

기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

2012. 11.

연구위원

남재우



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

— 《 著 者 註 》 —

확정급여(DB) 형태의 연기금이나 생보사 같이 특정 구조의 부채를 지고 있는 기관투자자들에 있어 요즘과 같이 저금리 기조가 장기화되는 현실은 운용상 큰 부담이 아닐 수 없습니다. 가뜰이나 글로벌 금융위기를 거치면서 위험자산으로서의 주식에 대한 프리미엄마저 확신할 수 없는 상황에서 투자 수익률을 제고하면서 동시에 포트폴리오의 분산효과를 극대화할 수 있는 새로운 투자 자산에 대한 고민이 깊어질 수밖에 없습니다.

이러한 당면 과제를 해결하기 위하여 많은 기관투자자들이 대체투자(AI)라 불리는 대안적 투자의 비중을 적극적으로 확대하고 있으며, 그 일환으로 절대수익을 추구한다는 헤지펀드에 대한 신규 투자를 모색하고 있습니다. 하지만 헤지펀드는 그 기본 속성이 극도의 창의성과 다양성에 있습니다. 이러한 이질적 속성으로 인하여 전통적 투자에 익숙한 기관 및 운용역 입장에서는 헤지펀드의 다양한 투자 전략의 선택, 그리고 전통적 투자와는 차별되는 위험관리체계 구축 등에서 쉽게 접근하기 힘든 부분이 있습니다.

이러한 배경 하에, 본 연구에서는 국내 기관투자자들이 헤지펀드 투자 본연의 목적에 부합하도록 투자 수단 및 운용 전략을 설정하는데 있어 유효한 정책적 시사점을 제시하고자 하였습니다. 모쪼록 본 보고서가 헤지펀드를 기존 포트폴리오에 편입시키고자 하는 국내 기관의 노력에 작은 도움이 될 수 있기를 바랍니다.

자료 수집 및 보고서 편집에 도움을 주신 장지혜 연구원과 태희 연구원, 그리고 김달님 연구조원에게 감사드립니다.

남 재 우 zeuss@kcmi.re.kr 3771-0827

목 차

Executive Summary	iv
Abstract	ix
I. 서론	1
II. 헤지펀드의 특성 및 시장 현황	5
1. 정의 및 특성	5
2. 글로벌 헤지펀드 시장 현황	8
3. 국내 헤지펀드 시장 현황	12
III. 투자 전략에 따른 유형 분류	15
1. 단일전략펀드(Single Hedge Fund)의 운용 전략	15
2. 재간접헤지펀드(Fund of Hedge Fund)의 유형	20
IV. 국내 기관투자자의 활용 전략	25
1. 국내 기관의 헤지펀드 수요 증대	25
2. 국내 헤지펀드 투자 현황	28
3. 헤지펀드 도입 전략	31
4. 헤지펀드 투자의 위험관리	38
5. 한국형 헤지펀드의 발전	47
V. 결론 및 시사점	49
참 고 문 헌	53

표 목 차

<표Ⅱ-1> 글로벌 헤지펀드 운용 규모 및 업체수	9
<표Ⅱ-2> Fund of Hedge Fund Top10	11
<표Ⅱ-3> Single Hedge Fund Top10	12
<표Ⅲ-1> 단일전략 및 공모시장 상관관계 분석	17
<표Ⅲ-2> 헤지펀드 운용 전략별 위험수익특성	21
<표Ⅲ-3> 재간접헤지펀드 유형 및 공모시장 상관관계 분석	24

그 림 목 차

<그림Ⅳ-1> 헤지펀드 주요 기관투자자의 투자 비중	27
<그림Ⅳ-2> 헤지펀드 운용 전략별 위험수익특성	35

약 어 표

ABS	Australian Bureau of Statistics
ABP	Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds
AI	Alternative Investment
ALM	Asset Liability Management
ARS	Absolute Return Strategies
AUM	Assets Under Management
CalPERS	The California Public Employees' Retirement System
CPP	Canada Pension Plan
CPPIB	Canada Pension Plan Investment Board
CTA	Commodity Trading Advisory
DB	Defined Benefit
ELN	Equity Linked Note
FoHF	Fund of Hedge Funds
GPIF	Government Pension Investment Fund
HFR	Hedge Fund Research
HFRI	Hedge Fund Research Index
HNWI	High Net Worth Individual
KIC	Korea Investment Corporation
KOSPI	Korea Composite Stock Price Index
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NPS	National Pension Scheme
PEF	Private Equity Fund
PME	Public Market Equivalent
REP	Register of Exercise Professionals
UCITS	Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
UNPRI	United Nations Principles for Responsible Investment

《 Executive Summary 》

- 저성장 저금리 기조 하에 특히 확정급여(Defined Benefit: DB) 형태의 연기금(pension fund) 또는 생명보험사와 같이 부채(liability)에 대한 미래의 현금흐름이 확정되어 있는 기관투자자의 경우 자산부채관리(Asset Liability Management: ALM)의 측면에서 투자 다변화의 필요성이 부각되고 있는 상황임
 - 투자다변화의 목적은 높은 요구수익률에 대응하기 위한 수익률 제고 및 금융위기의 상시화에 따른 투자 자산군(asset class)간 분산효과의 강화임

- 이러한 배경 하에 국내 기관투자자들은 자산배분(asset allocation) 차원에서 전통적 투자(traditional investment)에 대비되는 대체투자(Alternative Investment: AI)의 비중을 적극적으로 확대하고 있음
 - 이에 따라 연기금 및 국부펀드 또는 공제회와 같은 기관을 중심으로 그들의 투자 대상 자산(investment universe) 또는 운용 전략(investment strategy)의 한 형태로 헤지펀드 도입을 실행 또는 검토하고 있는 것으로 알려져 있음

- 공적연기금을 포함하여 국내 기관의 헤지펀드 활용이 어려운 이유는 다음과 같은 헤지펀드의 근본 속성에 기인함
 - 헤지펀드의 다양한 위험수익구조(risk return profile) 특성

- 다양한 투자 전략이 존재하나 일반적으로는 중위험-중수익 구조라 할 수 있음
- 유동성 측면에서는 중단기의 투자 상품에 해당함
- 헤지펀드의 수익 원천이 일반적인 시장수익(β)이 아닌 펀드매니저의 고유한 역량(skill)에 의해 창출되는 초과수익(α)이라는 점
 - 헤지펀드 자산의 운용 및 위험관리에 있어 기존의 전통적 투자와 차별화된 운용상 노하우가 필요함
 - 언론에 노출되어 있는 기관투자자의 입장에서 평판위험(reputation risk)의 가능성

□ 이러한 헤지펀드의 속성 및 기관의 특성을 충분히 반영하여 효과적인 헤지펀드 활용 전략을 구상하여야 함

- 먼저 헤지펀드 시장의 최근 현황 및 전망을 바탕으로 기관의 헤지펀드 도입 목적을 분명히 하여야 함
 - 글로벌 기관투자자에 있어 헤지펀드 투자의 주요 목적은 수익률 제고 보다는 분산효과의 극대화에 있음
- 투자 목적에 부합하는 운용 전략 및 투자수단(investment vehicle)의 선택
 - 재간접헤지펀드(Fund of Hedge Fund)와 단일전략펀드(Single Hedge fund)
- 전통적 투자와는 차별되는 적절한 위험관리체계의 구축
 - 운영위험(operational risk)의 강조
 - 실사(due diligence)의 중요성

□ 글로벌 헤지펀드 시장은 금융위기 이후 기관투자자를 중심으로 빠르게 회복되고 있으나, 미국 및 유럽을 중심으로 하는 금융 규제의 강화로 인하여 외형적 성장에는 한계가 있을 것으로 전망됨

— 특히 유럽 재정위기의 장기화 등으로 인하여 EU 국가의 헤지펀드 시장 규모는 상당 기간 축소될 것으로 전망됨

□ 그럼에도 불구하고 연기금과 같은 글로벌 기관투자자의 자산배분에서 차지하는 헤지펀드 투자 비중은 계속해서 증가할 것으로 예상됨

— 국내에서는 한국형 헤지펀드가 의욕적으로 출범하였으나, 제도 초기에 충분한 운용실적(track record)이 축적되기 전까지는 주요 기관투자자의 참여가 어려울 것으로 예상됨

- 그러나 우정사업본부와 같은 일부 기관을 중심으로 한국형 헤지펀드에 대한 투자가 가시화되고 있음
- 대형 공적연기금의 경우 향후 건전한 투자 시장의 확보 측면에서 시험적 운용(pilot test) 같은 정책적 배려가 필요한 시점임

□ 헤지펀드의 도입 단계에서는 일반적으로 재간접헤지펀드(FoHF) 형태로 시작하여 펀드관리의 전문성 및 인력의 부족 문제를 해결하는 방안이 제시되고 있음

— 내부적인 운용의 전문성 확보라는 측면에서 재간접헤지펀드와 함께 단일전략펀드의 투자 가능성도 모색할 필요가 있음

- 투명성 및 실시간 모니터링이라는 측면에서는 재간접헤지펀드의 운영위험이 오히려 부각될 수도 있음
 - 따라서 대형 연기금의 경우 투자 도입 단계에서부터 단일전략펀드의 병행 운영을 적극적으로 검토할 필요가 있음

□ 헤지펀드의 다양한 투자 전략 중에서 주식헤지형(equity hedge) 전략이 기존 펀드매니저에게 친숙하다는 이유로 도입 단계의 운용 전략으로 선호되는 경향이 있으나, 투자 전략의 선택은 철저히 기관이 보유하고 있는 기존 포트폴리오와의 분산효과 및 목표로 하는 시장위험요인과의 괴리 수준에 따라 결정되어야 함

- 분산효과의 극대화라는 목표에서는 도입 단계에서부터 글로벌매크로 전략의 적극적인 편입도 고려해 볼 필요가 있음
- 재간접헤지펀드를 이용하는 경우에도 투자 유형(investment style)에 대한 고려 및 의사결정이 필요함
 - 하방위험(down side risk)의 방어와 같은 보수적 투자성향이 강한 국내 기관투자자에게 있어서는 보수적(conservative) 투자 유형이 적합할 수 있을 것으로 사료됨

□ 위험관리 측면에서는 적절한 벤치마크(benchmark)의 설정과 효과적인 운영위험 관리 방안 마련이 핵심이라 할 수 있음

- 헤지펀드 벤치마크로는 주로 절대수익률 관점에서 ‘단기금리 + α ’ 형태와 동종집단비교지수(peer group index)가 사용됨
 - 헤지펀드 투자의 목적 및 헤지펀드 지수의 특성상 절대 수익률 형태의 벤치마크가 적합할 것으로 사료되며,
 - 단기 성과평가의 관점에서 동종집단비교지수가 보조적으로 사용될 수 있을 것임
- 효과적인 위험관리를 위해서는 투자 초기 단계에서부터 가능한 포트폴리오 단위의 실시간 모니터링이 가능한 체계를 구축할 필요가 있음
 - 특히 재간접헤지펀드 형태로 투자를 집행하는 경우에 있어서도 투자자 차원의 실사 및 관리 능력의 필요성이 간과되어서는 안됨

□ **국내 기관투자자들이 기존의 포트폴리오에 신규로 헤지펀드를 도입하는 경우 편입 시점에 대한 전략적 판단이 필요함**

- 글로벌 경기침체 및 규제 강화, 이로 인한 펀드 해산 등의 영향으로 단기적으로 헤지펀드의 위험수익구조는 과거에 비해 악화될 수 있을 것으로 예상됨
- 따라서 특히 단기 수익성과에 의한 평판위험에 민감한 국내 기관투자자의 경우 헤지펀드 운용사의 설정 이후 실제 자금이 투입되는 시점을 탄력적으로 조정할 필요가 있음

« **Abstract** »

Introducing hedge fund in institutional investment

Due to the low interest policy keep going globally, for the institutional investor like Defined Benefit(DB) pension schemes or life insurance companies which have the fixed cash flow of liability, the necessity of investment diversification began to emerge. The purpose of searching for new investment item is keeping diversification effect in financial crisis rather than improving rate of return.

In this background, the majority of local institutional investors are keen to increase the ratio of Alternative Investment(AI), instead cutting of traditional investment in their Strategic Asset Allocation(SAA). Among the various types of AI, they are increasingly interested in hedge fund in specialty. The reason is that hedge fund seek for absolute return even though in a global financial crisis situation and can protect down side risk.

However, institutional investor including public pension fund are having difficulties include hedge fund to their investment portfolio because of the misconception that hedge fund would be highly risky asset. Hedge fund, however, has very wide variety of investment strategy, among those some are high-risk high-return profile but in general, the hedge fund can be a kind

of AI with medium-risk medium-return. Another issue having difficulties to take hedge fund is that it seeks for excess return generated from fund manager's idiosyncratic skills rather than well diversified market return. Therefore, operating and management hedge fund requires distinctive know-how from traditional investment.

Global hedge fund market has been on a very fast recovery around institutional investors since the financial crisis in 2008. However, the physical growth of hedge fund industry expects to be limited as the US and EU have reinforced financial regulation over the Investment Bank(IB). Nevertheless, the ratio of hedge fund in Strategic Asset Allocation for global institutional investor expects to increase steadily.

In the introducing stage of Hedge fund, generally starts off investment using Fund of Hedge Fund(FoHF) and once internal competencies are accumulated, then Single strategy hedge fund is recommended to step up. But in cases, operational risk of FoHF can boost up due to the difficulties of daily monitoring. Thus, when it comes to large pension fund that has big enough initial investment scale, the parallel investment strategy of single hedge fund from the introduction stage needs to give positive consideration.

Among the various investment strategy of hedge fund, equity hedge type tends to be preferred in the introduction stage as it is accustomed to current fund manager. But the optimum decision

of investment strategy should be decided by how much diversification effect can be maximized with current portfolios which institution have. Not Single hedge fund but in using FoHF, decision making what to choose of investment style is necessary. In case of institutional investor requires security, conservative investment style is recommended to be proper one.

I. 서론

- 글로벌 금융위기의 장기화에 따른 위험자산 기피 및 저금리 기조의 지속 등으로 인하여 대부분의 기관투자자에 있어 수익률 제고 및 분산효과 극대화를 위한 투자 다변화에 대한 요구가 점증하고 있는 상황임
 - 특히 확정급여(Defined Benefit: DB) 형태의 연기금(pension fund) 또는 생명보험사와 같이 부채(liability)에 대한 미래의 현금흐름이 확정되어 있는 기관의 경우 자산부채관리(Asset Liability Management: ALM) 측면에서 높은 요구수익률 또는 목표수익률에 대응하기 위한 투자 다변화의 필요성이 부각되고 있음

- 수익률 제고 및 분산효과 강화를 위한 투자 다변화의 관점에서 다수의 국내 기관투자자들이 자산배분(asset allocation)상에서 전통적 투자(traditional investment)가 아닌 대체투자(Alternative Investment: AI)의 비중을 적극적으로 확대하고자 함
 - 대체투자의 세부 유형에 있어서도 기존의 부동산 투자 또는 인프라 투자와 같은 전형적인 대체투자 자산에서 시작하여 헤지펀드(hedge fund) 또는 상품(commodity) 투자 등으로 그 영역을 확대하려는 노력이 가시적임
 - 이에 따라 연기금 및 국부펀드 또는 공제회와 같은 대표적인 국내 기관투자자를 중심으로 그들의 투자가능 자산군(asset class) 또는 전략의 한 형태로 헤지펀드 도입을 실행 또는 검토하고 있는 것으로 알려져 있음

2 기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

□ 하지만 공적연기금을 포함하여 많은 기관투자자에게 있어 헤지펀드 활용에는 실질적인 장애 및 현실적인 어려움이 존재함

— 가장 기본적인 어려움은, 헤지펀드의 투자 전략이 매우 다양함으로 인해 헤지펀드의 일반적인 위험수익구조(risk return profile)가 전통적 자산에 비해 매우 고위험-고수익(high risk high return) 구조라는 잘못된 인식에 기인하고 있음

- 이러한 오해를 극복하기 위해서는 헤지펀드의 다양한 투자 전략이 갖는 상이한 위험수익특성에 대하여 헤지펀드를 도입하려는 기관의 운용담당자의 명확한 이해가 전제되어야 함

— 헤지펀드의 다양한 투자 전략에 대한 효율적인 자산배분을 위해서는 헤지펀드의 도입에 앞서 먼저 기관의 헤지펀드 투자목적을 분명히 할 필요가 있음

- 일반적인 대체투자의 경우와 마찬가지로 대부분의 기관투자자는 헤지펀드 투자의 목적으로 수익률 제고와 분산효과 극대화를 병행하고자 하는 경향이 있으나, 하나의 투자 전략이 이러한 두 가지 목적에 모두 부합하기는 어려움
- 분산효과 극대화가 헤지펀드의 투자목적이라면, 기관이 보유하고 있는 기존 포트폴리오와 헤지펀드 투자 전략별 상관관계에 대한 탐색이 가장 중요한 요인으로 적용되어야 할 것임

— 헤지펀드 활용의 두 번째 어려움은, 헤지펀드가 일반적인 시장수익(β)이 아닌 펀드매니저의 고유한 역량(skill)에 의해 창출되는 초과수익(α)을 전제로 함으로 인해 헤지펀드 자산의 운용 및 위험관리에 있어 기존의 전통적 투자와 차별화된 운용상 노하우가 필요하다는 점임

- 헤지펀드 운용에 대한 내부적인 역량이 충분히 축적되기 앞서 도입단계에서 이용 가능한 다양한 투자수단(vehicle)을 검토하고, 이에 따라 기관의 특성에 부합하는 가장 효과적인 도입 방안이 강구되어야 함
- 엄격한 실사(due diligence) 과정을 포함하여 헤지펀드 운용에 수반되는 고비용의 위험관리 업무를 설계함에 있어 기관의 특성 및 투자규모 등이 고려되어야 함

□ 이러한 배경 하에 본고에서는 국내 기관투자자들이 주식, 채권 등 전통적 자산 및 대체투자로 구성된 기존의 투자 포트폴리오에 헤지펀드를 추가적으로 편입하고자 하는 경우에 활용될 수 있는 도입 전략을 제시하고자 함

- 이를 위하여 먼저 글로벌 및 국내 헤지펀드 시장의 발전 추이와 최근 동향, 그리고 금융위기 이후 각종 금융 규제로 인한 헤지펀드 산업의 미래를 간략히 전망함
- 연기금을 비롯한 다수의 기관투자자가 절대수익추구라는 이름으로 헤지펀드 투자를 확대하고 있는 배경을 살펴봄
- 특히 헤지펀드의 다양한 투자 전략이라는 관점에서 기관의 투자 목적에 부합하는 운용 전략 및 투자 유형을 고찰함
- 마지막으로 운용 규모 및 위험성향과 같은 기관의 고유 특성을 감안한 효과적인 도입 방안을 제안하고자 함

II. 헤지펀드의 특성 및 시장 현황

1. 정의 및 특성

- 헤지펀드를 단순 명료하게 정의하기 어려운 이유는 헤지펀드가 일반적인 시장수익(β)이 아닌 초과수익(α)을 창출하는 원리가 투자 방식의 다양성 및 창의성에 기초하기 때문임
 - 미국의 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)에서는 헤지펀드를 '투자회사법에 투자회사로 등록되지 않고 증권 및 기타자산을 운용하며, 공모 형태로 판매되지 않는 실체'로 정의
 - 실무적으로는 '일정 규모 이상의 전문투자자로부터 공모가 아닌 방식으로 자금을 모집하여 다양한 투자 전략을 이용하여 투자실적에 따라 배당하는 투자조합'으로 정의
 - 일반적으로 '레버리지(leverage)를 이용한 다양한 투자전략을 통해 시장의 상황과는 관계없이 절대수익(absolute return)을 추구하는 사모펀드의 일종'으로 정의되기도 함

- 이러한 정의로는 일반적인 사모투자펀드(Private Equity Fund: PEF)와의 구분이 확실치 않은 측면이 있으며, 실무적으로도 특히 북미권에서는 일반 사모투자펀드와의 구분이 뚜렷치 않은 특징이 있음

- 일반적으로 헤지펀드의 위험수익구조(risk return profile)는 기타 전통적 금융자산 또는 투자 전략과 매우 상이한 특성을 갖는 것으로 알려져 있음

6 기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

- 헤지펀드가 갖는 고유한 특성으로 다음 세 가지를 꼽을 수 있음
 - 시장 상황과 무관한 절대수익(absolute return) 창출
 - 전통적 투자자산(traditional asset)과의 낮은 상관관계
 - 높은 운용보수 및 성과보수(2-20 rule)
- 헤지펀드의 이러한 특성을 창출하는 첫 번째 요인은, 헤지펀드의 운용은 다른 어떤 투자방식보다도 펀드매니저(fund manager)의 개인적 능력(skill)에 의지하는 비중이 크다는 점임
 - 이는 헤지펀드가 창출하는 수익의 근원(return source)이 흔히 베타(β)라 불리는 시장수익(market return)이 아니라 펀드매니저의 능력에 의해 창출되는 알파(α) 그 자체이기 때문임
- 따라서 금융위기와 같이 시장 전체의 충격에 의해 자산군(asset class)간의 상관관계가 급격히 동질화되는 상황에서도 비교적 낮은 상관관계를 유지할 수 있었음
 - 이는 주식, 채권 등 전통적 투자방식에 비해 훨씬 높은 운용보수를 합리화할 수 있는 근거가 됨

□ 위험관리 측면에서 이는 일반적인 시장위험(market risk) 외에 운영 위험(operation risk)의 가능성이 크게 나타날 수 있음을 의미함

- 특히 공적연금과 같이 사회적 관심이 집중되어 있는 기관투자자 입장에서는 이렇게 개별 운용자의 개인적 능력에 의존하는 운용 철학이 특정 금융사고로 이어질 경우 기관 전체에 치명적인 평판 위험(reputation risk)의 원인이 될 수 있음

- 헤지펀드의 고유한 위험수익특성을 야기하는 또 다른 요인으로 동일한 시장에 대해 매수(long position)와 매도(short position)를 동시에 실행하는 헤지펀드의 고유한 전략을 들 수 있음
 - 헤지펀드라는 이름이 유래된 이러한 헤지(hedge) 전략의 특징은 펀드의 전체 수익성과에서 시장의 등락을 제거하는 대신 개별종목 또는 개별사건의 영향력을 극대화함을 의미함
 - 따라서 주식헤지형 헤지펀드에서 자산의 공매도(short sales)는 운용에 필수적인 요소이며, 결과적으로 이로 인하여 시장 상황에 무관한 절대수익을 창출하게 됨
 - 하지만 금융위기와 같이 시장의 변동성이 과도하게 확대되는 시기에는 항상 공매도의 폐해가 부각되기 마련이며, 이로 인하여 감독당국 차원에서 공매도에 대한 규제가 이루어지는 경우 이는 헤지펀드의 운용에 어떤 식으로든 제약조건으로 작용할 수밖에 없는 구조임

- 유동성 측면에서 헤지펀드는 부동산 및 인프라 투자와 같은 전통적 대체투자 자산군에 비하여 비교적 중기의 유동성이 제공되는 자산으로 알려져 있음
 - 따라서 장기투자자의 관점에서 전통적 대체투자상품과 같이 장기적인 유동성 프리미엄(liquidity premium)을 목적으로 하는 투자 방식은 아님을 분명히 함
 - 예를 들면 세계 최대 공적연금인 일본의 후생연금(Government Pension Investment Fund: GPIF)의 경우 거의 대부분의 대체투자 자산군을 헤지펀드로 구성하고 있으며, 그 이유는 성숙기에 이른 기금 특성상 유동성 확보의 필요성 때문인 것으로 알려져 있음

2. 글로벌 헤지펀드 시장 현황

□ 글로벌 헤지펀드의 전체 운용규모(Assets Under Management: AUM) 추이를 살펴보면, 금융위기 이전까지는 지속적으로 성장하여 2007년에 \$2,225bn 규모로 정점을 찍은 이후 금융위기의 여파로 2008년에는 \$1,569bn 수준까지 급감하였음¹⁾

— 금융위기 이후 완만한 회복세를 보이고 있으나 2011년 기준 \$1,903bn 수준으로 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하고 있음

— 특히 미국과 EU를 중심으로 투자은행 및 위험자산에 대한 금융 규제가 강화됨으로 인하여 2011년에는 전체 운용 규모가 오히려 감소하는 양상을 보이고 있음

□ 투자은행(Investment Bank: IB)에 대한 직접적인 금융 규제 이외에 바젤Ⅲ와 같은 은행권의 건전성 규제기준의 강화, EU의 대체투자펀드운용자지침(Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD) 제정 등 금융위기 이후 촉발된 각국의 금융규제(financial regulation)의 영향으로 인하여 헤지펀드의 비용 구조가 보다 악화될 가능성이 있음

— 이에 따라 헤지펀드 시장의 양적 성장은 상당기간 지연되는 반면, 질적인 측면에서는 연기금 및 국부펀드를 중심으로 기관투자자의 영향이 보다 강화될 것으로 전망됨

— 특히 EU를 중심으로 유럽권에서는 2011년 이후 헤지펀드 시장의 규모 축소가 가시적인 상황임

1) 사모투자의 특성상 정확한 시장 규모는 집계되지 않음. 따라서 조사기관에 따라 약간의 수치의 차이는 발생할 수 있으나 추세의 변화는 동일하게 나타남. 본 보고서에서는 주로 TheCityUK 및 Hedge Fund Research의 자료를 이용하였음

- 이로 인한 펀드 해산 등의 영향으로 단기적으로 헤지펀드의 위험 수익구조는 과거에 비해 악화될 수 있을 것으로 예상됨
 - 펀드에서 급격한 자금 유출은 펀드 운용성과에 직접적인 영향을 미칠 수 있으므로, 운용사 선정에 있어 장기적 운용실적(track record) 이외에 단기적인 운용규모(AUM)의 변화 양상도 비중 있게 고려되어야 할 것임
 - 장기투자자임에도 불구하고 단기적 성과에 사회적 관심이 집중되는 경향이 있는 공적연기금 같은 경우 이러한 시장 상황을 고려하여 최초 투자 시점을 조율할 필요가 있음

- 헤지펀드 시장의 전체 운용규모는 일부 축소되는 양상임에도 불구하고, 연기금 및 국부펀드와 같은 글로벌 기관투자자의 자산배분 상에서 차지하는 헤지펀드의 투자 비중은 지속적으로 확대되고 있음²⁾
 - 이에 따라서 헤지펀드 시장의 주요 참가자 구성이 개인에서 기관으로 빠르게 옮겨갈 것으로 예상됨

<표 II-1> 글로벌 헤지펀드 운용 규모 및 업체수

연도	AUM(\$bn)	업체수(개)
2006	1,673	9,500
2007	2,225	10,070
2008	1,569	9,600
2009	1,843	9,400
2010	1,955	9,550
2011	1,903	9,860

자료: TheCityUK

2) UNPRI(2010)

10 기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

□ 2008년 금융위기를 지나며 전체 운용 규모는 빠르게 증가하고 있으나 업체수는 오히려 감소한 점을 감안하면 펀드 이탈 자금의 복귀는 주로 대형펀드 위주로 진행되어 금융위기 이후 대형펀드로 자금의 쏠림 현상이 보다 심화되고 있는 것으로 나타남

— PEF를 포함하여 금융위기 이후 이러한 대형운용사로의 자산 쏠림은 보편적인 현상인 것으로 관측되며, 투자자의 위험 기피 심리가 완화되지 않는 한 대형펀드로의 쏠림 현상은 상당 기간 지속될 것으로 예상됨

□ 금융위기 이후 재간접헤지펀드와 단일전략헤지펀드의 상위 Top10 운용사 현황을 살펴보면, 일반적인 기대와는 달리 재간접헤지펀드 운용사가 단일전략헤지펀드에 비해 조직 안정성이 높다는 근거는 찾을 수 없었음³⁾

— 재간접헤지펀드에서는 Blackstone Alternative Asset Management가 지속적으로 최상위권을 유지하고 있으며, 그 외에 UBS, HSBC, Goldman Sachs 등 투자은행 계열 헤지펀드 운용사가 강세를 보이고 있음

3) 일반적으로 헤지펀드 지수에는 생존편의(survivorship bias)가 높게 나타나는 것으로 알려져 있으나, 재간접헤지펀드 운용사는 단일전략펀드에 비해 상대적으로 낮은 생존편의를 보이는 것으로 주장됨

<표 II-2> Fund of Hedge Fund Top10

(단위: \$bn)

순위	2009년	AUM	2010년	AUM	2011년	AUM
1	UBS A&Q	31	Blackstone AAM	33	Blackstone AAM	32
2	Blackstone AAM	25	HSBC AI	28	HSBC AI	27
3	Union Bancaire Privee (UBP)	24	UBS A&Q	28	UBS A&Q	25
4	Man Group	23	Grosvenor CM	24	Lyxor AM	25
5	HSBC AI	22	Goldman Sachs	22	Grosvenor CM	25
6	Grosvenor CM	21	Permal AM	22	Goldman Sachs	23
7	Permal AM	19	BlackRock AA	19	Permal AM	22
8	Goldman Sachs	18	Morgan Stanley	18	BlackRock AA	21
9	Pacific AAM	16	Pacific AAM	17	Union Bancaire Privee (UBP)	20
10	Lyxor AM	16	Lyxor AM	16	Man Group	15

자료: TheCityUK

- 단일전략헤지펀드 운용사에서는 Bridgewater Associates가 부동의 1위를 기록하고 있으며, JP Morgan 및 Brevan Howard가 지속적으로 상위권에 랭크되고 있음
 - 특히 최근에 Man group의 급격한 운용 규모 증가가 가시적임
 - 전통의 Paulson&Co는 지속적으로 펀드자금이 이탈되는 추세임
 - 헤지펀드의 지속적인 자금 이탈과 펀드수익률의 저하 간에는 양방향의 인과관계가 존재하는 것으로 알려져 있음

<표 II-3> Single Hedge Fund Top10

(단위: \$bn)

순위	2009년	AUM	2010년	AUM	2011년	AUM
1	JP Morgan	50	Bridgewater A	60	Bridgewater A	78
2	Bridgewater A	44	JPMorgan	41	Man Group	65
3	Paulson & Co.	32	Man Group	40	JPMorgan	47
4	Brevan Howard	28	Brevan Howard	32	Brevan Howard	37
5	Soros Fund M	27	Paulson & Co	32	Och-Ziff CMG	29
6	DE Shaw Group	24	Highbridge CM	27	Paulson & Co	28
7	Och-Ziff CMG	24	Soros Fund M	27	BlackRock A	28
8	Baupost Group	22	Och-Ziff CMG	26	Winston CM	27
9	Man Group	22	BlueCrest CM	25	Highbridge CM	26
10	Angelo, Gordon	21	Cerberus CM	24	BlueCrest CM	25

자료: TheCityUK

3. 국내 헤지펀드 시장 현황

□ 국내에서는 2011년 9월 자본시장법 시행령 개정을 통하여 이른바 ‘한국형 헤지펀드’의 제도적 틀이 마련되었음

— 이에 따라 2012년 11월 현재 12개 운용사, 20개 헤지펀드가 한국형 헤지펀드로 등록되어 있으며, 전체 설정액은 9,800억 원 규모에 이르고 있음

— 이 중에서 미래에셋운용과 삼성운용의 헤지펀드 설정액이 5,500억 원 이상인 것으로 나타나 국내 전체 헤지펀드 시장의 절반 이상을 차지하고 있으며, 금융위기 이후 헤지펀드의 이러한 쏠림 현상은 글로벌 시장과 동일한 양상이라 할 수 있음

- 등록된 대부분의 한국형 헤지펀드들은 가장 일반적인 주식헤지형(equity hedge)에 속하는 롱숏(long short) 전략을 표방하고 있으며, 일부 헤지펀드가 상황추구형(event driven) 또는 상대가치형(relative value) 전략을 구사하는 것으로 알려져 있음
 - 도입 1년이 경과한 현시점에서, 대부분 롱숏전략을 구사하는 시장의 단기적인 수익성과는 전체 설정펀드의 80% 이상이 시장수익률을 하회할 정도로 저조한 것으로 알려져 있음

- 한국형 헤지펀드의 활성화를 위하여 감독당국은 시행령 개정을 통하여 2012년 11월부터 헤지펀드 시장의 진입장벽을 크게 낮추는 조치를 취함
 - ‘자산운용사 수탁고 10조 원 이상’ 규정 폐지
 - 증권사 자기자본 및 투자자·자문사·투자일임 수탁액 기준을 기존의 절반 수준으로 낮춤(각 5,000억 원 및 2,500억 원으로 축소)

- 제도 도입 이후 일 년이 경과한 시점에서 공식적인 운용실적(track record)의 부재로 인하여 연기금 및 생보사와 같은 주요 기관투자자가 본격적으로 한국형 헤지펀드 시장에 참여하기 위해서는 향후 최소 2년 이상의 운용실적이 추가되어야 할 것으로 예상됨
 - 국민연금과 같은 대형 공적연기금의 경우 향후 건전한 국내 투자 시장의 확보 측면에서라도 시험적 운용(pilot test) 같은 정책적 배려가 필요한 시점인 것으로 사료됨
 - 특히 제도 도입 초기에는 우수한 실사 능력 및 이에 따른 우수 운용사 선별 능력을 갖춘 기관투자자의 참여가 다수의 개인투자자에게는 양의 외부효과로 작용하여 전반적으로 시장에 긍정적인 선순환 구조를 구축할 수 있기 때문임

14 기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

- 국내 운용사에 대하여 헤지펀드와 유사한 절대수익추구형 펀드의 운용 경험이 있는 기관의 경우 한국형 헤지펀드의 도입이 보다 용이할 수 있을 것으로 사료됨

III. 투자 전략에 따른 유형 분류

1. 단일전략펀드(Single Hedge Fund)의 운용 전략

- 헤지펀드가 구사하는 모든 투자 유형을 몇 개의 범주로 정형화하는 것은 헤지펀드를 정의하는 것만큼이나 어려운 일이나 일반적으로 주식헤지형(equity hedge), 상황추구형(event driven), 상대가치형(relative value), 글로벌매크로형(global macro)의 네 가지 운용 유형으로 분류함⁴⁾

가. 주식헤지형(Equity hedge)

- 주식헤지형(equity hedge)은 헤지펀드의 투자 전략 중 가장 오래된 전통적 투자 전략으로, 상대적으로 기존 펀드매니저가 가장 이해하기 쉽고 접근하기 쉬운 구조라 할 수 있음

— 특정 종목에 대한 매수와 함께 동일산업 또는 시장의 하락 예상 종목을 공매도 함으로써 시장 전체의 움직임을 상쇄시키고 개별 종목에 대한 종목선택효과(stock selection effect)를 극대화하고자 하는 전략이 대표적임

- 매수와 매도포지션을 동시에 취함에 따라 인해 수익률이 일정 구간에 제한될 것으로 기대할 수 있으며, 이에 따라 위험관리 측면에서 하방위험이 보호된다는 장점이 있음⁵⁾

4) 이 외에 2개 이상의 단일전략을 하나의 펀드에서 복합적으로 적용하는 복합전략(multi-strategy) 유형이 있음

16 기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

- 반면 전형적인 강세장에서는 시장지수 또는 일반 주식형펀드에 비해 성과가 낮을 것으로 예상됨
- 하지만 대표적 헤지펀드지수를 통한 실제 역사적 수익성과 (historical fund performance)를 살펴보면 생각보다 하방위험 보호는 강건한 반면, 상승장에서도 기민하게 대응하는 것으로 관측됨
- 글로벌 헤지펀드 시장에서 차지하는 비중은 28% 정도로 가장 빈번하게 구사되는 투자 유형이라 할 수 있음

□ 2001년부터 과거 12년 동안의 자료를 바탕으로 주식헤지형 전략과 다른 투자 유형과의 상관관계를 분석한 결과⁶⁾, 해외주식(MSCI world)과의 상관계수는 0.29, 국내주식(KOSPI)과의 상관계수는 0.07로 여러 투자 유형 중 공모주식(public equity)과의 상관관계가 가장 낮은 것으로 나타남

- 따라서 전체 자산배분에서 공모주식의 비중이 높은 기관의 경우 전체 포트폴리오에 대한 분산효과의 극대화는 가장 우수할 것으로 예상됨
- 반면 금융위기 이후 시장이 회복되어 가는 과정에서 헤지펀드가 공모시장의 주식수익률을 따라가지 못하게 되는 현상의 주원인으로 지목되기도 함

5) 이러한 하방위험의 제거로부터 헤지펀드라는 이름이 유래하게 되었음을 감안할 때 가장 오래되고 보편적인 헤지펀드의 투자 유형이라 할 수 있음

6) <표 III-1> 단일전략 및 공모시장 상관관계 분석 참조

<표 III-1> 단일전략 및 공모시장 상관관계 분석

	주식 헤지형	상황 추구형	글로벌 매크로	상대 가치형	해외주식 (MSCI)	국내주식 (KOSPI)
주식헤지형	1.00					
상황추구형	0.47	1.00				
글로벌매크로	0.32	0.43	1.00			
상대가치형	0.49	0.82	0.23	1.00		
해외주식(MSCI)	0.29	0.81	0.28	0.67	1.00	
국내주식(KOSPI)	0.07	0.59	0.24	0.45	0.45	1.00

주 : 기간은 2001.1~2012.10 Monthly data

자료: HFRI, Bloomberg, KOFIA, MSCI

나. 상황추구형(Event Driven)

- 상황추구형(event driven)은 기업 가치(valuation)에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 특정 사건을 이용하여 수익을 추구하는 전략을 의미함
 - 기업 가치에 영향을 미치는 대표적인 금융이벤트로 기업의 도산이나, 인수합병(M&A) 또는 구조조정 등을 들 수 있음
 - 예를 들어 인수합병이 예상되는 기업에 대해 피인수기업을 매수하는 동시에 인수기업을 공매도하는 전략을 취할 수 있음

- 상황추구형의 대상이 되는 금융이벤트들이 대부분 주식시장과 높은 관련성을 갖기 때문에, 상황추구형과 공모주식간의 상관관계는 매우 높은 것으로 알려져 있음
 - 실증분석 결과 글로벌 헤지펀드의 상황추구형 전략의 경우 해외주식(MSCI)과의 상관계수는 0.81에 달하는 것으로 분석되었음
 - 국내주식(KOSPI) 과의 상관계수 역시 0.59로 비교적 높게 나타남

다. 상대가치형(Relative value)

- 상대가치형(relative value)은 자산 간의 상대적 차이(arbitrage)의 발굴에 집중하는 전략을 의미함
 - 예를 들면 신용스프레드(credit spread)가 비정상적으로 확대되는 경우 저평가된 신용채권의 매입과 동시에 동일 듀레이션의 국채를 공매도하는 전략 등이 상대가치형에 해당하는 전략임
 - 적극적인 공매도 전략을 통하여 일반적인 금리위험을 완전히 제거하는 점을 제외하면 이 역시 전통적 자산군의 기존 펀드매니저에게 비교적 익숙한 투자 유형이라 할 수 있음

- 채권을 대상으로 하는 상대가치형 전략의 경우는 주식시장과의 상관관계가 낮을 수 있겠으나, 일반적으로 공모시장과 상대가치형 전략 간의 상관관계는 높은 편으로 알려져 있음
 - HFRI의 상대가치형 지수와 MSCI간의 상관계수는 0.67로 추정되었으며, 국내주식과의 상관계수 역시 0.45로 추정되어 공모시장과 비교적 높은 상관관계를 보이고 있음

라. 글로벌매크로형(Global Macro)

- 매크로형(macro)은 특정 국가 또는 특정 경제권에 대한 거시 전망에 기초함으로써 인해 주식시장과의 상관관계가 가장 낮은 것으로 알려져 있음

- 글로벌매크로형 전략과 공모시장과의 상관관계를 추정해 보면, 해외주식(MSCI)과의 상관계수는 0.28, 국내주식(KOSPI)과의 상관계수는 0.24로 추정되고 있음
- 이와 같은 공모시장 주식과의 낮은 상관관계로 인해 지난 금융위기의 영향 하에서도 가장 양호한 절대수의 성과를 유지할 수 있었던 것으로 보고되고 있음

□ CTA(Commodity Trading Advisory)를 포함해서 대부분의 글로벌매크로형 전략은 광범위한 자료에 기초한 금융공학적(financial engineering) 접근을 기반으로 함

- 글로벌매크로 전략은 특정 국가의 거시경제상황과 지표 같은 계량 지표 및 정치상황 등과 같은 비계량 지표를 모두 포괄하여, 각 매크로 변수 간의 불일치를 포착하는 방식임
- 여기에는 많은 노하우와 전문지식, 그리고 이에 상응하는 전문인력을 필요로 하므로 헤지펀드의 여러 전략 중 운용 규모 측면에서는 가장 작은 비중을 차지하고 있으나,
- 금융위기와 같이 전반적인 시장 하락 및 변동성 확대의 시기를 거치면서 펀드의 누적 성과는 여러 운용 전략 중에서 가장 우수한 것으로 알려져 있음

2. 재간접헤지펀드(Fund of Hedge Fund)의 유형기

- 재간접헤지펀드는 개별 운용 전략에 대한 최적의 자산구성을 운용사에 위임하는 구조이나, 다수의 헤지펀드 지수산출기관⁸⁾에서는 투자 유형(investment style)에 따른 다양한 유형별 지수(style index)를 제공하고 있음
 - <표 III-2> ‘헤지펀드 운용 전략별 위험수익특성’ 에서 보는 바와 같이 재간접헤지펀드라 하더라도 운용 유형별로 매우 상이한 위험수익특성을 보고하고 있음
 - 이는 헤지펀드 도입단계에서 대부분의 기관이 재간접헤지펀드 형태로 접근하는 경우에는 기본적인 운용 유형에 대한 이해 및 의사결정이 필요함을 의미함

7) 재간접헤지펀드의 투자 유형은 Hedge Fund Research(HFR)가 제공하는 투자유형지수(investment style index)를 기준으로 분류하였음

8) 대표적 지수산출기관으로 본고에서 인용하고 있는 Hedge Fund Research(HFR)를 들 수 있으며, 그 외에 DI Credit Suisse 지수가 많이 사용되고 있음. 특히 HFRI는 개별펀드의 수익률을 단순 평균하는데 비해, DJCS지수는 펀드의 자산 규모로 가중평균하므로 시가총액 비중으로 가중평균 하는 일반적인 공모시장지수와 보다 유사한 지수산출방식이라 할 수 있음

<표 Ⅲ-2> 헤지펀드 운용 전략별 위험수익특성

구분	주요 전략	연평균수익률	연평균위험
단일전략펀드	주식헤지형	3.59%	3.09%
	상황추구형	7.01%	5.87%
	매크로형	5.91%	5.52%
	상대가치형	6.97%	4.47%
재간접펀드	보수적투자형	2.90%	4.10%
	분산투자형	3.06%	5.35%
	방어적투자형	5.38%	5.39%
	전략적투자형	2.88%	7.58%
	전체유형	3.13%	5.46%
공모시장	해외주식(MSCI)	-0.21%	4.81%
	국내주식(KOSPI)	5.57%	7.34%

주 : 기간은 2001.1~2012.10 Monthly data
 자료: Bloomberg, KOFIA, MSCI

가. 보수적투자(Conservative)

□ 재간접헤지펀드에서 보수적투자(conservative) 유형은 차익거래 및 시장중립적 전략을 구사하여 펀드의 총 변동성을 낮춰 일관된 수익성과를 달성하고자 함

- <표 Ⅲ-2> ‘헤지펀드 운용 전략별 위험수익특성’을 보면, 보수적 투자 유형의 총위험은 4.1% 수준으로 재간접헤지펀드 유형 중 가장 낮은 변동성을 기록하고 있음
- 보수적투자 유형이 주로 편입하는 헤지펀드 전략에는 주식시장중립(Equity Market Neutral), 채권차익거래(Fixed Income Arbitrage), 전환증권차익거래(Convertible Arbitrage) 등이 대상이 됨

- 보수적투자 유형은 금융위기로 인한 시장의 급락, 그리고 위기 이후 시장의 회복 등과 같은 시장 변동성에 비하여 비교적 일관된 수익성과 과를 기록하고 있어 재간접펀드 형태로 헤지펀드를 도입하고자 하는 국내 대부분의 기관투자자 성향에 부합하는 측면이 큰 것으로 사료됨
 - 헤지펀드에 대한 일반인의 인식이 매우 부정적임을 감안할 때, 특정 위기 상황에서 헤지펀드가 하방위험에 대한 훌륭한 방어기제(down side protection)로 작동할 수 있다는 사실은 기금운용의 안정성 측면에서 상당한 의미가 있음
 - 특히 국내주식과의 상관관계도 0.45로 추정되어 방어적투자 유형 다음으로 분산효과가 크게 작용할 수 있는 것으로 나타남

나. 분산투자(Diversified)

- 재간접헤지펀드의 분산투자형(diversified)은 다수의 매니저를 통해 다양한 운용 전략에 나누어 투자하는 유형을 의미함
 - 따라서 분산투자 유형의 과거 수익성과 또는 위험의 변화 추이를 살펴보면 결과적으로 재간접헤지펀드 종합지수(composite index)에 수렴함을 알 수 있음
 - 인덱스펀드와 유사하게 최대한의 분산효과를 통하여 특정 유형에 치중(style bias) 없이 중간 정도의 위험하에서 중간 정도의 수익을 목적으로 하는데 적합함
 - 그럼에도 불구하고 헤지펀드의 특성상 공모주식시장과 비교해보면 시장 호황기에는 공모주식보다 우수한 수익률을 성취하는 반면 시장 불황기에는 최소한의 손실로 하방위험(down side risk)을 상당 부분 회피할 수 있는 것으로 알려져 있음

다. 방어적투자(Defensive)

- 재간접헤지펀드 중 방어적투자(defensive) 유형은 공매도 또는 선물 활용 전략(managed futures) 등을 통하여 공모시장의 움직임에 대해 반대되는 포지션을 취하는 전략을 의미함
 - 따라서 HFRI의 방어적투자 유형 지수는 공모시장 지수인 S&P 지수와 음의 상관관계를 보이고 있어, 전반적인 시장 하락기에 더 높은 수익성 성과를 보이는 경향이 있음
 - 실제로 과거 12년 동안의 역사적 자료를 이용한 유형별 위험수익 특성을 살펴보면, 방어적투자형이 연평균 5.4%의 가장 높은 수익률을 기록하고 있음
 - 수익률의 표준편차로 측정한 총위험 역시 5.4%로 추정되어 재간접헤지펀드 종합지수(composite index) 보다 낮은 위험 수준을 보이고 있음

- 방어적투자 유형 지수의 이러한 특성은 기존 포트폴리오에서 주식 비중이 높은 기관의 경우 전체 포트폴리오에 대한 분산효과의 극대화 측면에서 방어적투자 유형에 대한 자산배분이 보다 강화될 필요가 있음을 시사하고 있음
 - 특히 공모시장과의 상관관계가 해외주식(MSCI)과는 0.14, 국내주식(KOSPI)과는 0.06 수준으로 추정되어 매우 우수한 분산효과를 기대할 수 있을 것임

라. 전략적투자(Strategic)

- 재간접헤지펀드 운용 유형 중에서 전략적투자형(strategic)은 지역적으로 신흥시장(emerging market), 산업 분류에 있어 특정 섹터(Sector specific)에 대한 비중을 의도적으로 과다편입(overweight)함으로써 초과수익(α) 창출하고자 하는 기회주의적(opportunistic) 전략을 의미함
 - 이러한 전략은 결과적으로 재간접헤지펀드 종합지수(composite index)에 비해 더 높은 변동성과 더 나은 분산효과를 달성하게 함
 - 전략적투자 유형에 속하는 펀드는 일반적으로 불황기에는 시장지수의 수익성과를 하회하고, 호황기에는 재간접헤지펀드 종합지수의 수익성과를 상회하게 됨
 - 따라서 HFRI를 이용한 실증분석 결과, 전략적투자 유형은 과거 12년 동안의 수익성과에서는 7.6%의 가장 높은 위험에도 불구하고 2.9%라는 낮은 수익률을 기록하여 가장 나쁜 위험조정수익률을 보이고 있음

<표 III-3> 재간접헤지펀드 유형 및 공모시장 상관관계 분석

	보수적 투자	분산 투자	방어적 투자	전략적 투자	재간접 전체	해외주식 (MSCI)	국내주식 (KOSPI)
보수적투자	1.00						
분산투자	0.93	1.00					
방어적투자	0.44	0.54	1.00				
전략적투자	0.85	0.96	0.47	1.00			
재간접 전체	0.94	0.99	0.55	0.97	1.00		
해외주식(MSCI)	0.67	0.67	0.14	0.74	0.71	1.00	
국내주식(KOSPI)	0.45	0.52	0.06	0.58	0.53	0.67	1.00

주 :기간은 2001.1~2012.10 Monthly data
 자료: HFRI, Bloomberg, KOFIA, MSCI

IV. 국내 기관투자자의 활용 전략

1. 국내 기관의 헤지펀드 수요 증대

- 대표적 장기투자자로 알려져 있는 국내 연기금 및 생보사의 자산운용은 대부분 대출 및 채권 위주의 안정적 자산배분으로 구성되어 있음
 - 지속적인 저금리 기조 하에서 이러한 자산배분 구조가 직면하게 되는 어려움은 기관의 부채 구조가 요구하는 일종의 목표 수익률(target return)을 충족시키는 것이 갈수록 어려워진다는 점임
 - 이와 더불어 글로벌 금융위기와 같이 거시적인 위기 상황에서는 운용 자산군(asset class)간의 상관관계가 급격히 높아짐으로 인하여 전체 포트폴리오 차원의 총위험(total risk)이 효과적으로 통제되지 않는 문제를 경험하고 있음
 - 이러한 상황에서 연기금 및 생보사를 포함하여 다수의 기관들이 수익률 제고 및 분산효과 확대를 목적으로 대체투자에 대한 자산배분 비중을 높이고 있으며, 그 중에서도 특히 위기 상황에서 수익률 보전 및 분산투자 효과가 큰 것으로 알려진 헤지펀드에 대한 관심이 증대하고 있음

- 헤지펀드의 지수산출기관인 Preqin(2011)의 설문조사에 의하면 연기금을 포함하여 기관투자자들이 헤지펀드 투자를 고려하는 이유로 응답기관의 61%가 분산투자라고 답변하였음
 - 나머지 36%는 금융위기 등을 거치며 시장 상황에 무관한 절대수익 추구의 필요성이 증대하였기 때문으로 응답하였음

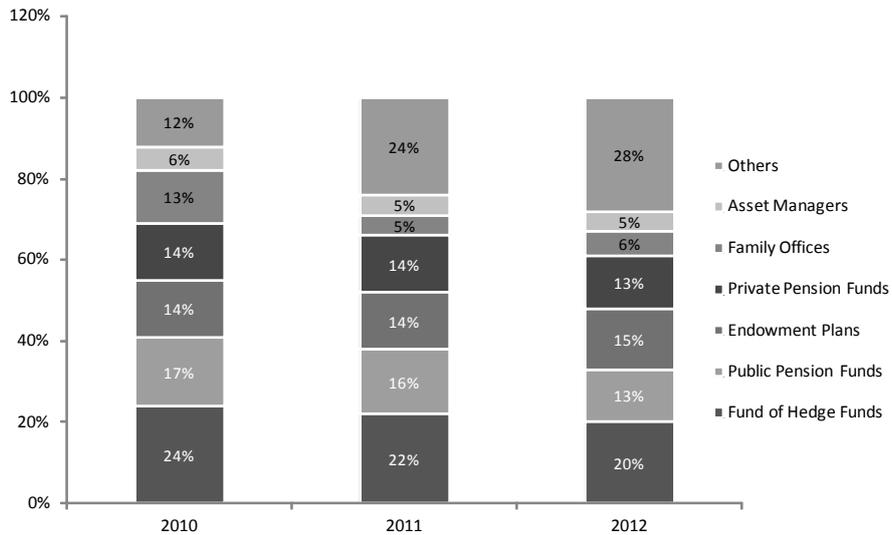
26 기관투자자의 헤지펀드 활용 전략

- 그에 비하여 총수익률 자체를 높이기 위한 목적이라는 답변은 1%에 불과하여, 일반인과는 상이하게 대부분의 기관투자자들은 헤지펀드 자체를 고위험-고수익(high risk high return) 자산으로 인식하고 있지는 않음을 알 수 있음

□ 금융위기를 지나면서 헤지펀드의 주요 수요자는 개인(고액자산가(HNWI))에서 기관으로 이동하는 추세임

- TheCityUK 보고서에 의하면 전체 헤지펀드에서 개인이 차지하는 비중이 2000년에는 54%로 절반 이상이었으나, 2011년에는 23% 수준까지 감소하였음
- UNPRI(2010)의 조사에 의하면 헤지펀드에 대한 글로벌 연기금의 자산배분 비중은 2007년 금융위기 이전에 3.6%에서 2010년 금융위기를 지나며 3.9% 수준으로 확대되고 있음

<그림 IV-1> 헤지펀드 주요 기관투자자의 투자 비중



주 : Others는 보험회사, 은행, 투자회사, 국부펀드, 기타 등으로 구성되어 있음
 자료: Prequin 2010~2012년 "Prequin Global Investor Report: Hedge Funds"
 자료 인용

□ 그러나 헤지펀드의 주요 투자자 측면에서는 공적 또는 사적연기금 (pension fund) 및 대학발전기금(endowment fund) 등의 비중은 감소하고 있는 것으로 파악됨

— Prequin 보고서에 의하면, 사적연기금 및 대학발전기금 등의 비중은 큰 증감없이 유지되는 반면, 공적연기금(public pension fund)의 비중은 2010년 17%에서 2012년 13%까지 감소하고 있음

- 앞서 언급한 UNPRI 보고서의 주장을 함께 고려하면, 기관투자자 중 공적연기금의 투자 비중이 감소한 원인은 연기금의 적극적인 자산배분 비중 축소보다는 금융위기의 여파로 공적연기금의 전체 운용자산 규모 자체가 줄어든데 있는 것으로 사료됨

- 빠른 속도로 증가하고 있는 기타(others) 투자자 부문은 주로 국부펀드의 영향인 것으로 추정됨

2. 국내 헤지펀드 투자 현황

- 국내 기관투자자 중에서는 현재 일부 연기금 또는 국부펀드, 그리고 보험 및 증권업계 등이 해외 헤지펀드에 투자 중이거나 투자를 검토 중인 것으로 알려져 있음

가. 한국투자공사

- 현재 공식적으로 헤지펀드에 투자하고 있는 국내 기관투자자로는 한국투자공사(Korea Investment Corporation: KIC)가 대표적임
 - 한국투자공사는 2005년 출범 이후, 2009년부터 본격적으로 대체 투자를 집행하기 시작하여 2011년말 현재 전체 자산에서 차지하는 대체투자 비중이 5.5% 수준을 유지하고 있음
 - 투자금액은 2010년 기준 \$2,085mil에서 2011년에는 \$2,369mil로 증가하였음
 - 한국투자공사의 헤지펀드 투자금액은 최초 투자가 집행된 2010년 \$500mil에서 2011년 \$912mil 수준으로 두 배 가까이 큰 폭으로 증가하였음
 - 따라서 전체 대체투자에서 헤지펀드가 차지하는 비중 역시 2010년 24%에서 2011년에는 39%로 증가하였음

- 한국투자공사는 헤지펀드를 포함하여 모든 대체투자 자산에 대하여 절대수익률 형태의 벤치마크(benchmark)를 적용하고 있음
 - 사모주식(PEF) 및 부동산을 포함하여 헤지펀드에 적용되는 벤치마크로는 'G7인플레이션+5%'가 적용되고 있음
 - 헤지펀드를 포함하여 대체투자 자산에 대한 수익성과는 따로 보고되지 않고 있음
 - 헤지펀드 도입 초기에는 대체투자 실무부서에서 재간접헤지펀드(FoHF)의 형태로 운용을 담당하였으나, 헤지펀드의 복잡한 구조 및 단일전략펀드로의 확대 등을 감안하여 최근에는 공사의 전략 부서인 투자전략실에서 헤지펀드의 투자를 담당하고 있음

나. 교직원공제회

- 국내 기관투자자 중 교직원공제회는 2004년부터 국내 운용사에 자금을 위탁하고 해당 운용사가 해외 재간접헤지펀드에 재투자 하는 형식으로 헤지펀드 투자를 진행하였으나 현재는 중단되었음
 - 위탁 자금의 일부가 매도프폰지사기(Madoff Ponzi Scheme)에 연루되어 있는 페어필드센트리펀드(Fairfield Sentry Fund)에 투자됨으로 인해 투자금의 실질적인 손실 및 헤드라인위험(headline risk) 노출 등을 이유로 투자를 중단하였음
- 2012년 들어 교직원공제회는 연초에 10개의 미국 및 유럽계 단일전략헤지펀드(single hedge fund)에 250억 원의 자금을 집행하였으며, 이후 추가자금을 집행하여 총 500억 원 규모의 헤지펀드 투자를 진행 중인 것으로 알려져 있음

- 교직원공제회는 2008년 헤지펀드 투자실패의 원인이 재간접헤지펀드 투자로 인한 실시간 모니터링의 어려움에 있었다고 파악하고,
- 신규투자를 특별계정(seperate account)을 통한 일단위 증가확인이 가능한 단일전략펀드로 한정하는 전략을 취함
- 헤지펀드 초기 투자자의 경우 헤지펀드 전략의 복잡성 및 전문인력의 부족, 그리고 이로 인한 투자관리의 어려움 등을 이유로 대부분 재간접헤지펀드를 고려하는 추세에 비하여, 실시간 모니터링을 통한 적극적인 투자관리를 선택한 교직원공제회의 의사결정은 시사하는 바가 크다고 하겠음

다. 우정사업본부

- 우정사업본부의 경우 예금부문과 보험부문으로 나뉘어 각각 글로벌 헤지펀드에 재간접펀드 형태로 투자를 집행하고 있는 것으로 알려져 있으며, 또한 과거부터 국내투자에서 절대수익추구형 펀드를 1,500억 원이상 규모로 운영해 온 전력이 있음
 - 따라서 한국형 헤지펀드의 출범 이후 국내 기관투자자의 시장 참여를 절실히 바라는 상황에서 기존에 절대수익추구형 펀드를 통해 운용실적이 검증된 운용사를 통하여 한국형 헤지펀드 시장에 접근하기 가장 용이한 위치에 있는 것으로 파악됨
 - 우정사업본부의 헤지펀드 운용사 모집요강(RFP)을 보면 재간접헤지펀드뿐만 아니라 단일전략펀드를 포함해서 ELN(Equity Linked Note)까지 다양한 형태의 유형을 커버하고 있는 것으로 파악됨
 - 모집요강을 참조하면, 우정사업본부가 요구하는 최소 운용실적(track record) 산정기간은 3년인 것으로 파악됨

- 전략 유형에 따라 차이는 있겠으나, 헤지펀드 업계의 특성 및 기회비용 등을 감안하면 운용실적 산정 기간의 하한을 필요 이상 길게 잡는 것도 바람직하지 않은 측면이 있는 것으로 사료되며, 해외 사례 등을 참조할 때 3년 정도의 운용실적 요구가 적절할 것으로 봄

라. 국민연금기금

- 우리나라의 대표적 공적연기금인 국민연금(NPS)의 경우 2008년도에 적극적으로 헤지펀드 투자를 검토하였으나 금융위기의 여파 등으로 인하여 아직까지 투자 타당성을 검토하는 단계인 것으로 알려져 있음

3. 헤지펀드 도입 전략

가. 투자수단(investment vehicle)의 선택

- 연기금을 포함하여 해외 기관들의 헤지펀드 운용사례를 살펴보면 대부분 운용인력의 전문성을 이유로 외부 운용사를 통한 위탁운용(outsourcing)의 형태를 취하고 있음
 - 위탁운용의 도입초기에는 과거 운용실적(track record)이 충분히 확보되어 있는 대형 운용사에 의한 재간접헤지펀드(FoHF)로 시작하는 것이 일반적임⁹⁾

9) Preqin(2011)의 서베이보고서에 의하면 헤지펀드 운용사를 선정하는데 있어 글

— 헤지펀드의 다양한 운용 전략에 대한 기금 내부의 역량이 축적됨에 따라 특정 전략에 특화된 전문 헤지펀드 운용사를 통한 개별 전략펀드(single fund)의 비중을 확대하는 방안이 추천됨

□ 기관 내부적으로 헤지펀드에 대한 투자 이력이 충분히 구축되고 전체 포트폴리오에서 차지하는 헤지펀드의 투자 비중이 의미 있는 수준으로 확대된다면 최종적으로는 내부인력 또는 기존 운용사의 인수 합병을 통한 직접운용의 형태로 발전할 수 있음

— 직접운용에 있어서도 단일 조직에 의한 내부 운용보다는 네덜란드 ABP와 같이 자회사를 통하여 기관의 헤지펀드 투자를 전담하는 방안이 추천됨¹⁰⁾

- UNPRI의 조사에 의하면 글로벌 연기금의 헤지펀드에 대한 평균 자산배분 비중은 3.9% 수준임
- 예를 들어 국민연금기금이 이러한 비중으로 자산배분 한다면 헤지펀드의 투자 규모는 약 \$14bn에 이르며, 이는 현재 10위권 글로벌 헤지펀드의 운용자산 규모에 해당함

□ 국내 기관의 헤지펀드 도입 전략에 있어 초기단계부터 일정 규모 이상의 자본이 배분될 수 있는 대형 연기금의 경우에는 재간접헤지펀드(FoHF)를 통한 최초 시장 접근과 함께 소수의 개별전략펀드(single hedge fund)에 대한 전략적 탐색도 병행할 필요가 있을 것으로 사료됨

로벌 기관투자자들의 62% 이상이 3년 이상의 운용실적을 요구하고 있으며, 일부 보수적 투자자(23%)는 5년 이상의 운용실적을 최저 하한으로 설정하고 있음

10) 2001년부터 본격적으로 헤지펀드 투자를 시작한 네덜란드 공무원 연금 ABP는 2006년 헤지펀드 투자 전문 자회사인 New Holland Capital을 네덜란드가 아닌 뉴욕에 설립하고 헤지펀드 투자 비중을 적극적으로 확대하고 있음

- 헤지펀드에 대한 투자 실패의 원인이 재간접헤지펀드 투자로 인한 투명성 부족 및 실시간 모니터링(daily monitoring)의 어려움에 기인하는 것으로 파악하고 단일전략펀드에 집중하고 있는 교직원공제회의 사례를 참조할 필요가 있음
- 이 경우 기관이 보유하고 있는 기존 포트폴리오와 분산효과의 극대화라는 관점에서 다양한 헤지펀드 전략 간에 일종의 최적자산배분(asset allocation) 작업이 수반되어야 함
- 이를 위하여 운용 초기에는 포트폴리오 자문 및 전략 자문과 같은 다양한 형태의 외부 투자자문(investment advise) 서비스를 적극적으로 활용하여야 할 것임

나. 운용 전략(investment strategy)의 선택

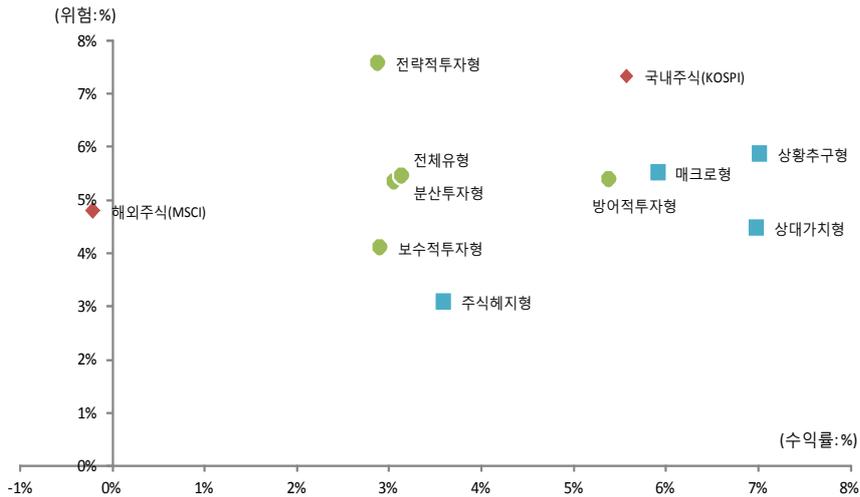
- 헤지펀드의 다양한 운용 전략 중 도입 초기 단계에서는 대부분의 경우 접근 가능성이 높고 기존 펀드매니저의 이해가 쉽다는 이유로 주식헤지(equity hedge) 유형의 전략을 권고하고 있음
 - 하지만 운용자산 규모가 일정 수준 이상인 기관투자자의 경우에는 도입단계부터 최적의 운용 전략을 선택한다는 관점에서 중소형 기관투자자와는 다른 접근이 요구될 수 있음
 - 예를 들면 대형연기금의 경우 최초 배정되는 자산배분 규모 및 기존 포트폴리오와의 상관관계, 위기상황에서 분산효과의 유지, 기금의 평판위험(reputation risk) 등이 종합적으로 고려되어질 필요가 있기 때문임

□ 분산효과의 극대화 측면에서는 국내의 공모주식과의 상관관계가 낮은 주식헤지형 및 글로벌매크로형의 전략이 적합할 것으로 사료되나, 보다 의미 있는 결과를 도출하기 위해서는 기관이 보유하고 있는 기존 포트폴리오 전체와 개별 전략 간의 상관관계가 도출되어 함

— 자회사를 통해 헤지펀드를 집행하고 있는 네덜란드 ABP는 헤지펀드 전략에 대한 자산배분의 기준으로 시장위험요인(market risk factor)에 의한 헤지펀드 변동성을 25% 이하로 제한하고 있음

- 이는 헤지펀드 포트폴리오의 전체 위험을 분해(risk attribution)할 때 체계적위험이나 이자율 같은 시장의 위험요인이 차지하는 위험기여도가 25% 미만이 됨을 의미함
- 이를 통하여 시장 상황에 무관한 절대수익 추구라는 헤지펀드 본연의 목적을 달성할 수 있을 것으로 기대함
- 위험요인에 대한 이러한 제약은 2008년 금융위기 당시 ABP가 보유하고 있는 헤지펀드 포트폴리오가 기대보다 시장위험에 과다하게 노출되어 있어 위기상황에서 수익률 방어라는 절대수익 추구라는 헤지펀드 본연의 목적을 달성할 수 없었다는 판단에 기초함

<그림 IV-2> 헤지펀드 운용 전략별 위험수익특성



주 : 기간은 2001.1~2012.10 Monthly data
 자료: HFRI, Bloomberg, KOFIA, MSCI

□ Hedge Fund Research의 지수(HFRI)에 의하면 재간접헤지펀드의 경우에도 특정 투자 유형에 따라 매우 상이한 위험수익특성을 보이고 있음

— 금융위기를 포함하여 과거 12년간의 역사적 실현치로 투자 유형의 위험수익특성을 산출해 보면 신흥시장이나 특정 산업(sector)의 투자 비중을 높이는 전략적투자형 보다는 안정적 차익거래(arbitrage)와 주식시장중립(Equity Market Neutral) 전략에 치중하는 보수적투자형이 보다 유리한 위험수익특성을 보이는 것으로 분석됨

- 이는 특히 하방위험의 방어 및 보수적 투자성향이 강한 국내 기관투자자에게 보다 적합한 투자 유형으로 분류될 수 있을 것임

- 그 외에 적극적 공매도 및 선물활용전략(managed futures) 등을 통하여 공모시장과 음의 상관관계를 갖는 방어투자(defensive) 유형이 지난 12년 동안의 과거 수익성과에서는 위험 대비 높은 수익성과를 기록하였음
 - 하지만 이는 금융위기와 그에 이은 국가 재정위기 등 과거 특정시기의 전반적인 시장 하락세가 반영된 결과로서 미래에도 이러한 추세가 지속됨을 보장하는 것은 아님을 주지하여야 함

다. 조직 내 담당부서 선정

- 기존 포트폴리오 상에 주식, 채권 등 전통적 투자자산 외에 대체투자를 독립된 자산군으로 분류하여 운용하고 있는 기관투자자의 경우 헤지펀드를 신규 도입하는 과정에 있어 운용 주체를 어느 부서로 할 것인가에 대한 논란이 있음
 - 이는 부동산 또는 인프라 투자와 같은 전통적 대체투자에 비해 새로운 대체투자로 분류되는 헤지펀드가 기본적으로 투자자산의 차이가 아닌 투자방식의 차이에 의해 전통적 투자가 아닌 대안적 투자로 분류되기 때문임
 - 따라서 헤지펀드 역시 대체투자의 일종으로 간주하여, 기존의 대체투자 운용부서에서 헤지펀드의 도입부터 실무 운용까지 책임지는 경우가 일반적이라 할 수 있음
 - 일본 연기금의 경우 대체투자라하면 일반적으로 헤지펀드에 대한 투자를 의미하기도 함
 - 미국 CalPERS의 경우에도 절대수익전략(Absolute Return Strategies: ARS)이라고 하여 별도의 자산군을 구성하고 있으나, 큰 범주에서는 대체투자의 일환으로 간주됨

- 하지만 일부 선진 연기금에서는 헤지펀드의 투자대상이 기존의 전통적 투자자산과 일치하며 다만 그 투자방식에서의 차이만 존재한다는 관점에서 전통적 투자부서에서 운용하는 사모투자 방식의 펀드로 설정하고 있음
 - 이러한 관리 방식의 대표적인 사례로 캐나다의 공적연금인 CPP, 또는 그 전담 운용기관인 CPPIB를 들 수 있음
 - CPPIB에서 헤지펀드는 해당 자산군에 편입되어 자산 포트폴리오의 변동성을 조절하는 역할로 정의됨
 - 예를 들면 주식헤지형 헤지펀드는 주식 운용부서에서 주식 포트폴리오에 편입하여 관리하며, 채권 차익거래유형은 채권 운용부서에서 관리하는 방식임
 - 국민연금의 경우 대체투자 부서가 아닌 해외주식 위탁운용 부서에서 롱숏전략의 단일헤지펀드를 운용할 수 있을 것임
 - 이러한 관리 방식이 갖는 최대 장점은, 헤지펀드의 여러 투자효과 중에서 '시장정보의 빠른 획득 및 전파'에 유리하다는 점임
 - 시장으로부터 유효한 초과수익을 창출하기 위하여 헤지펀드매니저들은 일반적으로 전통적 투자매니저에 비해 빠른 정보 접근 및 높은 정보 가공 능력을 보유하고 있는 것으로 알려져 있으므로, 전통적 투자매니저 입장에서는 이러한 정보의 공유가 전통적 자산 운용에 직접적인 도움을 줄 수 있음

- 헤지펀드 도입단계에서의 추진 주체와 실제 투자단계에서의 관리 주체를 이원화하는 방안도 강구해 볼 수 있음

- 많은 경우에 있어 헤지펀드의 투자 전략 및 운용 방식은 기존의 전통적 투자매니저에게는 익숙지 않은 상황이며, 이러한 새로운 전략에 대한 접근은 조직 내에서 운용 전략을 담당하는 부서가 강점을 갖는 경우가 일반적임
- 따라서 헤지펀드 도입은 실무 운용부서의 협조하에 전략 담당부서가 추진하고, 이후 펀드 운용이 어느 정도 성숙기에 접어든 후에 개별전략펀드의 도입과 함께 실무운용부서로 이관하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것임
- 이와는 반대로 국내 기관 중 교직원공제회의 경우에는 초기 도입 단계에서는 대체투자 실무부서에서 재간접헤지펀드(FoHF)의 형태로 투자를 집행하였으나, 금융위기 이후 2차 투자단계에서는 헤지펀드의 복잡한 구조 및 단일전략펀드 투자 등의 이유로 전략 부서인 투자전략실로 헤지펀드 운용부서를 변경한 사례도 있음

4. 헤지펀드 투자의 위험관리

가. 벤치마크(benchmark) 설정

- 자산운용에 있어 벤치마크란 계획(plan)단계에서는 자산배분 및 투자의사결정의 기준을 제공하며, 실행(do)단계에서는 펀드매니저에게 운용의 방향을 제시하고, 마지막 평가(see)단계에서는 성과측정의 기준점이 되는 가장 중요한 개념이라 할 수 있음

- 따라서 모든 신규 투자자산의 도입에 앞서 적절한 벤치마크의 설정은 반드시 선결되어야 하는 과제임
 - 하지만 헤지펀드를 포함하여 대부분의 대체투자 자산은 비유동성 및 사적거래라는 고유의 속성상 전통적 투자자산과 동일한 수준의 벤치마크를 설정하는 것이 불가능한 것으로 알려져 있음
- 대체투자 자산군에 적용되는 벤치마크에는 시장지수(market index)¹¹⁾, 동종집단비교지수(peer group index) 그리고 절대수익률(absolute return) 등이 있음
- 시장수익과 괴리된 절대수익을 추구하는 헤지펀드의 특성상 시장지수를 제외한 절대수익률과 동종집단비교지수가 벤치마크로 적용됨
- 대다수의 기관투자자들이 가장 많이 사용하는 헤지펀드 벤치마크는 ‘특정 거시경제 변수 + x%’ 형식의 절대수익률 개념임
- 여기에서 특정 거시경제 변수는 일종의 기회비용으로써 기관의 자본조달비용 또는 부채 관점에서 요구되는 최소수익률 등을 감안하여 일반적으로 시장에서 통용되는 단기금리로 결정됨
 - 글로벌 기관투자자들이 가장 많이 사용하는 단기금리는 Libor이며, 예를 들면 네덜란드 ABP의 경우 2012년 현재 ‘3개월 Libor 금리 + 3.5%’를 헤지펀드 포트폴리오의 전체 벤치마크로 적용하고 있음

11) 대체투자에서는 일반적으로 공모시장의 지수를 그대로 이용하기 보다는 사모시장의 특성을 반영한 공모시장등가(Public Market Equivalent: PME) 지수를 합성하여 사용함

- 또한 미국 CalPERS의 경우 초기에는 '1 year T-Bill + 7%'의 절대수익률과 CalPERS의 주식 벤치마크인 Wilshire2500을 1:1로 합성한 사용자벤치마크(customized benchmark)를 사용하였으나, 2005년 이후부터 현재까지 '1 year T-Bill + 5%' 이라는 절대수익률을 벤치마크로 설정하고 있음
- 한국투자공사(KIC)의 경우 'G7인플레이션 + 5%'를 헤지펀드를 포함한 모든 대체투자 자산군에 동일하게 적용하고 있음

□ 앞서 언급한 절대수익률 형태의 벤치마크는 투자의사결정단계에서 사용되는 전략적벤치마크(strategic benchmark)에 부합하는 개념이며, 단기간의 운용성과를 평가하는 기준이 되는 성과평가벤치마크(performance benchmark)로는 동종집단비교지수가 보다 효과적인 측면이 있음

- 본 보고서의 시장 현황 분석에서 주로 활용하고 있는 글로벌 헤지펀드 조사기관인 HFR의 헤지펀드지수(HFRI) 등이 대표적인 동종집단비교지수임
- 국내 기관투자자 중 우정사업본부의 경우 해외 헤지펀드 벤치마크로 DJCS Hedge Fund Index를 설정하고 있는 것으로 알려져 있음
- HFRI에는 재간접헤지펀드의 유형별지수 뿐만 아니라 개별전략펀드의 비교지수도 제공하고 있기 때문에, 기관이 투자하고 있는 유형과 유사한 형태를 선정하여 벤치마크로 활용할 수 있음
 - 하지만 헤지펀드의 동종집단비교지수는 일반적인 벤치마크지수의 요건이라 할 수 있는 대표성, 투자가능성, 정확성 등의 요건을 만족하지 않음을 주지하여야 함

- Ibbotson(2011)에 의하면 자산배분의 관점에서 헤지펀드의 동종집단비교지수에는 각종 통계적 편의(statistical bias)의 영향으로 인하여 수익이 과장되고 위험이 축소되는 경향이 있음
 - 생존편의(survivorship bias): 특정 사유로 운용을 중단한 펀드를 제거하고 현재 살아있는 펀드만 포함할 경우 발생하는 편의
 - 선택편의(selection bias): 성과를 집계하는 과정에서 운용자가 자발적으로 성과를 보고하기 때문에 발생하는 편의
 - 과거성과편입편의(backfill bias): 새로운 펀드가 편입될 때 편입시점 이후의 성과 외에 과거의 성과도 포함시킬 경우 발생하는 편의
 - 중복산정편의(double counting bias): 하나의 펀드가 두 개 이상의 전략으로 분류되어 있을 경우 발생하는 편의
 - 헤지펀드의 수익률을 집계하는 과정에서 이러한 여러 가지 편의로 인하여 연간수익률이 2~3% 정도 과대평가될 수 있는 것으로 알려져 있음

나. 운영위험(operational risk)의 관리

- 헤지펀드는 본질적으로 주식 및 채권을 투자대상으로 한다는 점에서 시장위험(market risk) 및 신용위험(credit risk)과 같은 일반적인 시장 관련 위험(market related risk)에 동일하게 노출되어 있으며, 그 외에 운영위험(operation risk)으로 대표되는 매니저 관련 위험(manager related risk)에도 함께 노출되어 있다는 점이 헤지펀드 위험관리의 주안점이라 할 수 있음

- 정성적 위험에 해당하는 매니저 관련 위험은 일반적으로 시장성 위험에 비해 정교한 정량적 관리가 어려운 것으로 알려져 있음
- 특히 우리나라의 기관투자자와 같이 언론에 과도하게 노출되어 있는 경우, 시장 내 모든 투자자에게 적용되는 시장성 위험에 의한 손실에는 언론이 비교적 관대하나 특정 기관에서 특정 사건에 의해 발생하는 비시장성 위험에 의한 손실은 언론을 통하여 특별히 부각되는 측면이 있음
- 따라서 언론에 의한 헤드라인위험(headline risk)에 민감한 기관투자자의 입장에서는 헤지펀드 투자에서 흔히 노출되는 비시장성 위험을 효과적으로 관리할 수 있는 위험관리 시스템의 마련이 무엇보다 중요함

□ 헤지펀드가 직면하게 되는 운영위험은 크게 내부운영위험(Internal Operational Risk)과 외부운영위험(External Operation Risk)로 분류될 수 있음¹²⁾

- 내부운영위험은 다음의 요인에 기인함
 - 가치평가방법론(valuation technique): 헤지펀드와 같은 비유동성 자산은 시장가격이 관측되지 않으므로 일반적으로 공정가치평가(fair valuation)에 의해 자산의 가치를 시가평가(mark to market)함. 하지만 이때 펀드가 적용하고 있는 가치평가(valuation) 방법론이 적절치 않은 경우 자산의 가치가 시장가치(market value)보다 크게 보고될 경우 이에 따른 성과보수 및 수수료가 과대해질 수 있음

12) Scharfman(2009), Hedge Fund Operation Due diligence를 국민연금기금 내부 보고서에서 재인용

- 보상 및 매니저 교체(compensation and employee turnover): 헤지펀드의 초과수익(α) 창출은 근본적으로 인적자원(intellectual capital)의 수준에 달려있음. 따라서 적절치 않은 보상체계(incentive scheme) 또는 이로 인한 주요 매니저의 교체는 펀드 성과의 하락과 직결됨
- 회사의 안정성(firm stability): 비용 구조와 환매제한기간(lockup) 등에 의해 헤지펀드 조직의 장기적 안정성 및 생존 가능성이 결정됨
- 운영상 조화(operational connectivity): 헤지펀드 조직 내에서 구성원 간의 정보 교류 및 투명성은 위험 및 성과관리에 중요한 요소임
- 계약조건(fund terms)

— 외부운영위험은 다음의 원인에 기인함

- 규제위험(regulatory risk): 헤지펀드가 등록되어 있는 지역의 관련법 및 금융 규제가 펀드의 수익성장에 직접적인 영향을 미침
- 자산 관련 위험(asset related risk): 특정 사건 등의 영향으로 펀드의 운용규모(AUM)가 급격하게 축소되는 경우 이는 다른 투자자에게도 일종의 신호효과(signaling effect)로 작용하여 펀드런(fund run)과 같은 현상이 발생할 수도 있음
- 서비스 제공자와의 관계(relationship with service providers): 헤지펀드는 다양한 종류의 서비스 기관을 활용함. 대표적인 서비스 기관으로 프라임브로커(prime broker)를 들 수 있는데, 금융 규제 등의 영향으로 투자은행의 프라임브로커 업무에 추가적인 비용이 발생하게 되는 경우 이는 헤지펀드에 직접적인 위험 요인으로 작용함

- 평판위험(reputation risk): 비시장성 위험 요인에 의한 사고는 그 자체로 부정적 여론의 원인이 되며, 이는 직접적으로 펀드 성과에 영향을 미칠 수 있음
- 거래상대방 감독(counterparty oversight)

□ 특히 공적연금의 경우 헤지펀드 투자를 적극적으로 확대하기 힘든 원인 중 하나로 사기사건에 연루된 평판위험의 가능성을 거론하고 있음

— 이러한 상황에서 일임계좌(managed accounts)의 형태로 펀드의 매매내역 및 보유현황 등을 주기적으로 보고함으로써 시스템적으로 펀드의 투명성이 확보되는 UCITS¹³⁾ 헤지펀드와 같은 체계가 대단히 유효하게 작동될 수 있을 것임

- UCITS 헤지펀드의 기준은 별도로 존재하는 것은 아니나, 일반적인 UCITS 규정을 준수하는 헤지펀드를 통칭하여 UCITS 헤지펀드라 함
- UCITS 헤지펀드는 EU에서 일반적으로 통용되는 가치평가, 위험모니터링, 보고서 등에 대한 규정이 모두 준수되며, 일반적으로 월단위 혹은 주단위의 투자회수가 가능한 특징이 있음
- UCITS 헤지펀드의 운용사는 헤지펀드의 운용실수, 사기 등에 의해 발생하는 우발적 비용에 대해 책임을 짐

13) The Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities framework의 약자로 뮤추얼펀드(mutual fund)에 대한 EU의 감독규정

- 투자초기단계인 재간접헤지펀드(FoHF)에 있어서도 투자 포트폴리오에 대한 투명성 확보가 무엇보다 중요함
 - 사후적 위험관리 측면에서 펀드와 독립적인 제 3기관에 의한 상시적인 검증 및 감시가 필수적이라 하겠음

다. 과도한 레버리지(leverage)의 통제

- 공적연금을 포함해서 다수의 기관투자자의 경우 일반적으로 위험관리의 차원에서 레버리지의 사용을 금지하고 있음
 - 그러나 헤지펀드는 사용하는 전략에 따라 높은 레버리지의 사용이 필수적인 경우가 있음¹⁴⁾
- 한국형 헤지펀드의 경우 도입 초기 과도한 위험을 방지하기 위하여 레버리지의 사용을 400% 이하로 제한하고 있음
 - 글로벌 헤지펀드의 경우에도 평균 레버리지는 150%를 넘지 않는 수준인 것으로 보고되고 있으나, 차익거래전략을 포함하여 일부 운용 전략의 특징에 따라 800% 이상의 높은 레버리지가 수반되는 경우도 있음
 - 헤지펀드를 도입하려는 국내 기관의 경우에도 레버리지 위험에 대한 기관의 허용 한도를 감안하여 적절한 수준의 사전적 제약을 설정할 필요가 있음

14) 주로 차익거래전략의 경우 작은 규모의 무위험 차익(arbitrage)을 배증시키기 위하여 높은 레버리지를 사용하는 경향이 있음

- 단일전략펀드의 경우 운용 전략의 특징 및 기관의 위험관리 정책에 따라 일정 부분 레버리지 한도를 설정할 수는 있겠으나,
- 재간접헤지펀드와 같이 여러 재무적투자자(LP) 중 하나로 참여하게 되는 경우 기관이 요구하는 레버리지 제약을 강제하기 힘든 구조일 수 있음

- 일부 전략에서 수반되는 높은 레버리지 역시 해당 전략의 특성상 필수적인 요소임을 감안하면 운용 전략마다 상이한 레버리지 한도를 설정하는 것은 적절치 않은 제약으로 사료됨
- 따라서 재간접헤지펀드의 포트폴리오 전체에 대한 평균 레버리지의 제약 역시 실질적인 위험관리의 효과는 없으면서 운용상의 비효율성만 증가시킬 우려가 있음

□ 공매도(short sale)의 경우에도 헤지펀드의 전략 구사에 있어 필수적인 요건이나, 금융위기 상황에서는 규제당국에 의해 일정 부분 통제되는 경우가 많음

- 특정 산업(섹터)에 대한 공매도 금지와 같은 감독규제는 헤지펀드의 운용 및 수익성과에 직접적인 영향을 미치는 위험 요인이 됨
- 따라서 위기 상황에서 공매도 규제의 영향을 고려한 전략별 포트폴리오 구성이 요구됨

5. 한국형 헤지펀드의 발전

- 최근 한국형 헤지펀드가 출범하였으나 운용사 선정에 있어 최소 3년 이상의 운용실적(track record)을 요구하는 기관투자자의 특성상 아직까지 증권사의 시드머니(seed money)와 자체 자금을 제외한 기관투자자에 의한 투자는 거의 이루어지지 않고 있는 상황임
 - 대부분의 기관투자자는 먼저 해외 헤지펀드를 중심으로 투자를 시행하고 향후 한국형 헤지펀드의 운용 실적이 상당히 축적되고 국내 운용사의 실력이 어느 정도 검증된 이후에 국내 부문으로 투자를 확대하는 전략을 취하고 있음
 - 한편 도입 초기인 국내 헤지펀드의 입장에서는 우수한 실사(duediligence)능력 및 자금력을 보유한 연기금의 시장 참여가 건전한 선순환 구조를 창출할 수 있다는 이유에서 개인보다는 기관의 헤지펀드 투자를 기대하고 있는 상황임
 - 국내 운용사에 대하여 헤지펀드와 유사한 절대수익추구형 펀드의 운용 경험이 있는 기관의 경우 한국형 헤지펀드의 도입이 보다 용이할 수 있을 것으로 사료됨
 - 국민연금과 같은 공적연기금의 경우 향후 한국형 헤지펀드에 대한 유효한 운용실적의 확보 측면에서라도 작은 규모의 자금이나 마 정책적으로 배정하여 시험적으로 운용(pilot test)할 필요가 있을 것으로 사료됨

V. 결론 및 시사점

- 장기적인 저금리 기조 하에서 채권 투자는 더 이상 필요로 하는 요구수익률을 맞출 수 없으며, 위기 상황의 상시화에 따라 주식프리미엄(equity premium)에 대한 장기적 신뢰 역시 추락한 상황에서, 국내 기관투자자를 중심으로 대체투자에 대한 관심이 증대하고 있는 상황임
 - 따라서 기관의 대체투자 확대에는 여러 가지 목적이 있겠으나, 수익의 관점에서는 채권 투자에 대한 수익률 제고를 도모하기 위함이며, 위험의 관점에서는 경제 위기 상황에서 분산효과의 극대화를 목적으로 하고 있음

- 그 중에서도 헤지펀드 활용의 목적은 대다수의 기관투자자에 있어 수익률 제고보다는 분산효과의 극대화에 있는 것으로 관측됨
 - 특히 금융위기와 같이 시장위험이 크게 작용하는 시점에서 절대 수익을 추구하는 헤지펀드를 포트폴리오에 편입함으로써 인해 전체 수익률의 하방위험(down-side risk)을 일정 부분 상쇄하고자 함
 - 다양한 헤지펀드의 운용전략을 고려함에 있어 이러한 투자목적에 분명히 하여 전략적으로 접근할 필요가 있을 것으로 사료됨

- 공적연기금을 포함하여 국내 기관의 헤지펀드 활용이 어려운 이유는 다음과 같은 헤지펀드의 근본 속성에 기인함
 - 헤지펀드의 다양한 위험수익구조(risk return profile) 특성

- 다양한 투자 전략이 존재하나 일반적으로는 중위험-중수익 구조라 할 수 있음
 - 유동성 측면에서는 중단기의 투자 상품에 해당함
 - 헤지펀드의 수익 원천이 일반적인 시장수익(β)이 아닌 펀드매니저의 고유한 역량(skill)에 의해 창출되는 초과수익(α)이라는 점
 - 헤지펀드 자산의 운용 및 위험관리에 있어 기존의 전통적 투자와 차별화된 운용상 노하우가 필요함
 - 언론에 노출되어 있는 기관투자자의 입장에서 평판위험의 가능성
- 글로벌 헤지펀드 시장은 금융위기 이후 기관투자자를 중심으로 빠르게 회복되고 있으나, 미국 및 유럽을 중심으로 하는 금융 규제의 강화로 인하여 외형적 성장에는 한계가 있을 것으로 전망됨
- 특히 유럽 재정위기의 장기화 등으로 인하여 EU 국가의 헤지펀드 시장 규모는 상당 기간 축소될 것으로 전망됨
 - 그럼에도 불구하고 연기금과 같은 글로벌 기관투자자의 자산배분에서 차지하는 헤지펀드 투자 비중은 계속해서 증가할 것으로 예상됨
 - 국내에서는 한국형 헤지펀드가 의욕적으로 출범하였으나, 제도 초기에 충분한 운용실적(track record)이 축적되기 전까지는 주요 기관투자자의 참여가 어려울 것으로 예상됨
- 헤지펀드의 도입 단계에서는 일반적으로 재간접헤지펀드(FoHF) 형태로 투자를 시작함으로써 펀드관리의 전문성 및 인력의 부족 문제를 해결하고 위험관리의 부담을 경감하는 방안이 제시되고 있음

- 내부적인 운용의 전문성 확보라는 측면에서 재간접헤지펀드와 함께 단일전략펀드의 투자 가능성도 모색할 필요가 있음
 - 투명성 및 실시간 모니터링이라는 측면에서는 재간접헤지펀드의 운영위험이 오히려 부각될 수도 있음
 - 따라서 대형 연기금의 경우 투자 도입 단계에서부터 단일전략펀드의 병행 운영을 적극적으로 검토할 필요가 있음
- 헤지펀드의 다양한 투자 전략 중에서 초기 도입 단계에서는 주식헤지형(equity hedge) 전략이 기존 펀드매니저에게 친숙하다는 이유로 선호되는 경향이 있으나, 투자 전략의 선택은 철저히 기관이 보유하고 있는 기존 포트폴리오와의 분산효과 및 목표로 하는 시장위험요인과의 괴리 수준에 따라 결정되어야 함
- 분산효과의 극대화라는 목표에서는 글로벌매크로형 전략의 적극적인 편입도 고려해 볼 필요가 있음
 - 재간접헤지펀드를 이용하는 경우에도 투자 유형(investment style)에 대한 고려 및 의사결정이 필요함
 - 하방위험(down side risk)의 방어와 같은 보수적 투자성향이 강한 국내 기관투자자에게 있어서는 보수적(conservative) 투자 유형이 적합할 수 있을 것으로 사료됨
- 위험관리 측면에서는 적절한 벤치마크(benchmark)의 설정과 효과적인 운영위험 관리 방안 마련이 핵심이라 할 수 있음
- 헤지펀드 벤치마크로는 주로 절대수익률 관점에서 ‘단기금리+ α ’ 형태와 동종집단비교지수(peer group index)가 사용됨

- 헤지펀드 투자의 목적 및 헤지펀드 지수의 특성상 절대수익률 형태의 벤치마크가 적합할 것으로 사료됨
 - 단기 성과평가의 관점에서 동종집단비교지수가 보조적으로 사용될 수 있을 것임
 - 효과적인 위험관리를 위해서는 투자 초기 단계에서부터 가능한 포트폴리오 단위의 실시간 모니터링이 가능한 체계를 구축할 필요가 있음
 - 특히 재간접헤지펀드 형태로 투자를 집행하는 경우에 있어서도 투자자 차원의 실사 및 관리 능력의 필요성이 간과되어서는 안 됨
- 국내 기관투자자들이 기존의 포트폴리오에 신규로 헤지펀드를 도입하는 경우 편입 시점에 대한 전략적 판단이 필요함
- 글로벌 경기침체 및 규제 강화, 이로 인한 펀드 해산 등의 영향으로 단기적으로 헤지펀드의 위험수익구조는 과거에 비해 악화될 수 있을 것으로 예상됨
 - 따라서 특히 단기 수익성과에 의한 평판위험에 민감한 국내 기관투자자의 경우 헤지펀드 운용사의 설정 이후 실제 자금이 투입되는 시점을 탄력적으로 조정할 필요가 있음
- 헤지펀드에 대한 막연한 오해와 위험관리상의 어려움에도 불구하고, 국내 기관투자자의 입장에서 헤지펀드는 투자의 효율적 경계(efficient frontier)를 넓힐 수 있는 기회임에는 분명함
- 따라서 사전적으로 적절한 위험관리 체계와 효율적인 도입 방안을 마련한 이후, 이사회 및 여론의 부정적인 의견에 대해 보다 적극적으로 대응할 필요가 있음

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김재칠 · 김종민, 2011, 『한국형 헤지펀드의 미래와 영향』, 자본시장연구원
이슈페이퍼 11-06.
- 노희진 · 김규림, 2008, 『헤지펀드의 국내 허용 방안』, 자본시장연구원
연구보고서 08-03.
- 진익 · 김상수 · 김종훈 · 변귀영 · 유시용, 2009, 『헤지펀드: 운용 전략과 활
용방안』, 명경사.

<해외문헌>

- HFR, 2011, *Hfr Strategy & Regional Classifications*.
- Ibbotson Roger G., Chen P., Zhu, K., 2011, The ABCs of Hedge
Funds: Alphas, Betas, and Costs, *Financial Analysts Journal* 67
(Jan), 15-25.
- Preqin, 2011, *Preqin Global Investor Report: Hedge Funds*.
- Scharfman J., 2009, *Hedge Fund Operation Due diligence: Understanding
the risks*, Wiley.
- TheCityUK, 2012, *Hedge Fund*.
- UNPRI, 2010, *Report on Progress 2010*.

<웹사이트>

국민연금공단	www.nps.or.kr
교직원공제회	www.ktcu.or.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
사립학교교직원연금공단	www.ktpf.or.kr
우정사업본부	www.koreapost.go.kr
한국투자공사	www.kic.go.kr
ABP	www.abp.nl
Bloomberg	www.bloomberg.com
CalPERS	www.calpers.ca.gov
CPP	www.cppib.ca
Hedge Fund Research	www.hedgefundresearch.com
MSCI	www.msci.com
TheCityUK	www.thecityuk.com