

헤지펀드 운용전략 활용방안

보험연구원 진 익¹⁾

I. 서론

- 최근 국내 기관투자자들이 운용수익률을 제고하고자 대체투자자산인 헤지펀드를 기존의 포트폴리오에 편입하는 방안을 검토 중
 - 국내 기관투자자들이 유가증권자산 구성 조정을 통해 운용수익률을 개선해야 할 필요성 증가
 - － 기관투자자의 보유 자산 중 전통적인 투자대상으로부터의 수익이 정체된 상황이며, 특히 안정적인 수익흐름을 확보하는 것에 대한 사회적 요구가 제기됨.
 - 헤지펀드를 활용하면 시장하락기에 자산가치를 안전하게 보전하면서 시장상승기에는 초과성과를 기대할 수 있음.
 - － 또한 기존에 보유하고 있는 포트폴리오에 헤지펀드를 추가할 경우 투자다변화 효과도 제고될 것으로 기대됨.
- 그러나 헤지펀드는 전통적인 투자자산과 차별화되는 독특한 위험-수익구조를 갖는 것으로 알려지고 있는 만큼, 이를 감안하여 투자위험을 보다 면밀히 파악한 후 투자를 결정할 필요성 존재
 - 헤지펀드 투자는 전통적인 위험조정수익률로는 식별되지 않는 대형손실위험을 수반하는 바, 기관투자자가 시장위험 및 대형손실위험을 기피하는 정도에 따라 헤지펀드 투자의 유용성이 달라질 수 있음.

1) 재무연구실 연구위원(realwing@kiri.or.kr)

- － 또한 등록 및 공시의무를 부담하지 않는 헤지펀드의 특성 상 투자 정보를 확보하기 쉽지 않은 만큼, 투자자가 헤지펀드의 운용전략 및 운용능력을 정확히 평가하기가 쉽지 않음.
- 따라서 본보고서는 국내 기관투자자가 헤지펀드 투자 실행 시 참조할 수 있는 헤지펀드 운용전략, 성과분석, 자산배분 기법을 소개함.
 - 헤지펀드의 구조와 특징을 소개하고, 대표적인 헤지펀드 운용전략으로서 Long/Short Equity 전략, Global Macro 전략과 Managed Futures 전략의 활용가능성을 검토함.
 - － 또한 기존 포트폴리오에 헤지펀드를 편입하고자 할 때 활용할 수 있는 성과분석, 자산배분 기법을 소개

II. 헤지펀드의 기초

- 헤지펀드는 투자자, 헤지펀드 매니저, 프라임 브로커(prime broker), 사무관리회사(fund administrator), 증권수탁회사(custody) 등에 의해서 운용되는 구조를 가지고 있음.
 - 운용회사 매니저는 전략적 자산배분을 결정하고, 통상 2%의 운용보수와 20%의 성과보수를 받음.
 - 프라임브로커는 헤지펀드를 대상으로 유가증권 대여(securities lending), 대출, 청산 및 결제 제공, 펀드관리 등의 서비스를 제공하며, 나아가서 헤지펀드의 운용과 성장에 필요한 제반 서비스를 제공하는 서비스제공회사(service provider)로서의 역할을 함.
 - 사무관리회사는 운영서비스를 제공하는 회사인데, 거래 기장, 펀드 실적과 투자관리자의 보수를 결정하는 펀드 순자산액을 산정해 투자자에게 통보하는 역할을 함.
 - 증권수탁회사는 증권, 현금 등을 수탁·관리하며, 마진콜(margin call) 충족 여부를 관리함.

- 헤지펀드는 신용매수(margin buying), 대차거래(security lending)와 공매도(short selling), 레버리지(leverage)를 활용하여 뮤추얼펀드와 차별화된 운용전략을 구사함.
 - 레버리지는 브로커회사에 있는 신용거래계좌를 통하여 자금을 차입하여 주식을 추가로 매입하거나 주식매입 시 액면가액 전액을 지불하는 대신, 증거금만 예치함으로써 주식을 매입하는 것 등을 의미
 - 신용매수는 다른 증권을 담보로 활용하여 브로커로부터 현금을 빌려서 주식을 매수하는 것을 의미하는데, 이 경우 담보를 증거금(margin)이라고도 함.
 - 증권의 대차거래는 증권대차계약에 의해서 증권을 대차하는 것을 의미하고, 공매도는 주가의 하락을 예상하여, 보유하지 않은 주식을 매도하는 것을 의미하여 개념적으로 신용매수의 반대개념임.
 - － 공매도자는 공매도로 인해서 잠재적으로 무한 하방위험에 노출되는데, 특히 브로커가 대여해준 주식을 급히 반환하라고 요구하는 경우 공매도 스퀴즈(short squeeze) 위험에 처할 수 있음.

III. 헤지펀드 현황

- 2007년부터 전 세계 금융시장을 강타한 글로벌 신용위기(Credit Crunch)로 인해 헤지펀드 시장 및 산업도 큰 위기에 봉착하여 헤지펀드 전체 자산규모가 급속도로 감소되고 있는 것이 관측되고 있음.
 - 혹자는 이번 금융위기 이후에 헤지펀드 시장이 상당 기간 위축되어 쉽게 회복하기 힘들 것으로 예측하고 있기도 하고, 혹자는 금융위기 이후에 새롭게 보강된 제도 하에서 다시 도약할 수 있을 것으로 예측하기도 함.
- 그러나 일부 운용전략의 경우 금융위기에서도 우수한 운용성과를 보여주고 있는 만큼, 헤지펀드 시장 동향에 대한 객관적인 분석을 통해 국내

에 도입 가능한 헤지펀드 운용전략의 장단점을 확인해 볼 필요가 있음.

- 가장 큰 자산규모를 가진 헤지펀드 회사들의 순위와 수익률 상위 헤지펀드 회사 순위 현황을 살펴보고 이에 대해 분석함.
- 2007~2008년 사이의 힘든 기간에도 괄목한 만한 수익률을 달성한 헤지펀드들이 있으며, 전체 금융자산에 대한 투자 자체가 의문시되는 상황에서 역사적으로 기록될만한 생존 가능한 운용전략과 운용자들도 존재함을 확인할 수 있음.

IV. 헤지펀드 운용전략 활용

1. Long/Short Equity 전략

- Long/Short Equity 전략은 헤지펀드의 근간이 되는 운용전략으로 분류되는 전략임.
 - 매수/매도포지션을 동시에 취한다는 특징은 헤지펀드의 공매도 활용, 레버리지 활용 및 시장방향성과 독립적인 운용전략 등과 밀접한 관련이 있음.
- 헤지펀드에 관심을 가지고 있는 투자자라면 보편적인 운용전략들 중 하나인 Long/Short Equity 전략의 개념, 구조 분석, 실행 방법과 사례에 대해 구체적으로 파악할 필요가 있음.
 - Long/Short Equity 전략에 대한 정확한 이해를 통해 다른 헤지펀드 운용전략들에 대한 접근이 보다 용이해 질 수 있음.
 - 국내 금융시장의 다양한 운용기관들은 이미 동 운용전략의 실행에 필요한 기본적, 기술적 및 계량적 분석기법들을 직·간접적으로 도입하여 실행하고 있음.
- 또한 Long/Short Equity 전략의 실행사례와 성과분석기법을 정확히

이해하면, 헤지펀드 도입 초기에 국내 제도 마련에 대한 시사점을 도출하고 투자대상으로서 헤지펀드의 매력을 확인하는 것에도 도움이 될 수 있음.

- － 몇몇 국내 금융기관에서 Long/Short Equity 전략을 활용한 헤지펀드 운용을 직접 시도하고 있다는 점에서, Long/Short Equity 전략이 타 전략에 비해 응용가능성이 높다고 판단됨.

2. Global Macro 운용전략

□ Global Macro 전략의 기본 투자 아이디어는 시장이 불균형 상태에 있는 경우 이러한 불균형 상태가 지속될 수 없고 균형상태로 회귀하려한다는 경제이론에 근거함.

○ 기본적으로 거시경제(Macro-economy)를 중장기적으로 분석하여 이러한 불균형상태에 있는 글로벌 시장을 찾아 투자하게 됨.

- － 이러한 불균형 상태는 경제상황, 특히 헤지펀드의 주 활동무대인 금융시장의 상황이 정상적이지 않은 상태에서 많이 발생함.

○ 매크로 펀드의 중요한 사회적 기능은 이러한 불균형상태를 시장에 알리고, 불균형이 해소되는데 선도적인 역할을 한다는 것임.

- － 전략 실행 예에서 확인할 수 있는 바와 같이, 매크로 펀드의 활동에 따라 시장불균형이 식별되고 다른 금융시장 참여자들의 차익거래가 유도되며 궁극적으로 그러한 불균형의 해소가 촉진됨.
- － 유럽통합 과정에서 부각된 국가간 규제 불균형, 신흥시장의 급속한 성장에 따른 금융시장간 불균형 등을 활용하는 매크로 펀드의 활동이 대표적인 예임.

□ 최근 글로벌 금융위기 확산 과정에서 국내 금융시장과 국제 금융시장들 간 불균형 상태가 상당기간 지속되었던 바, Global Macro 전략의 활용

가능성이 높았던 것으로 판단됨.

- 예를 들어, 해외에서는 달러화의 약세가 시현되는 가운데 국내 통화의 평가절하 폭이 상대적으로 컸던바 매크로 펀드가 투자기회로 활용할 수 있었을 것으로 보임.
- 매크로 측면에서 보자면 불균형 상태가 장기적으로 지속될 수 없는 만큼, 금융위기로 인한 불균형 발생이 Global Macro 펀드에게 투자기회를 제공할 수 있음.
- 따라서 Global Macro 전략은 금융위기 과정에서 오히려 활용가능성이 높아지는 전략이라고 볼 수 있으며, 동 전략의 활용은 궁극적으로 불균형 해소에 기여할 것임.

3. Managed Futures 운용전략

- Managed Futures 전략은 시장효율성이론(market efficiency theory)에 근거하여, 시장의 효율성이 담보된 상황에서 일시적으로 발생하는 차이거래 기회는 지속되기 어렵다는 점에 주목함.
 - Managed Futures 전략은 단기적인 차익거래(arbitrage) 기회의 해소라는 시장안정화 기능을 수행함.
- 금융위기 상황에서는 Managed Futures 전략과 같이 추세를 추종하거나 패턴을 찾아 투자하는 운용전략이 위험하다고 판단됨.
 - 금융위기에서는 시장효율성이론이 정상적으로 작동하리라 기대하기 어려운 만큼, Managed Futures 전략의 성공가능성에 대해서도 판단하기 어려움.
 - 또한 금융위기에서는 차익거래 기회를 식별하기 위한 분석도구의 신뢰성이 낮아지므로, Managed Futures 전략을 신뢰하기 어려움.
 - 추세나 패턴을 분석하는 기법(technical analysis)은 시장이 어느 정

도 안정적인 상태를 유지하고 있다는 가정 하에 분석하는 것임.

- 시장이 불안정하면 신호에서 추세(trend)의 강도보다 잡음(noise)의 강도가 강하게 나타나므로, 차익거래 신호를 식별해 내더라도 그 신호가 추세적인 것인지 아니면 일시적인 것인지를 분간하는데 한계가 있음.

V. 헤지펀드 성과분석

□ 헤지펀드 지수를 이용한 헤지펀드의 과거 성과분석결과는 헤지펀드가 매력적인 투자대상임을 보여줌.

- 헤지펀드는 전통적인 투자자산인 주식, 채권투자 등에 비해 위험-수익 기준에서 우월한 투자성과를 제공할 수 있으며, 전통적 자산에 대해 낮은 상관관계를 갖는 관계로 포트폴리오 구성 시 다변화효과를 제공할 수 있음.

- 분산된 포트폴리오를 구성하고자 하는 투자자의 경우, 포트폴리오의 위험조정성과를 제고하기 위한 효과적인 수단으로서 헤지펀드를 활용할 수 있음.

- 헤지펀드 성과는 펀드매니저의 운용능력에 크게 의존하는데, 위험조정수익률 기준에서 우월한 성과를 보이며 다변화효과를 제공한다는 것은 펀드매니저의 운용능력이 뛰어나다는 증거로 간주될 수 있음.

□ 그러나 헤지펀드 운용구조의 투명성이 낮아 부정사건이 발생할 여지가 많고 개별 헤지펀드의 도태율도 높은 만큼, 헤지펀드 선별 과정에서 엄격한 Due Diligence가 요구됨.

- 헤지펀드 운용전략들 간 상관관계, 그리고 전통적 자산들과의 상관관계는 시장상황에 따라 예상보다 높아질 수 있으며, 일부 헤지펀드 운용전략에서는 높은 수준의 Downside 위험이 수반됨.

- 즉, 포트폴리오 관리자는 헤지펀드 포트폴리오를 구축함에 있어 단

순한 평균-분산 최적화와 더불어 비정상적 하락위험에 대한 관리까지 고려하여야 할 것임.

VI. 헤지펀드를 포함한 자산배분

□ 헤지펀드 투자 초기에는 외부 재간접헤지펀드를 활용하여 헤지펀드 투자를 집행하는 것이 국내 기관투자자에게 보다 유리하다고 판단됨.

○ 우수한 운용전략 및 실행능력을 보유한 운용자를 선정할 수 있을 때, 헤지펀드 투자로부터 우수한 성과를 기대할 수 있음.

－ 헤지펀드 운용전략을 충분히 이해하고 외부 운용자들과의 네트워크를 구축하기 전까지는 운용과정 대부분을 외부에 위탁하는 것이 불가피함.

○ 재간접헤지펀드를 활용하면 성과가 우월한 헤지펀드 운용자를 보다 용이하게 선별할 수 있고 다양한 운용전략간 투자다변화를 보다 체계적으로 달성할 수 있음.

－ 다만 재간접헤지펀드를 활용하려면 추가적인 보수를 지불해야 하며, 대부분의 경우 재간접헤지펀드 운용자의 개입에 따라 운용과정의 투명성이 낮아진다는 점에 주의할 필요가 있음.

□ 장기적으로는 국내 기관투자자가 헤지펀드 운용전략 및 운용자를 자체적으로 선정할 수 있는 능력과 시스템을 갖추어야 할 것임.

○ 기관투자자는 특수한 부채를 부담하는 만큼 이를 안정적으로 이행하는데 기여할 수 있는 투자방식을 선택해야 하며, 스스로의 위험기피성향을 감안하여 투자자산간 자금 배분을 결정해야 함.

－ 따라서 기관투자자 스스로가 헤지펀드 운용전략을 판단할 수 있고 헤지펀드 운용자들과의 네트워크를 이미 구축한 상태라면 헤지펀드 투자의 전 과정을 자체적으로 담당하는 것이 보다 유리함.

○ 향후 헤지펀드 투자경험이 충분히 축적되고 전체 운용자산 중 헤지

펀드 비중이 일정 수준 이상 높아지게 되면 외부 헤지펀드 운용자 선정을 기관투자자 스스로 수행하는 것이 바람직함.

- 기관투자자는 헤지펀드 투자실행을 외부에 위탁하는 경우와 직접 수행하는 각각의 상황에서 활용할 수 있는 기법에 대해 이해할 필요가 있음.
 - 헤지펀드 투자실행을 외부에 위탁할 때, 실행 결과가 기관투자자의 요구사항을 제대로 반영한 것인지 여부를 판정할 수 있는 스타일분석 방법론에 대한 이해가 요구됨.
 - 헤지펀드 투자실행을 기관투자자 스스로 수행하고자 할 때는, 운용 스타일들간 투자자금 배분을 결정할 수 있는 자산배분 방법론에 대한 이해가 요구됨.
- 기관투자자는 헤지펀드를 기존 포트폴리오에 편입했을 때의 시장위험과 대형손실위험을 정확히 파악하고 각 위험에 대한 스스로의 위험기피 성향을 감안하여 편입 비중을 결정할 필요가 있음.
 - 기관투자자가 시장위험과 대형손실위험을 모두 고려하여 포트폴리오를 구성하고자 할 경우, 대체로 국내 채권이 헤지펀드로 대체될 것으로 예상됨.
 - － 대형손실위험까지 감안하면 일정 기간 동안 발생할 수 있는 최대 손실가능액 규모가 상당한 수준으로 증가하는 만큼, 기관투자자는 이를 감안하여 포트폴리오 위험을 보다 신중히 관리해야 할 것임.
 - 대부분의 기관투자자는 장래에 발생할 지급의무의 이행가능성을 감안해야 하는 만큼, 자산가치의 장기 보전을 위해 대형손실위험을 적절히 통제하면서 헤지펀드를 활용해야 할 것임.
 - － 시장상황이 급변하는 경우 사전적으로 감지되지 않던 대형손실이 갑작스럽게 실현될 수 있는 바, 기관투자자는 엄격한 실사(due diligence)와 스타일분석(style analysis)을 활용하여 헤지펀드 운용자가 운용재량권을 남용하지 못하도록 면밀히 감시할 필요가 있음.