

# 스타펀드의 보유 여부가 자산운용회사의 미래 자금유입 및 성과에 미치는 영향

박 영규\*  
주 효근\*\*

## 연구 요약

본 연구는 주식형 펀드를 대상으로 하여 상위 5%, 3%, 및 1% 이내의 성과를 달성한 스타펀드를 보유한 자산운용회사의 미래 자금유입 및 성과에 대해서 분석하였다. 분석결과 첫째, 스타펀드를 보유한 스타운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 미래 자금유입증가율이 높은 것으로 나타났다. 둘째, 스타펀드를 보유한 운용회사는 그렇지 않은 운용회사보다 대체로 미래 운용성과가 우수한 것으로 나타났다. 셋째, 과거에 스타펀드를 보유한 운용회사는 미래에도 스타펀드를 보유하는 지속성이 존재하는 것으로 확인되었다. 이와 함께 과거 성과가 높고 운용펀드수가 많은 운용회사는 미래에 스타펀드를 보유할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 마지막으로 스타펀드의 보유 여부에 따라 포트폴리오를 구성하여 성과를 비교한 결과 스타운용회사가 스타펀드를 보유하지 않은 운용회사나 하위 5% 성과를 나타낸 펀드를 보유한 운용회사에 비해서 높은 성과를 달성하는 것으로 나타났다. 또한 자산운용회사의 운용펀드수를 기준으로 하여 상위 50%와 하위 50%의 그룹으로 분류하고, 각 그룹에 대하여 스타펀드의 보유여부에 따라 포트폴리오를 구성하여 미래 운용성과를 비교하였다. 그 결과 하위 50% 그룹에서는 스타운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 성과 차이가 뚜렷하게 존재하였지만, 상위 50% 그룹에서는 이러한 현상이 발견되지 않았다.

\* 2007년 5월 25일 재무관련 5개 학회 통합학술대회 발표를 위해 준비된 초고로 저자의 허락 없는 인용, 발표, 전재를 금합니다.

---

\*성균관대학교 경영학부 교수

\*\*성균관대학교 경영학부 강사

## 1. 서론

1980년대 이후 선진국 자본시장의 두드러진 특징 중 하나는 직접투자의 비중이 감소하고 간접투자의 비중이 크게 증가했다는 것이다. 국내 자본시장도 이와 마찬가지로 간접투자시장의 규모가 지속적으로 증가하여 2007년 3월 현재 주식형 펀드시장의 규모가 50조원을 돌파하였고 자산운용회사도 51개에 달하고 있다. 이와 같은 양적인 성장에 따라 질적인 발전을 위하여 간접투자시장에 관한 연구의 필요성도 높아졌다. 그러나 간접투자시장의 주요 주체 중 하나인 운용회사의 행태에 대한 연구는 아직 부족한 실정이다. 국내의 펀드시장에 관한 연구로서 이원흠 외 2인(2000), 박영규와 장욱(2001), 신성환(2003), 박영규와 주효근(2004), 박영규(2005) 등의 연구는 개별 펀드를 대상으로 운용성과를 중심으로 분석하였을 뿐 투자자와 운용회사 차원에서 분석한 연구는 아니다. 이에 본 연구는 운용성과가 매우 우수한 스타펀드(star fund)를 보유한 운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 미래 자금유입과 성과에 차이가 존재하는가를 분석함으로써 투자자 및 운용회사의 행태를 파악하는 것을 목적으로 한다.

투자자들은 운용성과가 높은 펀드에 상대적으로 많은 투자를 하는 것으로 여러 선행 연구를 통해 나타났다. 일반적으로 성과가 우수한 펀드는 펀드평가회사의 펀드순위에서 상위 5%에 랭크되어 매스미디어를 통해 투자자들에게 노출될 기회가 더 많을 것이고, 운용회사는 이러한 펀드의 성과를 운용중인 다른 펀드나 신규로 설정되는 펀드의 판매에 활용함으로써 자금유입이 증가될 것으로 예상할 수 있다. 그런데 투자자의 입장에서는 어느 정도 이상의 높은 성과를 달성한 펀드 혹은 운용회사에 투자하는 것이 유리할 것인가 하는 것이 주요 관심의 대상일 것이다. 또한 대부분의 운용회사는 성과가 낮은 펀드부터 높은 펀드까지 골고루 보유하고 있을 가능성이 높기 때문에 어느 정도 이상의 높은 성과를 달성한 펀드가 자사의 자금유입에 영향을 크게 미칠 것인가 하는 것이 관심일 것이다. 미국 시장을 대상으로 한 Nanda *et al.*(2003)의 연구는 성과기준 상위 5% 이내의 펀드를 스타펀드로 정의하고 이러한 펀드를 보유한 운용회사의 미래 자금유입증가율이 높다는 사실을 발견하였다. 그런데 국내의 경우 운용회사마다 운용중인 펀드의 수가 많아서 일정 수준 이상의 높은 성과를 달성한 스타펀드를 보유한다고 해서 운용회사 전체적으로 자금유입이 증가할 것인지는 의문이다. 그러므로 스타펀드를 운용성과 기준으로 상위 5%, 3%, 및 1% 이내의 펀드로 다양하게 정의하고, 이러한 스타펀드를 보유한 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 미래 자금유입증가율이 높은가를 검증할 필요가 있을 것이다.

또한, 만약 투자자들이 스타펀드를 보유한 운용회사에 투자를 선호한다면, 투자자들은 스타펀드를 보유한 운용회사의 능력이 보다 우수할 것으로 기대한다는 것을 의미한다. 그런데 Grinblatt and Titman(1992, 1993), Goetzmann and Ibbotson(1994), Brown and Goetzmann (1995), Cahart(1997), Christopherson et al.(1998) 등과 같이 펀드의 성과지속성이 존재한다는 선행 연구들은 다수가 있지만 스타펀드를 보유한 운용회사의 미래 성과가 우수하다는 연구 결과는 국내외에 걸쳐 아직 존재하지 않는다. 따라서 스타펀드를 보유한 운용회사의 미래 성과가 상대적으로 높을 것인가에 대한 검증은 매우 의미 있는 작업이라 할 수 있다. 더불어 스타펀드에 더 많은 자금이 유입된다면, 이러한 펀드를 보유한 운용회사는 그렇지 않은 운용회사에 비해 더 높은 자금유입 효과를 누릴 것이기 때문에, 운용회사가 스타펀드를 지속적으로 보유하고자 하는 유인이 존재하는가를 검증할 필요가 있다. 만약 스타펀드를 보유한 운용회사의 미래 운용성과가 상대적으로 우수하고 동시에 스타펀드를 지속적으로 보유한다는 실증결과가 나타난다면, 이는 운용회사의 능력이 우수하여 지속적으로 스타펀드를 보유하고 있음을 의미한다. 이와 관련한 선행연구 결과 역시 존재하지 않기 때문에 모형을 통해 운용회사가 스타펀드를 지속적으로 보유하는가를 검증할 필요가 있다.

구체적으로 본 연구는 다음과 같은 과정을 통해 스타펀드를 보유한 운용회사의 미래 자금유입과 운용성과에 대해서 분석한다. 첫째, 스타펀드를 보유한 운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 미래 자금유입에 차이가 존재하는가를 규명한다. 이를 위해 1요인모형(CAPM)과 Fama and French(1993)의 3요인모형의 위험조정성과를 기준으로 스타펀드를 정의하고, 스타펀드를 보유한 운용회사를 1(그렇지 않은 운용회사를 0)로 하는 더미변수를 설명변수로 하고 미래 자금유입증가율을 종속변수로 하는 모형을 통해 이들 사이의 인과관계를 검증한다. 둘째, 스타펀드를 보유한 운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 미래 성과에 차이가 존재하는가를 파악한다. 이를 위해서 종속변수를 운용회사의 미래 성과로 대체한 모형을 통해 이들 변수 사이에 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 존재하는가를 검증한다. 셋째, 스타펀드를 보유한 운용회사가 미래에도 지속적으로 스타펀드를 보유할 가능성이 높은가를 분석한다. 이를 위해서 종속변수를 미래 시점에 스타펀드 보유 여부에 따라 1과 0의 값을 갖는 이항변수(binary variable)로 대체한 패널로지스틱회귀모형(panel logistic regression model)을 통해 검증한다. 마지막으로 스타펀드 보유 여부에 따라 운용회사 단위로 포트폴리오를 구성함으로써 성과를 비교한다.

이후에는 다음과 같은 구성으로 실증분석에 대한 결과를 보고한다. 먼저 제2장에서는 본 연구와 관련하여 펀드 투자자 및 운용회사의 행태에 관해 다룬 문헌을 간략하게

정리한다. 제3장에서는 연구방법론으로서 위험조정성과의 측정하고 앞의 논의된 내용을 분석하기 위한 제반 모형 및 이들 모형에 포함될 변수를 정의한다. 그리고 제4장에서는 요약 통계량 및 실증분석 결과를 보고하고 이에 대해 논의한다. 마지막으로 제5장은 결론으로서 본 연구의 결과를 간략히 요약하고 시사점을 제시하면서 끝을 맺는다.

## 2. 관련문헌연구

간접투자시장에서 투자자들의 투자행태는 펀드를 매입하거나 매도하는 행위로서 나타나게 된다. 따라서 펀드의 자금유입을 투자자의 행태를 나타내는 대용치로 사용할 수 있다. 본 연구와 관련하여 미국시장을 대상으로 한 기존의 연구를 살펴보면 크게 1) 펀드의 운용성과와 펀드의 자금유입 사이의 관계를 다룬 연구와 2) 펀드의 운용성과와 운용회사의 자금유입 사이의 관계를 다룬 연구로 분류할 수 있다. 이들 연구는 펀드의 과거 운용성과와 펀드 및 운용회사의 미래 자금유입 사이에는 정(+)의 관계가 존재하는 것으로 보고하고 있다. 이는 투자자들이 펀드 혹은 운용회사를 선택할 때 펀드의 과거 성과를 주요 판단의 근거로 삼는다는 점을 의미한다.

먼저 Gruber(1996)는 과거 1년, 3년, 5년 동안의 단순수익률 및 위험조정수익률과 펀드의 자금유입 사이에 통계적으로 유의한 정의 상관성이 존재한다는 결과를 제시하였다. 또한 단순수익률과 위험조정성과의 비교하였을 때에는 위험조정성과의 펀드의 자금유입에 더 강하게 영향을 미치는 것으로 보고하였다. Sirri and Tufano(1998)의 연구는 1971~1990년 동안 미국의 성장형 펀드를 대상으로 펀드의 유형별로 성과순위를 산출하여 성과와 자금유입 사이의 관계를 검증하였다. 그 결과 성과순위가 높은 펀드에 더 많은 투자자금이 유입되는 것으로 나타났으며, 최근 1년 동안의 성과 순위가 과거 2년이나 3년의 성과순위보다 더 많은 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 성과가 가장 우수한 그룹으로 분류된 펀드의 최근 1년 동안의 성과순위와 펀드의 자금유입은 매우 강한 상관성이 있었으나 성과가 저조한 그룹으로 분류된 펀드의 성과순위와 자금유입은 상관성이 낮은 것으로 나타났다. 추가적으로 일간신문에 이름이 자주 언급된 펀드의 자금유입이 크게 증가하는 것으로 나타났으며, 이와 유사하게 Jain and Wu(2000)의 연구는 경제지에 광고를 실었던 펀드의 자금유입이 상대적으로 컸음을 보고하였다. 4요인모형을 제시하여 유명해진 Carhart(1997)의 연구에서는 운용성과가 저조한 펀드가 운용성과가 높은 펀드보다 성과지속성이 높은 경향이 있으며, 이로 인해 투자자들이 운용성과가 저조한 펀드에서 투자자금을 회수하는 현상이 강하다고 주장하였다. 그러나

Goetzmann and Peles(1997)는 Carhart(1997)의 결과와는 달리 실제로는 가입한 펀드의 운용성과가 저조함에도 불구하고 투자자들이 자금을 회수하지 않은 경우가 많은 데, 이러한 현상이 발생하는 이유를 인지부조화편의(cognitive dissonance bias)로 인해 투자자들이 펀드의 운용성과를 제대로 인식하지 못하기 때문이라고 주장하였다. 이 분야에서 국내의 연구로서 박영규(2005)의 연구가 유일하며, 그는 1996~2003년 동안의 자료를 이용하여 개별 펀드의 과거성과와 자금유입 사이의 인과관계를 검증하였다. 연구결과 펀드의 과거성과와 자금유입 사이에 통계적으로 유의한 정의 관계가 존재하였고, 운용회사의 과거성과와 펀드의 자금유입 사이에도 이와 동일한 결과가 나타났다.

한편, 펀드의 성과가 운용회사의 자금유입에 미치는 영향을 천착한 연구는 상대적으로 드물었다. Nanda *et al.*(2003)은 1992년부터 1998년까지 운용된 주식형펀드를 대상으로 과거성과가 우수한 펀드가 운용회사의 자금유입에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 연구결과 과거성과가 우수한 펀드를 운용하는 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 자금유입증가율이 높은 것으로 나타났으며 운용능력이 떨어지는 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 과거성과가 우수한 펀드를 생성시키는 전략을 많이 사용하는 것으로 나타났다. Khorana and Servaes(2005)는 과거 성과가 우수한 펀드의 보유한 운용회사와 뮤추얼 펀드 산업의 시장점유율간의 관계에 관해 연구하였으며, 연구결과 스타펀드의 존재와 운용회사의 시장점유율간에 강한 정(+ )의 관계가 있는 것으로 나타났다.

### 3. 연구방법론

본 연구는 매월마다 스타펀드를 보유한 운용회사와 미래 자금유입 및 운용성과 사이의 관계를 분석하므로 스타펀드에 대한 정의가 선행되어야 한다. 우선 성과 순위가 상위 5% 이내에 속한 펀드를 스타펀드로 정의한다. 또한 스타펀드의 정의에 따라 분석결과가 달라질 가능성이 있으므로 성과 순위 기준 상위 3%와 1% 이내에 속하는 펀드도 스타펀드로 정의하여 사용한다. 이 때 성과는 과거 6개월 동안의 1요인모형(CAPM)을 통해 산출한 위험조정성과를 이용한다. 국내의 펀드평가사, 경제신문, 자산운용협회 등에서 펀드의 성과를 단순수익률과 1요인모형을 통해 산출된 위험조정성과를 제시하고 있으므로 이를 반영하여 스타펀드를 1요인모형을 통해 산출된 위험조정성과를 기준으로 하여 분류한다. 또한 일반적으로 미국시장을 대상으로 한 연구에서는 과거 1년 동안의 위험조정성과를 기준으로 하지만 국내시장의 경우 펀드의 수명이 짧다는 점을 고려하여 과거 6개월 동안의 위험조정성과를 기준으로 한다. 스타펀드의 반대 개념으로 성과 순

위 기준 하위 5%, 3%, 1% 이내에 속하는 펀드를 도그펀드(dog fund)로 정의한다. 더불어 스타펀드를 1개 이상 보유한 운용회사를 스타운용회사(SF: star family)로, 도그펀드를 1개 이상 보유한 운용회사를 도그운용회사(DF: dog family)로 정의한다.

### 3.1 위험조정성과의 측정

본 연구는 1요인 및 3요인모형을 통해 위험조정성과의 측정을 위하여 사용한다. 먼저 펀드의 성과평가에 주로 사용되고 있는 전통적인 1요인모형(CAPM)은 다음과 같다.

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

(3.1)

여기서  $r_{i,t}$ 와  $r_{m,t}$ 는 각각  $t$ 시점에 펀드  $i$ 의 수익률과 시장수익률의 무위험수익률 대비 초과수익률을 의미한다. 이 모형에서  $\beta_i$ 는 체계적위험을 나타내며,  $\alpha_i$ 는 벤치마크로 사용된 시장수익률 대비 초과성과를 의미한다.

다음으로 Fama and French(1993)의 3요인모형은 다음의 식으로 표현된다.

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + s_i SMB_t + h_i HML_t + \epsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

여기서  $SMB_t$ 와  $HML_t$ 는 규모요인과 가치요인을 나타내며,  $\alpha_i$ 는 시장요인, 규모요인 그리고 가치요인이 고려된 위험조정성과의 의미를 나타낸다. 규모요인은 소형주로 구성된 포트폴리오의 수익률에서 대형주로 구성된 포트폴리오의 수익률을 차감하여 산출한 시계열이다. 가치요인은 장부가/시가비율이 높은 주식으로 구성된 포트폴리오의 수익률에서 장부가/시가비율이 낮은 주식으로 구성된 포트폴리오의 수익률을 차감하여 산출한 시계열이다. 규모요인과 가치요인은 한국증권거래소에 상장된 모든 기업의 보통주에서 자본총계가 음(-)의 값을 가지는 기업을 제외하고 산출하였다. 가치요인의 산출을 위한 장부가/시가비율 기준 포트폴리오는 매년 6월 말 시점에 구성하여 7월 초부터 다음 해 6월 말까지 운용된다고 가정한다. 12월 결산법인의 경우 장부상의 자본총계를 전년도 12월말의 시가총액으로 나누어 계산한다. 그리고 12월 결산법인이 아닌 경우에는 결산일이 전년도 1월부터 11월까지이므로 자본총계는 결산시점의 값을 사용하고 시가총액은 전년도 12월 말의 값을 사용하였다. 대상기업

의 장부가/시가비율을 오름차순으로 정렬한 후 장부가/시가비율이 하위 30%에 해당하는 기업을 L포트폴리오, 30%에서 70%에 해당하는 기업을 M포트폴리오, 그리고 70% 이상인 기업을 H포트폴리오로 명명하고, 각 포트폴리오의 수익률은 개별 종목의 수익률을 가치가중하여 산출한다. 마지막으로 H포트폴리오의 수익률에서 L포트폴리오의 수익률을 차감하여 가치요인의 수익률을 산출한다. 한편, 매년 6월말 시점에 각 기업의 전년도 12월말의 시가총액을 이용하여 규모 포트폴리오를 구성하며 상위 20%에 해당하는 기업을 B포트폴리오, 하위 80%에 해당하는 기업을 S포트폴리오라 명명한다. 이들 포트폴리오의 수익률을 산출한 후 최종적으로 B포트폴리오의 수익률에서 S포트폴리오의 수익률을 차감하여 규모요인의 수익률 시계열을 산출한다.

### 3.2 스타펀드 보유 여부에 따른 운용회사의 자금유입 분석

투자자는 과거성적이 우수한 펀드에 투자하는 경향이 있는 것으로 알려져 있으며, 운용회사는 자사의 우수한 펀드를 신규설립 또는 기존에 운용중인 펀드의 판매에 이를 활용하여 투자자들의 투자자금 유입을 증대시키고자 할 수 있다. 따라서 스타펀드를 보유하고 있는 운용회사와 그렇지 않은 운용회사는 미래 자금유입증가율이 다를 것으로 예상할 수 있으며, 이러한 현상의 존재유무를 다음의 식(3.3)을 통해 분석한다.

$$Newmoneygrowth_{f,t} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,[t-1,t-6]} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 Nof_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,[t-1,t-6]} + \beta_7 DF_{f,[t-1,t-6]} + \varepsilon_{f,t} \quad (3.3)$$

여기서  $Newmoneygrowth_{f,t}$ 는 매월  $t$ 시점에 운용회사  $f$ 의 자금유입증가율을 의미한다. 이를 산출하기 위해서는 식 (3.4)와 같이  $t$ 시점에 운용회사가 보유하고 있는 각 펀드  $i$ 의 자금유입액을 산출한 뒤, 식 (3.5)를 통하여 개별 펀드의 자금유입액을 합산하고, 다시 식 (3.6)과 같이 운용회사의 자금유입액을 총자산가치로 나누어 운용회사의 자금유입증가율을 산출한다.

$$Newmoney_{i,t} = NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1} \times (1 + R_{i,t}) \quad (3.4)$$

$$Newmoney_{f,t} = \sum_{i=1}^n Newmoney_{i,t} \quad (3.5)$$

$$Newmoneygrowth_t = \frac{Newmoney_{f,t}}{\sum_{i=1}^n NAV_{i,t-1}}$$

(3.6)

그리고  $Per_{f,t-1,t-6}$ 는 t-6월부터 t-1월까지 매일 운용회사별로 개별펀드의 수익률을 각 펀드의 순자산가치(Net Asset Value)로 가중평균하여 운용회사의 일별수익률을 산출하고, 이를 이용해 앞의 식 (3.1)과 (3.2)를 이용하여 산출한 위험조정성과를 의미한다.  $CFS_{f,t-1}$ (cross-fund standard deviation)는 운용회사가 보유하고 있는 펀드들 사이의 상관관계를 나타낸다. Goetzmann and Ibbotson(1993)은 운용회사가 보유한 펀드들 사이의 상관관계를 최소화시킬 때 성과 기준 상위 펀드를 보유할 가능성이 높다고 하였다. 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성과를 산출하고, 이를 다음의 식(3.7)과 같이 표준편차를 산출한다.

$$CFS_{f,t} = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (a_{i,t} - \bar{a}_{f,t})^2} \quad (3.7)$$

결국  $CFS$ 는 운용회사가 보유중인 펀드에 대한 위험조정성과의 분포를 나타내며, 이에 따라 운용회사의 운용전략의 일관성에 관한 측정지표로 사용할 수 있다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월 말 운용회사가 보유한 펀드 수에 로그를 취한 값을 나타낸다. 일반적으로 운용회사가 보유한 펀드수가 많을수록 미래 자금유입이 클 가능성이 있으므로 이 변수를 포함하였다. 또한 운용회사의 규모를 나타내는  $SIZE_{f,t-1}$ 도 미래 자금유입에 영향을 미칠 가능성이 높으므로 포함하였다. 운용회사의 총순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나뉜 값의 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한다. 따라서 각 운용회사별로 운용중인 펀드의 상대적인 크기를 나타내는 변수가 된다. 운용회사의 보수율에 따라 투자자들의 의사결정이 달라질 수 있으므로 운용회사의 평균 총 보수율을 나타내는 변수로  $Fee_{f,t-1}$ 를 선택하였다. 운용회사별로 보유한 각 펀드의 총 보수율을 순자산가치로 가중평균하여 산출한 것이다.  $SF_{f,[t-1,t-6]}$ 는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 상위 5%, 3%, 1% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $DF_{f,[t-1,t-6]}$ 는 이전 6개월 동안의 1요인



모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 하위 5%, 3%, 1% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다. 마지막으로  $\alpha_f$ 는 상수항이며,  $\varepsilon_{f,t}$ 는 오차항으로서 평균이 0이고 분산이 일정한  $\sigma^2$ 이라 가정한다. 본 연구의 표본이 운용회사의 월별 자료로 구성된 패널데이터이고 상수항인  $\alpha_f$ 를 Nanda et al.(2003)의 연구와 같이 운용회사별로 고정된 계수라고 가정하여 고정효과모형(fixed effect model)을 이용한 분석을 시행한다.

### 3.3 스타펀드를 보유한 운용회사의 미래성과 분석

앞의 3.2절에서는 스타펀드를 보유한 운용회사의 미래 자금유입에 대해 분석하는 모형을 제시하였다.  $SF_{f,[t-1,t-6]}$ 의 회귀계수가 양(+의 값을 가지며 통계적으로 유의하다면, 투자자는 성과가 매우 높은 스타펀드를 보유한 운용회사가 미래에도 우수한 성과를 달성할 것으로 기대한 것이다. 따라서 이러한 투자자들의 선택이 높은 수익을 가져다주는가를 검증할 필요가 있다. 이를 위하여 다음의 식 (3.8)은 미래 6개월 동안의 위험조정성과를 종속변수로 대치한 모형이다.

$$Per_{f,[t,t+5]} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,[t-1,t-6]} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 N_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,[t-1,t-6]} + \beta_7 DF_{f,[t-1,t-6]} + \varepsilon_{f,t} \quad (3.8)$$

여기서  $Per_{f,t,t+5}$ 는 t시점 이후 미래 6개월 동안의 자료를 이용하여 산출한 운용회사의 위험조정성과를 의미한다. 만일  $SF_{f,[t-1,t-6]}$ 의 계수값이 양(+의 값을 가지며 통계적으로 유의하다면 투자자들의 선택이 올바른 것임을 나타낸다. 반면에  $SF_{f,[t-1,t-6]}$ 의 계수가 음수이고 통계적으로 유의하다면 투자자의 결정이 올바르지 않음을 나타낸다.

### 3.4 운용회사의 스타펀드 보유 지속성과 스타운용회사의 특성

스타펀드를 보유한 운용회사의 자금유입성장률이 그렇지 않은 운용회사에 비해 더 높다면 운용회사는 이러한 스타펀드를 통해 더 많은 수익을 창출시키고 있다는 의미가

된다. 따라서 운용회사는 스타펀드를 지속적으로 생성시키고자 하는 유인이 있을 것이다. 이에 따라 본 연구는 운용회사의 스타펀드 보유 지속성을 테스트 하고 미래 스타펀드를 보유한 운용회사는 어떠한 특성이 있는가를 다음의 식(3.9)와 같은 패널로짓모형을 통해 검증한다.

$$SF_{f,[t,t+5]} = \alpha + \beta_1 Per_{f,[t-1,t-6]} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 Nof_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,[t-1,t-6]} + \beta_7 DF_{f,[t-1,t-6]} + \varepsilon_{f,t} \quad (3.9)$$

이 식에서  $SF_{f,[t,t+5]}$ 는 t시점부터 t+5시점까지 6개월 동안의 자료를 이용하여 산출한 위험조정성과를 기준으로 상위 5%, 3%, 1% 이내에 속하는 스타펀드를 보유하고 있는 운용회사는 1을 부여하고, 그렇지 않은 운용회사는 0을 부여하는 이항변수이다. 만일  $SF_{f,[t-1,t-6]}$ 의 계수값이 양의 값을 가지며 통계적으로 유의하다면 과거 6개월 동안의 자료를 이용해 정의된 스타펀드를 보유한 운용회사가 미래 6개월 동안에도 스타펀드를 보유할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 즉, 운용회사가 지속적으로 스타펀드 생성전략을 유지하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 식(3.9)를 통해 운용회사의 어떠한 특성이 미래의 스타펀드 생성과 관련이 있는가도 검증할 수 있다. 본 연구의 표본이 운용회사의 월별 자료로 구성된 패널데이터이고, 종속변수가 0 또는 1의 값을 갖는 이항변수이며, 상수항인  $\alpha_f$ 를 운용회사별로 고정된 계수라고 가정하여 고정효과로짓모형(fixed-effects logistic regression model)을 통해 모수를 추정한다.

### 3.5 운용회사 포트폴리오 분석

스타운용회사와 미래 운용성과 사이에 어떠한 관계가 존재한다면 스타운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 실제 수익률이 얼마나 차이가 존재하는가를 확인할 필요가 있다. 따라서 스타운용회사로 구성된 포트폴리오의 수익률과 나머지 운용회사로 구성된 포트폴리오의 수익률을 비교하고, 스타운용회사로 구성된 포트폴리오의 수익률과 도그운용회사로 구성된 포트폴리오의 수익률을 비교한다. 예를 들어, 매월마다 스타운용회사로 구성된 포트폴리오와 나머지 운용회사로 구성된 포트폴리오의 동일가중수익률을 산출하여 이들 수익률의 차이를 계산하고 최종적으로 차이 값의 시계열 평균을 구한다. 또한 3.4절에서 미래 스타운용회사의 결정요인으로 나타난 변수를 기준으로 포트폴리오를 구

성하여 수익률을 비교한다.

## 4. 실증분석

### 4.1 분석데이터 및 요약통계량

본 연구는 펀드의 자금유입을 사용하므로 자금유출입이 가능한 개방형 주식펀드를 대상으로 한다. 연구기간은 본 연구에서 사용하는 변수인 총보수 등의 자료가 비교적 완전하게 갖추어지기 시작한 2000년 1월부터 2006년 5월까지이다. 펀드의 자금유입을 산출하기 위한 수익률, 순자산가치, 기준가 등의 자료는 (주)제로인에서 제공받았다. 자산운용협회는 펀드의 편입자산에 따라 크게 채권형, 주식형, 혼합형의 세 가지로, 위험도에 따라 이자소득추구형, 안정추구형, 성장추구형, 고성장추구형의 네 가지로 분류하고 있다. 이 중 본 연구는 주식편입비율이 높고 운용성격이 동일한 고성장추구형(I), 고성장추구형(II), 고성장추구형(III) 만을 분석대상으로 한다. 또한 시장수익률과 3요인 모형의 SMB와 HML을 산출하기 위한 주식가격 및 재무제표 자료는 FnGuide의 Data Guide Pro에서 추출하였다.

<표 1>에는 연도별로 운용회사의 수, 운용회사가 보유한 펀드수(Nof), 운용회사의 자금유입증가율(Newmoneygrowth), 운용회사의 규모 및 총보수율, 1요인모형으로 산출한 위험조정성과, 그리고 운용회사가 보유한 펀드의 위험조정성과에 대한 표준편차(CFS)를 제시하였다. 운용회사수는 매년 증가하여 2006년 기준 40개사가 존재하는 것으로 나타났으며, 운용회사가 보유한 펀드수는 매년 감소하여 2006년도에는 평균 16개 정도인 것으로 나타났다. 또한 자금유입증가율은 2003년과 2004년을 제외하고는 증가하는 것으로 나타났으며, 운용회사의 규모는 2000년 이후 감소하다가 2005년부터 증가되어 2006년에는 평균 8,076억원에 달하는 것으로 나타났다. 총보수율과 3-Per는 특별한 패턴이 없었으며, CFS의 평균과 표준편차는 점차 감소하는 것으로 나타났고, 이러한 현상은 운용회사의 보유 펀드수의 감소와 관련이 있는 것으로 판단된다.

<표 2>~<표 4>는 1요인모형을 이용해 산출한 이전 6개월 동안의 위험조정성과기준 상위 5%, 3%, 1%로 정의된 스타펀드를 보유한 스타운용회사의 요약통계량을 나타내고 있다. 스타운용회사는 전체운용회사에 비해 운용회사별 펀드수, 자금유입증가율, 운용회사규모, 1-Per 그리고 1-CFS가 큰 것으로 나타났으며, 이는 <표 3>과 <표 4>에서도 동일하다.

<표 1> 운용회사 요약통계량

이 표는 연도별로 운용회사의 수, 운용회사가 보유한 펀드수(Nof), 운용회사의 자금유입증가율(Newmoneygrowth), 운용회사의 규모(NAV) 및 총보수율(Fee), 1요인모형으로 산출한 위험조정성과(1-Per), 그리고 운용회사가 보유한 펀드의 위험조정성과에 대한 표준편차(1-CFS)를 제시하였다. 운용회사의 수는 연도별로 존재하는 운용회사의 수를 의미하며, 운용회사별 보유 펀드수는 연도별로 운용회사가 보유하고 있는 펀드수를 의미한다. 자금유입증가율은 식(3.4)~식(3.6)을 이용하여 산출한 값을 의미하며, 운용회사의 규모 및 총보수율은 운용회사의 순자산가치 및 총보수율을 의미한다. 1-Per는 1요인모형으로 산출한 각 연도별 운용회사전체의 월평균 위험조정성과를 나타내며, 1-CFS는 운용회사가 보유한 펀드들의 1요인모형으로 산출한 위험조정성과의 표준편차를 의미한다.

연도	운용회사수	Nof	Newmoney Growth(%)	NAV(억원)	Fee(%)	1-Per(%)	1-CFS(%)
평 균							
2000	23	46	0.168	5095.1	1.906	-0.664	1.074
2001	28	28	3.284	2804.2	1.689	-0.302	0.650
2002	36	24	1.962	2910.5	1.754	0.368	0.660
2003	38	22	-3.993	2166.6	1.883	0.614	0.514
2004	38	19	-1.926	1352.6	1.970	-0.220	0.414
2005	38	16	8.568	3145.6	1.989	0.531	0.482
2006	40	16	1.800	8076.2	1.904	0.560	0.480
표 준 편 차							
2000	-	74	7.610	8696.9	0.675	0.618	0.444
2001	-	54	10.571	5246.3	0.693	0.623	0.280
2002	-	48	7.240	5191.1	0.584	0.888	0.273
2003	-	43	8.850	4180.1	0.507	0.403	0.240
2004	-	38	9.551	2378.3	0.571	0.489	0.185
2005	-	29	11.74	4356.1	0.603	0.945	0.235
2006	-	26	7.583	12763.8	0.573	0.495	0.333

<표 2> 스타운용회사 요약통계량(스타펀드=상위 5%이내)

이 표는 1요인모형으로 산출한 위험조정성과 순위 기준 상위 5%이내의 스타펀드를 보유하고 있는 운용회사를 대상으로 연도별 운용회사의 수, 운용회사가 보유한 펀드수(Nof), 운용회사의 자금유입증가율(Newmoneygrowth), 운용회사의 규모(NAV) 및 총보수율(Fee), 1요인모형으로 산출한 위험조정성과(1-Per), 그리고 운용회사가 보유한 펀드의 위험조정성과에 대한 표준편차(1-CFS)를 제시하였다. 운용회사의 수는 연도별로 존재하는 운용회사의 수를 의미하며, 운용회사별 보유 펀드수는 연도별로 운용회사가 보유하고 있는 펀드수를 의미한다. 자금유입증가율은 식(3.4) ~ 식(3.6)을 이용하여 산출한 값을 의미하며, 운용회사의 규모 및 총보수율은 운용회사의 순자산가치 및 총보수율을 의미한다. 1-Per는 1요인모형으로 산출한 각 연도별 운용회사전체의 월평균 위험조정성과를 나타내며, 1-CFS는 운용회사가 보유한 펀드들의 1요인모형으로 산출한 위험조정성과의 표준편차를 의미한다.

연도	운용회사수	Nof	Newmoney Growth(%)	NAV(억원)	Fee(%)	1-Per(%)	1-CFS(%)
평 균							
2000	16	55	-0.753	5744.7	1.912	-0.623	1.206
2001	15	39	3.759	3510.3	1.616	-0.088	0.766
2002	16	31	3.491	3542.4	1.726	0.907	0.833
2003	10	28	-3.008	2654.4	1.772	0.812	0.638
2004	14	27	1.366	1770.6	1.953	0.167	0.553
2005	12	21	8.575	3673.4	2.005	0.950	0.708
2006	13	26	5.503	11050.2	1.949	0.751	0.606
표 준 편 차							
2000	-	78	7.307	9116.8	0.700	0.661	0.510
2001	-	61	9.546	5757.4	0.641	0.626	0.299
2002	-	53	12.887	5576.2	0.554	1.084	0.460
2003	-	50	5.519	4651.0	0.530	0.601	0.346
2004	-	45	13.55	2684.4	0.575	0.557	0.285
2005	-	32	12.41	4411.6	0.590	1.066	0.346
2006	-	35	12.99	15239.1	0.528	0.549	0.271

<표 3> 스타운용회사 요약통계량(스타펀드=상위 3%이내)

이 표는 1요인모형으로 산출한 위험조정성과 순위 기준 상위 3%이내의 스타펀드를 보유하고 있는 운용회사를 대상으로 연도별 운용회사의 수, 운용회사가 보유한 펀드수(Nof), 운용회사의 자금유입증가율(Newmoneygrowth), 운용회사의 규모(NAV) 및 총보수율(Fee), 1요인모형으로 산출한 위험조정성과(1-Per), 그리고 운용회사가 보유한 펀드의 위험조정성과에 대한 표준편차(1-CFS)를 제시하였다. 운용회사의 수는 연도별로 존재하는 운용회사의 수를 의미하며, 운용회사별 보유 펀드수는 연도별로 운용회사가 보유하고 있는 펀드수를 의미한다. 자금유입증가율은 식(3.4)~식(3.6)을 이용하여 산출한 값을 의미하며, 운용회사의 규모 및 총보수율은 운용회사의 순자산가치 및 총보수율을 의미한다. 1-Per는 1요인모형으로 산출한 각 연도별 운용회사전체의 월평균 위험조정성과를 나타내며, 1-CFS는 운용회사가 보유한 펀드들의 1요인모형으로 산출한 위험조정성과의 표준편차를 의미한다.

연도	운용회사수	Nof	Newmoney Growth(%)	NAV(억원)	Fee(%)	1-Per(%)	1-CFS(%)
평 균							
2000	12	58	-1.797	5879.6	1.932	-0.564	1.278
2001	13	43	4.082	3925.5	1.611	0.013	0.779
2002	12	33	6.586	3619.3	1.786	0.946	0.874
2003	8	30	-2.648	2958.9	1.830	0.799	0.681
2004	11	29	-0.273	2030.6	2.001	0.247	0.562
2005	9	24	9.497	4127.7	1.938	0.978	0.841
2006	10	29	5.330	11,838.8	1.900	0.742	0.705
표 준 편 차							
2000	-	79	7.216	9207.1	0.733	0.727	0.486
2001	-	64	9.765	6202.4	0.679	0.724	0.346
2002	-	54	11.192	5734.4	0.552	0.977	0.464
2003	-	51	5.519	4998.1	0.523	0.659	0.404
2004	-	47	14.235	2969.9	0.623	0.607	0.301
2005	-	34	10.128	5145.0	0.485	1.210	0.407
2006	-	36	13.573	15,513.4	0.512	0.679	0.414

<표 4> 스타운용회사 요약통계량(스타펀드=상위 1%이내)

이 표는 1요인모형으로 산출한 위험조정성과 순위 기준 상위 1%이내의 스타펀드를 보유하고 있는 운용회사를 대상으로 연도별 운용회사의 수, 운용회사가 보유한 펀드수(Nof), 운용회사의 자금유입증가율(Newmoneygrowth), 운용회사의 규모(NAV) 및 총보수율(Fee), 1요인모형으로 산출한 위험조정성과(1-Per), 그리고 운용회사가 보유한 펀드의 위험조정성과에 대한 표준편차(1-CFS)를 제시하였다. 운용회사의 수는 연도별로 존재하는 운용회사의 수를 의미하며, 운용회사별 보유 펀드수는 연도별로 운용회사가 보유하고 있는 펀드수를 의미한다. 자금유입증가율은 식(3.4)~식(3.6)을 이용하여 산출한 값을 의미하며, 운용회사의 규모 및 총보수율은 운용회사의 순자산가치 및 총보수율을 의미한다. 1-Per는 1요인모형으로 산출한 각 연도별 운용회사전체의 월평균 위험조정성과를 나타내며, 1-CFS는 운용회사가 보유한 펀드들의 1요인모형으로 산출한 위험조정성과의 표준편차를 의미한다.

연도	운용회사수	Nof	Newmoney Growth(%)	NAV(억원)	Fee(%)	1-Per(%)	1-CFS(%)
평 균							
2000	6	69	-1.764	6239.9	1.860	-0.176	1.428
2001	6	53	3.308	4997.8	1.713	0.218	1.002
2002	6	39	6.533	4635.8	1.732	1.055	1.030
2003	4	40	-3.825	3988.4	1.873	0.795	0.716
2004	6	34	-2.373	2092.2	2.023	0.260	0.686
2005	4	24	12.05	6339.6	1.965	1.253	1.072
2006	4	29	2.699	12,689.0	1.881	0.862	0.935
표 준 편 차							
2000	-	88	4.985	8331.9	0.897	0.606	0.552
2001	-	71	18.65	7546.2	0.673	0.937	0.444
2002	-	61	13.52	6605.7	0.631	0.963	0.496
2003	-	66	6.217	4878.4	0.558	0.644	0.532
2004	-	52	7.131	3605.7	0.638	0.711	0.329
2005	-	33	10.728	9813.7	0.425	1.640	0.466
2006	-	35	6.357	19,096.2	0.501	0.754	0.396



## 4.2 스타펀드가 운용회사의 자금유입에 미치는 영향

<표 5>와 <표 6>은 식 (3.3)을 이용하여 운용성과 기준 상위 5%, 3%, 1% 이내의 스타펀드를 운용하는 운용회사와 미래 자금유입증가율 사이의 관계를 분석한 결과를 나타내고 있다.  $\alpha$  와  $\beta$  는 각각 매월 이전 6개월 동안의 1요인 모형 및 3요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 나타낸다.  $\gamma$  와

$\delta$  의 계수값은 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내어 과거 성과와 미래 자금유입증가율은 정의 인과관계가 있는 것으로 나타났다. 또한  $1 - CFS_{f,t-1}$  과  $3 - CFS_{f,t-1}$  의 계수값은 대체로 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나, 보유펀드들간에 이전 6개월 동안의 위험조정성과 차이가 작은 운용회사일수록 자금유입증가율이 더 높은 것으로 나타났다.  $Nof_{f,t-1}$  의 계수값은 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나 보유 펀드수가 작을수록 자금유입증가율이 높은 것으로 나타났다.  $Size_{f,t-1}$  은 계수값이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났으며, 이에 따라 보유한 펀드의 순자산가치가 상대적으로 큰 운용회사의 자금유입증가율이 작은 운용회사에 비해 더 높은 것으로 확인되었다.  $Fee_{f,t-1}$  는 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났지만 통계적으로 유의하지 않아 운용회사의 운용보수율은 자금유입증가율과 관련이 없는 것으로 해석된다.  $\theta$  의 계수값은 대체로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 스타펀드를 운용하는 운용회사의 자금유입증가율이 그렇지 않은 운용회사에 비해 더 큰 것으로 나타났다.  $\eta$  의 계수값은 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않아 도그펀드를 운용하는 운용회사와 그렇지 않은 운용회사간의 자금유입증가율 차이는 없는 것으로 나타났으며, 이러한 결과는 Goetzmann and Peles(1997)의 연구에서 주장한 바와 같이 투자자들이 펀드의 운용성과를 제대로 인식하지 못하여 발생하는 것으로 판단할 수 있다.

## 4.3 스타펀드를 보유한 운용회사와 미래성과와의 관계

<표 5>와 <표 6>을 통해 투자자들이 과거 성과가 우수한 펀드를 운용하는 운용회사에 더 많은 자금을 투자한다는 것을 확인할 수 있었다. 따라서 투자자들의 투자 의사결정이 올바른 것이었는가를 살펴보기 위해 식(3.8)을 통해 스타펀드를 보유한 운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 미래성과에 차이가 존재하는가를 살펴보았으며 <표 7>와 <표 8>에 결과를 나타내었다.

<표 5> 운용성과 기준 상위 5% 이내 스타펀드를 보유한  
운용회사와 미래 자금유입증가율 사이의 관계

이 표는 아래의 식(3.3)을 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$Newmoneygrowth_{f,t} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,[t-1,t-6]} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 N_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,[t-1,t-6]} + \beta_7 DF_{f,[t-1,t-6]} + \varepsilon_{f,t}$$

여기서  $Per_{f,[t-1,t-6]}$ 는 운용회사의 일별수익률을 사용하여 식(3.1)과 식(3.2)를 이용해 산출한 운용회사의 이전 6개월 동안의 위험조정성과를 의미한다.  $CFS_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성과를 산출하고, 식(3.7)과 같이 산출한 표준편차를 의미한다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월말 운용회사가 운용한 펀드 수에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Size_{f,t-1}$ 은 운용회사의 총순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나눠준 값을 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한값을 의미한다.

는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 상위 5% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다., 는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 하위 5% 이내에 속하는 도그펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $R^2$ 는 결정계수를 나타내며, 계수 밑의 괄호 안은 t-value를 의미하고, t-value 옆의 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수	스타펀드=상위 5%이내			
	자금유입증가율( <i>NewmoneyGrowth</i> )			
상수항	0.0423 (3.42)***	0.0457 (3.62)***	0.0514 (4.04)***	0.0550 (4.30)***
	0.0322 (6.68)***	0.0295 (5.25)***		
1 - $CFS_{f,t-1}$	-0.0093 (-1.08)	-0.0160 (-1.58)		
			0.0243 (4.76)***	0.0187 (3.29)***
3 - $CFS_{f,t-1}$			-0.0127 (-1.44)	-0.0204 (-2.08)**
$Nof_{f,t-1}$	-0.0057 (-2.06)**	-0.0080 (-2.38)**	-0.0069 (-2.45)**	-0.0098 (-2.93)***
$Size_{f,t-1}$	0.0097 (3.79)***	0.0098 (3.75)***	0.0106 (4.09)***	0.0100 (3.83)***
$Fee_{f,t-1}$	-0.0070 (-1.27)	-0.0067 (-1.22)	-0.0078 (-1.41)	-0.0073 (-1.32)
		0.0112 (1.37)		0.0193 (2.55)**
		0.0033 (0.42)		-0.0006 (-0.08)
관측치수	2,130	2,130	2,130	2,130
$R^2$	0.0161	0.0188	0.0082	0.0157

<표 6> 운용성과 기준 상위 3% 및 1% 이내 스타펀드를 보유한  
운용회사와 미래 자금유입증가율 사이의 관계

이 표는 아래의 식(3.3)을 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$Newmoneygrowth_{f,t} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,[t-1,t-6]} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 N_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,[t-1,t-6]} + \beta_7 DF_{f,[t-1,t-6]} + \varepsilon_{f,t}$$

여기서  $Per_{f,[t-1,t-6]}$ 는 운용회사의 일별수익률을 사용하여 식(3.1)과 식(3.2)를 이용해 산출한 운용회사의 이전 6개월 동안의 위험조정성과를 의미한다.  $CFS_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성과를 산출하고, 식(3.7)과 같이 산출한 표준편차를 의미한다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월말 운용회사가 운용한 펀드 수에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Size_{f,t-1}$ 은 운용회사의 총순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나눠준 값을 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한 값을 의미한다.

는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 상위 3% 및 1% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다., 는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 하위 3% 및 1% 이내에 속하는 도그펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $R^2$ 는 결정계수를 나타내며, 계수 밑의 괄호 안은 t-value를 의미하고, t-value 옆의 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수	스타펀드=상위 3%이내		스타펀드=상위 1%이내	
	자금유입증가율( $NewmoneyGrowth_{f,t}$ )			
상수항	0.0486 (3.77)***	0.0579 (4.47)***	0.0489 (3.72)***	0.0592 (4.49)***
	0.0291 (5.32)***		0.0308 (5.93)***	
1 - $CFS_{f,t-1}$	-0.0181 (-1.76)*		-0.0171 (-1.68)	
		0.0192 (3.45)***		0.0216 (4.00)***
3 - $CFS_{f,t-1}$		-0.0214 (-2.17)**		-0.0208 (-2.12)**
$Nof_{f,t-1}$	-0.0082 (-2.55)**	-0.0098 (-3.09)***	-0.0076 (-2.48)**	-0.0093 (-3.07)***
$Size_{f,t-1}$	0.0097 (3.73)***	0.0100 (3.83)***	0.0098 (3.80)***	0.0104 (4.01)***
$Fee_{f,t-1}$	-0.0072 (-1.31)	-0.0080 (-1.43)	-0.0073 (-1.32)	-0.0081 (-1.46)
	0.0144 (1.74)*	0.0213 (2.80)***	0.0140 (1.42)	0.0210 (2.26)**
	0.0033 (0.42)	-0.0002 (-0.03)	0.0058 (0.64)	0.0034 (0.39)
관측치수	2,130	2,130	2,130	2,130
$R^2$	0.0196	0.0155	0.0172	0.0111

와 대체로 통계적으로 유의한 양(+ )의 계수값을 갖는 것으로 나타나 운용회사의 성과 지속성이 존재함을 확인하였다. 또한  $1 - CFS_{f,t-1}$  와  $3 - CFS_{f,t-1}$  는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나, 보유펀드들간에 이전 6개월 동안의 위험조정성과 차이가 작은 운용회사일수록 미래 성과가 높은 것으로 나타났다.  $No_{f,t-1}$  의 계수값은 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나 보유 펀드수가 작을수록 운용회사의 미래 위험조정성과가 높은 것으로 나타났다.  $Size_{f,t-1}$  은 계수값이 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는 것으로 나타나 보유한 펀드의 순자산가치와 운용회사의 미래 성과는 정의 인과관계가 있는 것으로 확인되었다.  $Fee_{f,t-1}$  의 계수값은 통계적으로 유의하지 않아 운용회사의 총보수율은 운용회사의 미래 성과와 관련이 없는 것으로 나타났다. 은 모두 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 갖는 것으로 나타나 스타펀드를 보유한 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 미래 위험조정성과가 더 높은 것으로 나타났지만, 은 대체로 통계적으로 유의하지 않은 값을 나타내어 도그펀드의 보유여부에 따른 미래 성과차이는 존재하지 않는 것으로 확인되었다.

#### 4.3 운용회사의 스타펀드 보유 지속성과 스타펀드생성 결정요인

<표 5>와 <표 6>에서 스타펀드를 보유하고 있는 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 자금유입증가율이 더 높은 것으로 나타났으므로 운용회사는 이러한 스타펀드를 통해 더 많은 수익을 창출시키고 있다는 의미가 된다. 따라서 운용회사는 스타펀드를 지속적으로 생성시키고자 하는 유인이 있을 것이다. 이에 따라 식(3.9)의 고정효과로지 모형을 통해 운용회사가 스타펀드를 지속적으로 보유하는가를 살펴보고 <표 9>와 <표 10>에 그 결과를 제시하였다. 또한 <표 9>와 <표 10>을 통해 운용회사의 어떠한 특성이 스타펀드의 생성과 관련이 있는가도 함께 살펴볼 수 있다.

와 대체로 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 나타내어 과거 성과가 우수한 운용회사가 미래에 스타펀드를 보유할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 또한  $1 - CFS_{f,t-1}$  와  $3 - CFS_{f,t-1}$  는 대체로 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않아 운용회사의 미래 스타펀드 보유 여부에는 크게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.  $No_{f,t-1}$  는 모두 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 갖는 것으로 나타나, 운용중인 펀드수가 많은 운용회사가 미래에 스타펀드를 보유할 가능성이 높은 것으로 나타났다.  $Size_{f,t-1}$  와  $Fee_{f,t-1}$  는 대체로 통계적으로 유의하지 않은 값

을

<표 7> 운용성과 기준 상위 5% 이내 스타펀드를 보유한  
운용회사와 미래성과 사이의 관계

이 표는 식(3.9)를 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$Per_{f,t,t+5} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,t-1,t-6} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 Nof_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,t-1,t-6} + \beta_7 DF_{f,t-1,t-6} + \varepsilon_{f,t}$$

여기서  $1-Per_{f,t,t+5}$ 와  $1-Per_{f,t-1,t-6}$ 는 1요인모형을 이용해 산출한 미래 6개월 및 과거 6개월 동안의 위험조정성과를 의미하며,  $3-Per_{f,t,t+5}$ 와  $3-Per_{f,t-1,t-6}$ 은 3요인모형의 위험조정성과를 이용해 산출한 미래 6개월 및 과거 6개월 동안의 위험조정성과를 의미한다.  $CFS_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성과를 산출하고, 이를 식(3.7)과 같이 운용회사별로 산출한 표준편차를 의미한다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월말 운용회사가 운용한 펀드 수에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Size_{f,t-1}$ 은 운용회사의 총 순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나뉘준 값을 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한값을 의미한다.  $Fee_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 상위 5% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.,  $SF_{f,t-1,t-6}$ 은 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 하위 5% 이내에 속하는 도그펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $R^2$ 는 결정계수를 나타내며, 계수 밑의 괄호 안은 t-value를 의미하고, t-value 옆의 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수	스타펀드=상위 5%이내			
	$1-Per_{f,t,t+5}$		$3-Per_{f,t,t+5}$	
상수항	0.4194 (7.05)***	0.4460 (7.37)***	0.3695 (6.64)***	0.3832 (6.83)***
	0.1616 (7.08)***	0.1529 (5.73)***		
	-0.2034 (-4.96)***	-0.2696 (-5.55)***		
			0.0701 (3.14)***	0.00619 (2.49)**
$3-CFS_{f,t-1}$			-0.2884 (-7.48)***	-0.3243 (-7.53)***
$Nof_{f,t-1}$	-0.0406 (-3.04)***	-0.0629 (-3.93)***	-0.0231 (-1.90)*	-0.0372 (-2.58)**
$Size_{f,t-1}$	0.0509 (3.95)***	0.0528 (4.05)***	0.0702 (5.92)***	0.0701 (5.85)***
$Fee_{f,t-1}$	0.0082 (0.31)	0.0113 (0.43)	0.0308 (1.28)	0.0328 (1.36)
		0.0813 (2.07)**		0.0552 (1.68)*
		0.0654 (1.74)*		0.0362 (1.09)
관측치수	1,934	1,934	1,934	1,934
$R^2$	0.0001	0.0005	0.0240	0.0255

<표 8> 운용성과 기준 상위 3% 및 1% 이내 스타펀드를 보유한 운용회사와 미래성과 사이의 관계

이 표는 식(3.9)를 고정효과모형(fixed effect model)을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$Per_{f,t,t+5} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,t-1,t-6} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 Nof_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{f,t-1} + \beta_6 SF_{f,t-1,t-6} + \beta_7 DF_{f,t-1,t-6} + \varepsilon_{f,t}$$

여기서  $1-Per_{f,t,t+5}$ 와  $1-Per_{f,t-1,t-6}$ 는 1요인모형을 이용해 산출한 미래 6개월 및 과거 6개월 동안의 위험조정성 성과를 의미하며,  $3-Per_{[t,t+5]}$ 와  $3-Per_{[t-1,t-6]}$ 은 3요인모형의 위험조정성 성과를 이용해 산출한 미래 6개월 및 과거 6개월 동안의 위험조정성 성과를 의미한다.  $CFS_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성 성과를 산출하고, 이를 식(3.7)과 같이 운용회사별로 산출한 표준편차를 의미한다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월말 운용회사가 운용한 펀드 수에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Size_{f,t-1}$ 은 운용회사의 총 순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나눠준 값을 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Fee_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성 성과를 기준으로 하여 상위 3% 및 1% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $SF_{f,t-1,t-6}$ 은 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성 성과를 기준으로 하여 하위 3% 및 1% 이내에 속하는 도그펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $R^2$ 는 결정계수를 나타내며, 계수 밑의 괄호 안은 t-value를 의미하고, t-value 옆의 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수	스타펀드=상위 3%이내		스타펀드=상위 1%이내	
	$1-Per_{[t,t+5]}$	$1-Per_{[t,t+5]}$	$1-Per_{[t,t+5]}$	$3-Per_{[t,t+5]}$
상수항	0.0474 (7.65)***	0.3879 (6.80)***	0.4776 (7.54)***	0.3922 (6.76)***
	0.1430 (5.51)***		0.1431 (5.80)***	
	-0.2839 (-5.79)***		-0.2611 (-5.41)***	
		0.0556 (2.28)**		0.0478 (2.02)**
$3-CFS_{f,t-1}$		-0.0311 (-7.19)***		-0.2978 (-6.92)***
$Nof_{f,t-1}$	-0.0624 (-4.10)***	-0.0303 (-2.21)**	-0.5524 (-3.80)***	-0.282 (-2.15)**
$Size_{f,t-1}$	0.0511 (3.94)***	0.0682 (5.70)***	0.0508 (3.94)***	0.0685 (5.78)***
$Fee_{f,t-1}$	0.0055 (0.21)	0.0294 (1.22)	0.0043 (0.16)	0.0284 (1.18)
	0.1139 (2.88)***	0.0565 (1.71)*	0.1273 (2.73)***	0.0850 (2.14)**
	0.0503 (1.36)	-0.0034 (-0.10)	0.0155 (0.37)	-0.0604 (-1.59)
관측치수	1,934	1,934	1,934	1,934
$R^2$	0.0012	0.0268	0.0006	0.0291

<표 9> 운용회사 성과 기준 상위 5% 이내 스타펀드 보유 지속성

이 표는 식(3.9)를 고정효과로짓모형(fixed-effects logistic regression model)을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$SF_{f,t,t+5} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,t-1,t-6} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 N_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{t-1} + \beta_6 SF_{t-1,t-6} + \beta_7 DF_{t-1,t-6} + \varepsilon_{f,t}$$

여기서  $1 - Per_{f,[t-1,t-6]}$ 와  $3 - Per_{f,[t-1,t-6]}$ 는 1요인모형 및 3요인모형을 이용해 산출한 미래 과거 6개월 동안의 위험조정성과를 의미하며,  $CFS_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성과를 산출하고, 이를 식(3.7)과 같이 운용회사별로 산출한 표준편차를 의미한다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월말 운용회사가 운용한 펀드 수에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Size_{f,t-1}$ 은 운용회사의 총순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나눠준 값을 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Fee_{t-1}$ 와  $DF_{t-1,t-6}$ 는 각각 이전 6개월 및 미래 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 상위 5% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $SF_{t-1,t-6}$ 는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 하위 5% 이내에 속하는 도그펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $R^2$ 는 결정계수를 나타내며, 계수 밑의 괄호 안은 t-value를 의미하고, t-value 옆의 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수	스타펀드=상위 5%이내			
	1-Per기준 $SF_{[t,t+5]}$ 의 이항변수		3-Per기준 $SF_{[t,t+5]}$ 의 이항변수	
	0.4157 (5.02)***	0.2805 (2.94)***		
1 - $CFS_{f,t-1}$	0.1965 (1.36)	-0.1403 (-0.81)	0.3215 (3.54)***	0.1492 (1.49)
3 - $CFS_{f,t-1}$			0.2449 (1.61)	-0.0658 (-0.38)
$Nof_{f,t-1}$	0.6522 (12.82)***	0.5466 (9.22)***	0.6332 (12.61)***	0.5346 (9.19)***
$Size_{f,t-1}$	0.1147 (2.48)**	0.1128 (2.40)**	0.1437 (3.07)***	0.1263 (2.66)**
$Fee_{f,t-1}$	-0.1204 (-1.25)	-0.0976 (-1.01)	-0.1118 (-1.17)	-0.0899 (-0.93)
		0.5375 (3.96)***		0.6004 (4.81)***
		0.1480 (1.11)		0.0697 (0.53)
관측치수	1,934	1,934	1,934	1,934
Log likelihood	-999.22	-991.24	-1006.39	-994.78

<표 10> 운용회사 성과 기준 상위 3% 및 1% 이내 스타펀드 보유 지속성

이 표는 식(3.9)를 고정효과로짓모형(fixed-effects logistic regression model)을 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다.

$$SF_{f,t,t+5} = \alpha_f + \beta_1 Per_{f,t-1,t-6} + \beta_2 CFS_{f,t-1} + \beta_3 Nof_{f,t-1} + \beta_4 Size_{f,t-1} + \beta_5 Fee_{t-1} + \beta_6 SF_{t-1,t-6} + \beta_7 DF_{t-1,t-6} + \varepsilon_{f,t}$$

여기서  $1-Per_{f,[t-1,t-6]}$ 와  $3-Per_{f,[t-1,t-6]}$ 는 1요인모형 및 3요인모형을 이용해 산출한 미래 과거 6개월 동안의 위험조정성과를 의미하며,  $CFS_{f,t-1}$ 은 이전 6개월 동안의 일별 자료를 이용하여 운용회사가 보유한 개별펀드의 위험조정성과를 산출하고, 이를 식(3.7)과 같이 운용회사별로 산출한 표준편차를 의미한다.  $Nof_{f,t-1}$ 은 전월말 운용회사가 운용한 펀드 수에 로그를 취한 값을 의미한다.  $Size_{f,t-1}$ 은 운용회사의 총순자산가치를 기준으로 하여 중위수값을 갖는 운용회사를 찾아내고, 이 운용회사가 보유한 펀드의 평균 순자산가치로 나머지 운용회사의 평균 순자산가치를 나눠준 값을 산출한 후, 최종적으로 이 값에 로그를 취한값을 의미한다.  $\beta_1$ 와  $\beta_2$ 는 각각 이전 6개월 및 미래 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 상위 3% 및 1% 이내에 속하는 스타펀드를 하나 이상 보유하는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $\beta_3$ 는 이전 6개월 동안의 1요인모형을 통해 산출한 위험조정성과를 기준으로 하여 하위 3% 및 1% 이내에 속하는 도그펀드를 하나 이상 보유하고 있는 운용회사의 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 운용회사에 0을 부여하는 더미변수이다.  $R^2$ 는 결정계수를 나타내며, 계수 밑의 괄호 안은 t-value를 의미하고, t-value 옆의 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수	스타펀드=상위 3%이내		스타펀드=상위 1%이내	
	1-Per기준 의 이항변수	3-Per기준 의 이항변수	1-Per기준 의 이항변수	3-Per기준 의 이항변수
1 - $CFS_{f,t-1}$	0.4154 (4.26)***		0.3717 (3.19)***	
	-0.1349 (-0.73)		-0.3548 (-1.50)	
3 - $CFS_{f,t-1}$		0.2784 (2.66)***		0.1548 (1.19)
		-0.0892 (-0.48)		-0.3446 (-1.43)
$Nof_{f,t-1}$	0.5031 (8.55)***	0.4759 (8.30)***	0.5695 (7.83)***	0.5343 (7.57)***
$Size_{f,t-1}$	0.0438 (0.87)	0.0596 (1.18)	0.0034 (0.05)	0.2466 (0.36)
$Fee_{f,t-1}$	0.0069 (0.07)	0.0132 (0.13)	-0.1401 (-1.08)	-0.1294 (-1.00)
	0.5822 (4.14)***	0.6757 (5.27)***	0.7957 (4.30)***	0.8873 (5.15)***
	0.2103 (1.56)	0.1433 (1.08)	0.4889 (2.78)***	0.4309 (2.47)**
관측치수	1,934	1,934	1,934	1,934
Log likelihood	-919.01	-924.74	-628.54	-632.88



값을 나타내어 운용회사의 미래 스타펀드 보유여부와는 크게 관련이 없는 것으로 나타났다. 는 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 .과거에 스타펀드를 보유했던 운용회사가 미래에도 스타펀드를 보유할 가능성이 높은 것으로 나타나 운용회사의 스타펀드 보유지속성이 존재함을 확인할 수 있다. 그러나 는 대체로 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않아 과거 도그펀드의 운용여부와 미래 스타펀드의 보유여부는 관련이 없는 것으로 나타났다.

#### 4.4 포트폴리오 분석

4.2에서 스타운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 더 높은 미래성과를 달성하는 것으로 나타났으며, 4.3에서 운용회사의 특성 중 과거성과와 보유 펀드수가 스타펀드의 보유와 관련이 있는 것으로 나타났다. 본 절에서는 이러한 결과를 포트폴리오를 구성하여 확인하고 <표 11>에 그 결과를 제시하였다. 개별 펀드가 아닌 운용회사차원의 미래성과 차이를 확인하는 것이므로 포트폴리오의 수익률은 동일가중수익률을 사용하였다.

[Star Family Portfolio - Non Star Family Portfolio]는 매월 스타펀드의 보유여부에 따라 포트폴리오를 구성하여 각 포트폴리오의 미래 6개월 동안의 위험조정성과 차이를 산출하고 이에 대한 시계열 평균을 제시한 결과이다. 1요인모형을 통해 산출한 미래위험조정성과를 이용하는 경우 통계적으로 유의하게 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났지만, 3요인모형을 통해 산출한 미래위험조정성과를 사용하는 경우 양의 값을 갖지만 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대체로 스타운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 높은 미래성과를 나타내는 것으로 해석할 수 있다. [Star Family Portfolio - Dog Family Portfolio]는 매월 스타펀드를 보유한 운용회사와 도그펀드를 보유한 운용회사로 포트폴리오를 구성하여 각 포트폴리오의 미래 6개월 동안의 위험조정성과 차이를 산출하고, 이에 대한 시계열 평균을 제시한 결과이다. 모두 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는 것으로 나타나 스타운용회사가 도그운용회사에 비해 미래 위험조정성과가 더 높고, 스타운용회사와 도그운용회사는 각각 성과지속성을 갖는 것으로 해석할 수 있다. [Small Nof Star Family Portfolio - Small Nof NonStar Family Portfolio]는 보유 펀드수를 기준으로 하위 50%에 해당하는 운용회사 중 스타펀드의 보유여부에 따라 포트폴리오를 구성한 결과로서 대체로 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 펀드수가 작은 운용회사 중 스타운용회사의 미래 위험조정성과가 그렇지 않은 운용회사에 비해 더 높다는 것을 의미한다. 하지만 보유

펀드수 기준 상위 50%를 대상으로 스타펀드의 보유여부에 따른 포트폴리오를 구성한 결과를 나타내는 [Large Nof Star Family Portfolio - Large Nof NonStar Family Portfolio]에서는 미래 위험조정성과의 산출방법에 따라 결과가 다르게 나타나 일관된 결과를 발견할 수 없었다. 따라서 보유 펀드수가 작은 스타운용회사는 높은 미래성과를 기대할 수 있지만, 보유 펀드수가 많은 스타운용회사는 높은 미래성과를 기대하기 어렵다.

<표 11> 스타운용회사의 성과

이 표는 매월 스타펀드와 도그펀드의 보유여부 및 운용펀드수를 기준으로 포트폴리오를 구성하고 구성된 포트폴리오의 1요인모형과 3요인모형의 미래 6개월 동안의 동일가중 위험조정성적을 산출하여 각 포트폴리오별로 이를 차감한 값의 시계열 평균을 제시하였다. [Star Family Portfolio - Non Star Family Portfolio] 는 스타펀드 보유여부에 따라 포트폴리오를 구성한 결과이며, [Star Family Portfolio - Dog Family Portfolio]는 스타운용회사와 도그운용회사로 포트폴리오를 구성한 결과를 나타낸다. [Small Nof Portfolio - Large Nof Portfolio]는 운용펀드수가 상위 50%에 해당하는 운용회사와 하위 50%에 해당하는 운용회사로 포트폴리오를 구성한 결과를 나타낸다. [Small Nof Star Family Portfolio - Small Nof NonStar Family Portfolio]는 운용펀드수 기준 하위 50%에 해당하는 운용회사 중 스타운용회사와 도그운용회사로 포트폴리오를 구성한 결과이며, [Large Nof Star Family Portfolio - Large Nof NonStar Family Portfolio]는 운용펀드수 기준 상위 50%에 해당하는 운용회사 중 스타운용회사와 도그운용회사로 포트폴리오를 구성한 결과이다.

포트폴리오	$1-Per_{[t,t+5]}$	$3-Per_{[t,t+5]}$
[Star Family Portfolio - Non Star Family Portfolio]		
스타펀드=상위 5%이내	0.0695 (2.04)**	0.0338 (0.93)
스타펀드=상위 3%이내	0.0770 (2.29)**	0.0214 (0.60)
스타펀드=상위 1%이내	0.0769 (1.84)*	0.0085 (0.22)
[Star Family Portfolio - Dog Family Portfolio]		
스타펀드=상위 5%이내	0.1418 (3.66)***	0.0537 (2.02)**
스타펀드=상위 3%이내	0.1597 (4.05)***	0.0871 (2.87)***
스타펀드=상위 1%이내	0.1903 (4.01)***	0.1464 (3.94)***
[Small Nof Star Family Portfolio - Small Nof NonStar Family Portfolio]		
스타펀드=상위 5%이내	0.1830 (3.03)***	0.1162 (2.09)**
스타펀드=상위 3%이내	0.1839 (2.48)**	0.1228 (1.76)*
스타펀드=상위 1%이내	0.0315 (0.26)	-0.014 (-0.12)
[Large Nof Star Family Portfolio - Large Nof NonStar Family Portfolio]		
스타펀드=상위 5%이내	0.0308 (1.01)	-0.0812 (-2.40)**
스타펀드=상위 3%이내	0.0215 (0.80)	-0.0839 (-2.97)***
스타펀드=상위 1%이내	0.0738 (1.90)*	-0.0405 (-1.19)

## 5. 결 론

간접투자시장의 주요 주체 중 하나인 운용회사의 행태에 대한 연구는 아직 부족한 실정이다. 이에 본 연구는 운용회사를 대상으로 스타펀드의 보유여부에 따른 미래 자금 유입과 성과에 차이가 존재하는가를 분석함으로써 투자자 및 운용회사의 행태를 파악하고자 하였으며, 분석결과는 다음의 네 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 과거 위험조정성과가 매우 우수한 스타펀드를 보유한 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 자금유입 증가율이 더 높았다. 하지만 과거 위험조정성과가 매우 저조한 도그펀드를 보유한 운용회사가 그렇지 않은 운용회사에 비해 낮은 자금유입증가율을 나타내지는 않았다. 둘째, 스타펀드를 보유한 운용회사는 그렇지 않은 운용회사에 비해 더 높은 미래성과를 나타내는 것으로 확인되었다. 하지만 이 경우에도 과거 위험조정성과가 저조한 펀드를 보유한 운용회사와 그렇지 않은 운용회사 사이에서는 미래 성과 차이가 존재하지 않았다. 셋째, 스타펀드의 보유 지속성이 존재하는 것으로 나타났으며, 과거 성과가 높고, 보유 펀드수가 많은 운용회사가 스타펀드를 보유할 가능성이 높은 것으로 나타났다. 넷째, 포트폴리오를 구성하여 확인한 결과 대체로 스타운용회사가 그렇지 않은 운용회사 및 도그운용회사에 비해 더 높은 미래 성과를 달성하는 것으로 나타났다. 마지막으로 미래 스타펀드의 보유여부와 관련이 있는 운용펀드수를 기준으로 상위 50%와 하위 50%를 구분하여 각각 스타펀드의 보유여부에 따라 포트폴리오를 구성하여 미래위험조정성과 차이를 살펴본 결과 하위 50% 내에서는 스타운용회사와 그렇지 않은 운용회사의 성과차이가 뚜렷이 존재하지만 상위 50%에서는 이러한 현상이 발견되지 않았다. 따라서 운용펀드수가 작고 스타펀드를 운용하는 운용회사는 미래성과가 우수할 것으로 기대할 수 있지만, 운용펀드수가 크고 스타펀드를 운용하는 운용회사는 미래위험조정성과가 우수할 것으로 기대하기 어렵다.

이와 같은 본 연구의 결과는 투자자와 운용회사 모두의 입장에서 의미 있는 정보를 제공할 것으로 기대한다. 투자자 입장에서는 개별펀드뿐 아니라 운용회사 차원의 투자 전략도 필요하다는 점을 상기시켜주는 결과라 판단된다. 운용회사의 입장에서는 국내 운용회사들의 평균 보유 펀드수가 미국의 운용회사에 비해 높은수준인데 과다하게 펀드를 보유하는 경우 운용자원의 적절한 배분이 이루어지지 않는 상황이 발생하여 운용회사 전체의 평균수익률이 낮아질 수 있다는 점을 상기해야 할 것이다. 이에 따라 운용회사는 개별펀드의 규모를 대형화하고 보유 펀드수를 운용능력에 맞게 보유함으로써 효율적인 포트폴리오 관리가 이루어질 수 있도록 해야 할 것으로 판단된다.

이상과 같이 본 연구는 성과가 매우 우수한 펀드의 보유여부가 운용회사의 자금유입 및 미래 성과에 미치는 영향을 분석함으로써 국내간접투자시장에서 처음으로 운용회사차원의 연구를 진행했다는 데 그 의의가 있다. 그러나 아직 운용회사의 특성을 이해하기에는 부족한 면이 많으며, 운용회사의 다양한 특성에 대해 좀 더 많은 연구가 이루어져야 할 것이다. 본 연구를 계기로 이후 보다 다양한 운용회사 차원의 연구가 활발히 이어지기를 기대한다.

### <주요 참고문헌>

박영규, 2005, 펀드투자자와 펀드매니저의 투자행태에 관한 연구, 재무연구, 18-1, 31-67

박영규, 장욱 (2001), 국내 주식형펀드시장에 대한 성과평가연구. 증권학회지 제 29 집 pp 117-143.

박영규, 주효근 (2004). 채권형펀드의 성과평가 및 성과지속성 연구. 재무연구, 제17권 제1호, pp. 143-174.

신성환 (2003). 국내 주식 및 채권 펀드를 통한 위탁투자에 관한 연구. 증권학회지, 제32집 3호, pp. 165-190.

이원흠, 이한득, 박상수 (2000), 주식형 펀드의 스타일 분석과 운용능력 분석. 증권학회지 제 26 집, pp 65-90.

Brown, Stephen J., and William N. Goetzmann, 1995, Performance persistence, *Journal of Finance* 50, 697-698.

Carhart, Mark M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.

Chevalier, Judith, and Glenn Ellison, 1997, Risk taking by mutual funds as a response to incentives, *Journal of Political Economy* 105, 1167-1200.

Christopherson, John A., W. Person, and D. Glassman, 1998, Conditioning Manager Alphas on Economic Information: Another Look at the Persistence of Performance, *The Review of Financial Studies* 11, 111-142.

Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns on bonds and stocks, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.

Gaspar, J. M., M. Massa, and P. Matos, 2006, Favoritism in mutual fund families? evidence on strategic cross-fund subsidization. *Journal of Finance*, 61, 73-104.

- Goetzmann, W. and N. Peles, 1997, Cognitive dissonance and mutual fund investors, *Journal of Financial Research* 20, 145–158.
- Goetzmann, W., and R. Ibbotson, 1993, Games Mutual Fund Companies Play: Strategic Response to Investor Beliefs in the Mutual Fund Industry. Working paper, Yale School of Management.
- Goetzmann, W., and R. Ibbotson, 1994, Do winners repeat?, *Journal of Portfolio Management* 20, 9–18.
- Grinblatt, M., and S. Titman, 1992, The persistence of mutual fund performance, *Journal of Finance* 47, 1977–1984.
- Grinblatt M., and S. Titman, Performance Measurement Without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns, *Journal of Business*, vol. 66, 1993, p. 47–68.
- Gruber, Martin J., 1996, Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds, *Journal of Finance* 51, 783–810.
- Guedj, I., and J. Papastaikoudi, 2005, Can mutual fund families affect the performance of their funds?, Working paper, McCombs School of Business.
- Jain, Prem C. and Joanna S. Wu, 2000, Truth in mutual fund advertising: Evidence on future performance and fund flows, *Journal of Finance* 55, 937–958.
- Khorana, A., and H. Servaes, 2005, Conflicts of interest and competition in the mutual fund industry. Working paper London Business School, 2005.
- Nanda, V., J. Z. Wang, and L. Zheng, 2004, Family values and the star phenomenon: Strategies of mutual fund families. *The Review of Financial Studies*, 17, 667–697.
- Sirri, Erik R., and Peter Tufano, 1998, Costly search and mutual fund flows, *Journal*

*of Finance* 53, 1589-1622.