

2007년 공동학술대회 발표논문

펀드의 ‘성과평가 편향’ 과 자산운용사의 성과평가 왜곡 유인

원 승 연 (영남대학교 경제금융학부 조교수)

I. 서론

개인투자자의 펀드 투자가 증가한 최근 2-3년간 우리는 도처에서 제공되는 펀드 정보의 홍수에 둘러싸여 있다. 은행 등 금융기관의 판매창구에서는 각종 펀드에 대한 안내장이 즐비하고, 신문과 방송 등 언론 매체에서는 앞다투어 펀드 관련 정보를 제공하고 있다. 또한 판매사 및 자산운용사의 펀드 판매 광고 역시 혼한 광경이 되었다.

특히 가장 큰 관심사는 펀드의 운용성과이다. 펀드의 운용성과가 중시되는 이유는 투자자들의 펀드 선택 시 운용실적(Track Record)이 가장 주요한 기준이 되기 때문이다¹. 정보가 부족한 개인투자자들은 기관투자자에 비해 운용실적에 대한 의존도가 훨씬 크다². 게다가 개인투자자들은 수익률이 높거나 평판이 좋은 자산운용사나 펀드에 집중적으로 투자하는 경향을 갖는다. 이러한 개인투자자들의 성향은 왜 자산운용사들이 피델리티(Fidelity)의 마젤란 펀드와 같은 ‘대표펀드(Star Fund)’를 키우려 하는지를 설명해준다.

따라서, 아무런 제한이 없다면, 자산운용사는 자사에 가장 유리한 방식으로 운용실적을 제공하려고 할 것이다. 또한, 당연히 성적이 우수한 펀드에 대한 홍보와 광고에 집중할 것이다. 이러한 편향된 정보 제공이 투자자들의 합리적인 의사 선택을 왜곡할 가능성을 방지하기 위해, 객관적이고도 공정한 운용실적에 대한 정보 제공과 공시가 이루어지도록 하는 제도적 장치가 존재한다. 가령, 「간접투자자산운용업법」은 펀드 공시에 대한 규정을 두고 있으며, 자산운용협회가 정기적으로 펀드 수익률을 공시하고 있다. 또한, 정기적으로 펀드의 운용성과를 측정하는 펀드 평가사가 제도적으로 존재한다.

그런데, 현재 펀드 평가와 관련된 가장 큰 문제점의 하나는 운용실적에 대한 평가 및 공시가 개별펀드 단위로 이루어지고 있다는 점이다. 만약 평가를 위해 선택된 펀드가 전체적인 운용실적을 대표하지 못한다면, 그것은 곧 펀드의 운용실적 평가가 합리적인 투자 선택을 위한 좋은 정보가 되지 못한다는 것을 의미한다.

일반적으로 자산운용사가 운용하는 펀드 전체가 평가대상이 되지는 않는다. 가령 펀드의 설정 기간이 짧다거나 설정액이 작은 경우, 해당 펀드의 운용 실적이 신뢰할만하다고 평가할 수 없기 때문에 이를 평가대상에서 제외하게 된다. 이러한 평가대상 펀드의 선정 기준 자체는 객관적으로 타당하다. 그러나 문제는 평가대상이 되는 펀드와 그렇지 않은 펀드가 존재할 때, 자산운용사의 입장에서는 양자를 차별화할 유인이 존재한다는 점이다. 왜냐하면, 펀드로의 자금유입은 대외적으로 공신력을 인정받은 평가대상 펀드를 중심으로 이루어질 것이기 때문이다. 그리고 이러한 자산운용사의 태도가 결국 운용성과의 차이로 나타날 수 있다.

¹ 운용실적과 펀드 흐름과 관련한 미국의 연구로는 Sirri & Tufano(1998), Nanda(2003), Massa(2003) 등을 참조

² 최근 펀드 수익률에 대한 정보의 증가는 주식형 펀드에 대한 개인투자자들의 증가와 맥락을 같이 한다. 2004년말 현재 주식형펀드의 수탁고는 6.8조원이었고 그 중 개인투자자는 3.2조원을 투자하여 전체의 46.7%를 차지하였다. 그러나 2006년말 현재 주식형 수탁고는 43.3조원으로 급증하였고, 그 중 개인 투자자가 전체의 81.0%인 35.1조원을 투자하였다.

우리는 평가대상이 되는 펀드(이하 ‘평가 펀드’)와 평가대상에서 제외된 펀드(이하 ‘비평가 펀드’)간 운용성과의 차이, 즉 평가펀드의 비평가 펀드에 대비한 상대적인 우월한 운용성과를 ‘성과평가 편향(Evaluation-ship Bias)’ 이라고 정의한다.

성과평가 편향은 다음과 같은 이유에서 발생한다. 일단 어떤 펀드가 평가펀드이어야 투자자들이나 판매사들의 투자 대상이 되기 때문에, 자산운용사는 평가펀드 운용에 집중하게 된다. 반면, 비평가 펀드는 펀드 매니저의 배분이나 자산배분³에서 상대적으로 불이익을 받을 수 있다. 역으로, 어떤 펀드가 상대적으로 수익률이 높다면, 자금유입이 해당 펀드에 집중되는 반면, 수익률이 낮은 펀드는 자금유출로 인하여 비평가펀드가 될 가능성이 높다. 이 점에서 비평가펀드는 수익률이 상대적으로 낮을 수 있다.

한편, 자산운용사는 설정 기간별로 펀드 운용을 차별화할 수 있다. 통상 펀드설정의 성공 여부는 평가대상기간에 도달한 시점을 전후한 운용성과와 자금유입에 좌우되는 경향이 있다. 그러므로, 설정 초기에 자산운용사가 수익률을 높이고자 투자위험을 높이는 운용전략을 구사할 가능성이 있다. 따라서, 초기의 운용성과와 이후 운용성과간의 지속성이 존재하지 않을 가능성이 높으며⁴, 그렇다고 한다면 초기의 운용성과가 투자자들에 대한 왜곡된 정보가 될 것이다.

또한 성과평가 편향은 이른바 생존편향(survivorship bias)의 문제를 포함한다. 생존편향이라는 것은 상대적으로 실적이 좋지 않은 펀드가 도중 청산 또는 합병의 형태로 사라지면서 현재 생존한 펀드의 수익률이 소멸된 펀드를 포함한 실제 수익률 보다 높아서 운용실적이 과대평가되는 것을 의미한다. 소멸된 펀드는 당연히 평가대상에서 제외되기 때문에⁵, 자산운용사의 실제 운용성과가 왜곡될 가능성이 높다.

이러한 성과평가 편향이 존재한다는 것은 제공된 성과평가 및 상대적인 순위가 전체적인 펀드의 운용실적을 반영하지 못함으로써, 투자자들에게 자산운용사의 운용 능력에 대한 왜곡된 정보를 제공한다는 것을 의미한다. 더욱이 자산운용사가 상대적으로 운용성과가 우수한 펀드의 운용성과에 대한 정보만을 집중적으로 제공한다면, 투자자들의 합리적인 펀드 선택의 왜곡 가능성은 그만큼 더 높아진다.

본 연구는 성과편향이 없는 펀드 자료를 이용하여 성과평가 편향을 측정하고, 그것이 자산운용사의 유인 및 행태와 어떠한 연관성을 갖고 있는지를 분석하였다. 구체적으로는 2001

³ 이것은 인위적인 펀드간 편출입을 의미하는 것이 아니다. 현재의 개선된 시스템에서는 사전배분시스템에 의하여 거래된 유가증권의 펀드간 배분이 이루어지므로, 의도적인 자산배분의 조정이 발생할 가능성은 극히 낮다. 그러나 다음과 같은 점에서 비평가펀드는 효율적으로 관리되지 않을 가능성이 있다. 펀드매니저가 평가펀드를 중심으로 운용하므로, 비평가펀드에 대한 자산배분은 수동적으로 결정되는 경향이 있다. 즉, 펀드매니저가 펀드 자체의 특성을 감안한 효율적인 펀드 관리를 하지 못할 가능성이 높은 것이다.

⁴ 일단 초기 성과가 좋고 일정한 자금의 유입이 현실화되면, 자산운용사가 펀드 운용전략을 정상화할 가능성이 높다. 초기 수익률이 매우 높다면, 설정 후 누적수익률은 상당한 기간 동안 양호하게 지속될 수 있다. 그러므로, 운용성과 하락의 위험 부담을 줄인다는 측면에서 추적오차를 낮추는 운용전략으로의 전환이 이루어지는 경우가 많다.

⁵ Malkiel(1995)는 자산운용사들이 의도적으로 펀드를 여러 개 설정한 이후, 그 중 운용실적이 좋은 것만을 골라 마케팅에 사용할 유인을 지적하였다. 이 때 실적이 좋지 않은 펀드는 당연히 소멸될 가능성이 높다.

년부터 2006년의 기간 동안 한국의 주식형 펀드 자료를 이용하여 성과평가 편향을 측정하였고, 이를 통해 자산운용사의 행태를 분석하였다.

실증 분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 성과평가 편향이 존재함을 확인하였다. 평가펀드의 수익률은 분석 기간 동안 유의미하게 벤치마크 대비 초과수익률을 보였으나, 비평가 펀드의 수익률은 유의미한 초과성과를 달성하지 못하였다. 특히, 비평가 펀드를 금액이 평가대상 기준에 미달하는 펀드(이하 ‘금액 미만 펀드’)와 기간이 기준에 미달하는 펀드(이하 ‘기간 미만 펀드’)로 구분하면 더욱 명백한 현상이 나타났다. 평가펀드는 금액 미만 펀드에 대비하여 확연히 높은 운용성과를 기록하였다.

둘째, 기간 미만 펀드는 일정 기간이 경과한 평가펀드와 다른 운용 행태를 보여주었다. 기간 미만 펀드는 수익률이 평가펀드보다 크게 낮지는 않았으나, 벤치마크에 대한 추적오차가 다른 유형의 펀드보다 훨씬 높았다. 이것은 자산운용사가 초기의 펀드 운용성과를 높이기 위해 상대적으로 훨씬 높은 위험을 감수하는 운용 전략을 구사한 데 따른 것으로 추론된다.

셋째, 이러한 자산운용사의 행태로 인하여 펀드의 초기 운용성과는 지속성을 가지지 못하였다. 따라서 초기의 운용성과는 펀드의 운용성과를 전망하는 좋은 정보가 되지 못하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다.

제 2장에서는 펀드 평가에 대한 기존의 연구를 살펴보았다. 제 3장에서는 성과평가 편향에 대한 정의 및 기본적인 개념을 정리하였다. 그리고 성과평가 편향이 자산운용사의 유인과 어떠한 연관이 존재하는지를 간략히 정리하였다. 제 4장은 분석자료에 대한 설명이고, 제 5장은 성과평가 편향 및 펀드의 성과 지속성에 대한 분석 결과이다. 제 6장은 논문의 요약 및 결론이다.

II. 기존의 연구

성과평가와 관련한 이론적 발전은 주로 미국의 뮤추얼 펀드를 대상으로 진행되었다. Gruber(1996)의 다음 말은 그 동안 미국에서 진행된 성과평가에 대한 연구 방향을 단적으로 잘 보여주고 있다. 그는 투자자들이 왜 많은 수수료를 지불하고도 성과가 좋지 않은 액티브 펀드 투자를 지속하는가 하는 수수께끼를 풀기 위해서는 다음 두 가지 질문에 대한 해답이 필요하다고 지적하였다. 첫째 질문은 펀드의 운용성과가 수수료 등 펀드가입 비용을 상쇄하고도 충분히 투자자에게 이득을 주는가, 곧 펀드의 운용성과가 인덱스 또는 벤치마크보다 우월한 것인가 하는 점이다. 둘째 질문은 설령 운용성과가 평균적으로 벤치마크보다 낮다고 하더라도, 성과가 우월한 특정 펀드가 그 성과를 지속적으로 유지할 수 있는가 하는 점이다. 만약 개별펀드 성과의 지속성이 존재한다면, 투자자의 입장에서는 현재 성과가 우월한 펀드

에 투자하는 것이 자신의 편익을 증가시키는 방법이 될 수 있기 때문이다.

첫째 질문과 관련하여, Jensen(1968)은 그의 선구적인 논문에서 뮤추얼펀드가 시장 대비 우월한 성과를 내지 못하였음을 주장하였다. 그러나, 1980년대 후반 들어 이러한 Jensen의 주장을 반박하는 실증적 연구가 이어졌다. Grinblatt & Titman(1989)은 수수료 차감 전 수익률을 분석하여 우월한 펀드 성과가 존재함을 분석하였고, Ippolito(1989)는 수수료 차감 후 액티브 펀드의 성과가 인덱스 펀드의 성과보다 우월하다는 것을 도출하였다. Wermer(2000) 역시 높은 회전율의 펀드가 인덱스 펀드보다 성과가 우월함을 보임으로써, 액티브 펀드의 존재 이유를 주장하였다.

그러나, 이와 반대로 펀드 성과의 우월성을 부인하는 연구 결과도 발표되었다. 가령, Malkiel(1995)은 펀드 성과가 운용수수료 차감 이전에도 벤치마크 포트폴리오보다 좋지 않았다는 실증분석 결과를 발표했다. Elton et al.(1996) 역시 대부분의 펀드 유형이 벤치마크 대비 성과가 좋지 않음을 보여주었다.

그런데, 이들 연구에서 주목할 점은 실증 분석 시 이른바 ‘생존편향’ (Survivorship Bias)을 제거할 필요성을 제기했다는 것이다. 그들은 분석 기간 중 존재했던 모든 펀드, 즉 비록 사라졌다고 하더라도 분석 기간 중 존재했던 펀드들을 포함한 모든 펀드들의 성과를 평가해야 할 필요성을 주장하였다. 논자에 따라 생존편향의 평가 정도는 다르지만, 이후의 실증 연구에서는 펀드 성과 분석 시 생존편향을 제거한 자료 사용이 필수조건이 되었다.

펀드성과와 관련한 두 번째 질문은 펀드 성과의 연속성에 대한 것이다. Jensen(1969)은 과거의 우수한 성과가 미래의 우수한 성과를 보장한다는 증거를 발견하지 못하였다. 그러나, 1990년대 들어서 많은 실증 분석은 펀드 성과의 지속성이 존재하는 것을 발견하였다. Grinblatt & Titman(1992), Hendricks et. al.(1993), Brown & Goetzmann(1995), Gruber(1996), Elton et. al.(1996)은 그 예이다.

이와 함께 지속성이 존재한다면, 그 원천이 무엇인가 하는 점이 논의되었다. Grinblatt & Titman(1992)과 Elton et. al.(1996)는 성과 지속성의 존재가 시장 자체의 요인이라기 보다는 펀드 자체의 특성 및 포트폴리오 구성에 의해 나타났다고 주장하였다. Daniel et. al.(1997)도 우수한 성과 지속성이 종목선정 능력에 의해서 발생하였다고 주장하였다. 한편, Brown & Goetzmann(1995)은 성과 지속성이 단기적인 현상으로서 운용전략 등에서 비롯된 것이라고 주장하였다. 그러므로 우수한 펀드를 선택하는 전략이 단기적으로는 성과를 낼 가능성이 높으나, 전체적인 위험은 크다는 점을 지적하였다. Carhart(1997)는 단기적인 성과 지속성이 시장의 모멘텀이나 수수료와 같이 운용능력과 무관한 요인에 의한 것이었다고 주장하였다.

운용성과에 따른 국내의 연구는 그다지 많지 않은 실정이다. 이것은 무엇보다도 아직까지 자산운용시장이 체계적으로 성과평가가 이루어진 기간이 길지 않기 때문인 것으로 판단된다. 국내의 연구로는 박영규, 장욱(2001), 신성환(2003), 박영규, 주효근(2004), 민재형, 구기동(2006)이 있다.

Ⅲ. 기본 개념: 성과평가 편향과 자산운용사의 유인

‘성과평가 편향(Evaluation-ship Bias)’은 평가대상이 되는 평가펀드가 평가대상에서 제외된 비평가펀드 보다 상대적인 우월한 운용성과를 갖고 있어, 자산운용사의 실제 운용성과가 과대평가되는 현상이다.

일반적으로 펀드의 평가대상 여부는 수탁고와 설정 경과기간을 기준으로 결정된다. 우리는 전체 펀드를 평가펀드와 비평가펀드로, 그리고 비평가펀드는 설정 경과기간이 부족하여 평가대상에서 제외된 기간 미만 펀드와 경과기간은 초과했으나 수탁고가 작아 평가대상에서 제외된 금액 미만 펀드로 구분하여 각각의 유형별 성과를 비교 분석하였다.

성과평가 편향이 발생하는 원인은 다음의 측면에서 찾아볼 수 있다.

첫째, 금액 미만 펀드를 이용하여 펀드의 수탁고를 증가시킬 수 없기 때문에, 자산운용사는 금액 미만 펀드 운용에 초점을 맞추지 않는다. 일반적으로 소액의 금액 미만 펀드는 상대적으로 경험이 부족하거나 운용 능력이 떨어지는 펀드매니저에게 할당된다. 또한, 동일한 펀드 매니저가 평가펀드와 동시에 금액 미만 펀드를 운용하는 경우에도, 자산배분이나 종목의 선정이 평가펀드 중심으로 이루어지기 때문에, 금액 미만 펀드에 적합한 포트폴리오 구성이 되지 않을 수 있다.

역으로 본다면, 금액 미만 펀드는 운용성과가 좋지 않은 결과의 산물일 수 있다. 자산운용사는 펀드의 판매시 상대적으로 운용실적이 좋은 펀드에 판매를 집중한다. 그러므로, 운용성과가 나쁜 펀드는 수탁고가 증가하지 않아 금액 미만 펀드가 될 가능성이 높다.

둘째, 기간 미만 펀드가 평가펀드보다 운용 실적이 낮을 이유가 존재하지는 않는다. 자산운용사가 펀드의 설정 초기 해당 펀드의 운용실적을 높이는데 집중할 것이기 때문에, 금액 미만 펀드와 달리 운용성과가 평가펀드보다 낮을 것이라고 추론할 이유는 없다.

그러나 자산운용사가 기간 미만 펀드의 운용전략을 차별화할 유인이 존재한다. 흔히 펀드의 성패는 평가대상이 되는 시점을 전후하여 결정된다. 투자자들은 일정한 경과 기간이 지났음에도 불구하고 펀드 성과가 좋지 않은 펀드에 대해서는 철저히 외면하는 경향이 있다. 따라서, 자산운용사는 펀드 설립 초기에 가능한 높은 운용성과를 올리려는 유인을 갖고 있다. 이 결과 자산운용사가 통상적인 펀드 운용과 달리 설정 기초에 벤치마크 대비한 복제율(copy ratio)을 낮추는 등 시장위험을 감수하는 적극적인 운용전략을 구사할 수 있다⁶.

따라서, 기간 미만 펀드의 투자수익률은 상대적으로 높은 변동성을 보일 가능성이 존재한다. 이러한 자산운용사의 전략은 펀드 성과의 지속성을 의심하게 한다. 자산운용사가 초기의 공격적인 펀드운용을 지속할 수 없기 때문에, 일정 기간 경과 후 통상적인 펀드 운용 전략으로 회귀될 가능성이 높다. 그렇다고 한다면, 초기의 운용실적의 지속성은 존재할 수 없을 것이다. 이는 결국 기간 미만 펀드의 운용성과가 투자자의 합리적인 펀드 선택을 왜곡

⁶ 자산운용사 입장에서 초기펀드의 실적 악화에 따른 부담은 크지 않다. 즉, 상대적으로 투자자나 금액이 적기 때문에 펀드 운용의 실패 시 자산운용사 전체에 미치는 영향은 작기 때문이다. 또한, 운용액이 작을 경우 상대적으로 낮은 거래비용으로 포트폴리오를 변경할 수 있기 때문에, 펀드매니저의 공격적인 자산운용의 부담 역시 크지 않다.

하는 것을 의미한다.

본 연구는 구체적으로 다음과 같은 가설을 검증하고자 한다.

가설 1. 평가펀드는 금액 미만 펀드 및 비평가펀드 보다 운용성과가 우월하다.

앞서 지적한 이유대로 평가펀드가 금액 미만 펀드보다는 운용성과가 우월할 가능성이 높다. 반면 기간 미만 펀드는 운용 전략이 다르다고 하더라도 운용성과가 평가펀드보다 우월하거나 열등하다고 사전적으로 추론할 이유는 없다. 금액 미만 펀드와 기간 미만 펀드를 합한 비평가펀드는 금액 미만 펀드의 영향으로 인하여 평가펀드보다 열등한 성과를 보일 것이다.

가설 2. 기간 미만 펀드의 성과 지속성은 존재하지 않는다.

기간 미만 펀드의 운용전략이 일정 기간이 경과된 이후의 운용전략과 다르다고 한다면, 기간 미만 펀드의 운용성과 지속성은 존재한다고 볼 수 없다. 본 논문은 각 펀드의 초기 1년 경과 시점에서의 수익률과 그 펀드의 2년 및 3년 경과후의 수익률간의 지속성의 존재를 검증하였다.

IV. 분석 자료

1. 분석 대상

본 연구는 한국펀드평가(주)로부터 입수한 2000년초부터 존재했던 모든 주식형 펀드의 기본정보와 월단위 자료를 기초자료로 이용하였다. 따라서 분석자료는 생존편향은 물론이고 성과평가편향이 없는 자료이다. 그리고 운용성과의 분석대상 기간은 2001년부터 2006년말까지 6년간이었다.

주식형 펀드로 대상을 한정하는 것은 투자목적 등을 감안할 때 주식형 펀드가 동일 유형간 상대적인 비교가 가능하다고 판단하였기 때문이다. 혼합형 펀드나 채권형 펀드는 투자 목적이 매우 다르고 유형내의 공통된 벤치마크가 존재하지 않기 때문에 상대적인 비교가 매우 어렵다. 반면, 주식형 펀드는 비록 명시적이지 않더라도 투자자나 자산운용사 모두 벤치마크를 KOSPI로 전제하고 운용하는 것이 대부분이었기 때문에⁷, 펀드 운용성과의 상대적인 비

⁷ 펀드의 공시자료 등에서 구체적인 벤치마크가 기입된 경우는 드물다. 그러나 시장관행을 감안할 때, 일반적인 주식형 펀드는 명시적으로 적시되지 않았더라도 암묵적으로 KOSPI를 벤치마크로 한 것으로 보아도 크게 문제는 없을 것이다.

교가 가능하다.

한편, 2001년을 분석 기간의 기점으로 정한 것은 펀드 분류체계의 변경을 감안한 것이다. 2000년까지 주식형 펀드의 분류는 주식편입 유무에 따라서 결정되었다. 2000년 초반까지는 주식이 한 주라도 편입 가능한 펀드는 주식형으로 분류되었으나, 2000년 6월부터 펀드분류 기준이 변경되어 주식형은 최소편입비가 60%이상인 경우로 한정되었다. 따라서 분석 기간을 2001년 이후로 정하였다⁸.

펀드간의 실질적 비교 평가가 가능하도록 하기 위해서, 주식형 펀드 중에서 다음과 같은 기준에 입각하여 분석대상 펀드를 선정하였다.

첫째, 공모형 펀드를 대상으로 하였다. 사모형 펀드의 경우에는 투자자의 목적에 따라 벤치마크가 달라질 수 있기 때문에 비교대상에서 제외하였다.

둘째, 해외주식을 편입한 주식형 펀드는 제외하였다. 이 펀드는 벤치마크가 KOSPI가 될 수 없기 때문이다.

셋째, 인덱스 펀드는 제외하고 이른바 액티브(Active) 펀드만을 대상으로 하였다. 인덱스 펀드의 목적이 벤치마크와의 추적 오차를 최소화하는 것이기 때문이다. 양자간의 분류는 ‘한국펀드평가’의 분류방식을 차용하였다.

넷째, 모자펀드가 동시에 존재하는 경우에는 펀드수수료가 반영된 자펀드를 포함시키고, 모펀드는 제외하였다. 또한 멀티 클래스 펀드의 경우에는 각각의 클래스를 하나로 보아 이를 포함시켰다. 멀티클래스 펀드가 운용만을 고려하면 동일한 것으로 볼 수 있으나, 실제 운용상에서 포트폴리오 구성이 달라질 수 있으며, 수수료의 편차가 존재하기 때문에 이를 개별적인 펀드로 분류하여 포함시켰다.

여섯째, 일부 자료상의 누락이 있는 펀드 역시 제외하였다. 가령 펀드수수료가 기입되지 않는 펀드 등은 제외하였다. 그러나 선취 수수료가 있는 펀드는 포함하여 분석하였다.

2001년 초부터 2006년 말까지 존재했던 주식형 펀드 중에서 이러한 조건을 만족한 펀드는 총 580개였다. 이들 펀드를 설정일 기준으로 구분하면, 총 580개 펀드 중에서 1999년말 이전에 설정되었던 펀드가 59개였다. 그런데, 이 중 48개의 펀드가 프루덴셜 자산운용의 전신인 현대투신이 소위 ‘Buy Korea’ 열풍시에 설립했던 펀드였다. 이 펀드의 설정일이나 펀드명 등을 자세히 분석하면, 이들은 동일한 날 투자자만 달리하여 설정한 경우가 많이 있었다. 따라서, 이들 펀드로 인하여 자료의 왜곡이 발생할 가능성이 우려되어서 일괄적으로 1999년말까지 설정되었던 펀드 모두를 분석대상에서 제외하였다. 결국 본 연구의 분석대상은 2000년 초부터 2006년말까지 설정되어 2001년부터 적어도 한 번의 월별 성과가 기록된 총 521개의 펀드로 국한된다.

⁸ 이 분류에 따르면, 자산배분형 펀드는 분석대상에서 제외된다. 현재 한국펀드평가사에서는 자산배분형 펀드를 최근 주식형펀드에 포함하여 평가하고 있다. 자산배분형 펀드라는 것은 주식편입비를 60% 이상 또는 이하가 가능한 펀드이다. 그러나 이러한 펀드는 주식과 현금의 자산배분을 중시한 펀드이기 때문에, 투자목적이 절대적 수익 동일 가능성이 높다. 그 점에서 우리는 자산배분형 펀드를 분석대상에서 제외하였다.

2. 평가펀드와 비평가펀드의 기초 통계량

521개의 펀드는 평가대상 펀드와 비평가대상 펀드로 구분된다. 앞서 지적했듯이 평가사 및 공표기관에 따라 평가대상 펀드의 기준은 다르다. 본 연구는 펀드의 평가대상 여부의 판단 기준을, 금액 기준으로는 설정액 100억원, 기간 기준으로는 설정 후 경과기간 1년으로 정하였다. 상기의 기준은 시장에서 가장 관행적이고 보편적으로 인식된 기준이다. 즉, 기관 투자자나 및 판매사들이 평가대상 펀드를 설정할 경우 사용하는 보편적인 기준이라고 할 수 있다⁹.

표 1. 펀드 설정과 설정펀드의 전이

	설정수	분 류	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
2000년	43	대상	9	6	1	0	0	0
		비대상	6	4	4	4	4	3
		소멸	28	33	38	39	39	40
2001년	107	대상	-	37	22	7	5	5
		비대상	-	22	17	17	13	7
		소멸	-	48	68	83	89	95
2002년	72	대상	-	-	16	13	14	14
		비대상	-	-	27	23	14	10
		소멸	-	-	29	36	44	48
2003년	28	대상	-	-	-	9	7	7
		비대상	-	-	-	13	10	7
		소멸	-	-	-	6	11	14
2004년	53	대상	-	-	-	-	33	34
		비대상	-	-	-	-	13	9
		소멸	-	-	-	-	7	10
2005년	117	대상	-	-	-	-	-	64
		비대상	-	-	-	-	-	40
		소멸	-	-	-	-	-	13

‘평가 펀드’는 설정액이 100억원 이상이고 설정기간이 1년 이상이 된 펀드로, ‘비평가 펀드’는 설정액이 100억원 미만이거나 설정 기간이 1년 미만인 펀드로 정의한다. 그리고 비평가펀드는 1년 미만의 펀드(이하 ‘기간 미만 펀드’)와 1년 이상을 경과하였으나 금

⁹ 가령 한국펀드평가는 주식형 펀드는 50억원 이상을 평가기준점으로 한 반면, 채로인은 100억원 이상을 기준으로 하였다. 그러나 다음과 같은 이유에서 100억원을 기준으로 평가대상 여부를 결정하였다. 주식형 펀드의 50억원 기준은 과거 주식형 펀드가 매우 적었던 것을 감안한 것이고, 실제로는 대부분의 경우 100억원이 기준이 되는 경우가 많다. 또한, 50억원에서 100억원 사이의 펀드 수는 전체 펀드 수에 비해 매우 적은 비중이어서 전체적인 분석에 큰 영향을 주지 않을 것으로 판단되었다.

액이 100억 이하인 펀드(이하 ‘금액 미만 펀드’)로 구분하였다.

<표 1>은 설정된 펀드가 시간 경과에 따라 어떻게 전이되고 있는지를 정리한 것이다. 펀드 설정액은 주식시장 상황과 주식형 펀드 수요의 변동에 따라 연도별로 그 편차가 매우 심하였다. 주식시장이 정점에 있었던 2001년의 경우 설정 펀드 수는 107개였으나, 이후 계속 감소하여 2003년에는 설정된 펀드가 28개에 불과하였다. 이후 신규설정 펀드 수는 주식시장의 호황과 함께 증가하였으며, 특히 자금이 주식형펀드로 본격적으로 이동한 2005년에는 설정펀드 수가 다시 117개로 증가하였다.

연도별로 설정된 펀드의 궤적을 추적해보면, 그 동안 주식형펀드의 평균 생존율과 존속기간이 매우 낮았다. 2000년 설정된 펀드 43개 중에서 2006년 말 현재 잔존하고 있는 펀드는 3개에 불과하며, 그것도 모두 비평가펀드였다. 2001년에 설정된 107개 펀드도 그 중 8개만이 현존하고 있으며, 5개 펀드만이 평가펀드이다. 2000년과 2001년 설정된 펀드의 5년차 생존율은 평균 9.2%에 불과했다.

설정 후 2년차 생존율은 최근 개선되는 추세이다. 2000년 설정된 펀드의 2001년 말 생존율은 54.5%에 불과하였다. 이후 생존율은 상승하여 2003년에서 2005년까지 설정된 펀드의 2년차 생존율은 각각 77.9%, 81.8%, 87.9% 였다.

표 2. 연도별 주식형펀드의 추이(연말기준)

(단위: 개, 억원)

		2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
펀드 수	평가 펀드	9	47	59	38	61	124
	비평가 펀드	122	121	90	123	177	178
	기간 미만	116	86	25	48	105	90
	금액 미만	6	35	65	75	72	88
	총 펀드	131	168	149	161	238	302
설정액	평가 펀드	3,583	24,712	25,865	18,016	88,413	245,333
	비평가 펀드	25,637	15,554	3,420	7,958	47,954	21,594
	기간 미만	25,571	15,052	1,739	6,705	47,041	19,846
	금액 미만	66	502	1,681	1,253	913	1,748
	총 펀드	29,220	40,266	29,285	25,974	136,367	266,927
펀드당 규모	평가 펀드	398.1	525.8	438.4	474.1	1,449.4	1,978.5
	비평가 펀드	210.1	128.5	38.0	64.7	270.9	121.3
	기간 미만	220.4	75.0	69.6	139.7	448.0	220.5
	금액 미만	11.0	14.3	25.9	16.7	12.7	19.9
	총 펀드	223.1	239.7	196.5	161.3	573.0	883.9

<표 2>는 연도별로 분석대상이 되는 펀드 수와 설정액을 유형별로 정리한 것이다. <표 1>

에서 보았듯이 펀드의 설정 및 청산이 빈번하게 이루어졌기 때문에, 이러한 변동을 반영하여 연도별 분석대상 펀드 수와 규모의 변화가 컸다. 전체적으로 보면, 2004년까지는 분석대상 펀드의 수와 규모가 각각 150 여개 내외, 3조원 수준이었으나, 2005년부터 급격하게 증가하여 펀드 수는 2005년 238개, 2006년 302개로 증가하였고, 전체 펀드규모도 2005년 13.6조원, 2006년 26.7조원으로 급격히 확대되었다.

평가펀드의 수는 상대적으로 표본이 적었던 2001년을 예외로 하면, 2005년까지 50여개 내외의 규모를 유지하였다. 반면, 비평가펀드의 수는 신규펀드의 설립 회수에 따라 변동하였다. 비평가펀드의 수는 2006년을 제외하면 전체 펀드수의 2/3 이상이었다.

그러나 펀드 설정액으로 보면, 평가펀드의 수탁고는 2002년 이래로 전체 펀드의 60% 이상을 차지하였다. 그리고 펀드당 규모는 2004년까지는 펀드당 400-500억원 수준이었으나, 2006년에는 1,978.5억원으로 급증하였다. 반면 금액 미만 펀드는 펀드 수가 2006년을 제외하고는 모든 기간에서 평가펀드보다 많았으나, 펀드당 수탁고는 연평균 10-20억원 수준에 불과하였다. 한편 기간 미만 펀드의 수는 시장상황에 따라 연도별로 편차가 심하였다. 그리고 펀드당 수탁고는 금액 미만 펀드보다는 상대적으로 많았다.

V. 성과평가 편향과 성과 지속성

1. 주식형펀드 수익률과 생존 편향

성과평가 편향의 분석 이전에, 한국에서도 펀드 운용성과의 생존 편향이 존재하는지를 간략히 분석하였다. 우리가 갖고 있는 분석자료는 중도에 소멸된 펀드의 수익률도 포함하고 있으므로, 생존편향이 없는 자료이다. 따라서 동 자료를 이용하여 2001년부터 2006년까지 각 연도별 전체 펀드의 수익률을 계산하였다.

한편, 분석대상 펀드 총 521개 중 2006년말 현재 생존해있고 평가 측정이 가능한 펀드는 281개였다. 우리는 이 281개 생존펀드를 과거로 회귀하면서 연도별 펀드 수익률을 측정하였다. 그리고 이를 전체 펀드의 연도별 수익률과 비교하였다. 수익률은 KOSPI가 벤치마크인 상대수익률을 이용하였고, 생존펀드와 전체 펀드의 수익률 계산 시 펀드의 금액을 고려하지 않은 단순평균치와 금액가중평균치를 모두 구하였다.

<표 3>은 생존편향이 없는 모든 펀드의 수익률과 생존펀드의 단순평균 및 가중평균 수익률을 비교한 것이다. 2002년의 단순평균 수익률만을 제외하고, 생존펀드는 분석대상 기간 내내 전체 펀드의 수익률보다 높은 수준을 보였다¹⁰. 분석기간 연평균 수익률을 보면, 생존펀드는 전체 펀드보다 단순평균 수익률이 1.44%, 가중평균 수익률이 1.98% 높았다. 이것은

¹⁰ 2006년 양자의 차이가 없는 것은 2006년 설정된 후 1년 내에 소멸된 펀드 규모가 크지 않아서, 양자간의 표본의 차이가 거의 없었기 때문이다.

한국의 펀드에서도 생존편향이 존재하고 있음을 보여준다¹¹.

표 3. 주식형 펀드의 생존편향과 수익률

(단위 : %)

연 도	전체 펀드(A)		생존펀드(B)		수익률차(B-A)	
	단순평균	가중평균	단순평균	가중평균	단순평균	가중평균
2001	-0.72	0.21	5.64	6.68	6.36	6.47
2002	12.42	10.08	9.01	11.51	-3.41	1.43
2003	3.79	7.67	6.67	11.33	2.88	3.66
2004	-3.55	-0.32	-3.00	-0.13	0.55	0.19
2005	5.16	13.96	7.35	14.13	2.19	0.17
2006	-1.15	-1.63	-1.10	-1.63	0.05	0.00
평균	2.66	5.00	4.10	6.98	1.44	1.98

2. 성과평가 편향과 펀드 성과

1) 분석 방법

성과평가 편향의 측정을 위해 전체 펀드를 평가 펀드와 비평가 펀드로, 비평가 펀드는 금액 미만 펀드와 기간 미만 펀드로 세분하여 이들 유형간의 성과를 비교 분석하였다. 평가지표에 따라 성과가 달리 나타날 수 있기 때문에, 성과평가는 세 가지 측정지표를 이용하여 구하였다. 수익률은 전월비 수익률을 이용하였고, 유형별 펀드는 단순가중치¹²를 이용하여 합산하였다.

세 가지 성과지표는 다음과 같다.

첫째, KOSPI를 벤치마크로 한 단순한 상대수익률을 이용하였다(<식 1>).

둘째, CAPM에 의거하여 위험조정수익률을 구하였다(<식 2>). 이 때, 월별 수익률임을 감안하여 무위험수익률의 대리변수는 3개월 CD수익률¹³을 이용하였다.

¹¹ Gruber(1996)은 1985년부터 1994년까지 미국의 펀드를 대상으로 생존편향을 조사한 결과, 벤치마크 대비 비생존펀드 수익률이 -0.432%, 생존펀드 수익률이 -0.162%로서 양자의 격차가 0.27% 발생한 것으로 발표하였다.

¹² 금액가중치를 이용할 경우 유형별 성과가 상대적으로 규모가 큰 펀드 성과에 의하여 영향 받기 쉽기 때문에 단순평균치를 이용하였다.

¹³ 전월비 수익률을 지표로 함에도 불구하고 CD 3개월물을 이용한 것은 1개월물에 해당하는 시장금리가 실제 존재하지 않기 때문에 실제로 이용가능한 것이 3개월물 금리였기 때문이다. 또한, 은행이 발행하는 CD 금리를 이용한 것은 국채 3개월물 금리가 거래되는 경우가 드물며 통상 CD금리를 기준으로 그 평가가 결정되는 경우가 많으며, 단기의 경우 신용위험 프리미엄이 거의 무시될 수 있기 때문이다.

셋째, Fama & French(1993)의 다요인 모형(Multi-Factor Model)을 이용하여 수익률을 평가하였다(<식 3>). Fama & French(1993)의 모형은 주식수익률의 위험조정수익률의 결정요인으로서 시장위험 프리미엄, 소형주와 대형주간의 격차 및 가치주와 성장주 수익률간의 상대적 격차를 들고 있다. 소형주와 대형주간의 수익률 격차는 통상적인 KOSPI의 중소형주와 대형주간의 구분¹⁴에 입각하여 구하였다. 한편 가치주와 성장주 간의 상대적 격차는 한국의 주식시장에서 구분하기 어려워, KOSDAQ 수익률과 KOSPI수익률간의 격차로 대체하였다. 그 이유는 KOSDAQ 시장이 KOSPI에 비하여 상대적으로 성장주에 포함되는 종목이 많으며, 대부분의 주식형펀드가 벤치마크를 KOSPI로 하고 있음에도 불구하고, 커다란 제약 없이 KOSDAQ 종목에 투자하고 있어 양 시장의 변동과 편입 정도에 따라 수익률 격차가 발생할 수 있기 때문이다.

$$R_{it} - R_{mt} \quad \text{-----} \quad (1)$$

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i^1 + \beta_{mi}^1 \times (R_{mt} - R_{ft}) + e_i \quad \text{-----} \quad (2)$$

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i^2 + \beta_{mi}^2 \times (R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{si}^2 \times (R_{st} - R_{it}) + \beta_{vi}^2 \times (R_{qt} - R_{mt}) + e_i \quad \text{-----} \quad (3)$$

단, R_{it} : 펀드수익률, R_{mt} : KOSPI 수익률, R_{ft} : CD(3개월) 수익률,

R_{st} : 중소형주 수익률, R_{lt} : 대형주 수익률, R_{qt} : KOSDAQ수익률

2) 분석 결과: 성과평가 편향

<식 1>에 의한 단순 상대 수익률은 <표 4>에 정리하였다. 평가펀드의 상대수익률은 연평균 4.07%로서 비평가펀드의 연평균 수익률 2.38%보다 1.69%pts 높았다. 그러나 연도별로 보면, 3개 년도는 평가펀드가 우월했으나, 나머지 3개 년도는 비평가 펀드가 우월한 것으로 나타났다.

비평가펀드를 세분해서 평가펀드와 비교해보면, 기간 미만 펀드의 연평균 수익률은 2.98%, 금액 미만 펀드는 1.40%였다. 특히, 금액 미만 펀드는 2002년과 2006년에 다소 평가펀드 보다 높았지만, 나머지 기간에는 평가펀드보다 매우 낮은 성과를 기록하였음을 확인할 수 있다.

그런데, 이러한 유형별 펀드 성과의 차이는 시장 상황과 상당히 연관된 것으로 추론된다.

¹⁴ 현재 대형주와 중소형주의 구분 기준은 시가를 기준으로 한 상대적 구분이다. 즉, 대형주는 시가 100위 이상, 그리고 중소형주는 그 미만이 되는 주식으로 구분된다. 이러한 구분은 정기적으로 시가 변동에 따라 재설정된다.

KOSPI 연간 수익률을 고려할 때, 평가펀드 성과가 좋았던 시기는 주식시장이 상승세였으며, 반대로 낮았던 시기는 주식시장이 횡보 또는 하락하는 시기였다¹⁵. 이를 감안하여 시장수익률의 영향을 통제하여 운용성과를 분석한 것이 <식 2>와 <식 3>에 의한 성과평가 방법이다.

표 4. 평가대상 펀드 수익률과 비평가대상 펀드 수익률 (KOSPI 대비 상대수익률)

(단위 : %)

	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	연평균
전체 펀드	-0.72	12.42	3.79	-3.55	5.16	-1.15	2.66
평가 펀드	3.2	10.11	5.68	-3.94	11.35	-1.96	4.07
비평가 펀드	-1.01	13.32	3.78	-3.51	2.18	-0.49	2.38
기간 미만	-1.11	14.56	-0.06	-0.77	4.78	0.48	2.98
금액 미만	0.88	10.28	3.56	-5.13	0.49	-1.69	1.40
KOSPI	37.47	-9.54	29.19	10.51	53.96	3.99	20.93

CAPM과 다요인 모형에 의한 성과평가 추정 결과는 <표 5>와 <표 6>에 요약하였다. 전체적으로 두 모형 모두 설명력이 높은 것으로 나타났다. 시장위험 프리미엄($R_{mt} - R_{ft}$)은 CAPM 모형에서나 다요인 모형에서 모두 운용성과에 양(+)의 효과를 준 것으로 나타났다. 반면, 다요인 모형에서 나머지 요인들, 즉 대형주와 중소형주간의 차이($R_{st} - R_{lt}$)와 KOSDAQ과 KOSPI 수익률의 차이($R_{qt} - R_{mt}$)는 운용성과 설명에 유의미하지 않은 것으로 나타났다.

두 모형 모두에서 평가펀드는 분석 기간 중 벤치마크 대비 초과수익을 기록하였고, 그 초과수익은 각각 1%, 5% 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 반면, 비평가펀드는 그 계수가 평가펀드보다 높았으나 유의미하지 않았기 때문에, 초과성과를 기록했다고 볼 수 없었다.

비평가펀드 중에서 금액 미만 펀드는 다요인 모형에서는 초과성과가 유의미하지 않았지만, CAPM 모형에 의할 때 10%의 유의수준에서 초과수익을 달성한 것으로 나타났다. 이 때 초과수익률 CAPM α 는 0.298로서 동 모형에 의한 평가펀드의 CAPM α 0.398보다는 낮은 수준이었다. 따라서 금액 미만 펀드의 운용성과가 평가펀드의 운용성과보다 좋지 않았다고 할 수 있다.

반면 기간 미만 펀드는 두 모형 모두에서 초과수익률 α 가 평가펀드 보다 높았으나 모두

¹⁵ 직관적으로는 이러한 상관관계는 이해할만하다. 다른 요인을 감안하지 않더라도, 시장이 상승세에 있는 경우 펀드로의 자금유입과 펀드의 대형주 중심의 편입 속성 등을 감안할 때, 펀드가 벤치마크보다 우월할 가능성이 높다. 특히 평가펀드가 비평가펀드보다 상대적으로 규모가 크고 주된 포트폴리오를 구성하고 있으므로 비평가펀드보다 상승시장에 성과가 좋을 가능성이 많다.

유의미하지 않은 것이었다.

표 5. 평가대상 펀드 수익률과 비평가대상 펀드 수익률 (CAPM 모형)

펀드	CAPM α	t 통계량	P-값	조정 R ²
전체 펀드	0.391065**	2.281618	0.025557	0.948594
평가 펀드	0.398331***	3.053043	0.003201	0.972301
비평가 펀드	0.404406	0.211508	1.912015	0.921849
기간 미만 펀	0.551918	1.474995	0.144698	0.797358
금액 미만 펀	0.298033*	2.053273	0.043784	0.961429

***는 1%, **는 5%, *는 10%의 유의수준에서 유의미함.

표 6. 평가대상 펀드 수익률과 비평가대상 펀드 수익률 (다요인 모형)

펀드	다요인 α	t 통계량	P-값	조정 R ²
전체 펀드	0.309720	1.804819	0.075531	0.95061
평가 펀드	0.349459**	2.634463	0.010426	0.972684
비평가 펀드	0.308275	1.448210	0.152154	0.924481
기간 미만 펀드	0.434798	1.138299	0.258990	0.798541
금액 미만 펀드	0.234657	1.602282	0.113729	0.234657

***는 1%, **는 5%, *는 10%의 유의수준에서 유의미함.

이상의 결과는 3장의 가설 1, 즉 한국의 주식형 펀드에서 성과평가 편향이 존재하고 있음을 의미한다. 즉, 현재와 같은 평가대상 펀드를 중심으로 한 자산운용사의 성과는 운용성과를 과대평가하는 편향을 발생시키는 것이다.

한편, 주목되는 점은 기간 미만 펀드의 수익률 변동이 여타 유형의 펀드와 다른 성향을 보인다는 점이다. 기간 미만 펀드의 운용 전략과 관련하여 각 유형별 펀드의 추적오차의 변동성을 구하였다(<표 7> 참조). 기간 미만 펀드의 추적오차의 분산은 다른 유형의 펀드보다 높았다. F-Test의 결과, 기간 미만 펀드는 다른 펀드의 분산과 동일하다는 가설이 10%의 유의수준에서도 기각되었다. 반면, 여타 펀드들간의 분석에서는 분산이 동일하다는 가설이 기각되지 않았다. 이 결과는 자산운용사가 기간 미만 펀드에 대해서는 평가펀드의 운용전략과는 다른 전략을 구사한다는 점을 시사한다.

표 7. 펀드유형별 수익률 표준편차

펀드 유형	평가펀드	비평가펀드	금액 미만 펀드	기간 미만 펀드
표준편차	6.54	6.31	6.17	6.94

3. 신규 펀드의 성과 지속성

1) 분석 방법

제 2절에서의 분석에서 우리는 자산운용사가 운용실적 확보를 위해 초기 1년간 더 많은 위험을 감수하는 경향이 있음을 추론하였다. 만약 자산운용사가 운용실적을 위해 초기 운용 전략과 이후의 운용전략을 차별화한다면, 그것은 초기의 운용실적의 지속성이 이후에 존재하지 않는다는 점을 의미한다. 이것은 초기 운용실적이 왜곡적 정보를 제공한다는 점에서 또 다른 의미에서의 성과평가의 왜곡이라고 할 수 있다. 이 점에서 우리는 초기 운용성과의 지속성에 대하여 분석하였다.

우선, 개별펀드마다 설정 이후 1년이 되는 시점에서의 수익률을 구하고, 이를 초기 운용 성과로 간주하였다. 그리고 설정일 기준으로 2년차, 3년차 되는 시점의 연간수익률을 시간 경과에 따라 각각 구하였다. 이렇게 구해진 연차별 수익률을 이용하여 다음 두 가지 방식으로 초기 운용성과의 지속성을 분석하였다.

첫째, 펀드의 순위상관계수를 구하였다. 각 펀드마다 1년이 되는 해당월의 운용수익률을 구하고, 동시에 그 시점에 존재했던 모든 펀드의 수익률을 구한 다음, 해당 펀드가 전체 펀드에서 차지하는 순위를 구하였다. 이러한 방식대로 각 펀드가 연간 수익률이 존재하는 한 2년차 수익률의 순위, 3년차 수익률의 순위를 연차별로 확장하여 구하였다. 이렇게 구한 각 펀드별 연차별 순위를 이용하여 순위상관계수를 구하였다. 단, 펀드 순위는 5분위법을 이용하였다¹⁶.

둘째, 앞서 구한 각 펀드별 연차별 수익률을 이용한 회귀분석을 통하여 그 지속성을 분석하였다. 앞서 우리는 CAPM 모형이 성과평가의 좋은 지표임을 확인하였다. 이 CAPM 모형에 추가적인 설명변수로서 전년도 위험대비 수익률을 추가하였다. 따라서 1년차 수익률의 2차년도에서의 지속성을 분석하는 회귀모형은 <식 4>와 같이 정리된다. 그리고 이를 일반화하면 <식 5>로 정리된다. 만약 지속성이 존재한다면, $R_{i1} - R_{f1}$ 의 회귀계수가 양(+)이 될 것이다.

$$R_{i2} - R_{f2} = \alpha_i^1 + \theta_{i1}^1 \times (R_{i1} - R_{f1}) + \beta_{mi}^1 \times (R_{m2} - R_{f2}) + e_i \quad \text{---- (4)}$$

$$R_{iT} - R_{fT} = \alpha_i^1 + \sum_{t=1}^{T-1} \theta_{it}^1 (R_{it}^1 - R_{ft}^1) + \beta_{mi}^1 \times (R_{mT} - R_{fT}) + e_i \quad \text{---- (5)}$$

2) 분석 결과 : 초기 운용성과의 지속성

¹⁶ 5분위 이외에도 많이 이용되는 2분위, 4분위, 10분위까지 이용하여 계산하였지만, 결과에는 차이가 없었다.

순위상관계수는 <표 8>에 정리되어 있다. 순위상관계수를 보면, 초기 운용성과는 이후 지속되지 않는 것으로 나타났다. 전체 펀드의 초기 운용성과와 2년차 운용성과의 순위상관계수는 0.03이었고, 평가 펀드의 그것은 -0.03이었다. 초기 운용성과와 3년차 및 4년차 운용성과간의 상관계수를 보더라도, 초기 운용성과의 지속성이 존재한다고 보기는 어려웠다.

표 8. 순위상관계수

(전체 펀드)

펀드	1년차 수익률	2년차 수익률	3년차 수익률	4년차 수익률
1년차 수익률	1	0.03	0.10	0.08
2년차 수익률	-	1	0.03	0.11
3년차 수익률	-	-	1	0.14

(평가 펀드)

펀드	1년 수익률	2년차 수익률	3년차 수익률	4년차 수익률
1년차 수익률	1	-0.03	0.09	-0.003
2년차 수익률	-	1	0.04	0.05
3년차 수익률	-	-	1	0.22

회귀분석의 결과는 <표 9>와 <표 10>에 정리하였다. 현재의 분석 자료가 시계열상 부족하기 때문에, 수익률 상관관계는 3년차 수익률까지만 가능하였다. 모든 분석에서 모형의 설명력은 R^2 0.8 이상이었고, 시장위험 프리미엄 ($R_{mT} - R_{fT}$)은 역시 언제나 유의미하게 수익률을 결정하였다.

표 9. 초기 운용성과와 2년차 운용성과의 상관성 분석

	전체 펀드		평가펀드		비평가펀드(금액미만)	
	$R_1^i - R_1^f$	$R_2^m - R_2^f$	$R_1^i - R_1^f$	$R_2^m - R_2^f$	$R_1^i - R_1^f$	$R_2^m - R_2^f$
Coefficient	-0.05753	0.922896***	-0.00341	0.986698***	-0.1127	0.860137***
T 통계량	-1.1145	31.74114	-0.05695	27.3343	-1.12604	17.95945

***는 1%의 유의수준에서 유의미

표 10. 초기 운용성과와 3년차 수익률의 상관성 분석

	전체 펀드		평가펀드		비평가펀드(금액미만)	
	$R_1^i - R_1^f$	$R_2^i - R_2^f$	$R_1^i - R_1^f$	$R_2^i - R_2^f$	$R_1^i - R_1^f$	$R_2^i - R_2^f$
Coefficient	0.084965	-0.22362*	-0.03801	-0.09086	0.13753	-0.23589
T 통계량	1.069398	-1.92594	-0.28517	-0.41875	1.340122	-1.6713

*는 10% 유의수준에서 유의미

2년차 수익률에 대한 초기 운용성과의 영향은 모든 펀드 유형에서 반비례하는 것으로 나왔지만, 그 수치 자체가 유의미하지는 않았다. 초기 운용성과는 3년차 수익률에도 유의미한 영향을 주지 못하였다. 따라서, 초기 운용성과가 이후 운용성과에 영향을 주지 못하는 것을 확인할 수 있었다.

이상의 순위상관계수 및 회귀분석을 통해서, 우리는 초기 운용성과가 이후의 운용성과와 관련성이 없으며, 따라서 초기 펀드 운용성과의 지속성이 존재하지 않음을 확인할 수 있었다. 이러한 분석 결과는 초기 펀드성과를 평가함에 있어서, 펀드의 위험 정도나 운용시의 규모 등의 추가적인 정보가 투자자에게 제공될 필요성을 제기한다.

VI. 결론

본 연구는 한국의 주식형 펀드를 대상으로 운영성과를 분석하여, 성과평가 편향 및 이를 둘러싼 자산운용사의 유인과 행태를 살펴보았다. 성과평가 편향은 성과평가의 대상이 되는 펀드가 상대적으로 평가대상에서 제외되는 펀드에 비해 높은 운용실적을 보임으로써, 전체적인 운용성과를 과대평가 하도록 만드는 것을 의미한다. 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 2001년부터 2006년 동안 주식형 펀드의 성과편향이 존재하였다. 여러 지표를 사용할 때, 평가 펀드는 동 기간 중 시장 대비 우월한 성과를 거두었으나, 비평가 펀드는 초과수익의 존재를 확인할 수 없었다. 특히, 비평가펀드를 금액 미만 펀드와 기간 미만 펀드로 구분해 보면, 평가 펀드는 금액 미만 펀드에 비해 확연히 높은 운용성과를 기록하였다.

둘째, 초기 운용성과의 지속성은 존재하지 않았다. 초기 1년간의 운용성과는 이후의 운용성과와 어떤 관련성도 보이지 않았다. 그 원인의 하나는 자산운용사가 초기 운용성과를 높이기 위해 상대적으로 높은 위험을 감수하는 차별적 전략을 초기에 구사하기 때문인 것으로 판단된다.

이상의 분석 결과는 펀드의 운용성과의 측정과 공시와 관련한 평가기준의 개선이 필요하다는 점을 시사한다. 펀드 선택 시 펀드의 운용실적을 중요하게 고려하는 이유는 그것이 미래의 펀드 수익률 전망을 위한 좋은 지표가 된다는 믿음 때문이다. 그러나, 현재와 같이 개별 펀드 중심으로 운용성과가 발표되고 공시되는 경우, 상대적으로 정보가 부족한 투자자들이 어떤 한 펀드의 정보만으로 해당 자산운용사의 운용능력을 잘못 판단할 가능성을 배제할 수 없다.

물론 그렇다고 해서 단순히 자산운용사가 운용하는 주식형 펀드 전체를 합산하는 것이 대안이 될 수는 없다. 왜냐하면 투자목적이나 운용 방식이 상이함에도 불구하고, 이러한 요소를 무시하고 유형별 펀드를 합산하는 것 역시 자산운용사의 운용 성과를 왜곡하는 것이기

때문이다¹⁷.

이 점에서 GIPS¹⁸와 같은 성과평가 방식은 시사점이 있다. 이에 따르면, 성과의 공시 및 발표가 개별펀드 단위가 아니라, 동일한 세부유형(Composite)에 포함되어 있는 모든 펀드를 합산하도록 되어 있다. 즉 동일한 투자 목적이나 전략에 합당한 유형을 구분하고, 모든 펀드를 각각의 유형에 포함시켜 합산해야 하는 것이다. 그러므로, 자산운용사가 개별적인 펀드의 정보를 제공하는 것이 아니라, 해당 유형에 포함된 펀드의 성과를 합산하여 그 성과를 제시해야 하기 때문에 자산운용사의 자의적인 선택에 의한 정보제공이 불가능해진다.

이를 위한 중요한 제도적 준비의 하나는 펀드 설정 시, 자산운용사가 그 목적, 벤치마크 등을 분명히 적시하도록 해야 한다는 점이다. 자산운용사가 펀드 평가 및 세부유형 구분을 위한 정확한 정보를 제공해야만, 이러한 성과평가 측정 및 비교가 가능하다. 그러므로 자산운용사의 정보 제공을 강제하기 위한 규정의 보완과 함께, 세부적인 유형 구분이 가능하도록 하는 펀드 평가 및 정보 제공의 표준화 작업이 이루어져야 할 것이다.

최근 들어 자산운용시장은 주식형펀드를 중심으로 양적인 측면에서 뿐만 아니라, 질적인 측면에서도 성장을 지속하고 있다. 벤치마크의 개념의 도입, 운용 실적의 중시와 운용성과에 대한 정보 제공 제도의 발전, 그리고 펀드의 생존기간의 확대 등은 불과 4-5년에는 볼 수 없었던 현상이다. 또한 운용의 투명성도 제고되어, 과거와 같은 인위적인 펀드 수익률의 조작 가능성은 거의 사라졌다.

반면, 투자자 보호를 위한 정보제공 측면에서는 아직도 많은 부분에서 미흡하다. 자산운용시장의 지속적 발전을 위해서는 상대적으로 정보가 부족한 개인투자자들을 위한 제도적인 장치가 필히 보완되어야 할 것이다. 특히, 성과평가의 방법 및 투자성과에 대한 공시제도는 자산운용업의 투명성 및 신뢰성 제고를 위해 무엇보다도 중요한 사항이다. 본 연구는 성과평가 편향에 대한 분석을 통해 이러한 제도개선의 필요성이라는 정책적 시사점을 제공했는데 또 하나의 의의가 있다.

하지만 자료의 부족으로 인하여 분석에 미흡한 점이 존재하였다. 아직까지 펀드의 수익률에 대한 결론을 내리기에는 펀드의 운용성과에 대한 시계열 자료가 부족한 형편이다. 또한, 개별 자산운용사별 분석을 통한 미시적인 접근 역시 또 하나의 과제로 남겨 두고자 한다.

¹⁷ 과거 자산운용사의 운용 펀드 전체를 합산하여 자산운용사의 실적을 순위로 평가한 경우가 많이 존재하였다. 그러나, 이러한 평가는 객관적인 평가 방식이 아니어서 개별펀드 평가 방식으로 전환된 측면이 있다.

¹⁸ GIPS(Global Investment Performance Standards)는 미국 투자분석가 협회(CFA institutes)에서 마련한 국제적 기준의 펀드 성과평가 기준으로서, 현재 여러 국가에서 이를 반영하고 있다.

<참고문헌>

- 민재형, 구기동(2006), 「펀드의 스타일, 크기와 운용성과에 관한 연구」, 『한국증권학회 2006년 4차 발표회』
- 박영규,장욱(2001), 「국내 주식형 펀드시장에 대한 성과평가연구」, 『증권학회지』 29집
- 박영규,주효근(2004), 「채권형 펀드의 성과평가 및 성과지속성 연구」, 『재무연구』 17권 1호
- 박영규(2005), 「펀드투자자와 펀드매니저의 투자행태에 관한 연구」, 『재무연구』 18권 1호
- 신성환(2003), 「국내 주식 및 채권펀드를 통한 위탁투자에 관한 연구」, 『증권학회지』 32권 3호
- 신중철(2006), 「운용사 성과측정의 활용 현황 및 문제점」, 『재무학회 2006년 추계 학술발표대회 논문집』, 재무학회
- Bauer, Rob, Roger Otten, Alireza Tourani Rad(2006), “New Zealand mutual funds: measuring performance and persistence in performance”, *Accounting and Finance* 46, pp.347-363
- Bollen, Nicholas P.B., Jeffrey A. Busse(2004), “ Short-Term Persistence in Mutual Fund Performance”, *Review of Financial Studies*, Vol. 18, No. 2, pp. 569-597
- Brown Keith C., W.V. Harlow, Laura T. Starks(1996), “Of Tournaments and Temptations: An Analysis of Managerial Incentives in the Mutual Fund Industry”, *Journal of Finance*, Vol.51, No.1, pp. 85-110
- Brown, Stephen J., William Goetzmann, Roger G. Ibbotson, Stephen A. Ross(1992), “Survivorship Bias in Performance Studies”, *Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 5, pp. 553-580
- Brown, Stephen J., William Goetzmann(1995), “Performance Persistence”, *Journal of Finance*, Vol.50, No.2, pp. 679-698
- Carhart, Mark M.(1997), “On Persistence in Mutual Fund Performance”, *Journal of Finance*, Vol.52, No.1, pp. 57-82
- Carhart, Mark M., Jennifer N. Carpenter, Anthony W. Lynch, David K. Musto(2002), “Mutual Fund Survivorship”, *Review of Financial Studies*, Vol.15, No.5, pp. 1439-1463
- Chevalier, Judith, Glenn Ellison(1997), “Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentive”, *Journal of Political Economy*, Vol.105, No.6, pp.1167-1200
- Daniel, Kent, Mark Grinblatt, Sheridan Titman, Russ Wermers(1997), “Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks”, *Journal of Finance*, Vol.52, No.3, pp. 1035-1058
- Deaves, Richard(2003), “Data-Conditioning biases, performance, persistence and flows: The case of Canadian equity funds”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, No.3, pp.673-694
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Sanjiv Das, Matthew Hlavka(1993), “Efficiency with Costly Information: A Reinterpretation of Evidence from Managed Portfolios”, *Review of Financial Studies*, Vol.6, No.1, pp. 1-22
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Christopher R. Blake(1996), “The Persistence of Risk-Adjusted

- Mutual Fund Performance”, *Journal of Business*, Vol.69, No.2, pp. 133–157
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Christopher R. Blake(1996), “Survivorship Bias and Mutual Fund Performance”, *Review of Financial Studies*, Vol.9, No.4, pp. 1097–1120
- Elton, Edwin J., Martin J. Gruber, Christopher R. Blake(2001), “A First Look at the Accuracy of the CRSP Mutual Fund Database and a Comparison of CRSP and Morningstar Mutual Fund Database”, *Journal of Finance*, Vol.56, No.6, pp. 2415–2430
- Gaspar, José-Miguel, Massimo Massa, Pedro Matos(2006), “Favoritism in Mutual Fund Families? Evidence on Strategic Cross-Fund Subsidization”, *Journal of Finance*, Vol.61, No.1, pp. 73–104
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman(1992), “The Persistence of Mutual Fund Performance”, *Journal of Finance*, Vol.47, No.5, pp. 1977–1984
- Grinblatt, Mark, Sheridan Titman(1989), “Mutual Fund Performance: An analysis of Quarterly Portfolio Holdings”, *Journal of Business*, Vol.62, No.3, pp. 393–416
- Gruber, Martin J.(1996), “Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds”, *Journal of Finance*, Vol.51, No.3, pp.783–810
- Hallahan, Terrence A., Robert W. Faff(2001), “Induced persistence or reversals in fund performance?: the effect of survivorship bias”, *Applied Financial Economics* 11, pp.119–126
- Hendricks, Darryll, Jayendu Patel, Richard Zeckhauser(1993), “Hot hands in Mutual Fund: Short-run Persistence of Relative Performance, 1974–1988”, *Journal of Finance*, Vol.48, No.1, pp.93–130
- Ippolito, Richard A.(1989), “ Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965–1984”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.104, No.1, pp.1–23
- Jain Prem C., Joanna Shuang Wu(2000), “Truth in Mutual Fund Advertising: Evidence on Future Performance and Fund Flow”, *Journal of Finance*, Vol.55, No.2, pp. 937–958
- Jensen, Michael C.(1967), “ The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–1964”, *Journal of Finance*, Vol.23, No.2, pp. 389–416
- Malkiel, Burton G.(1995), “Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991”, *Journal of Finance*, Vol.50, No.2, pp. 549–572
- Sirri, Erik R., Peter Tufano(1998), “ Costly Research and Mutual Fund Flows”, *Journal of Finance*, Vol.53, No.5, pp. 1589–1622
- Wermers, Russ(2000), “Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expense”, *Journal of Finance*, Vol.55, No.4, pp. 1655–1695