



중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계*

왕 아 평** (중국산동공상대학교)

Abstract

본 연구는 한국 투자자가 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 간의 관계를 평가한다. 이를 통해 다양한 상황을 고려한 중국 주식시장의 성장주기별 및 기간별 펀드의 성과-현금흐름 민감도를 검증하여 투자자의 반응을 알아보고자 한다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 중국에 투자한 해외주식형 펀드 투자자의 과거 성과에 대한 순현금흐름 민감도를 보았다. 성과 측정을 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월로 구분하여 성과가 현금흐름에 미치는 영향을 검증한 결과, 펀드의 성과와 현금흐름 간에 유의적인 양(+)의 관계로 펀드 투자자가 과거 성과에 의존함을 확인하였다. 둘째, 중국 전체 공모펀드 산업의 관점에서 중국 주식시장의 성장주기를 고려한 기간으로 나누어 펀드의 성과와 현금흐름 간의 관계를 검증하였다. 중국 주식시장의 개방 시기(2016-2020) 동안 성과와 순현금흐름이 뚜렷한 양(+)의 관계로 나타났다. 셋째, 단계적 선형 회귀 모형을 이용하여 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 성과와 현금흐름의 관계에 대한 강건성 테스트를 하여 펀드 성과와 현금흐름 간에 불록성을 확인하였다. 넷째, 중국 주식시장의 특성이 성과에 미치는 영향을 검증하였다. 불확실성 및 변동성이 매우 큰 중국 시장의 특성을 고려하여 기간별로 나누고 주식시장 상황에 따라 높은 시장 위험 프리미엄 기간에 성과가 상위인 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과가 현금흐름에 더 민감하게 반응하였다. 본 연구는 중국에 투자한 해외주식형 펀드 투자자의 현금흐름을 분석하여 개인투자자의 투자 의사결정에 신중성 높이고 투자자의 거래 행동에 대한 이해의 폭을 넓힐 수 있다.

[1] 서론

최근 한국 뉴스에 따르면 “국내 금융투자회사들이 해외펀드 구성에 활발히 나서고 있지만, 경쟁적으로 해외투자에 나서면서 리스크 관리가 부족했다”라는 지적이 나오고 있다. 금융투자협회에 따르면 2020년

* 본 논문은 2021년 상반기 펀드평가3사(한국펀드평가, FnGuide, 제로인)의 성균관대학교 자산운용연구센터(CAPM) 연구비 지원으로 수행되었습니다.
주제어 : 해외주식형 펀드, 성과-현금흐름 관계, 불록성
JEL 분류기호 : G11
** 중국산동공상대학교 회계학과 조교수, E-mail: wangyapig@sdtbu.edu.cn, 주소:중국 산동성 연태시 빈해중로 191호.

5월 10일 기준, 국내의 해외투자펀드 설정액이 지난달 말 기준으로 203조 5424억원을 기록했고, 이는 지난 2017년 3월 처음으로 100조원대를 돌파한지 약 3년 만에 두 배로 늘어난 것이다. 펀드는 자본시장의 중요한 구성 부분으로 경제, 금융, 자본시장에서 차지하는 규모가 안정적으로 상승하는 추세이다. 2020년 3월 코로나 사건 발생, 국제 원유가격 폭락, 미국 주식시장의 빈번한 서킷브레이커 발동 등의 충격으로 중국 주식시장은 조정 시기에 들어서 있는 상태이다. 그러나 펀드의 현금흐름은 순유입상태를 유지하고 있어 시장을 안정시키는 역할을 할 것으로 기대된다.

한편, 펀드 투자자는 더 높은 투자수익을 거두기 위하여 적극적으로 운용하는 펀드를 선택하여 시장초과성과를 모색한다. '펀드 투자자 상황 조사 분석보고서'에 따르면 개인투자자들이 펀드를 선택할 때 펀드 수익률은 가장 주목받는 요소이다. 이론적으로 투자자는 펀드를 선택할 때 펀드의 수익뿐만 아니라 투자 리스크 등 기타요인과 함께 고려해야 한다. 그러나 투자자들은 대부분 전문적인 훈련을 받지 못했기에 의사결정을 내릴 때 투자의사결정에 영향 주는 요소와 정보를 주목하거나 검색을 간과하는 경향이 있다.

동시에 중국 자본시장의 불투명한 정보로 투자자는 고액의 정보수집 원가에 직면한다. 정성태(2015)는 중국에 대한 투자는 대부분 주식투자였으며 투자자산의 편중 문제로 한국의 대외자산 수익률이 저조하게 되었고 주장하였다. 그렇다면 정보가 비대칭적인 자본 시장에서 투자자들은 어떤 거래행동을 초래할 것인가? 즉, 주식시장 상황에 따라 펀드의 성과가 투자자의 현금흐름에 어떤 영향을 주는지 알아볼 필요가 있다.

펀드의 현금흐름에 관련한 연구는 90년대부터 시작하였고, Warther(1995)의 펀드 성과와 현금흐름 관계를 검증한 연구가 대표적이다. 그는 전체시장 관점에서 펀드의 성과가 현금흐름에 미치는 영향을 분석하였다. Edlen and Warner(2001)은 Warther(1995)의 연구를 확장하여 개별 수익률과 순현금흐름 자료를 이용하여 전체 주식시장의 성과와 펀드의 현금흐름 간의 관계를 조사하여 펀드의 현금흐름이 시장 수익률의 변화에 따라 지연 반응함을 확인하였다. 이는 새로

운 정보에 대한 수익과 현금흐름의 공동 반응 또는 피드백 거래로 볼 수 있다. 개별 펀드 관점에서 많은 연구를 통해 과거 성과와 순현금흐름 간에 양(+)의 관계가 있음을 보여주었다(Ippolito(1992), Chevalier and Ellison(1997), Sirri and Tufano (1998), Ivkovic and Weisbenner(2009)). 미국 EDGAR 데이터는 제한적이기 때문에 그 동안 펀드의 현금흐름 관련 연구는 순현금흐름만 사용하였다(Sirri and Tufano(1998), Berk and Green(2004), Huang et al.(2007)). Cashman et al.(2012)는 처음으로 현금흐름을 현금유입과 현금유출로 구분하여 펀드의 성과와 관계를 분석하였다. Ferrira et al.(2012)은 28개국의 펀드 자료를 이용하여 펀드의 현금흐름은 과거 성과를 어떻게 의존하는지를 연구하였다. 이들은 미국 뮤추얼 펀드의 연구결과가 보편적으로 적용되는 것이 아니라고 강조하면서 펀드의 성과-현금흐름 관계는 펀드 투자자의 전문성과 관련되어 있다고 설명하였다. 또한 Chen et al.(2021)는 미국 투자자의 구글 검색 지수를 이용하여 투자자의 주의를 직접적으로 평가지수로 두고 펀드의 성과-현금흐름 관계에 영향 미친다고 하였다. 한국 연구에서는 하연정, 백미연, 王亞平, 고광수(2014)는 과거 성과와 순현금흐름 간의 관계가 존재한다는 기존 연구를 토대로 과거 성과 측정 기간의 효과와 과거 성과에 따른 순현금흐름의 지속성을 검증하였다. 하연정(2018)은 베이지안 추론을 이용하여 주식형 펀드 성과-현금흐름 간의 관계를 분석하였다. 중국 시장에서는 주식형펀드 성과와 현금흐름 간에 양(+)의 관계가 있음을 보여 펀드 투자자가 과거성과에 의존함을 보였다(Ko et al.(2014)). 한국 펀드 투자자는 성숙하지 않아 투자 전문성이 부족하다. 이에 따라 본 연구는 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 과거성과와 현금흐름 관계가 어떻게 형성되는지를 검증해보자고 한다.

연구가 진행됨에 따라 적잖은 학자들은 펀드의 성과와 현금흐름의 관계가 형성된 원인을 달리 해석하고 있다. Ippolito(1992), Chevalier and Ellison (1997)는 미국 뮤추얼 펀드의 성과-현금흐름 관계를 분석하여 미국 펀드에서 비선형 관계가 존재한다고 하였다.



Sirri and Tufano(1998), Huang, Wei, and Yan(2007)은 미국 뮤추얼 펀드의 성과-현금흐름 관계를 분석하여 미국 펀드에서 볼록성(convexity) 관계가 존재한다고 하였다. Ferreira et al.(2012)는 펀드 성과와 현금흐름 사이의 볼록성 관계를 투자자의 복잡성 및 공모펀드 업계의 참여 비용과 연계시켰다. 신흥국은 펀드 투자자의 전문성이 부족하여 볼록성 관계가 강하게 존재한다고 하였다. 한편, 펀드의 성과-현금흐름 관계는 시장 상황, 모형 설정 등의 요인에 의해 영향을 받게 되는 것을 주목했다. Spiegel and Zhang(2013)은 펀드성과-현금흐름 간의 볼록성 관계는 모형설정 오류 때문에 발생한다고 주장하였다. 그는 주식시장의 점유율 모형을 사용하면 펀드 성과와 현금흐름의 비선형적인 관계가 사라진다고 하였다. Arbaa and Varon(2019)는 펀드 이름을 빈번하게 변경한 펀드를 대상으로 성과-현금흐름 간의 볼록성 관계를 조사하였다. 한국 연구에서는 유신익, 김동철(2012), 이준서(2012)가 주식형 펀드 성과를 자세히 분석하였고, 하연정, 김동석, 고광수(2014)는 주식형 펀드 성과-현금흐름간의 볼록성 관계를 검증하였다. 이에 따라서 펀드의 성과-현금흐름 관계에 더 나가 볼록성 관계를 검증한다. Franzoni and Schmalz(2017)는 시장 상황에 따라 펀드의 수익률과 현금흐름 사이에 민감도 차이가 있다는 것을 발견하였다. 이에 따라서 중국 주식시장의 다양한 상황을 고려하여 중국

해외주식형 펀드의 성과-현금흐름 민감도를 검증한다.

본 연구는 한국 투자자가 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 간 관계를 평가한다. 이를 통해 극단적인 상황을 고려한 중국 주식시장의 기간별 펀드의 성과-현금흐름 민감도를 검증하여 투자자의 반응을 알아보고자 한다. 첫째, 중국에 투자한 해외주식형 펀드 투자자의 과거 성과에 대한 민감도를 보기 위해 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 보유기간의 성과가 현금흐름에 미치는 영향을 검증하여 펀드의 성과와 현금흐름 간의 비선형관계가 존재하는지를 분석한다. 둘째, 투자자는 펀드 성과 크기에 따라 반응이 다를 것이다. 따라서 과거 성과와 현금흐름의 볼록성 관계로 강건성 테스트를 한다. 셋째, 중국 주식시장의 특성이 성과에 미치는 영향을 검증한다. 중국의 불확실성 및 변동성이 매우 큰 특성을 고려하여 기간별로 나누고 주식시장 상황에 따라 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계를 검증한다. 또한 중국 전체 공모펀드 산업의 관점에서 중국 주식시장의 다양한 상황을 고려하여 다양한 기간으로 나누어 중국 해외주식형 펀드의 성과-현금흐름 민감도를 검증한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 1장 서론에 이어 2장에서 사용한 자료 및 성과 측정 모형에 대한 설명을 한다. 3장은 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 4장은 본 연구의 결론을 맺는다.

[2] 자료 및 성과 측정 모형

2.1 자료

본 연구는 중국에 투자한 해외주식형 펀드 첫 설립 일인 2004년 11월 29일부터 2020년 12월까지 존재하는 182개 펀드를 대상으로 분석한다. 펀드 관련 자료는 애프엔가이드 데이터베이스에서 제공한 중국에 투자한 해외주식형 펀드 정보, TNA(순자산총액) 및 월별수익률 자료를 이용하였으며, 펀드의 선정 기

준은 (주)제로인의 분류기준에 따른다. 애프엔가이드 데이터베이스 자료에 따른 최종 종류형(멀티 클래스) 펀드, 모자형 펀드의 자펀드 및 일반 펀드를 대상으로 선정하였다. 고광수, 王亞平, 백미연(2013) 연구에 따라 종류형 펀드는 클래스별로 판매보수와 수수료 체계만 다를 뿐 자산 운용과 평가 방법이 동일하기 때문에 각 클래스별 순자산총액으로 가중 평균하여 하나의 펀드를 구성하였다. 중국 주식시장 수익률 관련

자료는 CSMAR(China Stock Market & Accounting Research) 데이터베이스에서 제공한 자료로 상하이와 심천 거래소가 공시한 모든 A 주식의 가격 자료를 이용하여 수익률을 산출한다. 중국에 투자한 해외주식형 펀드는 주로 중국 A주식에 투자하기 때문에 본 연구는 모든 A주식 수익률을 벤치마크로 두고, 주식시장 초과수익률은 펀드수익률이 주식시장 수익률을 초과한 부분을 말한다.

〈표 1〉은 본 연구의 표본이 되는 182개 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 기초통계량을 보여준다. 주로 관심 변수인 펀드의 순 수익률, 펀드의 주식시장 초과수익률, 종속변수인 현금흐름, 통제변수인 규모, 연령, 위험, 비용, 성과-현금흐름 관계를 계산하고 평균값, 중앙값, 하위 25%인 1분위수 값, 상위 25%인 3분위수 값, 최소값, 표준편차를 나타낸다. 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 순 수익률은 개별 펀드의 월 수익률이고, 벤치마크 수익률을 조정하지 않은 수익률이다. 펀드의 시장 초과 수익률은 펀드의 순 수익

률에서 주식시장 수익률을 차감한 수익률이다. 규모는 펀드의 TNA(순자산총액) 로그값, 연령은 펀드의 설정 월로 계산하였다. 위험은 과거 12개월 펀드 순 수익률의 표준편차, 현금흐름은 월 펀드의 현금흐름이다. 성과-현금흐름 상관관계는 펀드 성과(순 수익률 및 시장 초과 수익률)와 t월 현금흐름의 상관관계를 말한다.

펀드의 월 평균 순 수익률은 0.768%이고, 중국 주식시장에 초과한 수익률은 0.398%로 나타났다. 이는 전체 중국에 투자한 해외주식형 펀드는 중국 주식시장보다 높은 성과를 내고 있다는 것으로 보일 수 있다. 이들 펀드의 평균 규모는 6백억원대로 가장 낮은 펀드는 5천만원 정도로 펀드 규모의 표준편차가 큰 것을 확인 할 수 있다. 그리고 펀드의 평균 연령은 8년 정도로 중국의 짧은 펀드역사에 비해 장기적인 투자가 이루어지고 있음을 알 수 있다. 펀드의 절대 수익률과 시장 초과 수익률은 현금흐름과 양의 관계를 보인다. 이를 통해 한국 투자자들은 펀드의 성과를

〈표 1〉 표본 중국 투자에 해외주식형 펀드의 기초통계량

이 표는 2005년 12월부터 2020년 12월말까지 존재하는 182개 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 기초통계량을 보여준다. 관심 변수인 펀드의 순 수익률, 펀드의 주식시장에 초과 수익률, 종속변수인 순현금흐름, 통제변수인 규모, 연령, 위험, 비용, 성과-현금흐름 관계를 계산하고 평균값, 중앙값, 하위 25%인 1분위수 값, 상위 25%인 3분위수 값, 최소값, 표준편차를 나타낸다. 자료 주기는 월별 기준이고 변수의 기초통계량을 보여주기 위해 개별 펀드 기준으로 변수 기초통계량을 보여준다.

	평균	중앙값	상위25%	하위25%	최소값	표준편차
순 수익률(%)	0.768	0.754	1.010	0.431	-0.236	0.533
시장 초과 수익률(%)	0.398	0.337	0.609	0.107	-0.384	0.444
순현금흐름	0.283	0.029	0.104	0.002	-0.043	1.175
규모(억원)	672.862	198.406	656.282	43.943	0.496	1693.238
연령(월)	105	101	142	70	13	42
위험(%)	6.025	5.672	6.274	5.120	3.616	1.630
비용(%)	2.050	0.000	3.243	1.160	2.000	1.454
순 성과-현금흐름 상관관계	0.208	0.209	0.301	0.103	-0.255	0.167
초과 성과-현금흐름 상관관계	0.038	0.040	0.118	-0.052	-0.408	0.160



중요한 의사결정의 요소로 두고 투자하는 것으로 추론할 수 있다. 또한 펀드 성과-현금흐름의 민감도는 양(+)으로 추정할 수 있다.

2.2 성과 측정 모형

2.2.1 펀드의 현금흐름 변수 설명

중국에 투자한 해외주식형 펀드의 현금흐름은 Sirri and Tufano(1998) 등 기존 연구와 동일하게 펀드 월별 수익률과 TNA(순자산총액)를 이용하여 다음과 같이 계산한다.

$$Flow_{p,t} = \frac{TNA_{p,t} - TNA_{p,t-1} \times (1 + Ret_{p,t})}{TNA_{p,t-1}} \quad (1)$$

$Flow_{p,t}$ 는 개별 펀드 p의 t기 순현금흐름, $TNA_{p,t}$ 는 t기 순자산총액, $Ret_{p,t}$ 는 개별 펀드 p의 t기 순수익률이다.

2.2.2 중국에 투자한 해외주식형 펀드 성과-현금흐름 관계 측정 모형

Chevalier and Ellison(1997), Sirri and Tufano(1998)는 미국 뮤추얼 펀드의 성과-현금흐름 관계를 분석하여 펀드에서 비선형 관계가 존재한다고 하였다. 본 연구는 Sirri and Tufano(1998) 방법으로 이용하여 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과-현금흐름 관계가 검증한다. 투자자의 펀드 성과에 대한 반응을 보기 위해 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 동안 펀드의 보유기간수익률을 이용하여 펀드 성과와 현금흐름 간의 관계를 검증한다.

$$Flow_{p,t} = \alpha_p + \beta_p Ret_{p,t-1} + \gamma_1 \ln(TNA)_{p,t-1} + \gamma_2 \ln(Age)_{p,t-1} + \gamma_3 \ln(SD)_{p,t-12:t-1} + \gamma_4 Fee_{p,t-1} + (Yearly_Dummies, Family_Dummies) + \epsilon_{p,t} \quad (2)$$

$Flow_{p,t}$ 는 펀드 p의 t기 순현금흐름, $Ret_{p,t-1}$ 는 t시점에 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 동안 펀드 p의 보유기간수익률, $\ln(TNA)_{p,t-1}$ 는 펀드 p의 t-1기 순자산총액의 로그값, $\ln(Age)_{p,t-1}$ 는 펀드 p의 t-1기 연령의 로그값, $SD_{p,t-12:t-1}$ 는 펀드 p의 과거 12개월 동안 펀드수익률의 표준편차, $Fee_{p,t-1}$ 는 펀드 p의 t-1기의 비용을 의미한다. 각 연도별 펀드의 현금흐름을 통제하기 위해 *Yearly_Dummies* 연도 터미를 포함하였으며, 펀드의 운용회사 간 현금흐름 차이를 통제하기 위해 *Family_Dummies* 운용회사의 터미변수를 포함한다.

2.2.3 중국에 투자한 해외주식형 펀드 성과-현금흐름 간의 블록성 관계 추정 모형

Ferreira et al. (2012)와 같은 방법으로 piece-wise linear regression 단계적 선형 회귀 모형을 이용하여 성과-현금흐름 간 블록성 관계를 검증한다.

$$Low_{p,t-1} = \min(0.2, Rank_{p,t-1}) \quad (3-1)$$

$$Mid_{p,t-1} = \min(0.6, Rank_{p,t-1} - Low_{p,t-1}) \quad (3-2)$$

$$High_{p,t-1} = Rank_{p,t-1} - (Low_{p,t-1} + Mid_{p,t-1}) \quad (3-3)$$

$$Flow_{p,t} = \alpha_p + \beta_{Low} Low_{p,t-1} + \beta_{Mid} Mid_{p,t-1} + \beta_{High} High_{p,t-1} + \gamma_1 \ln(TNA)_{p,t-1} + \gamma_2 \ln(Age)_{p,t-1} + \gamma_3 \ln(SD) + \gamma_4 Fee_{p,t-1} + (Yearly_Dummies, Family_Dummies) + \epsilon_{p,t} \quad (3-4)$$

펀드의 성과에 따라 높은 성과부터 낮은 성과까지 순서대로 배열하여 성과가 가장 높은 펀드는 1, 가장

낮은 펀드는 0을 부여한다. 볼록성은 $Low_{p,t-1}$ 와 $High_{p,t-1}$ 의 계수값으로 정의한다.

2.2.4 시장 위험 프리미엄에 따른 기간별 성과-현금흐름 관계

$$\begin{aligned}
 Flow_{p,t} = & \alpha_p + \beta_{p1}LowRet_{p1,t-1} \quad (4) \\
 & \times D(market\ states) + \beta_{p2}MidRet_{p2,t-1} \\
 & \times D(market\ states) + \beta_{p3}HighRet_{p3,t-1} \\
 & \times D(market\ states) + \gamma_1 \ln(TNA)_{p,t-1} \\
 & + \gamma_2 \ln(Age)_{p,t-1} \\
 & + \gamma_3 \ln(SD)_{p,t-12:t-1} \\
 & + \gamma_4 Fee_{p,t-1} \\
 & + (Yearly_Dummies, Family_Dummies) \\
 & + \epsilon_{p,t}
 \end{aligned}$$

Franzoni and Schmalz(2017)는 주식시장 상황에 따라 펀드의 과거 성과-현금흐름 민감도가 달라질 수 있음을 보였다. 이에 따라 본 연구는 기간별 성과와 현금흐름의 관계를 분석한다. 더미변수 $D(market\ states)$ 는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따라 각각 하위 30%(불황기), 중간 40%(안정기), 상위 30%(호황기) 3개 기간으로 음(-)인 기간과 양(+인) 2개 기간으로 구분하였다. 그리고 주식시장·상황에 따른 펀드의 성과와 현금흐름 간의 볼록성 관계를 검증하기 위해 기간별 펀드의 성과 순위 크기에 따라 상위그룹 1 $HighRet_{p3,t-1} \times D(market\ states)$, 중간 그룹 2 $MidRet_{p2,t-1} \times D(market\ states)$, 하위그룹 3 $LowRet_{p1,t-1} \times D(market\ states)$ 총 3개 그룹으로 나누어 시장 상황에 따른 각 성과 그룹별 펀드의 성과-순 현금흐름 민감도를 검증한다.

[3] 실증 분석 결과

3.1 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계

Sirri and Tufano(1998)는 과거 12개월의 펀드 수익률을 이용하여 미국 펀드의 성과-현금흐름 간 볼록성 관계를 검증하였다. 중국증권투자자기금업협회에서 발표한 연간 전국공모펀드투자자상황조사보고에 따른 중국 펀드 보유기간은 평균 2년으로 짧은 편이다.¹⁾ 이에 본 연구는 식(2-1)을 통해 중국 펀드에 투자하는 상황을 고려한 해외주식형 펀드의 다양한

성과 측정 및 기간별 성과와 순현금흐름 간의 관계를 분석하고자 한다. <표 2>는 종속변수에 t월의 순현금흐름을 두고 각각 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 펀드 수익률과 펀드의 시장 초과 수익률이 설명변수가 된다. 통제변수로 펀드 위험(과거 12개월 순 수익률의 표준편차), t-1월 펀드 규모, 연령 및 비용, 과거 12개월 순 수익률의 표준편차인 위험변수를 포함한다.

패널 A에서 과거 1개월, 3개월, 6개월과 12개월 펀드의 순수익률과 t월 순현금흐름 간 모두 유의적인 양(+)의 관계로 펀드 투자자가 과거 성과에 의존함을

1) 중국증권투자자기금업협회는 2012년 6월에 국무원 허가로 설립하였다. 협회는 증권투자자기금업의 자율 조직이며 펀드매니저, 펀드기구들은 가입하여 회원이 될 수 있다. 매년 중국 펀드투자자에 관한 상황조사보고를 발표하여, 여기엔 중국 펀드에 투자한 외국투자자들도 조사 대상으로 포함하고 있다.



〈표 2〉 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계

이 표는 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 순현금흐름 간의 관계를 보여준다. 종속변수는 t월의 순현금흐름으로 두고 각각 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 펀드 수익률과 시장 초과 수익률이 설명변수로 된다. 통계변수로 펀드 위험(과거 12개월 순 수익률의 표준편차), t-1월 펀드 규모, 연령 및 비용, 과거 12개월 순 수익률의 표준편차인 위험변수를 포함한다.

*, **, ***은 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다.

	1개월	3개월	6개월	12개월
패널 A 펀드 수익률과 순현금흐름 관계				
상수항	0.135 (4.719)***	0.141 (4.865)***	0.098 (2.733)***	0.090 (2.492)**
펀드 수익률	0.595 (28.788)***	0.223 (18.874)***	0.195 (14.678)***	0.142 (13.786)***
규모	-0.006 (-8.153)***	-0.006 (-8.459)***	-0.004 (-4.219)***	-0.004 (-4.319)***
연령	-0.033 (-7.737)***	-0.033 (-7.568)***	-0.034 (-6.339)***	-0.035 (-6.496)***
위험	0.259 (3.923)***	0.272 (4.063)***	0.073 (0.719)	0.180 (1.766)*
비용	0.123 (1.110)	0.123 (1.098)	-0.073 (-0.464)	-0.091 (-0.578)
조정된 R ²	0.0566	0.0336	0.0284	0.0264
관측 수	19107	18743	18197	16754
패널 B 펀드 시장에 초과 수익률과 순현금흐름 관계				
상수항	0.154 (5.267)***	0.153 (5.212)***	0.108 (2.997)***	0.108 (2.992)***
시장 초과 수익률	0.155 (7.607)***	0.056 (3.870)***	0.193 (9.368)***	0.110 (7.408)***
규모	-0.005 (-7.554)***	-0.005 (-7.513)***	-0.004 (-4.056)***	-0.004 (-3.988)***
연령	-0.036 (-8.275)***	-0.036 (-8.271)***	-0.034 (-6.270)***	-0.034 (-6.370)***
위험	0.157 (2.333)**	0.161 (2.383)**	0.056 (0.551)	0.064 (0.624)
비용	0.171 (1.510)	0.173 (1.526)	-0.081 (-0.514)	-0.068 (-0.432)
조정된 R ²	0.0186	0.0164	0.0183	0.0157
관측 수	19107	18743	18197	16754

보인다고 말할 수 있다. 성과 측정 기간과 관계없이 단기, 중기, 장기 성과가 성과-현금흐름 간의 유의적인 양(+)의 관계가 존재한다. 패널 B에서 펀드의 시장 초과 수익률을 이용하여 성과-현금흐름 민감도를 재 확인하였다. 그 결과, 펀드의 초과성과도 순현금흐름에 1% 수준에서 유의적인 관계로 나타났다. 즉, 펀드의 성과나 펀드의 초과 성과는 과거 성과 측정 기간에 관계없이 순현금흐름에 변함이 없다고 볼 수 있다. 이는 기존연구 Ko et al.(2014)와 같이 중국 시장에서 주식형펀드의 성과와 현금흐름 관계가 동일하게 보였고, 한국 국내 펀드의 성과와 현금흐름 간 양(+)의 관계 보여준 하연정, 김동석, 고광수(2014) 연구 결과와 같이 중국에 투자한 펀드에서도 성과-순현금흐름 간에 양(+)의 유의한 관계로 나타났다. 즉, 펀드의 과거 성과가 한국 펀드 투자자의 의사결정에 중요한 참고지표가 되는 것으로 보인다.

3.2 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계: 중국 주식시장의 성장주기별

앞서 기간별 펀드의 성과와 현금흐름 간에 유의한 양(+)의 관계를 확인하였다. Ko et al.(2014)는 중국 주식시장의 성장주기에 따른 펀드의 성과와 순현금흐름 관계는 다르게 나타났다. 이에 따라 <표 3>과 <표 4>는 중국 주식시장을 금융위기 시기(2005-2008), 성장회복 시기(2009-2015), 주식시장 개방 시기(2016-2020) 3구간으로 구분하여 기간별 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계를 분석하였다.²⁾

펀드 성과로 <표 3>은 펀드 순수익률을 <표 4>는 펀드의 시장 초과 수익률을 이용하였다. 그 결과, 금융위기 시기의 펀드 성과-순현금흐름 민감도는 전혀 보이지 않았다. 이는 Ko et al.(2014)와 같은 결과로 2006년과 2007년 중국 주식시장이 급격한 변동성으로 펀드의 현금흐름에 극단치가 존재할 수 있기 때문에

금융위기 시기(2005-2008) 동안 펀드의 성과-순현금흐름 간 유의하지 않는 관계로 나온 것으로 분석된다. 성장회복 시기 동안 과거 1개월, 3개월, 6개월 중단기 성과 기간에 펀드 성과-순현금흐름 간 양(+)의 관계로 나타났고, 주식시장 개방 이후 펀드의 성과-현금흐름 민감도는 모두 유의적인 양(+)의 값을 가졌다.

3.3 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 민감도: 볼록성 관계

앞서 기간별 성과 측정과 주식시장 성장주기별 성과-현금흐름 관계를 분석한 결과에 따르면 펀드의 성과가 추후 현금흐름에 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. Ippolito (1992), Chevalier and Ellison (1997), Sirri and Tuffano (1998)는 미국 뮤추얼 펀드의 성과와 현금흐름 간 볼록성 관계가 있다고 하였다. 성과 그룹별 차이를 확인하기 위해 Ferreira et al. (2012)와 같은 방법으로 식(3-4)의 단계적 선형 회귀 모형을 이용하여 각각 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 펀드 수익률에 따라 순위 정하고 Low, Mid, High 3개 그룹을 구성한다. 그 이후 각 그룹에 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 펀드 수익률과 t월 순현금흐름의 볼록성 관계를 분석하였다.

<표 5>의 패널 A는 펀드의 순 수익률로, 패널 B는 펀드의 시장 초과 수익률로 구분 및 성과를 측정하여 기간별 성과-현금흐름 간의 볼록성 관계를 분석한 것이다. 모든 성과 측정 기간에서 최상인 High 그룹이 중간 Mid와 하위 Low 그룹보다 성과 계수 값이 크고 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 관계를 가지고 성과-현금흐름 간의 볼록성 관계가 뚜렷하게 나타났다. 이 결과는 Sirri and Tuffano (1998), Ferreira et al. (2012) 연구를 지지한다. 패널 A의 과거 1개월에 하위 그룹과 상위 그룹의 성과는 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있지만, 과거 3개월, 6개월, 12개월의 상위 High 그룹 성과 계수 값이 하위 Low

2) 본 연구의 중국 주식시장 성장주기는 왕아평(2019) 연구에 따라 구분하였다. 2008년 국제 금융위기로 외국투자자의 중국에 대한 투자가 잠시 멈추었지만 그 이후 중국 주식시장 빠르게 회복하였다. 2015년 중화인민공화국국민경제와 사회발전 제13기 5년 계획(2016-2020)을 실시하면서 중국 대륙 주식시장은 개혁하면서 점차 개방되었다.



〈표 3〉 중국 주식시장 성장주기에 따른 펀드 성과와 순현금흐름 관계

이 표는 중국 주식시장 성장주기에 따른 펀드 성과와 순현금흐름의 관계를 보여준다. 2005-2008년은 주식시장의 금융위기 기간, 2009-2015년은 회복과 성장 기간, 2016-2020년은 주식시장 개방 기간이다.

*, **, ***은 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, 괄호 안의 숫자는 t-통계량이다.

	1개월	3개월	6개월	12개월
패널 A 금융위기(2005-2008)				
펀드 수익률	0.021 (0.385)	0.022 (0.540)	-0.044 (-1.289)	0.003 (0.150)
규모	-0.019 (-3.243)***	-0.019 (-3.268)***	-0.015 (-2.695)***	-0.018 (-3.152)***
연령	-0.339 (-1.794)*	-0.338 (-1.817)*	-0.412 (-2.216)**	-0.341 (-1.593)
위험	-0.045 (-0.086)	-0.014 (-0.028)	-0.409 (-0.687)	-0.015 (-0.028)
비용	2.547 (1.699)*	2.578 (1.729)*	2.075 (1.401)	2.503 (1.604)
조정된 R ²	0.3703	0.3708	0.3753	0.3699
관측 수	213	159	103	36
패널 B 성장회복기(2009-2015)				
펀드 수익률	0.072 (2.859)***	0.049 (3.750)***	0.040 (4.446)***	0.001 (0.170)
규모	-0.006 (-6.275)***	-0.006 (-6.459)***	-0.006 (-6.560)***	-0.006 (-6.140)***
연령	-0.058 (-6.701)***	-0.056 (-6.439)***	-0.056 (-6.370)***	-0.060 (-6.826)***
위험	0.313 (3.935)***	0.338 (4.224)***	0.312 (3.931)***	0.301 (3.748)***
비용	0.527 (3.327)***	0.516 (3.258)***	0.512 (3.230)***	0.535 (3.374)***
조정된 R ²	0.0448	0.0456	0.0464	0.0436
관측 수	6701	6492	6165	5363
패널 C 주식시장 개방기(2016-2020)				
펀드 수익률	0.072 (2.859)***	0.406 (21.739)***	0.195 (14.678)***	0.142 (13.786)***
규모	-0.006 (-6.275)***	-0.005 (-4.482)***	-0.004 (-4.219)***	-0.004 (-4.319)***
연령	-0.058 (-6.701)***	-0.031 (-5.828)***	-0.034 (-6.339)***	-0.035 (-6.496)***
위험	0.313 (3.935)***	0.143 (1.421)	0.073 (0.719)	0.180 (1.766)*
비용	0.527 (3.327)***	-0.123 (-0.792)	-0.073 (-0.464)	-0.091 (-0.578)
조정된 R ²	0.0448	0.0482	0.0284	0.0264
관측 수	12193	12092	11929	11355

〈표 4〉 중국 주식시장 성장주기에 따른 펀드 초과성과와 순현금흐름 관계

이 표는 중국 주식시장 성장주기에 따른 펀드 초과성과와 순현금흐름의 관계를 보여준다. 2005-2008년은 주식시장의 금융위기 기간, 2009-2015년은 회복과 성장 기간, 2016-2020년은 주식시장 개방 기간이다. *, **, ***은 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, 괄호 안의 숫자는 t-통계량이다.

	1개월	3개월	6개월	12개월
패널 A 금융위기(2005-2008)				
시장 초과 수익률	-0.019 (-0.644)	-0.017 (-0.618)	0.007 (0.307)	0.012 (0.596)
규모	-0.016 (-2.902)***	-0.016 (-2.860)***	-0.018 (-3.296)***	-0.019 (-3.288)***
연령	-0.367 (-2.014)**	-0.355 (-1.950)*	-0.370 (-1.992)**	-0.386 (-2.058)**
위험	-0.029 (-0.056)	-0.039 (-0.076)	-0.000 (-0.001)	-0.084 (-0.158)
비용	2.311 (1.569)	2.343 (1.596)	2.429 (1.659)*	2.433 (1.663)*
조정된 R ²	0.3712	0.3711	0.3702	0.3711
관측 수	213	159	103	36
패널 B 성장회복기(2009-2015)				
시장 초과 수익률	-0.023 (-1.202)	-0.018 (-1.301)	-0.009 (-0.684)	-0.000 (-0.034)
규모	-0.006 (-6.134)***	-0.006 (-6.135)***	-0.006 (-6.151)***	-0.006 (-6.144)***
연령	-0.060 (-6.859)***	-0.060 (-6.841)***	-0.060 (-6.825)***	-0.060 (-6.860)***
위험	0.307 (3.856)***	0.312 (3.904)***	0.314 (3.856)***	0.302 (3.719)***
비용	0.536 (3.382)***	0.535 (3.373)***	0.534 (3.372)***	0.536 (3.379)***
조정된 R ²	0.0438	0.0439	0.0437	0.0436
관측 수	6701	6492	6165	5363
패널 C 주식시장 개방기(2016-2020)				
시장 초과 수익률	0.778 (16.314)***	0.227 (7.632)***	0.193 (9.368)***	0.110 (7.408)***
규모	-0.004 (-3.646)***	-0.004 (-3.778)***	-0.004 (-4.056)***	-0.004 (-3.988)***
연령	-0.033 (-6.247)***	-0.033 (-6.139)***	-0.034 (-6.270)***	-0.034 (-6.370)***
위험	0.002 (0.016)	0.020 (0.201)	0.056 (0.551)	0.064 (0.624)
비용	-0.089 (-0.567)	-0.081 (-0.512)	-0.081 (-0.514)	-0.068 (-0.432)
조정된 R ²	0.0324	0.0159	0.0183	0.0157
관측 수	12193	12092	11929	11355



〈표 5〉 중국에 투자한 해외주식형 펀드 성과와 순현금흐름 간의 불록성 관계

이 표는 중국에 투자한 해외주식형 펀드 성과와 순현금흐름 간의 불록성 관계를 나타낸다. 성과 그룹별 차이를 확인하기 위해 Ferreira et al. (2012) piecewise linear 회귀 모형을 이용하여 각각 과거 1개월, 3개월, 6개월과 12개월의 펀드 수익률에 따라 순위 정하고 Low, Mid, High 3개 그룹을 구성한다. 그 이후 각 그룹에 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 펀드 수익률과 t월 순현금흐름의 분석 결과이다.

*, **, ***은 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다.

	1개월	3개월	6개월	12개월
패널 A 펀드 수익률과 순현금흐름 간의 불록성 관계				
수익률(Low)	0.521 (11.040)***	0.079 (1.142)	-0.309 (-1.710)*	-0.916 (-1.249)
수익률(Mid)	0.596 (19.614)***	0.183 (4.588)***	0.010 (0.091)	0.297 (1.144)
수익률(High)	0.643 (17.460)***	0.637 (13.201)***	0.916 (7.669)***	0.556 (2.146)**
규모	-0.006 (-8.169)***	-0.006 (-8.526)***	-0.006 (-8.270)***	-0.006 (-8.113)***
연령	-0.033 (-7.646)***	-0.032 (-7.467)***	-0.034 (-7.950)***	-0.036 (-8.397)***
위험	0.209 (2.932)***	0.201 (2.767)***	0.144 (1.977)**	0.184 (2.544)**
비용	0.118 (1.066)	0.120 (1.071)	0.151 (1.336)	0.169 (1.499)
조정된 R ²	0.0568	0.0341	0.0267	0.0236
관측 수	19107	18743	18197	16754
패널 B 펀드 시장에 초과 수익률과 순현금흐름 간의 불록성 관계				
시장 초과 수익률(Low)	0.058 (1.962)**	-0.018 (-0.830)	0.057 (2.477)**	0.010 (3.428)***
시장 초과 수익률(Mid)	0.176 (4.046)***	0.089 (2.954)***	0.051 (2.927)***	0.054 (3.885)***
시장 초과 수익률(High)	0.295 (7.573)***	0.141 (5.216)***	0.130 (6.440)***	0.074 (5.220)***
규모	-0.005 (-7.560)***	-0.005 (-7.636)***	-0.006 (-7.722)***	-0.006 (-7.775)***
연령	-0.036 (-8.209)***	-0.035 (-8.153)***	-0.036 (-8.347)***	-0.037 (-8.419)***
위험	0.120 (1.743)*	0.137 (2.000)**	0.108 (1.570)	0.137 (2.003)**
비용	0.172 (1.518)	0.174 (1.538)	0.174 (1.534)	0.176 (1.552)
조정된 R ²	0.0198	0.0177	0.0184	0.0179
관측 수	19107	18743	18197	16754

그룹보다 크게 나타났다. 마찬가지로 펀드의 시장에 초과수익률을 이용한 패널 B의 성과-현금흐름 관계에서 과거 3개월, 6개월, 12개월의 펀드 시장에 초과수익률이 높은 그룹이 현금흐름에 강한 양(+)의 영향을 보여주고 있다. 이는 펀드 투자자가 펀드의 순수익률이 높을 때 성과에 민감하게 반응하는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 관계에 보면 성과가 높은 펀드는 더 많은 순현금흐름을 유도한다는 것을 의미하여 펀드의 성과-현금흐름 간에 비선형 관계가 존재하다고 확인할 수 있다.

3.4 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계: 중국 주식시장 상황별

Franzoni and Schmalz(2017)는 단기 3개월, 중기 6개월과 장기 12개월의 시장 위험 프리미엄에 따라 기간별로 성과와 현금흐름의 관계를 분석하였다. 선진국에 비해 중국의 주식시장은 아직 성숙하지 못해 변동성이 크게 나타났다. 이러한 극한 상황을 고려하여 <표 6>과 <표 7>은 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 각각 하위 30%(불황기), 중간 40%(안정기), 상위 30%(호황기)의 시장 위험 프리미엄에 따라 기간별 펀드 성과와 순현금흐름 관계를 보여준다. 패널 A는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 하위 30%(불황기), 중간 40%(안정기), 상위 30%(호황기) 3개 기간으로 나누고, 패널 B는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 음(-)인 기간과 양(+)-인 2개 기간으로 구분한다.

<표 6> 시장 위험 프리미엄에 따라 기간별 펀드 성과와 순현금흐름 관계

이 표는 시장 위험 프리미엄에 따라 기간을 나누어 펀드 성과-현금흐름 관계를 보여준다. 패널 A는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 하위 30%(불황기), 중간 40%(안정기), 상위 30%(호황기) 3개 기간으로 나누고, 패널 B는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 음(-)인 기간과 양(+)-인 2개 기간으로 구분한다.

*, **, ***은 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다.

	1개월	3개월	6개월	12개월
패널 A 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 3개 기간				
<u>불황기(하위 30%)</u>				
수익률 1(하위)	0.002 (12.276)***	0.004 (19.084)***	0.004 (19.665)***	0.004 (19.731)***
수익률 2	0.539 (7.376)***	0.159 (3.555)***	0.139 (4.292)***	0.113 (4.942)***
수익률 3(상위)	0.563 (7.875)***	0.204 (5.550)***	0.078 (3.580)***	0.053 (4.332)***
<u>안정기(중간 40%)</u>				
수익률 1(하위)	0.269 (3.315)***	0.181 (4.153)***	0.126 (4.888)***	0.098 (4.833)***
수익률 2	0.274 (3.213)***	0.203 (4.980)***	0.097 (3.943)***	0.029 (1.528)
수익률 3(상위)	0.487 (10.674)***	0.233 (10.358)***	0.096 (6.961)***	0.043 (4.096)***
<u>호황기(상위 30%)</u>				
수익률 1(하위)	0.257 (3.007)***	-0.000 (-0.004)	0.060 (1.931)*	0.064 (2.685)***



	1개월	3개월	6개월	12개월
수익률 2	0.401 (5.150)***	0.037 (0.942)	0.030 (1.003)	0.061 (2.725)***
수익률 3(상위)	0.579 (11.879)***	0.169 (6.585)***	0.130 (7.053)***	0.104 (7.629)***
조정된 R ²	0.0506	0.0501	0.0469	0.0455
관측 수	19107	18743	18197	16754

패널 B 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 2개 기간

	음인 기간			
수익률 1(하위)	0.000 (11.093)***	0.000 (16.305)***	0.000 (18.036)***	0.000 (16.237)***
수익률 2	0.595 (9.178)***	0.218 (6.033)***	0.157 (6.350)***	0.065 (3.441)***
수익률 3(상위)	0.659 (13.558)***	0.283 (11.756)***	0.147 (9.559)***	0.058 (5.582)***
	양인 기간			
수익률 1(하위)	0.140 (2.082)**	0.012 (0.352)	0.031 (1.369)	0.061 (3.426)***
수익률 2	0.334 (5.299)***	0.092 (2.883)***	0.044 (1.988)**	0.052 (3.163)***
수익률 3(상위)	0.526 (13.246)***	0.185 (8.956)***	0.087 (6.472)***	0.066 (6.698)***
조정된 R ²	0.0542	0.0441	0.0396	0.0360
관측 수	19107	18743	18197	16754

30%(호황기) 3개 기간으로 음(-)인 기간과 양(+인) 2개 기간으로 구분하였고 식(4)의 선형 회귀 모형을 이용하여 주식시장 상황별로 성과 그룹을 3개(하위, 중위, 상위)로 나누어 분석하였다. 펀드의 성과는 <표 6>에 펀드의 순수익률을 <표 7>에 펀드 시장 초과수익률을 이용하였다.

<표 6>과 <표 7>의 패널A는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따라 불황기, 안정기, 호황기로 나눈 것이다. 성과 측정 기간별 각 기간에 성과 상위 그룹3은 모두 유의한 양의 관계를 가진다. 각 기간 차이를 비교해 보면, 호황기에 성과 상위 그룹 3의 계수가

가장 크고 1% 수준에서 유의적인 양(+의 값)으로 가져 성과-현금흐름 간의 볼록성 관계가 있다고 볼 수 있다. 안정기와 호황기에 각 성과 그룹의 성과-현금흐름 민감도가 크게 증가함을 보아 중국 주식시장 위험 프리미엄이 높은 기간에 과거 성과가 투자자에게 더 민감하게 반응하는 것으로 확인할 수 있다. 패널 B는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따라 음(-)인 기간과 양(+인) 기간으로 나눈 분석 결과는 성과 측정 기간과 관계없이 양(+인) 기간에 성과-현금흐름 민감도가 더 크게 증가함을 나타냈다.

〈표 7〉 시장 위험 프리미엄에 따라 기간별 펀드 초과성과와 순현금흐름 관계

이 표는 시장 위험 프리미엄에 따라 기간을 나누어 펀드 초과성과-현금흐름 관계를 보여준다. 패널 A는 중국 주식 시장 위험 프리미엄에 따른 하위 30%(불황기), 중간 40%(안정기), 상위 30%(호황기) 3개 기간으로 나누고, 패널 B는 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 음(-)인 기간과 양(+)인 2개 기간으로 구분한다.

*, **, ***은 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내며, 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다.

	1개월	3개월	6개월	12개월
패널 A 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 3개 기간				
	불황기(하위 30%)			
시장 초과 수익률 1(하위)	0.005 (24.815)***	0.004 (22.038)***	0.004 (21.626)***	0.004 (20.165)***
시장 초과 수익률 2	0.411 (5.424)***	0.177 (3.325)***	0.192 (3.778)***	-0.012 (-0.414)
시장 초과 수익률 3(상위)	0.309 (5.791)***	0.119 (3.305)***	0.124 (4.101)***	0.043 (2.062)**
안정기(중간 40%)				
시장 초과 수익률 1(하위)	0.017 (0.178)	-0.039 (-0.859)	0.043 (1.343)	0.111 (4.758)***
시장 초과 수익률 2	0.220 (2.690)***	-0.053 (-0.907)	0.076 (1.906)*	0.092 (3.223)***
시장 초과 수익률 3(상위)	0.403 (8.245)***	0.255 (6.922)***	0.177 (7.307)***	0.103 (6.108)***
호황기(상위 30%)				
시장 초과 수익률 1(하위)	0.369 (6.952)***	0.154 (3.181)***	0.114 (3.886)***	0.091 (3.830)***
시장 초과 수익률 2	0.387 (5.788)***	0.214 (5.114)***	0.132 (3.725)***	0.148 (5.247)***
시장 초과 수익률 3(상위)	0.500 (7.885)***	0.237 (5.983)***	0.209 (6.431)***	0.159 (6.906)***
조정된 R ²	0.0525	0.0501	0.0461	0.0457
관측 수	19107	18743	18197	16754
패널 B 중국 주식시장 위험 프리미엄에 따른 2개 기간				
	음인 기간			
시장 초과 수익률 1(하위)	0.001 (20.162)***	0.000 (16.942)***	0.000 (17.560)***	0.000 (15.659)***
시장 초과 수익률 2	0.375 (5.476)***	0.007 (0.158)	0.131 (3.302)***	0.004 (0.158)
시장 초과 수익률 3(상위)	0.408 (9.570)***	0.104 (3.471)***	0.161 (6.924)***	0.057 (3.551)***
양인 기간				
시장 초과 수익률 1(하위)	0.095 (1.645)	0.075 (1.814)*	0.031 (1.282)	0.063 (3.239)***
시장 초과 수익률 2	0.141 (3.026)***	0.131 (3.892)***	0.071 (2.422)**	0.118 (5.109)***
시장 초과 수익률 3(상위)	0.279 (5.817)***	0.213 (6.379)***	0.147 (6.062)***	0.140 (8.012)***
조정된 R ²	0.0400	0.0353	0.0364	0.0365
관측 수	19107	18743	18197	16754



[4] 결 론

본 연구는 한국 투자자가 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 간 관계를 검증하였다. 또한 중국 전체 공모펀드 산업의 관점에서 중국 주식시장의 다양한 상황을 고려하여 다양한 기간으로 나누고 중국 해외주식형 펀드의 성과-현금흐름 민감도를 분석하였다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 중국에 투자한 해외주식형 펀드 투자자의 과거 성과의 순현금흐름에 대한 민감도를 보기 위해 과거 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 성과 측정 기간의 성과가 현금흐름에 미치는 영향을 검증하여 펀드의 성과와 현금흐름 간에 양(+)의 유의한 관계가 있음을 보여 펀드 투자자가 과거 성과에 의존함을 보인다고 확인하였다. 둘째, 중국 전체 공모펀드 산업의 관점에서 중국 주식시장의 성장 주기를 고려하여 기간으로 나누어 펀드의 성과와 현금흐름 관계를 검증하였다. 중국 주식시장의 개방 시기(2016-2020) 동안 성과와 순현금흐름이 뚜렷한 양의 관계로 나타났다. 셋째, 투자자는 펀드 성과의 크기에 따라 반응이 다를 것이다. 따라서 단계적 선형 회귀 모형을 이용하여 과거 1개월, 3개월, 6개월과 12개월의 성과와 현금흐름의 관계 강건성 테스트를 하여 펀드 성과와 현금흐름 간에 불록성 관계가 존재하다고 확인하였다. 넷째, 중국 주식시장의 특성이 성과에 미치는 영향을 검증한다. 중국의 불확실성 및 변동성이 매우 큰 특성을 고려하여 기간별로 나누고 주식시장 상황에 따라 높은 시장 위험 프리미엄 기간에 성과가 상위인 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과가 현금흐름에 더 민감하게 반응한다.

중국에 투자한 해외주식형 펀드 투자자의 현금흐름 분석을 통해 개인투자자의 투자 의사결정을 더욱 신중하게 하여 투자자의 거래 행동에 대한 이해 폭을 넓힐 수 있다. 또한 중국 주식시장은 이머징 마켓 중 불확실성 및 변동성이 가장 크며 아직 미성숙단계에 머무르고 있다. 또한 투자자들의 비합리적인 투자행위가 여전히 넘쳐나고 있기 때문에 펀드 투자자의 투자심리를 분석하고 투자자의 정보검색능력과 분석능력을 주시하는

것은 투자자의 건전한 투자행위로 인도하고 자본시장의 효율을 높이는데 도움이 될 것이다.

장기간 자료로 기간별 다양한 시장 상황을 고려한 중국에 투자한 해외주식형 펀드의 성과와 현금흐름 관계를 분석하여 한국 투자자에게 향후 펀드 위험, 투자전략, 자산운용사의 역할등과 연결시킬 수 있을 것으로 기대된다.

참고 문헌

- 고광수·王亞平·백미연, 2013, 보유주식을 이용한 주식형 펀드의 성과 측정: 타이밍 능력과 포트폴리오 재구성 주기 효과, 한국증권학회지, 제42권 제5호, pp. 789-812.
- 유신익·김동철, 2012, 국내 주식형 뮤추얼펀드의 스타일, 성과 및 시장예측 능력에 대한 분석, 재무연구, 제25권 제3호, pp. 409-450.
- 이준서, 2012, 펀드시장의 구조적 변화와 주식형 펀드의 시장예측 및 종목선택 능력, 재무연구, 제25권 제1호 2012, pp. 1-36.
- 왕아평, 2019, 중국에 투자한 해외주식형 펀드는 초과성과를 얻고 있는가, 자산운용연구, 제7권 제2호, pp. 21-45.
- 정성태, 2015, 한국의 대외투자 수익성 분석 및 시사점, 자산운용연구, 제3권 제2호, pp. 63-72.
- 하연정·김동석·고광수, 2014, 주식형 펀드의 성과와 현금흐름의 불특성 관계: 순현금흐름과 시장 점유율 변화, 한국증권학회지, 제43권 제5호, pp. 911-936.
- 하연정·백미연·王亞平·고광수, 2014, 주식형 펀드 성과와 순현금흐름의 지속성: 탐색적 연구, 재무연구, 제27권 제2호, pp. 257-296.
- 하연정, 2018, 베이지안 성과와 주식형 펀드의 현금흐름, 자산운용연구, 제6권 제1호, pp. 83-102.
- Arbaa, O. and E. Varon, 2019, The Performance and Fund Flows of Name-Change Funds, Journal of Behavioral and Experimental Finance, 22, pp. 7-13.
- Berk, J. B. and R. C. Green, 2004, Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets, Journal of Political Economy 112(6), pp. 1269-1295.
- Cashman, G. D., F. Nardari, D. N. Deli, and S. V. Villupuram, 2012b, Investors Do Respond to Poor Mutual Fund Performance: Evidence from Inflows and Outflows, Financial Review 47, pp. 719-739.
- Chen, H., and C. W. Lai, 2021, Internet search, fund flows, and fund performance, Journal of Banking and Finance 129, pp. 106-166.
- Chevalier, J. and G. Ellison, 1997, Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives, Journal of Political Economy 105(6), pp. 1167-1200.
- Edelen, R. M. and J. B. Warner, 2001, Aggregate Price Effects of Institutional Trading: A Study of Mutual Fund Flow and Market Returns, Journal of Financial Economics 59(2), pp. 195-220.
- Ferreira, M. A., A. Keswani, A. F. Miguel, and S.B. Ramos, 2012, The Flow-Performance Relationship around The World, Journal of Banking and Finance 36, pp. 1759-1780.
- Franzoni, F. and M. C. Schmalz, 2017, Fund Flows and Market States, Review of Financial Studies 30(8), pp. 2621-2673.
- Huang, J., K. D. Wei, and H. Yan, 2007, Participation Costs and the Sensitivity of Fund Flows to Past Performance, Journal of Finance 62(3), pp. 1273-1311.
- Ippolito, R. A., 1992, Consumer Reaction to Measures of Poor Quality: Evidence from The Mutual Fund Industry, Journal of Law and Economics 35, pp. 45-70.
- Ivkovic, Z. and S. Weisbenner, 2009, Individual Investor Mutual Fund Flows, Journal of Financial Economics 92(2), pp. 223-237.
- Ko, K., Y. P. Wang, M. Paek, and Y. Ha., 2014, The Flow-Performance Relationship of



Chinese Equity Funds: Net Flow, Inflows, and Outflows, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 43, pp. 273-296.

Sirri, E. R. and P. Tufano, 1998, Costly Search and Mutual Fund Flows, *Journal of Finance*

53(5), pp. 1589-1622.

Warther, V. A., Aggregate Mutual Fund Flows and Security Returns, *Journal of Financial Economics* 39(2-3), pp. 209-235.

The flow-performance relationship of overseas equity funds invested in China

Yaping Wang* (Shandong Technology and Business University)

Abstract

This paper evaluates the flow-performance relationship of overseas equity funds invested in China. Considering the growth cycle of China's stock market and market conditions, this paper investigates the fund's performance-cash flow sensitivity to understand the reaction of Korean investors. The empirical findings are as follows. First, in order to analyze the sensitivity of past performance and net cash flow of overseas equity funds invested in China, the past 1 month, 3 months, 6 months and 12 months' performance as the performance measurement period to measure the impact of past performance on cash flow, the results show that there is a significant positive (+) relationship between fund performance and cash flow. Second, from the perspective of China's public fund industry, considering the growth cycle of China's stock market, the relationship between fund performance and cash flow is verified by stages. During the opening period of China's stock market (2016-200), there is a significant positive relationship between fund performance and net cash flow. Thirdly, to use the piecewise linear regression model to test the robustness of the flow-performance relationship and convexity is observed for the relationship between fund performance and cash flow. Fourth, considering the stock market of China's uncertainty and great variability, according to the stock market states, the high past performance portfolio of overseas equity funds is more sensitive to cash flow during the period of high market risk premium. By analyzing the cash flow of overseas equity fund investors invested in China, the investment decisions of individual investors and the scope of investors' understanding of trading behavior can be more deeply understood.

Key words: *Overseas equity funds investing in China; Flow-performance relationship; Convexity*

Article history : Received 10 May 2021, Revised 10 June 2021, Accept 14 June 2021

JEL Classification : G11

* Corresponding author, Assistant Professor, Department of Accounting, Shandong Technology and Business University, China (E-mail: wangyaping@sdtbu.edu.cn).