



우리나라 자본시장 상품의 다양성 평가

- 금융투자상품에 대한 수요 및 쏠림 현상 분석을 중심으로 -

펀드·연금실장 김종민

연구위원 이효섭

목 차

- 1** 연구배경 및 목적
- 2** 금융투자상품 수요의 주요 특징
- 3** 금융투자상품 판매의 쉐림 현상
- 4** 개인투자자의 공모펀드 투자행태
- 5** 결론 및 시사점

1

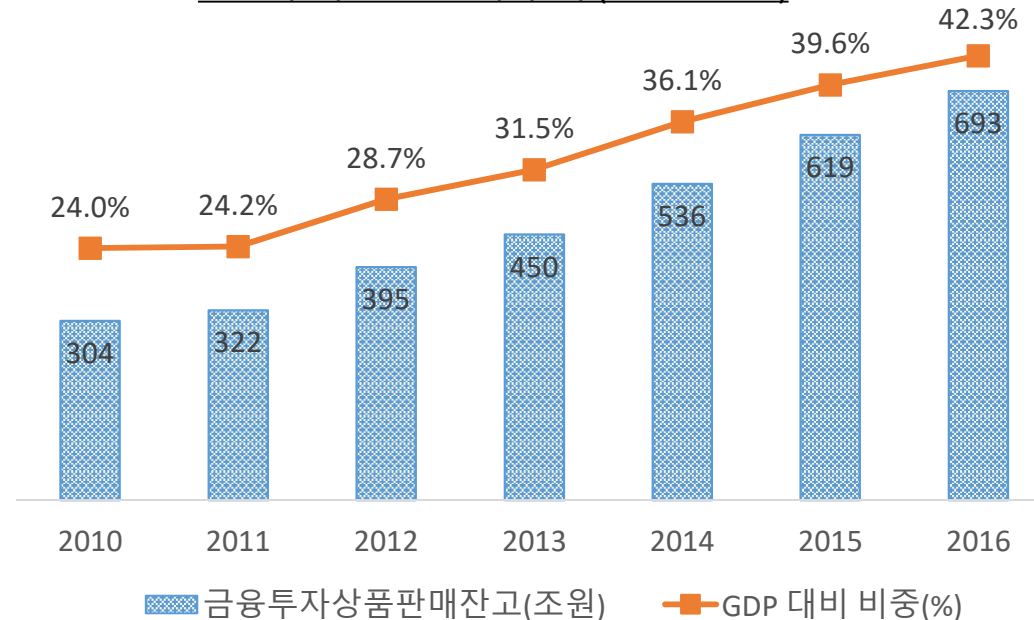
연구배경 및 목적

글로벌 금융위기 이후 수요변화

○ 금융투자상품 수요의 꾸준한 증가추세

- › 금융투자상품에 대한 수요는 금융위기 이후에도 꾸준히 증가
 - 금융투자상품은 원본손실 가능성(투자성)이 있는 금융상품
 - 투자자 입장에서 금융투자상품은 자산관리 또는 노후준비 수단
 - 펀드, 일임형랩, 특정금전신탁, ELS/DLS가 대표적인 예

금융투자상품 판매 추이 (2010~2016)



주 : 증권사가 판매하는 펀드, 일임형랩, 특정금전신탁, ELS/DLS를 대상으로 산정
자료: 금융투자협회, 한국은행

연구의 주요 질문 (1)

- 금융투자상품 판매에 내재된 문제점
 - › (쏟림 현상) 특정 구조 상품 또는 특정 상품으로의 싺림 가능성
 - 예: 홍콩 H지수 연계 ELS, 과거 브라질 국채, 중국 주식형펀드 등
 - 싺림 현상이 있는 금융투자상품의 수익률 부진 가능성도 존재
 - › (이해상충 및 불완전판매) 금융회사 이익 중심의 상품 권유 가능성
 - (이해상충) 판매보수가 높은 상품 또는 단기투자 위주의 상품 권유 가능성
 - (불완전 판매) 투자자 위험성향에 맞지 않는 상품 권유 가능성
 - 예: 안정형 투자자에게 위험(tail risk)한 상품을 권유하는 경우
 - › (수요기반) 투자자 유형별 금융투자상품 접근성 제약 가능성
 - 수익기여도가 높은 기관투자자 또는 고액자산가 위주의 상품 판매 가능성

연구의 주요 질문 (2)

- 금융투자상품 판매에 내재된 문제점에 대한 실증분석 및 평가가 주목적
 - › (대상) 펀드, 특정금전신탁, 일임형랩, 파생결합증권(ELS/DLS)
- 증권사 금융투자상품에 대한 투자수요의 특징은 무엇인가?
 - › 금융투자상품 수요분석 및 증권사간 가격경쟁 양상 파악
 - 금융회사(증권사) 단위의 판매자료에 근거한 수요함수 추정
 - › 이에 기반한 금융투자상품의 다양성 및 기능 평가
- 금융투자상품 판매과정에서 나타난 문제점은 무엇인가?
 - › 개인 대상 상품판매에 내재된 이해상충 및 불완전판매 가능성 평가
 - › 개인 비중이 높은 ELS 및 공모펀드에 초점을 둔 분석
 - (쏟림 현상) 금융투자상품 간 또는 개별 상품(ELS)의 쏟림 현상 분석
 - (공모펀드) 공모펀드 수요분석을 통한 개인투자자의 투자행태 분석

분석의 주요 결과

○ 금융투자상품 수요의 주요 특징

- › 여러 유형의 상품보다는 특정 유형 상품에만 투자하는 경향
- › 개인보다는 기관투자자 중심의 수요기반
- 금융투자상품의 개인투자자 대상 자산관리 기능은 미흡함을 시사

○ 금융투자상품 판매과정의 주요 특징

- › (쏟림 현상) 특정 금융투자상품(예: ELS/DLS)으로의 쏠림 현상 존재
 - 또한, 일부 상품(KOSPI200 ELS)에서 쏠림으로 인한 수익률 저하 현상 존재
- › (공모펀드) 공모펀드에 대한 신뢰 저하 및 판매 관련 이해상충 가능성
 - 개인투자자의 펀드시장 이탈로 인한 수요기반 약화

2

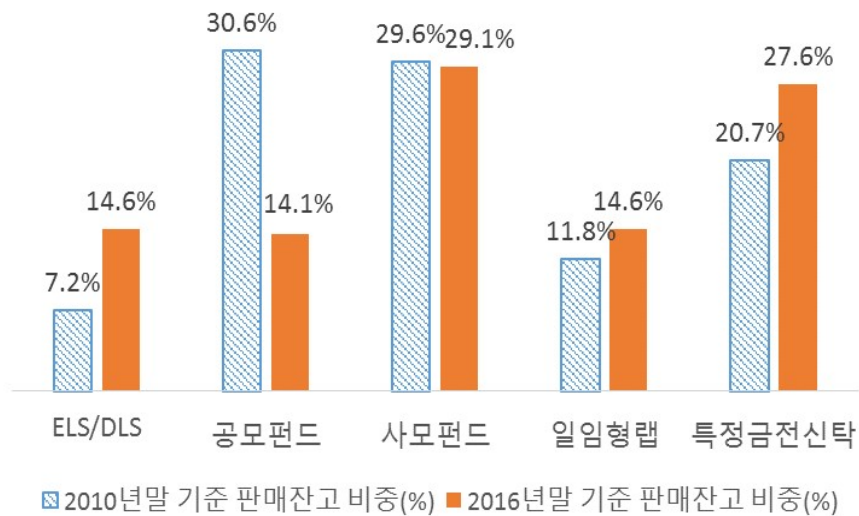
금융투자상품 수요의 주요 특징

금융투자상품별 수요 변화

증권사 판매 금융투자상품 유형별 수요변화의 주요 특징

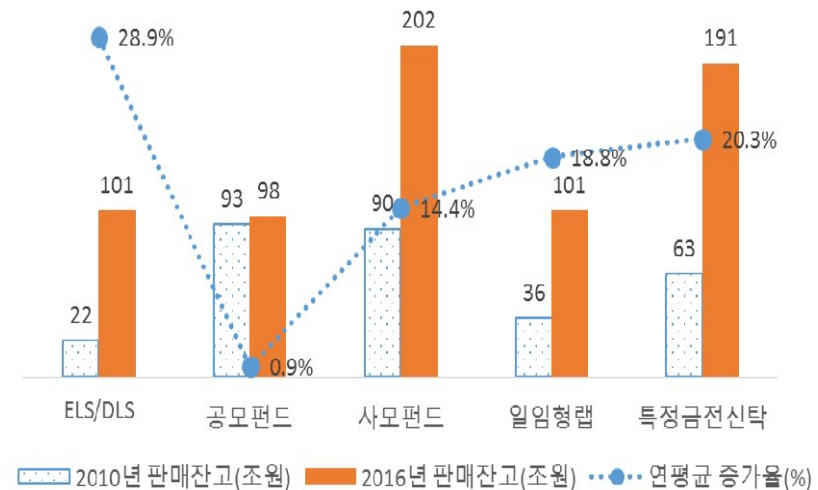
1. ELS/DLS 시장의 급성장
2. 일임형랩 및 특정금전신탁 시장의 꾸준한 성장
3. 공모펀드 시장의 정체 및 사모펀드 시장의 급성장

상품별 판매잔고 비중 변화(2010~2016)



자료: 금융투자협회, 한국은행

연평균 판매 증가율(2010~2016)

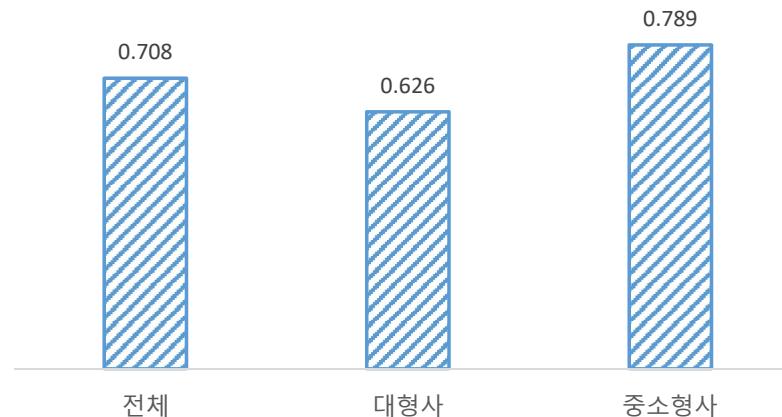


금융투자상품의 투자수요 (1)

○ 금융투자상품 유형에 따라 상이한 투자수요

- › 즉, 금융투자상품별 시장이 분할되어 있는 것으로 추정
 - σ 추정치는 0.708(ELS/DLS 포함 시 0.953)로 높게 추정
 - 규모를 기준으로 보더라도 σ (대형사 0.626, 중소형사 0.798)는 높게 추정
- › 즉, 여러 유형의 상품에 투자하기보다는 특정 유형 상품에만 투자하는 경향
 - 이는 투자자 입장에서 금융상품간 대체성 또는 이동성이 매우 낮음을 의미

투자수요의 분할 정도(σ) 추정치 – ELS/DLS 제외 시

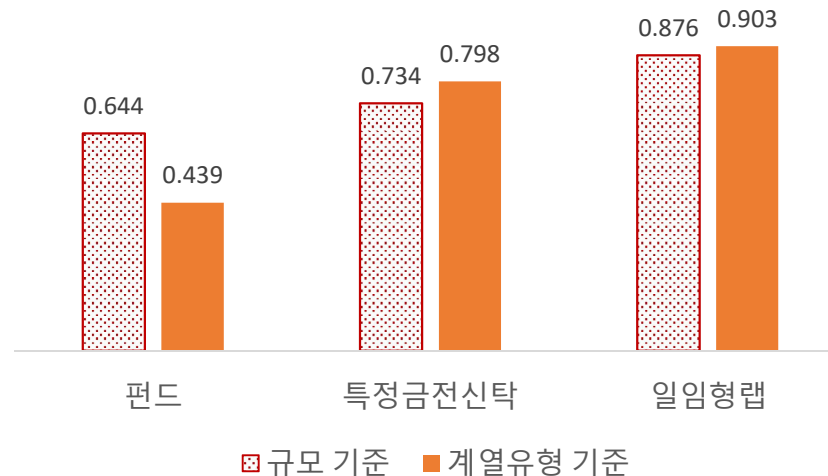


주: 1) Nested logit에 따른 수요함수 추정(2010년~2016년 분기자료)
2) σ 추정치가 1에 근접할수록 투자수요의 분할 정도가 높음을 의미
3) 데이터상의 문제로 ELS/DLS를 제외하고 추정

금융투자상품의 투자수요 (2)

- 개별 상품별 투자수요는 증권사 규모 및 계열유형에 따라 분할
 - › 즉, 상품별 투자수요는 특성이 유사한 증권사간 이동성이 높음
 - σ 추정치는 규모 또는 계열유형을 기준으로 구분하더라도 유의
 - 계열유형: 은행, 보험, 은행/보험, 독립
 - › (펀드) 계열유형보다 규모가 비슷한 증권사간 경쟁 위주
 - › (특정금전신탁과 일임형랩) 규모보다 계열유형이 동일한 증권사간 경쟁 위주

상품 유형별 투자수요의 분할 정도(σ) 추정치

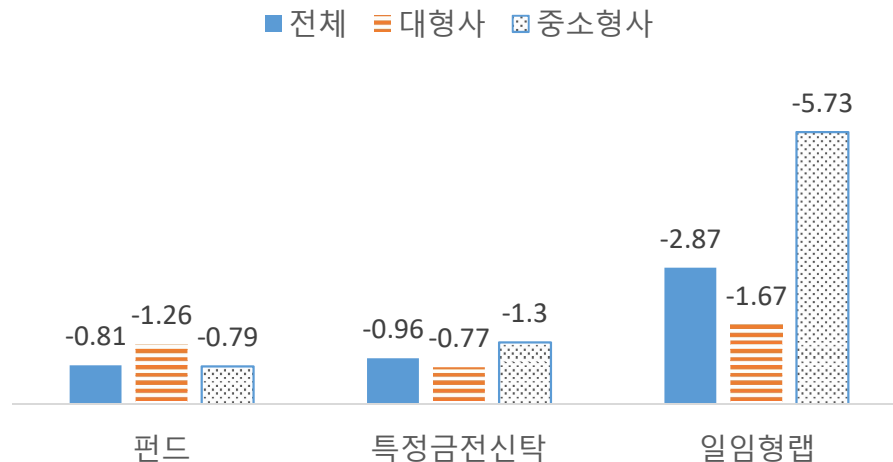


주: 1) Nested logit에 따른 수요함수 추정(2010년~2016년 분기자료)
2) σ 추정치가 1에 근접할수록 투자수요의 분할 정도가 높음을 의미
3) 데이터상의 문제로 ELS/DLS를 제외하고 추정

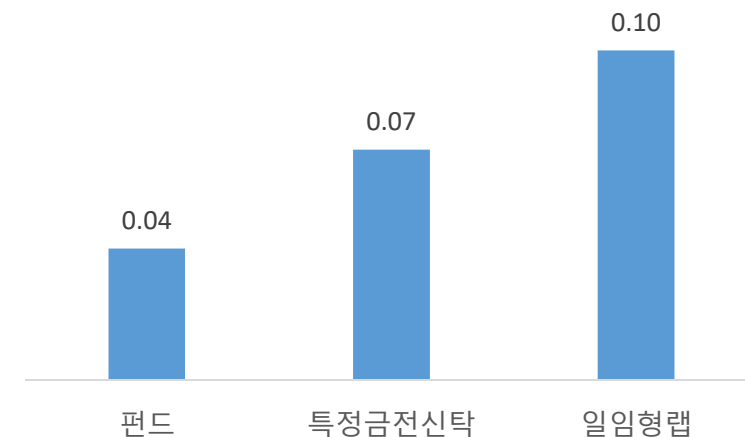
상품 유형별 가격경쟁 양상

- 일임형랩이 금융투자상품 중 가격경쟁이 가장 심한 상품
 - › (가격탄력성) 일임형랩(-2.87)에 대한 수요가 가격에 가장 민감하게 반응
 - 펀드(-0.81)와 특정금전신탁(-0.96)의 가격탄력성은 유사한 수준
- 펀드는 대형 증권사 간 경쟁, 신탁과 일임형랩은 중소형사 간 경쟁 위주
 - › 펀드는 대형 증권사(자본금 1조원 이상)에 대한 수요가, 특정금전신탁과 일임형랩은 중소형사에 대한 수요가 가격에 보다 민감하게 반응

ELS/DLS 제외 시 자기가격탄력성(중간값 기준)



ELS/DLS 제외 시 교차가격탄력성(중간값 기준)



주: Nested logit에 따른 수요함수 추정(2010년~2016년 분기자료)결과에 기초한 가격탄력성

상품별 수요에 영향을 미치는 요인 (1)

● 가격변수 이외의 요인별 부호 및 유의성을 중심으로

구분	변수	펀드	특정금전신탁	일임형랩
성과지표	주식운용수익률	-	▽	△ 또는 ▲
	채권운용수익률	-	▼	▼
	샤프비율(기대수익률)	▲	△	△
특성변수 (접근성, 편의성, 서비스 등)	업력	▽	▲	▲ 또는 △
	상품취급범위	▽	△ 또는 ▲	▲
	지점 수	▲	▲	▲ 또는 △
	지점당 직원 수	▽ 또는 ▼	▲	▲ 또는 △
	은행계열	△	▽	▼
	보험계열	▲	▲	▲
	은행/보험계열	△	▲	▼

1) ▼: 유의한 음수, 2) ▽: 유의하지 않은 음수, 3) △: 유의하지 않은 양수, 4) ▲: 유의한 양수
 주: 개별 금융상품별 nested logit(2010~2016년 분기자료) 추정결과에 기초

상품별 수요에 영향을 미치는 요인 (2)

○ 펀드 투자수요에 영향을 미치는 요인

- › (성과지표) 위험자산 기대수익률(샤프비율)이 상승하면 수요가 증가
- › (특성변수) 증권사의 접근성 또는 편의성이 증가하면 수요가 증가
 - 지점당 직원 수(서비스)보다는 지점 수(접근성 및 편의성)가 유의한 변수
 - 수요기반은 보험계열 증권사가 가장 안정적인 것으로 추정

○ 특정금전신탁 및 일임형랩 투자수요에 영향을 미치는 요인

- › (성과지표) 상품 운용수익률이 유의한 영향
- › (특성변수) 증권사의 접근성 및 편의성뿐만 아니라 서비스도 수요에 영향
 - 취급상품 범위가 넓고 접근성 및 서비스가 좋은 증권사일수록 수요가 높음
 - 펀드와 마찬가지로 수요기반은 보험계열이 가장 안정적인 것으로 추정

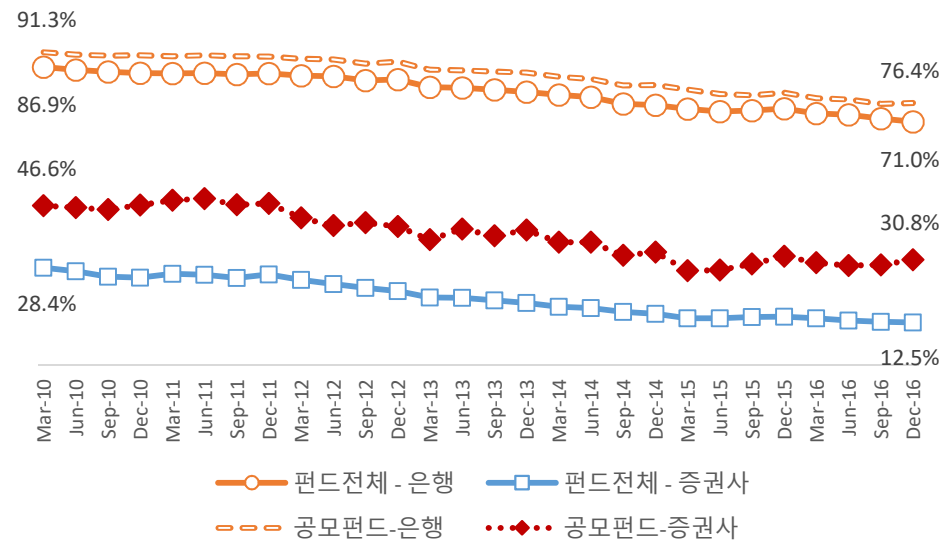
투자자 유형 (1)

- 증권사 금융투자상품 투자자는 개인보다는 기관투자자로 구성
 - ▶ (특정금전신탁) 개인투자자의 비중은 10% 이내일 것으로 추정
 - 2016년말 기준 증권사 특정금전신탁 172조원 중 주로 기관이 투자하는 채권형(68조원), 정기예금형(66조원), 퇴직연금형(17조원) 등이 88%를 차지
 - 반면, 개인이 주로 투자하는 수시입출금형(MMT), 주식형, 추가연계형(ELT) 신탁상품 비중은 12조원으로 전체 대비 7% 수준
 - ▶ (일임형랩) 개인투자자의 비중은 20% 내외일 것으로 추정
 - 2015년말 금융감독원 통계에 따르면, 개인과 기관의 계약잔고는 각각 18.3조원, 73.8조원으로 개인의 비중이 약 20%를 차지
 - 동기간 개인의 평균자산은 1천만원, 기관의 평균자산은 58.1억원으로 일임형랩은 기관 중심 시장인 것으로 판단
 - ▶ (ELS/DLS) 개인투자자의 비중은 30~40% 수준일 것으로 추정
 - (ELS) 2016년말 기준 공모잔액의 비중은 64%(공모 41조원*, 사모 23조원)
 - (DLS) 2016년말 기준 공모잔액의 비중은 16%(공모 5조원*, 사모 27조원)
- * ELS와 DLS 모두 은행에서 판매되는 ELT 잔액(2016년말 기준 29.9조원)이 포함된 수치

투자자 유형 (2)

- (펀드) 증권사 판매 펀드 또한 개인 비중이 10%대로 매우 낮은 수준
 - › (증권사) 2016년 기준 개인비중은 공·사모펀드 13%, 공모펀드 31% 수준
 - › (은행) 2016년 기준 개인비중은 공·사모펀드 71%, 공모펀드 76% 수준
 - › 또한, 글로벌 금융위기 이후 개인의 비중은 지속적으로 하락하고 있는 추세

주요 펀드 판매채널별 개인투자자의 비중 추이



자료: 금융투자협회

소결

○ 주요 분석결과

- › (투자수요) 상품유형 및 증권사 특성에 따라 상이한 투자수요
- › (가격경쟁) 펀드는 대형 증권사간, 신탁과 일임형랩은 중소형사간 경쟁양상
- › (투자자) 금융투자상품은 대체로 개인보다는 기관투자자 위주의 상품

○ 시사점

- › (상품범위) 여러 상품보다는 특정 유형 상품에 투자하는 경향
- › (자산관리) 일반 투자자를 대상으로 하는 자산관리 기능의 미흡
 - 기관투자자 중심의 수요기반 및 상품판매에 초점
 - 일반 투자자를 대상으로 하는 금융투자상품 미비

3

금융투자상품 판매의 쏠림 현상

쏟림 현상 측정 방법론 개요

- 판매증가 추세와 증권사간 판매 추종경향으로 쏠림 정도를 측정
 - › (판매증가 추세) 특정 증권사의 특정 금융투자상품 판매 비중 변화가 양(+)의 추세를 가질수록 쏠림 정도가 큰 것으로 판단
 - › (판매추종) 한 회사가 특정 상품 판매를 늘렸을 때 이에 대응하여 경쟁사들이 동일 상품의 판매를 늘리면 쏠림 정도가 큰 것으로 판단
 - 펀드, 특정금전신탁, 일임형랩, ELS/DLS를 모두 판매한 12개 증권사를 대상으로 분석
 - 2010년 3월~2016년 11월까지 월별 자료에 기초

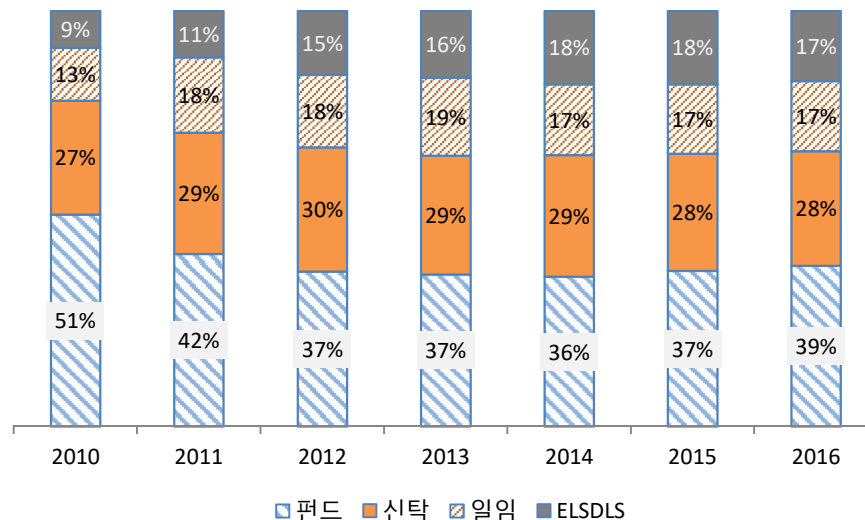
시기		HSCEI 연계 ELS			KOSPI200 연계 ELS			합계
		A사	B사	C사	A사	B사	C사	
1기	판매금액	100			100	100	100	400
	판매비중	25%			25%	25%	25%	(100%)
2기	판매금액	150	50		100	100	100	500
	판매비중	30%	10%		20%	20%	20%	(100%)
3기	판매금액	200	100	50	50	50	50	500
	판매비중	40%	20%	10%	10%	10%	10%	(100%)

1) 전기 대비 판매 비중 증가한 경우 **붉은색**, 전기 대비 판매 비중이 감소한 경우 **파란색**으로 표시

상품유형간 쏠림 현상 진단 (1)

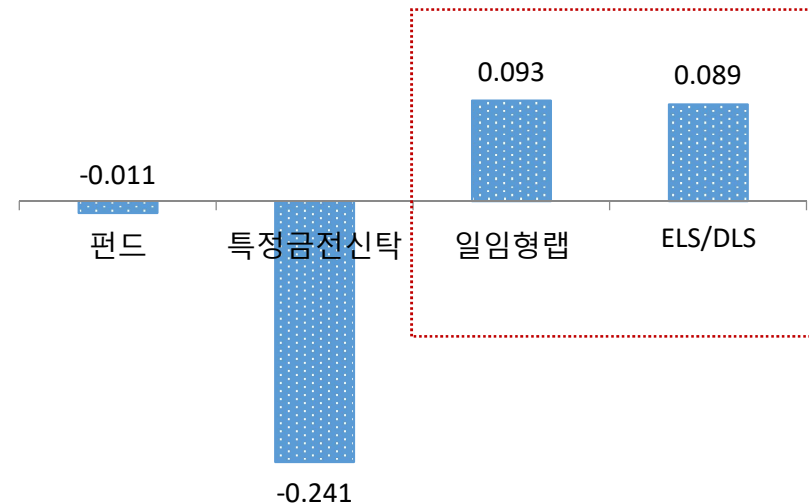
- (판매증가 추세) 일임형랩과 ELS/DLS 상품으로의 쏠림이 존재
 - › 일임형랩과 ELS/DLS의 판매증가 추세의 강도는 유의한 양수(0.09)로 추정
 - › 실제로 이들 상품의 비중은 증가한 반면 펀드와 신탁 비중은 감소 내지 정체
 - ELS/DLS는 9% → 17%, 일임형랩은 13% → 17%로 증가
 - 반면, 펀드는 51%에서 39%로 감소하였고, 신탁은 28% 내외 수준을 유지

주요 증권사의 상품 유형별 판매잔액 비중 추이



자료: 금융투자협회, 예탁결제원

상품 유형별 판매증가 추세 추정치

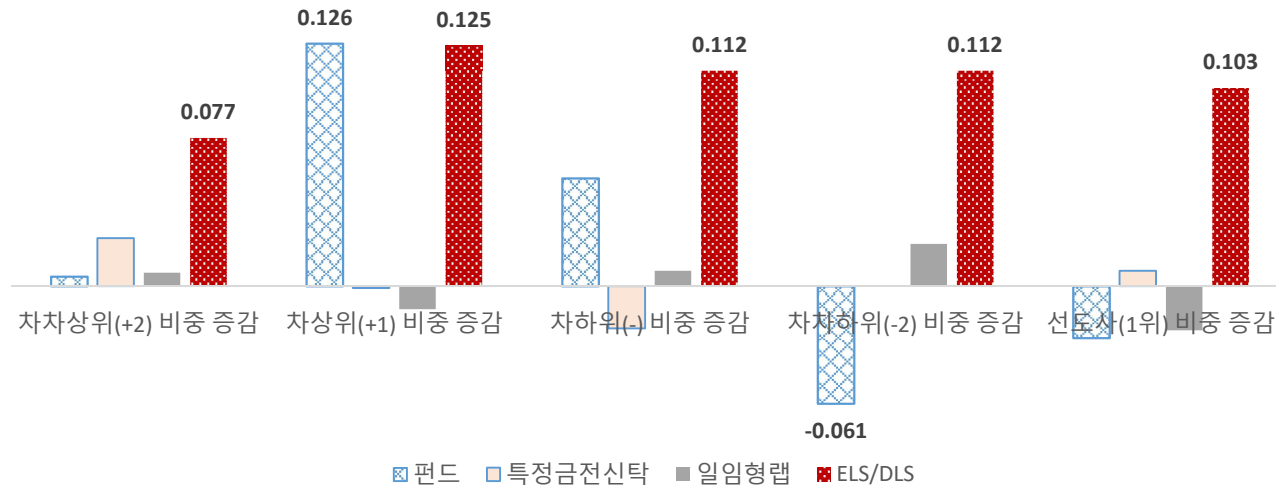


주: KOSPI지수 수익률 및 변동성, 증권사 회사채 수익률, 증권사 특성 등을 포함하였고, 고정효과(연도)와 이분산성을 감안하여 추정

상품유형간 쏠림 현상 진단 (2)

- (판매추종) 증권사간 판매 추종현상은 ELS/DLS에서만 유의하게 관찰
 - ▶ 판매 비중이 유사한 경쟁사가 ELS/DLS 판매를 늘릴 경우 또는 시장 선도사가 판매를 늘릴 경우 해당 증권사는 유의하게 판매를 늘림
 - ▶ 펀드는 차상위 경쟁자가 판매 비중을 늘릴 경우 판매를 늘리는 경향이 관찰
 - 특정금전신탁, 일임형랩의 경우 증권사간 판매의 군집 현상은 관찰되지 않음

상품유형별 판매추종 경향성 추정치

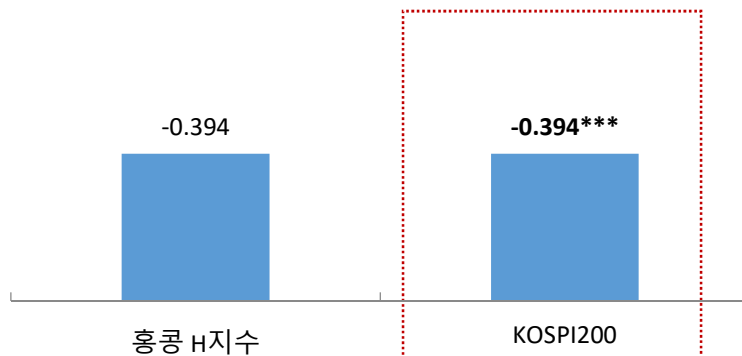


주: 1) 통계적으로 유의한 계수치인 경우에 한해 추정치를 표기, 2) KOSPI지수 수익률 및 변동성, 증권사 회사채 수익률, 증권사 특성 등을 포함하였고, 고정효과(연도)와 이분산성을 감안하여 추정

기초지수별 ELS의 쏠림 진단 (1)

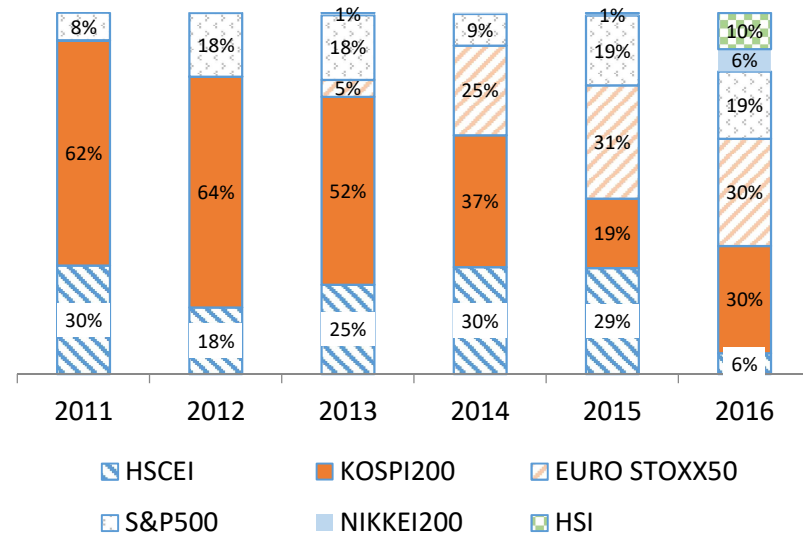
- (판매증가 추세) 홍콩 H지수 ELS로의 유의한 판매 쏠림은 관찰되지 않음
 - › 반면, 주요 증권사는 상대적으로 KOSPI200 ELS 판매를 줄인 것으로 판단
 - 실제 KOSPI200 ELS 판매 비중은 2011년 62%에서 2015년 30%로 크게 감소
 - › 오히려 2014년 이후 기초지수 상품 다변화 현상에 주목할 필요가 있음
 - EURO STOXX50, S&P500, HSI 연계 ELS 상품 비중이 증가

기초지수별 ELS 판매 비중의 증감 추세



주: 전기 판매비중 증감 이외에 KOSPI지수 수익률 및 변동성, 증권사 회사채 수익률, 증권사 특성 등을 포함하였고, 고정효과(연도)와 이분산성을 감안하여 추정

증권사의 기초지수별 ELS 판매 잔액 비중 추이

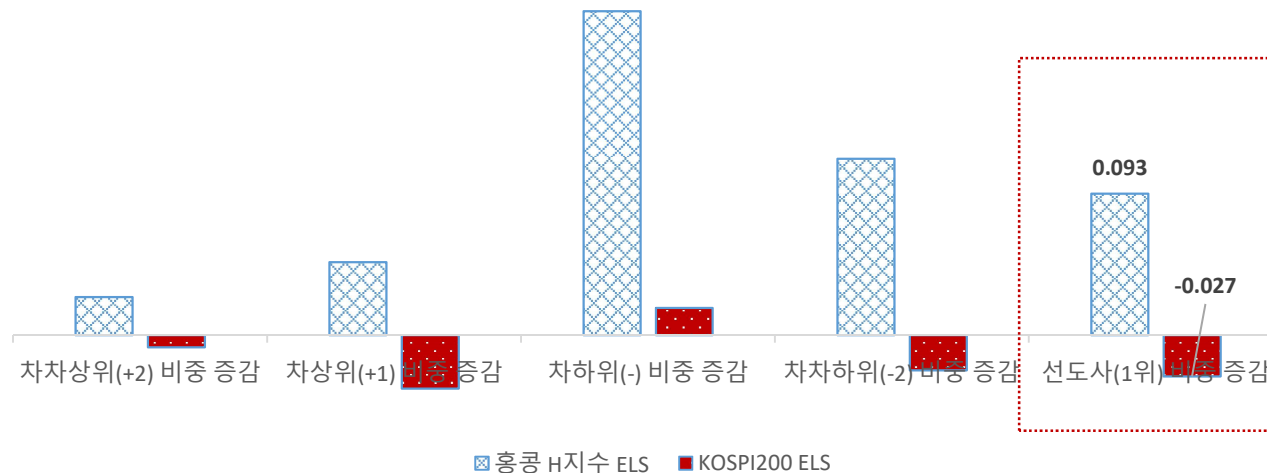


자료: 금융투자협회, 예탁결제원

기초지수별 ELS의 쏠림 진단 (2)

- (판매추종) 경쟁사간 기초지수별 ELS 판매 추종현상은 관찰되지 않음
 - ▶ 판매 비중이 유사한 경쟁사들이 특정 기초지수 ELS 판매를 늘리더라도 해당 증권사는 유의하게 동일한 기초지수 ELS 판매를 늘리지는 않음
 - ▶ 다만, 홍콩 H지수 ELS의 경우 선도사가 판매를 늘릴 때 다른 증권사들이 이를 추종해서 판매 비중을 늘리는 경향이 관찰
 - H지수 ELS의 경우 계수는 양수로 추정되었으나, 유의성은 선도사에 한해 존재

기초지수별 ELS의 판매추종 경향성 추정치



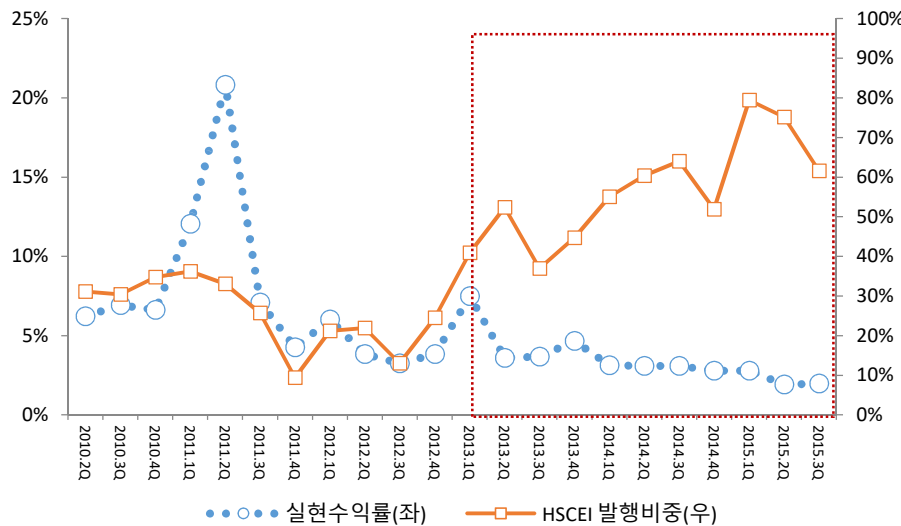
주: 1) 통계적으로 유의한 계수치인 경우에 한해 추정치를 표기, 2) KOSPI지수 수익률 및 변동성, 증권사 회사채 수익률, 증권사 특성 등을 포함하였고, 고정효과(연도)와 이분산성을 감안하여 추정

쏠림이 ELS 수익률에 미친 영향 (1)

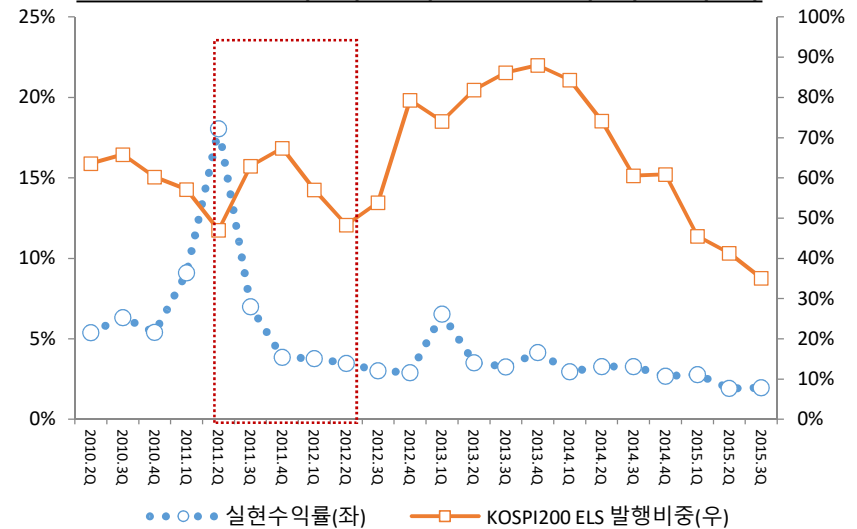
기초지수별 실현수익률(2010년 5월 ~ 2015년 10월) 비교

- › (실현수익률) 2011년 대비 수익률이 추세적으로 하락
 - 예: 2015년 발행 H지수 ELS의 수익률은 2.3%로 2011년(11.2%) 대비 ¼ 수준
- › 기초지수별로 쏠림이 수익률에 미친 영향은 상이할 것으로 판단
 - (홍콩 H지수 ELS) 2013년 이후 판매된 ELS에서 수익률 저하 현상이 관찰
 - (KOSPI200 ELS) 2011~2012년에 판매된 ELS에서 수익률 저하 현상이 관찰

홍콩 H지수 ELS 수익률과 발행금액 비중 추이



KOSPI200 ELS 수익률과 발행금액 비중 추이

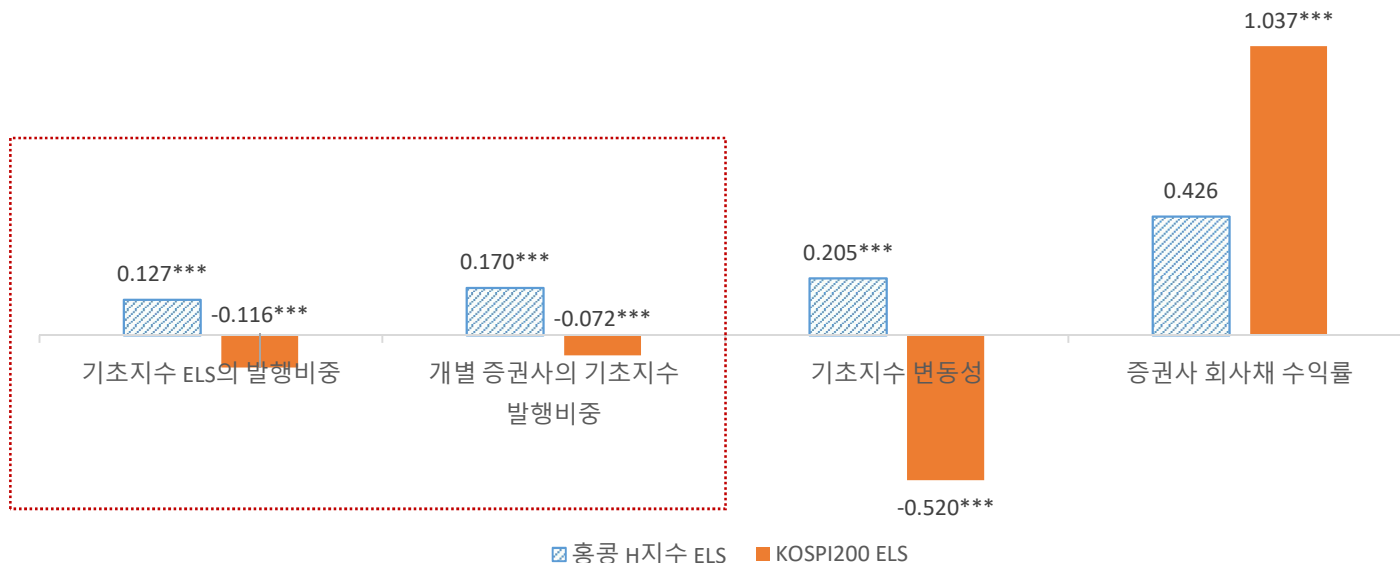


자료: 금융투자협회, 예탁결제원, 코스콤

쏟림이 ELS 수익률에 미친 영향 (2)

- (전기간 분석) KOSPI200 ELS에서 쏟림으로 인한 수익률 저하현상이 존재
 - › (KOSPI200 ELS) 쏟림으로 인한 수익률 저하 현상 존재
 - 관련 계수가 유의한 음수(-0.116, -0.072)로 추정
 - › (H지수 ELS) 반면, H지수에서는 쏟림으로 인한 수익률 저하 현상은 없음
 - 관련 계수는 유의한 양수로 추정
 - 이는 분석대상 H지수 ELS 중 손실이 난 경우가 아직 많지 않은 것과 관련

기초지수별 ELS 쏟림이 수익률에 미친 영향(2010년 5월 ~ 2015년 10월)

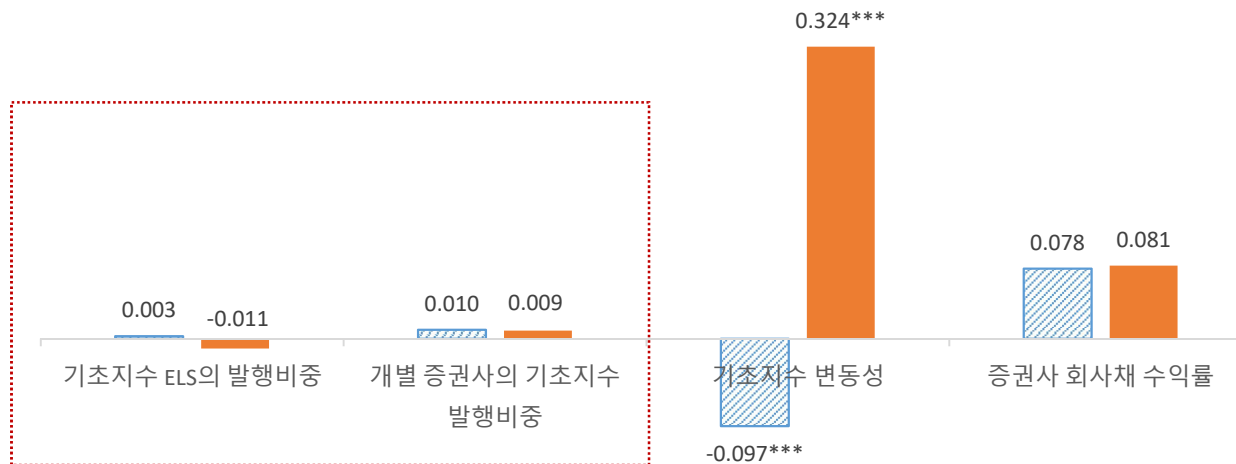


주: 1) 기초지수 변동성은 발행시점 기준 변동성을 의미, 2) 연도더미로 고정효과를 통제하고, 이분산성을 감안하여 추정

쏟림이 ELS 수익률에 미친 영향 (3)

- 2013년 이후로 한정하면, 쏟림으로 인한 수익률 저하 현상은 없음
 - 즉, 이 시기 판매가 급증한 H지수 ELS에서 수익률 저하 현상은 없음
 - 그러나 향후 H지수 ELS에서 수익률 저하 현상이 나타날 가능성을 유의
 - 2013년 이후 지속되고 있는 수익률 하락 추세
 - 위험과 수익률은 비례하므로 발행시점의 기초지수 변동성이 클수록 ELS 수익률이 높아야 하나, 실제 2013년 이후에는 H지수 변동성이 클수록 수익률이 하락

기초지수별 ELS 쏟림이 수익률에 미친 영향(2013년 1월 ~ 2015년 10월)



■ 홍콩 H지수 ELS ■ KOSPI200 ELS

주: 1) 기초지수 변동성은 발행시점 기준 변동성을 의미, 2) 연도더미로 고정효과를 통제하고, 이분산성을 감안하여 추정

소결

○ 주요 분석결과

- › (쏟림 현상) ELS/DLS에서 강한 쏟림 현상이 관찰
 - 기초지수 다변화 영향으로 KOSPI200 ELS로의 쏟림 현상은 완화
- › (수익률) KOSPI200 ELS에서 쏟림으로 인한 수익률 저하 현상 존재
 - 향후 H지수 ELS에서 쏟림으로 인한 수익률 저하 현상이 나타날 가능성 유의

○ 시사점

- › ELS/DLS 판매과정에서의 이해상충 내지 불완전 판매 가능성
 - 증권사의 자체적인 판단보다는 증권사간 판매경쟁(herding)의 산물
 - 이는 투자자의 자산관리보다는 상품판매에 집중했음을 시사
- › 다만, 세부 상품유형(ELS) 측면에서는 상품 다변화도 진행 중인 것으로 판단

4

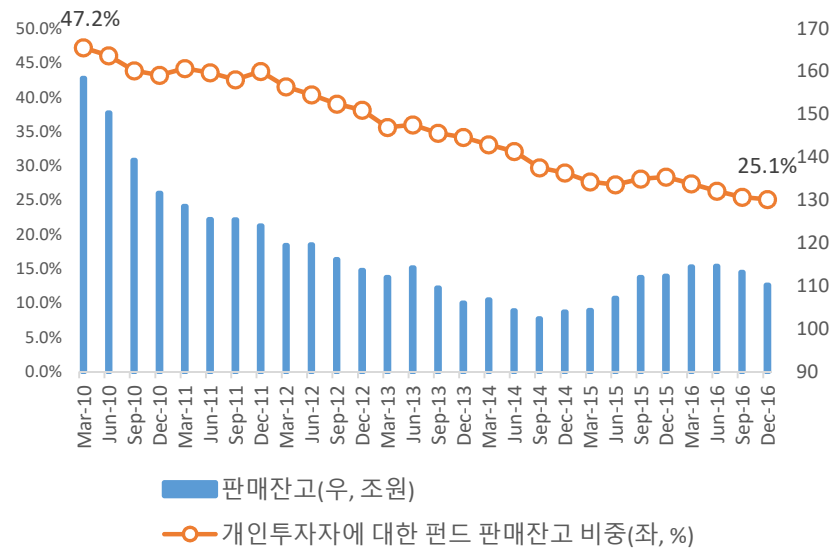
개인투자자의 공모펀드 투자행태

개인의 공모펀드시장 이탈 (1)

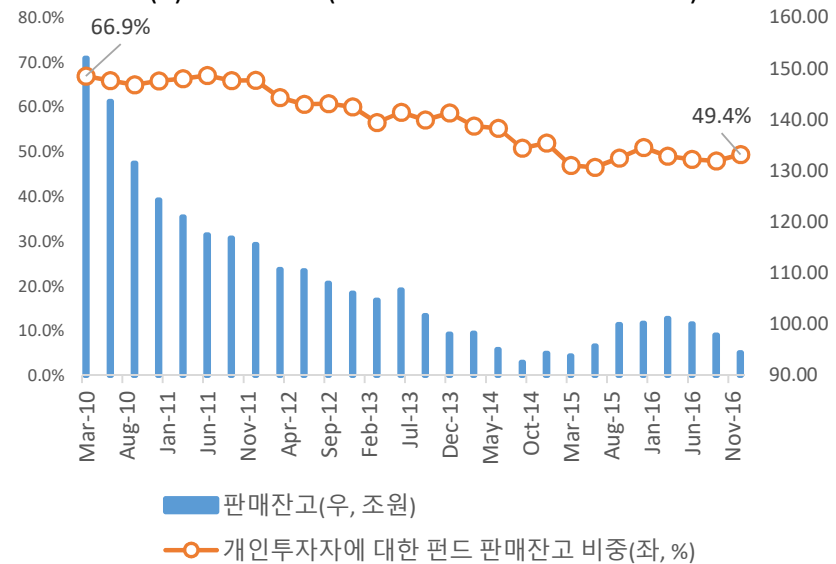
- 펀드시장은 개인의 비중이 크게 하락하면서 기관 중심 시장으로 변화
 - ▶ 개인 비중은 2010년 약 47% 수준에서 2016년 25%로 대폭 하락
 - 개인 판매잔고는 2010년 3월 158조원에서 2016년 12월 110조원으로 30% 감소
 - ▶ 공모펀드로 한정하더라도 개인 비중은 동기간 67%서 49% 수준으로 하락
 - 개인 판매잔고는 동기간 152조원에서 91조원으로 약 40% 감소

개인투자자에 대한 펀드 판매잔고 및 비중 추이

(1) 공/사모펀드 전체 (2010년 3월 ~ 2016년 12월)



(2) 공모펀드 (2010년 3월 ~ 2016년 12월)



자료: 금융투자협회

개인의 공모펀드시장 이탈 (2)

- 개인의 비중 감소는 개인투자자의 공모펀드시장 이탈의 결과
 - › 2011년 이후 개인의 사모펀드 투자는 증가한 반면 공모펀드 투자는 크게 감소
 - 사모펀드 투자는 약 8조원 증가한 반면 공모펀드는 25조원 감소
 - › 특히, 주식형(국내주식형 포함) 펀드시장에서 이탈이 두드러짐
 - 예: 주식형의 경우 개인의 투자감소분(42조원)이 전체(44조원)의 대부분을 차지

개인투자자에 대한 펀드 판매잔고 및 비중 변화

(단위: 조원, %)

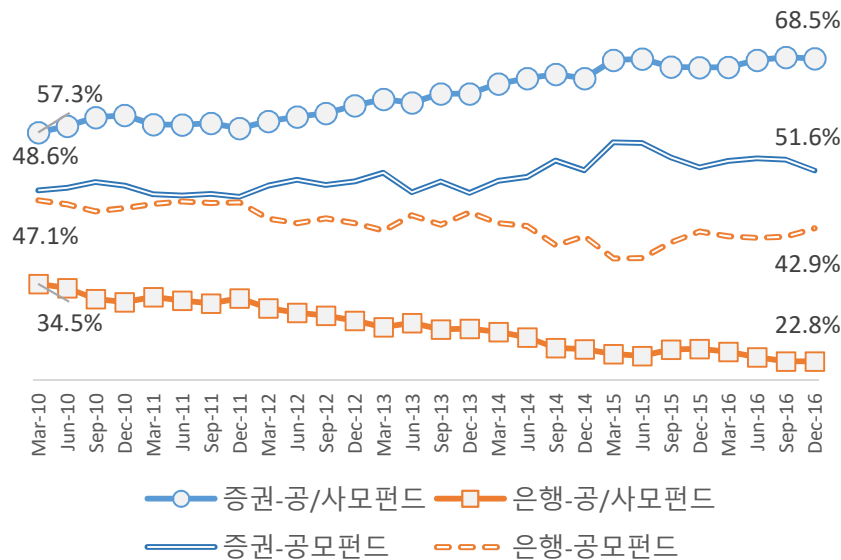
시점	구분	공모펀드			사모펀드	합계
		전체	주식형	국내주식형		
2011년 12월	개인(A)	115.6	77.8	50.5	8.4	123.9
	전체(B)	175.2	88.3	57.8	108.1	283.3
	개인비중(A/B)	66.0%	88.1%	87.3%	7.7%	43.7%
2017년 3월	개인(A)	90.7	35.7	24.6	16.3	107.0
	전체(B)	198.8	43.9	30.0	256.4	455.2
	개인비중(A/B)	45.6%	81.1%	82.1%	6.3%	23.5%
총 판매잔고 변화		23.6	-44.4	-27.8	148.3	171.9
개인투자자 판매잔고 변화		-24.9	-42.1	-25.9	7.9	-17.0

자료: 금융투자협회

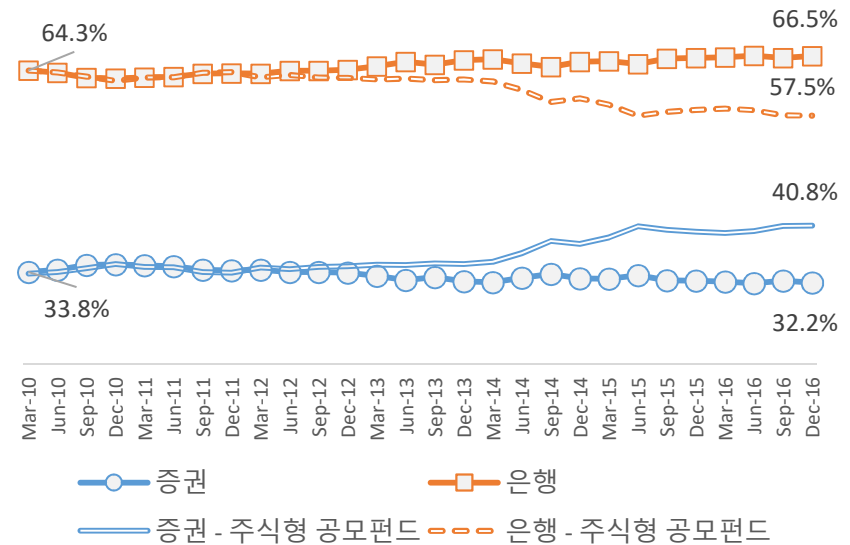
개인투자자의 펀드투자 경로

- 개인투자자는 증권사보다는 주로 은행을 통해 공모펀드에 투자
 - › 공모펀드 판매규모는 증권사(52%)가 은행(43%)보다 많으나,
 - › 개인의 투자경로는 증권사 32%, 은행 67%로 은행의 비중이 2배 이상 높음
 - 사모펀드를 포함하더라도 증권사 35%, 은행 64%로 은행의 비중이 높음

펀드유형별 판매채널 비중



개인투자자의 공모펀드 투자경로

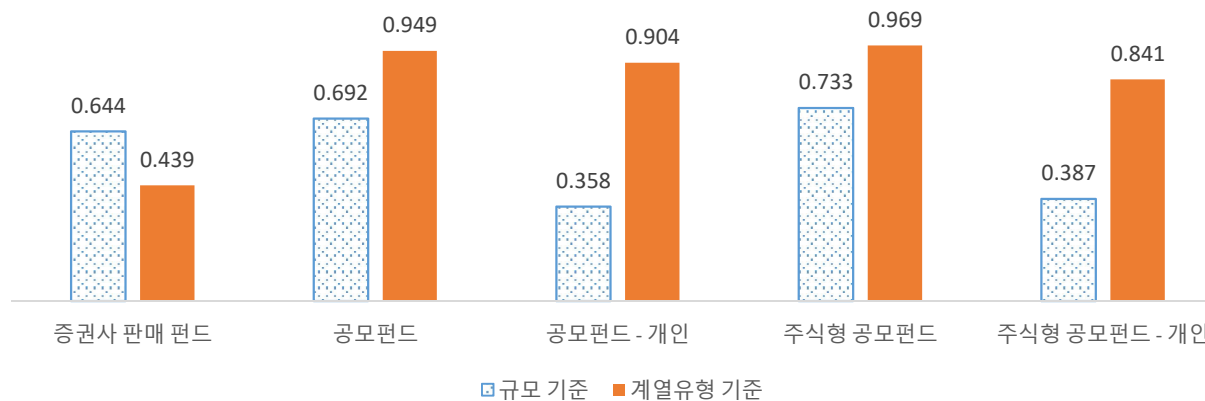


주: 판매잔액 기준 자료: 금융투자협회

공모펀드 투자자의 판매채널간 이동성

- 공모펀드의 판매채널간 이동성은 증권사 판매 펀드보다 낮게 추정
 - › 특히, 공모펀드 시장은 판매사의 계열 특성에 따라 분할
 - σ 추정치는 0.841(주식형공모펀드, 개인) ~ 0.969(주식형공모펀드)로 분포
 - › 이는 판매사의 계열유형이 공모펀드 수요기반에 매우 큰 영향을 끼침을 시사
 - 공모펀드는 판매망이 넓은 계열사가 있을 때 판매에 유리
 - 실제로 보험계열 판매채널(증권사, 은행)의 수요기반이 더 안정적인 것으로 추정

펀드 유형별 투자수요의 분할 정도(σ) 추정치

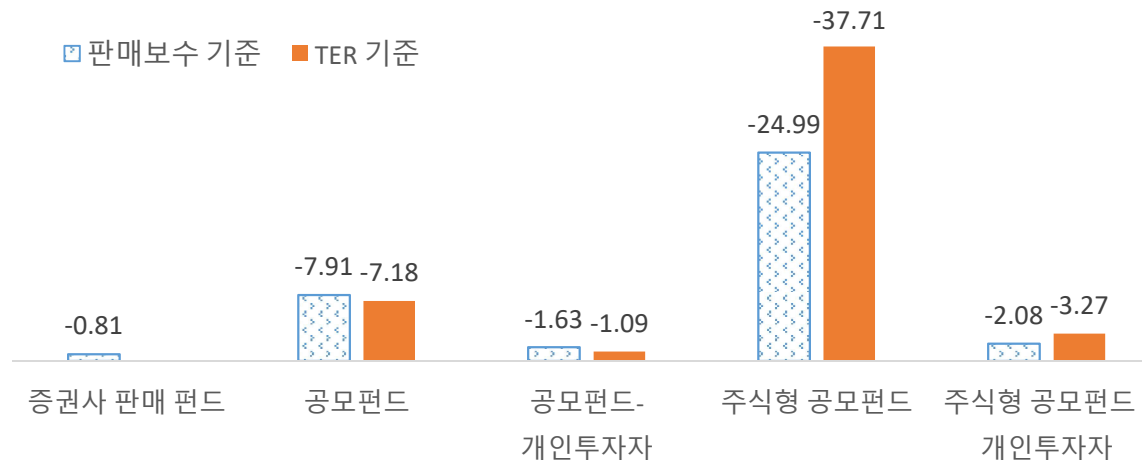


주: σ 추정치가 1에 근접할수록 투자수요의 분할 정도가 높음을 의미

공모펀드의 가격경쟁

- 공모펀드의 가격민감도는 개인이 기관투자자보다 훨씬 낮은 것으로 추정
 - › 특히, 주식형 공모펀드의 경우 개인의 상대적인 가격민감도가 매우 낮음
 - 개인의 가격탄력성이 -2.08(판매보수)로 탄력적이긴 하나, 다른 투자자 유형을 포함했을 때의 가격탄력성 -24.99(판매보수)에 비하면 낮은 수준
 - › 이는 판매채널간 가격경쟁이 기관을 대상으로 할 때 더 심해짐을 시사
 - 공모펀드 판매 시 이해상충 또는 불완전판매 가능성 유의

공모펀드의 가격탄력성 추정치 (중간값 기준)



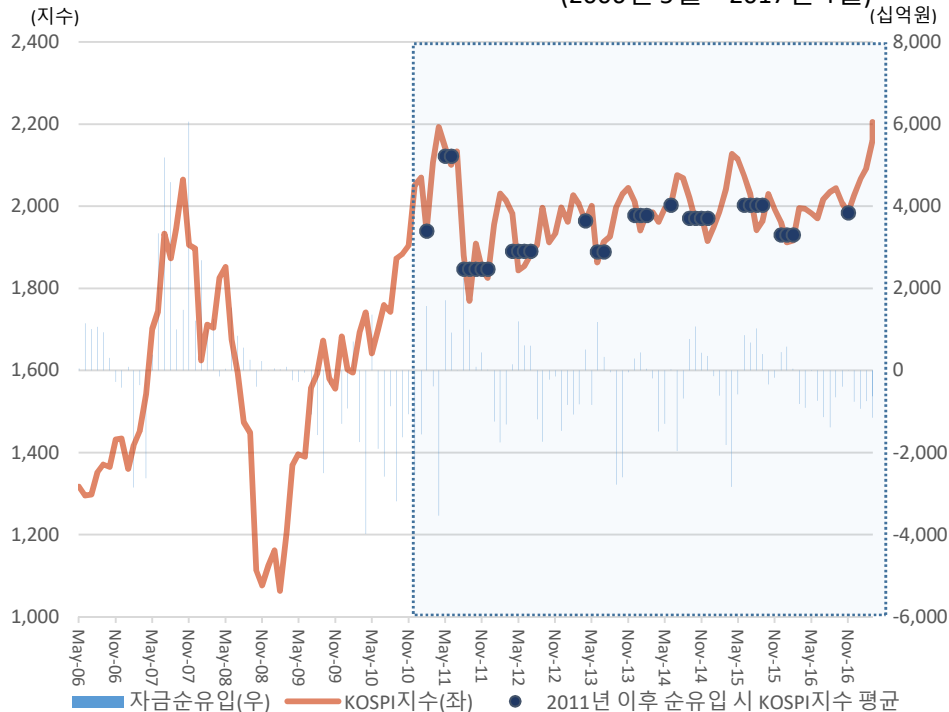
주: 계열유형을 기준으로 한 nested logit 모형의 추정결과

공모펀드 투자자의 투자행태 (1)

글로벌 금융위기 이후 공모펀드 투자행태 변화

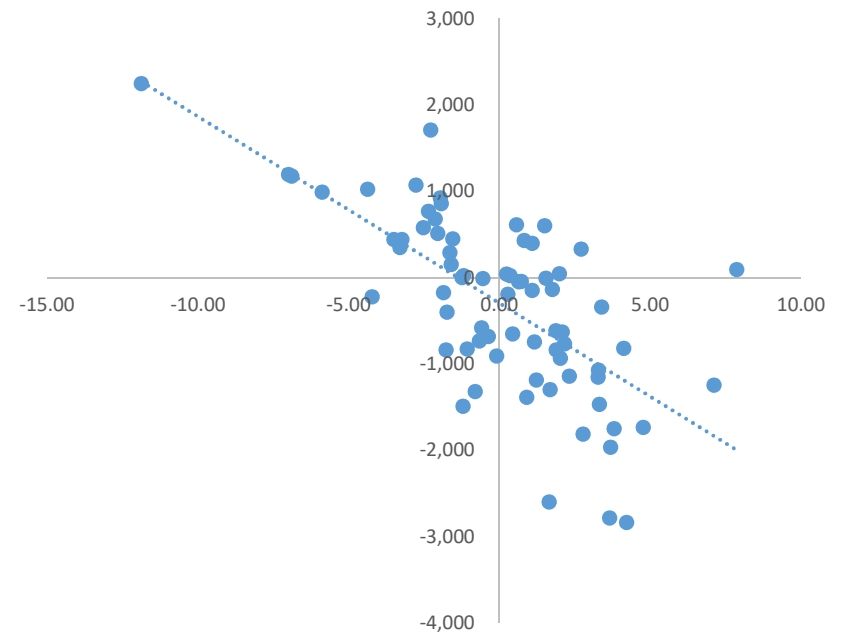
- ▶ 저점에서 일시적인 자금유입 후 주가 상승 시 대거 이탈하는 양상이 지속
 - 즉, 주가 하락 시 매입하고, 주가 상승 시 매도하는 단기 투자패턴으로 변화
 - 예: KOSPI 수익률(전월)과 국내주식형 공모펀드 자금순유입의 상관계수는 -0.68

국내주식형 공모펀드(ETF 제외)의 자금순유입 추이
(2006년 5월 ~ 2017년 4월)



자료: 금융투자협회

KOSPI지수 수익률(전월)과 자금순유입 - 국내주식형
(2011년 5월 ~ 2017년 4월)



주: 가로축은 KOSPI지수 수익률(전월, %), 세로축은 자금순유입(십억원)
자료: 금융투자협회

공모펀드 투자자의 투자행태 (2)

- 증권사 판매 펀드 투자자와는 상이한 공모펀드 투자자의 행태
 - ▶ (성과지표) 증권사 판매 펀드와는 달리 샤프비율이 상승하면 수요가 감소
 - 주가 하락 시 매입하고, 주가 상승 시 매도하는 단기 투자패턴과 관련된 결과
 - 특히, 개인은 주가 상승 시 환매 후 펀드시장에서 이탈한 것으로 추정
 - ▶ (특성변수) 판매채널의 접근성 또는 편의성이 증가하면 수요가 증가
 - 수요기반 역시 보험계열 판매채널(은행 및 증권사)이 안정적인 것으로 추정

구분	변수	증권사 판매 펀드	공모펀드		주식형 공모펀드	
			전체	개인투자자	전체	개인투자자
성과지표	샤프비율(기대수익률)	▲	▼	▼	▼	▼
특성변수 (접근성, 편의성, 서비스 등)	업력	▽	▼	▼	▼	▼
	상품취급범위	▽	-	-	-	-
	지점 수	▲	△	▲	△	▲ 또는 △
	지점당 직원 수	▽ 또는 ▼	△	▽ 또는 △	▽	▽
	은행계열	△	△	△	▽	△
	보험계열	▲	▲	▲	▲	▲
	은행/보험계열	△	▽	△	▽	△

1) ▼: 유의한 음수, 2) ▽: 유의하지 않은 음수, 3) △: 유의하지 않은 양수, 4) ▲: 유의한 양수

소결

○ 주요 분석결과

- › (투자수요) 판매채널 및 투자자 유형별 상이한 투자수요
 - 개인의 판매채널간 낮은 이동성 및 가격민감도
- › (투자행태) 공모펀드 투자자의 단기투자 행태 및 개인의 펀드시장 이탈

○ 시사점

- › 공모펀드 수요기반 약화는 공모펀드에 대한 신뢰저하의 결과
- › 펀드 판매과정에서의 이해상충 또는 불완전판매 가능성 존재
- › 공모펀드의 미흡한 자산관리 기능

5

결론 및 시사점

결론

- 자본시장 상품의 다양성 및 기능에 대한 평가
 - › 자산관리 또는 노후준비 수단으로서의 효용성 부재
 - 개인보다는 기관투자자 위주의 상품 구성
 - 자산관리보다는 상품판매 중심의 유인체계
 - › 금융투자상품에 대한 투자자의 인식·이해도 제고 필요성
 - 투자수요의 상품간 낮은 이동성 및 시장분할
- 판매 관련 이해상충 또는 불완전 판매 가능성
 - › (ELS) 쓸림 현상 및 쓸림으로 인한 수익률 저하 현상 일부 관찰
 - › (공모펀드) 개인투자자의 공모펀드에 대한 신뢰 저하
 - 결국 판매사와 투자자의 이해관계를 일치시킬 수 있는 유인체계 필요

시사점 및 정책과제

- 기본 방향 – 자산관리 수단으로서의 금융투자상품 기능 강화
 - › 국민의 재산증식 및 노후관리를 지원할 수 있는 상품 기능 및 서비스 강화
 - › 일반 투자자의 자산관리 서비스 접근성 제고가 필수적인 과제
 - 투자자 신뢰회복을 위한 자체적인 혁신 및 규제개선 병행
 - 단순 판매보다는 자산관리 서비스와 연계된 상품 판매 기능 강화
 - 저비용/맞춤형 자산관리 플랫폼 확대
- 정책과제
 - › 맞춤형 자산관리 서비스 확대 및 접근성 제고
 - (온라인) 자산관리 플랫폼 확대, 자문업 활성화를 위한 규제개선 등
 - › 자산관리 수단으로서의 공모펀드 기능 제고
 - 개방형 판매채널 확대, 공모펀드/ETF 활용도 제고, 공모펀드 규제개선 등
 - › 노후소득 안정을 위한 금융상품 관련 제도 개선
 - 연금성/비연금성 상품의 세제개선, 연금관련 규제개선 등

