 특성을 갖는다. 본 논문은 이러한 특성을 반영하여 보수수준의 변화가 운용사 및 판매사의 노력수준에 미치는 영향을 분석한다. 펀드 이용료와 관련하여 상호의존성을 고려한 연구는 거의 없는 것으로 파악되고 있다. 펀드 이용료에 대한 기존 연구는 대체로 판매사가 부과하는 판매보수의 정당성 또는 효과를 논의하거나(원승연, 2009), 보수나 수수료의 국제비교(원승연, 2007) 등에 그치고 있다. 최근 민세진·이경원(2010)은 펀드 이용료의 운용사와 판매사 간 배분에 영향을 미치는 요인들을 규명하는 실증분석을 시도하였다.

운용보수 및 판매보수가 펀드의 운용성과에 미치는 영향에 대한 연구는 다수 주목된다. 김홍배(2011)는 주식형 펀드에서는 양자 간의 관계가 유의미하지 않으나, 채권형 펀드에서는 운용보수 및 판매보수와 펀드의 운용성과 간에는 음(-)의 관계가 있음을 실증적으로 보였다. 조성빈·신인석(2012)은 펀드가 음(-)의 초과성과를 보이는 경우에만 판매보수가 투자자금흐름에 유의미한 양(+)의 성과를 보임을 주장하였다. 이와 유사하게 원승연·한상범(2011)은 펀드보수가 성과를 악화시키며, 특히 판매보수가 더 큰 영향을 미침을 주장하였다. 백강·박영석·박성호(2013)는 현재 높은 수준의 판매보수는 과점적 판매채널 구조에 기인하고 있음에 착안하여, 2008년 이후 진행되어 온 ‘펀드 판매시장 선진화’ 정책이 판매사별 보수의 분산증가, 그리고 판매사의 시장점유율 분산증가를 가져옴에 따라 효과가 있음을 보였다.⁶⁾

5) 반면, 운용사와 판매사가 동일한 주체인 경우, 외부성을 내재화하므로 노력수준의 비효율성은 발생하지 않는다. 본 논문에서는 운용사와 판매사 각각의 노력수준이 사회적 관점에서 최적의 수준과 얼마의 차이가 발생하는지 논의하지 않는다.

6) 박영석·백강(2013)은 ‘펀드 판매시장 선진화’ 정책 이후 펀드판매보수가 시장규모와 판매사의 거래특성에 보다 민감하게 반응하는 형태로 변화하고 있음도 보였다. 한편, 한재준·

이상의 연구들은 판매보수와 운용성과의 연결고리를 분석하고 있으나, 앞서 언급한 상호의존성을 통한 운용사와 판매사의 노력수준이 전략적 보완의 특성을 반영한 논의는 시도되지 않았다. 해외에서도 상호의존성에 대한 이론적 및 실증적 분석은 대체로 프랜차이즈 계약의 특성을 논의하는 데 그치고 있으며,⁷⁾ 이를 고려한 펀드 운용사 및 판매사의 노력과 보수수준 간의 관계를 설명하는 연구는 아직까지 없는 것으로 파악된다. 상호의존성의 존재가 운용사와 판매사의 의사결정에 어떤 영향을 미치는지, 그리고 이것이 보수나 수수료와 어떤 연관이 있는지 살펴보는 것은 펀드 이용료에 대한 정책적 접근에도 시사점을 줄 수 있을 것이다. 본 연구는 이론모형을 통해 자산운용사와 판매사 각각의 노력수준이 운용보수와 판매보수에 영향을 받고 있음을 보이고, 이를 통해 상호의존성과 관련된 가설들을 이끌어낸다. 또한 이론적 논의를 통해 유도된 가설들을 국내 주식형 펀드를 대상으로 실증분석을 통해 검증하여, 국내 펀드 이용료 실태에 대한 이해를 제고하고자 한다.

II. 이론적 논의

1. 모형

한 개의 운용사(M)와 한 개의 판매사(S)가 특정 펀드를 판매 및 운용하기로 결정하였다고 가정한다.⁸⁾ M 과 S 가 펀드를 통해 펀드 가입자에게 부과하는 이용료는 사전적으로 주어져 있다고 하자. 펀드 가입자가 지불하는 이용료는 운용사가 수령하는 운용보수율(p_M)과 판매사가 수령하는 판매보수율(p_S)로 구성된다.⁹⁾ p_M 과 p_S 는 가입금액이 아닌 운용성과에 따른 펀드의 규모를 기준으로

박해식(2010)도 국내 펀드시장에 대해 논의한 바 있다.

7) Lafontain(1992)은 이론모형을 통해, 프랜차이즈 계약에서 계약자 간 분배율(royalty rate)이 0과 1 사이에 있음을 밝혔다. Bhattacharyya and Lafontain(1995)은 Lafontain(1992)의 결과를 실증적으로 분석하였다. Vazquez(2005)는 실증분석을 통해 선취 수수료(upfront payment)가 분배율 외에 다른 여러 가지 수수료와 대체관계가 있음을 밝혔다.

8) III절의 실증분석 부분에서는 판매사가 여러 개인의 경우를 robustness check 차원에서 실시한다.

9) 판매사가 판매수수료(load)를 부과하기도 한다. 판매수수료는 펀드 가입자가 가입시 가입금액을 기준으로 일시불로 지불하는 것으로, 판매사 입장에서 선취수수료(upfront payment)가 된다. 예를 들어, 펀드 가입자가 100만 원을 가입하고 판매수수료율이 0.5%이면, 펀드 가입자가 지불하는 판매수수료는 5,000원이 된다. 모형에서는 논의를 운용 및 판매 보수율

부여된다. 예를 들어, 펀드 가입자의 가입금액인 100만 원이 운용을 통해 120만 원이 되고, p_M 과 p_S 가 각각 1%라면, 펀드 가입자는 운용사와 판매사에게 각각 1만 2,000원을 운용보수와 판매보수로 지불하게 된다. 이 두 가지를 합한 것을 총이용료율 $p \equiv p_M + p_S < 1$ 이라 하자. p_M 과 p_S 는 현실에서 투자설명서에 기재되어 있다.

M 과 S 가 동시에 자신들의 노력수준을 결정한다. M 의 노력수준은 $e_M \in R_+$ 로 표시한다. e_M 은 펀드의 성과를 높이기 위한 투자대상에 대한 분석, 경기예측 등을 포함한 것으로 해석될 수 있다. M 이 노력을 기울이는 데에는 비용 $\frac{1}{2}e_M^2$ 이 든다고 가정한다.¹⁰⁾ S 의 노력수준은 $e_S \in R_+$ 로 표시한다. e_S 는 S 가 고객을 유치하기 위한 광고, 고객 성향 파악, 판매원 교육 등을 포함한다. S 의 노력도 비용 $\frac{1}{2}e_S^2$ 를 수반한다고 가정한다. e_M 과 e_S 는 관찰 가능(observable)하나, 제3자에게 증명 불가능(unverifiable)한 변수로 계약서나 투자설명서에 기재될 수 없는 것으로 가정한다.

S 가 판매하고 M 이 운용하는 펀드의 크기 또는 규모는 크게 세 가지에 의해 결정될 것이다. 첫째, 총이용료율 p 이다. 다른 것들이 일정할 때, 펀드 가입자가 지불해야 하는 금액이 증가한다면, 펀드에 대한 수요가 감소할 것은 자연스러울 것이다. 따라서 펀드의 크기는 p 에 대해 감소함수로 가정한다. 둘째, S 가 노력수준을 높인다면 펀드로 유치되는 가입금액은 증가할 것이므로, 펀드의 크기는 e_S 에 대해 증가함수로 가정한다. 마지막으로, M 이 노력수준을 증가하는 경우 수익률이 높아지며 이는 펀드가입을 늘릴 뿐만 아니라 가입된 금액을 규모도 증가시킬 것이다. 이에 따라 펀드의 규모는 e_M 에 대해 증가함수로 가정한다. 이상에서 언급한 세 가지의 특성을 반영하여 펀드 크기 함수는 다음과 같

에 초점을 맞추기 위해 이를 고려하지 않는다. 판매수수료가 있는 경우의 보수는 일반적으로 판매수수료가 없는 경우에 비해 낮은 편인데, 이는 펀드 이용자를 대상으로 가격차별을 하는 것으로 이해될 수 있다. 즉, 초기에 수수료를 내더라도 추후에 상대적으로 낮은 보수를 내는 것을 선호하는 이용자와 초기에 수수료를 안 내고 추후에 상대적으로 높은 보수를 내는 것을 선호하는 이용자들을 구별하여 수수료 및 보수를 부과하는 것으로 이해된다. 실제로 현실에서 이용자에게 판매되는 펀드는 판매수수료가 있는 상품과 없는 상품으로 명백히 구분되어 있어, 서로 다른 선호를 갖는 이용자는 서로 다른 상품에 가입한다. 그런데 흥미롭게도 한 펀드로 운용되지만 판매수수료 여부에 따라 서로 다른 상품으로 판매되고 있다. 본 논문에서 모형을 통한 설명이나 실증분석을 통한 설명에서 공통적으로 '다른 조건이 일정할 때' 운용보수 또는 판매보수의 변화가 노력수준에 미치는 영향을 살펴보고 있으므로, (펀드규모에 의존하지 않는) 판매수수료 도입 여부와 상관없이 본 연구결과는 성립한다.

10) $i \in \{M, S\}$ 의 노력수준 e_i 에 대한 비용을 $c(e_i)$ 라 하고, $c' > 0$ 과 $c'' > 0$ 의 가정은 합리적이다. 균형을 closed-form으로 구하여 보여주기 위해, $c(e_i) = \frac{1}{2}e_i^2$ 로 가정한다.

이 표현된다.

$$q(e_s, e_M; p) = (1 + e_M)(1 + e_s)(\alpha - p)$$

여기서, $p < \alpha$ 로 가정한다.¹¹⁾

2. 운용보수율 및 판매보수율이 운용사와 판매사의 노력수준에 미치는 영향

주어진 운용보수율(p_M)과 판매보수율(p_S)에 따라 M 과 S 는 자신의 이윤을 극대화하도록 노력수준을 결정할 것이다. 논의를 간단히 하기 위해, M 과 S 가 각각 규모 $q(e_s, e_M; p)$ 의 펀드를 운용하거나 판매하는데 소요되는 한계비용을 0이라 가정할 때, M 의 이윤함수 π_M 과 S 의 이윤함수 π_S 는 각각 다음과 같이 표현된다.

$$\pi_M(e_M, e_S; p) = p_M \cdot q(e_s, e_M; p) - \frac{1}{2}e_M^2 \quad (1)$$

$$\pi_S(e_M, e_S; p) = p_S \cdot q(e_s, e_M; p) - \frac{1}{2}e_S^2 \quad (2)$$

식 (1)과 식 (2)에 의하면, M 과 S 의 이윤함수가 모두 자신의 노력수준뿐만 아니라, 다른 주체의 노력수준에 의해 영향을 받고 있다. 즉, M 과 S 간에 상호 의존성이 존재한다. 상호의존성이 발생하는 이유는 각 주체의 이윤이 M 과 S 의 노력에 의해 결정되는 펀드 크기에 따른 보수율에 근간하기 때문이다. 구체적으로 논의하면, M 의 이윤함수식 (1)에서 M 의 수입은 펀드 크기 q 에서 운용보수율을 곱한 것이며, 펀드 크기는 운용사의 노력수준뿐만 아니라 판매사의 노력수준에 직접적으로 영향을 받기 때문에, 판매사에서 운용사로의 의존성이 발생한다. 또한 S 의 이윤함수식 (2)에 의하면, S 의 수입은 펀드 크기에서 판매보수율을 곱한 것으로 펀드 크기가 자신의 노력수준뿐만 아니라 운용사의 노력수준에 의존하므로, 운용사에서 판매사로의 의존성이 존재한다.

이제 각 주체의 이윤극대화 행동을 살펴본다. 주어진 p_M 과 p_S 에 대해 각 주체는 자신의 이윤을 극대화하는 노력수준을 결정한다. $i \neq j \in \{M, S\}$ 의 이윤을 극대화하는 노력수준은 다음의 1계 조건을 만족한다.

11) α 는 펀드 가입자의 최대 지불의사(willingness to pay)로 이해될 수 있다.

$$e_i(e_j, p) = (1 + e_j)(\alpha - p)p_i \quad (3)$$

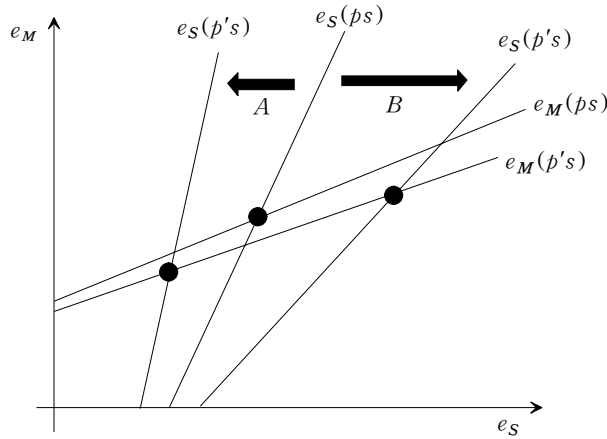
식 (3)에 의하면, i 의 노력수준은 j 의 노력수준에 의해 영향을 받는다. 달리 말하면, 식 (3)은 j 의 노력수준에 대한 i 의 반응함수이다. 특히, $p < \alpha$ 이므로, j 의 노력수준이 증가하면, i 는 자신의 노력수준을 증가시킨다. 즉, i 의 노력수준과 j 의 노력수준은 전략적 보완(strategic complements)의 특성을 보인다.

식 (3)을 이용하여 연립방정식을 풀면, $i \neq j \in \{M, S\}$ 의 균형노력수준 $e_i^*(p_M, p_S)$ 를 얻는다.

$$e_i^*(p_M, p_S) = \frac{(\alpha - p)p_i \cdot [1 + (\alpha - p)p_j]}{1 - p_M p_S (\alpha - p)^2} \text{ for } i, j \in \{M, S\} \quad (4)$$

$p \equiv p_M + p_S < \alpha$ 이므로, $e_i^*(p_M, p_S) \geq 0$ 이 성립한다.

이제 주어진 p_M 과 p_S 수준이 각 주체의 균형노력수준에 미치는 영향을 살펴본다. 각 보수율의 변화가 각 주체의 균형노력수준에 미치는 영향은 대칭적(symmetric)이므로, 판매보수율(p_S)의 변화인 경우를 먼저 살펴본다. p_S 이 한 단위 증가한다고 가정하자. i 의 반응함수를 나타내는 식 (3)에 의하면, M 은 e_M 을 $(1 + e_S)p_M$ 만큼 감소시키는 반면, S 는 e_S 를 $(1 + e_M)[\alpha - (p_M + 2p_S)]$ 만큼 변화시킨다. p_S 이 한 단위 증가할 때, M 이 자신의 노력수준 e_M 을 감소시키는 이유는 총이용료를 증가에 따른 펀드 수요의 감소로 수입의 감소가 예상되기 때문이다. 흥미로운 점은 p_S 의 증가가 S 의 노력수준 e_S 에 미치는 영향은 p_M 과 p_S 의 크기에 크게 의존한다는 것이다. 그 이유는 p_S 의 증가에 따라 수입증가 효과가 있으나, 펀드 수요감소에 따른 수입감소의 효과가 동시에 공존하기 때문에 이 두 가지 효과의 크기에 따라 e_S 에 미치는 전체 효과가 결정되기 때문이다. 특히, $\alpha > p_M + 2p_S$ 또는 $\alpha - p > p_S$ 인 경우, p_S 의 증가에 따라 S 는 e_S 를 증가시키나, $\alpha < p_M + 2p_S$ 인 경우 감소시킨다. 따라서 p_S 변화가 균형노력수준 $e_i^*(p_M, p_S)$ 에 미치는 영향은 $p_M + 2p_S$ 의 크기에 의존한다. $\alpha < p_M + 2p_S$ 인 경우, p_S 의 증가는 명백히 e_M^* 과 e_S^* 의 감소를 가져온다. 그런데 $\alpha > p_M + 2p_S$ 인 경우, p_S 의 증가가 e_M 을 감소시키는 반면 e_S 을 증가시키므로, e_S 와 e_M 의 상호 보완관계에 의해 균형에서의 효과는 모호하다. 그럼에도 불구하고, 우리는 $p_M + 2p_S$ 가 충분히 낮은 경우에는 p_S 의 증가가 균형노력수준을 증가시킬 수 있음을 보일 수 있다. 이상의 논의를 <그림 1>로 나타낼 수 있으며, 또한 운용보수율(p_M)의 변화가



주: $p'_s > p_s$. A는 $p_M + 2p_s$ 가 높을 때, B는 $p_M + 2p_s$ 가 충분히 낮을 때임.

<그림 1> 판매보수율의 증가가 균형노력수준에 미치는 영향

균형노력수준에 미치는 영향인 경우에도 그대로 적용된다. p_M 의 변화에 따른 균형노력수준 $e_i^*(p_M, p_s)$ 에 미치는 영향은 $2p_M + p_s$ 의 크기에 의존한다. $2p_M + p_s$ 이 충분히 낮은 경우에는 균형노력수준이 증가하나, 그 외의 경우에는 균형노력수준이 감소할 것이다.

이상의 논의를 통해 우리는 다음의 두 가지 가설을 설정할 수 있다.

- [H1] 운용보수율이 클수록, ① 판매보수율과 운용보수율이 상대적으로 작은 펀드에서는 운용사 및 판매사의 노력수준은 증가하나, ② 판매보수율과 운용보수율이 상대적으로 큰 펀드에서는 운용사 및 판매사의 노력수준은 감소할 것이다.
- [H2] 판매보수율이 클수록, ① 판매보수율과 운용보수율이 상대적으로 작은 펀드에서는 운용사 및 판매사의 노력수준은 증가하나, ② 판매보수율과 운용보수율이 상대적으로 큰 펀드에서는 운용사 및 판매사의 노력수준은 감소할 것이다.

Ⅲ. 실증분석

1. 데이터 설명

II절에서 도출된 가설들을 검증하기 위해 펀드평가회사 (주)케이제제로인(KG ZEROIN)이 제공하는 펀드 관련 데이터베이스인 FundDoctor에서 2013년 4월 30일 기준 모든 주식형 공모펀드를 대상으로 추출한 펀드 데이터를 이용한다. 추출한 데이터의 종류는 약관정보(운용회사, 운용보수율 및 판매보수율, 판매수수료 등), 자금동향(수탁고 추이 등), 운용성과(수익률, 순자산 등), 위험통계지표(수익률의 표준편차 등) 등이다. 펀드의 판매사 현황(판매사수, 계열사 판매 여부 등)은 연구자가 모든 은행과 증권사를 개별적으로 검색하여 각 판매사가 판매하는 주식형 공모펀드를 확인하여 수집하였다.¹²⁾

〈표 1〉 요약통계량 I (펀드 수: 2,271): 2013년 4월 30일 현재

	평균	표준편차	최소값	최대값
운용보수율(%)	0.594	0.187	0	1.06
판매보수율(%)	0.838	0.441	0	1.75
선취판매수수료율(%) (520개에 대해)	0.879	0.230	0.2	1.5
온라인 전용(%)	5.7	23.2		
전체 판매사수	3.469	5.785	0	44
은행 판매사수(개)	0.687	1.539	0	14
증권사 판매사수(개)	2.782	4.517	0	31
계열 판매사수	0.424	0.679	0	4
수탁고(억 원)	278.042	1,435.249	0.1	42,660.14
과거 1년 수익률(%)	8.572	8.204	-23.86	56.01
벤치마크 대비 과거 1년 수익률(%)*	0.795	7.416	-49.25	46.46
주간수익률의 과거 1년간 표준편차	12.774	2.708	5.63	31.46

주: Benchmark는 KOSPI200.

12) 펀드 판매사 현황을 조사하는 데에 약 2주일이 소요되었다. 해당 2주일 동안 펀드 판매사 현황에 변화가 전혀 없었을 것이라 단정할 수는 없지만, 있었다더라도 실증분석의 통계적 유의성에 영향을 줄 정도는 아닐 것이라 가정한다.

2013년 4월 30일 현재 주식형 공모펀드로 조사된 펀드는 40개 운용사의 2,300개가 넘는다. 이 중에서 결측치와 수탁고가 0인 펀드를 제외한 후 본 연구에서 사용하는 펀드수는 2,271개이다. 각 펀드는 펀드명칭이 같더라도 보수나 수수료의 구조가 달라 ‘클래스(class)’로 구분되어 각기 다른 펀드로 취급된 것이다. 예컨대, ‘한국투자 네비게이터 1’에는 선취판매수수료, 판매보수, 운용보

〈표 2〉 요약통계량 II(판매 중인 펀드수: 1,542): 2013년 4월 30일 현재

	평균	표준편차	최소값	최대값
운용보수율(%)	0.621	0.162	0.03	1.06
판매보수율(%)	0.918	0.393	0	1.75
선취판매수수료율(%) (396개에 대해)	0.880	0.227	0.2	1.5
온라인 전용(%)	6.939	25.420		
전체 판매사수	5.108	6.397	1	44
은행 판매사수(개)	1.012	1.777	0	14
증권사 판매사수(개)	4.097	4.966	0	31
계열 판매사수	0.623	0.745	0	4
수탁고(억 원)	279.072	1,001.893	0.01	16,722.44
과거 1년 수익률(%)	8.664	8.176	-9.51	56.01
벤치마크 대비 과거 1년 수익률(%)*	0.731	7.442	-22.39	46.46
주간수익률의 1년간 표준편차	12.513	2.235	7.23	31.46

주: Benchmark는 KOSPI200.

〈표 3〉 펀드의 수탁고 규모 분포

수탁고 규모 분포의 누적 %	해당 규모(억 원)
5	0.09
10	0.28
25	1.97
50	18.01
75	123.72
90	535.09
95	1,214.28
99	4,844.89

수가 모두 있는 ‘클래스 A’ 펀드, 선취판매수수료가 없는 ‘클래스 C1’ 펀드, 선취판매수수료가 없으면서 온라인에서만 판매되는 ‘클래스 C-e’ 펀드 등이 있는데, 이 경우 펀드수는 3개이다. 이렇게 같은 펀드명칭을 갖는 ‘펀드집단’수는 823개이다.

2,271개 펀드 중에는 2013년 4월 30일 현재 판매 중인 1,542개 펀드에 대한 요약통계량은 <표 2>와 같다.

2,271개의 펀드의 수탁고 규모는 매우 다양하다. <표 3>은 수탁고의 분포를 보여주는데, 90% 이상의 펀드의 수탁고가 600억 원 미만임을 알 수 있다.

2. 분석결과

이론모형에 등장하는 주요한 변수에는 운용사와 판매사의 노력수준이 있다. 그러나 노력수준을 직접적으로 보여주는 데이터는 현실에 존재하지 않기 때문에 이에 대한 대리변수(proxy)를 사용해야 한다. 본 연구에서는 운용사의 노력수준에 대해서는 1년 수익률을, 판매사의 노력수준에 대해서는 1년 수탁고 증감을 대표적으로 사용한다.¹³⁾ 펀드 구매자 입장에서 운용사의 노력수준을 평가할 만한 지표로 수익률이 가장 중요할 것이나 수익률의 변동이 적은 것 역시 무시할 수 없는 요소라 판단하기 때문이다.¹⁴⁾ 한편, 운용사 노력수준의 대리변수로 2년 수익률을, 판매사 노력수준의 대리변수로 2년 수탁고 증감을 이용해

13) 백강·박영석·박성호(2013)에서는 금융당국의 판매사 간 경쟁촉진 정책 효과를 분석하는 과정에서 펀드 판매사의 ‘신규 자금유입률’ 변수를 사용한 바 있다. 이 연구에서는 신규 자금유입률을 펀드 판매사의 수요량을 측정하는 변수로 사용하였는데, 정부의 판매사 간 경쟁촉진 정책의 결과 펀드 판매사 수요의 가격탄력성이 증가하였는지를 파악하기 위해서였다. 본 연구에서는 각 펀드별로 운용사와 판매사의 노력수준 결정과정에 있어서 운용보수와 판매보수의 역할에 주목하고 있기 때문에, 개별 펀드의 판매로부터 판매사가 기대할 수 있는 수익이 중요하고, 이러한 관점에서 보면 수탁고 증감률보다는 단순 수탁고 증감이 적절하리라 생각한다.

14) 펀드의 수익률 대신 운용사가 각 펀드의 비교대상(benchmark)으로 설정한 지표 대비 수익률 역시 이용해 보았으나, 단순 수익률을 이용했을 때와 결과가 크게 다르지 않았다. 단순 수익률과 벤치마크 대비 수익률을 이용한 결과들에 큰 차이가 없는 이유는 대부분 펀드의 벤치마크가 KOSPI200으로 같기 때문에, 단순 수익률을 이용한 회귀분석에서 상수항을 통해 벤치마크 수익률이 걸러졌기 때문이라고 추측된다. 한편, 주가지표와 같은 투자성평가 나도록 포트폴리오가 구성된 인덱스펀드나, 인덱스펀드와 개념은 비슷하나 유가증권시장에 상장된 상장지수펀드(ETF)의 경우 운용보수와 운용사의 노력수준, 운용성과 사이의 관계가 다른 펀드들과 다를 소지가 있다. 표본의 펀드 중 인덱스펀드와 상장지수펀드가 259개 포함되어 있는데, 이들을 제외하고 행한 실증분석 결과에 유의한 차이점은 없었다.

보았으나 1년 데이터를 사용한 결과와 시사점이 대체로 다르지 않아 1년간 데이터의 분석결과를 보인다. 2년간 데이터를 사용한 결과는 부록에 담았다.¹⁵⁾ 또한 이론모형이 운용보수율과 판매보수율에 대해 다루고 있기 때문에 분석의 편의를 위해 판매수수료가 존재하는 펀드는 회귀분석에서는 제외하였다.¹⁶⁾ 보수율에 해당하는 설명변수 외에는 민세진·이경원(2010)에서 유의성이 검증된 전체 판매사수, 계열 판매사수, 온라인 전용 판매 여부 등을 통제변수로 포함하였다. 그리고 수탁과 증감을 종속변수로 한 분석에서는 과거 1년간 해당 펀드의 수익률을 통제변수로 포함하였다.

이론모형을 통해 도출된 첫 번째 가설은 운용보수율이 클수록, 판매보수율과 운용보수율이 상대적으로 작은 펀드에서는 운용사와 판매사의 노력수준은 증가하나, 판매보수율과 운용보수율이 상대적으로 큰 펀드에서는 운용사와 판매사의 노력수준은 감소한다는 것이다.

먼저 운용사에 대해서 살펴보자. 평균적으로는 운용보수율이 높을수록 운용사의 노력수준은 증가하는 것으로 나타났다(<표 4> (1), <표 5> (1) 참조). 이는 운용사의 노력수준을 1년 수익률로 대리하거나 수익률 변동성인 주간수익률의 1년 표준편차로 대리하거나 마찬가지로 마찬가지였다. 가설을 검증하기 위해 운용보수율과 판매보수율 합(총이용료율)의 중위값(1.69)을 기준으로 두 집단으로 나누어 분석하되, 한 번은 운용보수율에 대한 계수만 집단별로 추정하고(<표 4> (2), <표 5> (2) 참조), 다른 한 번은 각 집단에 대해 별도의 회귀분석을 실시하였다(<표 4> (3)~(4), <표 5> (3)~(4) 참조). 펀드의 1년 수익률을 종속변수로 회귀분석했을 때, 운용보수율이 수익률에 미치는 영향은 10% 유의수준에서 총이용료율이 낮은 집단이나 높은 집단이나 모두 긍정적인 것으로 나타났다. 그러나 총이용료율의 중위값을 기준으로 한 두 그룹에 대해 별도의 회귀분석을 실시한 결

15) 운용사의 노력수준을 2년간 수익률로 측정했을 때 1년간 수익률로 했을 때와 운용보수의 영향을 측정하는 데 있어서 반대의 결과가 나온 경우가 있다. 예컨대, 1년 수익률을 종속변수로 했을 때에는 총이용료율이 낮을 때 운용보수가 증가할수록 운용사의 노력수준이 증가하는 것으로 나타나 가설을 뒷받침했으나(<표 4> (2) 참조), 2년 수익률의 경우에는 반대로 나왔다(<표 9> (2) 참조). 2년 수익률을 종속변수로 한 경우에는 대체로 운용보수가 증가할수록 종속변수에 음(-)의 영향을 미치는 결과를 얻었다.

16) 운용보수나 판매보수가 펀드의 순자산 총액을 기준으로 부과되는 것과 달리, 판매수수료는 펀드의 투자금이 납입될 때 그 액수를 기준으로 일정 비율이 부과된다. 판매수수료가 존재할 경우 같은 명칭의 펀드들 중에서는 운용보수에는 차이가 없고 판매보수가 감소된다. 이 때문에 본 연구에서는 판매수수료가 있는 펀드와 없는 펀드를 함께 분석하는 것은 적절하지 않다. 펀드 이용료의 상호의존성 관점에서 보면 동일하게 순자산 총액을 기준으로 부과되는 운용보수와 판매보수를 대상으로 하는 것이 더욱 적합하기 때문에 판매수수료가 있는 펀드는 실증분석에서 제외하였다.

〈표 4〉 운용보수가 운용사의 노력수준(1년 수익률)에 미치는 영향

설명변수	종속변수: 1년 수익률			
	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
전체 판매사수	0.108** [0.0425]	0.108** [0.0426]	0.355*** [0.0769]	0.00168 [0.0522]
계열 판매사수	-1.331*** [0.341]	-1.328*** [0.344]	-2.434*** [0.524]	-0.787* [0.462]
온라인 전용 여부	0.594 [0.928]	0.605 [0.939]	0.541 [1.009]	1.261 [2.133]
운용보수율 (p 낮은 집단)		2.397* [1.438]		
운용보수율 (p 높은 집단)		2.470* [1.271]		
판매보수율	-0.217 [0.547]	-0.245 [0.652]	-0.717 [0.731]	2.304 [1.798]
운용보수율	2.453* [1.254]		2.047 [1.444]	5.849 [3.971]
상수항	7.342*** [0.711]	7.373*** [0.813]	7.731*** [0.794]	2.102 [4.072]
표본수	1,635	1,635	770	865

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

과에 따르면, 운용보수율은 유의한 설명력을 갖지 않았다. 비슷한 회귀분석을 수익률 변동성(주간수익률의 1년 표준편차)을 종속변수로 하여 실시한 결과에서는, 운용보수율의 계수만 그룹별로 추정하도록 한 경우(〈표 5〉 (2) 참조) 운용보수율이 높을수록 수익률 변동성이 모두 하락하였다. 그러나 총이용료율의 중위값을 기준으로 한 두 그룹에 대해 별도의 회귀분석을 실시한 결과에서는(〈표 5〉 (3)~(4) 참조), 총이용료율이 낮은 집단 내에서 운용보수율이 높을수록 수익률 변동성이 다소 유의하게 감소하여 운용사의 노력수준이 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 운용보수율이 클수록, 총이용료율이 상대적으로 작은 펀드에서는 운용사의 노력수준은 증가하지만, 총이용료율이 상대적으로 큰 펀드에서는 운용사의 노력수준은 감소한다는 가설은 각 회귀분석에서 부분적으로 맞는 것으로 확인된다.¹⁷⁾

17) 〈표 3〉에서 보는 바와 같이 2013년 4월 30일 기준으로 50%의 펀드들이 19억 원 미만의

〈표 5〉 운용보수가 운용사의 노력수준(수익률 변동성)에 미치는 영향

설명변수	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
	종속변수: 주간수익률의 1년 표준편차			
전체 판매사수	-0.0600*** [0.0133]	-0.0607*** [0.0133]	-0.0716** [0.0281]	-0.0620*** [0.0139]
계열 판매사수	0.0992 [0.107]	0.126 [0.107]	0.0666 [0.191]	0.104 [0.123]
온라인 전용 여부	0.649** [0.290]	0.736** [0.293]	0.779** [0.369]	0.882 [0.566]
운용보수율 (p 낮은 집단)		-2.424*** [0.449]		
운용보수율 (p 높은 집단)		-1.868*** [0.397]		
판매보수율	-0.691*** [0.171]	-0.908*** [0.204]	-0.937*** [0.267]	0.650 [0.477]
운용보수율	-1.995*** [0.392]		-2.698*** [0.527]	2.031* [1.055]
상수항	14.70*** [0.222]	14.94*** [0.254]	15.15*** [0.290]	10.27*** [1.081]
표본수	1,635	1,635	770	865

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

판매사의 경우 평균적으로 운용보수율이 클수록 판매사의 노력수준은 다소 유의하게 감소하는 것이 관찰되었다(〈표 6〉 (1) 참조). 운용보수와 판매사 노력수준의 관계는 가설의 예측과는 상반된 면이 있다. 즉, 가설에서는 총비용료율 수준이 낮을 때 운용보수율이 높을수록 판매사의 노력수준이 증가하고, 총비용료율 수준이 높을 때는 운용보수율이 높을수록 판매사의 노력수준이 감소하는

수탁고를 가질 정도로 소규모 펀드들이 많다. 첫 번째 가정의 운용보수가 운용사의 노력수준에 미치는 영향에 대해 임의로 수탁고 10억 원 미만의 펀드는 제외한 910개 표본을 대상으로 같은 회귀분석을 한 결과가 부록에 제시되어 있다. 1년 수익률을 종속변수로 했을 때는 〈표 4〉 (2) 식의 운용보수율 계수 추정치가 10% 수준에서 유의했던 것이 소규모 펀드를 제외했을 경우 유의하지 않게 변화했다. 그러나 주간수익률 1년 표준편차를 종속변수로 했을 때는 〈표 5〉 (4) 식의 운용보수율과 판매보수율 계수 추정치가 모두 5% 유의수준에서 양수로 유의한 결과를 보였다. 즉, 운용보수율이 클수록, 총비용료율이 상대적으로 작은 펀드에서는 운용사의 노력수준은 증가하지만, 총비용료율이 상대적으로 큰 펀드에서는 운용사의 노력수준은 감소한다는 가설이 이 경우에는 검증되었다.

〈표 6〉 운용보수가 판매사의 노력수준(수탁고 증감)에 미치는 영향

설명변수	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
	종속변수: 1년 수탁고 증감			
전체 판매사수	-2.289 [3.871]	-2.447 [3.870]	-2.454 [9.398]	-1.997 [3.137]
계열 판매사수	-7.503 [31.09]	-0.631 [31.34]	-9.432 [64.10]	3.734 [27.78]
온라인 전용 여부	-47.32 [84.27]	-25.30 [85.21]	-25.59 [121.7]	-28.06 [128.2]
운용보수율 (p 낮은 집단)		-303.0** [130.5]		
운용보수율 (p 높은 집단)		-162.5 [115.4]		
판매보수율	-161.9*** [49.69]	-216.5*** [59.14]	-205.9** [88.16]	-259.7** [108.1]
운용보수율	-194.5* [114.0]		-304.0* [174.3]	-171.9 [238.9]
과거 1년간 수익률	5.316** [2.250]	5.308** [2.248]	3.173 [4.363]	6.986*** [2.050]
상수항	256.9*** [66.68]	317.7*** [75.61]	332.8*** [101.5]	358.8 [244.7]
표본수	1,635	1,635	770	865

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

것으로 예측했으나, 회귀분석에서는 총이용료율 수준이 낮을 때 운용보수율이 높을수록 판매사의 노력수준이 감소하는 것으로 나타났다. 총이용료율 수준이 높을 때에는 계수 추정치가 유의하지 않았다.

이론모형의 두 번째 가설은 판매보수율과 운용사 및 판매사의 노력수준의 관계에 관한 것이다. 구체적으로 총이용료율이 낮게 설정되어 있는 경우, 판매보수율의 증가는 운용사와 판매사의 노력수준을 증가시킬 것이지만 반대의 경우, 즉 p 가 높은 경우 판매보수율의 증가는 운용사와 판매사의 노력수준을 감소시킨다는 것이다.

역시 운용사에 미치는 영향부터 살펴보자. 단순 회귀분석 결과에서 운용사의 노력수준(1년 수익률)은 평균적으로 판매보수율에 유의한 영향을 받지 않았다

〈표 7〉 판매보수가 운용사의 노력수준(1년 수익률과 주간수익률의 1년 표준편차)에 미치는 영향

설명변수	(1)	(2)	(3) <i>p</i> 낮은 집단	(4) <i>p</i> 높은 집단
	종속변수: 1년 수익률		종속변수: 주간수익률의 1년 표준편차	
전체 판매사수	0.108** [0.0425]	0.107** [0.0426]	-0.0600*** [0.0133]	-0.0614*** [0.0133]
계열 판매사수	-1.331*** [0.341]	-1.318*** [0.344]	0.0992 [0.107]	0.125 [0.107]
온라인 전용 여부	0.594 [0.928]	0.639 [0.940]	0.649** [0.290]	0.735** [0.294]
판매보수율 (<i>p</i> 낮은 집단)		-0.355 [0.718]		-0.958*** [0.224]
판매보수율 (<i>p</i> 높은 집단)		-0.196 [0.552]		-0.651*** [0.172]
판매보수율	-0.217 [0.547]		-0.691*** [0.171]	
운용보수율	2.453* [1.254]	2.312* [1.341]	-1.995*** [0.392]	-2.267*** [0.419]
상수항	7.342*** [0.711]	7.448*** [0.796]	14.70*** [0.222]	14.90*** [0.249]
표본수	1,635	1,635	1,635	1,635

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

〈표 4〉 (1)=〈표 7〉 (1)). 그러나 수익률 변동성으로 운용사의 노력수준을 평가한다면 판매보수율이 클수록 운용사의 노력수준은 오히려 증가하는 것으로 해석할 수 있다(〈표 5〉 (1)=〈표 7〉 (3)). 가설을 검증하기 위해 앞에서와 마찬가지로 총이용료율의 중위값인 1.69를 기준으로 두 집단으로 나누어 분석하되, 한번은 판매보수율에 대한 계수만 집단별로 추정하고(〈표 7〉 (2), 〈표 7〉 (4)), 다른 한 번은 각 집단에 대해 별도의 회귀분석을 실시하였다(〈표 5〉와 〈표 6〉의 (3)~(4)). 판매보수율이 운용사의 노력수준에 미치는 영향은 대체로 유의하지 않았으나, 운용사의 노력수준을 수익률 변동성으로 대리했을 때(〈표 6〉 참조) 운용보수와 판매보수가 낮은 수준일 경우 판매보수율이 운용사의 노력수준을 증가시키는 것으로 나타나 가설의 일부가 검증되었다. 총이용료율이 낮을 때 보수율이 증가할수록 수익률 변동성으로 측정한 운용사의 노력수준이 증가하는

〈표 8〉 판매보수가 판매사의 노력수준(수탁고 증감)에 미치는 영향

설명변수	(1) 종속변수: 1년 수탁고 증감	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
전체 판매사수	-2.289 [3.871]	-2.604 [3.876]	-2.454 [9.398]	-1.997 [3.137]
계열 판매사수	-7.503 [31.09]	-1.738 [31.34]	-9.432 [64.10]	3.734 [27.78]
온라인 전용 여부	-47.32 [84.27]	-27.53 [85.36]	-25.59 [121.7]	-28.06 [128.2]
판매보수율 (p 낮은 집단)		-222.7*** [65.19]		
판매보수율 (p 높은 집단)		-152.6*** [50.09]		
판매보수율	-161.9*** [49.69]		-205.9** [88.16]	-259.7** [108.1]
운용보수율	-194.5* [114.0]	-256.7** [121.8]	-304.0* [174.3]	-171.9 [238.9]
과거 1년간 수익률	5.316** [2.250]	5.292** [2.249]	3.173 [4.363]	6.986*** [2.050]
상수항	256.9*** [66.68]	303.6*** [74.13]	332.8*** [101.5]	358.8 [244.7]
표본수	1,635	1,635	770	865

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

것은 운용보수율의 경우에서도 관찰된 바이다.

판매사의 경우 평균적으로는 판매보수율이 높을수록 판매사의 노력수준이 감소한다(〈표 6〉 (1)=〈표 8〉 (1)). 가설 검증을 위해 역시 총이용료율의 중위값을 이용해 집단을 구분하였다. 집단을 나누었을 때에도 전체 표본에 대한 평균적인 결과와 일치하였다. 즉, 판매보수율이 높을수록 판매사의 노력수준은 감소하였다.

이상의 결과들을 요약하면, 상호의존성이 존재함을 가정하고 수립한 이론모형에서 예측한 가설들은 실증분석에서 일부 확인되었다. 첫째, 운용보수율이 운용사의 노력수준에 미치는 영향은, 총이용료율이 낮을 때는 양(+의) 관계를, 총이용료율이 높을 때는 음(-의) 관계를 갖는 것으로 예측되었는데, 운용사 노

력수준을 측정하는 대리변수로 수익률 변동성을 이용했을 때 부분적으로 확인되었다. 그러나 판매사의 경우에는 총이용료율 수준이 낮을 때 운용보수율이 증가할수록 판매사의 노력수준이 감소하는 것으로 나타나 가설의 예측과는 일부 상반된 결과가 나타났다. 둘째, 판매보수율이 운용사와 판매사의 노력수준에 미치는 영향은 총이용료율이 낮으면 양(+)¹의 관계를, 총이용료율이 높을 때는 음(-)²의 관계를 갖는 것으로 예측되었는데, 운용사의 노력수준을 수익률 변동성으로 대리했을 경우 총이용료율이 낮은 수준일 때 판매보수율이 운용사의 노력수준을 증가시키는 것은 확인되었다. 판매사의 노력수준은 총이용료율의 수준과 관계없이 판매보수율이 증가할수록 감소하는 것으로 나타났다.

IV. 결론 및 시사점

한국의 펀드시장이 급속하게 성장하는 가운데 펀드 이용료의 적정성에 관한 논란, 특히 판매사에 돌아가는 몫이 과도하게 크다는 인식 역시 만연하다. 펀드 이용료가 운용사와 판매사의 노력에 대한 대가이기도 하지만, 펀드 이용료의 구성과 수준이 운용사와 판매사가 노력을 기울이는 가장 중요한 유인(incentive)이라는 차원에서 보았을 때 펀드 이용료가 각 주체의 노력을 이끌어내기에 적절한지, 그리고 각 주체의 노력이 펀드 이용자의 입장에서 이용료 대비 납득할 만한 것인지를 밝히는 것은 장기적인 펀드산업 발전에도 매우 중요하리라 생각한다.

본 논문은 이러한 문제의식을 바탕으로 하면서, 특히 펀드의 양적 성장에 있어서 운용사와 판매사의 노력이 동시에 중요함을 주목하고 이를 상호의존성의 관점에서 접근한다. 즉, 운용사의 운용결과에 따라 운용사뿐만 아니라 판매사에게 돌아가는 보수가 달라지며, 판매사의 수탁규모에 따라 판매사뿐만 아니라 운용사에게 분배되는 보수가 달라지는 것이다. 펀드에 이러한 상호의존성이 존재하면, 이는 보수와 수수료 수준이 운용사 및 판매사의 노력수준에 미치는 영향도 훨씬 상호적이고 복잡할 것이다.

상호의존성이 존재함을 가정하고 수립한 이론모형에서 예측한 가설들은 실증 분석에서 부분적으로 맞는 것으로 확인되었다. 특히, 운용보수가 높아질수록 판매사의 노력수준이 다소 유의하게 낮아지는 것이 확인되어 상호의존성이 존재할 수 있음을 암시한다. 한편, 총이용료율 수준에 따라 운용보수나 판매보수가

운용사의 노력수준에 영향을 미칠 가능성이 있다.

실증분석 결과에서 확인한 바와 같이 보수가 높아질수록 운용사나 판매사의 노력수준이 오히려 감소할 가능성은 펀드수요가 그 이용료에 얼마나 탄력적인지에 크게 의존한다. 보수가 높아지면 펀드에 대한 수요가 감소하여 전체 펀드 규모가 줄어들기 때문에 펀드잔고에 따라 결정되는 운용사와 판매사의 수익도 줄어들 것이기 때문에 애초에 운용노력이나 판매노력을 덜 한다는 것이기 때문이다. 실증결과에서 보수수준과 노력수준 간의 관계가 이론모형에서 예측한 대로만 나타나지 않은 데에는 펀드 시장 수요의 탄력성이 영향을 미쳤을 수 있다. 따라서 향후 연구에서는 이에 대한 보완이 필요하다.

또한 향후 연구주제로 노력수준의 전략적 보완의 특성을 고려한 최적의 보수수준을 도출하고 판매채널의 경쟁 정도, 운용사와 판매사 간의 계약형태 또는 소유형태에 따른 보수수준의 영향, 그리고 더 나아가 운용사와 판매사의 노력수준에 미치는 영향을 이론적 및 실증적으로 논의하는 것은 매우 흥미로운 것으로 판단된다.

부 록

〈부표 1〉 운용보수가 운용사의 노력수준(2년 수익률)에 미치는 영향

설명변수	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
	종속변수: 2년 수익률			
전체 판매사수	0.202*** [0.0565]	0.201*** [0.0565]	0.415*** [0.107]	0.125* [0.0669]
계열 판매사수	-1.821*** [0.462]	-1.755*** [0.466]	-2.669*** [0.761]	-1.344** [0.596]
온라인 전용 여부	0.474 [1.302]	0.693 [1.315]	0.991 [1.499]	-0.410 [2.776]
운용보수 (p 낮은 집단)		-5.134** [2.045]		
운용보수 (p 높은 집단)		-3.673** [1.760]		
판매보수	-0.450 [0.781]	-1.004 [0.913]	-0.500 [1.080]	-1.753 [2.330]
운용보수	-3.895** [1.749]		-6.545*** [2.168]	2.002 [5.121]
상수항	-5.949*** [1.009]	-5.265*** [1.166]	-5.006*** [1.199]	-8.197 [5.271]
표본수	1,480	1,480	664	816

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

〈부표 2〉 운용보수가 판매사의 노력수준(2년 수탁고 증감)에 미치는 영향

설명변수	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
	종속변수: 2년 수탁고 증감			
전체 판매사수	-14.87** [6.960]	-14.87** [6.963]	-3.762 [17.73]	-20.45*** [5.331]
계열 판매사수	38.19 [58.38]	40.10 [58.86]	-9.239 [132.5]	43.56 [47.89]
온라인 전용 여부	-47.47 [172.6]	-41.98 [173.9]	-70.54 [268.6]	155.6 [223.1]
운용보수 (p 낮은 집단)		-248.4 [274.0]		
운용보수 (p 높은 집단)		-202.5 [228.3]		
판매보수	-377.1*** [100.2]	-394.9*** [120.9]	-466.1** [191.1]	155.4 [196.5]
운용보수	-208.1 [227.3]		-330.1 [382.3]	758.3* [427.1]
상수항	515.3*** [134.2]	537.7*** [158.9]	622.1*** [216.7]	-809.8* [445.2]
표본수	1,172	1,172	510	662

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

〈부표 3〉 판매보수가 운용사의 노력수준(2년 수익률)에 미치는 영향

설명변수	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
	종속변수: 2년 수익률			
전체 판매사수	0.202*** [0.0565]	0.201*** [0.0566]	0.415*** [0.107]	0.125* [0.0669]
계열 판매사수	-1.821*** [0.462]	-1.798*** [0.466]	-2.669*** [0.761]	-1.344** [0.596]
온라인 전용 여부	0.474 [1.302]	0.553 [1.317]	0.991 [1.499]	-0.410 [2.776]
판매보수 (p 낮은 집단)		-0.711 [1.012]		
판매보수 (p 높은 집단)		-0.413 [0.786]		
판매보수	-0.450 [0.781]		-0.500 [1.080]	-1.753 [2.330]
운용보수	-3.895** [1.749]	-4.183** [1.889]	-6.545*** [2.168]	2.002 [5.121]
상수항	-5.949*** [1.009]	-5.733*** [1.141]	-5.006*** [1.199]	-8.197 [5.271]
표본수	1,480	1,480	664	816

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

〈부표 4〉 판매보수가 판매사의 노력수준(2년 수탁고 증감)에 미치는 영향

설명변수	종속변수: 2년 수탁고의 증감			
	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
전체 판매사수	-14.87** [6.960]	-14.98** [6.966]	-3.762 [17.73]	-20.45*** [5.331]
계열 판매사수	38.19 [58.38]	41.43 [58.86]	-9.239 [132.5]	43.56 [47.89]
온라인 전용 여부	-47.47 [172.6]	-36.92 [174.3]	-70.54 [268.6]	155.6 [223.1]
판매보수 (p 낮은 집단)		-417.1*** [135.0]		
판매보수 (p 높은 집단)		-372.2*** [100.8]		
판매보수	-377.1*** [100.2]		-466.1** [191.1]	155.4 [196.5]
운용보수	-208.1 [227.3]	-254.7 [250.5]	-330.1 [382.3]	758.3* [427.1]
상수항	515.3*** [134.2]	549.6*** [155.0]	622.1*** [216.7]	-809.8* [445.2]
표본수	1,172	1,172	510	662

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

<부표 5> 운용보수가 운용사의 노력수준(1년 수익률)에 미치는 영향: 수탁고 10억 원 이상

설명변수	(1)	(2)	(3) p 낮은 집단	(4) p 높은 집단
	종속변수: 1년 수익률			
전체 판매사수	0.216*** [0.0516]	0.216*** [0.0517]	0.396*** [0.0894]	0.118* [0.0650]
계열 판매사수	-1.204** [0.479]	-1.226** [0.484]	-2.680*** [0.753]	-0.293 [0.644]
온라인 전용 여부	0.872 [1.442]	0.816 [1.452]	1.674 [1.644]	-1.244 [2.967]
운용보수 (p 낮은 집단)		2.364 [1.874]		
운용보수 (p 높은 집단)		1.952 [1.645]		
판매보수	-1.226 [0.752]	-1.076 [0.875]	-1.367 [1.002]	2.247 [2.721]
운용보수	2.048 [1.619]		1.887 [1.921]	4.958 [5.452]
상수항	7.729*** [0.878]	7.570*** [0.997]	7.907*** [0.992]	1.798 [5.827]
표본수	910	910	460	450

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

122 펀드 이용료와 상호의존성

〈부표 6〉 운용보수가 운용사의 노력수준(주간수익률의 1년 표준편차)에 미치는 영향: 수탁고 10억 원 이상

설명변수	(1) (2) (3) <i>p</i> 낮은 집단 (4) <i>p</i> 높은 집단 종속변수: 주간수익률의 1년 표준편차			
	전체 판매사수	-0.0697*** [0.0180]	-0.0696*** [0.0180]	-0.0810** [0.0348]
계열 판매사수	0.220 [0.167]	0.257 [0.168]	0.404 [0.294]	0.129 [0.194]
온라인 전용 여부	0.392 [0.503]	0.486 [0.506]	0.517 [0.640]	0.873 [0.893]
운용보수 (<i>p</i> 낮은 집단)		-3.026*** [0.652]		
운용보수 (<i>p</i> 높은 집단)		-2.339*** [0.573]		
판매보수	-0.898*** [0.262]	-1.148*** [0.304]	-1.364*** [0.391]	2.116** [0.819]
운용보수	-2.498*** [0.564]		-3.231*** [0.748]	3.455** [1.641]
상수항	15.25*** [0.306]	15.51*** [0.347]	15.73*** [0.387]	7.595*** [1.754]
표본수	910	910	460	450

주: 1) []은 표준오차.

2) *** 1%, ** 5%, * 10% 유의수준에서 유의함.

참 고 문 헌

- 김홍배, “펀드보수와 성과에 관한 연구,” *Financial Planning Review* 제4권 제3호, 2011, 67~84.
- 민세진 · 이경원, “펀드 이용료 배분 결정 요인,” 『경제분석』 16권 1호, 2010, 71~105.
- 백강 · 박영석 · 박성호, “펀드 판매보수 담합징후와 경쟁촉진 정책효과에 대한 실증연구: 국내 펀드판매사를 중심으로,” 『한국증권학회지』 제2권 1호, 2013, 1~24.
- 신인석, “펀드보수 · 수수료 체계 개선방안,” 『투신』 67호 논고(발표자료), 2007.
- 원승연, “펀드의 판매보수 현황과 개선 방안,” 『투신』 64호, 2007, 1~19.
- _____, “펀드 판매사의 역할과 판매보수의 적정성: 한국의 주식형 펀드를 중심으로,” 『재무관리연구』 26권 1호, 2009, 31~64.
- 원승연 · 한상범, “펀드의 거래비용과 운용성과,” 『한국경제의 분석』 제17권 제2호, 2011, 179~232.
- 조성빈 · 신인석, “판매보수의 펀드투자자금과 투자성과에 대한 영향,” 『금융연구』 26권 1호, 2012, 78~108.
- 한재준 · 박해식, “펀드런 방지를 위한 적정유동성 관리에 대한 이론적 분석,” 『한국경제연구』 제28권 제4호, 2010, 91~112.
- 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* 78, 2005, 2095~2120.
- Bhattacharyya, S. and F. Lafontaine, “Double-Sided Moral Hazard and the Nature of Share Contracts,” *Rand Journal of Economics* 26, 1995, 761~781.
- Carhart, Mark M., “On Persistence in Mutual Fund Performance,” *Journal of Finance* 52, 1997, 57~82.
- Christoffersen, Susan E. K. and David K. Musto, “Demand Curves and the Pricing of Money Management,” *Review of Financial Studies* 15, 2002, 1499~1524.
- Christoffersen, Susan E. K., Richard Evans, and David K. Musto, “What do Consumers’ Fund Flows Maximize? Evidence from Their Brokers,” *Journal of Finance* 103, 2012, 308~326.

- Gil-Bazo, Javier and Pablo Ruiz-Verdu, "When Cheaper is Better: Fee Determination in the Market for Equity Mutual Funds," *Journal of Economic Behavior & Organization* 67, 2008, 871~885.
- _____, "The Relation between Price and Performance in the Mutual Industry," *Journal of Finance* 64, 2009, 2153~2183.
- Han, J., K. Kang, and S. Won, "Fund Expenses and Vertical Structures of the Fund Industry," *Economic Modelling* 35, 2013, 856~864.
- Houge, Todd and Jay Wellman, "The Use and Abuse of Mutual Fund Expenses," *Journal of Business Ethics* 70, 2007, 23~32.
- Huang, Jennifer, Kelsey D. Wei, and Hong Yan, "Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance," *Journal of Finance* 62, 2007, 1273~1311.
- Jain, Prem C. and Joanna S. Wu, "Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Flows," *Journal of Finance* 55, 2001, 937~958.
- Korpela, Mari and Vesa Puttonen, "Mutual Fund Expenses: Evidence on the Effect of Distribution Channels," *Journal of Financial Services Marketing* 11, 2006, 17~29.
- Lafontaine, F., "Agency Theory and Franchising: Some Empirical Results," *Rand Journal Economics* 23, 1992, 263~283.
- Malhotra, D. K., Rand Martin, and Philip Russel, "Determinants of Cost Efficiencies in the Mutual Fund Industry," *Review of Financial Economics* 16, 2007, 323~334.
- Nanda, Vikram, Z. Jay Wang, and Lu Zheng, "The ABCs of Mutual Funds: On the Introduction of Multiple Share Classes," Working Paper, University of Michigan, 2005.
- Sirri, Erik R. and Peter Tufano, "Costly Search and Mutual Fund Flows," *Journal of Finance* 53, 1998, 1589~1622.
- Vazquez, L., "Up-front Franchise Fees and Ongoing Variable Payments as Substitutes: An Agency Perspective," *Review of Industrial Organization* 26, 2005, 445~460.
- Walsh, L., "The Costs and Benefits to Fund Shareholders of 12b-1 Plans: An Examination of Fund Flows, Expenses and Returns," Securities and Exchange Commission White Paper, 2004.

[Abstract]

The Fund Fees and Mutual Dependency

Sejin Min* · Kyoungwon Rhee**

If both of the seller's and the manager's effort are important in fund sales, there can be mutual dependency between the fund manager and the seller. We set up a theoretical model and draw testable implications for the empirical analysis. The empirical results show that, first, as the management fee increases, when the total fee is relatively small, the manager's effort level increases. Second, as the distribution fee increases, when the total fee is relatively small, the manager's effort level increases. The distribution fee tends to reduce the seller's effort level, regardless of the total fee.

Keywords: fund cost, mutual dependency, distributional fee, management fee, public fund

JEL Classification: D22, G23, G29

* Corresponding Author, Dongguk University(Seoul), Department of Economics, Associate Professor, Tel: +82-2-2260-8670, E-mail: sejinmin@dongguk.edu

** First Author, Dongguk University(Seoul), Department of Economics, Associate Professor Tel: +82-2-2260-3311, E-mail: krhee@dongguk.edu

— |

| —

| —