



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경제학석사학위논문

자본시장법 시행 이후 투자자
보호장치의 효과성 검증

- 국내 펀드시장의 이해상충 문제를 중심으로 -

2012년 8월

서울대학교 대학원

경제학부 경제학전공

김 원 주

자본시장법 시행 이후 투자자
보호장치의 효과성 검증

- 국내 펀드시장의 이해상충 문제를 중심으로 -

지도교수 류 근 관

이 논문을 경제학석사 학위논문으로 제출함
2012년 4월

서울대학교 대학원

경제학부 경제학전공

김 원 주

김원주의 석사 학위논문을 인준함
2012년 6월

위 원 장 최 병 선 (인)

부위원장 류 근 관 (인)

위 원 김 세 직 (인)

국문초록

본 논문은 자본시장법의 시행과 이에 따른 투자자보호 강화가 자본시장에 어떠한 영향을 미쳤는지, 국내 펀드시장에서의 펀드매니저와 투자자 사이의 이해상충 문제를 분석하였다. 복수표본 z -검정, 3×3 분할표로 확장한 BHS 카이스퀘어 검정, 그리고 중회귀분석의 결과, 자본시장법 시행 이전과 시행 이후 모두 주식형펀드에서 펀드매니저의 의도적인 위험 조정행위가 나타났다. 하지만 이러한 경향은 자본시장법 시행 이후 유의미하게 감소하여 자본시장법의 시행이 투자자보호에 어느 정도 효과가 있었음을 확인하였다.

주요어 : 자본시장법, 투자자보호, 펀드시장, 이해상충, 위험 조정

학 번 : 2009-20186

목 차

제 1 장 서론	1
제 2 장 자본시장법 소개와 기존문헌 연구	3
제 1 절 자본시장법 소개	3
제 2 절 자본시장법상 투자자 보호 장치	5
제 3 절 기존문헌 연구	8
제 3 장 펀드시장에서의 이해상충 방지장치의 효과성 검증	10
제 1 절 펀드시장에서의 이해상충 문제	10
제 2 절 모형설정 및 실증분석 결과	11
1. 기본적 가설설정	11
2. 국내 펀드시장 현황 및 분석자료	13
3. 복수표본 z-검정	15
4. BHS 카이스퀘어 검정	21
5. 더미변수를 이용한 회귀분석	24
제 4 장 결론	26
참고문헌	27
Abstract	29

표 목 차

[표 3-1] 국내 펀드시장의 수탁고 및 순자산총액 현황	13
[표 3-2] 펀드 투자대상별 수탁고 현황	14
[표 3-3] 분석 대상 펀드 수익률의 기초통계량	15
[표 3-4] 자본시장법 시행 이전 상·하위 50% 기준	16
[표 3-5] 자본시장법 시행 이전 상·하위 25% 기준	17
[표 3-6] 자본시장법 시행 이전 상·하위 10% 기준	17
[표 3-7] 자본시장법 시행 이후 상·하위 50% 기준	18
[표 3-8] 자본시장법 시행 이후 상·하위 25% 기준	18
[표 3-9] 자본시장법 시행 이후 상·하위 10% 기준	19
[표 3-10] 검정통계량 정리표	19
[표 3-11] 귀무가설하의 분할표	22
[표 3-12] 자본시장법 시행 이전 주식형펀드의 분할표	22
[표 3-13] 자본시장법 시행 이전 채권혼합형펀드의 분할표	23
[표 3-14] 자본시장법 시행 이전 채권형펀드의 분할표	23
[표 3-15] 자본시장법 시행 이후 주식형펀드의 분할표	23
[표 3-16] 자본시장법 시행 이후 채권혼합형펀드의 분할표	23
[표 3-17] 자본시장법 시행 이후 채권형펀드의 분할표	24
[표 3-18] 중회귀분석 결과 해석표	25

제 1 장 서 론

최근 저금리, 고령화시대를 맞아 주식, 펀드 등의 금융투자상품에 대한 투자자들의 관심이 증대되고 있다. 과거에는 안전한 예·적금을 통해 높은 이자수익을 얻을 수 있었지만 지금과 같은 저금리시대에는 더 이상 은행의 예·적금으로는 물가상승률 이상의 이자수익을 기대하기 어렵게 되었다. 그래서 사람들은 예·적금보다는 위험하지만 기대수익이 높은 주식, 파생상품 등의 직접투자과 펀드 등의 간접투자를 통해 자산을 관리하는데 관심을 갖게 되었다.

금융투자상품에 대한 관심이 증대되는 만큼 투자성에 따른 손실 가능성으로 문제점도 발생하고 있다. 국내외 경기 상황, 개별기업의 실적 등에 따른 투자상품의 가격변동과 이에 따른 손실은 당연한 것이지만, 최근에는 상품에 대한 설명 부족, 부당가입권유, 위험에 대한 적절한 인지 및 고지 등의 부재로 투자자가 큰 손실을 입는 경우가 증가하고 있다. 그래서 금융투자회사와 투자자간의 분쟁이 잦고, 분쟁해결 및 법적 소송의 상대적 약자인 투자자가 손해배상을 받지 못하는 등 피해가 증가하고 있다.

이에 정부와 국회는 여러 개별법으로 쪼개져있던 자본시장 관련 법을 단일화하여 금융투자업자를 효율적으로 규제하고 자본시장을 선진화하여 투자자보호에 만전을 기하고자 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하, 자본시장법)을 새로이 제정하여 2009년 2월 전면적으로 시행하였다. 특히 자본시장법 시행전 발생한 미국 서브프라임모기지 사태와 이에 따른 글로벌 금융위기는 투자자보호의 중요성을 더욱 부각시켰다. 또

한 최근에는 금융투자, 은행, 보험 등 모든 금융권역의 소비자보호에 관한 단일법인 금융소비자보호법을 제정하여 국회통과를 기다리는 등 투자자보호의 중요성이 더욱 강조되고 있다.

본 논문에서는 2009년 자본시장법 시행과 함께 도입 또는 강화된 투자자보호 규정 및 장치들을 소개하고, 이러한 것이 실제로 투자자보호에 효과가 있는지, 아니면 형식적, 절차적인 것에 지나지 않는지를 국내 펀드시장의 펀드매니저와 펀트투자자 사이의 이해상충 문제를 통해서 실증분석을 하고자 한다.

제 2 장 자본시장법 소개와 기존문헌 연구

제 1 절 자본시장법 소개

자본시장법은 2007년 8월 국내 자본시장의 경쟁력을 높이고 투자자보호 강화를 통한 투자자의 신뢰를 제고시켜 자본시장을 활성화하고 금융투자업을 한국의 신성장동력산업으로 육성하는 것을 목표로 하여 제정하였고, 2009년 2월 시행하였다.¹⁾ 증권거래법, 선물거래법, 자산운용업법 등 자본시장관련 6개 법률을 단일의 법으로 통합하는 것으로 45년 동안 금융시장을 규율해 온 금융관련 법제의 틀을 획기적으로 변화시키는 것이었다.

자본시장법의 주요 특징은 크게 네 가지로 정리할 수 있다. 첫째 포괄주의 규율체계의 도입이다. 종전의 열거주의는 법령에 열거된 상품만 취급 가능하고 투자자보호와 관련한 규율 역시 그 이외의 상품에 대해서는 적용할 수 없었다. 그러므로 금융회사는 새로운 금융상품을 설계하고 취급할 수 있는지 불확실하여 금융혁신을 저해하였고, 법령을 개정하여 근거를 만들기 전까지 신종 금융상품에 대한 투자자 보호 규제가 적용되지 않는 문제가 있었다. 하지만 자본시장법은 투자성(원본손실 가능성)을 갖는 모든 금융상품을 포괄하여 금융투자상품으로 정의함으로써 금융회사는 모든 상품을 취급할 수 있게 되었으며 투자자 보호관련 규율

1) 자본시장법 제1조 목적에는 “이 법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 이바지함을 목적으로 한다.” 라고 명시하고 있다.

의 적용을 받게 된다.

둘째 종전의 기관별 규율체계에서 기능별 규율체계로 전환하여 금융투자회사에 상관없이 동일한 기능의 업무를 수행할 경우 동일한 규제의 원칙을 확립하였다. 예전에는 집합투자업이라는 동일한 기능의 업무를 수행하여도 금융회사의 인허가 조건, 건전성 규제, 영업행위 규제가 「간접투자자산운용업법」, 「부동산투자회사법」, 「선박투자회사법」 등에 따라 모두 달랐다. 하지만 자본시장법은 금융투자업, 금융투자상품, 투자자를 경제적 실질에 따라 재분류하여 이 세 가지를 기준으로 금융기능을 분리하고 “동일기능 동일규제”를 실현하였다.

셋째 금융투자업자의 업무범위를 확대하였다. 종전에는 각각의 개별법에서 금융투자업을 세분화하고 금융투자업 상호간 겸영을 엄격히 금지하여 겸업화, 대형화를 사전에 차단하였다. 자본시장법은 기능별로 분류된 6개 금융투자업을 일정한 조건을 충족할 경우 한 회사내에서 모두 수행할 수 있도록 하였다.²⁾ 그리고 금융업에 부수되는 업무를 포괄적으로 허용하였고, 지급결제의무도 허용하였다. 마지막은 투자자 보호 장치의 강화이다. 투자자 보호 장치에 대해서는 후술하겠다.

한편 2011년 말에는 대형 IB 육성과 시장의 경쟁성 및 효율성 향상을 위해 자본시장법 개정안이 국무회의를 통과하였다. 개정안에는 국내 투자은행의 활성화, 자산운용산업 규제체계의 선진화, 다자간매매체결회사(ATS) 및 거래소 허가제 도입, 장외거래 중앙청산소(CCP) 등의 내용을 포함하고 있다.

2) 투자매매업, 투자중개업, 집합투자업, 투자자문업, 투자일임업, 신탁업

제 2 절 자본시장법상 투자자 보호 장치

자본시장법상 투자자보호를 위한 장치로는 크게 금융투자업자에 대한 영업행위규칙과 투자자교육강화가 있다. 전자는 금융투자상품의 공급자에 대한 규제 및 의무를 부여하는 적극적인 투자자보호의 측면이 크다. 반면 후자는 투자자를 대상으로 한 현명한 투자방법, 리스크관리, 장기투자 등에 대한 교육을 강조하는 투자자보호이다. 한편 영업행위규칙은 모든 금융투자업자에게 적용되는 공통영업행위규칙과 투자매매·중개업자(브로커-딜러) 또는 집합투자업자(펀드매니저) 등에 개별적으로 적용되는 금융투자업자별 영업행위 규칙이 있다.

공통영업행위규칙에는 6개 금융투자업 모두가 업무 종류에 상관없이 고객을 상대로 영업을 함에 있어서 지켜야 할 규칙이다. 이중 가장 기본적인 것이 일반 사인이 아닌 전문업자로서 지켜야 하는 최소한의 의무로서 신의성실이다. 자본시장법은 제37조 제1항에 ‘금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 금융투자업을 영위하여야 한다’고 신의성실의무에 대해 규정하고 있다. 여기서 신의성실의 원칙은 금융투자업자가 그 업무를 수행함에 있어 투자자의 신뢰와 기대를 배반해서는 안 된다는 것이다. 자본시장법이 모든 금융투자업자에 대하여 신의성실의무를 부과한 것은 금융투자업자가 업무를 수행하는 과정에서 투자자와의 분쟁이 발생한 경우 신의성실의무의 준수 여부가 해당 금융투자업자의 업무 수행의 적정성 여부를 판단하는 기준이 되도록 하여 투자자를 두텁게 보호하기 위한 것이다.

둘째 선관주의의무는 「민법」 제681조에 따라 수임인이 갖추어야 하는 의무로서 거래의 통념상 객관적으로 요구되는 주의능력을 갖추

고 그러한 주의로써 업무를 수행해야 한다는 것이다. 자본시장법에서는 투자자의 재산을 대신 운용하거나 관리하는 집합투자업에 대해 그 업무를 수행함에 있어 금융투자업자로서 요구되는 주의능력을 갖추고 그러한 주의로서 업무를 수행하여야 한다고 규정하고 있다. 여기서 주의능력은 일반인에게 요구되는 주의능력보다 높은 수준을 말한다. 일반인에 비해 금융투자업자는 전문가로서 요구되는 주의능력을 갖추고 그러한 주의로써 업무를 수행해야 한다는 것이다. 펀드업에서의 선관주의의무는 고도의 인적 신뢰를 기초로 하는 매우 높은 주의의무로서 펀드매니저가 자신의 직무인 펀드 운용업무를 수행함에 있어 자본시장법을 준수해야 하는 소극적 의무와 함께 항상 투자자에게 최선의 이익이 되는 결과를 추구해야 하는 적극적인 의무이다.

셋째 충실의무는 집합투자업에 대해 그 업무를 수행함에 있어 고객을 위해 가장 유리하도록 성실하게 권한을 행사해야 한다고 규정하고 있다. 충실의무를 도입한 이유는 선관주의의무 위반의 경우 투자판단 원칙에 의한 항변이 인정되어 투자자 보호에 한계가 있으므로, 고도의 직업윤리를 실천해야 하는 금융투자업자에 대해 보다 높은 수준의 충실의무를 부과한 것이다.

이러한 의무를 담보하기 위한 구체적인 것이 이해상충 방지장치이다. 금융투자산업에서 이해상충(conflict of interest)이라 함은 금융투자업자가 금융투자업을 영위함에 있어서 금융투자업자 자신과 투자자간, 특정 투자자와 다른 투자자간 이해가 서로 충돌하는 경우 투자자의 이익을 희생하면서 자기나 제삼자의 이익을 추구할 유인을 갖는 것을 의미한다. 구체적으로 이해상충을 방지하기 위해서 자본시장법은 금융투자회사가 내부통제기준을 마련하도록 하였고, 개별행위 금지 항목도 두었다.

내부통제는 금융투자업 수행으로 발생할 수 있는 이해상충의 문제를 금융투자업자 스스로 내부통제기준에 따라 관리하도록 하는 것이다. 즉 자본시장법은 제44조 제1항에 ‘금융투자업자는 이해상충 발생 가능성을 상시적으로 파악, 평가하고 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 적절하게 관리해야 한다’고 규정하고 있다. 그리고 동조 제2항에 ‘금융투자업자는 이해상충 발생 가능성을 파악, 평가한 결과 이해상충이 발생할 가능성이 있다고 인정하는 경우에는 그 사실을 미리 해당 투자자에게 알려야 하며 그 이해상충이 발생할 가능성을 내부통제기준이 정하는 방법 및 절차에 따라 투자자 보호에 문제가 없는 수준으로 낮춘 후 매매 등 그 밖의 거래를 해야 한다’고 규정하였다.

자본시장법은 그 동안의 제도 운용 경험, 외국 사례 등을 바탕으로 이해상충이 발생할 가능성이 큰 개별 행위들을 일일이 열거하여 금지시키고 있다. 이해상충은 금융투자업의 종류에 따라 다르게 나타날 수 있는 만큼 6가지 금융투자업별로 금지되는 이해상충 행위를 불건전 영업행위로 각각 규정하고 있다. 이중 집합투자업자 즉, 펀드매니저와 관련된 것은 이해관계자와의 거래금지, 집합투자기구의 이익을 침해하면서 자기 또는 제삼자의 이익 도모 금지, 성과보수 금지 등이 있다.

한편 금융투자업자별 영업행위규칙은 6개 금융투자업의 차이를 인정하여 각 금융투자업의 성격에 맞는 규제를 통해 투자자보호를 실현하고자 마련하였다. 그 중 펀드시장에 대한 집합투자업자의 영업행위규칙은 다음과 같다. 자산운용제한 규정으로 개별 펀드 자산의 1/10이상 동일 종목 투자 금지, 펀드 매니저 전체 운용자산의 1/5이상 동일 종목 투자 금지, 금전차입 투자 금지 등이 있다. 그리고 불건전영업행위제한 규정으로 이해관계인과의 거래제한, 신탁재산을 그 수익자(투자자)와의

자의 이익을 위한 불건전영업행위 등이 있다. 그리고 이러한 규칙을 위반할 경우 업무의 전부 또는 일부정지 등의 행정명령을 취할 수 있다. 집합투자업자의 영업행위규칙은 대부분 공통영업행위규칙의 개별 행위 금지항목과 비슷한 것이 많다는 특징이 있다.

본 논문에서는 국내펀드 시장의 펀드매니저와 펀드투자자의 이해상충을 방지하는 신의성실의무, 선관주의의무, 충실의무, 불건전영업행위 금지 등의 자본시장법상 제도가 효과적으로 양자사이의 이해상충 문제를 해결하고 있는지 확인하고자 한다. 이는 새로운 법의 시행이 시장에 미치는 미시적 영향을 살펴보는 데 분석의 의의가 있다.

제 3 절 기존문헌 연구

주식시장과 관련된 국내외 연구는 다양한 주제 분야에 많은 결과가 있지만 간접투자시장인 펀드시장에 대한 연구는 활발하지 않다. 특히 펀드시장의 제도나 투자자 보호와 관련된 기존의 연구를 찾는 것은 쉽지 않았다.

다만 1980년대 이후 선진국을 중심으로 뮤추얼펀드 등 간접투자자의 비중이 증가하면서 펀드 투자자들의 행태에 관한 연구가 주로 이루어졌다. Gruber(1996), Sirri-Tufano(1998), Del Guercio-Tkac(2002)는 펀드의 과거 수익률과 위험조정수익률이 펀드의 현금흐름에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과 펀드의 현금흐름과 운용성과 사이에 양의 상관관계가 있음을 보였는데, 단순수익률과 위험조정수익률 중 어느 것이 더 설

명력이 높은지에 대해서는 일관된 결론을 내리지 못하고 있다. 비슷한 국내 연구는 박영규(2005)가 주식형 펀드의 성과와 현금흐름간의 관계를 중심으로 펀드투자자와 펀드매니저의 행태를 분석했다. 그 결과 펀드의 성과 중에서 단순시장 초과수익률과 위험조정성과 모두 펀드 현금흐름을 결정하는 유의한 요인이라 하였다. 그리고 펀드 규모, 연령 등도 현금흐름 결정에 중요한 영향을 미친다는 결과를 제시했다.

한편 펀드매니저의 위험추구전략에 대한 연구는 Brown-Harlow-Starks(1996)가 분할표의 카이스퀘어 검정을 통해 펀드매니저의 운용성과와 향후 위험추구전략을 분석하였다. 이들은 상반기에 저조한 성과를 보인 펀드매니저들은 성과가 높은 펀드매니저에 비해 연말에 보다 높은 위험을 추구하는 경향이 있음을 밝혔다. 이후 Orphanides(1996), Chevalier and Ellison(1997), Koski-Pontiff(1999), Busse(2001) 등이 BHS의 분석방법을 이용하여 비슷한 연구를 수행하였다. 동 연구결과들도 펀드매니저들의 상반기 수익률과 하반기 위험추구 사이에 음의 상관관계가 있음을 밝혔다. 국내에는 고평수-하연정(2008)이 BHS의 분할표 카이스퀘어 검정을 국내펀드시장 데이터에 동일한 방법으로 적용하여 국내시장에서도 대리인 문제가 있음을 밝혔다.

본 논문에서는 기존문헌에서의 의도적인 위험조정행위를 자본시장법 시행 전과 후로 구분하여 국내 펀드시장에서 보이는 정도의 차이를 비교한 것에 의의가 있다. 또한 방법론적으로는 2×2 분할표 카이스퀘어 검정과 결과가 동일한 복수표본 z-검정을 사용하여 차별화하였다.³⁾ 그리고 동일한 분석을 3×3 분할표 카이스퀘어검정으로 확장하였고, 마지막으로 중회귀분석을 통해 분석의 결과를 요약하였다.

3) 류근관 저 「통계학」 제2판 465p

제 3 장 펀드시장에서의 이해상충 방지장치의 효과성 검증

제 1 절 펀드시장에서의 이해상충 문제

자본시장법상 집합투자기구인 펀드는 자산운용사 등의 투자전문기관이 다수의 투자자들로부터 자금을 유치하여 주식, 채권 등의 금융상품 또는 부동산, 선박 등의 실물자산에 투자하여 올린 수익을 다시 투자자에게 나눠주는 금융투자상품이다. 이는 투자자가 주식을 매매하는 직접투자와 대비되는 대표적인 간접투자의 전형적인 예이다.

펀드는 간접투자상품이므로 펀드매니저인 전문 운용인력에 의해 투자 의사결정이 이루어진다. 그러므로 펀드투자자와 펀드매니저는 전형적인 주인(principal)-대리인(agent) 관계를 형성하고 대리인의 도덕적 해이(moral hazard) 문제를 보이게 된다. 즉 주인인 투자자는 펀드투자를 통해 전문가의 적절한 리스크관리 속에서 높은 수익을 추구한다. 하지만 펀드매니저는 투자자의 수익보다는 자신의 보상에 따라 행동할 유인을 갖는다.

펀드매니저의 보수는 과거의 운용성과나 경력에 의해 계약이 체결되며, 계약 후의 운용실적에 따라 옵션과 같은 성격의 추가적인 보수가 결정된다. 운용실적에 따른 직접적인 성과보수의 수취는 금지되기 때문에 펀드규모 즉, 설정액이 펀드매니저의 보상을 결정하는 중요한 요소가 된다.

투자자들은 성과가 좋은 펀드에 높은 관심을 갖고 자신의 투자 자금을 투자한다. Sirri and Tufano(1998)는 펀드 성과와 설정액 사이에 양의 상관관계가 있으며, 수익률 상승에 따른 설정액 증가는 수익률 하락에 따른 설정액 감소보다 크다는 볼록성(convex)이 존재함을 밝혔다. 그러므로 펀드매니저는 자신의 높은 보수를 위해 의도적으로 투자 위험을 증가시켜 높은 수익을 추구하고자 한다.

특히 펀드매니저는 상반기에 자신이 운용하는 펀드의 수익률이 낮을 경우 의도적으로 하반기에 위험을 증가시켜 연말에 좋은 성과 지표를 얻고자 할 것이다. 이러한 성과지표는 펀드매니저 자신의 보수뿐만 아니라 다음의 재계약에서 유리한 위치를 선점할 수 있는 기회를 제공하기 때문에 펀드매니저 입장에서 하반기 및 1년간의 수익률 관리는 중요하다. 그러므로 펀드투자자가 자신의 이익을 위해 하반기에 의도적으로 펀드의 위험을 증가시킨다면 이는 투자자의 이익이 아닌 자신의 이익을 위한 의사결정이며 펀드매니저의 도덕적 해이, 펀드매니저와 펀드투자자 사이의 전형적인 이해상충의 문제가 된다.

그러므로 본 장에서는 이러한 펀드매니저의 의도적인 위험 증가 행위가 실제 발생하고 있는지 여부 및 자본시장법 시행 전후의 행태를 비교하여 유의미한 변화가 있는지를 살펴보고자 한다.

제 2 절 모형설정 및 실증분석 결과

1. 기본적 가설설정

펀드매니저들이 자신의 보수와 평판을 위해 의도적으로 위험을 증가시키는 경향이 있는지를 검증하기 위해 복수표본 z-검정, Brown-Harlow-Starks(1996)의 카이스퀘어(χ^2) 검정, 중회귀분석 등의 다양한 방법을 통해 알아보고자 한다.

펀드매니저들이 자신의 사적 유인에 따라 펀드를 운용할 경우, 상반기에 수익률이 낮다면 하반기에는 위험을 높여 이를 만회하려고 한다. 즉, 상반기에 수익률이 낮은 펀드는 높은 펀드에 비해 하반기에 위험 증가의 정도가 크다. 반대로 상반기 수익률이 상대적으로 좋은 펀드는 현재의 수익률을 유지하려 할 것이므로 굳이 위험을 높이려 하지 않을 것이다.

상반기 수익률을 기준으로 고수익 펀드(High)와 저수익 펀드(Low)로 구분한다. 그리고 상반기 위험을 σ_1 , 하반기 위험을 σ_2 라 할 때 펀드매니저의 의도적인 위험 증가 가설은 다음과 같이 표현된다.

$$\frac{\sigma_{2L}}{\sigma_{1L}} > \frac{\sigma_{2H}}{\sigma_{1H}} \quad (1)$$

상반기 위험 대비 하반기 위험의 비율을 위험 조정 비율(risk adjustment ratio; RAR)이라 할 경우, (1)의 식은 상반기에 저수익을 기록한 펀드의 위험 조정 비율이 상반기에 고수익을 기록한 펀드보다 더 큼을 의미한다. 즉, 상반기에 낮은 수익률을 기록한 펀드의 펀드매니저가 하반기에는 의도적으로 위험을 증가시켜 수익률을 만회하고자 하는 도덕적 해이를 보이는 것이다.

그러므로 본 실증분석의 귀무가설은 펀드매니저가 하반기에 상반기 낮은 수익률을 기록한 펀드의 위험을 의도적으로 증가시키지 않는다는 것이다. 그리고 대립가설은 펀드매니저가 하반기에 상반기 낮은 수익률을 기록한 펀드의 위험을 의도적으로 증가시킨다는 것이다.

이를 식으로 표현하면 다음과 같다.

$$H_0 : \frac{\sigma_{2L}}{\sigma_{1L}} = \frac{\sigma_{2H}}{\sigma_{1H}} \quad H_1 : \frac{\sigma_{2L}}{\sigma_{1L}} > \frac{\sigma_{2H}}{\sigma_{1H}} \quad (2)$$

2. 국내 펀드시장 현황 및 분석자료

2011년 말 기준 전체 펀드의 수탁고는 약 298조원이며, 순자산총액은 277조원이다. 펀드시장의 수탁고는 펀드열풍으로 2008년 정점을 찍은 후 감소세에 있으며, 순자산총액은 2008년 미국 서브프라임 모기지 사태에 따른 글로벌 금융위기와 2011년 유럽 재정위기 등 경제 상황에 따라 등락을 반복하였다. 다만 펀드수는 2009년 전년대비 7% 감소한 후 다시 증가세를 이어가고 있다.

[표3-1] 국내 펀드시장의 수탁고 및 순자산총액 현황

	설정원본	순자산총액	펀드수
2007	2,964,601	3,184,204	8,907
2008	3,594,872	2,885,071	9,678
2009	3,318,799	3,185,154	9,005
2010	3,151,828	3,188,123	9,159
2011	2,984,802	2,773,409	9,735

일반적으로 펀드유형은 투자대상에 따른 분류방법을 사용하는데 증권형은 주식이나 채권의 비중으로 분류한다. 주식형펀드는 자산총액의 60% 이상을 주식에 투자하는 펀드이고, 채권형펀드는 자산총액의 60% 이상을 채권에 투자하는 펀드이다. 그리고 주식혼합형펀드는 자산총액 중 주식에 투자할 수 있는 최고편입한도가 50% 이상인 펀드이고, 채권 혼합형펀드는 자산총액 중 주식에 투자할 수 있는 최고편입한도가 50% 이하인 상품이다. 투자대상별 수탁고 현황은 다음과 같다.

[표3-2] 펀드 투자대상별 수탁고 현황

	주식형	주식혼합형	채권혼합형	채권형	합계
2007	1,163,531	128,783	317,859	408,623	2,018,795
2008	1,402,143	135,918	256,585	303,417	2,098,063
2009	1,262,317	134,358	180,025	461,076	2,037,777
2010	1,009,916	122,722	204,925	525,688	1,863,251
2011	1,042,009	119,742	182,255	448,436	1,792,443

실증분석은 금융투자협회에서 제공한 국내 공모 펀드중 연금펀드 및 인덱스펀드 등의 특수펀드를 제외한 50억 이상의 수탁고 펀드의 월별 수익률 자료를 이용했다. 그리고 자본시장법의 시행 전후를 비교하기 위해 동법 시행 전인 2007, 2008년과 시행 후인 2010, 2011년 기간 동안 각 연도의 1월부터 12월까지의 수익률 자료가 있는 펀드만을 이용했다. 분석에 사용된 펀드의 기초통계량은 다음과 같다.

[표3-3] 분석 대상 펀드 수익률의 기초통계량

	주식형				주식혼합형			
	평균	표준편차	최대값	최소값	평균	표준편차	최대값	최소값
2007	40.01	8.62	62.16	19.29	22.49	5.03	32.21	10.17
2008	-39.83	3.54	-20.36	-49.80	-20.03	3.54	-10.65	-30.28
2010	22.64	5.77	49.21	-4.59	13.31	2.61	20.75	9.16
2011	-9.91	5.67	15.36	-24.47	-5.24	3.07	1.64	-13.14

	채권혼합형				채권형			
	평균	표준편차	최대값	최소값	평균	표준편차	최대값	최소값
2007	13.24	3.87	23.62	3.09	3.59	0.67	5.38	2.10
2008	-7.67	2.76	6.61	-15.23	7.35	1.39	11.13	5.11
2010	9.76	2.31	16.32	2.52	5.18	1.54	9.16	1.05
2011	-0.82	2.64	23.24	-6.59	3.87	0.95	5.38	2.53

3. 복수표본 z-검정

펀드매니저의 의도적인 위험조정 여부 및 자본시장법 시행 전과 시행 후의 변화를 알아보기 위해 우선 복수표본 z-검정을 하였다.

하반기의 의도적인 위험증가를 확인하기 위해 상반기와 하반기의 구분 기준을 5, 6, 7월 3가지로 하였다. 즉 상반기를 5월까지로 설정하면 나머지 7달인 6월부터 12월까지가 하반기가 된다. 그리고 상반기를 6월까지로 설정하면 나머지 6달인 7월부터 12월까지가 하반기이다. 상반기를 5월까지로 설정한 경우 1월에서 5월까지의 평균 월간 수익률에 따라 순위를 매기고, 중위값을 기준으로 상위 50%를 ‘고수익 펀드’, 하위

50%를 ‘저수익 펀드’로 정의한다. 그리고 위험 조정 비율(risk adjustment ratio; RAR)을 상반기 월간 수익률의 표준편차 대비 하반기 월간 수익률의 표준편차의 비율로 구한다. 각각의 그룹에 이 위험 조정 비율의 평균과 표준편차를 구한 후 두 집단간의 평균의 차이에 대한 검정 방법인 복수표본 z-검정 통계량을 구하였다. 또한 ‘고수익 펀드’와 ‘저수익 펀드’의 기준을 상·하위 각각 25%, 10%로 변화시키면서 유의성의 변화나 정도를 확인해보고자 한다.

가. 자본시장법 시행 이전(2007, 2008년)

[표3-4] 자본시장법 시행 이전 상·하위 50% 기준

구분	관측치		검정통계량 (z값)
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	고수익(262)	위험조정비율의 평균 : 0.998 위험조정비율의 표준편차 : 0.367	2.783
	저수익(262)	위험조정비율의 평균 : 1.089 위험조정비율의 표준편차 : 0.381	
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	고수익(262)	위험조정비율의 평균 : 0.996 위험조정비율의 표준편차 : 0.363	2.925
	저수익(262)	위험조정비율의 평균 : 1.091 위험조정비율의 표준편차 : 0.380	
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	고수익(262)	위험조정비율의 평균 : 0.985 위험조정비율의 표준편차 : 0.359	3.114
	저수익(262)	위험조정비율의 평균 : 1.087 위험조정비율의 표준편차 : 0.386	

[표3-5] 자본시장법 시행 이전 상·하위 25% 기준

구분	관측치		검정통계량 (z값)
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	고수익(131)	위험조정비율의 평균 : 0.981 위험조정비율의 표준편차 : 0.362	3.155
	저수익(131)	위험조정비율의 평균 : 1.125 위험조정비율의 표준편차 : 0.375	
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	고수익(131)	위험조정비율의 평균 : 0.979 위험조정비율의 표준편차 : 0.356	3.261
	저수익(131)	위험조정비율의 평균 : 1.127 위험조정비율의 표준편차 : 0.378	
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	고수익(131)	위험조정비율의 평균 : 0.975 위험조정비율의 표준편차 : 0.348	3.426
	저수익(131)	위험조정비율의 평균 : 1.131 위험조정비율의 표준편차 : 0.388	

[표3-6] 자본시장법 시행 이전 상·하위 10% 기준

구분	관측치		검정통계량 (z값)
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	고수익(52)	위험조정비율의 평균 : 0.959 위험조정비율의 표준편차 : 0.359	3.620
	저수익(52)	위험조정비율의 평균 : 1.219 위험조정비율의 표준편차 : 0.371	
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	고수익(52)	위험조정비율의 평균 : 0.949 위험조정비율의 표준편차 : 0.350	3.605
	저수익(52)	위험조정비율의 평균 : 1.206 위험조정비율의 표준편차 : 0.377	
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	고수익(52)	위험조정비율의 평균 : 0.953 위험조정비율의 표준편차 : 0.346	3.746
	저수익(52)	위험조정비율의 평균 : 1.220 위험조정비율의 표준편차 : 0.380	

나. 자본시장법 시행 이후(2010, 2011년)

[표3-7] 자본시장법 시행 이후 상·하위 50% 기준

구분	관측치		검정통계량 (z값)
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	고수익(352)	위험조정비율의 평균 : 1.002 위험조정비율의 표준편차 : 0.368	2.439
	저수익(352)	위험조정비율의 평균 : 1.071 위험조정비율의 표준편차 : 0.382	
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	고수익(352)	위험조정비율의 평균 : 0.997 위험조정비율의 표준편차 : 0.373	2.421
	저수익(352)	위험조정비율의 평균 : 1.066 위험조정비율의 표준편차 : 0.381	
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	고수익(352)	위험조정비율의 평균 : 1.001 위험조정비율의 표준편차 : 0.377	2.518
	저수익(352)	위험조정비율의 평균 : 1.074 위험조정비율의 표준편차 : 0.386	

[표3-8] 자본시장법 시행 이후 상·하위 25% 기준

구분	관측치		검정통계량 (z값)
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	고수익(176)	위험조정비율의 평균 : 0.981 위험조정비율의 표준편차 : 0.364	2.611
	저수익(176)	위험조정비율의 평균 : 1.085 위험조정비율의 표준편차 : 0.381	
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	고수익(176)	위험조정비율의 평균 : 0.994 위험조정비율의 표준편차 : 0.367	2.673
	저수익(176)	위험조정비율의 평균 : 1.100 위험조정비율의 표준편차 : 0.374	
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	고수익(176)	위험조정비율의 평균 : 0.999 위험조정비율의 표준편차 : 0.369	2.761
	저수익(176)	위험조정비율의 평균 : 1.109 위험조정비율의 표준편차 : 0.383	

[표3-9] 자본시장법 시행 이후 상·하위 10% 기준

구분	관측치		검정통계량 (z값)
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	고수익(70)	위험조정비율의 평균 : 0.959 위험조정비율의 표준편차 : 0.359	3.184
	저수익(70)	위험조정비율의 평균 : 1.219 위험조정비율의 표준편차 : 0.371	
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	고수익(70)	위험조정비율의 평균 : 0.949 위험조정비율의 표준편차 : 0.350	3.268
	저수익(70)	위험조정비율의 평균 : 1.206 위험조정비율의 표준편차 : 0.377	
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	고수익(70)	위험조정비율의 평균 : 0.953 위험조정비율의 표준편차 : 0.346	3.194
	저수익(70)	위험조정비율의 평균 : 1.220 위험조정비율의 표준편차 : 0.380	

자본시장법 시행 전후 수익률 기준으로 상·하위 50%, 25%, 10%에서의 위험조정비율의 차이에 대한 검정통계량을 정리하면 아래의 표와 같다.

[표3-10] 검정통계량 정리표

고,저수익 구분	자본시장법 시행전			자본시장법 시행후		
	50%	25%	10%	50%	25%	10%
상반기: 1~5월 하반기: 6~12월	2.783	3.155	3.620	2.439	2.611	3.184
상반기: 1~6월 하반기: 7~12월	2.925	3.261	3.605	2.421	2.673	3.268
상반기: 1~7월 하반기: 8~12월	3.114	3.426	3.746	2.518	2.761	3.194

이상의 분석결과 자본시장법 시행 전과 시행 후 모두 펀드매니저가 상반기 수익률이 저조한 펀드에 대해 하반기에 의도적으로 위험을 증가시키는 것을 확인할 수 있었다. 즉 자본시장법에서 금융투자업자의 신의성실의무, 선관주의의무 등의 영업행위준칙이 강화되었지만, 펀드시장에서는 그 효과가 크지 않았다. 펀드매니저들은 여전히 자신들의 이익을 위해 펀드투자자의 이익에 반하는 투자의사결정으로 위험을 의도적으로 증가시켜 하반기 펀드 수익률을 관리하고 있었다. 그리고 이러한 결과는 고수익 펀드와 저수익 펀드의 구분을 50%, 25%, 10%로 범위를 좁힐수록 그 결과가 강하게 나타났다.

다만 자본시장법 시행 후에도 여전히 펀드매니저의 의도적인 위험 증가 행태가 이어졌지만 그 정도는 다소 완화된 것을 확인할 수 있었다. 특히 자본시장법 시행 후에 검정에 사용된 관측치 펀드가 더 많다. 자본시장법 시행 전과 시행 후에 큰변화가 없다면 관측치수가 많아진 시행 후에 검정통계량 값이 더 커져야하는 것이 일반적이나 오히려 작아진 것은 자본시장법의 투자자보호장치가 펀드매니저의 의도적 위험조정 행위를 완벽히 통제하지는 못하지만 어느 정도 효과가 있음을 의미한다. 그리고 이는 상반기와 하반기를 구분하는 서로 다른 3가지 경우 모두에서 자본시장법 시행 후가 시행 전보다 검정통계량의 값이 감소했음을 알 수 있다. 그러므로 자본시장법상 투자자보호를 위해 강화된 영업행위준칙이 전혀 무용하다고 할 수 없다.

그리고 분석결과 특징적인 것은 자본시장법 시행 전과 시행 후 모두 상반기를 구분하는 달이 5, 6, 7월로 갈수록 의도적인 위험 증가가 높아짐을 검정통계량을 통해 알 수 있다. 이는 대부분의 펀드들이 분기 보고서를 발행하여 투자자에게 발송하는데, 2분기 보고서를 통해 상반기

수익률이 보고된 이후 하반기 수익률 관리를 위해 하반기 위험 증가 행태를 더욱 강화한다고 유추할 수 있다. 다만 이러한 경향도 자본시장법 시행 이후에는 다소 약화되었다.

4. BHS 카이스퀘어 검정

Brown-Harlow-Starks(1996)의 카이스퀘어 검정방법은 수익률과 위험조정비율의 2×2 분할표를 기준으로 한 것으로 이 경우 카이스퀘어 분포는 자유도 1을 따르므로 앞서 시행한 복수표본 Z-검정과 검정결과가 동일하게 된다. 그러므로 이하의 분석에서는 수익률과 위험조정비율을 3등급으로 구분하여 BHS 카이스퀘어 검정방법을 실시한다. BHS 검정방법을 통해 자본시장법 시행 전과 시행 후에 주식 편입비율에 따른 주식형펀드, 채권혼합형펀드, 채권형펀드에서의 의도적인 위험조정행위가 있는지 여부를 알아보려고 한다.

복수표본 z-검정과 같이 상반기 평균 수익률을 기준으로 고수익, 중수익, 저수익 펀드를 구분한다. 그리고 위험조정비율을 구하여 순위를 매긴 후 33.3%, 66.6% 순위값을 기준으로 위험조정비율 상위, 중위, 하위 펀드로 정의하여 분할표를 만들고 카이스퀘어 검정을 실시한다.

채권혼합형펀드는 주식편입비율이 50% 미만을 기준으로 하지만 실제 채권의 편입비율이 더 높으며, 채권형펀드는 주식편입비율이 아주 낮거나 없는 펀드이다. 그러므로 채권혼합형펀드, 채권형펀드의 경우 펀드매니저가 의도적으로 위험자산인 주식의 편입비율을 조정하여 펀드의 위험을 바꾸기 어려울 것이다. 그러므로 채권혼합형펀드, 채권형펀드에서

는 의도적인 위험조정의 행태가 발생하기 어려울 것이다.

[표3-11] 귀무가설하의 분할표

H0	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3
고수익 펀드	1/9	1/9	1/9
중수익 펀드	1/9	1/9	1/9
저수익 펀드	1/9	1/9	1/9

펀드매니저의 의도적인 위험 증가가 없다는 귀무가설 하에서는 분포표의 모든 셀이 1/9로 동일한 값을 가질 것이다. 하지만 상반기 낮은 수익률을 기록한 펀드매니저가 의도적으로 위험을 증가시킨다면 (RAR 하위 1/3, 고수익 펀드)셀과 (RAR 상위 1/3, 저수익 펀드)셀의 값이 클 것이다. 카이스퀘어 검증에 의해 검정통계량의 값이 크다면 상반기에 낮은 수익률을 만회하기위해 펀드매니저가 하반기에 의도적으로 위험을 증가시켰다고 할 수 있다. 이는 펀드투자자의 이익에 반하는 펀드매니저의 도덕적 해이, 투자자와 매니저 사이의 이해 상충이 있음을 의미한다.

가. 자본시장법 시행 이전(2007, 2008년)

[표3-12] 자본시장법 시행 이전 주식형펀드의 분할표

관측치(180)	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3	χ^2
고수익 펀드	15	21	24	9.00 (0.061)
중수익 펀드	18	18	24	
저수익 펀드	27	21	12	

[표3-13] 자본시장법 시행 이전 채권혼합형펀드의 분할표

관측치(180)	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3	χ^2
고수익 펀드	16	20	24	4.20 (0.379)
중수익 펀드	19	20	21	
저수익 펀드	25	20	15	

[표3-14] 자본시장법 시행 이전 채권형펀드의 분할표

관측치(180)	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3	χ^2
고수익 펀드	19	22	19	1.70 (0.791)
중수익 펀드	18	19	23	
저수익 펀드	23	19	18	

나. 자본시장법 시행 이후(2010, 2011년)

[표3-15] 자본시장법 시행 이후 주식형펀드의 분할표

관측치(180)	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3	χ^2
고수익 펀드	14	21	25	8.30 (0.081)
중수익 펀드	19	19	22	
저수익 펀드	27	20	13	

[표3-16] 자본시장법 시행 이후 채권혼합형펀드의 분할표

관측치(180)	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3	χ^2
고수익 펀드	17	21	22	3.20 (0.525)
중수익 펀드	18	20	22	
저수익 펀드	25	19	16	

[표3-17] 자본시장법 시행 이후 채권형펀드의 분할표

관측치(180)	RAR 상위 1/3	RAR 중위 1/3	RAR 하위 1/3	χ^2
고수익 펀드	18	19	23	2.10 (0.717)
중수익 펀드	20	19	21	
저수익 펀드	22	22	16	

이상의 카이스퀘어 검정결과 자본시장법 시행 전과 시행 후 모두 주식형펀드에서의 카이스퀘어 검정 통계량 값이 높고, 채권혼합형펀드 및 채권형펀드에서는 낮은 것을 확인하였다. 이는 펀드매니저가 의도적으로 위험조정비율을 높일 수 있는 주식형펀드에서 위험 증대행위가 빈번한 반면, 채권혼합형펀드, 채권형펀드에서는 그렇지 않음을 의미한다. 이상의 카이스퀘어 검정은 주식형펀드에서 펀드매니저의 의도적인 위험 증가 행위를 한다는 앞서의 z-검정 결과를 더욱 지지한다.

5. 더미변수를 이용한 회귀분석

자본시장법의 시행여부 및 주식형펀드의 요인들이 위험조정비율에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 중회귀분석을 통해 앞서의 z-검정과 BHS분할표 카이스퀘어 검정의 결과를 요약해 보고자 한다. 분석방식은 더미변수를 활용한 회귀분석모형이며 그 식은 다음과 같다.

$$RAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 after_t + \beta_2 stock_i + \beta_3 after_t \cdot stock_i + \epsilon \quad (3)$$

여기서, RAR : 위험조정비율

$after$: 자본시장법 시행 이후이면 1, 그렇지 않으면 0

$stock$: 주식형 펀드이면 1, 그렇지 않으면 0

회귀분석에 이용한 자료는 주식형펀드 180개와 채권형펀드 180개로 총 360개이며, 그 결과는 다음과 같다.

$$RAR = 1.061 + 0.003after + 0.172stock - 0.087after*stock \quad (4)$$

(50.10)^{***} (0.11) (5.74)^{***} (2.17)^{**}

[표3-18] 중회귀분석 결과 해석표

더미변수 구분	더미변수 의미	계수값
after=0, stock=0	자본시장법 시행전 채권형	1.061
after=1, stock=0	자본시장법 시행후 채권형	1.061+0.003
after=0, stock=1	자본시장법 시행전 주식형	1.061+0.172
after=1, stock=1	자본시장법 시행후 주식형	1.061+0.003+0.172-0.087

이상의 결과 β_1 을 제외하고 모두 유의미한 추정치가 나왔다. 주식형펀드의 경우 채권형펀드에 비해 위험조정비율이 0.172 높게 나왔다. 이를 통해 의도적인 위험조정이 가능한 주식형펀드에서 위험조정 비율이 높게 나온다는 앞선 가정의 결과를 지지한다. 또한 자본시장법시행 유무와 주식형펀드 유무 결합변수의 추정치는 -0.087로 주식형펀드이지만 자본시장법 시행 이후에는 펀드매니저의 이해상충 문제 즉, 의도적인 위험조정 행위가 어느 정도 통제된다는 것을 다시 확인할 수 있다.

제 4 장 결 론

자본시장이 발전하고 금융투자상품을 이용하는 소비자가 증가하면서 투자자보호의 중요성은 더욱 강조되고 있다. 하지만 금융시장의 변화와 새로운 금융투자상품의 출현은 더욱 빨라진 반면, 금융투자상품 자체의 전문성과 복잡성 등으로 일반 투자자들이 상품의 구조나 위험을 완벽하게 이해하고 투자하기는 것은 더욱 어려워졌다. 그러므로 금융투자상품을 공급하는 금융투자업자들의 투자자보호에 대한 노력이 제고되어야 한다. 이를 위한 정부와 업계의 노력이 자본시장법의 시행과 이에 따른 투자자보호의 강화로 진일보하는 계기를 맞았다. 본 논문에서는 자본시장법의 시행이 투자자보호에 어떠한 영향을 미쳤는지 국내 펀드시장에서의 펀드매니저와 투자자 사이의 이해상충의 문제로 분석하였다. 그 결과 자본시장법 시행 이후에도 펀드매니저의 의도적인 위험 조정행위가 있어 투자자와의 이해상충 문제는 여전함을 알 수 있었다. 다만 그 정도는 자본시장법 시행 이전에 비해 완화된 것으로 분석되어 자본시장법상 투자자보호 장치가 어느 정도는 효과가 있었다. 하지만 투자자 보호장치의 실효성을 강화하고 구체화하기 위해서는 정책의 효과를 측정할 수 있는 계량화 방법 연구와 함께 보다 구체적이고 적극적인 제도의 도입이 필요함을 확인하였다.

참 고 문 헌

고광수·하연정, 「우리나라 펀드 시장의 토너먼트 현상 연구」, 보험개발 연구, 2008

김용재, 「자본시장과 법(上)」, 고려대학교출판부, 2011

류근관, 「통계학」, 법문사, 2011

변제호, 「자본시장법」, 지원출판사, 2009

박영규, 「펀드투자자와 펀드매니저의 투자행태에 관한 연구」, 한국재무 학회, 2005

이가연, 「한국펀드시장에서 펀드매니저의 운용재량에 따른 펀드위험변 화차이에 대한 연구」, 한국재무학회, 2008

Busse, 「Another look at mutual-fund tournaments」, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2001

Chevalier, J., G.Ellison, 「Risk taking by mutual funds as a response to incentives」, *Journal of Political Economy*, 1997

Del Guercio, Diane, Paula A. Tkac, 「The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. Pension funds」, *Journal of Financial and Quantitative Finance*, 2002

Gruber, Martin J., 1996, 「Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds」, Journal of Finance, 1996

Keith C. Brown., W. V. Harlow, Laura T. Starks, 「Of tournaments and temptations: An analysis of managerial incentives in the mutual fund industry」, Journal of Finance, 1996

Koski, J. L., J. Pontiff, 「How are derivatives used? Evidence from the mutual fund industry」, Journal of Finance, 1999

Sirri, Erik R., Peter Tufano, 「Costly search and mutual fund flows」, Journal of Finance, 1998

Abstract

Understanding the Effectiveness of Investor Protection Measures Implemented after the Enforcement of FSCMA

– Analysis of conflict of interests between fund managers and fund investors in the domestic fund market –

Wonju Kim

Department of Economics

The Graduate School

Seoul National University

This paper intends to understand the effect of the Financial Services and Capital Market Act (FSCMA) and strengthened investor protection measures on the capital market, by analyzing the conflict of interests between fund managers and fund investors in the domestic fund market. Methodology consists of multi sample z -test, BHS chi-square test extended to 3×3 classification scheme, and multiple regression analysis. From the test results, we verified that there have been cases of fund managers adjusting the risks of equity-type funds, both before and after the enforcement of FSCMA. But the tendency has decreased significantly since the enforcement of FSCMA, which leads us to the conclusion that FSCMA has been effective to some extent in improving investor protection.

keywords : FSCMA, Investor Protection, Fund Market, Conflict of
Interests, Risk Adjustment

Student Number : 2009-20186