

## 연기금의 외부위탁운용 성과제고를 위한 위탁운용사 평가방법에 관한 연구\*

박 영 규\*\* (성균관대학교)  
정 문 경\*\*\* (국민연금연구원)  
송 인 욱\*\*\*\* (한국펀드평가)

본 연구는 연기금의 위탁운용사 선정 시 사용되는 정량·정성평가 항목이 사후성과에 미치는 영향을 분석함으로써, 향후 연기금이 위탁운용사를 평가하는데 적절한 운용방안을 제시하고자 하였다. 연구의 분석결과와 시사점을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 정량평가와 정성평가는 공히 향후 성과에 대한 예측력이 입증되지 못하였으며, 이에 대한 개선이 필요하다. 단, 정성평가의 경우 공모펀드를 대상으로 한 정성평가와 위탁운용사 선정 시의 정성평가의 실효성이 다를 수 있을 것이기 때문에, 충분한 데이터베이스 축적 후 이에 대한 추가적인 연구가 필요하다. 둘째, 정량평가 항목 중 경영안정성과 운용인력 평가항목이 대형운용사가 유리한 배점구조를 조정할 필요가 있다. 공적 자금으로써 대형 운용사와 소형 운용사가 공정한 경쟁을 할 수 있도록 상대적 약자의 측면에서 불합리한 점을 수정·보완해야할 필요가 있다. 셋째, 자금재배분 프로세스에 대한 재점검이 필요하다. 추가집행을 받은 위탁운용사는 성과가 하락하는 반면, 자금이 회수된 위탁운용사는 성과가 개선되기 때문에, 추가집행은 보수적으로 자금회수는 적극적으로 수행하는 것이 위탁운용의 성과를 개선시키는데 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다.

### [ 1 ] 연구의 필요성 및 목적

국민연금기금의 규모는 2015년 말 기준 512조원에 달하는 세계 3위의 초대형 기금이다. 국민연금의 자산이 증가함에 따라 국내주식 운용규모도 빠르게 증가해 왔으며 2015년 말 기준 94.9조원에 이르고

\* 본 논문은 2017년 하반기 펀드평가3사(한국펀드평가, FnGuide, 제로인)의 성균관대학교 자산운용연구센터(CAPM) 연구비 지원으로 수행되었습니다.

주제어 : 국민연금, 위탁운용, 정량평가, 정성평가, 자금재배분  
JEL 분류번호 : G11, G23

\*\* 제1저자 성균관대학교 경영대학 교수(E-mail: ykpark@skku.edu)

\*\*\* 국민연금연구원 선임연구원(E-mail: mkchung@nps.or.kr)

\*\*\*\* 교신저자 한국펀드평가 기관컨설팅본부 팀장(E-mail: iwsong@kfr.co.kr)



있다. 국민연금은 이 중 절반에 해당하는 45.6조원을 외부기관에 위탁하여 운용하고 있다. 따라서 우수한 위탁운용사를 선정하는 것은 기금의 전체 운용성과에 크게 영향을 미치는 중요한 업무이다.

기금에서 위탁운용사를 선정하고 그 성과를 평가하는데 있어서 정량평가와 정성평가라는 두 가지 기준이 존재한다. 정량평가는 객관적 자료를 이용한 수치화된 평가를 의미하며, 정성평가는 계량화되지 않는 요인들에 대한 평가이다. 운용의 측면에서 정량평가는 운용실적에 대한 평가로 벤치마크나 유니버스 대비 성과측정이 사례가 될 수 있으며, 정성평가는 운용체계에 대한 질적 평가로 운용철학, 운용인력, 프로세스 등을 포함한다.

과거에는 운용실적을 평가하는 데 있어서 정량평가가 중요시 되었지만 최근 들어서는 해외 평가사들을 중심으로 정량평가 중심의 펀드평가에 한계를 인정하고, 이를 보완하기 위하여 정성평가를 수행하는 움직임이 보이고 있다. 세계적인 펀드평가사인 모닝스타는 자체 보고서를 통하여 정량평가를 이용한 펀드등급(rating)은 과거 성과에 대한 평가일 뿐이라고 언급하였으며, 자사의 펀드등급의 등급 유지율이 50% 미만이기 때문에 정량평가가 투자지표로써 신뢰성이 높지 않다고 밝혔다. 이에 따라 모닝스타는 정량평가 중심의 등급과 별개로 정성평가 중심의 리서치등급이라는 새로운 펀드등급을 발표하고 있다. 모닝스타 외에도 국내·외 다수의 평가사들이 운용사의 미래 성과 예측을 위하여 정성평가를 수행하고 있으며, 이를 등급화하여 발표하고 있다. 해외에서는 모닝스타, S&P, Moody's와 같은 평가사 뿐 아니라 SEI 인베스트먼트, 러셀과 같은 글로벌 운용사들도 자체 정성평가 등급을 산정하고 있으며, 국내에서도 KG제로인과 에프엔가이드가 운용사들에 대한 정성평가를 수행하고 있다. 다만 국내의 경우, 정성평가 수행결과에 대한 운용사들의 반발과 결과 활용방법 등을 고심하며 외부 공개는 하지 않고 있는 상황이다.

앞에서도 언급한 바와 같이 정량평가는 계량화된 수치에 대한 평가로 객관적이고 비교가능성이 높다는 장점이 있지만, 반대로 과거 운용수치일 뿐 미래성과를 예측하는 도구가 아니며, 단기성과의 경우 매니저

의 능력(skill)과 운(luck)을 구분하지 못한다는 한계가 존재한다. 즉, 계량화 하지 못하지만 운용에 절대적 영향을 미치는 매니저의 역량이나 철학 등에 대한 적절한 평가가 이루어지지 못한다는 단점을 가진다. 반면, 정성평가는 과거 성과만으로는 알 수 없는 중요한 정보를 발견할 수 있다는 장점은 있으나, 평가 자체가 난해하고 주관적이라 평가자의 높은 전문성과 객관성이 담보되어야 한다.

일반적으로 위탁운용사 선정 시 정량평가와 정성평가를 동시에 수행하여 각 평가가 가진 장·단점을 상호 보완한다. 하지만 정량·정성평가의 적정 평가비중 및 방법론에 대한 고민이 없이, 객관성 및 투명성의 측면이 강조되며 정량평가지표의 비중이 높아지는 경향을 보이고 있다. 기존 선행연구들 또한, 운용사 및 펀드 선택 시 지속적인 운용성과 달성이 가능한가에 초점이 맞추어 연구가 진행되었으며, 정성적인 측면은 연구의 난해함 때문에 배제되어 왔다. 즉, 펀드의 초과성과가 지속성이 있는가에 대한 연구(Bollen and Busse(2005), 민성기(2007), 박영규·주효근(2004) 외 다수)와 이러한 초과성과의 원천(Jensen(1968), Fama and French(1993) 외 다수)을 규명하려는 노력들이 주로 이루어져 왔다. 하지만 성과지속성은 위탁운용사를 평가하는 수많은 항목 중 정량평가 일부항목에 불가하다.

정량·정성평가 항목별로 사후성과에 영향을 미치는지 확인한 연구는 김정호 외(2014)가 유일하다 할 수 있다. 설문조사에 반영된 정성적요인(Process, People, 회사/문화)들이 수익률에 영향을 미친다는 것을 확인함으로써, 퇴직연금펀드에 대하여 운용사의 정성평가지표와 사후성과 간의 관계를 규명하였다. 하지만 설문을 통해 획득한 정성평가 지표들에 대하여 응답자들의 이해도가 떨어지고, 연구에 적용된 회귀모형이 단순하며, 성과에 영향을 미칠 수 있는 통제변수도 적절히 반영되지 못했다는 점 등이 연구의 한계로 지적되었다.

이에 본 연구는 정량·정성평가 항목이 사후성과에 미치는 영향을 분석함으로써, 향후 연기금이 위탁운용사를 평가하는데 적절한 방안을 제시하는 것을 목적으로 한다. 이를 위하여 정량평가는 국내 대표 연기금인

국민연금의 국내주식 위탁운용사 선정기준을 활용하였으며, 정성평가는 국내 펀드평가사의 정성평가 등급을 활용하였다. 이를 통하여 위탁운용사 선정 시 영향을 미치는 요소와 사후성과에 영향을 미치는 요소를 비교 분석해 본다는 측면에서 이전에 수행되지 못한 새로운 연구라 하겠다.

본 연구는 총 5개의 장으로 구성된다. 제 1장은

서론으로서 연구의 목적 및 필요성에 대하여 설명하고, 제 2장에서는 국민연금 국내주식의 위탁운용사 선정 현황에 대해서 분석한다. 제 3장에서는 정량·정성평가와 사후성과 간의 관계를 규명하고, 제 4장에서는 국민연금 국내주식 위탁펀드의 자금재배분 체계가 성과에 미치는 영향을 분석한다. 마지막으로 제 5장에서는 연구의 결과와 시사점을 언급한다.

## 2 국민연금 국내주식 위탁운용사 선정 기준 현황분석

### 2.1 국내주식 위탁운용 현황

국민연금 국내주식의 위탁운용은 2001년 7월 순수주식형과 인덱스형에 대하여 3,000억원 규모로 최초 집행되었으며, 이후 지속적으로 증가하여 2015년 말 기준 45.6조원(순자산 기준)까지 증가하였다. 연도별로 위탁규모가 지속적으로 증가하고 있으며, 위탁펀드 수 또한 최초 6개에서 2015년 말 기준 99개까지 증가하였다. 유형의 종류 측면에서 보면, 위탁운용을 처음 시작한 2001년은 순수주식형과 인덱스형으로만 구분하여 위탁운용이 이루어졌으나, 이후 시장상황에 따라 지속적인 신규유형 발굴을 통하여 순수주식형, 중소형주형, 지배구조형 등 15개의 유형이 운용되었다. 이후 인덱스형은 직접운용으로 통합, 코스닥형은 중소형주형으로 통합되며, 2015년 말 기준으로는 총 8개 유형

(순수주식형, 중소형주형, 사회책임형, 장기투자형, 액티브퀀트형, 대형주형, 배당주형, 가치형)<sup>1)</sup>으로 운용되고 있다.

위탁운용규모 측면에서 보면, 2008년 금융위기로 인하여 일시적인 위탁운용규모 감소가 있었을 뿐 매년 꾸준히 위탁운용규모가 증가하였다. 최근 5년을 보면, 2010년 주식시장의 강한 상승세로 42.3%의 순자산 증가를 보였으며, 그 이후인 2011~2013년까지 매년 17% 수준의 운용규모 증가세를 보여 왔다. 펀드 당 운용규모는 2001년 펀드 당 500억원 수준이던 것이 2011년부터 펀드 당 4,000억원 수준까지 증가하였다. 2015년 말 기준 펀드 당 운용규모는 4,604억원이다.

<표 1>의 유형별 운용현황을 보면, 순수주식형이 14조 9,192억원으로 전체 위탁운용 규모에 32.7%를 차지하고 있다. 비교적 최근에 신설된 가치형이 6,755

1) 순수주식형 : 매니저의 재량에 따라 스타일 및 종목을 선택하고 투자비중을 조절하면서 BM 대비 초과수익을 추구. 불안전분산에 따른 비체계적위험 부담  
 중소형 : 특정종목군(중소형주)내 종목을 70%이상 유지하면서, 펀드매니저의 재량에 따라 종목선택 및 종목별 투자비중을 조절(특화운용)  
 사회책임 : 기업의 사회적책임(Corporate Social Responsibility:CSR)경영을 추구하는 기업을 선별하여 투자하고, 아울러 기업의 CSR경영을 행하도록 유도하는 투자방식으로 투자의사결정시 ESG(Environmental, Social & Governance)이슈 등을 최대한 고려하여 장기적으로 지속가능한 기업을 찾아내어 투자하는 방식  
 장기투자형 : 장기적으로 성장가능성이 높지만 시장에서 적정가치를 평가받지 못하는 기업 또는 시장 마찰적인 이유로 저평가된 기업에 대해 투자  
 액티브퀀트형 : KOSPI200 대비 리스크를 통제하면서 계량적인 방법으로 초과수익을 추구, 현선물 차익거래, 계량모형에 의한 tilting 기법, 새로운 인덱스기법(Fundamental Indexing)등을 사용함  
 대형주형 : 대형주에 집중투자하며, 운용스타일 및 종목을 자유롭게 선택  
 배당주형 : 고배당주와 향후 배당 증가가 예상되는 기업에 집중 투자하여 장기적인 자본이득뿐 아니라 전략적인 고배당주 투자를 통해 안정적인 초과수익 추구  
 가치형 : 기업의 시장가치가 본질가치 대비 일시적으로 저평가된 주식을 투자하여 중장기 초과수익률을 창출하도록 운용



〈표 1〉 국내주식 위탁운용 현황 (2015년 말 기준 / 억원, %)

이 표는 2015년말 기준 국민연금의 국내주식 위탁운용의 유형별 펀드 수, 운용규모, 펀드당 운용규모를 나타낸 것이다. 펀드 수는 2015년 말 기준 운용 중인 펀드의 수이며, 운용규모와 펀드 당 규모는 순자산(NAV, 억원)이다.

구 분	펀드 수	운용규모	비 중	펀드 당 규모
전 체	99	455,784	100.0	4,604
순수주식	24	149,192	32.7	6,216
중 소 형	14	60,173	13.2	4,298
사회책임	10	68,842	15.1	6,884
장기투자형	11	63,401	13.9	5,764
액티브퀀트형	10	66,166	14.5	6,617
대형주형	12	28,938	6.3	2,412
배당주형	9	12,317	2.7	1,369
가 치 형	9	6,755	1.5	751

〈표 2〉 순수주식형 연도별 현황

이 표는 국민연금 국내주식 위탁운용 유형 중 순수주식형의 연도별 운용현황을 나타낸 것이다. 펀드 수는 매 년도말 기준 운용 중인 펀드의 수이며, 운용규모 또한 매 년도말 순자산(NAV, 억원)이다. 평균, 표준편차, 최소, 최대는 매 년도 말 순수주식형 내 펀드의 기초통계량이다.

(억원, %)

구 분	펀드 수	운용규모	전체 내 비중	펀드 당 운용규모			
				평 균	표준편차	최 소	최 대
01.07월	4	2,008	62.2	502	143	301	605
01년 말	20	8,447	60.9	422	201	104	746
02년 말	32	12,013	65.1	375	179	102	736
03년 말	32	19,409	57.2	607	303	147	1,385
04년 말	33	28,728	51.9	871	588	0	2,258
05년 말	30	50,495	55.9	1,683	1,028	453	3,746
06년 말	32	65,531	66.6	2,048	1,613	241	7,939
07년 말	27	112,469	67.9	4,166	3,446	414	13,594
08년 말	32	89,882	67.0	2,809	3,184	126	12,314
09년 말	25	120,107	66.7	4,804	4,275	468	14,259
10년 말	27	160,998	62.8	5,963	5,661	360	19,361
11년 말	35	184,630	61.2	5,275	6,188	250	20,717
12년 말	30	188,099	53.1	6,270	7,413	305	24,531
13년 말	32	191,489	46.4	5,984	7,680	293	26,602
14년 말	27	174,636	42.0	6,468	7,386	310	24,072
15년 말	24	149,192	32.7	6,216	4,431	789	17,392

억원으로 가장 적은 1.5%를 차지하고 있다. 순수주식, 사회책임과 같은 전통적인 유형과 상대적 패시브 유형인 액티브퀀트형이 펀드 당 운용규모가 큰 반면, 시장 상황에 따라 액티브하게 운용할 필요가 있는 중소형주와 신설된 대형주형, 배당주형, 가치형은 펀드 당 위탁 규모가 작은 편이다.

〈표 2〉는 국내주식 위탁유형 중 가장 많은 부분을 차지하는 순수주식형에 대해서 연도별 운용현황이다. 이를 살펴보면, 국내주식 위탁운용의 운용규모가 증가함에 따라 순수주식형의 규모 또한 증가하고 있다. 전체 위탁운용 규모 내 순수주식형의 비중은 2007년 말 최대 67.9% 수준까지 증가하였으나, 이후 지속적인

로 감소하고 있다. 전통적 운용전략인 순수주식형 보다는 스타일 운용전략의 비중이 높아짐에 따라 최근 32.7%까지 비중이 하락하였다. 하지만 위탁펀드의 대형화는 꾸준히 진행되어 왔다. 순수주식형의 펀드당 운용규모는 위탁펀드 전체 평균 대비 높은 수준이며, 2015년 말 기준 6,216억원으로 위탁전체 평균인 4,604억원 보다 1,612억원 가량 많다. 또한 운용규모의 표준편차도 시간이 흐름에 따라 커지고 있다. 2015년 말 기준 운용규모가 가장 큰 펀드는 1조 7,392억원이며, 표준편차는 4,431억원에 이른다. 이는 운용성과에 따른 적극적 자금재배분에 의한 결과라고 볼

수 있다.3) 위탁운용사 수는 약 25~30개 사이이며, 이는 전체 운용사와 자문사의 수를 고려해 볼 때, 이미 상당수의 운용사가 자금을 위탁 받은 것으로 판단된다. 따라서 추후 신규자금집행 시 운용사 선정 풀(pool)에 대한 제약이 따를 것으로 예상된다.

## 2.2 국내주식 위탁운용사 선정 기준

국민연금 국내주식 위탁운용사 선정기준은 정량평가와 정성평가로 구성되어 있으며 그 내용은 <표 3>과 같다.4) 과거 정량평가는 1차 제안서심사와 제안수수

**<표 3> 국내주식 위탁운용사 선정 기준**

이 표는 국민연금 국내주식 위탁운용사 선정 기준을 나타낸다. 선정시점마다 정량·정성평가 항목과 세부항목에 대한 배점을 나타낸다.

구 분	05년 초	06년 말	07년 하반기	08년 말	10년 상반기	11년 초	11년 말	12년 하반기	14년 상반기
총 계	200	200	200	200	200	200	100	100	100
정량평가(수수료포함)	80	70	40	40	55	55	50	50	40
정성평가	120	130	160	160	145	145	50	50	60
1차 심사(제안서 심사)	100	100	100	100	100	100	50	50	50
정량평가	70	65	40	40	50	50	45	50	35
경영안정성	15	10	3	4	7	7	5	5	8
운용조직 및 인력	20	20	9	10	15	13	15	15	5
운용성과	35	35	28	26	28	30	25	30	22
정성평가	30	35	60	60	50	50			10
운용조직/인력구성		10	20	20	15	15			
투자/리서치 과정	20	15	30	25	25	25			7
리스크관리 체계	10	10	10	15	10	10			3
제안수수료							5		5
2차 심사(구술심사)	100	100	100	100	100	100	50	50	50
제안수수료	10	5			5	5			
경영안정성	10	10	10	10	10	10	5	5	5
운용전략	40	45	40	40	45	45			
위험관리방안	20	20	20	20	20	20			
매니저전문성 <sup>2)</sup>	20	20	30	30	20	20			
운용조직/인력구성							10	10	15
투자/리서치 과정							25	25	25
리스크관리 체계							10	10	5

2) 담당펀드매니저의 전문성 및 도덕성

3) 순수주식형은 예비운용사 제도를 운영하고 있음. 신규선정 운용사의 경우 예비운용사로 지정하여 소규모자금만 위탁한다. 이후 운용성과에 따라 지위가 일반운용사로 격상되며, 추가자금집행이 이루어진다. 현재의 결과는 예비운용사와 일반운용사를 구분하지 않아 상대적으로 표준편차가 크게 나타났을 수 있다.

4) 선정기준 중 액티브유형의 선정기준이다.(2014년은 사회책임과 대형주형의 선정기준으로 나누어졌으며, 본 연구는 대형주형 선정기준을 준용함). 표에 기술된 연도 외에 다수의 위탁운용사 선정이 있었으나, 정량 및 정성평가의 세부 기준이 변경된 경우만 기술하였다.



료로 구성되어 있으며, 정성평가는 1차 제안서심사와 2차 구술심사로 나누어져 있었다. 그러나 2011년부터 1차 심사 시 정성평가가 없어지고, 2차 구술심사 시에만 정성평가가 이루어지고 있다.

정량평가와 정성평가의 비중 변화를 살펴보면, 정성평가 비중이 감소했다가 최근 다시 증가하는 모습을 보인다. 2005년 정량평가 비중은 40%(80점) 수준이었으나, 2007년 하반기에는 20%(40점) 수준으로 감소하였다. 이후 정성평가가 2011년 2차 구술심사만 수행되며 정량평가 비중이 다시 50% 수준까지 증가하였다. 해당 기준은 현재까지 유지되며, 2014년 말 기준 정량평가 비중은 40% 수준이다.

정량평가의 평가항목은 크게 경영안정성, 운용조직 및 인력, 운용성과의 3가지로 구성되어 있다. 경영안정성은 위탁성과와 직접적인 연관성이 낮으나 향후 안정적인 위탁운용이 가능함을 측정하는 지표로서 의미가 있다. 반면, 운용조직 및 인력과 운용성과는 위탁성과에 직접적인 상관관계가 있을 것으로 예상되는 지표이다.

정량평가 항목을 세부항목으로 나누어 보면, 2007

년 정량평가 비중이 감소하면서 일반적으로 펀드의 운용성과와 상관성이 가장 낮다고 판단되는 지표인 경영안정성 배점비중이 7.5%까지 낮아졌다.(기존 15~21% 수준) 이후 10~15% 수준의 비중을 차지하고 있었으나, 2014년 들어 비중이 다시 크게 증가하였다. 경영안정성과 운용조직 및 인력은 상대적으로 대형운용사에게 유리한 지표라 할 수 있다. 이를 보완하기 위하여 경영안정성은 대부분 최소요건 충족개념으로 설정하여 소형사의 단점을 보완하려 노력하였으며, 운용조직 및 인력의 세부평가항목 또한 대형사와 소형사에 유리한 지표를 적절히 혼합함으로써 운용사 규모에 치우치지 않는 평가항목을 구성<sup>5)</sup>하려고 하였다. 이에 따라 운용성과가 정량평가의 주요 평가지표로서 작용할 것으로 예측된다. 배점비중도 가장 높으며, 평가시점의 운용성과에 절대적으로 결정되는 구조이기 때문에 운용사 간 점수 차이도 클 것으로 예상된다.

반면, 정성평가는 평가기준 및 배점이 조금씩 변경되기는 하였으나, 크게 운용조직(인력), 리서치체계, 리스크관리의 3개 부분에 대하여 평가를 수행하였다.

## [ 3 ] 정량·정성평가와 사후성과 분석

### 3.1 데이터 및 연구방법론

국민연금 국내주식 위탁운용사 선정현황을 살펴보면 위탁운용사 선정이 비정기이며, 선정되는 운용사 수 또한 일정하지 않다. 또한 신규 운용사 선정 시 유형별로 이미 운용 중인 운용사를 제외하고 선정하기 때문에 신규선정대상 운용사 풀(pool)의 제약이 존재한다. 국민연금은 이미 많은 운용사에 자금을 집행하고 있기 때문에<sup>6)</sup> 신규 대상이 되는 운용사가 소수이며,

새로운 선정대상이 되는 위탁운용사가 대부분 자문사 또는 소규모 운용사일 확률이 크다.(또는 과거 위탁운용을 하다가 자금이 회수됐던 운용사) 즉, 2005년<sup>7)</sup> 이후 신규유형을 제외하면 위탁 선정 운용사 대상이 전체 운용사가 아닌 일부 운용사이기 때문에 일반화된 분석이 불가능하다.

또한, 2005년 이후 설정된 사회책임투자, 액티브퀀트형, 대형주형, 장기투자형의 경우 분석대상으로 삼기에는 유형별로 다음과 같은 한계점이 존재한다. 사

5) 일반적으로 운용인력 수는 대형사에 유리, 수탁고 증감률은 소형사에 유리, 업계평균경력력은 유·불리 없다.

6) 2015년 말 순수주식형 기준 24개 운용사가 위탁운용을 수행하고 있다.

7) 정량평가를 위하여 경영안정성, 운용조직 및 인력, 운용성과의 데이터가 필요하다. 이 중 경영안정성과 운용조직 및 인력과 관련된 데이터는 금융투자협회(전자공시서비스 및 종합통계서비스)에서 데이터를 수집해야 한다. 하지만 경영안정성은 2004년 6월 이후, 운용조직은 2007년 7월 이후부터 수집이 가능하다. 따라서 이전 기간에 대한 정량평가 수행이 불가하기 때문에 2005년을 기준으로 연구대상 유형 및 운용사를 선별하였다.

회책임투자형의 경우, 운용사 간 운용전략이 매우 상이하여 운용성과를 단순 비교하기 어려우며, 유형의 특성 상 성과설명요인(시장요인, 규모요인, 가치요인 등)의 설명력이 낮기 때문에 위험조정성과(alpha)를 이용한 비교분석에도 한계가 있다. 액티브퀀트형의 경우는 현산물 차익거래, 계량모형에 의한 tilting기법 등 인덱스기법을 활용한 유형이기 때문에 액티브 성과에 큰 의미를 부여하기 어렵다. 대형주형의 경우, 2013년에 신설되어 선정 이후 성과를 비교하는데 한계가 존재하며, 장기투자형의 경우 역시 운용목적 자체가 장기성과를 목적으로 하기 때문에 선정 이후 단기간의 성과를 비교하는 것은 의미가 없다고 하겠다. 이상의 사유로 연구의 대상이 될 수 있는 유형은 순수주식형과 중소형주형 뿐이다. 그러나 이 두 유형도 2005년 이후에 선정된 운용사만 연구대상으로 하기 때문에 연구대상 운용사 표본에 제한이 크다고 할 수 있다. 따라서 공모펀드를 대응치로 하여 분석을 수행하는 방법을 선택하였다. 매분기 국내주식형 공모펀드를 운용하는 전체 운용사에 대해서 정량·정성평가를 수행한 후, 정량·정성평가와 사후성과 간의 상관관계를 분석하였다. 정량평가 기준은 국민연금 국내주식 위탁운용사 신규선정 기준을 따르며, 정량평가 시점 기준으로 가장 최근의 정량평가 기준을 준용토록 한다.<sup>8)</sup> 정량평가

를 위해서는 운용사별 재무비율(경영안정성), 인력현황(운용조직 및 인력)과 국내주식 운용성과가 필요하다. 운용사별 재무현황과 인력현황은 금융투자협회 전자공시서비스와 종합통계서비스에서 수집하였다. 정량평가 항목 중 수집 불가능한 항목에 대해서는 대응치 또는 전 운용사 만점처리를 하였다. 신탁재산의 안정성(부실자산)과 운용인력의 자격(자격증 수)의 경우 적정한 대응치 수집이 불가하기 때문에 모든 운용사에 대하여 만점처리를 하였으며, 운용인력과 관련된 부분은 주식수탁고 비중으로 안분하였다. 즉, 주식인력운용 수는 회사 전체 운용인력수를 전체 수탁고 내 주식수탁고 비중으로 안분하여 산출하였다. 업계평균경력 및 회사평균경력(매니저의 평균경력)이 회사임직원의 평균경력과 동일하다고 가정하였다. 마지막으로 운용사별 운용성과(공모펀드)는 펀드평가사(한국펀드평가)로부터 제공 받았다. 연구대상이 되는 공모펀드는 펀드평가사 유형분류<sup>9)</sup> 기준상 액티브 국내주식형으로 분류된 펀드로 한정하였으며, 이중 일반주식형과 중소형주형, 배당주형을 연구대상<sup>10)</sup>으로 하였다. 운용사별 성과는 연구대상이 되는 펀드들을 운용사별로 가치가중(순자산 가중)하여 성과를 산출하였다.<sup>11)</sup>

시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 시장규모로

8) 2006년 말부터 2008년 말까지의 평가기준은 세부평가항목에 대한 상세한 배점을 확인할 수 없었다.(자기자본비율, 자기자본이익률, 수탁고 등) 이는 2005년 기준을 준용하여 배점 및 점수 환산 방법 적용하였다.

9) 유형분류 기준 : 공모펀드 중 국내 주식형 액티브를 분류하는 방법은 금융투자협회의 펀드분류코드와 집합투자기구평가회사의 유형분류가 있다. 금융투자협회의 펀드분류코드 중 1차 코드인 『자본시장법에 근거한 집합투자기구』는 운용사에서 지정한 유형으로 운용목적 명칭이 명확하게 반영되어 있다고 볼 수 있으나, 운용사마다 다른 기준으로 유형이 분류될 수 있다. 반면, 집합투자기구평가회사의 유형분류는 펀드 약관 및 투자설명서에 근거한 유형분류로 모든 운용사에 동일한 기준을 적용하기 때문에 연구목적 상 더 적합하다고 판단된다. 일반적으로 아래와 같이 정상적인 운용이 불가능하다고 판단되는 경우나 운용펀드(또는 모펀드)의 경우 중복 계산이 되기 때문에 펀드평가 시 제외사항이다.

- 평가사 기준 평가 제외사항 -

- 1) 운용펀드, 모펀드 : 연구대상에 클래스펀드와 자펀드가 포함되기 때문에 운용펀드와 모펀드까지 포함하는 경우 동일 펀드가 연구대상에 중복으로 포함되므로 연구대상에서 제외함
  - 2) 최소운용규모(10억) 미달 : 운용규모가 과소하여 정상적인 포트폴리오 구축이 어렵다고 판단되는 경우로 모든 펀드평가사가 유사하게 적용하는 기준임
  - 3) 그 외 제외사항 : 운용재량권이 없거나 부실자산을 보유하여 정상적인 운용이 불가능하다고 판단되는 경우 평가대상에서 제외하며, 연구에서도 이상값으로 작용할 수 있으므로 제외함
- 10) 국내주식형은 크게 액티브주식형과 인덱스주식형으로 나뉘며, 액티브주식형은 다시 일반주식형, 중소형주형, 배당주형, 섹터주식형으로 구분된다. 일반주식형이 국민연금의 순수주식형과 동일하게 특별한 제약 없이 액티브 운용전략을 구사하는 펀드 유형이다.

$$11) Mgr Ret_{i,t} = \sum_{j=1}^n ModNAV_{i,j,t} \times FundRet_{i,j,t}$$

$Mgr Ret_{i,t}$  : t시점의 i운용사의 유형수익률

$ModNAV_{i,j,t}$  : t시점의 i운용사 유형 내 j펀드의 수정순자산



합성한 합성지수, 무위험수익률은 CD91 수익률을 적용하였으며, 주가 및 재무정보는 fn-guide의 DataGuidePro에서 수집하였다.

본 연구의 정량평가 대상 운용사는 평가시점 국내주식 공모펀드 운용규모가 100억원 이상이며, 최근 3년간 국내주식 공모펀드 운용이력이 존재하는 운용사이다. 금융투자협회 전자공시서비스의 인력현황 데이터가 2007년 6월부터 제공되기 때문에 연구기간은 2007년 2분기부터 2015년 4분기까지 총 35개 분기에 대해서 연구를 수행하였다.

정성평가의 경우, 최근 평가결과는 국민연금 내부에 데이터베이스화 하고 있으나, 그 기간이 비교적 최근으로 과거 선정 운용사에 대한 정보를 얻을 수 없으며 외부 공개 불가방침으로 연구에서 활용이 불가능하다. 따라서 펀드평가사 중 KG제로인에서 평가한 정성평가 데이터를 활용하였다. KG제로인의 정성평가 평가항목은 프로세스, 인력, 회사문화로 구성<sup>12)</sup>되어 있으며, 평가 결과에 따라 점수와 등급(AAA~C)을 부여하였다. 해당 데이터 활용 가능 기간은 2012년 하반기부터 2015년 하반기이며, 평가주기는 연 2회(반기)이기 때문에, 연구주기 또한 반기로 하였다.

정량·정성평가와 사후성과 간의 상관관계 분석을 위하여 정량평가는 매 시점 정량평가 결과에 따라 3개의 그룹으로 나누어 그룹 간 사후성과를 비교(t-test)하였으며, 정성평가는 매 시점 펀드평가사의 정성평가 결과에 따라 6개의 그룹(AAA, AA, A, B, C, D)<sup>13)</sup>으로 나누어 그룹 간 사후성과를 비교하였다. 사후성과는 1요인, 3요인, 4요인모형 초과성과를 이용하여 분석을 수행하였다. 1, 3, 4요인모형의 산식은 다음과 같다.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \epsilon_{i,t}$$

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

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

여기에서  $r_{i,t}$ 는  $t$ 시점에 연구대상 운용사의 주간수익률(weekly return)을 무위험수익률로 차감한 무위험초과 포트폴리오 수익률이다.  $r_{m,t}$ 는  $t$ 시점에 시장수익률의 무위험수익률 대비 초과수익률을 의미한다.  $SMB_t$ 와  $HML_t$ 은 각각  $t$ 시점의 규모요인과 가치요인을 나타내며,  $\alpha_i$ 는 운용사  $i$ 의 시장요인, 규모요인 그리고 가치요인이 고려된 위험조정성과를 의미한다. 본 연구에서는 국내시장을 대상으로 3요인모형을 적용한 바 있는 곽광수와 김근수(2004)의 방법론과 동일하게 규모요인과 가치요인을 산출하였다.

연구기간은 2007년 2분기부터 2015년 4분기까지 35개 분기를 대상으로 한다. 단, 정성평가의 경우 KG제로인에서 운용사별 정성평가 수행결과를 반기단위로 발표하기 때문에 정성평가와 사후성과 간의 분석은 반기단위로 수행하며, 데이터 제공 기간도 2012년 하반기부터이기 때문에 연구기간도 2012년 하반기부터 2015년 하반기까지 7개 반기로 한다.

### 3.2 정량평가 결과

2007년 2분기부터 2015년 4분기까지 35개 분기에 대하여 정량평가를 수행한 기초통계량을 <표 4>에 제시하였다. 정량평가 기초통계량은 시점별로 7가지를 적용하였으며, 평가 수행 시점별로 총점이 상이하기 때문에 기간 간에 비교를 위하여 정량평가를 100점으로 환산하여 분석을 수행하였다. 정량평가는 일반주식형, 중소형주형, 배당주형에 대해서 수행하였으나,

$$\left( = NAV_{i,j,t-1} + Net\ Cash\ Flow_{i,j,t} = \frac{NAV_{i,j,t}}{(1 + R_{i,j,t})} \right)$$

$FundRet_{i,j,t}$  :  $t$ 시점의  $i$ 운용사 유형 내  $j$ 펀드의 수익률

- 12) KG제로인의 정성평가항목은 크게 프로세스, 인력, 회사문화의 3가지로 구분된다. 프로세스는 다시 정착성, 정합성, 리스크관리의 세부항목으로 구분되며, 인력은 개인역량, 팀파워, 안정성, 운용환경, 회사문화는 안정성, 기업문화, 신의성실의 세부항목으로 구분된다.
- 13) KG제로인은 정성평가 결과를 AAA부터 C까지 8개 등급(AAA, AA+, AA, A+, A, B+, B, C)으로 구분한다. 하지만 등급 내 운용사의 수와 등급 간 점수 차이를 고려하여 등급을 6개로 재조정하여 분석을 수행한다.

**〈표 4〉 정량평가 기초통계량 (순수주식형)**

이 표는 분석의 대상이 되는 운용사 정량평가 결과를 평가방법별로 나누어 기초통계량을 표현한 표이다. 07년 하반기부터 14년 상반기까지는 해당시점의 평가방법을 나타내며, 표본수는 평가방법이 적용된 기간(분기)과 운용사의 수(=운용사×적용기간)이다. 연구대상은 순수주식형, 중소형주형, 배당형이지만, 대상 운용사만 상이하고 정량평가 결과는 동일하기 때문에, 표본이 가장 많은 순수주식형을 기준으로만 제시하였다.

구 분	표본 수	평균	표준편차	최 소	25%	50%	75%	최 대
전체	1,101	52.5	12.9	23.6	42.6	52.2	62.0	96.5
07년 하반기	141	58.3	11.2	34.0	51.3	56.6	63.0	96.5
08년 말	151	60.3	10.3	36.1	53.0	59.7	66.4	86.2
10년 상반기	131	60.4	11.0	30.4	53.1	60.7	66.9	85.9
11년 초	101	59.0	11.6	33.2	51.0	60.0	65.9	83.9
11년 말	103	48.8	9.8	30.1	42.6	47.3	55.5	73.2
12년 하반기	206	45.7	11.2	23.6	37.9	44.7	52.9	70.3
14년 상반기	268	45.4	11.5	25.3	36.8	42.1	52.6	77.0

**〈표 5〉 평가방법별 정량평가 세부항목 결과**

이 표는 평가방법별 세부항목 정량평가 결과를 나타낸 것이다. 경영안정성, 운용조직 및 인력, 운용성과의 3개 항목으로 구분하여 정량평가 결과의 평균과 표준편차를 나타냈다. 비율은 평균점수 대비 표준편차 비율로 표준편차를 평균으로 나눈 값이다.

구 분	경영안정성			운용조직 및 인력			운용성과		
	평균	표준편차	비 율	평균	표준편차	비 율	평균	표준편차	비 율
전체	9.1	3.2	35%	15.0	6.0	40%	28.4	10.1	35%
07년 하반기	5.9	1.3	22%	16.1	3.1	19%	36.3	9.8	27%
08년 말	7.7	1.8	23%	18.8	3.1	16%	33.8	9.1	27%
10년 상반기	10.3	3.7	36%	20.8	5.1	24%	29.2	8.4	29%
11년 초	10.2	3.6	35%	19.6	5.4	28%	29.3	8.5	29%
11년 말	8.9	2.8	32%	16.7	2.9	18%	23.2	7.9	34%
12년 하반기	8.0	2.6	33%	15.0	3.6	24%	22.8	8.3	37%
14년 상반기	11.4	2.4	21%	7.1	1.7	24%	26.9	9.9	37%

운용성과를 제외한 경영안정성과 운용조직 및 인력은 3개 유형이 운용사별로 동일하기 때문에 〈표 4〉 기초통계량에서는 대상운용사 풀(pool)이 가장 큰 일반주식형에 대해서만 결과를 제시하였다.

〈표 4〉를 살펴보면 전체 기간에 대한 정량평가 평균 점수는 52.5점이며, 표준편차는 12.9로 나타났다. 평균점수는 2007년 하반기 평가기준이 적용된 경우, 평균점수가 58.3점이던 것이 2014년 상반기 평가기준이 적용된 경우 45.4점까지 하락하며, 평가시점이 최근에 가까워질수록 평균점수는 점차 하락하

는 모습을 보인다. 이는 평가항목 내 상대평가 항목의 비중이 높아짐에 따른 영향으로 판단된다. 절대기준 평가항목은 최소요건 충족여부를 판단하기 위한 것이기 때문에 만점인 운용사가 다수 나타난다. 반면, 표준화를 통한 상대평가의 경우 최소요건이 충족한다 하더라도 점수가 분포를 가지게 되어 극단값이 아닌 이상 만점을 받을 수 없는 구조가 된다. 따라서 절대평가 항목이 상대평가로 전환됨에 따라 정량평가 점수가 전반적으로 하락하는 양상을 보이게 된다. 하지만 운용사 선정은 상대평가이기 때문에 평균점수보다는



운용사 점수 분포를 나타내는 표준편차가 중요한 지표 일 것이다. 특징적인 것은 어떠한 평가기준을 적용하더라도 표준편차는 6~12점 사이를 유지한다는 것이다. 시간이 지남에 따라 평균점수는 하락하는 양상을 보이지만 실제로는 점수의 분포 자체가 왼쪽으로 이동한다는 것을 의미한다.

정량평가 결과를 항목별로 나눈 <표 5>를 보면, 경영안정성, 운용조직 및 인력, 운용성과의 평균점수는 각각 9.1, 15.0, 28.4점이다. 시점별로 세부평가항목의 배점비율이 상이하여 평균값을 비교하는 것은 의미가 없다. 따라서 앞에서와 마찬가지로 점수의 분포를 나타내는 평균점수 대비 표준편차 비율(=표준편차/평균)을 살펴보면, 모든 세부평가항목이 35~40% 사이로 수렴한다. 이는 정규분포의 1표준편차와 유사한 수치로 각 세부항목의 점수분포가 정규분포와 유사해졌음을 의미한다. 이는 평가항목 내 상대평가(표준화 방법) 비중이 높아짐에 따라 평가 결과 또한 정규분

포와 유사해지고 있음을 시사한다.

앞 장에서 운용사 규모가 정량평가 점수에 영향을 미치지 못하도록 항목과 배점을 구성하려는 노력을 수행하였다고 언급하였다. 이러한 노력이 실제 정량평가에 반영되고 있는지를 확인해 보기 위하여 운용사 규모에 따른 정량평가 결과를 <표 6>에 제시하였다. 대형 운용사 그룹은 평균 19.4조원을 운용하고 있으며, 이 중 주식형(국내 공·사모 전체) 운용규모는 4.4조원 규모이다. 반면, 소형 운용사 그룹의 평균 운용규모는 2.1조원(주식 0.5조원)으로 대형 운용사 그룹과 상당한 차이를 보인다. 정량평가 점수를 살펴보면, 대형 운용사 그룹 일수록 정량평가 점수가 높아지는 것으로 나타났다. 비교분석(t-test)을 수행한 결과, 그룹 간 통계적 유의성이 있을 정도의 차이는 아니지만 대형 운용사일수록 평균적으로 높은 점수를 받는다는 것은 정량평가가 대형사에게 유리하게 작용할 수 있다는 것을 시사한다.

**<표 6> 운용사 규모에 따른 정량평가 결과**

이 표는 운용사 규모에 따라 운용사별 정량평가 결과를 집계한 것이다. 운용사 규모는 금융투자협회 종합통계서비스의 운용사별 운용규모 자료를 활용하였으며, 전체 수탁규모(국·내외, 공·사모 전체)를 기준으로 3개 그룹으로 나누어 대형·중형·소형 운용사로 구분하였다.

구분	표본수	평균	표준편차	최소	25%	50%	75%	최대
전체	1,101	52.5	12.9	23.6	42.6	52.2	62.0	96.5
대형운용사	353	55.3	13.0	29.9	45.2	54.3	63.1	96.5
중형운용사	366	52.4	13.5	23.6	41.7	52.8	63.5	82.3
소형운용사	382	50.0	11.8	27.0	41.0	50.5	58.4	85.9

**<표 7> 운용사 규모에 따른 정량평가 세부항목 결과**

이 표는 운용사 규모에 따라 운용사별 정량평가 세부항목 결과를 집계한 것이다. 그룹은 운용사 전체 수탁규모를 기준으로 3개 그룹(대형·중형·소형 운용사)으로 구분하였다. 경영안정성, 운용조직 및 인력, 운용성과의 3개 항목으로 구분하여 그룹별 정량평가 결과의 평균과 표준편차를 나타냈다. 비율은 평균점수 대비 표준편차 비율로 표준편차를 평균으로 나눈 값이다.

구분	경영안정성			운용조직 및 인력			운용성과		
	평균	표준편차	비율	평균	표준편차	비율	평균	표준편차	비율
전체	9.1	3.2	35%	15.0	6.0	40%	28.4	10.1	35%
대형운용사	10.6	2.2	21%	16.1	6.1	38%	28.6	9.9	35%
중형운용사	9.1	2.9	32%	14.3	5.7	40%	29.0	10.9	38%
소형운용사	7.6	3.5	46%	14.6	6.0	41%	27.8	9.4	34%

정량평가 항목별로 나누어 분석한 <표 7>을 살펴보면, 모든 항목에서 대형 운용사 그룹이 높은 점수를 나타낸다. 대형 운용사와 소형 운용사 그룹 사이에 경영안정성의 경우 2.9점, 운용조직은 1.5점, 운용성과는 0.9점의 차이가 나타난다. 각 항목별 배점을 고려한다면, 경영안정성과 운용조직의 점수 차이는 운용성과에 비하여 매우 큰 것이라 하겠다. 특히, 소형 운용사 경영안정성의 경우 표준편차 비율이 46%로 정규분포보다 넓은 분포를 보이는 반면, 대형 운용사 그룹은 21%로 좁은 분포를 가진다. 이는 소형 운용사의 경우 경영안정성 측면에서 뛰어난 운용사와 그렇지 못한 운용사가 명확한 반면, 대형 운용사는 평균적으로 매우 안정적인 기업구조를 가진 것을 의미한다.

앞 장에서 밝힌 바와 같이 국민연금은 위탁운용사 선정 시 운용사 규모에 따른 영향을 최소화하기 위하여 많은 고심을 했음에도 불구하고, 아직까지는 대형 운용사가 유리할 수밖에 없는 구조라 할 수 있다. 특히, 대형사와 소형사의 차이가 명확한 경영안정성과 운용조직의 경우, 표준화를 통한 상대평가로 변경되면서

점수 차이는 더욱 벌어질 것으로 예상된다. 하지만 경영안정성과 운용조직이 실제 운용성과와 어느 정도의 직·간접적인 연관관계가 있는지는 고민해 볼 부분이다. 즉, 평가항목 중 운용사의 운용능력을 측정하는 항목과 최소요건 달성 항목을 구분하여 평가항목별 점수화 방법을 적용할 필요가 있다.

### 3.3 정량평가와 사후성과

분석기간 동안 대상 공모펀드의 성과를 <표 8>에 제시하였다. 기간에 상관없이 1요인 초과성과는 양(+)의 값을 보이지만, 그 값이 0.03%(1년 기준)으로 매우 작다. 그나마도 3요인과 4요인으로 가면, 초과성과가 음(-)의 값으로 전환된다. 운용기간이 장기로 감에 따라 초과성과 폭이 개선되고 표준편차도 작아지는 것이 특징적이다.

정량평가 이후 운용성과를 정량평가 점수 그룹으로 집계한 결과를 <표 9>에 제시하였다.<sup>14)</sup> 정량평가 결과에 따라 3개의 그룹으로 구분하였으며, 정량평가 점수

<표 8> 운용성과 기초통계량 (순수주식형)

이 표는 분석의 대상이 되는 운용성과의 기초통계량을 표현한 표이다. 분석기간은 2007년 2분기부터 2015년 4분기까지로 총 35개 분기를 표본으로 하였다. 운용성과는 매 분기별 1년 간의 운용사별 순수주식형 공모펀드 운용성과이며, CAPM 1요인, Fama-French 3요인, Carhart 4요인 초과수익률이다. 주간수익률(1년 52개, 2년 104개, 3년 156개, %, 연환산)이며, 시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 합성한 지수, 무위험수익률은 CD91일물이다.

구 분	표본 수	평균	표준편차	최소	25%	50%	75%	최대	
1년	1요인	1,034	0.03	0.60	-1.92	-0.29	0.07	0.42	3.14
	3요인	1,034	-0.08	0.68	-2.47	-0.45	-0.04	0.38	1.96
	4요인	1,034	-0.17	0.65	-2.26	-0.56	-0.13	0.28	1.98
2년	1요인	885	0.08	0.38	-0.87	-0.17	0.06	0.29	1.86
	3요인	885	-0.01	0.47	-1.22	-0.30	0.03	0.29	1.49
	4요인	885	-0.09	0.42	-1.22	-0.37	-0.07	0.19	1.34
3년	1요인	735	0.10	0.27	-0.56	-0.09	0.07	0.24	1.16
	3요인	735	0.02	0.30	-0.85	-0.18	0.04	0.21	1.09
	4요인	735	-0.07	0.29	-0.84	-0.26	-0.06	0.13	0.88

14) 순수주식형 외 중소형주식형과 배당주형도 동일한 분석을 수행하였다. 중소형주식형은 운용사 표본수가 충분하지 않아 유의미한 결과를 도출할 수 없었으며, 배당주형은 순수주식형과 큰 차이가 나타나지 않았다. 사후성과 또한 연구결과로 제시된 사후 1년 외 상대적으로 장기성과인 2년과 3년도 분석을 수행하였으나, 분석결과가 1년과 대동소이하여 별도로 제시하지 않았다.



가 가장 높은 그룹을 G1, 가장 낮은 그룹은 G3로 구분하였다. 표를 보면, 정량평가 결과가 가장 높은 그룹(G1)의 점수는 65.4점인 반면, 하위 그룹(G3)은 42.1점으로 약 23.3점의 차이가 나타난다. 두 그룹 간 경영안정성, 운용조직, 운용성과의 차이는 각각 2.1, 4.4, 16.8점으로 통계적으로 유의미한 점수의 차이가 나타난다. 특히 운용성과의 경우, 그룹 간 운용성과의 차이가 1.8배로 매우 뚜렷하게 나타나는 반면, 경영안정성과 운용조직은 그룹 간 차이가 통계적으로 유의미하지는 않지만 절대 수치 차이는 상대적으로 크지 않은 수준이다.

사후성과 또한 정량평가 점수가 높은 G1이 평균적으로 높은 성과를 거두었으나, 일관된 모습을 보이지는 않는다. 1요인과 4요인의 경우 G3와의 차이가 통계적으로 유의미한 차이를 보이지만, 3요인의 경우 통계적 유의성이 없다. 오히려 1요인의 경우, 중간그룹인 G2에서 운용성과가 가장 안 좋은 것으로 나타났다. 표에 제시되지는 않았지만, 사후성과를 2년, 3년으로 확장해 보면, 1요인과 3요인의 통계적 유의성도 모두 사라지게 된다. 이는 정량평가 결과를 이용한 운용사 선정이 합리적인가에 대한 고민을 하게끔 하는 결과라 하겠다.

**〈표 9〉 정량평가 결과에 따른 공모펀드의 사후성과 비교 (일반주식형)**

이 표는 정량평가 그룹에 따른 운용사별 공모펀드 운용성과를 분석한 표이다. 정량평가 결과에 따라 3개의 그룹으로 구분하였으며, 정량평가 점수가 가장 높은 그룹을 G1, 가장 낮은 그룹은 G3로 구분하였다. 분석기간은 2007년 2분기부터 2015년 4분기까지이며, 해당 기간 동안 분기별로 정량평가를 수행하여 총 35개 분기를 표본으로 하였다. 사후성과는 정량평가 이후 1년 간의 운용사별 순수주식형 공모펀드 운용성과이며, CAPM 1요인, Fama-French 3요인, Carhart 4요인 초과수익률이다. 주간수익률 52개(1년, %, 연환산)이며, 시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 합성한 지수, 무위험수익률은 CD91일물이다. (G1-G3), (G1-G2), (G2-G3)는 각 그룹 간 운용성과의 차이를 나타내며, t-test를 수행하여 통계적 유의성 1%, 5%, 10%를 각각 \*\*\*, \*\*, \*로 표시하였다.

구분	표본 수	정량평가 결과				사후성과(1년)		
		총점	안정성	운용조직	운용성과	1요인	3요인	4요인
G1(상위)	327	65.4	10.0	17.5	37.9	0.09	-0.04	-0.11
G2	342	52.0	9.0	16.0	27.0	-0.00	-0.09	-0.18
G3(하위)	365	42.1	7.9	13.1	21.1	0.01	-0.12	-0.22
G1-G3		23.3***	2.1***	4.4***	16.8***	0.09*	0.08	0.11**
G1-G2		13.4***	1.0***	1.5***	10.9***	0.10**	0.06	0.07
G2-G3		9.9***	1.1***	2.9***	5.9***	-0.01	0.03	0.04

**〈표 10〉 정량평가 결과에 따른 위탁펀드의 사후성과 비교 (순수주식형)**

이 표는 정량평가 그룹에 따른 위탁펀드 운용성과를 분석한 표이다. 정량평가 결과에 따라 3개의 그룹으로 구분하였으며, 분석기간은 2007년 2분기부터 2015년 4분기까지 총 35개 분기이다. 사후성과는 정량평가 이후 1년 간의 국민연금 국내주식 순수주식형 위탁펀드 운용성과이며, CAPM 1요인, Fama-French 3요인, Carhart 4요인 초과수익률이다. 주간수익률 52개(1년, %, 연환산)이며, 시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 합성한 지수, 무위험수익률은 CD91일물이다. (G1-G3), (G1-G2), (G2-G3)는 각 그룹 간 운용성과의 차이를 나타내며, t-test를 수행하여 통계적 유의성 1%, 5%, 10%를 각각 \*\*\*, \*\*, \*로 표시하였다.

구분	표본수	정량평가	사후성과(1년) <sup>15)</sup>		
			1요인	3요인	4요인
G1(상위)	25	59.62	0.08	0.05	0.00
G2	28	52.69	0.16	0.11	0.00
G3(하위)	33	46.12	0.02	0.06	-0.01
G1-G3		13.51***	0.05	0.00	0.02
G1-G2		6.94***	-0.08	-0.05	0.00
G2-G3		6.57***	0.13	0.05	0.02

**〈표 11〉 정성평가 결과에 따른 공모펀드의 사후성과 비교 (순수주식형)**

이 표는 정성평가 그룹에 따른 운용사별 공모펀드 운용성과를 분석한 표이다. 정성평가는 KG제로인의 정성평가 등급을 사용하였으며, AAA부터 D까지 총 6개 등급으로 구분하였다. 분석기간은 2012년 하반기부터 2015년 하반기까지이며, 해당 기간 동안 반기별로 정성평가를 수행한 결과를 표본으로 하였다. 사후성과는 정량평가 이후 1년 간의 운용사별 순수주식형 공모펀드 운용성과이며, CAPM 1요인, Fama-French 3요인, Carhart 4요인 초과수익률이다. 주간수익률 52개(1년, %, 연환산)이며, 시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 합성한 지수, 무위험수익률은 CD91일물이다. (AAA-D), (AAA-B), (A-D)는 각 그룹 간 운용성과의 차이를 나타내며, t-test를 수행하여 통계적 유의성 1%, 5%, 10%를 각각 \*\*\*, \*\*, \*로 표시하였다.

구 분	표본 수	정성평가			사후성과(1년)		
		프로세스	인 력	회사문화	1요인	3요인	4요인
AAA	42	74.5	78.9	78.6	0.24	0.04	0.05
AA	26	72.3	68.4	77.9	0.23	-0.08	-0.11
A	39	66.3	66.3	69.1	0.24	-0.02	0.02
B	33	61.5	61.1	64.9	0.16	0.09	0.07
C	50	57.6	57.5	56.8	0.20	-0.25	-0.20
D	26	48.8	50.2	52.0	0.11	0.05	0.00
AAA-D		25.7***	28.7***	26.6***	0.13	0.00	0.05
AAA-B		8.2***	12.6***	9.5***	0.00	0.06	0.03
A-D		17.5***	16.1***	17.1***	0.13	-0.06	0.02

〈표 10〉은 국민연금 위탁펀드를 이용하여 앞의 분석과 동일한 분석을 수행한 결과이다. 앞의 분석은 공모펀드를 이용한 것으로 실제 선정이라는 행위와 연결된 것이 아니다. 따라서 실제 선정된 위탁펀드를 이용하여 다시 분석을 수행하였다. 분석 결과, 공모펀드와 동일하게 정량평가 그룹 간에 위탁펀드의 사후성과가 차이 없는 것으로 나타났다. 중간그룹인 G2에서 상대적으로 높은 성과가 나타나기는 했지만, 모든 그룹의 차이가 통계적으로 유의미하지 않다.

이상의 결과는 정량평가와 사후성과 간의 상관관계가 없음을 의미한다. 정량평가는 서론에서도 언급한 바와 같이 과거성과와 미래성과에 대한 지속성 문제이다. 하지만 과거성과는 미래성과를 예측하는데 한계가 있다고 여러 선행연구 및 관련 기관에서 지적하였기 때문에, 어느 정도 예상된 결과라고 하겠다.

### 3.4 정성평가와 사후성과

앞에서 정량평가와 사후성과 간의 상관관계 분석을 수행한 것과 동일한 방식으로 본 절에서는 정성평가와 사후성과 간의 상관관계 분석을 수행하였다.

〈표 11〉은 정성평가 그룹별 사후성과를 제시한 것이다.<sup>16)</sup> 운용사별 정성평가는 펀드평가사인 KG제로인의 정성평가 등급을 사용하였으며, 등급은 AAA부터 D까지 총 6개 등급으로 구분하였다. 그룹 간 정성평가 결과를 비교해 보면, 정성평가 등급별 점수 차이가 통계적으로 유의미한 차이를 보인다. AAA등급과 D등급 간의 점수 차이를 보면, 프로세스 25.7점, 인력 28.7점, 회사문화 26.6점의 차이를 보이며, 그 차이가 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 상대적으로 최상위등급인 AAA등급과 중간등급인 B등급 간

15) 위탁펀드가 1년 단위로 평가를 수행하여 자금추가집행 및 회수를 하기 때문에 1년 이상의 기간을 연구대상으로 하는 경우 연구표본이 감소하는 문제가 발생한다. 따라서 위탁펀드는 사후 1년 성과만 측정하여 비교하였다.

16) “정량평가와 사후성과” 분석과 마찬가지로 정성평가 그룹과 국민연금 국내주식형 위탁펀드 사후성과 간의 상관관계 분석도 수행하였다. 정성평가 연구기간이 2012년 하반기부터로 사후성과를 분석할 수 있는 기간이 1-2년이며, 평가사가 정성평가를 수행한 운용사의 수도 한정되어 있다. 즉, 정성평가 결과와 위탁운용사가 매핑되는 표본 수가 매우 한정되어 있어, 유의미한 통계 분석이 불가능하여 별도로 제시하지 않는다.



의 차이보다 중간등급인 A등급과 최하위등급인 D등급의 차이가 더욱 크게 나타났다. 즉, 정성평가 등급이 하위로 갈수록 점수 하락폭이 크게 나타나는 것을 확인할 수 있다.

하지만 정성평가 등급 간 사후성과는 차이가 명확하게 나타나지 않았다.<sup>17)</sup> 1요인모형 초과성과의 경우, 등급이 높을수록 평균적으로 높은 사후성과를 보이는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의미한 수준은 아니며, 3요인, 4요인모형 초과성과의 경우 사후성과의 방향성이 명확하게 나타나지 않았다.

이는 정성평가의 미래적 안목이 제대로 작동하지 않는다는 결과라 하겠다. 하지만 현재의 분석은 펀드 평가사의 정성평가 결과를 사용한 것이다. 이는 특정 펀드의 담당매니저에 대한 평가라기보다는 운용사 전반에 대한 정성평가이다. 이러한 경우 운용사 규모가 커질수록 정성평가 점수가 높아질 수 밖에 없는 구조이다. 예를 들어, 정성평가 항목의 인력과 관련된 부분은 이직, 보상 등과 관련된 항목으로 대형사에

유리할 수 밖에 없는 항목이다. 프로세스 또한 리서치 및 위험관리 체계와 관련된 부분으로 리서치체계는 리서치 조직의 유무와 직접적으로 연결되어 인력규모가 큰 대형사에 유리하다. 위험관리 또한 시스템 운영 및 관리와 관련된 측면이 크기 때문에 운용사 규모와 매우 높은 연관관계가 있을 것이라 판단된다.

이를 확인하기 위하여 등급에 따라 운용규모를 집계한 <표 12>을 보면, 운용규모가 커질수록 등급이 높아지는 것을 확인할 수 있다. 즉, 특정펀드(위탁펀드)에 단독적이고 직접적으로 영향을 미치는 담당매니저의 운용철학과 같은 부분으로 정성평가를 수행하지 않는 이상 운용규모가 작은 운용사가 높은 점수를 받기 힘들며, 또한 성과와 정성평가 점수 사이에 높은 상관관계를 가지기도 어렵다. 즉, 국민연금 내부 위탁운용사 선정 시 정성평가 자료만이 의미를 가지나, 이는 앞에서 언급한 바와 같이 데이터 수집이 불가하다는 측면에서 연구의 한계가 존재한다.

**<표 12> 정성평가 등급별 운용규모**

이 표는 정성평가 그룹에 따른 운용사별 운용규모를 집계한 표이다. Panel A는 공·사모 펀드 중 국내주식형에 해당하는 펀드의 순자산(NAV, 억원)이며, Panel B는 전체 공·사모 펀드의 순자산이다.

Panel A: 국내주식형 수탁규모(공·사모, 억원)						
구분	평균	12년말	13년말	14년말	15년말	
AAA	32,568	24,302	32,344	33,151	40,476	
AA	38,679	62,903	38,427	25,073	28,313	
A	9,439	8,623	5,436	15,730	7,965	
B	5,412	7,026	5,687	3,457	5,478	
C	2,808	2,647	3,834	2,710	2,042	
D	966	960	1,256	822	827	
Panel B: 전체 수탁규모(국내·외, 공·사모, 억원)						
AAA	83,632	52,746	86,830	82,048	112,907	
AA	123,407	171,841	100,319	108,644	112,824	
A	65,600	52,785	50,189	83,755	75,672	
B	60,407	55,475	55,820	57,694	72,639	
C	40,941	29,956	38,843	45,050	49,915	
D	23,755	22,144	18,286	26,482	28,109	

17) 순수주식형 외 중소형주식형과 배당주식형도 동일한 분석을 수행하였으며, 두 유형 모두 순수주식형과 큰 차이가 나타나지 않았다. 사후성과는 정성평가 등급이 2012년부터 측정된 관계로 사후성과 1년만 비교분석하였다.

## [ 4 ] 자금재배분이 위탁성과에 미치는 영향

### 4.1 런던 증권거래소의 설립과 추격

국민연금은 기존 위탁펀드를 정기 평가하여 추가집행 또는 일부회수, 전부회수의 조치를 취하고 있다. 본 장에서는 이러한 위탁자금의 관리가 기금 성과에 긍정적인 영향을 미치는지 확인해 보고자 한다.

연구의 대상은 추가집행과 일부 자금회수로 한정한다. 전부회수의 경우, 회수 이후 성과측정이 불가하기 때문에 제외하였다. 추가집행과 자금회수는 현금흐름을 추정하여 여부를 추정하였다. 위탁펀드는 공모펀드

와 달리 자금유출입이 빈번하게 발생하지 않고, 자금 유출입 규모가 크기 때문에 비교적 정확하게 추정가능하다. 위탁펀드 순자산 변동분 중 수익률 변동분 이상의 변화가 발생한 경우 추가집행 및 자금회수로 인식하였다. 연구기간은 국민연금이 국내주식에 대하여 위탁운용을 시작한 2001년 7월부터 2014년 12월까지이며, 펀드별 분석이기 때문에 유형은 순수주식형을 포함한 모든 유형을 대상으로 하였다. 연구기간 중 추가집행은 총 712번이었으며, 일부회수는 71번 발생하였다. 회수조치 보다 추가집행이 10배 가까이 많은 것은 해당 기간 중 국민연금 국내주식 위탁규모가

**〈표 13〉 자금재배분에 따른 위탁펀드 성과 전/후 비교**

이 표는 추가집행 및 자금회수에 따른 위탁펀드의 사전성과와 사후성과를 비교한 표이다. 분석기간은 2001.07월부터 2014.12월까지이며, 국민연금 국내주식 위탁 전 유형의 펀드를 대상으로 한다. 사전 성과는 자금재배분 전 1년(52주, %, 연환산), 2년(104주), 3년(156주) 간의 자금재배분 대상 펀드 운용성과이며, 사후성과는 자금재배분 직후 1년, 2년, 3년 간의 운용성과이다. 운용성과는 CAPM 1요인, Fama-French 3요인, Carhart 4요인 초과수익률이며, 시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 합성한 지수, 무위험수익률은 CD91일물이다. 차이는 사후성과에서 사전성과를 차감한 것으로 t-test를 수행하여 통계적 유의성 1%, 5%, 10%를 각각 \*\*\*, \*\*, \*로 표시하였다. Panel A는 자금재배분 전/후 1년 간의 운용성과를 이용한 것이며, Panel B와 Panel C는 각각 2년과 3년 성과이다.

Panel A: 1년 성과						
	추가집행			자금회수		
	1요인	3요인	4요인	1요인	3요인	4요인
전	0.64	0.55	0.42	-0.44	-0.52	-0.51
후	0.29	0.16	0.04	0.54	0.52	0.40
차이	-0.35***	-0.40***	-0.38***	0.98***	1.04***	0.91***
Panel B: 2년 성과						
	추가집행			자금회수		
	1요인	3요인	4요인	1요인	3요인	4요인
전	0.63	0.46	0.39	-0.15	-0.39	-0.38
후	0.31	0.16	0.11	0.51	0.49	0.33
차이	-0.32***	-0.30***	-0.28***	0.65***	0.88***	0.72***
Panel C: 3년 성과						
	추가집행			자금회수		
	1요인	3요인	4요인	1요인	3요인	4요인
전	0.49	0.31	0.27	0.13	-0.30	-0.30
후	0.32	0.19	0.14	0.40	0.37	0.27
차이	-0.16*	-0.13*	-0.13***	0.27***	0.67***	0.57***



꾸준히 증가하였고, 회수 중에는 전액회수가 제외되었기 때문에 판단된다. 자금재배분 1회당 변동 금액을 보면, 추가집행의 집행 전 규모는 평균 4,433억원이며, 전당 추가 자금집행 규모는 420억원인 반면, 자금회수는 이전 규모가 5,105억원이며, 펀드 당 회수규모는 약 2배인 802억원인 것으로 나타났다.

펀드별 자금재배분 전/후 성과를 비교 분석한 <표 13>을 보면, 추가집행은 이후 성과가 하락한 반면, 자금회수는 이후 성과가 개선된 것을 확인할 수 있다. 추가집행 펀드의 사전 성과는 0.64%(1요인, 1년)인 반면, 자금회수 펀드의 성과는 -0.44%로 명확한 성과 차이를 보인다. 자금재배분 후 추가집행을 한 펀드는 전반적으로 성과가 하락하였으며, 그 하락폭이 통계적으로 유의미한 값을 보인다. 반면, 자금회수인 경우 성과가 개선되는 것으로 나타났다. 이는 추가집행을 받은 펀드는 목적달성으로 인한 안정적 운용욕구가 있는 반면, 자금이 회수된 펀드는 생존에 대한 욕구로 성과의 적극적 개선이 이루어졌기 때문이라 유추된다.

이러한 성과변화가 자금재배분 규모에 따라 달라지는지 확인하기 위하여, 자금재배분 규모에 따라 그룹을

나누어 추가 분석을 수행하였다. 자금재배분 그룹은 기존 규모에 40%이상 추가집행 받은 경우 G1, 30%이상 G2, 20%이상 G3, 10%이상 G4, 10%미만 G5로 구분하였으며, 자금회수는 기존 규모에 15%미만 회수된 경우 G6, 30%미만 G7, 30%이상 회수된 경우 G8로 구분하였다.

<표 14>에 자금재배분 규모에 따라 자금배정 전과 후의 1년간의 성과를 비교해 보면,<sup>18)</sup> <표 13>의 결과와 동일하게 추가집행이 이루어진 경우 이후 성과가 하락한 반면, 자금이 회수된 경우 이후 성과가 개선되는 것으로 나타난다. 그러나 그룹별로 특징적인 성과 차이가 나타나지는 않았다. G1 그룹을 제외하고 추가집행을 받은 그룹(G2~G5)은 1요인모형 초과성과 기준으로 -0.36%p ~ -0.41%p 수준의 유사한 초과성과 하락폭을 보였으며, 자금회수를 당한 그룹(G6~G8)도 0.87%p ~ 1.07%p로 유사한 초과성과 상승폭을 보였다. 이는 1요인모형 초과성과 뿐 아니라 3요인과 4요인모형 초과성과에서도 동일한 결과가 도출되었다. 즉, 자금재배분 규모보다는 운용사 당사자가 추가집행 및 자금회수의 대상이 된다는 것 자체가 운용사의 운용성과에 영향을 미친다고 해석된다.

**<표 14> 자금재배분 그룹에 따른 위탁펀드 성과 전/후 비교 (전/후 1년성과)**

이 표는 자금재배분 규모에 따른 위탁펀드의 성과변화를 비교한 표이다. 자금재배분 그룹은 기존 규모에 40%이상 추가집행 받은 경우 G1, 30%이상 G2, 20%이상 G3, 10%이상 G4, 10%미만 G5로 구분하였으며, 자금회수는 기존 규모에 15%미만 회수된 경우 G6, 30%미만 G7, 30%이상 회수된 경우 G8로 구분하였다. 분석기간은 2001.07월부터 2014.12월까지이며, 국민연금 국내주식 위탁 전 유형의 펀드를 대상으로 한다. 사전 성과는 자금재배분 전 1년(52주, %, 연환산) 간의 자금재배분 대상 펀드 운용성과이며, 사후성과는 자금재배분 직후 1년 간의 운용성과이다. 운용성과는 CAPM 1요인, Fama-French 3요인, Carhart 4요인 초과수익률이며, 시장수익률은 KOSPI와 KOSDAQ을 합성한 지수, 무위험수익률은 CD91일물이다. 차이는 사후성과에서 사전성과를 차감한 것으로 t-test를 수행하여 통계적 유의성 1%, 5%, 10%를 각각 \*\*\*, \*\*, \*로 표시하였다

구분	1요인			3요인			4요인		
	전	후	차이	전	후	차이	전	후	차이
G1	0.57	0.65	-0.07	0.46	0.57	0.11	0.38	0.44	0.06
G2	0.62	0.26	-0.36***	0.47	0.15	-0.33***	0.33	0.08	-0.25*
G3	0.66	0.29	-0.37***	0.55	0.04	-0.52***	0.44	-0.01	-0.45***
G4	0.71	0.30	-0.41***	0.61	0.13	-0.48***	0.49	0.02	-0.47***
G5	0.59	0.23	-0.37***	0.54	0.13	-0.41***	0.39	0.00	-0.39***
G6	-0.35	0.68	1.03***	-0.56	0.68	1.24***	-0.47	0.55	1.01***
G7	-0.49	0.37	0.87***	-0.45	0.24	0.69***	-0.55	0.14	0.70***
G8	-0.53	0.54	1.07***	-0.54	0.65	1.19***	-0.54	0.52	1.06***

18) 전/후 기간에 대하여 2년, 3년 분석한 결과, 1년 성과와 대동소이한 결과가 나타나 별도로 제시하지 않는다.

## [ 5 ] 연구결과 및 시사점

본 연구는 정량·정성평가 항목의 현황 및 관계를 파악하고, 평가항목이 사후성가에 미치는 영향을 분석함으로써, 향후 연기금이 위탁운용사를 평가하는데 적절한 운용방안을 제시하고자 하였다. 하지만 위탁펀드 표본과 데이터 수집의 한계로 인하여 공모펀드를 대응치로 하여 분석을 수행하였다. 그 결과 다음과 같은 정책적 시사점을 도출하였다.

먼저, 정량평가와 정성평가 공히 향후 성과에 대한 예측력이 입증되지 못하였으며 이에 대한 개선이 필요하다. 데이터의 한계 상 공모펀드를 중심으로 분석을 진행하였으며, 그 결과 정량평가 및 정성평가가 사후성과와 연관관계가 없는 것으로 나타났다. 하지만 정량·정성평가 중 정성평가는 공모펀드 분석 시 적용된 펀드평가사 정성평가 결과와 국민연금 신규 위탁운용사 선정 기준이 1)평가항목과 2)평가대상에서 차이가 난다.<sup>19)</sup> 평가항목 부분에서는 펀드평가사 대비 국민연금은 담당펀드매니저의 운용철학, 운용전략 등의 평가항목이 있는 반면, 펀드평가사는 국민연금에 없는 회사문화 같은 항목이 1/3을 차지한다. 평가대상 또한 국민연금은 운용사와 담당매니저를 동시에 평가하는 반면, 펀드평가사는 운용사에 대해서만 정성평가를 수행한다는 점에서 차이를 보인다. 따라서 공모펀드를 대상으로 한 정성평가와 위탁운용사 선정 시의 정성평가의 실효성은 다를 수 있기 때문에 국민연금 정성평가 데이터베이스 축적이 충분해진다면 이에 대한 추가적인 연구가 필요하다고 판단된다.

두 번째로, 정량평가 항목 중 경영안정성과 운용인력에 대해 대형운용사가 유리한 배점구조를 조정할 필요가 있다. 정량평가는 경영안정성, 운용인력, 운용성과의 3개 요인으로 구성되어 있으며, 이 중 운용성과는 운용사의 특성에 독립적인 반면, 경영안정성과 운용인력은 운용사의 규모에 높은 상관관계를 가진다.

운용성과가 정량평가의 주요 결정요인이기는 하지만, 운용사의 특성에 무차별하기 때문에 나머지 두 항목에서 상대적으로 높은 점수를 받는 대형 운용사가 정량평가에서 유리한 위치를 선점하게 된다. 경영안정성과 운용인력의 점수화 방식이 과거 최소요건 달성여부에서 최근 표준화방식으로 변경되면서 대형 운용사와 소형 운용사 간의 점수 차이는 더욱 커질 것으로 예상된다. 이러한 차이가 통계적으로 유의미한 수준은 아니나 국민연금 위탁운용사 지위와 자금의 규모를 고려했을 때, 지원 운용사 측면에서는 실무적으로 매우 민감한 부분이다. 또한 공적 자금으로써 대형 운용사와 소형 운용사가 공정한 경쟁을 할 수 있도록 상대적 약자의 측면에서 불합리한 점을 수정·보완해야 할 필요가 있다고 판단된다.

마지막으로, 자금재배분 프로세스에 대한 재점검이 필요하다. 국민연금은 위탁운용 결과에 따라 자금의 추가집행 및 자금회수(일부 또는 전액)를 수행하고 있다. 분석 결과, 추가집행을 받은 위탁운용사는 통계적으로 유의미한 수준으로 성과가 하락하는 반면, 자금이 회수(일부 회수)된 위탁운용사는 성과가 상승한다. 성과가 우수한 위탁운용사에 추가집행을 함으로써 위탁운용 전체의 성과를 개선하고자 자금재배분을 하지만, 배분 후 성과는 희석되는 것으로 나타났다. 따라서 추가집행은 보수적으로 자금회수는 적극적으로 수행하는 것이 위탁운용의 성과를 개선시키는데 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단된다. 하지만 국민연금의 위탁규모가 증가하는 추세에서 이와 같은 자금재배분은 한정된 위탁운용사로 위탁자금을 소화하지 못할 문제가 발생할 수 있다. 따라서 자금재배분 규모에 대해서는 다르게 접근할 필요가 있다. 분석 결과, 성과변화에 영향을 주는 요인이 자금재배분 규모가 아닌 행위 자체이기 때문에 자금회수는 적극적으로 시행하되 회수규

19) 정량평가는 공모펀드와 위탁펀드 선정평가 사이에 차이가 없다. 공모펀드 분석 시 국민연금 신규 위탁운용사 선정 기준에 따라 정량평가를 수행하였으며, 정량평가 데이터 또한 위탁운용사 선정 기준과 동일하다.



모는 소규모로 진행함으로써 시그널링 효과를 얻는 것에 의미를 두는 것이 효과적일 것이다.

본 연구는 연기금의 위탁운용 프로세스에 대해 위와 같은 정책적 시사점을 도출하였음에도 불구하고, 데이터의 한계로 정성평가와 사후성과 간의 연관관계를

명확하게 도출하지 못했다는 한계점을 가진다. 최근 국민연금 내부적으로 위탁운용사 선정 시 정량·정성 평가 결과를 데이터베이스화하고 있기 때문에, 충분한 데이터 축적 후 해당 영역에 대한 추가적인 분석을 수행해 볼 필요가 있다.

## 참고 문헌

김정호, 성주호, 김성일, 2014, “퇴직연금 펀드의 정성적 요인 연구”, 연금연구 제4권 제 2호, pp. 27-47.

김홍배, 2007, “주식형 펀드의 성과 지속성”, 산업경제연구 제20권 제3호, pp. 1007-1025.

류건식, 서성민, 2008, “기업의 바람직한 퇴직연금 사업자 선정과 과제”, 보험동향 가을호.

민성기, 2007, “공모펀드들의 유형별 성과 지속성”, 대한경영학회지 제20권 제3호, pp. 1413-1431.

박영규, 신성환, 송인욱, 2013, “국내 연기금 위탁 운용펀드의 성과 및 운용보수 구조의 적정성 연구”, 증권학회지 제42권 제1호, pp. 25-46.

박영규, 정문경, 송인욱, 2014, “연기금의 주식위탁운용 인덱스화 분석을 통한 위탁운용 확대정책의 타당성 연구”, 증권학회지 제43권 제1호 pp. 23-46.

박영규, 주효근, 2004, “채권형 펀드의 성과평가 및 성과지속성 연구”, 재무연구 제17권 제1호, pp. 143-174.

신성환, 2003, “국내주식 및 채권 펀드를 통한 위탁투자에 관한 연구”, 증권학회지 제32권 제3호, pp. 165-190.

임웅기, 우재룡, 1996, “투자신탁 주식형 펀드의 주식보유 자료를 이용한 투자성과 평가”, 증권학회지 제20권, pp.139-180.

정문경, 에프앤가이드(주), 2012, “국민연금기금 국내주식 위탁운용 성과평가에 관한 연구”, 국민연금 연구원 연구보고서 2012-03.

정문경, 김영은, 신현한, 김희수, 김현수, 2011, “국민연금기금 성과평가지표 예측성에 관한 연구 : 국내주식 위탁운용의 계량지표를 중심으로”, 국민연금 연구원 연구보고서 201-11.

조담, 1994, “우리나라 주식형 펀드의 투자성과에 관한 실증연구”, 재무관리연구 제12권 제2호, pp. 109-130.

Bollen, Nicolas P. B., and Jeffrey A. Busse, 2004, Short-Term Peersistence in Mutual Fund Performance, *The Review of Financial Studies*, 18(2), pp. 569-597.

Brown, S. J. and W. N. Goetzmann, 1995, Performance Persistence, *Journal of Finance*, 50, pp. 679-689.

Carhart, M. M., 1997, On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 50, pp. 57-82.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1993, “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics* 33, pp. 3-56.

Grinblatt, Mark. and Sheridan, Titman, 1989, Mutual Fund Performance : An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings, *Journal of Business*, 62, pp. 393-416.

Grinblatt, Mark and Sheridan, Titmann, 1992, The Persistence of Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 47, pp. 1977-1984.

Hendrics, D. and J. artel R. Zeckhauser, 1993, Hot Hand in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, *Journal of Finance*, 48, pp. 1974-1988.

Henriksson, Roy. D., and Merton, Rober C., 1981, "On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills", *Journal of business* 54, pp. 513-533.

Jensen, Michael C., 1968, "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964," *Journal of Finance* 23, pp. 389-416.

Malkiel, 1995, Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991, *Journal of Finance*, 50, pp. 549-572.

Treynor, Jack L., and Kay K. Mazuy, 1966, "Can Mutual Funds Outguess the Market", *Harvard business review* 44, pp. 131-136.



# How to Improve the Outsourced Fund Managers' Performance: A Study on Quantitative and Qualitative Measures to Select Outsourced Fund Managers

**Young-Kyu Park\***

(Sungkyungkwan University)

**Mun-Kyung Cheong\*\***

(National Pension Research Institute)

**In-Wook Song\*\*\***

(Korea Fund Ratings)

## Abstract

This research investigate the validity of the quantitative and qualitative measures to select the outsourced fund management companies for the Korea National Pension Fund (NPF). For this purpose we analyze the past scores of the each outsourced fund management companies and their ex-post performance. The research results are as follows. First, we found neither qualitative nor quantitative measures cannot predict the future performance of the outsourced fund management companies. Second, it seems that management company stability and human resource power are the measures favorably biased toward larger fund management companies and need to be corrected. Third, we found that fund companies which receive more capital reallocation perform worse whereas the fund companies which return part of their original capital perform better. Therefore, we recommend NPS be more conservative to provide additional capital to a better performing fund management companies, but more positive to withdraw the capital from poorly performing fund management companies.

Key words : *NPS, Outsourced fund, Quantitative measure, Qualitative measure, Capital allocation*

Article history : Received 16 October 2017, Revised 7 November 2017, Accepted 1 December 2017

---

JEL Classification : G11, G23

\* Sungkyungkwan University(E-mail: ykpark@skku.edu)

\*\* National Pension Research Institute(E-mail: mkchung@nps.or.kr)

\*\*\* Corresponding Author. Address: Korea Fund Ratings(E-mail: iwsong@kfr.co.kr)

www.kci.go.kr