

## 국내 펀드, 운용사 및 펀드매니저에 대한 장기 성과비교 분석

박 영 규\* (성균관대학교)

배 중 원\*\* (성균관대학교)

### [ 1 ] 서론

우리나라 최초 펀드는 1970년 한국투자개발공사가 1억원 규모로 안정성장증권투자신탁 1호이다. 1978년 펀드수탁고가 1,000억을 돌파하며 펀드산업이 본격적으로 태동하였으며 1989년에서 KOSPI가 1,000선을 돌파하는 등 증시 호조에 힘입어 펀드가입자가 300만명을 돌파하는 1차 양적 성장기를 맞이한다. 이후 1998년 외환위기와 2000년대 초 IT버블 붕괴 등 시장의 부침에도 불구하고, 바이코리아 열풍과 적립식 펀드 열풍에 따라 뮤추얼펀드산업은 지속적으로 팽창하였다.

특히 2004년 이후 2008년 글로벌 금융위기 직전까지의 펀드성장기는 국내 펀드산업의 양적으로 뿐 아니라 질적으로 성장한 중요한 시기로 펀드 및 자산운용관련 산업이 본격적으로 자리잡은 시기라고 할 수 있다. 동 기간 펀드분석 및 성과평가, 레포팅 등 펀드정보에 대한 수요가 폭발적으로 증가하여 정보유통 채널 구축, 관련 IT인프라가 확대되며 펀드정보가 고도화되고 정보수요자에게 유통, 소비되기 시작했다. 특히 2004년 4월에 집합투자기구 평가회사 등록이 최초로 규제당국의 인가제로 시행되었다. 따라서 펀드정보에 대한

신뢰할만한 정보의 제공은 2004년 이후부터 제공되었다고 볼 수 있다.<sup>1)</sup>

펀드정보 활용을 위한 정보의 제공이 2000년대 중반 이후에서야 관리 및 활용되기 시작하였기 때문에 국내 공모펀드에 대한 10년 이상의 성과 및 장기시계열 분석에 대한 연구는 그동안 매우 제한적으로 이루어졌다. 본고는 장기적인 성과평가 관점에서 국내 펀드의 10년 이상의 장기간 성과를 살펴본다는 점에서 중요한 의의를 지닌다. 본 연구에서는 주식형 펀드 전체를 위시하여 액티브 펀드와 패시브 펀드의 비교, 각 세부유형별 장기성과 비교를 수행하였다. 더불어 자산운용사의 10년 이상 성과를 추적하여 운용사별로 성과비교를 병행하였고, 지난 10년 이상의 펀드매니저 경력에 있는 대표 매니저의 성과를 추가적으로 분석했다. 이를 통해 그간 일부 논문이나 레포트에서 파편적으로 확인되었던 국내 주식형 공모펀드의 장기 성과와 위험조정성과, BM대비 성과를 일목요연하게 집계하고 분석하여 국내 펀드 및 운용사, 펀드매니저에 대한 역사적 성과비교 결과를 포괄적으로 보고하였다.

본고의 구성은 다음과 같다. 1장 서론에 이어, 2장에서

\* 성균관대학교(E-mail: ykpark@skku.edu)

\*\* 성균관대학교(E-mail: wonssing@skku.edu)

1) 금융감독원, 집합투자기구평가회사의 2009년중 영업실적(잠정), 2010.3.29., 보도자료.



국내 공모 주식형 펀드의 유형별 성과를 비교분석하고, 세부적으로 패시브 내 인덱스 펀드와 ETF 비교분석 및 액티브 펀드의 유형별 성과를 추가적으로 분석했다. 3장에서는 운용사별 장기성과 비교를 통해 장기적으로 우수한 성과를 보이는 운용사의 특성을 알아보고

4장에서 추가적인 심층분석을 통해 10년이상 장기성과를 보유한 우수매니저의 성과를 분석한다. 또한 각 구성별로 이론적 배경 및 선행연구를 추가적으로 검토하여 데이터의 설명력을 뒷받침한다.

## [ 2 ] 펀드 유형별 분석

### 2.1 패시브와 액티브 펀드성과 비교

대표적 위험자산인 주식의 자산운용 방식을 크게 2개로 분류하자면 패시브 운용방식과 액티브 운용방식이 존재한다. 액티브 운용이란 펀드매니저 등 전문가가 개별 종목의 강점과 약점을 분석하여 시장 평균을 초과하는 수익률을 창출하는 것을 목적으로 한다. 반면, 패시브 운용은 시장 지수를 추종하여 시장 수준의 수익률을 추구하는 운용스타일이다. 액티브 펀드와 패시브 펀드의 우위에 관한 논쟁은 뮤추얼 펀드의 태동이후 끊임없이 논의되는 주제다. Daniel, Grinblatt, Titman, and Wermers(1997) 등은 뮤추얼 펀드가 벤치마크지수에 비해 우월한 성과를 보인다고 보고한 반면, Carhart(1997), Cremers and Petajisto(2009) 등은 저조한 위험조정성과 및 초과성적을 나타낸다고 보고하는 등 액티브 펀드와 패시브 펀드의 초과성적에 대한 주제는 학계에서도 꾸준히 논쟁이 되는 주제다. 다만 최근 뮤추얼펀드의 성과에 대한 여러 연구결과는 액티브 펀드의 평균적인 성과가 Jensen-alpha, Fama-French 3요인 모형 및 Carhart 4요인 모형등을 이용하여 측정할 경우에 전반적으로 시장지수 및 인덱스 펀드에 비해 우월한 성과를 나타내지 못한다고 보고하고 있다.

일반적으로 액티브 펀드는 패시브 상품과 비교하면 운용비용 및 보수가 상대적으로 많이 발생하는 구조이고, 이는 장기적인 순수익률을 악화시키는 요인이 될

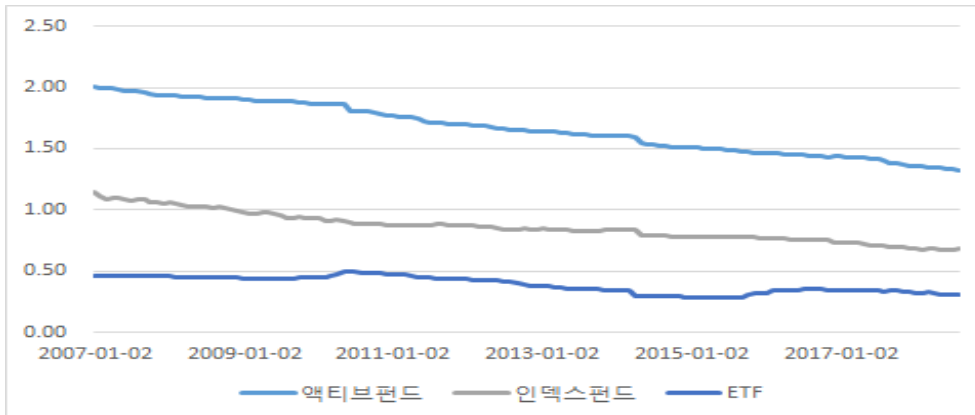
수 있다. 따라서 높은 보수가 정당화되기 위해서는 시장대비 초과성적을 추구하는 액티브 펀드가 상대적으로 높은 성과를 기록했을 것으로 기대되나, 액티브 펀드시장 전체의 관점에서 보면 초과성적이 발생한 펀드(성과우수 펀드)와 초과성적이 발생하지 않는 펀드(성과저조 펀드)의 성과가 종합적으로 상쇄되는 결과를 나타내기 때문에 액티브 전체의 누적성과가 인덱스 펀드에 비해 순수익률이 낮을 것으로 보인다.

실제 액티브 펀드와 패시브 펀드의 총보수를 비교해 본 결과, 인덱스 펀드나 ETF는 액티브 펀드에 비해서 운용보수가 낮다. 일반적인 액티브 펀드가 연 1.5~2.0% 정도의 운용보수를 받는 반면, 인덱스 펀드 운용보수는 연 1% 이하이고 ETF는 연 0.50%이하로 운용되고 있다. 따라서 이들 패시브 펀드에 투자하면 액티브 펀드에 투자하는 것보다 처음부터 연 1%~1.5%를 절감하고 들어간다고 볼 수 있다. 단기적인 보수차이는 유의미하지 않은 것 같지만, 장기투자로 갈수록 이러한 운용보수의 차이는 성과의 차이로 이어진다. 예를 들어 연금형 펀드에 20년 간 투자한다고 할 때 매년 발생하는 1~1.5%의 차이는 그냥 단순 계산해도 총 20~30%다. 여기에 복리효과까지 고려한다면 그 차이는 22.0~34.7%까지 벌어진다.

따라서 시장수준의 성과를 추구하는 패시브 펀드의 투자스타일이 정보탐색비용 및 거래비용 측면에서 보다 강점을 가진다고 볼 수 있고, 이러한 패시브 펀드의 특성이 총보수를 절감시키는 요인이라고 할 수 있다.<sup>2)</sup>

2) 반주일, 김성신, 권세훈, (2016)

〈그림 1〉 액티브 및 패시브 펀드의 보수추이



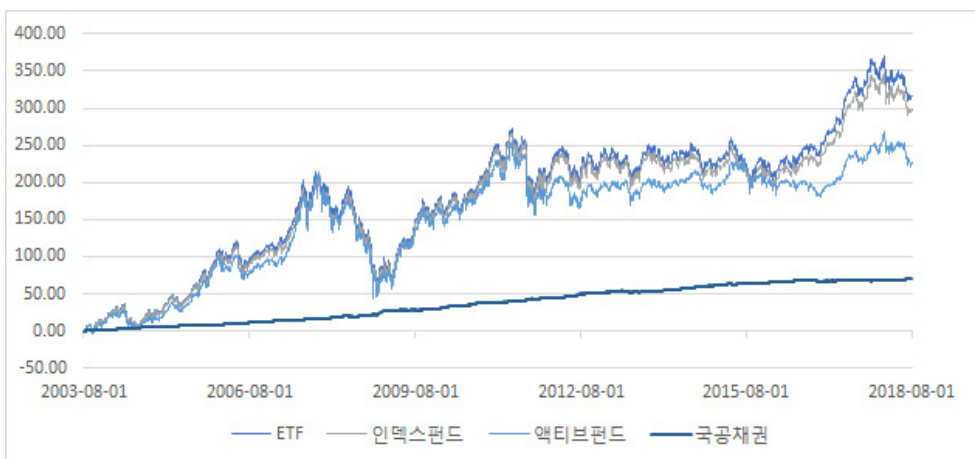
실제로 국내 액티브 펀드와 인덱스 펀드의 성과를 보면, 액티브 펀드는 지난 10년간 평균 40.05%의 성과를 기록한데 반해, 인덱스 펀드는 평균 64.39%를 기록하여 인덱스 펀드가 상대적으로 높은 성과를 기록했다. 이를 통해 전체 액티브 펀드의 수익률에 비해서 인덱스 펀드나 ETF 수익률이 높다는 것을 알 수 있다. 투자기간을 확장하여 15년 누적성적을 보아도 액티브 펀드의 누적성적은 226.33%로 인덱스 펀드와 ETF의 15년 누적성적을 하회하고 있다. 2001년 1월부터 2018년 7월까지 16.6년동안 월평균수익률을 보면 액티브 펀드와 패시브 펀드의 성과차이가 연환산 수

률로 약 1.02%p 정도로 이는 대략 패시브 펀드와 액티브 펀드 간 수수료 차이와 비슷하다. 따라서 장기적인 투자관점에서 보수 및 운용비용이 주는 순수익률의 악화로 인해 많은 투자자들이 액티브 펀드를 외면하고 패시브 펀드를 선택하는 것이 합리적인 선택으로 해석된다.

국내 액티브 펀드와 인덱스 펀드의 KOSPI200 대비 초과성적을 보면, 액티브 펀드의 순수익률은 지난 10년간 KOSPI200을 0.58%p 하회한데 반해, 인덱스 펀드와 ETF의 순수익률은 각각 1.73%, 2.05%를 상회한다. 이는 선행연구와 유사하게 액티브 펀드의 집합성적이

〈그림 2〉 액티브 및 패시브 펀드 장기성과 추이(최근 15년)

기간 : 2003.08-2017.07, 단위 ; %





〈표 1〉 액티브 및 패시브 펀드의 기간별 운용성과

기준일 : 2018.7월말, 단위 :%, 괄호안은 연환산성과임

구분		운용성과				
		액티브 펀드	패시브 펀드		시장	
			인덱스 펀드	ETF	KOSPI200	통안채(1년)
투자 기간별 누적 수익률	1년	-3.23 (-3.23)	-3.66 (-3.66)	-3.65 (-3.65)	-5.45 (-5.45)	1.63 (1.63)
	3년	2.64 (0.87)	27.06 (8.31)	29.05 (8.87)	21.76 (6.78)	4.87 (1.6)
	5년	12.78 (2.43)	27.49 (4.98)	30.38 (5.45)	19.94 (3.7)	10.55 (2.03)
	10년	40.05 (3.43)	64.39 (5.10)	68.21 (5.34)	45.72 (3.84)	33.51 (2.93)
	15년	226.33 (8.20)	297.73 (9.64)	318.8 (10.02)	225.01 (8.17)	65.88 (3.43)
월평균수익률(연환산)		9.57	10.59	11.65	9.18	3.57
월표준편차(연환산)		17.89	18.89	18.54	19.00	0.59

- ※ 액티브 펀드는 일반주식, 중소형주식, 배당주식, 기타 주식, 섹터주식임
- ※ 인덱스 펀드는 ETF를 제외한 KOSPI200을 추종하는 펀드, ETF는 KOSPI200을 추종하는 ETF 성과임
- ※ 유형 분류는 한국펀드평가 분류체계를 준용함
- ※ 유형별 수익률은 순자산가중 시간가중 수익률(Value Weight), 보수 차감 후 수익률(Net Return)을 사용함

〈표 2〉 액티브 및 패시브 펀드의 시장대비 초과수익률(연환산)

기준일 : 2018.7월말, 단위 : %

구분		KOSPI200 초과성과		
		액티브 펀드	패시브 펀드	
			인덱스 펀드	ETF
평균 초과수익률	1년	2.22	1.79	1.80
	3년	-6.83	1.74	2.37
	5년	-1.47	1.47	2.01
	10년	-0.58	1.73	2.05

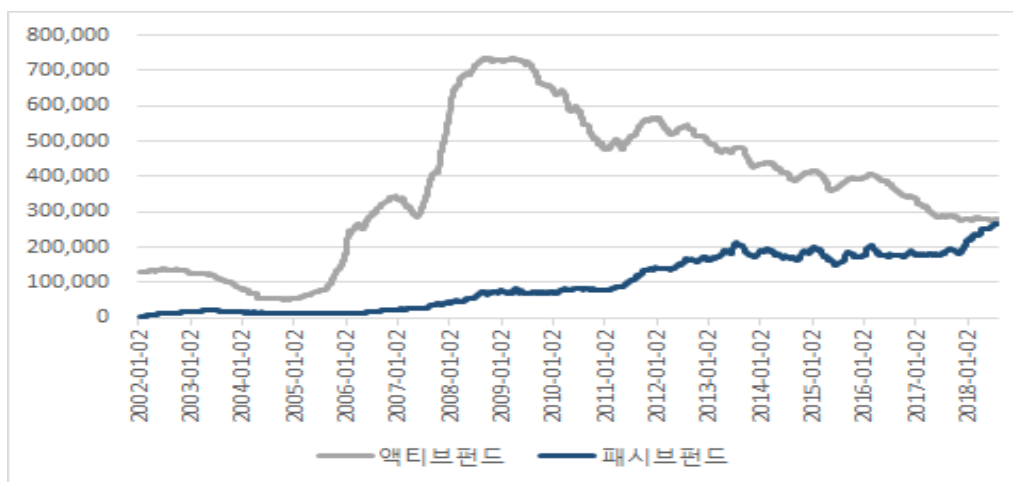
- ※ 액티브 펀드는 일반주식, 중소형주식, 배당주식, 기타 주식, 섹터주식임
- ※ 인덱스 펀드는 ETF를 제외한 KOSPI200을 추종하는 펀드임
- ※ ETF는 KOSPI200을 추종하는 ETF 성과임
- ※ 유형 분류는 한국펀드평가 분류체계를 준용함
- ※ 유형별 수익률은 순자산가중 시간가중 수익률(Value Weight), 보수 차감 후 수익률(Net Return)을 사용함

총수익률 측면에서 벤치마크를 상회하지만, 순수익률 측면에서 벤치마크를 하회한다고 보고된 내용과 유사하다. (Gruber, 1996; Fama and French, 2010)

〈그림 3〉은 2002년 이후 지난 15년 동안 액티브 펀드 및 패시브 펀드의 설정 규모가 각각 어떻게 변해왔는지를 그래프로 나타낸 것이다. 이 차트에서 알 수

### 〈그림 3〉 액티브 및 패시브 펀드의 설정액 추이

2001.01~2018.07, 단위 : 억원



있듯이 2008년까지는 액티브 펀드와 패시브 펀드 모두 그 규모가 증가했지만, 글로벌 금융위기가 진정된 이후 주식시장이 장기 횡보 국면에 접어들자 액티브 펀드의 설정액은 상당히 빠르게 줄어들었다. 특히 2004년까지 액티브 펀드는 10조원을 하회하였으나, 펀드 투자열풍이 불었던 2008년까지 약 70조원을 초과하기도 하며 국내 펀드시장의 양적성장을 견인했다. 하지만 2008년 금융위기 이후 지속적으로 설정액이 감소하며 2018년에는 30조원을 하회하였다. 반면 패시브 펀드의 설정액은 상대적으로 안정되게 늘어났다. 이처럼 국내 주식형 공모펀드 시장이 성숙기를 겪고 초과성적을 창출하기 위한 투자여건이 어려워지며, 패시브 전략을 추구하는 펀드의 설정액이 급증하고 있고, 반대로 액티브 전략을 추구하는 펀드들의 설정액은 감소세가 이어지고 있는 것으로 보인다.

## 2.2 액티브 내 유형별 성과비교

패시브 펀드의 수익률이 액티브 펀드의 그것보다 낫다는 사실을 앞에서 살펴보았다. 그러나 액티브 펀드에 투자하는 것이 비합리적인 투자행태라고 단순하게 결론짓는 건 성급한 일이다. 우리가 위에서 비교한 것은 액티브 펀드시장 전체의 평균수익률이다. 즉,

유의미한 초과성적을 내는 펀드와 그렇지 않은 펀드들이 혼재하고 있어 평균적으로 초과성과는 제로로 수렴할 가능성이 매우 높다. 따라서 이러한 평균 수치를 근거로 해서 액티브 펀드가 패시브 펀드보다 못하다고 일률적으로 매도하는 것은 통계적 오류이며, 시장에서 주가지수 이상의 초과 수익을 거둘 수 있는 기회를 놓쳐버리는 성급한 판단일 수 있다. 액티브 펀드에 대한 설정액이 급감하는 양상을 보이지만 공모 주식형 펀드에서 차지하는 비중은 여전히 무시할 수 없는 수준으로 절대적인 수치가 낮다고 볼 수 없다. 또한 액티브 펀드에도 여러 가지 다른 유형의 펀드가 존재하며 그 유형에 따라 성과도 다르게 나타난다. 또한 우수한 운용사나 우수한 펀드매니저가 운용한 액티브 펀드를 구분해서 성과를 분석해 보면, 아주 다른 결론에 도달하게 된다.

우선 <표 3>이나 <그림 4>에서처럼 액티브 펀드의 유형별 성과와 패시브 펀드의 수익률을 견주어보자. 액티브 펀드 중 가장 큰 비중을 차지하는 일반주식형의 성과는 패시브 펀드에 미치지 못했지만, 중소형주식형과 배당주식형은 인덱스 펀드나 ETF 같은 패시브 펀드보다 훨씬 높은 성과를 기록했음을 알 수 있다. 지난 10년 간 투자를 기준으로 볼 때 중소형 주식형의 누적수익률은 93%이고 배당주식형은 누적수익률



〈표 3〉 액티브 및 패시브 펀드 세부유형별 운용성과 비교

기준일 :2018.7월말, 단위 :%

구분		운용성과					
		액티브 펀드				패시브	시장
		전체	일반주식	중소형 주식	배당주식	인덱스 펀드	KOSPI200
투자 기간별  누적 수익률	1년	-3.23 (-3.23)	-4.72 (-4.72)	-0.87 (-0.87)	-4.97 (-4.97)	-3.66 (-3.66)	-5.45 (-5.45)
	3년	2.64 (0.87)	0.35 (0.12)	-14.06 (-4.93)	12.25 (3.93)	27.06 (8.31)	21.76 (6.78)
	5년	12.78 (2.43)	10.67 (2.05)	20.89 (3.87)	33.7 (5.98)	27.49 (4.98)	19.94 (3.7)
	10년	40.05 (3.43)	34.33 (2.99)	93.09 (6.8)	82.42 (6.2)	64.39 (5.1)	45.72 (3.84)
	15년	226.33 (8.2)	218.16 (8.02)	547.06 (13.26)	386.87 (11.13)	297.73 (9.64)	225.01 (8.17)
투자 기간별  누적 BM초과 수익률	1년	2.22 (2.22)	0.73 (0.73)	-1.33 (-1.33)	2.62 (2.62)	1.80 (1.8)	
	3년	-19.12 (-6.83)	-21.41 (-7.71)	-14.77 (-5.19)	6.84 (2.23)	5.3 (1.74)	
	5년	-7.16 (-1.48)	-9.28 (-1.93)	11.27 (2.16)	27.44 (4.97)	7.54 (1.47)	
	10년	-5.67 (-0.58)	-11.40 (-1.20)	63.26 (5.02)	66.06 (5.2)	18.67 (1.73)	
	15년	1.31 (0.09)	-6.85 (-0.47)	376.73 (10.97)	223.7 (8.15)	72.72 (3.71)	
월평균수익률		9.57	9.51	15.03	13.96	10.59	9.18
승률(0이상)		0.57	0.56	0.55	0.62	0.59	0.59
월표준편차		17.89	18.31	21.03	17.47	18.89	19.00

※ 전체는 기타 주식, 섹터주식 포함

※ 인덱스 펀드는 KOSPI200을 추종하는 ETF가 아닌 펀드임

※ 유형 분류는 한국펀드평가 분류체계를 준용함

※ 유형별 수익률은 순자산가중 시간가중 수익률(Value Weight), 보수 차감 후 수익률(Net Return)을 사용

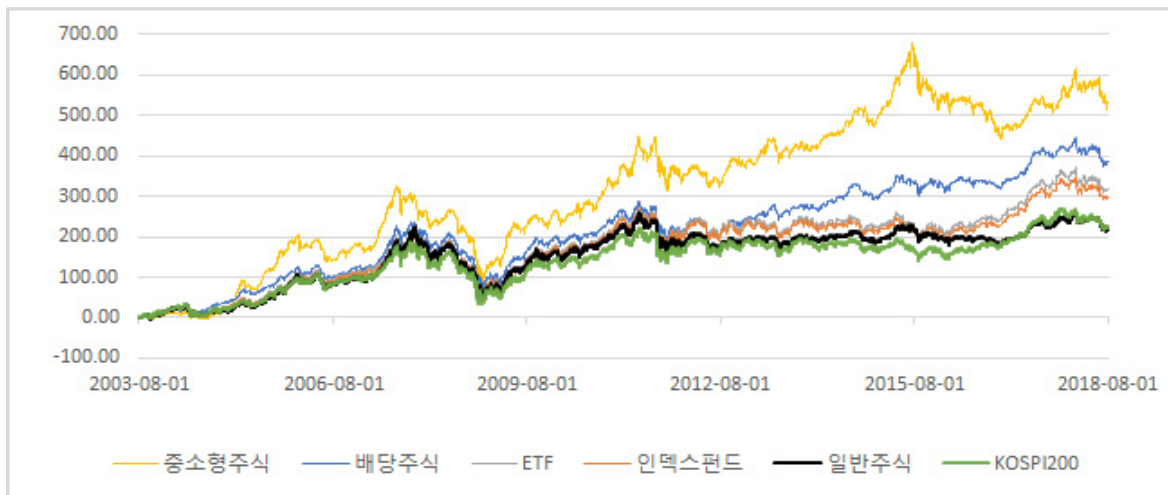
82%를 기록했다. 따라서 이들의 수익률은 인덱스 펀드 누적수익률 64%를 큰 차이로 이기고 있다. 즉, 액티브 전체로 보지 말고 유형별로 분류해 보면 액티브 펀드에 투자할 때 펀드 유형만 잘 선택해도 충분히 지수를 이길 수 있음을 알 수 있다.

지난 15년간 액티브 펀드의 성과를 다시 유형별로 나누어 좀 더 자세히 살펴보면 장기적으로 일반주식형

보다 중소형주식이 높은 누적수익률을 기록해왔고 배당주펀드도 중소형에 못지않게 높은 수익률을 기록했다. 중소형주식이 장기적으로 더 높은 수익률을 가져다준 것은 이론적으로도 매우 타당하다. 미국의 경우도 역사적으로 중소형주 수익률이 대형주 수익률보다 꾸준히 높았으며, 이는 중소형 주식의 위험이 대형주보다 높기 때문에 이에 대한 위험보상(risk pre-

〈그림 4〉 액티브 및 패시브 펀드 세부유형별 성과 추이(15년)

단위 :%



mium)으로 추가 수익률이 지불되기 때문이다.

그러나 일반주식형의 경우 평균 수익률 면에서 패시브 펀드인 인덱스 펀드에 크게 뒤떨어지는 성과를 보이고 있다. 일반주식형은 10년 누적성도가 34.33%로 인덱스 펀드를 약 30%p 하회하고 있다. 때문에 여전히 액티브 펀드의 성과가 패시브 펀드보다 못하다는 얘기들을 하는 것도 무리는 아니다.

이제 〈그림 5〉에서 여러 가지 유형의 펀드에 대한 연도별 성과를 살펴보자. 국내 시장에서는 2005년 바이오와 소형주 강세로 인해 중소형주가 각광을 받은 이래 비교적 최근인 2014년과 2015년에 중소형주식의 성과는 뛰어났다. 2014년~2015년은 KOSPI가 지루하게 횡보하는 구간이었다. 지수가 중장기적으로 횡보했다는 것은 지수에 큰 영향을 미치는 대형주의 주가에 두드러진 변화가 없었다는 뜻이다. 전체 시장에는 큰 변화가 없었지만 그 와중에도 개별 섹터나 테마에 따라 수익을 내는 주식들이 있었고, 특히 이 기간에는 바이오헬스 섹터가 중소형주 수익률을 견인했다. 그러나 바이오헬스의 상승이 거품을 형성한 후 조정을 받고 미국의 경기회복으로 수출 관련 대형주가 다시 각광을 받으면서 2016년~2017년에는 대형주의 수익률이 중소형주를 능가하는 현상이 나타났다. 이처럼 주식시장 사이클을 보다 세분하여 유심히

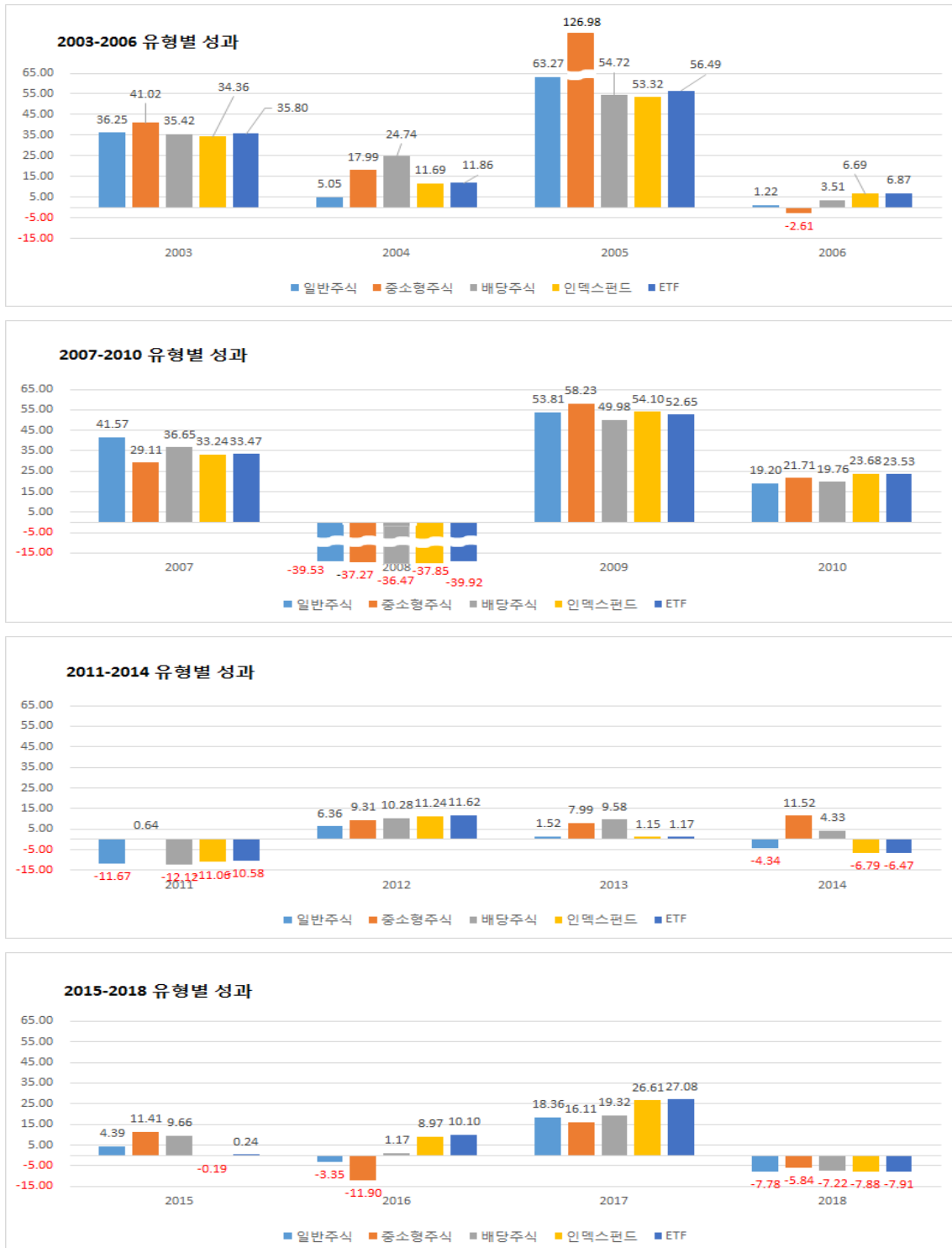
들여다보면 대형주가 주도하는 장세도 있고 중소형주가 유리한 장세도 펼쳐지곤 한다. 또한, 성장주가 시장을 주도하는 기간도 있고, 반대로 가치주가 각광을 받는 기간도 나타난다. 그러므로 2~3년 동안 성과가 우월했던 펀드가 갑자기 하위 펀드로 전략하는 경우에는 여러 가지 이유가 있지만, 기존의 펀드 운용 스타일이 변화된 시장 상황에 어울리지 않아서인 경우가 가장 흔하다. 즉 성격상 대형성장주를 좋아하고 깊이 연구해서 그걸 잘 알며 익숙해진 펀드매니저라면, 대형주를 중심으로 지수가 상승하는 구간에서는 당연히 자신의 장점을 살려 좋은 성과를 내다가, 중소형 가치주가 주도하는 시장으로 상황이 바뀌면 고전하게 되는 것이다.

시장은 늘 변한다. 이것만큼은 확실하기 때문에 액티브 펀드매니저는 이런 변화에 빨리 적응하거나, 아니면 아예 시장 변화를 따라가지 말고 장기적인 안목으로 자기 스타일을 고수하면서 때를 기다려야 한다. 이 둘 중에 하나만 잘해도 된다는 얘기지만, 현실적으로는 이 두 가지 모두 쉽진 않다. 그렇기 때문에 중장기적으로 꾸준히 좋은 성과를 내는 펀드나 펀드매니저는 소수에 불과하고, 액티브 전체적으로 패시브를 언더퍼폼하는 경향이 비교적 뚜렷한 것으로 보인다.



〈그림 5〉 액티브 및 패시브 펀드 세부유형별 연도별 성과

기간 : 2003.01 ~ 2018.07, 단위 : %



### 2.3 액티브 펀드 성과별 비교

이번에는 액티브 펀드 운용사 중 상위 50%나 25%에 해당하는 운용사들의 성과와 패시브 펀드 및 벤치마크인 KOSPI200 지수의 성과를 비교해보자. 아래 <그림 6>을 보면 액티브형 펀드의 절반이 넘는 상위 50% 정도가 인덱스 펀드나 KOSPI200지수에 비해서 우월한 성과를 거두었음을 알 수 있다. 따라서 투자자가 조금만 주의해서 액티브 펀드를 선택한다면, 액티브 펀드 투자로도 충분히 패시브나 시장지수보다 높은 성과를 거둘 수 있는 것이다.

<표 4>는 액티브 펀드의 성과에 따라 상위 25%와 상위 50% 집단을 대상으로 성과를 산출하여 패시브 펀드 및 KOSPI200과 비교한 것이다. 지난 10년의 기간 동안 상위 25%에 속하는 액티브 펀드의 수익률(93.68%)은 벤치마크인 KOSPI200의 수익률(45.72%)을 무려 2배 이상 압도적으로 능가했다. 또한 패시브 펀드인 인덱스 펀드에 비해서도 30%p나 높은 성과를 달성했다. 액티브 펀드 중 중간수준 이상의 펀드(상위 50%)를 선택했을 경우도 최근 10년간

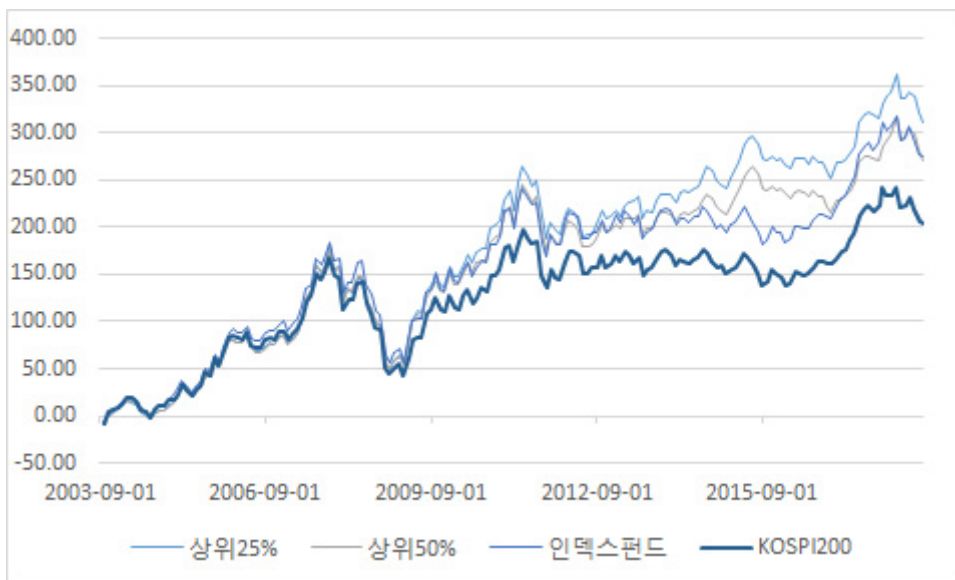
KOSPI200이나 인덱스 펀드보다 각각 28% 및 10% 더 높은 수익률을 보이며 인덱스 및 시장을 아웃퍼폼(outperform)했다는 결과를 보여준다. 즉 액티브 펀드의 전체성과는 초과성과를 창출하는 펀드와 그렇지 않은 펀드들이 모두 합산(aggregate)되어 액티브 전체성과는 평균적으로 인덱스 펀드를 하회하는 성과를 나타내고 있으나, 세부적으로 집단을 구분하여 보면 액티브 펀드가 패시브 펀드보다 열위에 있다고 보기 어렵다.

즉, 액티브 펀드가 전반적으로 패시브 펀드를 하회하는 현상은 고봉찬, 김진우(2011)에서 지적한 바와 같이 펀드매니저와 같은 정보분석 및 수집에 우위가 있다고 여겨지는 전문적인 투자자(sophisticated investor)도 초과성과를 창출하기 어려울 정도로 국내 주식시장이 효율적이라는 의미일 수도 있다. 그러나 이는 액티브 펀드의 성과를 결정짓는 핵심요인들에 대한 고려 없이 단순히 연구표본으로 선택된 펀드들의 평균적인 성과만을 비교한 결과일 수도 있다.

단순성과가 아닌 위험조정성과를 세부적으로 살펴본 결과, 포트폴리오의 총위험 대비 무위험초과성과를

<그림 6> 액티브 펀드 내 상위 25% 및 상위 50% 펀드와 인덱스 펀드 누적성과 비교

기간 : 2003. ~ 2018.07/, 단위 : %





〈표 4〉 액티브 펀드 내 상위펀드 누적성과

기준일 : 2018.7월말, 괄호안은 연환산수익률임, 단위 : %

구분		액티브 펀드 상위 펀드 성과 비교			기타	
		전체	동일가중		인덱스 펀드 <sup>1)</sup>	KOSPI200
			상위25%	상위50%		
투자 기간별 누적 수익률	1년	-3.23 (-3.23)	-2.56 (-2.56)	-1.52 (-1.52)	-3.66 (-3.66)	-5.45 (-5.45)
	3년	2.64 (0.87)	6.29 (2.05)	4.05 (1.33)	27.06 (8.31)	21.76 (6.78)
	5년	12.78 (2.43)	29.75 (5.35)	23.91 (4.38)	27.49 (4.98)	19.94 (3.7)
	10년	40.05 (3.43)	93.68 (6.83)	73.72 (5.68)	64.39 (5.10)	45.72 (3.84)
	15년	226.33 (8.2)	335.62 (10.31)	291.88 (9.53)	297.73 (9.64)	225.01 (8.17)

※ 유형 분류는 한국펀드평가 분류체계를 기준으로 함  
 유형별 수익률은 순자산가중 시간가중 수익률(Value Weight)  
 1) 인덱스 펀드는 KOSPI200 추종 인덱스 펀드 전체를 의미

측정하는 샤프비율의 경우, 액티브 전체의 최근 10년 샤프비율은 0.11에 불과해 인덱스 펀드의 0.21보다 낮은 위험조정성과를 보이고 있다. 하지만 상위 25%

및 50% 펀드를 기준으로 집계한 결과 샤프비율이 0.32 및 0.25로 크게 개선되었고, 인덱스 펀드의 샤프비율 0.21을 초과하는 성과를 보인다. 즉 단순수익률

〈표 5〉 액티브 펀드 내 및 인덱스 펀드 샤프비율 비교

기준일 : 2018.7월말, 괄호안은 연환산수익률임, 단위 : %

구분		액티브 펀드 상위 펀드 성과 비교			기타
		전체	동일가중		인덱스 펀드 <sup>1)</sup>
			상위25%	상위50%	
투자 기간별 누적 수익률	1년	-0.43	-0.37	-0.24	-0.40
	3년	-0.04	0.09	0.01	0.67
	5년	0.09	0.43	0.32	0.34
	10년	0.11	0.32	0.25	0.21
	15년	0.35	0.45	0.42	0.42

※ 유형 분류는 한국펀드평가 분류체계를 기준으로 함  
 ※ 유형별 수익률은 순자산가중 시간가중 수익률(Value Weight)  
 1) 인덱스 펀드는 KOSPI200 추종 인덱스 펀드 전체를 의미  
 ※ 무위험수익률은 통안채 1년 수익률을 적용함

비교 외에도 위험조정지표 측면에서도 액티브 펀드 상위펀드는 높은 성과를 보이고 있다.

종합적으로 볼 때, 평균적인 성과는 패시브 운용스타일이 액티브 운용스타일의 펀드의 성과를 초과하고 있고 액티브 펀드의 설정액은 감소하는 반면, 패시브 펀드의 설정액은 늘어나고 있다고 해서 액티브 펀드가 비효율적인 투자수단이며 액티브 펀드의 시대는 끝났다고 단정하는 것은 성급한 판단이다. 실제로 현재까지 액티브 펀드의 설정액은 여전히 패시브 펀드의 설정액을 소폭 초과하는 수준이고, 모든 액티브 펀드가 초과성과를 창출하지 못하는 것도 아니기 때문이다. 또한 투자스타일 측면에서도 유형 및 펀드별로 차별화된 성과를 보여주고 있어서 단순한 지수추종에 따른 패시브 펀드보다 투자스타일 다각화와 효율적 투자선을 확장하게 해주고 있으며 이를 통해 개별 투자자에게 보다 높은 효용을 제공해 줄 수 있다는 투자목적 상의 장점도 여전히 존재한다.

금융투자협회(2010)에 따르면 국내 개인투자자의 기대수익률은 역사적 평균 시장 수익률 및 기관투자자들의 기대수익률을 크게 상회한다고 보고되고 있다. 또한, 학계에서도 꾸준히 시장 이상현상(anomaly)이 보고되고 있는 만큼, 국내 시장도 여전히 완벽하게 효율적인 시장이라고 볼 수 없는 부분이 존재한다. 이를 반증하듯이 꾸준히 수탁고 1조 원 이상의 슈퍼스타 펀드가 등장하고 있고, 이는 액티브 펀드가 주는 간접투자로서의 효용이 존재한다는 것을 보여주는 결과라고 할 수 있다.

## 2.4 패시브 내 비교분석

### 1) 패시브 펀드 개요

패시브 투자란 펀드매니저의 판단에 의지하지 않고 시장에 수동적으로 맞추어 따라가는 지수추종 펀드들을 포괄적으로 가리키는 용어로, 시장이 효율적이어서 현재의 주가가 해당 기업의 가치를 적절히 반영하고 있다면, 저평가된 주식을 찾는 노력이 성공할 확률은 매우 낮아진다는 믿음에 근거한다. 주식투자는 은행예금이나 국채와 같이 안전한 자산과는 달리 투자위험이

높기 때문에 “Low risk, low return. High risk, high return.(위험이 낮으면 수익도 낮고, 위험이 높으면 수익도 높다.)”이라는 격언처럼 장기적인 수익률도 평균적으로 높다. 이는 역사적으로나 이론적으로 증명된 사실이다. 따라서 충분한 연구 분석 없이 개별 종목에 베팅하기보다는 주가지수 자체에 투자함으로써 주식시장의 평균수익률 정도를 기대한다면, 패시브 투자는 투입한 시간과 노력이 비해서 가성비가 높은 투자방안이라 할 수 있다.

분산투자 측면에서도 패시브 투자는 지수구성 상품을 편입하여 변동성을 낮춰주는 장점을 갖고 있다. 일반투자자가 주식시장에서 실패하는 가장 큰 이유 중 하나가 시장의 변동성을 견뎌내지 못하기 때문이다. 그런데 인덱스 펀드와 ETF는 이미 많은 종목에 분산되어 있는 포트폴리오이기 때문에 개별 종목에 투자하는 것보다 변동성이 훨씬 낮다. 그렇기 때문에 주가가 떨어질 때 투자자가 받는 스트레스나 두려움 역시 개별 종목에 비교할 수 없으리만치 낮다. 주가가 떨어지고 있을 때, 개별 종목에 대해서는 기다리면 주가가 다시 우상향하고 원금도 회복할 거라는 확신을 잃어버리기 쉽지만, 주가지수에 대해서는 그런 확신을 쉽사리 잃지 않는다. 지수의 하락폭도 대체로 개별 종목에 비해서 작고, 역사적으로 볼 때도 하락장을 참고 기다리면 회복될 것임을 알기 때문에 투자자로서 버티기가 훨씬 수월하다는 얘기다. 그러므로 인덱스 펀드나 ETF는 변동성을 낮추어줌으로써 투자자가 느긋하게 장기투자를 할 수 있도록 도와주고, 이에 따라 투자의 성공 가능성을 높여주는 상품이라고 할 수 있다.

앞서 2.1. 액티브 펀드와 패시브 펀드의 비교에서 알아본 바와 같이, 인덱스펀드나 ETF는 같은 펀드라도 일반펀드에 비해서 총보수가 크게 낮다. 특히 연금형 상품처럼 장기로 투자하는 경우에는 수익률에 미치는 영향이 제법 크다. 따라서 액티브 펀드를 선택할 때에는 주가지수보다 1~1.5% 이상의 초과수익률을 낼 수 있는 펀드인지를 따져봐야 한다. 만약 그런 믿음이 가지 않는다면 액티브 펀드보다 비용 면에서 유리한 패시브 펀드를 선택하는 편이 낫다.



〈표 6〉 인덱스 펀드와 ETF 비교

	인덱스 펀드	ETF
발행형태	수익증권	수익증권
납입형태	현금납입	CU단위로 설정 및 환매
추가발행	가능	가능
상장	상장 불필요	의무
환매	기준가로 정산	CU단위로 실물환매
시장거래	불가	거래가능
현금화 방법	환매	매매
보수	저렴	인덱스 펀드대비 저렴
투명성	대상지수 추적	보유내역 공시, TE, 상관계수 규제
유동성	LP없음	LP존재
투자전략	지수추종 + $\alpha$	지수추종

## 2) 인덱스 vs. ETF

국내에는 1990년 1월에 KOSPI200지수가 최초 출시됨에 따라 이후 KOSPI200을 추종하는 인덱스 펀드가 펀드시장에 최초로 선을 보이게 되었다. 이러한 인덱스 펀드는 국내 경제 성장에 따른 증시의 장기추세적인 상승이라는 믿음에 기반하며, 실제 기대수익률도 국내 경제 및 물가 상승률과 배당프리미엄에 근거한다. 인덱스 펀드의 투자목적은 지수추종에 따른 시장수준의 수익률 플러스 알파를 목적으로 하며 이러한 이유로 인덱스 펀드 운용에서 중요한 것은 적은 비용과 인력으로 주가지수를 추종하는 효율적 포트폴리오를 구축하는 것이다. 이러한 특성상 펀드매니저의 특성 및 초과요인보다는 포트폴리오 구성과 리밸런싱이 중요하며 거래수수료나 정보탐색비용이 적게 들도록 운용해야 한다.

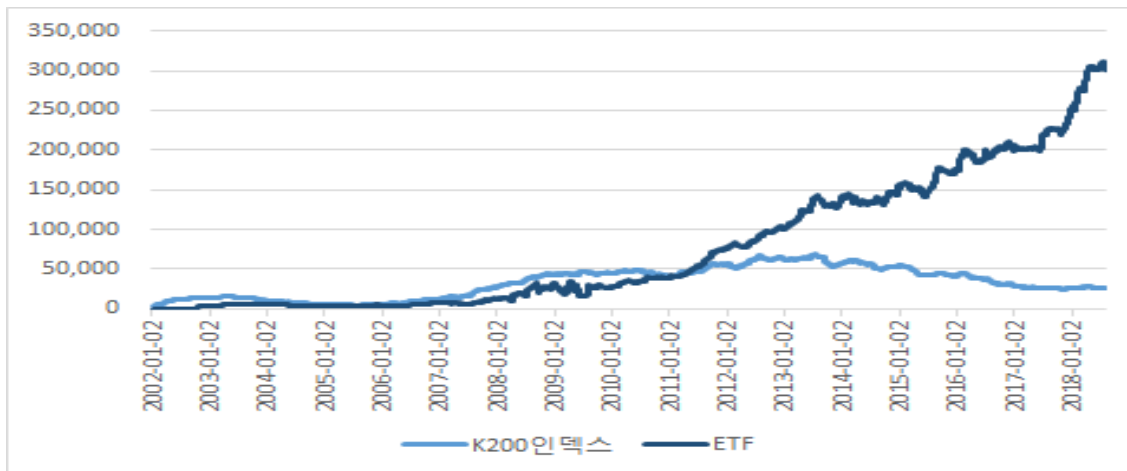
인덱스 펀드와는 달리 상장지수펀드인 ETF는 지수를 초과하는 수익률 ‘플러스 알파’를 추구하지 않으며 오직 ‘지수 복제하기’를 운용 목표로 삼는다. 그러므로 ETF의 경우 ‘트래킹 에러(추적오차)’를 최소화하여 얼마나 지수를 잘 추종하는가, 거래량이 풍부해서 매수와 매도 체결이 원활하게 이루어지는가, 등이 중요하다. 국내 최초 ETF는 2002년 10월 출시된 KODEX200이며, 지수를 추종한다는 투자목적 및

전략에서 인덱스 펀드와 유사하다고도 볼 수 있으나, 인덱스 펀드와 달리, 이를 거래소에서 상장하여 주식거래와 같이 장내에서 매매가 가능하여 유동성을 추가적으로 제고하고 있다. 즉, 인덱스 펀드는 투자자에게 귀속되는 자산증식은 기준가에 의해 결정되고 환매요청에 따라 펀드가 해지되는 반면, ETF는 장중 거래에 따라 귀속되는 가치가 정해지고, 실물주식의 이동없이 매매에 따라 환금성이 담보된다.

이처럼 패시브 펀드의 두 축은 인덱스 펀드와 ETF라고 할 수 있는데, 국내 인덱스 펀드 시장은 2006년부터 본격적으로 성장하기 시작하여 2008년 금융위기 기간 오히려 설정액이 상승하는 등 투자자들의 변화된 투자인식을 반영한다. 그러나, 2011년 설정액 5조원 초과를 정점으로 인덱스 펀드는 점차 설정규모가 줄어가고 있고, 이와 반대로 ETF의 설정액은 급속도로 증가하는 양상을 보이고 있다. 이는 투자상품으로서 ETF에 대한 장점을 투자자들이 인식하기 시작했고, 기관투자자 등 대형기관을 중심으로 ETF를 활용한 자산운용의 효율성과 자산배분의 용이성, 자금관리의 편의가 보장되었기 때문으로 보인다. 이를 반영하듯 ETF는 2013년 이후 설정액 10조원을 넘어섰으며 이후 큰 폭의 양적성장을 견인하며 2013년 10조원 초과 이후 5년만에 설정액 30조원으로 폭발적인 성장에

〈그림 7〉 인덱스 펀드와 ETF 설정액 추이

단위 : 억원



성공한다.

이처럼 인덱스 펀드와 ETF의 설정액의 증가 추이의 차별성은 인덱스 펀드와 ETF가 서로 성격이 유사한 대체상품으로 인식되는데 반해, ETF의 운용보수가 인덱스 펀드보다 저렴하고 중도환매 수수료도 없을뿐더러 주식계좌만 있으면 쉽게 사고 팔 수 있는 등 투자의 편이성도 높기 때문에 일어나는 현상으로 해석된다.

## 2) 인덱스 펀드 성과비교 분석

인덱스 펀드나 ETF의 경우, 지수를 추종하는 상품 본연의 성격 때문에 펀드의 성과는 주가지수의 수익률

과 크게 다르지 않다. 다만, 인덱스 펀드의 경우 주가지수를 구성하는 종목 가운데 수익률이 보다 나올 것으로 예상되는 종목에는 원래 지수 구성의 투자 비중(시가총액 비중)보다 비중을 높여 초과수익(이를 흔히 ‘플러스 알파’라고 부름)을 추구하기 때문에, 시간이 지남에 따라 성과의 편차가 제법 크게 나타날 수 있다.

즉, 공모 인덱스 펀드의 전략이 일반적으로 Enhanced Index라는 점을 고려한다면, 공모 인덱스 펀드가 BM 이외의 종목편입 보다는 BM 내에서 비중 조절을 통해 초과성과를 거두는 운용전략임을 의미한다. 실제로 인덱스 펀드의 시장별 포트폴리오 구성비를 보면 대부분의 자산을 KOSPI200에서 운용하고 있다. 다시 말하

〈표 7〉 인덱스 펀드 연간 포트폴리오 구성비

단위 : %

구분	포트폴리오 구성		
	KOSPI200	KOSPI <sup>1)</sup>	KOSDAQ
2013년	98.24	1.73	0.03
2014년	99.74	0.22	0.04
2015년	98.90	0.98	0.12
2016년	98.83	1.10	0.07
2017년	98.08	1.79	0.13
2018년	98.79	1.17	0.04



면, off-BM내에서 적극적인 종목편입이 아닌 BM내에서 비중조절을 통한 운용스타일을 견지하고 있다.

### 1) KOSPI는 KOSPI종목 내에서 KOSPI200종목을 제외한 비중을 의미함

〈표 8〉은 지난 10여 년간 KOSPI200을 추종하는 다양한 인덱스 펀드의 누적 초과수익률을 비교한 것이다. 대체로 인덱스 펀드들은 (10년 투자 기준으로 볼 때) 벤치마크인 KOSPI200보다 연 평균 1.39% 높은 수익률을 기록하고 있는데, 이는 상당 부분 배당 수익 때문이라고 보면 된다. (인덱스 펀드 수익률과는 달리 주가지수 수익률을 계산할 때는 배당수익이 포함되지 않는다.) 그러나 상위 5개사 및 10개사의 누적 초과수익률은 지난 10년간 연 평균 2.72%와 2.08%로, 이 기간 중 배당수익률 평균 1.32%를 제하고도 KOSPI200을 의미 있게 초과하는 수익을 낸 셈이다.

또한 특징적인 점은 인덱스 펀드이기 때문에 각 운용사별 펀드운용 성과가 유사할 것이라는 예상과 달리, 누적초과수익률이 매우 다양하게 분포하고 있어, 동일한 인덱스 유형 내에서도 운용전략이 다소 상이한 것으로 나타나고 있다. 즉, 앞서 언급한 바와 같이 인덱스 펀드가 단순히 지수추종만을 목적으로는 완전복제 전략이 아니라, 초과성과를 추가적으로 추구하는 인덱스 +  $\alpha$  전략으로 운용되기 때문이고, 이러한 전략이 각 운용사별로 활발하게 적용되고 있는 것으로 보인다.

특히 이들 인덱스 펀드의 우수 운용사 Top 5 가운데 DB, 대신, 교보약사, 동양 등 4개가 보험사를 소유하고 있거나 과거에 소유했던 금융그룹계열의 자산운용사라는 점이 눈길을 끈다. 이는 보험사들이 주식시장에서 낮은 변동성과 '장기' '안정' 수익을 추구하기 때문이다. 그런 성향을 지닌 보험사의 자산을 운용해온

〈표 8〉 인덱스 펀드 내 상위펀드 누적초과성과

기준일 : 2018.7월말, 괄호안은 연환산수익률임, 단위 : %

운용사		누적수익률				
		1년	3년	5년	10년	15년
BM 초과						
상위 10개사	DB자산	2.02 (2.02)	4.93 (1.62)	8.69 (1.68)	41.50 (3.53)	-
	대신	3.35 (3.35)	9.15 (2.96)	14.5 (2.75)	36.30 (3.15)	-
	교보약사	2.36 (2.36)	6.74 (2.20)	9.93 (1.91)	28.87 (2.57)	-
	유진	3.03 (3.03)	6.16 (2.01)	10.96 (2.1)	23.86 (2.16)	-
	동양	1.14 (1.14)	7.24 (2.36)	10.83 (2.08)	23.57 (2.14)	-
평균	상위 5개사	2.38 (2.38)	6.85 (2.23)	10.98 (2.11)	30.82 (2.72)	-
	상위 10개사	1.92 (1.92)	6.05 (1.98)	8.68 (1.68)	22.91 (2.08)	70.46 (3.62)
	전체 평균 <sup>1)</sup>	1.32 (1.32)	4.26 (1.4)	6.48 (1.26)	14.78 (1.39)	48.46 (2.67)

1) 전체 평균은 상위 운용사와 하위 운용사를 비교하려는 목적으로 인덱스주식 운용사별 누적수익률을 단순 평균한 수치임

〈표 9〉 인덱스 펀드 내 상위펀드 누적성과

기준일 : 2018.7월말, 괄호안은 연환산수익률임, 단위 : %

운용사		누적수익률				
		1년	3년	5년	10년	15년
누적수익률						
상위 5개사	DB자산	-3.43 (-3.43)	26.69 (8.21)	28.64 (5.17)	87.23 (6.47)	-
	대신	-2.10 (-2.10)	30.91 (9.39)	34.45 (6.10)	82.03 (6.17)	-
	교보약사	-3.09 (-3.09)	28.50 (8.72)	29.87 (5.37)	74.59 (5.73)	-
	유진	-2.42 (-2.42)	27.92 (8.55)	30.9 (5.53)	69.59 (5.42)	-
	동양	-4.32 (-4.32)	29.00 (8.86)	30.77 (5.51)	69.29 (5.41)	-
평균	상위 5개사	-3.07 (-3.07)	28.6 (8.75)	30.93 (5.54)	76.54 (5.85)	-
	상위 10개사	-3.53 (-3.53)	27.71 (8.49)	28.62 (5.16)	68.64 (5.36)	295.47 (9.60)
	전체평균 <sup>1)</sup>	-4.13 (-4.13)	26.01 (8.01)	26.42 (4.8)	60.50 (4.84)	273.47 (9.18)

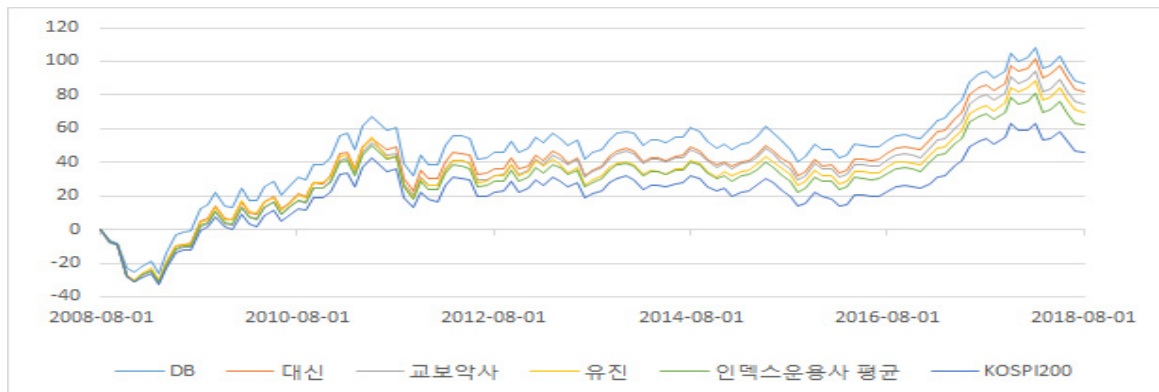
1) 전체 평균은 상위 운용사와 하위 운용사를 비교하려는 목적으로 인덱스주식 운용사별 누적수익률을 단순 평균한 수치임.

계열 자산운용사들이 인덱스 펀드 운용의 시스템 투자와 경험을 쌓아온 결과로 보인다. 그러므로 간접투자를 하면서 지수보다 다소 높은 초과수익을 얻고자

한다면, 인덱스 펀드 투자가 적절하다. 그리고 아래 〈그림 8〉에서 보는 것처럼 시장지수 대비 초과수익을 꾸준히 기록해왔고 인덱스 펀드에 대한 노하우가 있는

〈그림 8〉 인덱스 펀드 10년 누적수익률

기준일 : 2018.7월말, 단위 : %





운용사를 선택한다면 그 결과는 더욱 좋을 것으로 기대된다.

## 2) ETF 분석

인덱스 펀드와는 달리 상장지수펀드인 ETF는 지수를 초과하는 수익률 ‘플러스 알파’를 추구하지 않으며 오직 ‘지수 복제하기’를 운용 목표로 삼는다. 그러므로 ETF의 경우 ‘트래킹 에러(추종 오차)’를 최소화하여 얼마나 지수를 잘 추종하는가, 거래량이 풍부해서 매수와 매도 체결이 원활하게 이루어지는가, 등이 중요하다. 대체로 같은 지수를 추종하는 ETF의 경우, 시장 지배력(점유율)이 높은 ETF를 골라서 투자하는 것이 트래킹 에러나 유동성 측면에서 안전할 것이다. 아래의 <표 10>을 보면 KOSPI200을 추종하는 ETF 중에서 삼성 KODEX200이 절반에 가까운 비중을 차지하면서 압도적 1위를 기록하고 있고, 미래에셋 TIGER200과 KB의 KBSTAR200이 20% 및 10% 정도의 비중으로 시장을 나누어 갖고 있다. 미래에셋 TIGER200 운용수수료는 KODEX200의 0.15%에 비해 1/3 수준인 0.05%로 책정되어 있다. 이렇듯 후발주자들은 보다 낮은 수수료로 시장을 공략했고, 이러한 전략이 주효하여 후발주자인 미래에셋은 ETF

시장의 2인자로 자리매김했다. 각 운용사는 저렴한 수수료를 장점으로 ETF 시장의 경쟁에 뛰어들고, 이로 인해 동일지수에 대해 운용사마다 비슷한 벤치마크를 추종하는 ETF를 내놓게 된다. 이중 가장 거래량과 유동성이 좋은 ETF를 거래하는 것이 고객의 입장에서 유리하다보니 1등 ETF의 시장지배력이 강화되는 현상이 나타나는 것으로 볼 수 있다.

한편, 국내 ETF 실증연구로는 허창수 외 (2012)가 있으며, ETF 유동성이 높을수록 괴리율에 음(-)의 영향을 미쳐 가격이 효율적이고, 유동성이 높을수록 차익거래가 활발히 일어날 수 있어 ETF 가격이 본질가치인 NAV에 근접하게 형성된다고 보고하였다. 또한, 유동성이 크고 개인투자자 거래비중이 작은 집단의 괴리율이 가장 작고, 유동성이 작고 개인투자자 거래비중이 큰 집단의 괴리율이 가장 크게 나타난 것으로 보고했으며, 가격효율 측면에서 실제 투자자들은 ETF의 거래량과 유동성을 중시하는 것으로 보인다.

강석규(2013)의 연구에서는 KODEX200은 거래소시장에서 KOSPI200 지수를 일반주식과 마찬가지로 적시에 사거나 팔 수 있으며, 매매가 번거롭고 리밸런싱에 따른 거래비용도 많이 발생하는 인덱스 바스켓 보유에 따른 단점을 보완할 수 있다고 밝히고

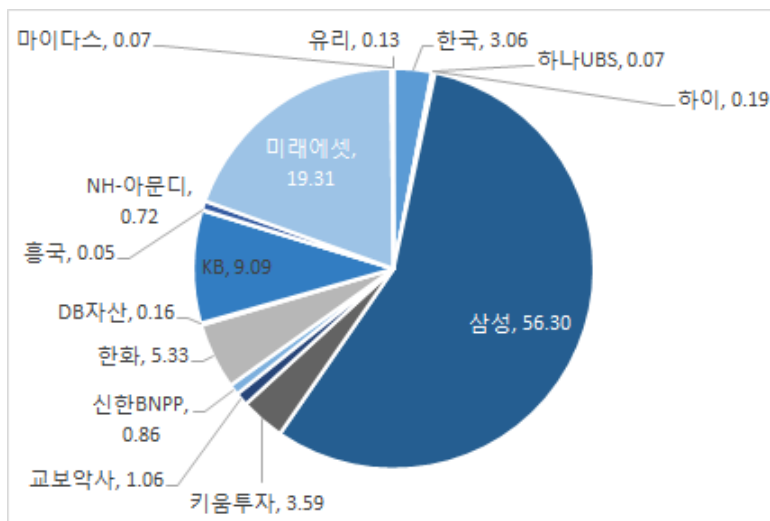
<표 10> KOSPI200 추종 ETF 현황

단위 : 억원, %

운용사	명칭	규모	비중	설정일	총보수
삼성	KODEX 200	60,022	46.63	2002-10-11	0.15
미래에셋	TIGER 200	26,430	20.53	2008-04-02	0.05
KB	KBSTAR 200	13,682	10.63	2011-10-19	0.04
한화	ARIRANG 200	8,498	6.6	2012-01-09	0.04
한국투자	KINDEX 200	7,718	6	2008-09-10	0.09
키움	KOSEF 200	7,330	5.7	2002-10-11	0.13
교보약사	POWER K200	2,523	1.96	2012-02-10	0.15
NH-아문디	HANARO 200	2,266	1.76	2018-03-29	0.05
유리	TREX 200	239	0.19	2009-01-22	0.33
합계		128,708	100.0		0.11

〈그림 9〉 국내 주식형 ETF 점유 현황

단위 : %



있다. 이로인해 KODEX200은 KOSPI200 현선물시장의 가격괴리를 이용한 기관들의 차익거래에 널리 이용되고 있다고 보고하고 있다.

한편 ETF의 성과는 벤치마크 지수와는 다소 다르다. 예를 들어 KOSPI200을 추종하는 ETF들의 초과

성과는 1년에 1.5~2.0%를 기록하고 있는데, 이는 인덱스 펀드의 초과수익률과 마찬가지로 매년 ETF 내의 종목들이 수령하는 배당수익 및 펀드가 보유하고 있는 주식을 빌려주면서 얻는 대차수수료 수입 덕분이다.

〈표 11〉 KOSPI200 추종 ETF 누적성과

기준일 : 2018년 7월말, 단위 : 억원, %

운용사	명칭	운용성과(누적)			KOSPI200 초과성과 <sup>2)</sup>		
		1년	3년	5년	1년	3년	5년
교보약사	POWER K200	-3.64	29.08	31.63	1.81	7.32	11.69
미래에셋	TIGER 200	-3.52	29.28	30.75	1.93	7.52	10.81
삼성	KODEX 200	-3.70	28.96	29.95	1.75	7.2	10.01
유리	TREX 200	-3.95	28.26	30.24	1.5	6.5	10.30
키움	KOSEF 200	-3.63	29.40	30.61	1.82	7.64	10.67
한국투자	KINDEX 200	-3.73	28.82	30.34	1.72	7.06	10.40
한화	ARIRANG 200	-3.66	28.82	30.6	1.79	7.06	10.66
KB	KBSTAR 200	-3.61	29.21	30.7	1.84	7.45	10.76
KOSPI200		-5.45	21.76	19.94			

※ NH-아문디의 HANARO200은 18년 3월 설정으로 기간성과 부재



### [ 3 ] 액티브 펀드별 장기성과 비교

본 장에서는 개별 펀드의 장기성과를 기반으로 우리나라에도 피델리티의 마젤란 펀드처럼 장기간 꾸준히 높은 수익을 내어온 펀드들이 있는지, 살펴보고자 한다. 펀드에 투자할 때 운용을 잘 하는 운용사에 돈을 맡기는 것이 중요하다. 그러나 성과가 우수한 운용사 내에도 여러 가지 다른 펀드가 존재하기 때문에, 최종적으로 어떤 펀드를 선택하느냐에 따라 투자 성과가 좌우된다. 과거 국내 펀드시장의 문제점은 운용사마다 너무 많은 종류의 펀드가 출시되고, 이러한 펀드가 훌륭한 성과를 내지 못하거나 주식시장의 침체로 투자 자금이 빠져나가면 펀드가 해산되든지 작은 규모의 '자투리 펀드'로 전락해서 제대로 관리를 받지 못한다는 데 있었다. 따라서 오랜 기간 유지되어온 펀드라면 대체로 성과도 양호하고 자산 규모도 일정 수준 이상인 펀드들이다.

아래 <표 12>를 보자. 우리나라 펀드시장이 활성화 되기 시작한 2005년 이후부터 10년 이상 운용된 펀드들을 대상으로 전체적인 현황을 나타낸 것이다. 현재 국내에서 순자산 500억 원 이상으로 10년 이상 운용해 온 펀드는 47개로, 적지 않은 수의 펀드가 10년 이상 장기 운용되고 있는 셈이다. 이들은 대부분 일반주식형 펀드이며 중소형 펀드나 배당형 펀드의 수는 한

자리 수에 지나지 않는다.

나아가 <표 13>은 이들 펀드들의 성과를 10년을 기준으로 비교해 본 것이다. (비교기간을 확장해서 12년 혹은 15년으로 늘리는 경우 대상펀드 수가 급격히 줄어들기 때문에 10년을 기준으로 한 것임.) 이 표에서 일반주식형은 상위 10개 펀드까지만 보여주었으며, 중소형 펀드나 배당형 펀드는 10년 이상 운용된 500억 이상 펀드의 수가 각각 8개와 7개에 불과하여 이들 모두를 대상으로 순위를 매긴 것이다.

우선 일반 주식형을 볼 때 에셋플러스 코리아 리치 투게더가 지난 10년 누적수익률 148%로 가장 높은 성과를 거두었고, 트리스톤의 칭기스칸 및 신영미래톤이 각각 115%와 103%의 수익률로 톱3를 형성했다. 이러한 누적수익률은 연환산 9.54%, 7.96%, 그리고 7.37%로 같은 기간 KOSPI200 수익률인 45.72%(연환산 3.84%)를 두 배 이상으로 압도한다. 그 외 4위와 5위는 KB그로스포커스와 맥쿼리 VIC히스토리라는 펀드가 차지했지만, 펀드의 사이즈가 중형에 그치고 있어서, 이보다는 6위의 한국투자네비게이터가 성과가 좋은 대형 펀드로 시장에 잘 알려져 있다.

중소형 주식형 펀드의 순위에서는 교보약사 위대한 중소형밸류, 동양 중소형고배당, ABL Best중소형고

<표 12> 운용기간 10년 이상 펀드

기준일 : 2018년 7월말, 단위 : 억원, %

	10년 운용	11년 운용	12년 운용	13년 운용	14년 운용	15년 운용
일반주식	32	29	25	13	10	7
중소형주식	8	4	3	1	0	0
배당주식	7	6	4	4	2	2
기타주식	0	0	0	0	0	0
섹터주식	0	0	0	0	0	0
전체	47	39	32	18	12	9

※ 10년 이상, 순자산 500억 이상, 액티브 주식형 대표펀드 현황 (적립식, 절세식, 개인연금, 장기주택마련, 소득공제, 목표전환 등 가입 제한 펀드는 제외)

〈표 13〉 유형별 운용기간 10년 이상 성과 TOP10 펀드

기준일 : 2018년 7월말, 단위 : 억원, %

펀드명	순자산	운용사	10년 성과(연환산)	
<b>일반주식형 TOP 10</b>				
에셋플러스코리아리치투자 1(주식) A	1,770	에셋플러스	148.83	(9.54)
트러스트칭기스칸[주식]A	1,742	트러스트	115.00	(7.96)
신영마라톤(주식)A	9,363	신영	103.54	(7.37)
KB그로스포커스자(주식)C-R	797	KB	95.76	(6.95)
맥쿼리VIC히스토리자 1(주식)C5	843	맥쿼리	87.36	(6.48)
한국투자네비게이터 1(주식)(A)	4,143	한국	83.56	(6.26)
이스트스프링코리아리더스자[주식]A	802	이스트스프링	81.04	(6.12)
삼성코리아소수정예자 1[주식]C5	509	삼성	77.39	(5.90)
한국투자한국의제4차산업혁명자 1(주식)(C)	2,232	한국	75.19	(5.77)
<b>중소형주식형 TOP 10</b>				
교보약사위대한중소형밸류자 1(주식) A1	672	교보약사	175.38	(10.66)
동양중소형고배당자 1(주식)C	1,665	동양	170.56	(10.47)
ABLBest중소형자[주식] C1	532	에이비엘	169.01	(10.40)
한국투자중소형밸류자(주식)(A)	991	한국	164.92	(10.23)
삼성중소형FOCUS자 1[주식](A)	6,082	삼성액티브	157.43	(9.92)
한화코리아레전드중소형투자(주식)A	1,124	한화	157.25	(9.91)
하나UBS코리아중소형자[주식]A	536	하나UBS	140.53	(9.17)
미래에셋성장유망중소형투자 1(주식)C1	838	미래에셋	95.77	(6.95)
<b>배당주식형 TOP 10</b>				
신영밸류고배당자(주식)C형	28,262	신영	134.66	(8.90)
베어링고배당투자회사(주식)A	3,440	베어링	108.93	(7.65)
신영고배당자(주식)C1형	974	신영	96.61	(6.99)
신영프라임배당[주식]C 1	538	신영	94.97	(6.90)
미래에셋고배당포커스자 1(주식)C 1	964	미래에셋	64.81	(5.12)
마이다스블루칩배당 1(주식)A 1	616	마이다스	54.15	(4.42)
삼성배당주장기 1[주식](C5)	654	삼성액티브	44.57	(3.75)

배당이 1-2-3위를 기록했는데 교보약사, 동양, ABL은 전통적으로 중소형펀드에 강한 운용사로서의 명성을 가지고 있다. ABL은 많은 이들에게 낯선 이름이겠

지만 그 전의 사명이었던 알리안츠는 보다 친숙하게 들릴 것이다. 다만 이들 펀드들은 중간에 대표 펀드매니저들이 교체되었던 데 반해서, 5위에 랭크된 삼성



중소형FOCUS가 한 번도 대표매니저 교체 없이 높은 성과를 유지해왔다. 덕분에 펀드 사이즈가 다른 중소형펀드에 비해서 압도적으로 크다는 점이 주목할 만하다.

전체적으로 순자산 500억 이상 중소형주 펀드들은 모두 일반주식형 펀드의 성과에 비해서 훨씬 높은 누적수익률을 기록하고 있다. 1위에서 5위까지의 펀드가 모두 150% 이상의 누적수익률로 연환산 10.66%에서 6.95%까지 비슷한 수준의 높은 성과를 기록하고 있다. 앞에서도 언급한 바가 있지만 중소형주에 대한 투자위험은 일반주식에 비해서 높기 때문에 이에 대한 보상으로 장기수익률이 높은 것은 논리적으로 타당해 보인다.

마지막으로 배당주펀드의 경우 신영밸류 고배당과 베어링 고배당이 성과 면에서나 규모 면에서 압도적인 1-2위를 차지하였고, 신영자산운용의 또 다른 배당형 펀드인 신영 고배당과 신영프라임배당이 5위와 차이

가 나는 3-4위를 차지함으로써, 과연 신영자산운용은 배당형 주식에 전문성이 있음을 확인시켜준다. 배당형 펀드들의 성과도 중소형주식형보다는 못하지만 일반주식형보다 높은 성과를 기록하였다. 이는 배당형 펀드의 중소형주 비중이 일반주식형보다 큰 편이며 2008년 글로벌 금융위기 이후 전 세계적으로 저금리 시대가 도래하면서 배당수익률이 높은 주식이 각광을 받게 된 시기적인 이유가 결합된 것으로 판단된다.

투자자들의 입장에서 지난 10년간 <표 13>에 나와 있는 베스트 펀드를 선정했다면 시장수익률을 훨씬 웃도는 좋은 성과를 거두었을 것이다. 물론 그런 펀드를 고르기가 쉽지 않다고 볼 수도 있다. 그러나 과거 운용사의 트랙 레코드를 기반으로 하고 펀드매니저의 경력과 성과를 체크해서 펀드를 선별한다면, 실패의 확률은 매우 적어진다.

## 4 운용사별 성과비교 분석

### 4.1 공모 액티브 펀드 운용사별 성과비교

지난 2002년부터 지금까지 투자성과 면에서 꾸준히 시장을 이겨온 운용사 및 펀드, 그리고 펀드 매니저에 대해서 알아보도록 한다. 이 기간은 2000년대 초 '닷컴 버블'과 붕괴 과정, 적립식펀드로 인한 2005~2007년 KOSPI 지수가 1,000 이하에서 2,000 이상으로 줄기차게 상승하는 활황장세, 2008년 글로벌 금융위기로 인한 폭락과 2009~2010년의 급반등, 2011년 유럽발 재정위기, 그리고 2012~2016년의 지루하기 짝이 없던 횡보 기간 등을 모두 포함한다. 즉, 두 번 이상의 상승기간과 하락기간, 그리고 장기간의 횡보까지 시장의 빅 사이클을 적어도 두 번은 겪은 기간이므로 운용사나 펀드매니저의 역량을 검증하기에 충분한 기간이라고 판단된다.

우선 <표 14>는 2002년부터 2018년 7월말까지

17년간의 운용사별로 성과를 측정할 결과다. 전체 기간에서 (그 순위는 10년 수익률 기준으로 순위를 매길 때) 상위 10개사의 수익률은 시장수익률을 크게 앞지른다. 단지 전체 기간 뿐 아니라 연도별로 보더라도 이들 상위 10개사의 수익률은 시장보다 나은 해가 못한 해보다 훨씬 많았다. 이 표에서는 각 운용사의 성과가 벤치마크인 KOSPI200에 비해서 플러스의 초과성과가 있을 경우엔 붉은 색으로(진할수록 초과성과가 높음), 마이너스의 초과성과가 있을 경우엔 파란 색으로(진할수록 성과가 낮음) 음영을 표시하고 있는데, 붉은 빛은 상위사들에게서 더 자주 진하게 나타나고 밑으로 내려갈수록 파란 색이 더 자주 진하게 나타난다. 상위사들로 올라갈수록 시장보다 우월한 성과가 그저 몇 해에 그치는 정도가 아니라 장기간에 걸쳐서 넓게 분포하고 있으며, 따라서 이것은 성과의 지속성이 높다고 말할 수 있는 근거가 된다.

〈표 14〉 운용사별 액티브 펀드 운용성과

기준일 : 2018년 7월말, 단위 : 억원, %

운용사 누적	10년 누적	연도별 성과비교																
		02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
액티브전체	40.05	-2.3	35.0	5.1	61.2	1.3	40.8	-386	54.3	20.0	-121	7.1	1.3	-3.9	4.8	-3.7	19.4	-6.8
KOSPI200	45.72	-9.1	31.7	9.5	54.0	4.5	30.1	-393	51.6	22.2	-122	10.9	0.1	-7.6	-1.5	8.2	24.9	-8.4
에셋플러스	14797								76.1	31.6	-149	9.7	14.7	7.6	11.8	-6.3	18.8	-5.2
트러스톤	11812								75.4	25.4	-111	13.9	6.9	-2.4	0.2	-2.6	19.6	-5.6
신영	10260	-2.1	23.6	-2.2	55.2	3.4	44.3	-341	49.9	20.1	-108	12.3	15.0	2.0	10.7	2.5	19.1	-7.5
베어링	88.20	30.6	36.5	25.6	52.0	2.2	39.4	-424	49.9	24.6	-7.2	8.1	9.5	1.5	6.0	9.1	20.6	-7.4
맥쿼리	87.45	-4.2	35.6	0.5	62.9	2.6	32.6	-444	66.5	20.8	-9.0	4.4	2.8	-5.5	16.7	0.0	33.3	-8.4
현대인베	73.45								60.0	28.8	-146	8.1	5.7	16.9	20.0	-21.6	19.8	-11.8
에이비엘	73.06	-6.9	38.9	5.3	58.2	1.6	32.1	-380	68.8	33.1	-6.3	-0.6	-0.2	-1.4	12.0	-7.2	18.7	-7.9
KB	64.76	-2.3	28.3	4.5	66.9	-6.5	43.2	-394	60.0	24.2	-7.5	8.8	4.5	-0.2	1.1	-2.2	13.7	-3.3
한국	64.67	-7.5	36.1	3.2	58.8	2.6	37.8	-324	62.7	28.2	-140	10.6	-2.6	-9.8	2.5	-1.8	26.9	-5.1
한국밸류	63.50						50.9	-37.1	44.7	15.8	-0.1	18.7	15.3	-0.6	0.3	-3.2	11.2	-7.8
K	56.20	-138	40.4	-2.9	56.0	3.7	46.5	-338	60.0	18.3	-2.5	6.3	-2.1	-5.3	18.7	-17.5	28.0	-7.7
L	53.50	0.5	33.0	-2.5	67.7	-3.8	37.2	-439	53.1	32.0	-113	0.1	2.6	-3.7	8.0	-0.9	24.5	-5.2
M	46.70	-1.6	38.1	4.2	47.8	-0.4	36.9	-416	50.7	26.7	-8.0	8.0	4.0	-11.0	-2.8	6.0	21.2	-8.6
N	46.50	-4.8	31.7	5.0	70.4	-1.8	36.6	-415	57.2	21.6	-134	6.6	0.3	-0.2	6.5	-9.6	21.8	-1.5
O	45.52					-0.3	30.4	-404	56.5	20.6	-140	12.4	0.5	-4.3	0.0	3.3	24.0	-10.7
P	45.42								58.1	18.4	-9.0	0.4	-3.9	14.9	21.9	-22.9	17.6	-5.1
Q	44.27	1.3	32.1	8.2	61.9	8.7	34.3	-375	48.0	18.7	-129	6.7	0.2	-5.1	15.6	-4.4	21.7	-8.5
R	44.07	4.3	26.1	7.8	56.0	3.4	38.1	-389	52.1	22.6	-143	9.6	1.2	-1.1	1.5	-6.4	28.1	-6.7
S	43.97							-425	58.2	22.3	-6.1	6.6	-2.2	-4.2	4.6	-6.3	22.4	-7.9
T	43.92	-4.7	30.0	3.4	54.3	0.2	35.5	-425	58.2	22.3	-6.1	6.6	-2.2	-4.2	4.6	-6.3	22.0	-7.6
U	43.29				49.6	-0.7	39.4	-407	53.3	21.7	-116	6.0	2.8	-7.9	6.0	2.2	22.3	-7.8
V	41.81	-4.2	30.9	2.0	67.2	2.9	40.0	-457	56.0	23.0	-125	2.6	5.9	-4.1	3.1	-2.4	25.9	-7.5
W	34.39	-0.5	39.1	13.5	60.4	2.8	34.2	-41.1	54.1	19.7	-8.6	2.0	4.3	-2.2	6.6	-4.7	16.0	-10.5
X	31.44	-3.3	35.4	4.4	54.8	4.0	41.5	-390	54.6	17.2	-121	5.6	0.5	-5.2	-1.4	0.2	20.8	-7.5
Y	29.80	1.2	27.7	2.3	44.9	2.5	36.3	-436	55.0	13.1	-9.7	5.1	-0.3	-7.4	6.1	0.4	19.9	-7.7
Z	24.55	-0.6	54.2	9.7	83.7	3.0	46.1	-384	52.8	15.4	-161	5.1	-2.3	-2.1	9.9	-6.0	19.2	-7.0

※ 공모펀드 액티브 주식형 10년 이상 운용순자산 1,000억 이상 운용성과가 있는 26개 운용사의 연도별 운용성과

※ 상위 Top 10 운용사만 이름 명시, 이하는 회사명 비공개

※ 벤치마크 대비 초과성과 연 환산 기준 음영처리,

※ 벤치마크 대비 ±1%는 흰색, +1% 이상부터 점차 붉은 음영, -1% 이하부터 점차 청색 음영 처리



〈표 15〉 운용사별 액티브 펀드 누적성과 및 초과성과

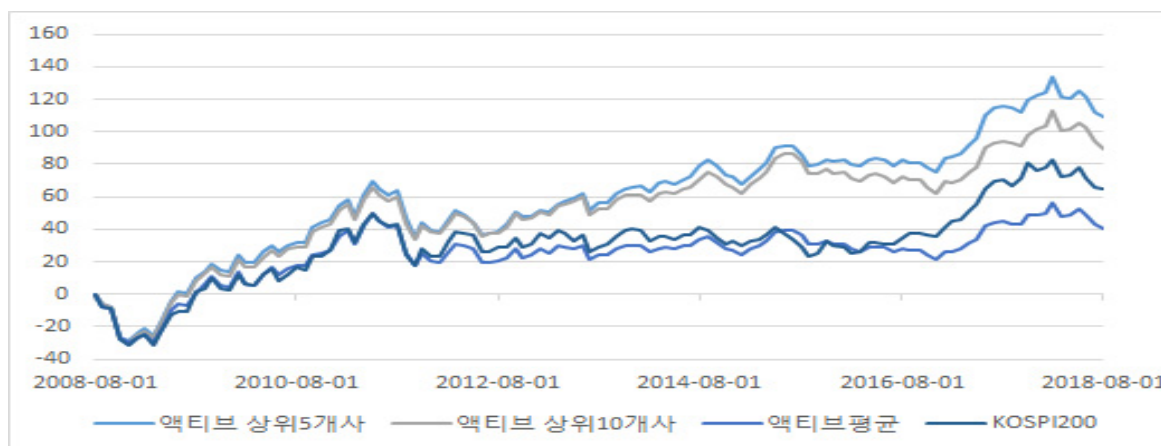
기준일 : 2018년 7월말, 단위 : 억원, %

운용사 누적		1년 누적	3년 누적	5년 누적	10년 누적
<b>누적수익률</b>					
상위 10개 운용사	에셋플러스	-1.53	1.25	35.63	147.97
	트러스톤	-5.39	4.81	17.00	118.12
	신영	-5.75	14.87	33.86	102.60
	베어링	-5.45	22.09	39.56	88.20
	맥쿼리	2.33	19.57	42.46	87.45
	현대인베	1.90	-28.12	18.99	73.45
	에이비엘	-4.03	-1.50	18.59	73.06
	KB	-0.93	-2.16	11.83	64.76
	한국	-0.58	18.62	10.89	64.67
	한국밸류	-8.29	-3.94	6.83	63.50
상위 5개 운용사		-3.16	12.52	33.70	108.87
상위 10개 운용사		-2.77	4.55	23.56	88.38
액티브전체		-3.23	2.64	12.78	40.05
KOSPI200		-5.45	21.76	19.94	45.72
<b>시장대비 초과수익률</b>					
상위 10개 운용사	에셋플러스	3.92	-20.50	15.68	102.25
	트러스톤	0.06	-16.94	-2.94	72.40
	신영	-0.29	-6.88	13.92	56.87
	베어링	0.00	0.33	19.62	42.47
	맥쿼리	7.78	-2.19	22.52	41.73
	현대인베	7.35	-49.88	-0.95	27.72
	에이비엘	1.42	-23.26	-1.36	27.34
	KB	4.52	-23.91	-8.11	19.04
	한국	4.87	-3.14	-9.06	18.95
	한국밸류	-2.84	-25.70	-13.11	17.78
상위 5개 운용사		2.29	-9.24	13.76	63.14
상위 10개 운용사		2.68	-17.21	3.62	42.65
액티브전체		2.22	-19.12	-7.16	-5.67

※ 공모펀드 액티브 주식형 10년 이상 운용성과가 있는 운용사 기간별 성과 (10년 기준 정렬)

〈그림 10〉 공모 액티브 펀드 상위운용사별 누적수익률

기준일 : 2018.7월말, 단위 : %



이어서 <표 15>을 보면 이들 상위 10개사의 지난 10년 간 누적수익률은 평균 88.38%이고 연 평균수익률은 6.54%로서, KOSPI200의 누적수익률(45.72%)과 연 평균수익률(3.84%), 혹은 액티브 전체의 누적수익률 평균(40.05%)과 연 평균수익률(3.43%)을 크게 압도한다. 이어지는 <그림 10>는 상위 5개사, 상위 10개사의 누적성적을 KOSPI200 및 액티브 전체의 누적성적에 비교해서 그린 것이며 위의 차이를 시각적으로 잘 보여준다.

다만, 이러한 과거 성과의 우수성이 향후에도 지속될 것이라는 보장은 없다. 과거는 과거일 뿐이고 요즘과 같이 변화무쌍한 환경 변화 속에서 향후 시장의 여건이나 경제지형도 어떻게 바뀔지 예측하기 힘들기 때문이다. 그럼에도 불구하고 우리는 과거의 데이터에 의존할 수밖에 없고, 다른 모든 분야와 마찬가지로 투자운용의 세계에서도 확률적으로는 여태까지 잘 해왔던 회사나 매니저가 향후에도 잘 할 가능성이 높다고 보아야 할 것이다.

이를 반영하듯 다수의 실증연구<sup>3)</sup>에서도 과거의 운용성과가 좋았던 펀드들의 성과가 미래에도 높다는

일종의 펀드성과의 지속성을 주장했고, 이러한 지속성은 국내의 연구<sup>4)</sup>에서도 유사하게 나타난다고 보고되고 있다.

#### 4.2 공모 액티브 주식형 운용사별 위험조정성과 비교

위에서는 운용사의 성과를 살펴보기 위해서 직관적으로 이해하기 쉬운 단순수익률을 이용하였다. 그렇지만 보다 전문적이고 과학적으로 운용성과를 살펴볼 때는 단순수익률보다 위험조정수익률이라는 개념이 중요하다. 이는 단순히 수익의 높고 낮음만을 따지는 게 아니라, 얼마나 위험을 무릅쓰면서 (또는 반대로 안정을 추구하면서) 높은 수익을 올렸는지를 측정하는 개념이다. 구체적으로는 분자를 초과수익률로 하고 분모를 변동성으로 놓아, 수익률을 변동성으로 나눈 값이다.

변동성은 곧 위험이기 때문에, 이를 분모로 놓고 벤치마크 대비 초과수익률을 분다는 것은 위험에 비해서 수익을 얼마나 거두었는지를 측정한다는 뜻이다.

3) Grinblatt and Titman(1992), Goetzmann and Ibbotson(1994), Brown and Goetzmann(1995), Carhart(1997), Cremers and Petajisto(2009)

4) 신성환(2003), 박영규, 주효근(2004), 고봉찬, 김진우(2010, 2011)



〈표 16〉 공모 액티브 펀드 운용사별 위험조정성과

기준일 : 2018.7월말, 단위 : %

운용사 누적		1년 누적	3년 누적	5년 누적	10년 누적
<b>샤프비율</b>					
상위 10개 운용사	에셋플러스	-0.27	-0.08	0.48	0.48
	트러스톤	-0.55	0.04	0.17	0.39
	신영	-0.67	0.37	0.47	0.36
	베어링	-0.66	0.62	0.59	0.30
	맥쿼리	0.11	0.42	0.52	0.29
	에이비엘	-0.45	-0.17	0.20	0.24
	현대인베	0.10	-0.67	0.17	0.24
	KB	-0.26	-0.24	0.07	0.22
	한국밸류	-0.81	-0.27	-0.04	0.21
	한국	-0.10	0.42	0.06	0.21
상위 5개 운용사		-0.41	0.28	0.45	<b>0.36</b>
상위 10개 운용사		-0.36	0.04	0.27	<b>0.29</b>
액티브전체		-0.43	-0.04	0.09	<b>0.11</b>
KOSPI200		-0.56	0.54	0.22	<b>0.14</b>
<b>정보비율</b>					
상위 10개 운용사	트러스톤	0.01	-0.80	-0.09	0.63
	에셋플러스	0.44	-0.77	0.30	0.59
	신영	-0.07	-0.35	0.39	0.45
	베어링	-0.03	-0.01	0.60	0.38
	맥쿼리	0.56	-0.04	0.36	0.33
	한국	1.20	-0.19	-0.41	0.23
	에이비엘	0.20	-0.86	-0.03	0.20
	현대인베	0.43	-0.99	0.04	0.15
	KB	0.56	-1.06	-0.23	0.15
	한국밸류	-0.34	-1.12	-0.37	0.09
상위 5개 운용사		0.18	-0.39	0.31	<b>0.47</b>
상위 10개 운용사		0.30	-0.62	0.06	<b>0.32</b>
액티브전체		0.41	-1.09	-0.27	<b>-0.13</b>

※ 공모펀드 액티브 주식형 10년 이상 운용성과가 있는 운용사 투자기간별 샤프비율 및 정보비율 (10년 기준 정렬)

위험 대비 수익이 높다는 것은 운용이 안정적이면서도 수익을 낸다는 의미가 된다. 초과수익이 양호하더라도 변동성이 높다면 언젠가 수익이 낮아질 확률이 높다는 뜻이기 때문에, 같은 초과수익이라면 변동성이 낮을수록 운용을 잘 한 것으로 보는 것이다.

위험조정수익률에는 샤프비율(Sharp ratio), 쟈센 알파(Jensen's Alpha), 정보비율(Information Ratio) 등이 있는데, 일반적으로 펀드의 성과를 비교하는 데는 샤프비율이나 정보비율이 가장 많이 사용된다. 두 지표 모두 분모는 위험의 측정치이고 분자는 초과 성과를 나타낸다. 다만 샤프 비율은 투자포트폴리오의 변동성 대비 무위험 초과수익률을 측정하는 식이고, 정보비율은 초과수익의 변동성 대비 벤치마크 초과수익률이라는 약간의 차이만 있을 뿐, 크게 의미가 다르지 않다고 보아도 무방하다.

위의 <표 16>과 같이 위험조정 성과인 샤프비율이나 정보비율을 기반으로 운용사 순위를 매겨도 이들 상위운용사는 여전히 그 순위가 유지된다. 그럼, 이런 운용사들의 특징은 무엇일까. 이 표에 올라간 최상위 운용사들의 공통점은 서너 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 대기업 계열이나 거대 금융그룹 계열이 아닌 독립적인 운용사이다. 이는 자산운용업의 특성상 잘 짜인 조직의 힘에 의해서 좋은 성과가 나오는 것이 아니라, 창의적이고 자유로운 사고라든지 운용 분야에 대한 전문성이 더 중요하다는 의미로 해석할 수 있다.

둘째, CEO가 펀드매니저 출신이고 또한 장기간에 걸쳐 재직해오고 있다. CEO가 펀드매니저 출신이라는 것은 최고경영자가 운용업의 특성을 잘 이해하고 있다는 뜻이다. 아마도 개별 펀드매니저의 업무에 대한

이해도도 높고 소통도 원활하리라고 짐작된다. 이러한 CEO가 오너이거나 장기간 재직할 수 있을 때, 단기적인 성과에 연연하지 않게 되고 이것이 중·장기적인 수익 제고에 결정적으로 기여한 것으로 보인다.

셋째, 펀드매니저의 이직률이 낮아서 운용 조직의 안정성이 유지되었다. 펀드매니저의 이직률이 낮은 것은 CEO가 펀드매니저 출신이고 장기 재직한 것과 밀접한 관련이 있을 것이다. 펀드매니저 입장에서 CEO와 소통이 원활하고 CEO가 단기성과에 급급해서 매니저를 압박하거나 수시로 교체하기보다 참을성 있게 기다려준다면, 펀드매니저의 이직률은 낮을 수밖에 없다.

박영규·주효근(2019)의 연구에서는 2001년부터 2009년까지 국내 펀드시장에서 펀드매니저의 이직률은 평균 22.4%에 달하는 것으로 나타났으며, 이는 해마다 5명 중 1명 이상의 매니저가 근무하던 운용회사를 옮겼다는 것을 의미한다고 언급하였다. 또한, 회사별 펀드매니저들의 평균 재직기간도 4년 미만인 것으로 나타나 펀드매니저 교체가 매우 빈번한 것으로 확인되었다. 특히 성과가 저조한 펀드의 매니저가 교체된 경우, T+2 기간까지 생존한 펀드에 대해 스타일의 유의미한 변화가 확인되었다고 보고하였다.

이와 같이 펀드매니저의 교체는 펀드의 성과, 위험, 자금유입 등에 영향을 미치므로 안정적인 펀드의 운용과 스타일의 일관성을 유지하기 위해서는 펀드매니저의 안정성이 전제되어야 할 것이다. 이는 안정된 운용으로 이어져 결과적으로 성과 제고에 기여했을 것이다.

## 5 매니저별 성과비교 분석

지난 10년 이상 각 자산운용사의 성과 및 펀드 유형별 성과를 비교해본 결과, 꾸준히 우수한 성과를 나타내는 운용사 및 펀드들을 발견할 수 있었다. 이제 이러한 분석 결과를 토대로 국내 주식형 펀드의 베스트

펀드매니저로 손꼽을 만한 인물들을 선정하고 이들의 장기성과를 비교분석하였다. 베스트 매니저 선정 과정에서 가장 중요한 요소는 물론 각 펀드매니저가 운용하고 있는 펀드들의 성과 합계였다. 그리고 아래와 같은



조건을 만족시키는지도 고려하였다.

첫째, 펀드매니저로서의 경력이 10년 이상이면서 지금도 매니저이거나 적어도 CIO로 펀드 운용에 직접 참여하고 있는 매니저를 대상으로 했다. 일부 매니저의 경우 근래의 성과(수익률)는 매우 높지만 5년 내외의 성과 기록밖에 없어서 장기적으로 다양한 시장의 환경 변화를 이겨내고 능력을 증명할 수 있는지 판단하기가 어려웠다. 그러나 10년이 넘으면 대체로 주식시장의 호황과 불황 사이클을 적어도 2회 이상 경험해보았을 터이므로 매니저의 역량을 판단하기에 결코 부족하지 않다고 판단된다. 한편, 시중에 잘 알려진 스타 펀드매니저 중에는 사실상 일선에서 물러나 후선에서 CEO 역할을 할 뿐 직접 펀드 운용에 참여하지 않는 매니저들도 더러 있다. 이 경우 현재 펀드매니저의 역할을 한다고 볼 수 없기 때문에 베스트 매니저 후보에서 제외했다.

둘째, 운용 순자산이 3,000억 원 이상인 펀드매니저를 선정 대상으로 삼았다. 펀드의 운용 규모가 일정 수준 이상이라는 점은 매니저의 역량을 판단하는 데 중요한 요소다. 일반 개인투자자들 중에도 전문투자자인 경우는 연 20% 이상의 수익을 꾸준히 내는 사람들이 많지 않다. 하지만 이들의 자금운용 규모는 대체로 100억 원을 넘지 않으며 아주 크다고 해도 500억을 넘지 않는다. 그러나 시장에서 베스트 매니저로 인정받으려면 적어도 3,000억 이상의 규모를 운용하면서 성과를 보여주어야 할 것이다. 여기에 선정된 베스트 매니저들은 모두 3,000억 이상의 운용자산을 가지고 우수한 성과를 보여주었다는 면에서 일부 종목에 치중하여 성과를 내는 것이 아닌, 대형 분산포트폴리오를 운용하는 능력을 입증한 베테랑들이다.

마지막으로 이들이 운용하는 펀드가 일반투자자나 판매사에서 인정하는 베스트 펀드인가를 고려했다. 실제로 운용을 잘 하는 펀드매니저라면 펀드 평가사나 펀드 평가 전문가인 저자의 평가 이전에 시장의 투자자금이 그들을 알아보고 돈이 유입되었을 것이다. 이를 ‘스마트 머니(Smart Money)’라고 지칭하며, 베스트

매니저라면 이미 그가 운용하는 펀드가 시장에서 인정 받은 유명 펀드이고 운용자산 규모도 크게 유지되고 있어야 할 것이다.<sup>5)</sup>

이상의 기준을 기본 요건으로 하고 각 매니저의 운용 기간 내 성과 총계를 비교하여 베스트 매니저를 선정했다. 그 결과 일반주식형 매니저로는 신영자산운용의 허남권, 트러스트자산운용의 황성택, 에셋플러스를 거쳐 J&J자산운용으로 이직한 최광욱, KB자산운용 및 한국투자자산운용을 거쳐 씨앗자산운용을 창업한 박현준 등을 베스트 매니저로 꼽을 수 있었다. 이들 네 사람은 각각 신영자산운용, 트러스트자산운용, 에셋플러스, 그리고 한국투자신탁이 주식형 펀드 운용사로서 명성을 얻게 한 주역이며, 스타 매니저로서 수많은 베스트 펀드 대상이나 베스트 매니저 상을 수상한 바 있다. 실제로 앞서 <표 11>의 지난 10년간 수익률이 가장 높은 베스트 펀드 리스트에서도 1,000억 이상의 일반주식형 펀드로는 에셋플러스 코리아리치투게더(최광욱), 트러스트 칭키스칸(황성택), 신영마라톤(허남권), 한국투자네비게이터(박현준) 순으로 나타났다. 이들 네 사람이 운용한 펀드의 성과가 가장 좋았음을 보여주는 것이다.

한편 중소형 전문펀드 매니저 중에는 10년 이상 중소형을 운용하면서 꾸준히 우수한 성과를 기록한 펀드매니저를 찾아보니 삼성액티브 자산운용의 민수아 매니저가 거의 유일했다. 이는 중소형펀드의 경우 10년 이상 장기로 유지되어온 펀드가 드물 뿐 아니라 매니저 교체도 빈번한 편이기 때문이다. 이런 외중에서도 삼성중소형 FOCUS를 10년 넘게 맡아서 중소형 펀드 중 유일하게 5,000억이 넘는 순자산 규모를 유지하며 누적수익률 150%를 넘긴 민수아 매니저는 중소형 펀드 분야를 대표할 만한 베스트 매니저라고 판단된다.

배당주식형에서는 신영밸류고배당과 베어링고배당을 각각 운용하는 허남권 매니저와 최상현 매니저가 가장 운용 규모도 크고 성과도 뛰어나다. 역시 <표 11>을 참조하자. 그러나 허남권 매니저는 이미 일반주식형을 통해서 베스트 매니저로 선정되었으므로, 최상

5) 박영규(2005)는 국내 주식형 펀드 자료를 이용하여 펀드성과와 자금유출입 사이의 관계를 분석한 결과 펀드성과와 자금유입 사이에 유의한 양(+)의 관계가 존재한다고 보고하였다.

현 매니저를 배당주식형의 대표 베스트 매니저로 선정하였다. 다만, 최상현 매니저의 경우 베어링고배당을 운용한 기간이 2013년 11월부터 5년 정도에 불과하지만, 펀드매니저로서 그의 경력은 1998년 삼성화재로부터 시작해서 20년이 넘는다. 공모펀드의 운용 경력과 성과도 한화밸류 포커스를 운용했던 2007년~2013년을 포함할 경우 총 10년 이상이며, 이 기간 동안 벤치마크를 훨씬 웃도는 우수한 성과를 기록했기에

앞에서 제시한 선정 요건에 부합했다.

마지막으로 사모펀드 매니저 중에서는 VIP자산운용의 최준철 매니저를 베스트 매니저로 선정하였다. 최근 많은 투자자들이 사모펀드에 관심을 갖고 증권사나 은행 PB들을 통해서 사모펀드에 투자자산을 일임하는 것이 일반화되고 있다. 이에 따라 사모전문 운용사들의 자산도 빠르게 늘어나고 있으며 신규 사모전문 운용사도 많이 생겨나고 있다. 그런데 사모 전문

〈표 17〉 베스트 매니저 선정결과 요약

기준일 : 2018.6월말, 단위 : %, 억원

매니저	운용사	운용펀드	운용 규모 <sup>1)</sup>	설정이후 수익률 <sup>2)</sup>	BM 초과 <sup>3)</sup>
<b>일반주식</b>					
허남권 (16.2년)	신영자산운용	신영고배당(02.04~현재) 신영밸류고배당(04.10~현재) 신영마라톤(05.12~현재)	67,176	507.00 (11.78)	352.97 (9.78)
최광욱 (10.0년)	에셋플러스, J&J자산운용	에셋플러스코리아리치투게더 (08.07~16.02) J&J사모펀드(16.11~현재)	16,660*	203.12 (11.74)	155.71 (9.85)
박현준 (13.0년)	KB자산운용, 한국투자 신탁운용, 씨앗자산운용	KB광개토(05.07~06.12) 한국투자네비게이터(06.12~17.05) 한국투자성장증권(06.12~13.03) 한국투자한국의힘(10.11~17.05)	4,307*	251.54 (10.15)	125.22 (6.44)
황성택 (14.5년)	트러스트자산운용 (자문사 포함)	트러스트사모펀드(04.01~08.06) 트러스트칭키즈칸(08.06~현재) 트러스트제갈공명(11.05~현재) 트러스트밸류웨이(13.07~현재)	3,144	515.90 (13.34)	322.35 (10.43)
<b>중소형주식</b>					
민수아 (10.8년)	삼성액티브자산운용	삼성중소형FOCUS(07.09~현재) 삼성코리아소수정예(07.09~10.10)	6,389	116.00 (7.38)	89.29 (6.08)
<b>배당주식</b>					
최상현 (11.3년)	한화자산운용, 베어링자 산운용	한화Value포커스(07.03~13.01) 베어링고배당(13.11~현재)	11,013	130.33 (7.64)	64.53 (4.49)
<b>주식사모</b>					
최준철 (14.9년)	VIP투자자문	VIP사모펀드(03.07~현재)	-	622.60 (14.15)	400.43 (11.38)

1) 운용 규모는 금융투자협회 공시정보 및 투자설명서 참조

\* 박현준 매니저와 최광욱 매니저는 공모펀드 운용 시점의 순자산을 의미

2) 괄호 안은 연 환산 수익률을 의미하며, 운용수익률은 운용 개시부터 2018년 6월 30일까지의 수익률임

3) BM : 운용 기간에 해당하는 KOSPI 수익률



운용사의 경우 최근 몇 년간 좋은 성과를 냈다고 자랑하는 회사는 많지만, 지난 10년 이상의 펀드 순자산 자료를 가지고 성과를 검증할 수 있는 회사는 매우 드물다. 다행히 사모펀드 매니저로서 업력도 오래되었고 성과도 뛰어난 것으로 널리 알려진 VIP 최준철 대표의 경우 10년 이상의 펀드 순자산가치(NAV) 자료를 가지고 있어서 객관적으로 성과를 검증할 수 있었다.

〈표 17〉은 베스트 매니저로 선정된 일반주식형의 허남권, 박현준, 황성택, 최광욱 (운용규모 순), 중소형 주식형의 민수아, 배당주식형의 최상현 매니저 일곱 사람의 운용경력에 관한 간단한 요약이다. 이들 7명의 매니저가 모두 KOSPI대비 양(+)의 초과성과를 기록하였고, 연평균 운용성과도 최소 7%를 상회하며 동기간 KOSPI의 연평균수익률을 크게 상회한다. 특히 펀드 간 성과차이가 큰 액티브주식형 펀드의 경우 펀드매니저의 능력에 대한 중요성은 더욱 커진다고 할 수 있다.

이들 베스트 매니저들의 특성을 보면 앞서 공모 액티브 펀드를 운용하는 운용사 중 성과 상위에 위치한

운용사의 매니저가 다수 포진되어 있다. 이들의 평균적인 운용기간은 13.05년이며, 또한 7명의 매니저 중에 최대 이직횟수는 3회에 불과하고, 한번도 이직하지 않은 매니저도 7명 중 4명이나 포진하고 있어 앞서 우수운용사들이 보인 특성과 유사한 결과를 나타내고 있다.

우수매니저의 운용기간별 성과를 요약한 〈표 18〉을 보면, 모든 우수매니저의 성과가 존재하는 10년 누적성과의 평균은 114.90%로 연평균 7.95%를 기록하고 있다. 동기간 KOSPI의 누적성과는 38.88%로 연평균 3.34%에 그치는 것에 비해 매우 높은 성과인 것을 알 수 있다. KOSPI대비 초과성과도 10년 기준으로 매니저 평균 74.79%, 연환산 5.74%에 달한다.

흥미로운 점은 연환산 초과성과도 운용기간이 증가함에 따라, 점차 높은 경향이 모든 매니저에게서 뚜렷하게 확인된다는 것이다. 〈표 19〉를 보면 최근 3년간의 연환산 누적초과성과는 7명의 매니저가 -8.24~+5.47%까지 다양하게 분포한 반면, 10년 누적성과는 연 3.19~9.85%로 모두 양(+)의 초과성과를 기록하고

〈표 18〉 우수매니저별 운용기간별 누적성과

기준일 : 2018.6월말, 단위 : %, 억원, 연

구분	허남권	최광욱	박현준 <sup>1)</sup>	황성택	민수아	최상현	최준철
운용 경력	16.19	10.00	13.00	14.68	10.80	11.76	14.94
<b>누적수익률</b>							
1년	-3.99 (-3.99)	11.86 (11.86)		-2.99 (-2.99)	1.04 (1.04)	-3.95 (-3.95)	-2.06 (-2.06)
3년	15.97 (5.06)	29.47 (8.99)	14.22 (4.53)	1.87 (0.62)	-10.59 (-3.66)	18.3 (5.76)	8.13 (2.64)
5년	45.3 (7.76)	77.83 (12.20)	33.52 (5.95)	22.17 (4.09)	28.44 (5.13)	50.09 (8.46)	30.53 (5.47)
10년	96.18 (6.97)	203.12 (11.74)	94.74 (6.89)	107.17 (7.56)	131.09 (8.74)	75.82 (5.81)	96.15 (6.97)
12년	186.9 (9.18)		176.32 (8.84)	210.06 (9.89)			176.37 (8.84)
15년	531.77 (13.08)						

1) 박현준 매니저는 17.05 씨앗자산운용 이직으로, 18년 및 최근 1년 성과부재

〈표 19〉 우수매니저별 운용기간별 KOSPI대비 초과성과

9기준일 : 2018.6월말, 단위 : %, 억원, 연

구분	허남권	최광욱	박현준 <sup>1)</sup>	황성택	민수아	최상현	최준철
운용 경력	16.19	10.00	13.00	14.68	10.80	11.76	14.94
<b>KOSPI초과수익률</b>							
1년	-1.24 (-1.24)	14.60 (14.60)		-0.24 (-0.24)	3.78 (3.78)	-1.2 (-1.2)	0.68 (0.68)
3년	3.82 (1.26)	17.32 (5.47)	2.07 (0.69)	-10.28 (-3.55)	-22.74 (-8.24)	6.16 (2.01)	-4.02 (-1.36)
5년	20.46 (3.79)	53.00 (8.88)	8.69 (1.68)	-2.67 (-0.54)	3.60 (0.71)	25.26 (4.61)	5.69 (1.11)
10년	57.3 (4.63)	155.71 (9.85)	55.86 (4.54)	68.29 (5.34)	92.21 (6.75)	36.94 (3.19)	57.27 (4.63)
12년	107.29 (6.26)		96.72 (5.8)	130.46 (7.21)			96.77 (5.8)
15년	284.55 (9.39)						

1) 박현준 매니저는 17.05 씨앗자산운용 이직으로, 18년 및 최근 1년 성과부재

※ KOSPI대비 양(+)의 성과면 적색음영, 음(-)의 성과인 경우 청색음영

있다. 7명 각자의 연평균 수치를 적용해도 이러한 경향은 여전히 유지되는 것을 알 수 있다. 7명의 매니저의 3년 누적 초과성과의 평균은 -0.53%이나, 10년 누적초과성과의 평균은 5.56%로 장기로 갈수록 크게 개선되는 현상이 뚜렷하다. 이는 장기간 운용에 따라, 매니저의 철학과 운용스타일이 반영되기 때문에 장기 초과성과도 높아진다는 것을 의미한다.

우수 펀드매니저의 성과의 지속성을 알아보기 위해 연간수익률을 추가적으로 검토한 결과는 〈표 20〉에 제시되어 있다. 아래 표는 이해의 편의를 위해 연간 절대수익률이 양(+)인 경우 적색으로 표기하고 연간 절대수익률이 음(-)인 경우는 청색으로 표기하였다, 동기간 성과의 강도가 강할 경우 강한 적색 및 청색으로 표기된다. 전반적인 연도별 성과를 살펴보면, 2008년 금융위기 기간과 미 신용등급 강등과 유럽 재정위기가 있었던 2011년 두 해를 제외하고는 각 연도별 매니저의 성과는 전반적으로 양(+)의 절대성과를 기록하고

있어, 안정적이면서 장기로 갈수록 성과가 개선되는 경향을 보이고 있다. 초과성과에 있어서도 마찬가지로 연도별로 꾸준하게 KOSPI대비 우수한 경향이 명확하게 확인된다.

〈표 21〉은 우수매니저로 선정된 7인의 연간승률과 KOSPI 초과율 및 하회율의 평균을 제시한 표이다. 전체 측정기간에 걸친 연도-매니저 성과 90개의 표본을 보면, KOSPI를 초과한 기간은 90개 연도-매니저 중 65개이며 이는 약 72%의 연간 승률에 해당하는 매우 높은 수치다. 가장 낮은 KOSPI대비 승률을 가진 매니저도 62%에 이르는 연간 승률을 기록하고 있다. 전체 기간에서 KOSPI대비 음(-)의 성과가 3년 연속 지속된 기간은 전체 기간에서 1회에 불과하다. KOSPI 대비 초과성과를 달성하는 경우, 연도별 평균 KOSPI 초과율은 8.82%이며, 하회 시 연도별 평균 KOSPI 대비 하락률은 5.8%로 하락대비 상승폭이 크게 나타난다.



〈표 20〉 우수매니저의 연도별 운용성과

기준일 : 2018.6월말, 단위 : %, 억원, 연

구분	허남권	최광욱	박현준 <sup>1)</sup>	황성택	민수아	최상현	최준철
<b>누적수익률</b>							
2003	24.39						
2004	11.77			15.00			24.28
2005	92.13			75.25			89.01
2006	1.71		-7.48	8.69			14.72
2007	46.73		55.89	46.99			32.85
2008	-34.95		-38.19	-26.45	-37.21	-38.81	-34.25
2009	47.72	74.09	68.28	75.37	59.61	45.58	33.20
2010	19.01	30.06	24.35	25.54	22.02	25.07	21.09
2011	-10.52	-15.84	-9.14	-11.09	12.64	-7.38	2.42
2012	15.01	8.42	7.93	13.93	19.95	11.63	15.24
2013	14.26	13.04	1.22	6.92	4.62	5.08	20.33
2014	-0.98	6.07	-2.11	-2.45	7.41	4.55	5.76
2015	10.35	10.12	15.73	-0.40	18.12	5.19	0.76
2016	4.71	2.60	1.26	-2.38	-15.31	8.64	4.67
2017	20.14	35.52	12.90	19.49	21.96	20.19	13.49
18.상반기	-5.87	0.60		-4.33	-5.53	-7.43	-3.30
<b>KOSPI 초과수익률</b>							
2003	-4.80						
2004	1.26			4.49			13.77
2005	38.17			21.29			35.05
2006	-2.28		-11.47	4.7			10.73
2007	14.48		23.64	14.74			0.6
2008	5.78		2.54	14.28	3.52	1.92	6.48
2009	-1.93	24.44	18.63	25.72	9.96	-4.07	-16.45
2010	-2.87	8.18	2.47	3.66	0.14	3.19	-0.79
2011	0.46	-4.86	1.84	-0.11	23.62	3.6	13.4
2012	5.63	-0.96	-1.45	4.55	10.57	2.25	5.86
2013	13.54	12.32	0.5	6.2	3.9	4.36	19.61
2014	3.78	10.83	2.65	2.31	12.17	9.31	10.52
2015	7.96	7.73	13.34	-2.79	15.73	2.8	-1.63
2016	1.39	-0.72	-2.06	-5.70	-18.63	5.32	1.35
2017	-1.62	13.76	-8.86	-2.27	0.2	-1.57	-8.27
18.상반기	-0.14	6.33		1.4	0.2	-1.70	2.43

1) 박현준 매니저는 17.05 씨앗자산운용 이직으로, 18년 및 최근 1년 성과부재

〈표 21〉 우수매니저의 연간승률 및 초과율/하회율

기준일 : 2018.6월말, 단위 : %, 억원, 연

구분	평균	허남권	최광욱	박현준 <sup>1)</sup>	황성택	민수아	최상현	최준철
연간승률	72.8	62.5	70.0	66.7	73.3	90.9	72.7	73.3
KOSPI 초과율	8.8	9.2	11.9	8.2	9.4	8.0	4.1	10.9
KOSPI 하회율	-5.9	-2.3	-2.2	-6.0	-2.7	-18.6	-2.4	-6.8

## [ 6 ] 결론

펀드산업이 더욱 성장하기 위해서는 다수의 일반투자자들에게 펀드가 인지되고 투자접근성이 보장되어야 한다. 공모펀드는 접근성과 투자가능성 면에서 일반투자자와 자본시장을 연결하는 핵심고리라고 할 수 있다. 그러나 최근 공모펀드의 위축세가 장기적으로 지속되고 있다. 공모펀드의 침체는 자산운용회사들의 핵심역량 및 이익률을 저하시켜 다양한 상품이 발굴되기 어려운 환경을 야기해 다양한 상품 및 전략 발굴의 감소로 연결된다. 이러한 역성장을 반영하듯 최근 스타매니저가 전문투자사모로 이직하는 등 종합자산운용 서비스의 인적, 질적 기반이 흔들릴 수 있다는 점이 우려된다. 일반투자자에게 문턱이 높은 전문투자사모로의 스타매니저 이직은 결과적으로 개인투자자 용이하게 할 수 있는 공모펀드의 투자기회를 축소시켜 실질수익률의 저하로 이어질 수 있다.

따라서 좋은 펀드와 우수매니저가 지속적으로 공모펀드 시장에 등장해 투자자들의 관심을 끌 수 있어야 하고, 정책당국과 자산운용사는 공모펀드 흥행을 전략적으로 활성화시킬 필요가 있다. 공모펀드에서 우수펀드와 우수매니저가 지속적으로 육성되어 투자자들의 자산증식에 기여한다면 신규자금의 유입 및 재투자라는 자본시장의 선순환 구조가 구축될 것이다. 공모펀드 활성화는 단순히 투자자들에게만 효용을 주는 것뿐만 아니라, 자본시장의 발전에 장기적으로 기여할 수 있다. 특히 건전한 장기성 자본의 효율적 배분이라

는 측면에서 실물경제에 활력을 불어넣을 수 있다. 본고는 이러한 관점에서 공모펀드의 장기성과와 관련된 정보가 투자자 및 관계자에게 유의미한 정보전달이 되길 바라며 작성되었다. 공정한 장기평가는 시장의 투명성을 높이고, 공시의 질을 개선시킨다. 결과적으로 투자자들의 신뢰성 확보를 유도하여 장기적인 펀드시장에 발전에 도움이 된다.

국내 펀드산업이 태동하고, 국내 최장수 펀드인 '하나UBS대한민국1호' 펀드가 설정 이후 만 49년째를 맞았다. 이는 국내 펀드산업의 연혁도 약 50년이 되는 시간이 경과했다는 것을 의미한다. 장기투자를 찾아보기 힘든 국내 투자시장에서 가장 오래 운용된 펀드가 여전히 현업에서 생존해있다는 사실은 반길만한 일이다.

그러나 국내 펀드시장은 여전히 단기적인 투자행태가 빈번하고, 합리적 자산배분이라는 틀 안에서 장기적으로 펀드가 운용되기 어려운 여건이다. 앞서 보았듯 펀드매니저의 빈번한 이직 및 교체 또한 펀드운용에 제약조건으로 작용하고 있으며 국내 투자자의 일반적인 펀드보유기간은 만 3년을 초과하지 않는 짧은 투자시계를 보이고 있다. 이에 따라 국내는 장기적인 펀드데이터의 관리 및 축적이 어려운 여건이었고, 운용사간의 인수합병 및 분할, 사명변경, 지배구조 변경 등으로 인해 운용사별 성과를 집계하고 관리하는데 어려움이 있었다.



본고는 국내 펀드 및 운용사, 매니저의 장기성과를 포괄적으로 집계하고 분석했다는 점에서 기존에 살펴 보기 어려웠던 국내 주식형 펀드 성과에 대한 종합적인 리서치 보고서라고 할 수 있다. 국내 주식형 펀드의 명확한 성과분석을 위해서는 초과요인 모형 및 요인분해를 보다 정밀하게 설계하고 실시해야 하나 본고의 목적은 그간 데이터 입수 및 처리의 제한으로 인해 체계적으로 수행되지 못했던 과거 국내 주식형 펀드의 장기성과를 비교 분석하는데 두고 있다. 또한, 단순한 펀드수익률 집계가 아닌 다각도로 펀드들의 장기성과와 위험조정성과를 알아보고, 각각의 논거와 관련된 선행연구 및 다양한 문헌을 참고함으로써 데이터의 설명력을 뒷받침하였다.

국내 주식형 펀드 및 운용사, 유형별 성과, 우수매니저의 전반적인 성과를 집계하였고, 성과분석을 통해 국내 액티브 펀드의 축소와 ETF를 중심으로 한 패시브

펀드의 성장과 그 원인을 확인할 수 있었다, 전반적인 성과 면에서 국내 패시브 펀드가 액티브 펀드보다 우월함에도 불구하고 액티브 펀드 내에서도 장기적으로 초과성과를 보이는 펀드 및 운용사가 존재한다는 점 역시 확인하였다. 또한, 운용사별 장기성과 분석과 우수 매니저의 성과비교분석을 통해 우수한 운용사 및 매니저의 성과의 지속성이 존재하며 이에 대한 원인도 나름대로 분석해 보았다.

이제 국내 펀드산업이 활성화된 지도 15년 이상의 시간이 경과되었고, 다양한 펀드관련 데이터도 축적되었다. 본 연구를 계기로 펀드 및 운용사, 그리고 매니저의 성과에 대한 평가가 단기성과 위주가 아닌 장기적인 성과를 중심으로 변화하기 바라며 이를 통해 투자문화의 장기화를 선도하여 국민의 노후자금의 안정적인 성장에 자산운용 산업이 보다 큰 역할을 할 수 있기를 기대한다.

## 참고 문헌

- 강석규, 2013, 상장지수펀드를 이용한 차익거래 수익성에 관한 연구, 한국증권학회지, 제42권 제3호, pp. 619-637.
- 고봉찬, 김진우, 2010, 뮤추얼펀드의 자금흐름과 주식거래가 주가에 미치는 효과, 재무관리연구, 제27권 제2호, pp. 28-35.
- 고봉찬, 김진우, 2011, 액티브펀드의 성과와 종목 선택능력에 대한 연구, 재무관리연구, 제28권 제4호, pp. 1-31.
- 박영규, 주효근, 2004, 채권형 펀드의 성과평가 및 성과지속성 연구, 재무연구, 제17호 제1권, pp. 143-174.
- 박영규, 2005, 펀드투자자와 펀드매니저의 투자행태에 관한 연구, 재무연구, 제 18호 제1권, pp.31-67.
- 박영규, 주효근, 2014, 펀드매니저의 성과를 결정하는 매니저 특성은 무엇인가?: 펀드매니저의 학력, 전공, 경력 등과 운용성과와의 관계 연구, 한국증권학회지, 제43권 제4호, pp. 679-703.
- 박영규, 주효근, 2019, 펀드매니저 교체가 펀드의 성과, 위험, 자금흐름에 미치는 영향 연구, 재무연구, 제32권 제1호, pp. 1-31.
- 반주일, 김성신, 권세훈, 2016, KOSPI200 인덱스 펀드의 성과특성에 관한 연구, 한국증권학회지, 제45권 제5호, pp. 1035-1074.
- 신성환, 2003, 국내 주식 및 채권 펀드를 통한 위탁투자에 관한 연구, 한국증권학회지, 제32권 제3호, pp. 165-190.
- 최형석, 이운영, 2012, ETF 도입 후의 인덱스펀드의 변화, 기업경영연구, 제19권 제3호, pp. 93-110.
- 허창수, 강형철, 엄경식, 2012, 한국 상장지수펀드(ETF)의 가격효율성, 금융연구, 제26권 제1호, pp. 39-73.
- 금융감독원(2010.3.29.), 집합투자기구평가회사의 2009년중 영업실적(잠정), 보도자료.
- 금융투자협회, 2010, 개인 금융투자 실태분석 보고서, 보도자료.
- Brown, S. J. and W. N. Goetzmann, 1995, Performance Persistence, *Journal of Finance* 50, pp. 679-698.
- Carhart, M. M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, pp. 57-82.
- Cremers, K., J. Martijn, and A. Petajisto, 2009, How active is your fund manager? A new measure that predicts performance, *Review of Financial Studies* 22, pp. 3329-3365.
- Daniel, Kent., M. Grinblatt, S. Titman and R. Wermers, 1997, Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks, *Journal of Finance* 52, pp. 1035-1058.
- Fama, E. F. and K. R. French, 1993, Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics* 33, pp. 3-56.
- Fama, E. F. and K. R. French, 2010, Luck versus skill in the cross-section of mutual fund returns, *Journal of Finance* 65, pp. 1915-1947.
- Goetzmann, W.N. and R. Ibbotson, 1994, Do Winner Repeat?, *Journal of Portfolio Management* 94, pp. 9-18.
- Grinblatt, Mark. and S. Titman, 1992, The Persistence of Mutual Fund Performance, *The Journal of Finance* 47, pp. 1977-1984
- Gruber, M. J., 1996, Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51, pp. 783-810.