

- I. 서론
- II. 헷지펀드(Hedge Fund)의 개요
- III. 헷지펀드 현황
- IV. 지배구조 관련 최근 이슈
- V. 결어

I. 서론

주식·채권은 물론 선물옵션 등 파생금융상품, 금리·통화관련 상품까지 다양하게 투자하는 등 고도의 금융기법을 이용해 모든 상품에 투자함으로써 부를 창출할 수 있는 헷지펀드(Hedge Fund)는 “자본시장의 꽃”이라 불리고 있지만, 1990년대 말 우리 경제의 발목을 잡은 외환위기의 주범으로 평가받기도 한다. 이러한 헷지펀드가 최근 들어 새롭게 주목받고 있는데, 정부는 우리나라를 동북아 금융허브로 발전시키기 위한 발판으로 헷지펀드를 지목하고 이르면 2009년부터 이를 허용할 계획이다.

여기서는 이러한 헷지펀드가 지닌 의의와 역할에 대해 살펴보고, 최근 국제적으로 논의되고 있는 지배구조 개선에 있어서 헷지펀드의 역할 및 시사점에 관해 살펴보고자 한다.

II. 헷지펀드(Hedge Fund)의 개요⁰¹⁾

1. 헷지펀드의 정의 및 특성

헷지펀드에 관한 정의는 명확히 내려져있지 않지만, 일반적으로 100명 미만의 소수 투자자로부터 사모방식으로 자금을 모집하고 각종 투자기법을 활용하여 자금을 운용한 후 투자실적에 따라 배당하는 투자 partnership을 일컫는다.

헷지펀드는 소수의 투자자를 대상으로 함에 따라, 투자대상 및 한도에 대한 제한이 없고, 감독기관에 등록, 공시 등 일반 펀드에 적용되는 규제가 적용되지 않는다. 특히, 적격투자자⁰²⁾만을 대상으로 하는 펀드는 투자자 수에 관계없이 투자자 보호의 필요성이 적어 투자회사법의 규제를 받지 않는다. 그리고 사모방식으로 자금을 모집하므로 일반인을 대상으로 하는 광고가 금지되어 있으며, 판매전문 컨설팅회사를 통해서 판매가 이루어진다. 또한 헷지펀드는 대부분 수익의 20% 정도를 펀드매니저가 보수로 취득하기 때문에 높은 수익에 대한 동기를 제공한다.

2. 헷지펀드의 발전

최초의 헷지펀드는 1949년 Alfred Jones에 의해 설립되었다. 그는 운용수익을 높이기 위해 레버리지(leverag)를 사용하였고, 이로 인해 높아지는 위험성을 줄이기 위해 공매도(short selling)전략을 구사하였으며, 운용성과에 비례하여 수수료로 받을 수 있도록 성과보수제를 도입하였다.

이러한 특성은 오늘날 헷지펀드 산업의 표준이 되어 대부분의 펀드가 leverage를 통해 고수익을 추구하고, short selling을 통해 주가 하락 시에도 이익을 내며, 운용수익의 일부를 대가로 받고 있다.

1990년대는 헷지펀드의 성장기라고 할 수 있을 만큼 전체 펀드수나 자산규모가 급속히 증가하였다. 주식시장이 장기간의 호황으로 접어들면서 대부분의 헷지펀드들이 안정적이면서 높은 수익을 올릴 수 있었다.

하지만 많은 헷지펀드 중에도 운용성과가 탁월한 펀드는 매입하기가 점점 어려워졌다. 이는 자산규모가 이미 운용의 한계를 넘을 정도로 거대해져서 더 이상 자금을 받지 않았기 때문이기도 했으며, 운용사에서 최초투자금액을 5천만USD 수준으로 높이고, 환매불가 기간을 5년으로 정하는 등 고객을 선별하기 시작하였기 때문이다. 적은 자금을 많은 사람으로부터 받는 것보다 많은 자금을 적은 사람으로부터 받는 것을 선호하게 된 것이다.

이러한 이유로 최초투자금액이 적으면서 이들 펀드에 투자할 수 있는 fund of hedge funds가 등장하기 시작하였고, 상관관계가 적은 다양한 종류의 헷지펀드에 투자한다는 분산투자의 장점으로 인해 지금도 상당규모의 자금이 fund of hedge funds로 유입되고 있다.

3. 헷지펀드의 성장 배경

가. 주식시장 호황

1990년대 미국 주식시장의 장기 호황으로 인해 투자자들의 유가증권 투자에 대한 관심이 증가하였고, 이 기간 중 뮤추얼

펀드 산업이 급속히 성장하면서 새로운 투자기법을 내세운 헷지펀드로도 많은 자금이 유입되었다.

나. 유명 헷지펀드의 출현

George Soros의 Quantum Fund, Julian Robert son의 Jaguar Fund, 등 단기간에 높은 수익을 올린 헷지펀드의 소식이 매스컴을 타면서 그들의 투자전략과 성공과정에 많은 투자자들이 관심을 갖게 되었다.

Fidelity의 Magellan 펀드를 운용하고 있던 Jeffrey Vinik이 1996년 말 자신의 회사를 차린후 2000년까지 총 100% 이상의 수익률을 올리는 등 Wall Street의 간판 펀드매니저들이 독립하면서, 그들의 성과가 주목받게 되었고, 이로 인해 고액투자자들의 자금이 헷지펀드 시장으로 유입되기 시작하였다.

다. 다양한 투자기법을 통한 높은 수익률

헷지펀드는 뮤추얼펀드에서 일반적으로 사용하고 있는 Buy and Hold 전략을 사용하지 않고, 차익거래와 공매도 등 다양한 방식의 투자기법을 사용하여 시장수익률 이상의 성과를 지속적으로 추구하는 것을 목표로 운용된다.

수익률면에 있어 헷지펀드와 뮤추얼펀드는 상관성이 매우 낮아, 특히 기관투자자들의 자산배분에 있어 이들 펀드에 모두 투자하는 것이 어느 한쪽에만 투자하는 것보다 효율적이라고 알려져 있다.

2000년 이후 미국 주식시장이 약세로 돌아서면서 대부분의 주식형 뮤추얼펀드가 많은 손실을 입었음에도 불구하고, 헷지펀드는 대략 연평균 5% 정도의 수익을 기록하였다.

라. 최저 투자금액 하락

헷지펀드에 대한 일반 투자자들의 관심이 높아지고, 펀드 수가 급격히 증가하면서 대부분 10만USD였던 최저 투자금액이 낮아져 헷지펀드에 대한 투자가 더욱 용이하게 되었다.

4. 헷지펀드의 장단점

가. 장점

- 절대수익의 추구

헷지펀드는 시장수익률을 얼마나 초과하였는지에 따라 평가되는 뮤추얼펀드와는 달리 다양한 투자기법을 통해 시장상황에 관계없는 절대수익을 추구하고 있다. 즉, long/short 포지션을 동시에 추구하던지 파생상품을 이용하여 시장위험을 감소시키거나 또는 가격이 비정상적인 경우 차익거래 등을 통하여 주식시장이 강세이거나 약세인 경우 모두 수익을 추구하고 있다.

헷지펀드 컨설팅 회사인 Hennessee Group에 의하면 2001년 중 S&P500 지수가 -9.1%, Nasdaq 지수가 -39%를 기록하였음에도 불구하고, 전체 헷지펀드의 평균 수익률은 약 8%에 달해 약세장에서 두각을 나타내었다.

그리고, 이보다 긴 기간인 1990년 1월부터 2002년 6월까지의 연평균수익률을 보면 S&P500 지수가 8.59%, 헷지펀드가 15.22%를 기록해, 최초 1백만USD 을 투자하였을 경우, 2002년 6월말 현재 평가액이 인덱스 펀드 투자시에는 약 280만USD, 헷지펀드 투자시에는 약 588만USD에 달해 헷지펀드에 투자한 경우가 일반 주식형 펀드에 투자한 경우의 약 2배에 달한다.

- 효율적인 포트폴리오 구성

일반적으로 헷지펀드간의 상관관계는 뮤추얼펀드간의 또는 주식간의 상관관계보다 훨씬 적으므로 하나의 헷지펀드에 투자하는 경우에는 위험성이 높을 수 있지만, 여러 개의 헷지펀드에 분산투자하는 fund of hedge funds의 경우에는 총위험이 현저히 감소된다. 그리고, 상관관계가 적은 헷지펀드로 포트폴리오를 구성하면 적은 수의 헷지펀드로도 전체 시장의 성과를 쉽게 달성할 수 있다.

나. 단점

- 낮은 투명성

Hedge Fund Research에 의하면 2000년 3월말 현재 헷지펀드 고객 중 기관투자자가 차지하는 비중은 19%에 불과한 것으로 나타났다. 이에 대한 가장 큰 이유는 헷지펀드가 감독기관의 규제대상에서 제외되어 있어 뚜렷한 공시기준이 없고 공시에 대한 의무도 없기 때문이다.

그러나, 최근 연금 등 대규모 자금을 운용하는 기관투자자들이 절대수익의 추구하고 포트폴리오 분산차원에서 헷지펀드에 대한 관심이 증가하고 있어, 이에 대한 투자를 늘리기 위해 헷지펀드의 투명성 향상을 요구하고 있다.

헷지펀드 산업이 더욱 성장하기 위해서는 단순한 포트폴리오의 공시보다는 기관투자자들이 투자에 대한 위험성을 파악할 수 있도록 충분한 자료가 제공되어야 할 것이다.

- 높은 위험성

90년대 말 파산한 LTCM⁽⁰³⁾ 같이 전세계를 대상으로 가격이 비정상적인 투자 대상을 찾아 높은 leverage를 통해 투기적으로 투자하는 헷지펀드는 Global Macro 전략을 사용하는 펀드 중의 일부로 전체 헷지펀드 규모의 약 5%에 불과하다. 대부분의 펀드는 허용할 만한 수준의 낮은 leverage와 스프레드를 통해 안정적으로 운용을 하고 있다. 그러나 이러한 위험성이

높은 펀드도 투자하기에 부적절하다고 볼 수만은 없다. 높은 위험성은 그에 상응하는 수익 가능성이 있으므로, 적격투자자가 투자수익 및 위험에 대해 이해하고 있다면, 포트폴리오 분산의 한 수단이 될 수 있다. LTCM이 몰락한 것이 문제가 되는 것은 몰락 그 자체에 문제점이 있다기보다는 적격투자자들이 투자의 기본이라고 할 수 있는 분산투자를 무시하고, 위험자산에 너무 많이 노출되어 있었기 때문이었다.

그러나, 헷지펀드는 뮤추얼펀드보다 투자가 분산되지 않는 면이 있어 예상치 못한 사건이 일시에 투자자산의 상당부분에 영향을 미칠 가능성이 있다. 특히, 어느 한도 이상의 손실발생은 최초로 투자자에게 제공한 투자방침이나 투자자에 대한 적절한 공시 없이 이를 만회하려는 극도의 투기적인 투자로 연결될 수 있는 위험성이 있다.

- 높은 수수료

헷지펀드는 대부분 자산의 1%를 관리보수로 취득하고, 수익의 20%를 성과보수로 취득하여 일반 뮤추얼펀드에 비해 수수료가 매우 높은 편이다.

- 유동성 제약

대부분의 헷지펀드는 6개월에서 5년까지 환매불가 기간(lockup period)을 두고 있고, 이 후에도 분기별 또는 연단위로만 환매가 가능하여 일반 뮤추얼펀드에 비해서 유동성 제약이 뒤따른다.

III. 헷지펀드 현황

1. 국외 현황

2006년 말을 기준으로 헷지펀드의 규모는 1조 5천억 USD에 이르며, 헷지펀드의 수는 8,900여개로 추산되고 있는데, 이는 전년대비 32%가 증가한 것이며 2002년 대비 약 2배 증가한 것이다. 이러한 수치는 전 세계 금융자산의 0.8%에 해당하나 헷지펀드의 레버리지를 고려하면 실제 운용규모는 그 이상이 되는 것으로 판단된다.⁽⁰⁴⁾

헷지펀드에 대한 신규자금은 현재까지 지속적으로 유입되고 있는데, 2001년 이후 헷지펀드에의 신규유입자금은 500억 USD 이상 유지되고 있으며, 2006년에는 1,770억 USD에 달하고 있다.⁽⁰⁵⁾

2006년 글로벌 헷지펀드 자산의 약 63%가 미국에서 활동하였으나, 2002년 이후에는 유럽과 아시아가 헷지펀드 매니저의 활동지로 크게 부각되고 있다.⁽⁰⁶⁾ 또한 최근에는 안정적으로 자산을 운용한다고 할 수 있는 연기금에서도 헷지펀드에 대한 투자를 늘리고 있다. 1990년대는 대부분 고액 순자산을 보유한 개인이 주를 이루고 있었으나, 최근 들어 연기금, 대학 기금, 기부금 등의 기관투자자의 투자 비중이 증가하고 있는 추세이다.⁽⁰⁷⁾

또한 뉴욕연방은행 조사에 따르면 향후 몇 년 내에 미국에 있는 헷지펀드 투자자의 약 50% 이상이 기관투자자에 의해 이루어질 것으로 예측되고 있으며, 유럽지역 헷지펀드의 약 80%(2,250억 USD)가 영국시장에서 운용되고 있다. 그리고 아시아 지역 헷지펀드의 약 40%(484억 USD)가 일본시장에서 운용되고 있다.⁽⁰⁸⁾

최근에는 헷지펀드에 대한 투자가 더욱 활발해짐에 따라 Morgan Stanley Capital International(MSCI), Standard & Poor's(S&P) 등과 같은 유수의 기관들이 헷지펀드 지수(hedge fund indices)를 개발하여 발표하고 있다.

2. 국내 현황⁽⁰⁹⁾

국내에서는 헷지펀드들이 주로 사용하는 공매도가 불가능하고, 현행 법률 규제 상 헷지펀드 설립이 불가능한 상황이다. 하지만 사모투자펀드(PEF)가 헷지펀드와 투자전략이나 업무영역이 겹쳐 있는데, 우리나라의 경우 전체 펀드의 수탁고를 기준으로 할 때에 사모펀드가 차지하는 비중이 40%에 육박하고 있는데 이것으로 볼 때에 사모펀드가 우리나라 금융시장에서 차지하는 위상은 상당하다고 할 수 있다.

그러나 사모펀드의 투자대상이 대부분 주식 보다는 채권형 내지는 혼합형이고 간접투자자산운용법에서 활성화를 기대했던 사모M&A펀드나 PEF의 운영실적도 아직은 매우 미진하다고 볼 수 있다. 그리고 2005년 말 현재 국내 상장주식에 대한 외국인 투자비율이 시가총액 기준으로 40%에 근접하고 있는데, 이들 외국인 투자회사의 대부분은 공모펀드인 뮤추얼펀드의 운용사인 반면, 국내기업의 경영권을 인수한 외국계 투자는 전부 사모펀드에 의한 투자인 것으로 분석되고 있다. 특히 외국계 사모펀드 중에는 SK(주)의 경영권인수를 시도하였던 조지 소로스가 운용하는 퀴텀펀드가 대표적이다. 국내 자산운용사가 운용하는 헷지펀드의 수나 규모 등에 대하여는 알려진 바가 없는 것으로 보인다.

헷지펀드는 미국의 경험에서 보는 것처럼 금융시장에서 차지하는 긍정적 효과가 크고, 최근에는 기관투자자도 위험의 재분배를 위하여 다양한 헷지펀드에의 투자에 적극적인 것으로 보면, 앞으로 시장위험을 분산하기 위한 헷지형 사모펀드가 증가할 가능성은 높다고 본다.

IV. 지배구조 관련 최근 이슈⁽¹⁰⁾

최근에는 헷지펀드와 PEF의 출현으로 기존의 공개기업들이 사모자본의 소유로 되는 경우가 증가하고 있는데, 이들 사모자본들은 적극적으로 기업활동에 관여함으로써 투자자본의 가치를 제고하는 것을 궁극적 목적으로 하고 있다. 이들은 경

영진, 이사회구성, 배당정책, 회사전략, 자본구성, 기업인수계획 등의 변경요구 등을 통해 기업활동에 간여하고 있다. 이들 자본들은 공개기업을 인수 후, 일정기간 동안 사적 기업으로 운영하여 구조조정을 실시하고, 추후 다른 회사(또는 자본)에 매도 또는 기업공개를 통해 보유지분을 처분하는 방식인 Public-To-Private(PTP) 거래방식을 통해 이익을 꾀한다. 이러한 PTP전략이 PEF와 적극적 헷지펀드(activist hedge fund)¹¹⁾들이 취하는 전형적인 행태인데, activist 헷지펀드들이 취하는 주주로서의 적극적 행동은 기업에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 파악된다. activist hedge fund들은 절대적 수준의 주식보유 없이도 다양한 형태, 즉 파생상품 활용 및 타 기관투자자와의 연합전선 구축 등으로 기업에 영향력을 행사한다. 이들 사모자본들의 요구사항들은 주로 회사의 영업전략이나 자본의 이용을 대상으로 하고 있지만, 기업지배구조에 관한 사항이나 이사 선임 및 해임관련 주주권의 제약을 가하는 정책의 변경을 추구하기도 한다. 하지만 기본적으로 헷지펀드들을 규제 틀에 묶어두기에는 한계가 있을 뿐만 아니라 PTP전략의 일환으로 private化되어 있는 동안의 기업의 내부 변화를 감지하기는 현실적으로 큰 어려움이 따를 수밖에 없다. 따라서 activist hedge fund의 주식소유 등에 있어서 공시의무에 관한 규제 틀이나 효과적인 감독의 중요성은 점점 커질 것이다. 전세계적으로 activist hedge funds는 그 역할과 명성에도 불구하고 시장에서 차지하는 비중은 아직 미미하다. 헷지펀드들이 적극적인 행동전략을 취하는 것을 막을 방법은 거의 없으나, 현재 activist 헷지펀드는 100-120개, 규모로는 약 500억USD 정도로 전체 헷지펀드의 규모 약 1.2-1.6조USD에 비하면 그 비중은 5% 정도로 미미하다. 그러나 이들이 기업지배구조에 미치는 영향은 지속적으로 조명되어야 하는데, 특히 투표시스템의 integrity, 기업통제를 위한 시장의 효율성, 투명성, 시장 integrity, 경영진 및 이사회와 주주간의 잠재적 이해상충문제 통제 등의 측면에서 세심한 관찰이 필요하다.

V. 결어

최근 이러한 사모자본 활동의 효율성을 높이고 일반투자자를 보호하기 위해 OECD는 기업과 자산운용업계의 다양한 의견 수렴하여 헷지펀드와 PEF의 지배구조 개선활동에 관한 가이드라인을 준비해왔다. 이는 이들 자본의 역할은 기업지배구조개선의 중요한 구성점으로 부각되고 있으며, 그러한 역할을 통해 기업지배구조개선 작업을 가속화할 수 있다는 반증으로 볼 수 있다.

현재 기업지배구조의 문제점을 노출하고 있는 기업들을 대상으로 지배구조 개선에 꾸준한 노력을 경주하고 있는 기업지배구조펀드(KCGF)의 발걸음에서 알 수 있듯이 궁극적으로 헷지펀드 등과 같은 사모자본의 투자대상이 될 가능성이 있는 기업들은 이러한 지배구조 개선 관련 활동으로 인해 발생하는 다양한 이해상충의 문제 등을 사전에 고려하여 대처하는 것이 필요할 것이며, 관계당국은 이들의 활동을 더욱 상세히 적시에 공시할 수 있는 방안을 마련해야 할 것이다.

1) “헷지펀드”, 자산운용협회, 2002. 10 참조

2) 적격투자자(qualified purchasers)란 최소 500만달러의 투자자금을 보유한 개인과 최소 2,500만달러의 증권투자자산을 보유한 기관으로 정의함

3) LTCM(Long Term Capital Management)은 전세계를 대상으로 가격이 비정상적인 투자대상을 찾아 높은 레버리지를 통해 투기적으로 투자하는 Global Macro 전략을 사용하는 펀드로서, 운용자산은 800억달러 정도였으나 레버리지효과를 이용, 1조 2,000억달러를 투자하였음. 러시아의 모라토리엄 선언으로 채권가격이 폭락하는 바람에 1,200억달러의 손실을 입고 1998년에 파산함

4) Hennesse Group LLC 및 International Financial Services

5) Hedge Fund Research

6) IFSL(2007)

7) Hennesse Group LLC

8) “헷지펀드의 국내 도입 방향”, 증권연구원, 2007.11

9) “미국의 헷지펀드 규제와 법적 시사점”, 송중준, 2006 참조

10) “OECD 정책포커스”, OECD 대한민국대표부, 2007. 5 참조

11) 적극적 헷지펀드(activist hedge fund)란 투자한 회사에 대해 보유한 투표력을 행사하거나 투표력 행사가능성에 대한 위협 등 주주로서의 적극적인 행동을 통해 시장에 공개된 기업의 가치제고와 투자수익 실현을 추구하는 투자기구들을 지칭함. 이들 적극적 헷지펀드들은 회사의 자본구조 및 자본의 이용(예; 과도한 배당 또는 자사주식의 매입)을 통하거나 또는 회사 영업전략(예; 비핵심 사업의 매각)등에 관한 이사회나 경영진의 의사결정에 대한 영향력을 행사하거나, 이사회 참여 또는 투표에 대한 주주의 접근성 개선 요구 등을 시도하는 등의 방법을 통해 회사지배구조에 많은 관심을 가지는 특징이 있음