

독립자산운용사와 그룹소속자산운용사간 운용성과 비교분석

정상기* · 전상경** · 조은주*** · 박래수****

<요 약>

고객이 위탁한 자산을 펀드를 통해 투자자의 이익을 위해 전문적으로 운용하는 자산 운용사라 할지라도 업무영역 및 자산운용에 대한 독립성 여부에 따라 운용행태나 운용 성과에 차이가 존재할 수 있다. 그룹에 소속된 자산운용사는 자사기준 최적투자포트폴리오를 구성하는 한편 그룹전체 최적포트폴리오의 일부를 담당해야할 가능성이 있다. 또한 시너지효과 등 긍정적 그룹소속효과와 더불어 이해상충과 대리비용 등 부정적 그룹소속 효과에도 노출된다. 그리고 이러한 그룹소속효과는 자산운용사가 소속된 그룹의 특성에 따라 달라질 가능성이 높다. 아무래도 자산운용업의 업무특성상 제조업기반의 산업그룹 소속자산운용사보다 금융그룹소속자산운용사가 그룹소속에 따른 긍정적 효과에 노출될 가능성이 높고, 같은 금융그룹소속이라 할지라도 상대적으로 그룹내 은행비중이 절대적으로 높아 대부분 은행위주의 업무행태나 성과지향의 특성을 가진 은행중심금융그룹소속자산운용사가 비은행계열금융그룹소속자산운용사보다 그룹소속에 따른 부정적 효과가 클 것으로 예상된다.

실증분석 결과, 그룹소속 또는 독립자산운용사 여부에 따른 성과차이는 일관되거나 유의하지 않았으나, 그룹소속인 경우 금융그룹소속의 자산운용사가, 그리고 금융그룹소속인 경우 비은행중심금융그룹소속의 자산운용사의 성과가 그렇지 않은 경우에 비해 일관되게 유의적으로 높게 나타났다. 이는 국내자산운용사의 운용행태나 운용성과가 그룹소속여부에 따라 그리고 소속된 그룹의 특성에 따라 차이가 있음을 증거한다.

주제어: 자산운용사, 그룹소속, 복합금융그룹, 자산운용성과, 성과차이
JEL 분류기호 : G11, G14, G2

논문접수일 : 2020. 05. 12. 1차 수정일 : 2020. 06. 13. 2차 수정일 : 2020. 06. 18. 게재확정일 : 2020. 06. 19.

* 주저자, 한양대학교 경영학과 박사과정, khsoo323@hanmail.net

** 공동저자, (04763) 서울특별시 성동구 왕십리로 222, 한양대학교 경영학과 교수, 02-2220-1650, sjun@hanyang.ac.kr

*** 공동저자, 숙명여대 경영학부 강사, choej@sookmyung.ac.kr

**** 교신저자, (04310) 서울특별시 용산구 청파로 47길 100, 숙명여자대학교 경영학부 교수, 02-2077-7382, rsoo@sookmyung.ac.kr

I. 서론

금융시장에서의 주요 주체인 금융기관의 역할과 기능은 시대에 따라 다르게 기대된다. 대공황을 겪은 미국에서 은행집중과 겸업에 따른 폐해를 줄이고자 Glass-Steagall Act (Banking Act of 1933)를 제정하여 금융업종간 업무구분을 금과옥조처럼 여겨왔다. 그러나 금융환경의 변화에 따른 글로벌 금융시장에서의 경쟁력을 이유로 지난 1999년 미국연방의회에서 제정된 Gramm-Leach-Bliley Act (Financial Service Modernization Act)를 통해 Glass-Steagall Act의 핵심 조항 가운데 하나인 20조와 32조가 폐지되어, 은행이 자회사를 통해서 증권 관련 업무를 할 수 있도록 규정함으로써 은행과 증권 그리고 보험업을 분리했던 Glass-Steagall Act의 효력이 사라져 사실상 복합금융그룹시대를 열게 되었다.

복합금융그룹의 도입은 대형화와 그룹화에 따른 규모의 경제(economy of scale)효과가 첫 번째 목표이다(Berger, Hancock and Humphrey, 1993; Berger, 1998; Pilloff and Santomero, 1998; Hughes and Mester, 1998; Mester, Nakamura and Renault, 2002 등). 그리고 그룹내 다양한 금융사를 통한 범위의 경제(economy of scope)효과도 주요 도입근거이기도 하다. 복합금융그룹은 결합상품에 의한 비용효율성(Berger, Hunter and Timme, 1993), 고객의 one-stop-shopping 욕구해소(Herring and Santomero, 1990), 그룹내 효율적인 내부자본시장 형성(Gertner, Scharfstein and Stein, 1994), 및 감시비용의 절약(Mester, Nakamura and Renault, 2002) 효과를 얻을 수 있는 것으로 나타났다. 또한 그룹내 다양한 금융업무와 금융상품취급을 통한 위험분산효과 역시 주요 근거였다(Diamond, 1991; Rajan, 1992; Boyd, Graham and Hewitt, 1993; Saunders and Walter, 1994; Stein, 2002 등). 그러나 복합금융그룹의 등장이 애초에 기대하는 긍정적인 기능과 역할보다 오히려 부정적인 측면이 더 부각되기도 하였다. Aron(1988), Stulz(1990)와 Rotemberg and Saloner(1994) 등은 복합금융그룹 내 사업다각화가 기업 내부자와 소액주주 간 대리인문제를 악화시키고 계열금융사간 이해상충문제 역시 다양한 영역에서 나타날 수 있으며, 그로 인한 부담은 금융소비자에게 전가될 수 있다고 주장하였다. 지난 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서는 대형화 집중화에 따른 시스템 리스크에 대한 우려가 2010년 Dodd-Frank Act 도입의 계기가 되기도 하였다.

국내 금융지주그룹(특히 은행중심 금융지주사)소속 자산운용사의 포트폴리오는 일반적인 외부고객위주의 포트폴리오구성과 운용뿐만 아니라 그룹보유자산(특히 은행위주)에도 상당부분 신경써야한다. 따라서 해당그룹소속 자산운용사는 자사의 최적포트폴리오 구성과 운용이라는 과제와 더불어 금융그룹 전체의 최적포트폴리오중 일부를 담당

하여 운용해야할 과제에도 노출된다. 흔히들 경제학에서 다루는 전체최적화(global optimization)와 부분최적화(local optimization) 중 택일의 딜레마에 놓인 셈이다. 이와 관련된 기존연구에서도 투자정보면에서 우위를 가진 자산운용사가 고객의 이익보다 그룹전체의 이익을 우선한 사례를 확인할 수 있다(박래수·신보성, 2007; 박영석·최운열·이진호, 2011; 박영규·김인호, 2012 등).

이에 본 연구는 고객의 자산을 위탁받아 투자수익을 제공함으로써 수익을 창출하는 자산운용사의 경우 업무영역 및 자산운용에 대한 독립성여부(또는 정도)가 해당자산운용사의 행태나 성과에 어떠한 영향을 미치는 가에 대한 의문에서 시작되었다. 자산운용사의 운용행태와 운용성과는 그룹소속에 따른 전체최적화와 부분최적화간 포트폴리오선택차이 이외에도 다양한 원인으로 인해 차이가 존재할 수 있다. 우선 자산운용사의 그룹소속으로 인한 긍정적인 요인으로서 시너지효과를 들 수 있다. 복합금융그룹내 우호적이면서도 유연한 인적교류를 통해 풍부한 인재풀을 공유할 수 있으며, 자산운용 및 위험관리관련 금융노우하우 등의 공유를 통한 시스템 및 정보우위, 금융그룹차원의 자산운용업무에 대한 전반적인 이해제고와 시스템투자제고 가능성 그리고 규모 및 범위의 경제효과 등을 들 수 있다. 또한 동일그룹소속 계열사들의 자산운용위탁으로 인한 자산운용규모제고 및 정보이전 등의 부수적인 효과 등은 해당자산운용사에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

그러나 자산운용사가 그룹소속인 경우, 독자적인 자산운용업 영위보다 그룹내 주력 금융기업(특히 시중은행)에 대한 지원임무로 인한 포트폴리오 부분최적화문제에 직면할 수 있고, 금융그룹내 위험전이 및 사적유인구조 등의 문제에 노출될 가능성이 높다. 또한 해당자산운용사의 포트폴리오내 그룹내 자산운용비중 과다와 불합리한 계열사간 이전가격으로 인해 판매 및 운용보수의 저하, 금융그룹차원의 지나친 보수적 운용요구 등으로 인한 성과저하, 같은 금융권이기는 하지만 자산운용과는 거리가 먼 비전문가에 의한 자산운용사 CEO선임문제 그리고 기타 업무 및 운용상 이해상충문제 등으로 인해 오히려 해당그룹내 자산운용사에 부정적인 효과가 존재할 가능성 역시 풍부하다.

그리고 이러한 그룹소속자산운용사의 행태나 성과차이 여부는 그룹의 특성에 따라 다르게 나타날 것으로 예상된다. 즉, 그룹소속이라 할지라도 금융권기반 그룹소속인지 아니면 제조업 등의 산업기반 그룹소속인지에 따라 자산운용사가 직면하는 그룹내 시너지효과 또는 이해상충문제가 달라질 것이다. 또한 같은 금융그룹의 경우라 할지라도 은행중심금융그룹인지 비은행중심금융그룹인지 여부에 따라서도 해당그룹소속 자산운용사의 행태 또는 성과의 차이가 있을 것으로 예상된다. 특히 국내 금융지주그룹의 경우 그룹내 은행자산 및 이익비중의 과다, 그룹내 은행위주 업무행태와 성과지향

으로 인해 소속자산운용사의 이해상충 문제가 더 클 것으로 예상된다¹⁾. 이에 본 연구에서는 그룹소속 자산운용사를 금융그룹소속과 산업기반그룹소속으로 구분하여 분석하고, 금융그룹소속 자산운용사는 은행중심금융그룹소속과 비은행중심금융그룹소속으로 나누어 분석하였다.

주요 실증분석결과는 다음과 같다. 먼저 그룹소속자산운용사와 독립자산운용사간 일관되면서도 유의한 성과차이는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이는 국내자산운용사의 경우 그룹소속에 따른 시너지효과 등의 긍정적인 효과와 대리인비용 등의 부정적인 효과 중 어느 한 효과가 일관된 우위를 보이지는 않은 것으로 이해된다. 그리고 그룹소속자산운용사를 금융그룹소속과 산업그룹소속으로 나누어 두 그룹간 성과차이가 나는지 분석한 결과 금융그룹에 소속된 자산운용사가 산업그룹에 소속된 자산운용사에 비해 운용성과가 좋았다고 나타났다. 이러한 분석결과는 금융그룹소속 자산운용사의 경우 상대적으로 금융계열사간 정보 및 시스템공유 등 시너지효과가 제조업이나 여타산업에 기반한 계열그룹에 소속된 자산운용사가 가지는 긍정적 효과보다 컸거나, 그룹소속에 따른 대리인비용이나 이해상충 그리고 불필요한 운용계약에 따른 부정적 효과가 훨씬 더 작았던 걸로 해석된다. 마지막으로 금융그룹에 소속된 자산운용사를 은행중심금융그룹소속과 비은행중심금융그룹으로 나누어 분석한 결과, 은행중심금융그룹에 소속된 자산운용사가 비은행금융그룹에 소속된 자산운용사에 비해 위험조정 및 비계량평판을 감안한 운용성과가 훨씬 좋지 못한 것으로 드러났다. 이는 국내 은행중심금융그룹이나 금융지주사의 경우 소속된 개별자산운용사가 지니는 그룹소속에 따른 여러 긍정적 시너지효과보다 계열사내 은행중심성과평가와 업무배정 그리고 다양한 운용계약 등의 부정적인 효과가 훨씬 더 컸음을 의미하며, 국내 은행중심금융그룹의 경우 소속자산운용사에게는 오히려 부담이 되었다고도 해석할 수 있겠다.

본 연구는 국내에서도 금융혁신과 금융업무 통합을 통해 금융경쟁력을 제고하려고 지난 2008년 제정된 일명 자본시장통합법 도입에 따른 제효과를 분석하는 데 먼저 그 의의가 있다. 그간 복합금융그룹(BHC) 전체의 성과나 위험을 비교분석한 연구 등은 존재하지만, 해당소속내 특정회사(특히 자산운용사)의 행태나 성과를 비교분석한 연구는 거의 없었다. 그리고 그간 진행된 자산운용성과관련 비교연구의 경우 주로 개별펀드단위 차원에서 스타일이나 매니저별로 비교분석한 연구 등은 있었으나, 금융그룹소속내 자산운용사 차원의 성과 비교분석이나, 동일 차원의 펀드성과 등을 비교분석연구시도는 거의 없었다. 따라서 본 연구는 개별자산운용사의 행태나 성과가 그룹소속

1) 2019년말 국내금융지주회사내 은행이 차지하는 비중으로 연결기준총자산(2,628.6조원)에서 75.4%, 연결기준순이익(15.2조원)에서 64.3%에 달하는 반면, 증권 및 자산운용사가 포함된 금융투자회사들의 비중은 그룹내 총자산중 9.7%, 순이익중 17.2%이다(금융감독원 보도자료, 2020년4월6일).

여부나 소속그룹의 특성에 따라 어떻게 다르게 나타는지 분석한 최초의 연구라는데 그 의의가 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 이어지는 2장에서는 기존의 선행연구 및 연구가설을 제시하였고, 3장에서는 분석대상표본의 선정과 자료원천 및 실증연구모형을 제시하였다. 4장에서는 실증분석결과를 통해 그룹소속여부 및 소속그룹특성에 따른 국내자산운용사들의 성과차이를 분석하여 경제적 해석을 부여하였으며, 마지막으로 5장에서는 본 연구의 결과와 의의를 요약하였다

II. 선행연구 및 실증가설

1. 선행연구

1.1 은행의 겸업화에 따른 경제적 효과

금융권의 주요 추세로서 형성된 복합금융그룹에 소속된 금융기관(특히 은행)이 본연의 업무 외에 다양한 업무를 수행함에 따라 발생하는 다양한 경제적 효과로서 규모의 경제(economy of scale)와 범위의 경제(economy of scope), 그리고 위험분산효과 등이 논의된다. 먼저 규모의 경제효과는 대형화를 통한 금융경쟁력확보라는 이슈와 맞닿아 있으며(Berger, Hancock and Humphrey, 1993; Berger, 1998; Pilloff and Santomero, 1998; Hughes and Mester, 1998; Mester, Nakamura and Renault, 2002 등), 그룹내 겸업화에 따른 범위의 경제효과는 결합상품 제공에 따른 비용효율성(Berger, Hunter and Timme, 1993), 고객에게 one-stop-service 편의제공(Herring and Santomero, 1990), 금융그룹내 효율적인 내부자본시장 형성(Gertner, Scharfstein and Stein, 1994) 그리고 감시비용의 절감(Mester, Nakamura and Renault, 2002) 등이 거론된다. 또한 위험분산효과로는 단순히 규모의 경제나 범위의 경제효과에 따른 수익의 안정화 외에도 다양한 금융업무를 소화시킴으로써 전체적으로 효율적인 위험분산효과를 거둘 수 있다는 점이 제시되고 있다(Diamond, 1991; Rajan, 1992; Boyd, Graham and Hewitt, 1993; Saunders and Walter, 1994; Stein, 2002 등).

그러나 이에 못지않게 다각화에 따른 비효율성과 이해상충 그리고 위험제고 등의 부작용도 거론된다. Berger and Humphrey(1991)는 비용함수를 이용하여 사업규모 및 영역 확장에 따른 비효율성을 제시하였고, Benston(1994)과 김선호(1997)는 겸업은행이 가질 수 있는 장단점을 기존의 연구와 사례를 이용하여 설명하면서, 겸업은행이

갖는 긍정적 효과로는 위험축소, 범위의 경제 달성, 대리인 비용 감소 등이 있으며 부정적 효과로는 금융시장 내 다양한 이해관계자들 사이에서 발생 가능한 이해상충문제를 제시하였다. Aron(1988), Stulz(1990), Rotemberg and Saloner(1994) 등은 금융그룹 내 사업다각화는 금융그룹내 효율적인 경영유인을 설계하고 내외부 이해관계자들의 유인을 부합시키기 매우 어렵고 오히려 내부경영자의 사적유인을 추구하기 위해 다각화를 시도하는 경우도 있다고 주장한다. 그리고 은행의 대형화와 겸영화에 따른 부작용으로 거래상대방에 대한 감시유인이 낮아지거나(Wilmarth, 2001), 평판위험의 전이 효과(Cumming and Hirtle, 2001) 등으로 오히려 위험이 커질 수 있으며, 한조직내에서 다양한 사업을 영위하면 오히려 사업간 상관관계가 증가할 수 있다고도 우려한다(Flannery, 2000).

국내의 경우도 이와 유사하게 겸업은행제도의 도입이 우리나라 금융산업에 미치는 영향과 장단점을 살펴본 연구들이 있다. 김선호(1997)는 겸업은행의 장점으로 범위의 경제, 중소기업에 대한 대출 증가, 위험분산효과 등을 논했는데, 은행이 은행업무만을 수행하는 것보다 적정수준의 보험업무나 증권업무를 동시에 수행할 경우 위험분산효과가 일어나 은행의 안전성이 오히려 높아진다고 하였다. 그러나 이러한 장점을 지님에도 불구하고 겸업은행이 갖는 단점으로 안전성과 건전성, 이해상충 문제 등을 제시하였는데, 안전성의 경우 은행본체 내에서의 직접경영방식이 자회사방식에 비해 안전성을 크게 해치지 않으면서도 범위의 경제를 충분히 이룰 수 있는 방식이라고 제시하였다. 함준호·김준경(2006)은 국내금융회사들의 금융그룹화가 소속된 개별금융회사의 위험을 분석한 후 외환위기 이후 독립금융회사에 비해 도산위험이 대체로 낮은 것으로 측정하고 이는 겸영화에 따른 효과라기보다 대형화에 의한 수익성 및 변동성 개선 효과가 유의하게 나타난 것으로 해석하였다. 박종원외3인(2009)은 그간 국내에서의 복합금융그룹화가 소속개별금융회사의 부실위험에 오히려 부정적인 영향을 끼친 것으로 분석하고 있다.

1.2 증권회사 및 자산운용사의 겸영화에 따른 효과

앞서 하나의 금융기관(은행)이 다양한 사업영역을 영위함으로써 갖게 되는 단점으로 이해상충 등의 문제가 제시되었는데, 은행 외에도 증권사나 자산운용사 등에서도 이와 관련된 다양한 현상들이 포착되고 있다. 이중 대표적인 사례로 IPO 저가발행과 정보이전현상을 들 수 있다. 먼저 Ber, Yafeh and Yosha(2001)는 겸업은행에서 진행하는 IPO 주식을 분석하여 이해상충 문제를 제시하였으며, 겸업은행들은 주식 고가매수로 인한 투자자 손실을 유발시키는 경향이 있다고 하였다. 이와 대조적으로 박래수·

신보성(2007)은 자산운용업을 함께 운영하는 증권사의 IPO 저가발행현상을 분석하였는데, 겸업 증권사들이 자신들의 펀드성과를 높이기 위해 발행기업의 이익을 훼손시킬 수 있다고 있음을 확인하였다. 이와 유사하게 박영석·최운열·이진호(2011)도 국내에서의 IPO 저가 발행현상을 이용한 이해상충문제를 제기 하였는데, 계열자산운용사에 IPO주식을 편입한다는 점에서 그 차이가 있다. 추가적으로 정보이전현상과 관련된 연구로 박영규·김인호(2012)는 국내의 재벌계열 자산운용사의 정보이전현상을 포착함으로써, 계열관계로 인한 자산배분의 왜곡현상을 제시하였다.

우선 이해상충 문제를 제기한 초창기 연구인, Ber, Yafeh and Yosha(2001)의 논문에서는 인수업과 자산운용업을 사내 겸영하는 이스라엘 은행들이 진행하는 IPO 분석을 통해, 은행의 대출, 증권인수, 펀드운용업무 사이에서 발생하는 이해상충문제를 제기하였다. 저자들은 겸영 은행이 인수하여 자신의 고객펀드에 편입한 IPO 주식의 저가발행 정도가 덜하다는 것을 발견하였으며, 뿐만 아니라 겸영은행의 자산운용부문이 해당 IPO 주식을 대거 편입한 경우, 동 주식의 상장 후 1년간 주가수익률이 현저하게 낮음을 보고하였다. 이는 인수업과 자산운용업을 겸영하는 이스라엘 은행들이, 투자자들이 손실을 본다 하더라도 IPO 주식을 내재가치보다 높게 인수하여 자신이 운영하는 펀드에 편입시킨다고 하였다. 다음은 국내의 금융기관의 겸업화에 따른 이해상충 문제를 IPO 주식을 이용하여 실증분석한 연구이다. 박래수·신보성(2007)의 연구에서는 비은행소속금융그룹특성인 증권사가 자산운용업을 함께 영위하는 경우 발생 가능한 이해상충 문제를 IPO 저가발행 현상과 결부시켜 찾아내고자 하였다. 우선 발행기업과 펀드투자자의 이해상충 가능성을 IPO 저가발행을 통해 살펴보았는데, 실증분석 결과에 따르면 자산운용업을 함께 영위하고 있는 증권사가 주관하는 IPO의 저가발행이 더 심한 것으로 나타나, 투자수익을 고려한 저가발행이 이루어지고 있으며 자산운용업무의 고객인 펀드투자자 이익을 위해 발행기업의 이익을 훼손시킬 수 있음을 주장하였다. 다음으로 펀드시장 점유율로 자산운용업무의 중요도를 측정하고 시장점유율에 따라 IPO 저가발행이 심화되는지를 측정하였다. 분석결과, 자산운용업무 중요도가 높은 증권사일수록 IPO 저가발행 정도가 심화되고 있어 시장에서의 지위가 상대적으로 높은 증권사일수록 발행기업보다는 펀드투자자들의 이익을 중요시함으로써 이해상충이 심화될 수 있다고 제시하였다. 이와 유사한 연구로 박영석·최운열·이진호(2011)는 IPO주식의 펀드편입 간 이해상충현상을 두 가지 측면에서 분석하였다. 우선, 계열자산운용사 펀드에 편입된 IPO주식의 저가발행정도를 통해 증권회사가 자산운용업무를 행함으로써 발생 가능한 투자자 간 이해상충현상을 설명하였다. 저자들은 상장 후 수익률이 높을 것으로 예상되는 IPO주식을 계열자산운용사 펀드에 편입한다면 펀드투자자와 일반투자자 사이에 이해상충을 야기할 수 있다고 하였으며, 분석결과에 따르면

IPO분기에 인수주간사는 상장수익률이 높은 주식(저가발행정도가 심한 주식)만을 자신의 계열자산운용사 펀드에 편입하고 있다고 하였다. 다음으로 계열자산운용사 펀드에 IPO주식을 편입한 인수주간사의 펀드판매시장점유율이 높다는 점을 통해, 자신의 시장지배력을 활용한 수수료수익 추구행위가 거래 당사자인 IPO기업과의 이해상충가능성을 나타낼 수 있다고 하였다. 즉, IPO인수주간사가 펀드 판매시장에서 어느 정도 우위를 점하고 있다면, 펀드 판매를 통한 수수료 수익으로 자신의 이익을 추구할 수 있다는 것인데, 실제 분석결과에서도 IPO인수주간사의 (주식형)펀드판매시장점유율과 펀드판매수수료를 등이 IPO주식의 펀드편입에 직접적인 영향을 미치는 것으로 드러나 IPO인수주간사의 이해상충유발 가능성을 제시하였다.

IPO저가발행 외에도 정보이전현상으로 이해상충문제를 제기한 연구로 박영규·김인호(2012)는 재벌계열 자산운용사와 여타 자산운용사의 펀드투자성적을 실증적으로 분석함으로써 계열사 간의 정보전달 현상 및 이를 통한 그룹계열 자산운용사의 정보우위가 존재하는지 분석하였다. 이들의 연구결과에 따르면, 재벌계열 자산운용사에서 계열사 내 정보이전이 존재하고는 있지만 해당 정보를 통한 성과우위는 얻지 못하는 것으로 나타났다. 즉, 계열자산운용사의 경우 계열사의 주가가 하락하는 경우에도 계열사에 대한 투자를 유지 또는 증가시키는 전략을 취하는 것과 같이 비대칭적 투자행태를 보이고 있어, 계열관계로 인한 자산배분의 왜곡현상이 야기되고 있다는 것이다. 이는 해당 정보가 펀드의 성과보다는 계열사의 주가하락에 대한 방어목적으로 이용되고 있음을 시사하고 있으며, 그룹계열 자산운용사는 펀드 자체의 수익률 증진보다는 계열그룹 전체의 수익률 증진을 고려하는 투자의사결정을 할 수 있다는 가능성을 나타내고 있다.

앞서 제시한 주요 선행연구들에서는 자산운용업무를 겸영하는 금융기관에서 발생 가능한 이해상충 문제를 제시하였으며, 이 과정에서 나타나는 IPO저가발행 등과 같은 현상은 운용성과를 높이기 위한 수단으로 이용되었다. 이는 자산운용사들이 갖는 대표적인 대리인 문제와 연결 지을 수 있는데 포트폴리오 펌핑과 성과이전이 대표적인 그 예이며, 투자자들 사이에 부의 이전 현상이나 펀드 매니저 자신들의 인센티브 문제와도 연결된다는 점에서 그 중요성을 갖는다. 때문에 포트폴리오의 성과왜곡을 논하는 다양한 연구들이 진행되었는데, Carhart et al.(2002), 원승연(2007), 고광수·이주성(2008)의 연구에서는 성과측정 기간을 달리하여, 인위적으로 펀드의 운용성과를 높인다는 실증분석 결과를 제시하였다. 이 외에도 계열펀드가 존재하거나, 다양한 유형의 펀드를 운용하는 자산운용사의 성과이전 현상을 제시함으로써, 자산운용사들의 대리인 문제를 지적하고 있다(Guedj and Papastaikoudi, 2004; Gasper, Massa and Matos, 2006; Cici, Gibson and Moussaw, 2010; 하연정, 2015 등).

한편 펀드 수수료는 자산운용사의 이익이 되기 때문에 펀드규모를 증가시키기 위한 수익률 향상을 목표로 한다. 이 과정에서 펀드매니저의 운용 능력으로 수익률을 높인다면 펀드 투자자에게 높은 이익을 가져다 줄 것이다. 하지만 자산운용사 내에서 다른 펀드의 수익률을 이전시키는 등의 방법으로 수익률을 높인다면 이는 펀드매니저 또는 자산운용사와 펀드 투자자간의 대리인문제로 연결될 수 있다. 이와 관련된 연구로는 Carhart, Kaniel and Musto(2002), 원승연(2007), 고흥수·이주성(2008)이 있다. 우선 Carhart, Kaniel and Musto(2002)는 미국 주식형펀드를 대상으로 펀드매니저들의 성과왜곡 현상이 발생하는지 분석하였다. 주식형펀드의 일별초과수익률을 각 분기말과 분기초의 더미 변수에 회귀시켜서 기간 말과 기간 초의 비정상 초과수익률을 검증하였으며, 실증분석 결과는 다음과 같다. 연말과 분기말에서 통계적으로 유의적인 양의 초과수익률이, 바로 다음 거래일인 연초와 분기초에서 유의적인 음의 초과수익률이 나타났으며, 기간 말 양의 수익률은 기간 초의 성과를 이전시켜 와서 발생한 비정상적인 수익률임이 드러났다. 결과를 통해, 펀드 매니저들이 연말이나 분기말과 같은 기간 말에 다음 연초와 분기초의 성과를 이전시키는 방식으로, 연말이나 분기말에 순자산가치를 높임으로써 펀드의 운용 성과를 높이려 한다는 것을 보여주었다. 다음으로 원승연(2007)은 평가펀드와 비평가펀드의 운용성과(벤치마크 대비 초과수익률)를 이용하여 성과편향을 측정하였으며, 성과편향이 자산운용사의 유인 및 행태와 어떠한 연관성을 갖고 있는지를 분석하였다. 즉, 상대적으로 정보가 부족한 투자자들에게 펀드 운용실적은 펀드 선택 시 중요한 고려요소이기 때문에, 자산운용사들은 상대적으로 높은 운용성과를 드러나게 하기 위해 성과평가 대상이 되는 펀드를 비평가펀드에 비해 상대적으로 높은 운용실적을 보이게 할 수 있다는 것이다. 연구결과에 따르면, 평가펀드는 벤치마크 대비 초과성과를 달성하였지만 비평가 펀드는 유의미한 초과성과를 달성하지 못한다고 하였으며, 이는 자산운용사의 성과왜곡과 연결 될 수 있다고 한다. 또한 성과편향으로 인해 투자자들은 자산운용사의 운용능력을 잘못 판단할 수 있다는 가능성을 제시하고 있다. 마지막으로, 고흥수·이주성(2008)은 국내 펀드시장에서 포트폴리오 펌핑과 성과이전현상을 실증분석 하였다. 포트폴리오 펌핑 현상을 관찰하기 위해 개별 펀드의 일별수익률에서 벤치마크 수익률을 차감한 초과수익률 자료를 사용하였으며, 기간 말과 기간 초의 비정상 초과수익률의 존재 여부를 펀드유형별로 검증하였다. 분석결과에 따르면, 성장형 공모 펀드에서만 연말과 분기말에 유의적인 양의 초과수익률이 발견되어 국내의 경우 펀드 매니저의 인센티브를 위한 포트폴리오 펌핑이 어느 정도 존재한다는 것을 확인하였다. 또한 연초에 유의적인 음의 초과수익률이 연말의 유의적인 양의 초과수익률 해소과정이라 할 수 없어, 성과이전현상은 발생하지 않는다고 하였다.

펀드 성과왜곡과 관련하여 앞서 제시한 논문들이 동일 펀드 혹은 동일유형의 펀드 내에서의 성과이전현상을 분석하였다면, Guedj and Papastaikoudi(2004), Gasper, Massa and Matos(2006), Cici, Gibson and Moussaw(2010), 하연정(2015) 등은 실증분석을 통해 유형이 다른 펀드나 계열 펀드에서도 성과이전 현상이 발생할 수 있다는 실증증거를 제시하고 있다. 먼저 Guedj and Papastaikoudi(2004)는 계열 뮤추얼 펀드(mutual fund families)의 성과가 그들이 관리하는 펀드 성과에 영향을 미칠 수 있는지에 대해 연구하였다. 연구에 따르면 계열 뮤추얼 펀드들은 초과성과를 지속적으로 달성하기 위해 전체 계열 펀드내에 성과를 할당하며, 이러한 성과 유지 현상은 규모가 작은 계열펀드 보다는 규모가 큰 계열펀드(fund families)에서 더 잘 나타난다고 하였다. 이를 통해 계열 펀드의 성과가 해당 펀드에도 영향을 미칠 수 있음을 보여주었다. 이와 유사하게 Gasper, Massa and Matos(2006)는 계열 뮤추얼 펀드가 발생 성과를 계열 내 펀드들에게 전략적으로 이전함으로써 자산운용사 전체 이익을 증가시키는지를 분석함으로써, 자산운용사 내에서의 성과이전현상이 존재하는지를 관찰하였다. 분석결과에 따르면, 자산운용사들은 성과가 높은 펀드, 수수료가 높은 펀드에 저가 발행된 IPO를 더 배정하는 것과 같은 방식으로 성과를 이전시키고 있었으며, 이를 통해 성과왜곡 현상이 발생한다고 하였다. Cici, Gibson and Moussaw(2010)는 헤지 펀드와 뮤추얼 펀드를 함께 운용하는 운용사와 뮤추얼 펀드만을 운용하는 운용사의 성과비교를 통해 수익률 이전현상을 살펴보았다. 연구에 따르면 헤지 펀드를 같이 운용하는 자산운용사의 뮤추얼 펀드 수익률이 더 낮게 나타나는 것을 볼 수 있는데, 이는 성과를 끌어올릴 수 있는 저평가 IPO 주식에 대한 부분이 저조하게 작용하였다는 것으로 해석된다. 따라서 자산운용사들이 운영수수를 극대화시키기 위해 전략적으로 뮤추얼 펀드의 성과를 헤지펀드로 이전시키는 행태를 보인다고 주장하였다.

국내의 경우 공모와 사모펀드를 비교분석한 하연정(2015)의 연구가 있다. 저자는 자산운용사가 운용하는 사모와 공모 펀드 수익률 차이를 비교함으로써, 자산운용사 자체의 이익을 위한 펀드운용이 이루어지고 있는지를 분석하였다. 실증분석결과, 사모와 공모 펀드 수익률 차이는 자산 운용사가 운용하는 사모와 공모 펀드 규모와 관련이 있으며, 특히 자산운용사 내에서 사모 펀드의 규모가 공모 펀드 규모보다 더 클 때 사모와 공모 펀드 수익률 차이가 유의적인 양(+)의 관계를 보인다고 한다. 이는 자산운용사와 펀드 투자자 사이의 대리인 문제를 나타내는 결과로, 특정 자산 운용사 내에서 그들의 이익을 극대화하기 위해 운용 규모가 큰 펀드로 수익률 제고를 하고 있음을 간접적으로 보여 주고 있다는 점을 시사한다.

2. 가설 설정

그룹소속인지 아니면 독립회사인지 여부에 따라 자산운용사의 운용행태나 그 성과가 차이가 날 수 있다. 먼저 그룹소속인 경우 그룹전체의 최적자산운용포트폴리오와 자산운용사 자체의 최적포트폴리오간 괴리로 인한 성과차이 발생가능성이 있다. 아울러 자산운용사가 그룹소속으로 인한 긍정적 경제적 효과로 다양한 시너지효과를 얻을 수 있는데, 그룹내 원활한 인적교류로 인해 양질의 풍부한 인재풀을 공유 및 교류할 수 있고, 자산운용과 위험관리관련 정보 및 시스템 공유로 인한 경쟁력우위, 금융그룹 차원의 자산운용업무에 대한 충분한 이해와 관련지원 그리고 규모 및 범위의 경제효과 등으로 독립자산운용사보다 우월한 성과를 보일 수 있다. 또한 동일그룹소속 계열사들로부터의 위탁자산으로 인한 자산운용규모제고 등의 부수적인 효과 등도 해당자산운용사의 평판과 성과제고에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

그러나 자산운용사가 그룹소속인 경우, 독자적인 자산운용업 영위보다 그룹내 위탁자산의 운용을 우선시 하거나 그룹내 주력금융사(특히 은행)에의 지원업무 우선으로 인해 자신의 고유업무에 충실하지 못할 수 있고, 그룹내 위험전이 가능성 및 기업내 부자의 사적유인에 노출될 가능성 역시 높으며, 그룹내 불합리한 계열사간 이전가격으로 인해 판매 및 운용보수에서 오히려 손해 볼 가능성도 있고, 그룹차원의 지나친 보수적 자산운용요구, 그룹내 자산운용 비전문가에 의한 자산운용사 CEO선임문제, 그리고 여타 운용상 이해상충문제 등으로 인해 되려 운용성과에 부정적인 영향을 미칠 가능성 역시 존재한다. 따라서 긍정적이든 부정적이든 그룹소속에 따른 국내자산운용사의 성과차이 존재여부는 분석할 가치가 충분하다고 판단된다.

[가설 1] 독립자산운용사와 그룹소속자산운용사간 자산운용관련 성과차이가 존재한다.

그룹소속자산운용사의 행태나 성과차이는 소속된 그룹의 특성에 따라 다르게 나타날 것으로도 기대된다. 자산운용업의 특성상 자산운용업무와 관련된 정보와 시스템의 구축 그리고 금융관련인력의 공급풀 등의 측면에서 제조업에 기반한 그룹소속자산운용사보다 금융그룹소속자산운용사의 긍정적인 시너지효과가 더 클 것으로 기대한다.

[가설 2] 금융그룹소속자산운용사와 산업그룹소속자산운용사간 자산운용관련 성과차이가 존재한다.

또한 금융그룹소속의 경우에도 은행중심금융그룹인지 또는 비은행중심금융그룹인지

여부에 따라 해당그룹소속 자산운용사의 행태 또는 성과의 차이가 있을 것으로 예상된다. 특히 국내금융지주그룹의 경우 그룹내 은행자산의 비중이 절대적이어서 은행위주 업무행태와 성과지향으로 인해 소속자산운용사의 비효율적인 종속문제가 더 클 것으로 예상된다.

[가설 3] 은행중심금융그룹소속자산운용사와 비은행금융그룹소속자산운용사간 자산운용관련 성과차이가 존재한다.

Ⅲ. 자료 및 연구설계

1. 표본선정 및 자료

본 연구에서는 그룹소속여부에 따라 자산운용사의 성과가 달라질 수 있는지의 여부를 분석한다. 이를 확인하기 위해 우선 모든 자산운용사를 그룹소속인지 아니면 독립자산운용사인지 구분하였다. 그룹소속여부는 매년 공정거래위원회에 발표하는 기업집단 및 금융지주사 자료를 참조하였다. 또한 그룹소속이라할지라도 금융회사그룹소속인지 아니면 비금융업기반인 산업그룹소속인지를 추가로 구분하여 그룹의 주력산업이 금융인 그룹과 여타 제조업 등 산업기반 그룹에 따른 해당 자산운용사의 그룹내 역할과 기능의 차이를 확인하고자 하였다. 추가로, 금융그룹소속인 경우에도 은행중심금융그룹소속인지 아니면 비은행권금융그룹소속인지를 구분하여 국내금융그룹(혹은 금융지주사)의 주력기업인 은행의 그룹내 영향력을 감안하여 자산운용사간 성과차이 존재 여부를 분석하였다.

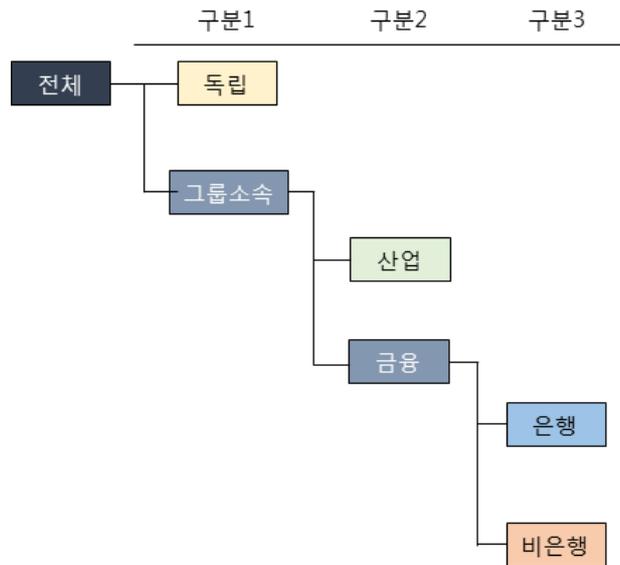
그룹소속여부에 따른 전체 표본자산운용사간 구분은 아래의 <그림 1>에 정리하였으며, 전체자산운용사중 주식수익률 및 주요 변수관련 자료가 존재하여 분석에 이용된 표본자산운용사들을 그룹소속여부에 따른 각 하위표본 및 연도별 구성현황은 <표 1>에 정리하였다. 전체적으로 그룹소속자산운용사보다 독립자산운용사가, 산업그룹소속자산운용사보다 금융그룹소속자산운용사가 그리고 은행그룹소속자산운용사보다 비은행그룹소속자산운용사의 표본수가 더 많은 것을 확인할 수 있다.

본 연구의 주요 분석대상인 국내자산운용사의 회계정보는 KIS-DB를, 자산운용사펀드 등의 월별운용성과와 자산운용사별 사모펀드규모 등의 자료는 제로인으로부터, 자산운용사의 분기별 ROA성과자료는 금융위원회로부터²⁾, 금융시장관련 거시경제자료

는 한국은행DB를, 그리고 자산운용사의 그룹소속여부 등의 자료는 공정거래위원회 발표자료를 이용하였다. 분석기간은 2004년 1월(혹은 1분기)부터 2018년 12월(혹은 4분기)이며, 분석주기는 성과변수에 따라 월별 혹은 분기별 자료를 이용하였다.

<표 1> 그룹소속여부에 따른 자산운용사의 연도별 현황

	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2018	합계
독립자산운용사	16	18	20	23	21	22	23	23	314
그룹소속운용사	10	15	17	17	17	15	15	16	227
산업그룹소속운용사	4	6	7	6	8	6	6	7	94
금융그룹소속운용사	6	9	10	11	9	9	9	9	133
은행그룹소속운용사	3	3	3	4	4	4	4	4	54
비은행그룹소속운용사	3	6	7	7	5	5	5	5	79



<그림 1> 자산운용사 표본의 그룹소속여부에 따른 구분

2) 자산운용사의 ROA로 금융위원회의 분기별자료를 이용한 것은 분석주기를 감안하여 표본수를 충분히 늘리기 위한 것이다.

<표 2> 주요변수들의 기초통계량

주요변수의 측정방법으로 1 factor 초과수익률은 CAPM위험조정(1요인모형) 초과수익률(Jensen's alpha)로, 3 factor 초과수익률은 Fama and French의 3요인모형에 의한 초과수익률을, 4 factor 초과수익률은 Carhart(1997)의 4요인모형에 의한 초과수익률을, 계열사제의 사모펀드규모는 그룹소속자산운용사의 사모펀드운용총액에서 그룹내위탁자산규모를 제외한 금액의 로그값으로, log(총자산)은 자산운용사의 총자산에 대한 로그값을, 부채비율은 총부채/총자산으로, GDP성장률은 전년도대비 해당월(분기) 명목GDP성장률을, CD금리는 해당월(분기)말 기준 CD금리를, ROA는 당기순이익/총자산 등을 사용하였음

Panel A: 제로인 자산운용사 월별 자료 n=6,387					
주요 변수	평균	표준편차	25%	중간값	75%
1 factor 초과수익률	0.0473	0.6119	-0.2136	0.0028	0.2467
3 factor 초과수익률	0.0106	0.7193	-0.2129	-0.0232	0.1846
4 factor 초과수익률	-0.0542	0.7490	-0.2871	-0.0728	0.1405
계열사제외 사모펀드규모	30.6453	1.6914	29.8011	30.7909	31.9480
그룹소속	0.4188	0.4934	0	0	1
산업소속	0.1746	0.3796	0	0	0
금융그룹소속	0.2442	0.4297	0	0	0
은행소속	0.1013	0.3017	0	0	0
비은행소속	0.1429	0.3500	0	0	0
log(총자산)	4.6475	0.3932	4.4288	4.6183	4.8315
부채비율	0.1179	0.1229	0.0360	0.0699	0.1597
GDP성장률	3.3000	1.2593	2.1400	3.3800	4.2900
CD금리	2.9973	1.2513	1.7100	2.7300	3.5900

Panel B: 금융위원회 자산운용사 분기별 자료 n=4,714					
주요 변수	평균	표준편차	25%	중간값	75%
ROA	0.0100	0.1000	-0.0163	0.0156	0.0434
그룹소속	0.2355	0.4243	0	0	0
산업소속	0.0923	0.2894	0	0	0
금융그룹소속	0.1432	0.3503	0	0	0
은행소속	0.0694	0.2541	0	0	0
비은행소속	0.0738	0.2615	0	0	0
log(총자산)	9.7151	1.2907	8.7067	9.7170	10.6419
부채비율	0.1139	0.1253	0.0324	0.0687	0.1553
GDP성장률	2.7872	1.1823	1.7900	2.2700	3.6500
CD금리	2.5120	1.1417	1.6500	2.1300	3.1400

2. 실증연구모형

표본자산운용사들의 성과차이가 그룹소속여부에 따라 그리고 소속된 기업집단의 특성에 따라 영향을 받는 지 분석하기 위해 단변량 분석과 다변량 회귀모형을 이용하였다. 먼저 단변량 분석은 독립자산운용사와 그룹소속자산운용사간, 그리고 그룹소속자산운용사들을 추가로 분류한 금융그룹소속자산운용사와 산업그룹소속자산운용사간, 금융그룹소속자산운용사들을 추가로 분류한 은행중심금융그룹소속자산운용사와 비은행중심금융그룹소속자산운용사간 자산운용 성과차이를 확인하기 위해 다양한 성과변수들을 대상으로 전통적인 t-test와 비모수통계량을 이용한 Wilcoxon의 rank-sum test를 통해 분석하였다.

기업고유 및 금융시장관련 통제변수를 감안한 다변량 회귀모형은 아래와 같다.

자산운용사성과 = f(그룹소속여부, 개별자산운용사 통제변수, 거시경제 통제변수) 식(1)

여기서 개별자산운용사의 성과변수는 크게 3가지를 이용하였다. 먼저 위험조정성과로서 시장조정 또는 CAPM조정(1요인 모형, Jensen's alpha) 초과수익률과 Fama and French(1993)의 3요인모형 및 Carhart(1997)의 4요인모형을 이용한 초과수익률인 알파로 측정하였다. 두 번째 성과변수로는 자산운용사의 사모펀드운용규모를 이용하였다. 이는 해당자산운용사의 운용능력에 대한 기관투자자들에 의한 성과기대(혹은 성과평판)를 나타내는 변수로서 해당운용사의 사모펀드운용액의 자연로그값으로 측정하였으며, 그룹소속 자산운용사인 경우 그룹소속내 다른 금융회사가 위탁한 사모펀드운용액은 해당자산운용사의 성과평판과 무관하므로 해당자산운용사의 사모펀드규모 측정시 제외하였다. 마지막 성과변수로는 ROA를 이용하였다. 회계자료를 이용한 변수라는 단점에도 불구하고 운용과정에서의 비용측면까지 모두 고려한 점을 감안하였으며, 여타 개별회사규모의 일반적인 성과측정변수로 이용되는 점을 고려해 성과변수로 포함하였다. 여타 통제변수로서 개별자산운용사수준변수로는 로그총자산, 부채비율 등을, 그리고 자산운용시장에 영향을 미치는 거시금융변수로는 GDP성장률과 CD금리로 측정된 금리수준변수를 이용하였다(박영규·김인호, 2012, 박종원외3인, 2009).

분석에 사용된 회귀모형으로 비록 자료형태가 비균형패널자료(unbalanced panel data)임에도 <표 1>에 제시된 바와 같이 연도별 혹은 분기별 표본기업의 변동이 큰 데다 회귀계수 해석의 편리성을 위해 본 논문에서는 패널회귀모형 대신 통합회귀모형(pooled regression)을 이용하였다.³⁾

3) 패널회귀모형을 이용한 분석결과 및 변수간 내생성을 고려한 시차(lagged)독립변수를 이용한 분석

IV. 실증분석결과

1. 단변량 분석을 통한 그룹소속차이에 따른 성과차이 분석

국내자산운용사의 운용성과가 해당자산운용사가 그룹소속인지 아니면 독립자산운용사인지에 따라 차이가 존재하는지를 3가지 유형의 성과변수를 이용하여 분석한 결과가 <표 3>의 패널 A에 제시되었다. 먼저 두 집단 간 위험조정초과수익률을 이용한 성과차이분석은 1요인모형을 이용한 초과수익률과 3요인모형에 의한 초과수익률에서 그룹소속자산운용사의 성과보다 독립자산운용사의 성과가 더 우수한 것으로 나타났다. 비록 4요인모형에 의한 초과수익률과 비모수통계량을 이용한 비교에서는 유의한 차이가 없었지만, 평균적인 위험조정수익률측면에서 그룹소속 자산운용사보다 독립자산운용사가 더 성과를 내고 있는 것으로 보인다. 그러나 자산운용사의 성과평판을 나타내는 사모펀드운용규모변수와 해당자산운용사의 비용측면까지 고려한 전사적회계성과인 ROA는 오히려 그룹소속 자산운용사가 더 좋은 것으로 나타났다. 이는 개별자산운용사가 운용하는 펀드자체의 성과는 여러 제약이 있을 수밖에 없는 그룹소속자산운용사보다 독립자산운용사가 더 좋지만, 자본시장에서 자산을 위탁하는 요인으로 자산운용사 자체의 안정성과 비용대비 효율성 등을 감안한 비계량지표측면에서는 독립자산운용사보다 그룹소속자산운용사가 더 신뢰를 받고 있다고 판단된다. 따라서 <표 3>의 패널A의 분석결과로는 그룹소속여부에 따른 성과차이가 일관되지 않아, 두 집단간 성과차이를 주장한 [가설 1]을 지지하기 어렵다고 판단된다. 이는 국내자산운용사의 경우 그룹소속자산운용사가 가지는 시너지 요소 등 여러 긍정적인 효과가 그룹내 계열사간 대리비용이나 이해상충 등으로 인한 부정적인 효과와 혼재되어 결과적으로는 일반적이고도 일관된 성과차이를 나타내지는 않은 것으로 이해된다.

한편 그룹소속자산운용사라 할지라도 해당그룹의 특성에 따라 소속자산운용사의 운용행태와 그 성과가 차이가 있을 것이라는 [가설 2]를 단변량 분석한 결과는 <표 3>의 패널B에 제시되었다. 분석결과에 따르면 t-test와 비모수통계량분석 모두 금융그룹소속자산운용사의 성과가 산업그룹소속자산운용사의 성과보다 더 우수한 것으로 나타났으며, 위험조정초과수익률과 사모펀드규모 그리고 ROA 모든 변수에서 유의한 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 앞서 제시된 그룹소속에 따른 여러 긍정적 혹은 부정적 효과에 있어서 금융그룹소속자산운용사의 경우 상대적으로 금융계열사간 정보 및 시스템공유 등 시너지효과가 제조업이나 여타산업에 기반한 계열그룹에 소속된 자

결과 역시 본 논문의 동시점 통합회귀모형을 이용한 분석결과와 일부변수의 유의성을 제외하고 별 차이를 보이지 않고 있다.

산운용사가 가지는 긍정적 효과보다 크다고 하겠다.

마지막으로 같은 금융그룹소속이라 할지라도 은행중심금융그룹소속인지 아니면 비은행권금융그룹소속인지에 따른 자산운용사의 성과차이를 예상한 [가설 3]의 단변량 분석결과는 <표 3>의 패널C에 제시되었다. 분석결과 패널A에서와 마찬가지로 두 집단간 성과차이가 일관되지 않았다. 즉, 위험조정성과측면에서는 은행중심금융그룹소속의 자산운용사의 성과가 유의적으로 높았던 반면, 성과평판을 나타내는 사모펀드규모나 비용측면이 고려된 ROA는 비은행중심그룹소속 자산운용사가 더 높았다. 따라서 패널C의 단변량 분석결과로는 두 집단간 유의적이면서도 일관된 성과차이를 발견하기 어렵다.

<표 3> 그룹소속차이에 따른 자산운용사간 성과차이 단변량 분석

표의 내용은 두 표본간 평균값, 중앙값, 평균값의 차이, 중앙값의 차이를 나타낸다. 제로인으로부터 획득한 월별수익률자료를 이용한 표본수는 'n'으로, 금융위의 분기별 자료를 이용한 표본수는 괄호안에 표기하였음. 평균값의 차이는 t-test로, 중간값 차이의 유의성은 Wilcoxon의 rank-sum test로 측정하였으며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

Panel A : 그룹소속운용사와 독립운용사간 성과차이						
성과변수	평균		차이	중앙값		차이
	그룹소속 n=1,886 (1,110)	독립 n=2,624 (3,604)		그룹소속 n=1,886 (1,110)	독립 n=2,624 (3,604)	
1 factor 초과수익률	-0.0435	0.0069	-0.0504***	-0.0524	-0.0632	0.0108
3 factor 초과수익률	-0.0354	-0.0037	-0.0317*	-0.0310	-0.0438	0.0128
4 factor 초과수익률	-0.1281	-0.0984	-0.0297	-0.0812	-0.1200	0.0388
계열사제외 사모펀드규모	31.5309	30.0088	1.5221***	31.7375	30.1939	1.5436***
ROA	0.0218	0.0064	0.0154***	0.0225	0.0118	0.0107***

Panel B : 금융그룹소속운용사와 산업그룹소속운용사간 성과차이						
성과변수	평균		차이	중앙값		차이
	금융그룹소속 n=1,105 (675)	산업그룹소속 n=781 (435)		금융그룹소속 n=1,105 (675)	산업그룹소속 n=781 (435)	
1 factor 초과수익률	-0.0141	-0.0852	-0.0711***	-0.0351	-0.0743	-0.0392***
3 factor 초과수익률	-0.0100	-0.0715	-0.0615***	-0.0099	-0.0551	-0.0452***
4 factor 초과수익률	-0.0968	-0.1723	-0.0755***	-0.0600	-0.1070	-0.047***
계열사제외 사모펀드규모	31.6289	31.3923	-0.2366***	32.0116	31.5097	0.5019***
ROA	0.0255	0.0160	0.0095***	0.0243	0.0214	0.0029***

Panel C : 은행중심금융그룹소속운용사와 비은행중심금융그룹소속운용사간 성과차이

성과변수	평균			중앙값		
	은행중심 n=464 (327)	비은행중심 n=641 (348)	차이	은행중심 n=464 (327)	비은행중심 n=641 (348)	차이
1 factor 초과수익률	0.0117	-0.0497	-0.0615**	-0.0351	-0.0355	0.0004
3 factor 초과수익률	-0.0010	-0.0165	-0.0155	0.0350	-0.0461	-0.0811***
4 factor 초과수익률	-0.0748	-0.1128	-0.0380	-0.0378	-0.0753	0.0375**
계열사채의 사모펀드규모	31.2899	31.8743	-0.5844***	31.5350	32.2437	-0.7087***
ROA	0.0193	0.0314	-0.0121***	0.0275	0.0214	0.0061

2. 그룹소속여부에 따른 자산운용사 성과차이 회귀분석결과

이하 소절에서는 다변량회귀모형을 이용하여 여타 변수들을 통제한 상황에서 자산운용사의 그룹소속여부에 따른 운용성과차이를 분석한다. 먼저 자산운용사가 그룹소속인지 아니면 독립사인지에 따른 성과차이를 회귀분석한 결과가 <표 4>에 제시되었다. 해당표의 회귀식1에서 회귀식3은 1요인, 3요인 및 4요인모형을 각각 이용한 위험조정 초과수익률을 종속변수로 사용하여 표본자산운용사가 그룹소속인지(그룹소속더미변수) 아닌지에 따라 운용성과의 차이가 존재하는지 확인하였다. 회귀식4는 성과평판을 나타내는 사모펀드규모변수를 종속변수로 사용하고, 마지막 회귀식5에서는 회계자료를 이용한 ROA를 종속변수로 사용하여 분석하였다.

먼저 위험조정성과를 사용한 회귀식1부터 회귀식3까지는 그룹소속에 따른 유의적인 성과차이가 존재하지 않은 것으로 나타났다. 그리고 사모펀드규모를 사용한 회귀식4에서는 그룹소속자산운용사가 더 나은 운용성과를 보인데 비해 ROA를 종속변수로 사용한 회귀식5에서는 오히려 그룹소속자산운용사의 성과가 유의적으로 낮게 나타났다. 이러한 분석결과는 단변량 분석결과를 나타내는 <표 3>의 패널A의 분석결과와 마찬가지로 국내자산운용사의 경우 그룹소속에 따른 운용성과가 유의적이면서도 일관된 차이를 보이지 않고 있다고 할 수 있다. 이는 국내자산운용사는 그룹소속에 따른 시너지효과 등의 긍정적인 효과와 대리비용 등의 부정적인 효과 중 어느 일방이 압도적이지 않거나 상황에 따라 서로 상쇄되어 결과적으로 일관된 성과차이를 나타내지 않은 것으로 풀이되며, 결국 이러한 실증분석결과는 [가설 1]의 주장을 지지하지 못한다고 할 수 있다.

<표 4> 그룹소속여부에 따른 자산운용사간 성과차이 회귀분석

표의 내용은 통합회귀모형(pooled regression)을 이용하여 전체표본을 대상으로 그룹소속여부에 따른 자산운용사의 성과차이를 분석한 결과임. 자산운용사의 성과변수로는 1 factor, 3 factor 및 4 factor모형의 초과수익률(alpha)과 그룹내 계열사 위탁자산을 제외한 사모펀드규모 그리고 ROA변수를 사용하였다. 가설검증을 위한 독립변수로서 그룹소속은 자산운용사가 그룹소속이면 1 아니면 0의 값을 갖는 더미변수를, 기업통제변수로는 log(기업총자산) 및 부채비율을 금융시장통제변수로서 GDP성장률 및 CD금리수준을 사용함. 괄호안은 회귀변수의 t값을, 그리고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

	회귀식 1 (1 factor)	회귀식 2 (3 factor)	회귀식 3 (4 factor)	회귀식 4 (사모펀드규모)	회귀식 5 (ROA)
상수항	0.0417 (0.38)	0.0546 (0.41)	0.0151 (0.11)	21.6601 (46.29***)	-0.1607 (-4.84***)
그룹소속	-0.0003 (-0.02)	0.0224 (1.22)	0.0182 (0.96)	1.1779 (28.59***)	-0.0114 (-3.03***)
log(총자산)	-0.1145 (-5.70***)	-0.091 (-3.75***)	-0.0822 (-3.29***)	1.8933 (36.64***)	0.0213 (16.31***)
부채비율	0.3069 (4.92***)	0.2909 (3.85***)	0.2734 (3.52***)	-1.0689 (-6.86***)	-0.0833 (-7.04***)
GDP성장률	0.1178 (4.07***)	0.1561 (4.45***)	0.1923 (5.33***)	-0.0644 (-0.64)	0.0314 (4.63***)
CD금리	0.0864 (2.71***)	-0.077 (-2.00**)	-0.1084 (-2.73***)	-0.0036 (-0.03)	-0.0455 (-4.31***)
N	6,387	6,387	6,387	4,510	4,714
adj R ²	0.1092	0.0557	0.0763	0.3855	0.0661

3. 금융그룹소속여부에 따른 자산운용사 성과차이 회귀분석결과

그룹소속의 자산운용사라할지라도 소속된 그룹의 특성에 따라 해당자산운용사의 행태와 그 성과가 차이날 수 있다. 아무래도 자산운용업의 특성상 자산운용업무와 관련된 정보와 시스템의 구축 그리고 관련인력의 공급풀 등의 측면에서 제조업에 기반한 그룹소속자산운용사보다 긍정적인 시너지효과가 더 클 것으로 기대하기 때문이다. 이를 확인하기 위해 같은 그룹소속 자산운용사라할지라도 소속된 그룹의 특성이 금융그룹인지 아니면 여타 제조업기반 산업그룹인지를 구분하여 해당자산운용사간 성과차이가 존재하는지 분석하였다. <표 5>는 국내 그룹소속자산운용사들을 대상으로 소속된 그룹의 특성을 금융그룹인지 아니면 산업기반그룹인지로 구분하여 유의적인 성과차이가 존재하는지를 회귀분석한 결과를 나타낸다.

회귀분석결과 모든 회귀식에서 금융그룹소속더미변수가 유의한 양(+의) 회귀계수값

을 가져 금융그룹에 소속된 자산운용사가 산업그룹에 소속된 자산운용사에 비해 운용 성과가 좋았음을 증거하고 있다. 즉, 3가지 위험조정성과를 종속변수로 사용한 회귀식 1부터 회귀식3까지, 그리고 운용평판을 나타내는 사모펀드규모변수를 종속변수로 사용한 회귀식4, 그리고 회계자료를 이용한 성과변수인 ROA를 종속변수로 사용한 회귀식 5까지 모든 회귀식에서 일관되게 금융그룹소속자산운용사의 성과가 산업그룹소속자산 운용사의 성과보다 유의적으로 좋았음을 보여준다.

<표 5> 금융그룹소속여부에 따른 자산운용사간 성과차이 회귀분석

표의 내용은 통합회귀모형(pooled regression)을 이용하여 그룹소속 자산운용사표본을 대상으로 금융그룹소속여부에 따른 자산운용사간 성과차이를 분석한 결과임. 자산운용사의 성과변수로는 1 factor, 3 factor 및 4 factor모형의 초과수익률(alpha)과 그룹내 계열사 위탁자산을 제외한 사모펀드규모 그리고 ROA변수를 사용하였다. 가설검증을 위한 독립변수로서 그룹소속은 자산운용사가 금융그룹소속이면 1 아니면 0의 값을 갖는 더미변수를, 기업통제변수로는 log(기업총자산) 및 부채비율을 금융시장통제변수로서 GDP성장률 및 CD금리수준을 사용함. 괄호안은 회귀변수의 t값을, 그리고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

	회귀식 1 (1 factor)	회귀식 2 (3 factor)	회귀식 3 (4 factor)	회귀식 4 (사모펀드규모)	회귀식 5 (ROA)
상수항	0.1843 (0.78)	-0.4475 (-1.82*)	-0.223 (-0.88)	25.5247 (50.57***)	-0.0939 (-2.48**)
금융그룹소속	0.0977 (4.61***)	0.0751 (3.39***)	0.0772 (3.39***)	0.1643 (3.62***)	0.0096 (2.63***)
log(총자산)	-0.0769 (-3.11***)	-0.0399 (-1.54)	-0.0423 (-1.59)	1.3408 (27.96***)	0.0086 (5.01***)
부채비율	-0.1065 (-1.02)	-0.1072 (-0.98)	-0.0715 (-0.64)	-0.3623 (-1.76*)	-0.008 (-0.43)
GDP성장률	0.1058 (2.53**)	0.15 (3.44***)	0.1808 (4.03***)	-0.0257 (-0.23)	0.0291 (3.61***)
CD금리	0.0206 (0.34)	-0.0143 (-0.23)	-0.0883 (-1.36)	-0.1198 (-0.80)	-0.0307 (-2.39**)
N	2,675	2,675	2,675	1,886	1,110
adj R^2	0.0930	0.0798	0.1099	0.3677	0.0621

이러한 분석결과는 앞서 논의한 대로 개별자산운용사의 그룹소속에 따른 여러 긍정적 혹은 부정적 효과에 있어서 금융그룹소속자산운용사의 경우 상대적으로 금융계열사간 정보 및 시스템공유 등 시너지효과가 제조업이나 여타산업에 기반한 계열그룹에 소속된 자산운용사가 가지는 긍정적 효과보다 훨씬 컸거나, 대리인비용이나 이해상충 그리고 불필요한 운용계약에 따른 부정적 효과가 훨씬 더 작았음을 의미한다. 그리고

이러한 분석결과는 <표 3>의 패널B와 마찬가지로 [가설 2]의 주장을 뒷받침하는 결과이다.

<표 6> 은행중심금융그룹소속여부에 따른 자산운용사간 성과차이 회귀분석

표의 내용은 통합회귀모형(pooled regression)을 이용하여 금융그룹소속 자산운용사표본을 대상으로 은행중심금융그룹소속여부에 따른 자산운용사간 성과차이를 분석한 결과임. 자산운용사의 성과변수로는 1 factor, 3 factor 및 4 factor모형의 초과수익률(alpha)과 그룹내 계열사 위탁자산을 제외한 사모펀드규모 그리고 ROA변수를 사용하였다. 가설검증을 위한 독립변수로서 그룹소속은 자산운용사가 은행그룹소속이면 1 아니면 0의 값을 갖는 더미변수를, 기업통제변수로는 log(기업총자산) 및 부채비율을 금융시장통제변수로서 GDP 성장률 및 CD금리수준을 사용함. 괄호안은 회귀변수의 t값을, 그리고 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

	회귀식 1 (1 factor)	회귀식 2 (3 factor)	회귀식 3 (4 factor)	회귀식 4 (사모펀드규모)	회귀식 5 (ROA)
상수항	0.3429 (0.97)	-0.5246 (-1.42)	-0.3420 (-0.90)	26.2351 (36.53***)	-0.0533 (-1.44)
은행그룹소속	-0.2202 (-6.46***)	-0.1520 (-4.28***)	-0.1277 (-3.50***)	-0.2764 (-3.79***)	-0.0067 (-1.82*)
.log(총자산)	-0.0812 (-2.47**)	-0.0258 (-0.75)	-0.0357 (-1.01)	1.1969 (20.14***)	0.0074 (4.73***)
부채비율	-0.5027 (-2.91***)	-0.5967 (-3.31***)	-0.5477 (-2.96***)	-0.596 (-1.77*)	0.0097 (0.50)
GDP성장률	0.0937 (1.47)	0.1275 (1.92*)	0.1565 (2.30**)	-0.0762 (-0.46)	0.0229 (2.90***)
CD금리	0.0549 (0.59)	0.0562 (0.58)	-0.0029 (-0.03)	0.0033 (0.01)	-0.0286 (-2.27**)
N	1,560	1,560	1,560	1,105	675
adj R^2	0.1314	0.0825	0.1012	0.3174	0.0728

4. 은행중심금융그룹소속여부에 따른 자산운용사 성과차이 분석결과

앞 소절에서의 소속그룹의 특성에 따른 자산운용사간 성과차이분석의 연장선상으로, 같은 금융그룹소속의 자산운용사라할지라도 소속된 그룹의 특성이 은행중심금융그룹인지 아니면 비은행중심금융그룹인지를 구분하여 자산운용사간 성과차이가 존재하는지 분석하였다.

국내금융그룹 혹은 금융지주사의 특성상 그룹내 시중은행이 차지하는 역할과 비중은 과히 절대적이라고 하겠다. 시중은행들 역시 비이자수익 증대를 위한 다양한 금융서비스를 in-house업무에 포함하여 적극적으로 운용하고 있다. 그러다보니 그룹계열사

로서의 자산운용업무와 해당은행내 자산운용업무가 시너지 내지는 보완관계를 유지하기보다 불필요한 업무충돌이나 업무배제로까지 이어지기도 한다. 예를 들면 외부위탁 자산에 대한 계열사내 자산운용사에 의한 자산운용에 따른 수수료보다 in-house업무인 사무수탁에 따른 수수료를 더 우선시킬 수 있는 것이다.

금융그룹에 소속된 모든 자산운용사들을 대상으로 분석한 <표 6>에 제시된 실증분석결과, 모든 회귀식에서 은행중심금융그룹소속더미변수가 유의적인 음(-)의 회귀계수 값을 보이는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 은행중심금융그룹에 소속된 자산운용사가 비은행금융그룹에 소속된 자산운용사에 비해 운용성파가 좋지 못했음을 증거하는 것이다. 3가지 위험조정성파를 종속변수로 사용한 회귀식1부터 회귀식3, 그리고 운용평판을 나타내는 사모펀드규모변수를 종속변수로 사용한 회귀식4, 그리고 비용요소까지 포함한 성과변수인 ROA를 종속변수로 사용한 회귀식5까지 모든 회귀식에서 일관되게 은행중심금융그룹소속자산운용사의 성과가 비은행금융그룹소속자산운용사의 성과보다 유의적으로 저조했음을 보여준다.

이러한 분석결과는 앞서 제시된 [가설 3]의 논거처럼 국내 은행중심금융그룹이나 금융지주사의 경우 소속된 개별자산운용사가 지니는 그룹소속에 따른 여러 긍정적 시너지효과보다 그룹내 은행중심 성과평가와 업무배정 그리고 다양한 운용계약 등의 부정적 효과가 훨씬 더 컸음을 의미하며, [가설 3]의 주장을 적극 뒷받침하고 있다고 판단된다.

V. 결론

다양한 금융업무를 동시에 수행하는 복합금융그룹은 규모의 경제 효과, 범위의 경제 효과 및 위험분산효과 등 긍정적 시너지효과를 얻을 수 있을 것으로 기대된다. 그러나 사업다각화로 인해 기업내부자와 소액주주 간 대리인문제나 계열금융사간 대리인문제가 나타날 수 있다는 부정적인 측면도 함께 존재한다. 금융지주그룹에 속한 자산운용사의 경우 자산운용사 최적의 포트폴리오를 운용함과 동시에 금융그룹 전체의 최적포트폴리오 중 일부를 담당하는 부분최적포트폴리오를 구성하고 운용해야 하는 상황에 놓일 수 있다.

본 연구는 국내자산운용사의 다양한 운용성파를 비교하여 자산운용사의 업무영역과 자산운용에 대한 독립성여부가 해당자산운용사의 자산운용행태와 성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 그리고 이러한 운용성파의 차이가 자산운용사가 소속된 그

룹의 특성에 따라서도 역시 상이한 결과를 보일 것이라 예상하고, 그룹소속자산운용사를 금융그룹소속, 제조업 기반 산업그룹소속으로 분류하였으며, 추가로 금융그룹소속 자산운용사는 은행중심금융그룹소속 자산운용사와 비은행중심금융그룹소속 자산운용사로 각각 나누어 분석하였다.

주요 분석결과로서, 먼저 그룹소속여부에 따른 자산운용사간 성과는 일관되고 유의적인 차이를 보이지 않았는데, 이는 그룹소속여부에 따른 긍정적인 효과와 부정적인 효과 중 어느 것이 우세하지는 못했거나 이들 상반된 효과가 상황에 따라 서로 상쇄되었던 결과로 해석된다. 그리고 그룹소속 자산운용사를 금융그룹소속과 산업그룹소속으로 나누어 분석한 결과 금융그룹에 소속된 자산운용사의 운용성과가 산업그룹에 소속된 자산운용사보다 우월한 것으로 나타났다. 이는 금융그룹에 소속된 자산운용사가 산업그룹에 소속된 자산운용사보다 그룹소속에 따른 금융시너지효과가 크거나 대리비용, 이해상충 및 불필요한 운용제약에 따른 부정적 효과가 작았음을 나타낸다. 마지막으로 은행중심금융그룹과 비은행중심금융그룹소속 자산운용사의 성과차이를 분석한 결과 모든 성과변수에서 은행중심금융그룹에 소속된 자산운용사의 성과가 낮게 나타났다. 이는 은행중심금융그룹에서 나타날 수 있는 그룹내 은행중심 성과 및 업무배정, 그리고 운용제약 등의 부정적 효과로 인한 것이라 판단된다.

본 연구는 2008년 제정된 자본시장통합법 도입으로 인한 금융혁신과 금융업무 통합에 따른 효과를 분석하며, 특히 자산운용사 차원에서 금융그룹 내 개별자산운용사의 행태나 성과가 그룹소속여부와 그룹특성에 따라 어떤 차이를 보이는지 분석하는 데 의의가 있다.

참고문헌

- 고광수·이주성 (2008), “주식형 펀드의 포트폴리오 펌핑과 성과 이진 현상에 관한 연구,” *Journal of the Korean Data Analysis Society*, 제10권 3호, 1613-1628.
- 금융감독원 (2020), 2019년 금융지주회사 경영실적, 보도자료 2020년4월6일
- 김선호 (1997), “겸업은행제도의 도입에 대한 연구,” 한국금융연구원 연구보고서, 97-05.
- 박래수·신보성 (2007), “증권회사의 자산운용업 겸업에 따른 이해상충에 관한 연구: IPO 저가발행을 중심으로,” *재무연구*, 제20권 3호, 127-153.
- 박영규·김인호 (2012), “재벌그룹 계열사 간의 정보전달 우위는 존재하는가?: 자산운용사들의 계열사 투자성과를 통한 검증,” *한국증권학회지*, 제41권 5호, 755-780.
- 박영석·최운열·이진호 (2011), “금융투자회사 업무의 이해상충에 관한 실증연구: IPO 인수추진업무와 자산운용업무를 중심으로,” *한국증권학회지*, 제40권 5호, 801-827.
- 박종원·박래수·장욱·정혜정 (2009), “복합금융그룹화가 소속 금융회사의 부실위험에 미치는 영향,” *재무관리연구*, 제26권 2호, 113-153.
- 원승연 (2007), “펀드의 ‘성과평가 편향’과 자산운용사의 성과평가 왜곡 유인,” *한국재무학회 학술대회*, 294-304.
- 하연정 (2015), “국내 주식형 펀드의 투자스타일과 성과에 관한 비교 연구: 공모와 사모 펀드를 중심으로,” *국제지역연구*, 19(4), 63-76
- 함준호·김준경 (2006), “금융그룹화와 금융위험: 실증분석 및 정책과제,” *한국개발연구*, 제28권 제1호, 145-191.
- Aron, D. (1988), “Ability, Moral Hazard, Firm Size and Diversification”, *The Rand Journal of Economics*, 19, 72-87.
- Benston, G. J. (1994), “Universal banking”, *Journal of economic perspectives*, 8(3), 121-144.
- Ber, H., Y. Yafeh, and O. Yosha (2001), “Conflict of Interest in Universal Banking: Bank Lending, Stock Underwriting, and Fund Management”, *Journal of Monetary Economics*, 47, 189-218.
- Berger, A. N. (1998), “The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisitions: A Preliminary Look at the 1990s Data”, in Y Amihud and G Miller(eds), *Bank Mergers and Acquisitions*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 79-111.
- Berger, A., D. Hancock and D. Humphrey (1993), “Bank Efficiency Derived from

- the Profit Function”, *Journal of Banking and Finance*, 17(2/3), 317-347.
- Berger, P., and D. Humphrey (1991), “The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix Economies in Banking”, *Journal of Monetary Economics*, 47, 117-148.
- Berger, A., W. Hunter and S. Timme (1993), “The Efficiency of Financial Institutions: A Review and Preview of Research Past, Present and Future”, *Journal of Banking and Finance*, 17(2/3), 221-249.
- Boyd, J. H., Graham, S. L., and Hewitt, R. S. (1993), “Bank holding company mergers with nonbank financial firms: Effects on the risk of failure”, *Journal of banking and finance*, 17(1), 43-63.
- Carhart, M. M. (1997), “On persistence in mutual fund performance”, *The Journal of finance*, 52(1), 57-82.
- Carhart, M. M., Kaniel, R., Musto, D. K., and Reed, A. V. (2002), “Leaning for the tape: Evidence of gaming behavior in equity mutual funds”, *The Journal of Finance*, 57(2), 661-693.
- Cici, G., S. Gibson, and Moussawi, R. (2010), “Mutual fund performance when parent firms simultaneously manage hedge funds.” *Journal of Financial Intermediation*, 19(2), 169-187.
- Cumming, C., and B. Hirtle (2001), “The Challenges of Risk Management in Diversified Financial Companies”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, March, 1-17.
- Diamond, D. (1991), “Monitoring and Reputation: the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt”, *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
- Fama, E. F., and K. R. French (1993), “Common Risk Factors in the Returns on the Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Flannery, M. (2000), “Modernizing Financial Regulation: The Relation Between Interbank Transactions and Supervisory Reform”, *Journal of Financial Services Research*, 17(1), 101-116.
- Gaspar, J. M., M. Massa, and P. Matos (2006), “Favoritism in mutual fund families? Evidence on strategic cross fund subsidization.” *The Journal of Finance*, 61(1), 73-104.
- Gertner, R., D. Scharfstein, and J. Stein (1994), “Internal vs. External Capital Markets”, *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1211-1230.

- Guedj, I., and J. Papastaikoudi (2003), "Can mutual fund families affect the performance of their funds?" In EFMA 2004 Basel Meetings Paper.
- Herring, R., and A. Santomero (1990), "The Corporate Structure of Financial Conglomerates", *Journal of Financial Services Research*, December 1990, 471-97.
- Hughes, J. P., and L. J. Mester (1998), "Bank Capitalization and Cost: Evidence of Scale Economies in Risk Management and Signalling", *Review of Economics and Statistics*, 80(2), 314-325.
- Mester, L., L. Nakamura and M. Renault (2002), "Checking Accounts and Bank Monitoring", *Wharton Financial Institutions Working Paper* #01-3/R.
- Pilloff, S., and A. Santomero (1998), "The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions", in Y Amihud and G Miller(eds), *Mergers of Financial Institutions*, New York: Irwin Professional Publishing.
- Rajan, R. (1992), "Insiders and Outsiders: the Choice between Informed and Arm's-length Debt", *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Rotemberg, J., and G. Saloner (1994), "Benefits of Narrow Business Strategies", *American Economic Review*, 84, 1330-1349.
- Saunders, A., and L. Walter (1994), "Universal Banking in the United States: What Could We Gain? What Could We Lose?", Oxford University Press, New York.
- Stein, J. (2002), "Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs Hierarchical Firms", *Journal of Finance*, 57, 1891-1921.
- Stulz, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies", *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Wilmarth, A. (2001), "How Should We Respond to the Growing Risks of Financial Conglomerates?", The George Washington University Law School, *Public Law and Legal Theory Working Paper* No 34, forthcoming in Patricia A McCoy (ed), *Financial Modernization After Graham-Leach-Bliley*, LEXIS Publishing 2002.

Abstract

A Study on the Difference in Performance between In-house Asset Management Company and Independent One in Korea

Sangkee Jeong^{}, Sang-Gyung Jun^{**}, Eunjoo Cho^{***}, and Rae Soo Park^{****}*

We examine whether the fund management behavior and its performance of the business group affiliated asset management company are different from those of the independent asset management company in Korea. Although in-house asset management company can enjoy the benevolent influence from synergy effect, economy of scale and scope, it may suffer from agency cost, conflict of interest and sub-optimal portfolio. We found that the difference in performance between group-affiliated and independent asset management company is not consistent and significant, which implies that the positive in-house effect is offset by the same amount of its negative effect. However we also found that the performance of the asset management company affiliated financial conglomerate is better than that of Chaebol-affiliated one. Further empirical evidences show that among companies affiliated with financial conglomerate, the asset management company in non-BHC did better than BHC-affiliated one. Our empirical results imply that the performance of the asset management company in Korea is affected by the in-house effect and the various characteristics of the affiliated group.

Key Words: Asset Management Company, Group Affiliation, BHC, Performance

* 1st Author, Doctoral Student, School of Business, Hanyang University, E-mail: khsoo323@hanmail.net

** Co-author, Professor, School of Business, Hanyang University, Tel: +82-2-2220-1650, E-mail: sjun@hanyang.ac.kr

*** Co-author, Lecturer, Department of Business Administration, Sookmyung Women's University, E-mail: choej@sookmyung.ac.kr

**** Corresponding Author, Department of Business Administration, Sookmyung Women's University, Tel: +82-2-2077-7382, E-mail: rsoo@sookmyung.ac.kr

