

헤지펀드 제도 도입 현황과 향후 보완 과제

원 승 연 (명지대 경영학과)

I. 서론

최근 한국의 경제성장 사례가 저개발국의 성장 모형으로 전파되고 있지만, 그간 우리나라도 외국의 경험과 제도 도입을 통해 경제성장을 이루어왔다. 이것은 금융 부문에서도 마찬가지여서 한국 금융제도의 발전은 금융시장의 상호 작용을 통해서라기보다는 외국의 제도 도입을 기반으로 형성된 측면이 많다. 그리고 국제금융시장에서의 지위를 감안할 때, 아직도 한국이 금융시장 및 제도적 흐름의 주도자이기 보다는 수용자임을 부인할 수 없는 일이다. 그런데 이러한 후발주자라는 것이 마냥 부정적인 것은 아니다. 오히려 금융발전의 측면에서 후발주자로서 또는 제도 수용자로서의 유리한 점도 충분히 존재한다. 그것은 다른 나라 제도의 경험과 장단점을 검토함으로써, 보다 효과적인 금융제도 도입이 가능하기 때문이다. 특히 금융부문은 제도적인 속성과 법적인 제약이 중요한 산업이기 때문에, 이러한 제도 도입의 중요성은 강조되어도 지나치지 않을 것이다.

이러한 맥락에서 헤지펀드의 도입 역시 향후 헤지펀드 시장의 발전이나 금융시장 전반에 미치는 영향을 감안할 때 초기에 어떻게 제도를 도입하는가가 매우 중요하다고 하겠다. 무엇보다도 이번 헤지펀드의 도입을 환영할만한 이유는 금융당국이 내세운 정책적인 강조점에 있었다. 우리는 금융부문이 실물부문보다 정체된 이유의 하나가 과거 정부가 금융을 실물부문의 단순한 보조자로서 취급했기 때문이었음을 알고 있다. 이번에 금융당국이 제시한 헤지펀드 도입의 주요한 목적은 금융시장 자체의 발전에 있었다. 즉 헤지펀드 도입을 통해 금융시장의 벤처를 육성함으로써 금융시장의 창의성을 불러일으키고, 더 나아가 금융시장의 질적인 발전을 도모한다는 점에서 헤지펀드 제도 도입은 긍정적으로 평가된다.

그러나 시기적으로 헤지펀드 제도 도입에 대해서 우려의 시각이 있는 것은 당연한 일이다. 2008년 국제 금융위기 이후 헤지펀드가 시스템 리스크를 악화시켰던 주요한 요인의 하나로 지적되고, 이에 따라 헤지펀드에 대한 규제를 강화하는 국제적인 추세에 있기 때문이다. 그러므로 헤지펀드 도입이 가뜩이나 금융위기에 취약한 한국 금융시장의 불안정성을 오히려 확산시키는 것은 아닌가 하는 우려를 간과할 수 없는 일이다.

그러므로 금융당국이 헤지펀드 도입 과정에서 금융시장 벤처로서의 헤지펀드의 활성화와 그로 인해 발생할 수 있는 부작용이라는 상충되는 두 가지 측면을 어떻게 감안해야 할 것인가에 많은 고심을 했을 것이라고 짐작된다. 헤지펀드의 순기능을

최대화하는 동시에 이로 인해 발생하는 투자자보호의 문제라든지 금융시스템 불안정성 확대라는 역기능을 최소화하는 것이 금융당국의 헤지펀드 도입의 정책적 성과를 판단하는 기준이 될 것이기 때문이다. 따라서 헤지펀드를 어떠한 방식으로, 어떠한 제도와 규제를 조합하여 설계할 것인가 하는 것이 정책 도입의 구체적인 과제였다고 판단된다.

그러나 결과적으로 본다면, 현재 도입된 헤지펀드 제도는 유감스럽게도 이 두 상반된 목적 중 어느 하나도 적절하게 충족하지 못한 제도적 조합으로 귀결되었다고 판단된다. 그것은 현재의 헤지펀드 제도가 소수의 거대 자산운용사와 판매사가 헤지펀드를 운용하는 제도로 귀결되고 있기 때문이다. 따라서 현 제도는 소규모 자본을 기초로 소규모 자금을 운용하면서도 충분히 자산운용업을 영위하고 성장하는 벤처형 헤지펀드 설립 자체를 원천적으로 막고 있다. 이러한 상황에서 창의적인 금융시장의 벤처를 육성하겠다는 정부의 정책 의도는 어디에도 실현될 수 없는 것이다. 게다가 현재의 헤지펀드에 대한 규제는 투자자 보호와 시스템 리스크 억제라는 규제 목표에도 적합하지 않은 요소가 상당수 존재한다.

본 연구는 이러한 헤지펀드 도입과 관련한 문제 인식을 기초로 다음과 같이 헤지펀드의 현황과 문제점을 분석하고, 그 제도적 개선 방안을 제시하였다. 제 2절에서는 헤지펀드의 기본적인 특성과 위험의 속성을 분석하고, 그에 대응하는 규제 방안을 검토하였다. 제 3절은 금번 한국에서 도입된 헤지펀드 제도의 내용과 문제점을 분석하고, 그 개선 방안을 제시하였다. 제 4절은 결론이다.

II. 헤지펀드의 성격과 규제의 필요성

1. 헤지펀드의 성격

헤지펀드 정책과 규제 수립을 위해서는 일단 규제 대상이 되는 헤지펀드에 대한 정의가 전제되어야 할 터이다. 그러나 헤지펀드라는 특정한 제도를 특징지을 수 있는 보편적인 기준을 찾기는 어려운 일이다¹⁾. 그것은 제도적인 측면에서 본다면, 헤

1) ISOCO (2006)의 조사에 따르면, 대부분의 나라에서 규제 대상이 되는 헤지펀드에 대한 명확한 정의를 내리지 못하고 있다.

지펀드가 정부에 의해서 규제되지 않은 제도로서 발전해 온 결과, 개별적인 실체가 다양한 스펙트럼을 띠고 나타났기 때문이다. 그러므로 헤지펀드의 성격은 법적 지위, 자산운용 방식, 사업 행태 등의 여러 가지 차원에서 설명되고는 한다. 그러나 이러한 다양성에도 불구하고 최초 헤지펀드의 기원이나 발전 과정을 통해서 본다면, 헤지펀드가 그 대비되는 개념인 뮤추얼펀드와의 본질적인 차별성이 존재한다고 볼 수 있으며, 이러한 본질적인 차이가 바로 헤지펀드를 특성화하는 여러 가지 속성을 발전시켰다고 할 수 있을 것이다 (<표 1> 참조).

뮤추얼 펀드에 대비한 헤지펀드의 특성은 바로 투자위험에 대한 태도 및 전략 차이에서 비롯된다고 하겠다. 즉 투자위험을 시장위험과 개별위험으로 구분한다고 한다면, 뮤추얼펀드와 헤지펀드의 근본적 차이는 두 위험에 대한 매우 상반된 전략에 있다는 것이다. 뮤추얼펀드는 투자위험 중에서 시장위험을 주어진 것으로 감수하는 대신, 분산된 포트폴리오 구성을 통해서 개별위험을 최소화하는 목적을 갖고 있다. 다만 제한적으로 개별위험을 택함으로써 시장위험 대비 초과이익을 획득하는 것이 뮤추얼펀드의 투자 목적이 된다. 반면 헤지펀드는 시장위험을 가능한 최소화하기 위해서 포트폴리오를 시장위험에 중립적인 방향으로 구성하고자 한다. 대신 개별자산 고유의 위험을 적극적으로 감수함으로써, 개별가격의 오가격(Mis-Pricing)을 이용하여 수익을 얻고자 한다.

사실 자산운용의 딜레마는 투자성과의 대부분이 자산배분에 의해서 결정되지만 자산가격 변동을 예측할 수 없다는, 곧 시장위험을 예측하기 어렵다는 점에 있다. 뮤추얼펀드나 헤지펀드는 공히 시장위험은 예측할 수 없기 때문에, 원칙적으로 시장위험 예측에 의하여 투자성과를 제고하는 시도가 사실상 불가능하다는 인식을 전제한다. 그러나 시장위험에 대한 대응 전략은 양자가 매우 상이하다. 뮤추얼 펀드는 자산운용사가 펀드 투자자의 자산배분 결정에 참여하지 않는 대신, 펀드투자자가 결정한 시장위험 제약 하에서 개별위험을 부분적으로 감수하여 추가적인 수익률을 얻고자 한다. 즉 뮤추얼 펀드는 시장위험을 주어진 것으로 받아들이면서, 시장수익률 대비 추가 수익 알파를 제고하는 것을 목적으로 한다.

반면 헤지펀드는 시장위험을 중립화하고자 하는 시도를 한다. 즉 시장위험을 중립화하는 포트폴리오를 구성하여 시장위험으로 인하여 발생하는 운용성과를 최소화하고자 한다. 헤지펀드는 시장위험을 중립화하는 대신 개별위험을 적극적으로 감수하여 개별자산의 펀더멘털한 가치와 가격간의 괴리를 수익의 원천으로 한다²⁾. 그러

므로 헤지펀드는 시장수익률과 무관한 절대수익률이 투자목표가 된다.

이러한 투자위험에 대한 태도와 운용전략의 차이가 포트폴리오 구성에도 반영된다. 뮤추얼펀드는 펀드로 유입된 현금 대부분으로 개별 편입 자산을 분산, 매입하여 보유하는 매수-보유(Buy & Hold) 전략을 기본적으로 구사하게 된다. 반면 헤지펀드는 편입대상 자산 중에서 일부를 매입하는 동시에 일부 개별자산을 매도하는 이른바 매수-매도(Long & Short) 전략을 취함으로써 시장위험을 헤지하고자 한다³⁾. 양자 모두 다각화된 포트폴리오를 구성하지만, 가장 큰 차이점은 헤지펀드가 매도 포지션을 보유하지만, 뮤추얼펀드는 예외적인 경우를 제외하고는 기본적으로는 매수 포지션으로 포트폴리오가 구성되었다는 점이다. 이상과 같은 기본적인 위험에 대한 태도와 운용 전략에 대한 뮤추얼펀드와 헤지펀드의 차이가 바로 다음과 같은 양자간의 외형적이고 제도적인 차이를 유발하는 근본적인 원인이라고 하겠다.

첫째, 헤지펀드는 뮤추얼펀드와 달리 레버리지가 포함된다. 헤지펀드의 매도 포지션은 자연스럽게 헤지펀드의 레버리지를 유발한다. 예를 들어 전형적인 매수-매도 전략을 구사하는 주식형 펀드의 사례를 고려해 보자. 헤지펀드는 공매도를 위해서 주식 현물을 차입하고, 이를 매도한 후 발생한 현금으로 주식매수를 하게 된다. 그러므로 자연스럽게 헤지펀드의 주식 매도는 펀드의 레버리지를 증가시키는 역할을 한다. 특히 레버리지 비율의 증가는 주식형 헤지펀드보다는 채권형 헤지펀드의 경우에 훨씬 커질 수 밖에 없다. 채권간의 차익거래나 상대적인 가격차(Relative Trading)를 이용하는 펀드의 경우 매수 및 매도 포지션을 통해서 얻을 수 있는 이익이 크지 않은 경우가 많기 때문에, 가능한 레버리지를 높여서 일정 수준 이상의 절대수익률을 창출하고자 한다.

둘째, 헤지펀드는 비규제적 속성을 갖고 있다. 헤지펀드의 공매도 전략과 레버리지 속성은 헤지펀드가 처음 설립된 미국에서 기존의 법적 체계 내에서 허가되지 않는 것이었다. 그러므로 헤지펀드가 처음 고안되고 설립될 때, 그것은 법적 규제 영역 밖의 존재로서 설계될 수 밖에 없었다. 그러므로 최근 들어 헤지펀드에 대한 등록이 법적으로 요구되기 전까지 헤지펀드는 규제 대상 밖의 존재였다. 이러한 비규

2) 이러한 헤지펀드의 시장위험 중립성의 전제는 가장 위험성이 큰 헤지펀드 유형이라고 할 수 있는 매크로 펀드의 경우에도 공히 적용되는 사항이다. 다만 매크로 펀드의 경우 국가별 저평가 또는 고평가라는 거시경제적 판단을 전제하고 있다는 점에서 그 타당성이 의문될 수는 있으나, 원론적인 수준에서 보면 고평가 국가의 자산매도와 저평가 국가의 자산 매수라는 시장위험 헤지 전략을 구사하고 있다.

3) 가령 헤지펀드가 어떤 주식을 100억원 매입하고, 대신 공매도를 이용하여 다른 주식 100억원을 매도했다고 한다면, 순매수액은 0가 된다. 순매수액이 0라고 하는 것은 시장위험만 본다면 그 위험을 0로 한다는 것을 의미한다.

제적 속성은 거래 대상 및 전략, 포트폴리오 구성 방법 등에서 매우 다양하고 창의적인 운용 방법 도입을 가능하게 한 긍정적인 측면으로서 작용하기도 하였다. 그러나 헤지펀드가 점차 일반화해지고 투자자의 범위가 확대되면서, 이것은 개별 헤지펀드의 투명성 부족이나 개별 펀드간의 비정형성을 유발함으로써 투자자 보호의 문제를 야기한 측면도 존재한다⁴⁾.

셋째, 헤지펀드의 규제 회피는 결국 헤지펀드가 소수의 투자자에 의존하는 사업 방식을 유발하였다. 미국의 경우 규제를 회피하기 위해서는 헤지펀드 설립시 다음과 같은 조건을 고려해야 했다. 첫째, 투자회사법(Investment Company Act)의 등록 및 규제 의무를 회피하기 위해서 고도의 전문투자자(Highly Sophisticated investor)만으로 구성하거나 아니면 100인 이하의 투자자에게 헤지펀드를 판매해야 한다. 둘째, 증권법상 헤지펀드가 발행한 증권의 등록을 면제받기 위해서는 사모로 증권을 발행해야 하는데, 이를 위해서는 공인투자자(Accredited Investors)가 아닌 투자자가 35명을 넘지 않아야 하며, 불특정 다수를 대상으로 광고 또는 투자권유행위를 하지 않아야 한다. 다만 다음의 경우에는 35명을 상회할 수도 있었다. 즉 헤지펀드가 발행한 증권을 공인투자자에게 국한할 경우 투자자 수에는 제한이 없으며, 투자회사법상의 전문투자자에게 증권을 판매하려는 경우에는 적격투자자(Qualified Purchasers)에게만 판매하는 전제에서도 투자자수에 제한이 없었다⁵⁾. 셋째, 증권거래법에서 등록을 회피하기 위해서 500명 미만에게 증권을 발행해야 했다. 넷째, 프랭크-도드 법안에 의하여 개정되기 전까지, 투자자문업법(Investment Advisers Act)에 의하면 투자자문사는 15개 펀드 미만의 펀드에 자문업무를 하는 경우에 SEC에 등록하지 않을 수 있었다. 이러한 규제 예외 조건이 바로 헤지펀드가 소수의 투자자를 대상으로 하는 자산운용업으로서의 성격을 갖도록 한 요인이었다.

넷째, 이처럼 펀드 판매가 제한된 자격을 갖는 투자자를 대상으로만 한정되었기 때문에, 헤지펀드업은 소수의 투자자를 대상으로도 충분히 사업을 영위할 수 있도록 보상체계가 발전되었다. 가장 특징적인 것은 헤지펀드는 통상적으로 20% 수준의 성과보수를 부과하도록 보상체계가 설정되었다는 점이다. 이러한 성과보수를 통해

4) 헤지펀드 성과분석에 의하면 헤지펀드의 평균 수익률은 비대칭적이어서 상대적으로 평균 이하의 펀드가 많이 존재하며 극단적인 수익률 저하 가능성이 높은 것으로 알려져 있다. 가령 Malkiel and Saha(2006)은 뮤추얼펀드와 헤지펀드의 생존편의를 연구하면서 뮤추얼펀드는 생존펀드가 청산된 펀드를 합한 총펀드 수익률보다 123 bps. 높은 반면, 헤지펀드는 374bps. 높다는 점을 보고하였다.

5) 공인투자자는 최소 20만불 이상(배우자의 경우 30만불)의 연간소득을 갖고 있거나 100만불의 순자산을 보유하고 있는 개인 또는 500만불 이상의 자산을 갖고 있는 대부분의 기관을 지칭한다. 적격투자자는 500만불 이상의 순자산을 갖고 있는 개인과 기업 또는 2500만달러 이상의 자산을 갖고 있는 기관을 지칭한다.

서 헤지펀드의 투자자문사는 상대적으로 적은 수탁고를 갖고도 영업을 지속할 수 있었다. 그리고 이러한 성과보수의 존재가 바로 펀드매니저로 하여금 뮤추얼펀드에 서 헤지펀드로 업종을 전환하도록 하는 우수한 인력을 끌어들이는 주된 유인이었다.

표 1. 뮤추얼 펀드와 헤지 펀드의 비교

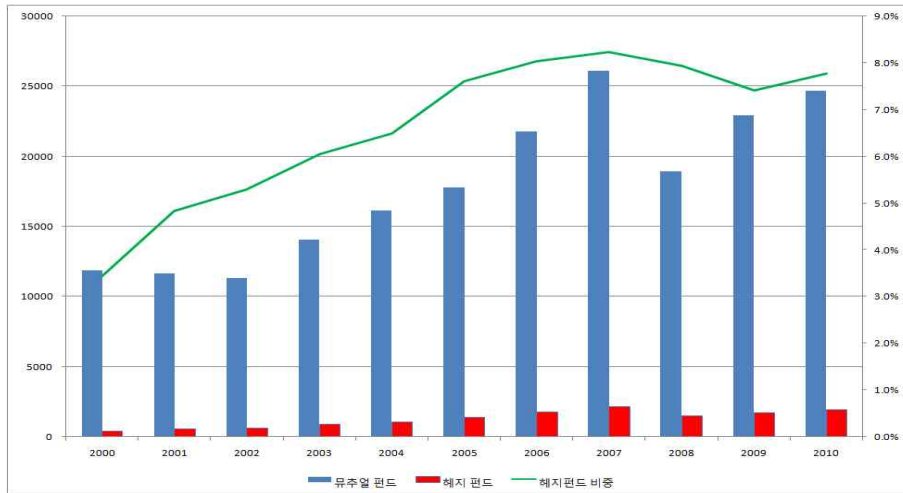
항 목	뮤추얼 펀드	헤지 펀드
위험에 대한 태도	시장위험 수용 개별위험 최소화	시장위험 중립 개별위험 수용
투자전략	매수-보유(Buy & Hold) 전략	매수-매도(Long & Short) 전략
수익률 목표	시장 대비 초과수익률	절대 수익률
레버리지	거의 사용하지 않음	레버리지 적극 이용
법적 성격	등록 및 인가	등록 (또는 비규제)
판매 방식	공모 또는 사모	사모
투자자	투자자 제한 없음	투자자 제한(적격투자자)
수수료 체계	성과보수 제한적	성과보수 존재

2. 헤지펀드의 성장과 기능

헤지펀드는 1950년대부터 설립되었지만 본격적으로 헤지펀드가 성장하기 시작한 것은 1990년대 들어오면서부터이다. 헤지펀드의 속성 때문에 정확하게 헤지펀드 규모를 측정하기는 어렵지만, 1990년 250억불 수준으로 추정되었던 헤지펀드의 운용 자산 규모는 2010년 현재 1조 9천억불을 상회하는 수준인 것으로 추정되고 있어 지난 20년동안 헤지펀드가 괄목할만한 성장을 보여주었던 것을 확인할 수 있다(<그림 1> 참조). 이러한 과정에서 헤지펀드에 투자하는 투자자의 범주도 확대되었다. 초기에는 소수의 거액자산보유자가 헤지펀드의 투자자의 대종을 이루었으나, 재간접헤지펀드(Fund of Hedge Funds)를 통해서 소액의 개인투자자들의 간접적인 투자가 가능해졌고, 연기금 등 기관투자자의 헤지펀드 투자 확대는 헤지펀드 시장 규모를 크게 증가시키는데 중요한 계기가 되었다(<그림 2> 참조). 그 결과 2010년말 현재 헤지펀드의 규모는 뮤추얼펀드의 7.8% 수준까지 성장한 것으로 추정되었다.

그림 1. 뮤추얼펀드와 헤지펀드 규모

(단위: \$Bn)

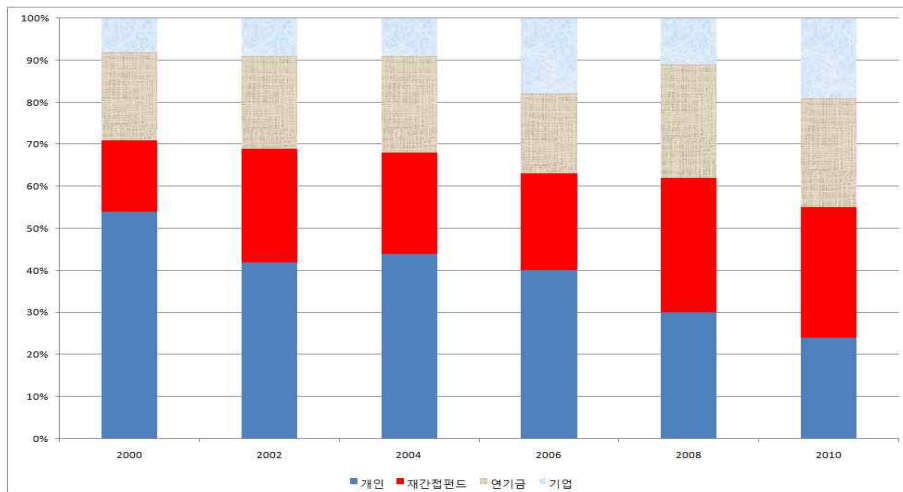


* 헤지펀드 규모는 추정치임.

자료: ICI, TheCityUK

그림 2. 헤지펀드 투자자 유형별 비중 추이

(단위: %)



자료: TheCityUK

이처럼 헤지펀드가 증가할 수 있었던 것은 우선 그것이 기존의 주식 및 채권 자산으로 구성된 포트폴리오에 자산다각화의 효과를 제공했기 때문인 것으로 볼 수 있다. Amin and Kat (2003)에 의하면, 미국의 S&P 지수와 결합되었을 때 헤지펀드

운용성과가 포트폴리오의 효율적 변경을 확대하는데 기여하였고, 이 때 헤지펀드의 포트폴리오내 적정 비중은 전체 자산의 10-20%으로 추정되었다. 한편, Fung and Hsieh (2011)은 매수-매도(Long & Short) 주식형 헤지펀드가 전통적인 주식형 뮤추얼펀드에 비하여 위험을 감안하더라도 훨씬 높은 초과수익을 창출하였고, 그 초과수익의 원천이 매도 포지션임을 제시하였다.

헤지펀드 투자의 다각화 효과는 일반적으로 인정되고 있지만, 실제 헤지펀드가 투자자에게 양호한 운용성과를 제공했는지에 대해서는 논란이 되고 있다. 가령 가령 Ibbotson et al. (2011)은 헤지펀드가 금융위기 상황에서도 양의 초과수익을 달성했음을 분석하였으며, Griffin and Xu (2009)는 헤지펀드가 뮤추얼펀드에 비하여 종목 선정 능력에서 우월했음을 주장하는 등 헤지펀드의 양호한 성과를 주장하는 연구 결과가 존재한다. 반면, Dichev and Yu (2011)은 헤지펀드의 운용성과가 S&P 500지수보다 훨씬 좋지 않았다는 연구 결과를 보고하였다. 과연 뮤추얼펀드에 비해서 헤지펀드의 운용 능력이 양호했는지에 대해서는 일의적으로 결론내리기는 어렵지만, 적어도 헤지펀드가 뮤추얼펀드에 비해서 상대적으로 시장위험에 덜 노출되었다는 점은 인정된다고 하겠다.

이상에서 볼 때, 헤지펀드 기능은 펀드 투자자의 후생 증가에 다음과 같은 측면에서 기여할 수 있다고 보여진다. 첫째, 헤지펀드는 다양한 투자기회를 제공함으로써 포트폴리오 다각화 효과를 제공한다. 둘째, 헤지펀드의 운용전략은 시장위험의 노출도를 축소시킴으로써, 투자자에게 시장변동보다 낮은 안정적인 절대수익률 창출을 가능하도록 한다.

이러한 투자자에 대한 후생 증가 효과와 함께 헤지펀드의 순기능을 강조하는 논자들은 헤지펀드가 금융시장에 기여하는 역할을 강조하기도 한다. 금융시장에 대한 헤지펀드의 순기능은 다음과 같은 점에서 주장된다. 첫째, 헤지펀드가 비정상적인 시장가격을 이용하는 거래를 하기 때문에, 가격안정화에 기여하고 금융시장의 효율성을 제고한다. 둘째, 헤지펀드가 유동성 공급 기능을 수행함으로써 금융시장의 유동성을 제고하는데 기여한다. 셋째, 헤지펀드가 기업의 경영권에 적극적으로 참여하여 주주의 권리를 행사함으로써 기업가치 또는 주주가치를 높여서 운용성과를 높일 수 있다(이와 관련한 연구로는 Brav et al.(2008), Klein and Zur(2011) 참조).

3. 헤지펀드의 위험과 규제

1) 헤지펀드의 위험과 규제의 필요성

헤지펀드의 금융시장에서의 비중 확대는 헤지펀드로 인하여 발생하는 문제점을 확산시켰다. 헤지펀드로 인한 위험은 크게 본다면, 헤지펀드 투자자에 대한 위험과 헤지펀드로 인해 발생하는 금융시장의 위험으로 구분해 볼 수 있겠다. 그러면 우선 어떠한 측면에서 헤지펀드로 인한 위험을 우려하고 있는지를 구체적으로 살펴보겠다.

첫째, 헤지펀드의 투자위험이 크다는 점이다. 총위험(Total Risk)의 관점에서 시장 위험을 중립화하려는 헤지펀드가 뮤추얼펀드보다 위험이 언제나 크다고 할 수는 없다. 실제로도 다양한 헤지펀드 유형이 존재하기 때문에, 헤지펀드에 따라서는 뮤추얼펀드보다 투자위험이 적은 경우도 상당수 존재한다. 그럼에도 불구하고 헤지펀드의 투자위험을 우려하는 것은 헤지펀드가 당초 목표하는 시장위험의 헤지와 개별위험을 통한 절대적 수익 창출이 현실적으로 가능한 것인가에 대한 의문 때문이라고 하겠다. 투자 목적의 실현 가능성이라는 관점에서 본다면, 헤지펀드의 투자위험은 뮤추얼 펀드보다 크다고 할 수 있다.

무엇보다 매수포지션과 매도포지션은 비대칭적인 수익구조를 갖고 있다. 가령 주식을 매수하는 경우 최대한의 투자손실은 주식매수원금으로 제한되어 있다. 이런 의미에서 주식매수는 콜옵션을 매수하는 것과 동일한 수익구조를 갖는다고 하겠다. 반면 주식매도의 경우 최대 손실은 이론적으로 무한하며, 따라서 주식매도는 콜옵션을 매도하는 것과 동일하다. 그러므로 예상과 달리 매도 포지션에 실패할 경우에는 투자손실 위험이 매수 포지션의 경우보다 훨씬 크다고 할 수 있다. 그렇기 때문에 헤지펀드의 순매수 비중은 통상적으로 양(+)으로 설정되는 것이 일반적이며, 따라서 헤지펀드 역시 베타 리스크에 노출되어 있는 셈이다⁶⁾.

더욱이 헤지펀드의 레버리지는 투자위험을 더욱 크게 만든다. 레버리지가 투자성과의 변동성을 크게 만드는 측면도 지적할 수 있지만, 가장 큰 문제점은 유동성위험이다. 매도 포지션은 만기가 제약된 차입(또는 대차거래)을 통해서 이루어지기 때에 투자기간에 제약이 있으며, 따라서 헤지펀드는 곧잘 유동성 위기에 직면하게 된

6) Agarwal and Naik (2004)는 실증 연구를 통해서 헤지펀드 역시 시장위험 헤지 능력이 한계가 있어 극단적인 하락 위험을 방지하지 못했음을 지적하기도 하였다.

다. 즉 목표한 수익률이 달성되지 않았음에도 불구하고 차입회수나 추가적인 담보 제공의 필요성 등으로 매도 포지션이 조기에 청산될 위험이 존재한다. 그리고 이러한 매도 포지션의 축소는 유동성 축소로 인한 추가적인 포지션 청산을 불러일으키는 자기충족적 과정으로 발전할 수도 있기 때문에, 헤지펀드의 레버리지는 헤지펀드 투자위험의 가장 중요한 요인이 된다고 하겠다. 요컨대 매도포지션을 보유하고 레버리지를 이용하는 운용 전략이 헤지펀드의 투자위험을 뮤추얼펀드보다 크게 만든다는 것이다. 이러한 점에서 헤지펀드의 과도한 레버리지를 억제하는 규제의 필요성이 제기되는 것이다.

둘째, 헤지펀드의 운영위험(Operation Risk)에 대한 우려가 존재한다. 운영위험은 통상 인력, 과정, 기술 또는 외부적 사건과 관련된 문제에 의해서 발생한 손실로 정의될 수 있는데, 여기에는 내부적인 통제 및 회계 시스템의 실패 위험, 컴플라이언스 및 내부감사 시스템의 실패, 직원의 사기행위 및 위법행위 감시체계의 실패 등이 포함된다⁷⁾. 헤지펀드의 운영위험이 뮤추얼펀드보다 크다고 평가되는 것은 헤지펀드의 비규제적인 특성 때문이기도 하다. 상대적으로 규제가 미비한 헤지펀드의 경우 헤지펀드별로 신인도의 차별성이 크기 때문에, 개별 헤지펀드를 선택함에 있어서 운영위험을 어떻게 배제할 것인가가 투자의 성패를 가늠하는 가장 중요한 요인이다.

그러나 비규제적인 성격 이외에도 헤지펀드의 운영위험이 큰 또 하나의 이유는 헤지펀드의 운용전략 자체 때문이다. 헤지펀드의 운용 전략이 매도 포지션 등의 다양하고도 복잡한 거래를 수반하기 때문에, 이러한 거래의 성과를 정확하게 측정하기 어려운 경우가 발생한다. 그래서 프라임 브로커 및 여타 관련기관이 존재함에도 불구하고, 헤지펀드가 순자산가치를 과대평가하거나 과도한 성과보수를 취득하는 사례가 상대적으로 많이 발견되고 있다는 것이 사실이다(Bollen and Pool(2009) 및 Cassar and Gerakos(2011) 참조). 이러한 헤지펀드의 가치평가 및 성과측정의 어려움 때문에 헤지펀드가 의도적으로 운용보고를 왜곡하거나 사기 행위를 할 가능성도 훨씬 커지며, 이를 방지하기 위한 헤지펀드의 규제 필요성이 제기되는 것이다.

셋째, 헤지펀드가 시스템 리스크를 확대시키는 역할을 한다는 점이다. 앞서의 투자위험과 운영위험에 대한 논의가 투자자 보호의 관점에 강조점이 있었다고 한다면, 시스템 리스크와 관련한 우려는 헤지펀드가 금융시장 전반의 거시건전성에 미

7) Brown et al. (2008) 참조.

칠 악영향에 대한 것이라는 점에서 앞서의 헤지펀드 위험과 차원을 달리한다. 시스템 리스크와 관련한 헤지펀드 위험은 금융시장에서의 헤지펀드 비중 확대를 배경으로 하고 있다. 헤지펀드는 그 운용 특성상 자산규모에 비하여 거래량에서 차지하는 비중은 훨씬 커서 뉴욕주식거래소 거래량의 30%를 점했으며, 특정 시장의 경우에는 헤지펀드가 압도적인 영향력을 장악하고 있는 것으로 보고되었다⁸⁾.

헤지펀드가 시스템 리스크를 악화시키는 것은 두 가지 관점에서 설명된다. 우선 헤지펀드가 이른바 그림자 금융(Shadow Banking)역할을 함으로써, 시스템 리스크를 발생시키는 요인으로 작용한다는 것이다. 2008년 금융위기 이후 모기지 시장의 차입이 증가한 원인으로 헤지펀드가 신용위험을 확대시킨 점이 지적되고 있다. 즉 헤지펀드가 금융시스템 전체의 신용위험을 확대시키는데 기여함으로써 2008년 금융위기를 촉발시킨 주요한 원인으로 작용했다는 것이다. 추가하여 헤지펀드의 유동성 위험이 전체 금융시장에서 거래상대방 위험을 증가시키고, 이것이 금융시장 전체의 유동성 위험을 야기함으로써 시스템 리스크를 증폭시킬 가능성이 지적된다. 가령 Boyson et al.(2010) 및 Sadka (2010)는 헤지펀드의 유동성 위험이 금융시장 전반적인 전염효과(Contagion Effect)를 유발함으로써 시스템 리스크를 악화시키는 작용을 했음을 보고하였다. 2008년 금융위기 이후 이러한 헤지펀드의 문제점이 보다 심각하게 인식된 결과, 최근 헤지펀드에 대한 규제 추세는 투자자 보호라는 점보다는 시스템 리스크에 대한 영향을 최소화하는데 보다 초점이 맞추어져 진행되고 있는 상황이다.

2) 헤지펀드의 규제 추세와 내용

최초 규제 대상 범위 밖이었던 헤지펀드의 규제 필요성이 확산되면서 국가별로 정도의 차이는 있지만 헤지펀드에 대한 규제는 강화되는 추세이다. 이 때 헤지펀드 규제의 주된 목표는 투자자 보호와 시스템 리스크 방지하는 두 가지 사안에 집약된다고 하겠다. 물론 이러한 두 가지 규제 목표를 달성하는데 있어서 각국별로 규제 수준이나 규제 방법은 차별적으로 나타나고 있으며, 규제 방안에 대해서도 여러 가지 이견이 존재한다. 이하에서는 국제적인 헤지펀드의 규제 흐름과 주요 사안을 간략히 검토함으로써, 한국의 헤지펀드 규제 방안의 시사점을 얻고자 한다.

첫째, 헤지펀드 및 운용사의 등록 및 인가에 대한 규제이다. 가장 헤지펀드 규제

8) Ferguson, Roger and David Laster, "Hedge Funds and Systemic Risk", in Banque de France (2006)

가 없는 미국에서도 프랭크-도드 법안을 통해서 투자자문사 등록을 의무화한 것에서 알 수 있듯이, 헤지펀드 또는 운용사의 등록이나 인가는 거의 모든 경우 적용되는 상황이다⁹⁾. 다만 각국의 차이는 투자자문사 등록 또는 인가 조건의 엄격성에 있다. 미국의 경우 별도의 등록 조건을 규정하고 있지 않으나, 유로 및 여러 나라의 경우에는 인가제를 실시하여 최소자본요건 또는 사업요건을 충족시킬 것을 요구하고 있다¹⁰⁾. 이 때 사업 요건 조항으로는 자문사 또는 자산운용사의 사업계획 및 특성, 지배구조, 자산의 보관 및 평가 방법 및 보고 시스템 등을 포함하여, 이를 통해서 헤지펀드 자산운용에 적합한 자격을 갖고 있는지를 심의한다.

특히 주목해야 할 점은 미국과 유로 모두 투자자문사 등록과 관련하여 이원적 체계를 두고 있다는 점이다. 즉 자산운용 규모에 따라 등록 요건을 달리하여, 소규모 자산을 운용하고 있는 헤지펀드의 경우 등록 및 인가에 따른 규제를 완화해주고 있다. 프랭크-도드 법안은 운용 및 자문규모가 2,500만불 이상 1억불 이하인 경우에는 SEC가 아니라 주에서 별도로 등록, 관리될 것을 규정하고 있으며, 유로의 경우에도 1억 유로 이하의 경우에는 등록을 면제시켜주고 있다.

둘째, 투자자 보호와 관련해서는 적격투자자로 투자자를 한정하여 소매 개인투자자를 보호하는 정책을 견지하고 있다. 다만 투자 접근성이라는 문제를 감안하여 재간접헤지펀드(Fund of Hedge Funds) 통한 소매 투자자(Retail Investor)가 헤지펀드에 대한 간접적인 투자는 가능하도록 했다. 적격투자자는 투자의 책임을 스스로 질 수 있는 능력을 가진 것으로 인식되기 때문에, 투자자보호를 위한 행위규제는 정보의 제공 및 공시에 초점이 맞추어져 있을 뿐이다. 예를 들어, 펀드의 투자전략, 위험의 정도, 자산가치 평가 방법, 수수료 체계, 프라임브로커를 비롯한 유관 기관(감사인, 보관업자, 사무수탁업자 등)의 정보에 대해서 고지할 의무 등이 부과되고 있다.

셋째, 헤지펀드에 대한 직접규제와 간접규제 방법이 존재한다. 직접규제는 헤지펀드의 레버리지 비율 등을 제한하는 등 헤지펀드의 자산운용을 직접적으로 규제하는 방안이다. 그러나 헤지펀드에 대한 규제는 헤지펀드와 거래하는 금융회사를 규제하

9) 프랭크-도드 법안은 투자자문사 등록 예외조항을 제거함으로써 헤지펀드의 투자자문사가 운용펀드 수에 상관 없이 SEC에 등록하도록 하였다. 그러나 헤지펀드의 등록 예외 조항은 그대로 유지되고 있는 바, 이것은 유로의 경우 헤지펀드에 대한 등록도 의무화하고 있는 것과는 대비된다.

10) 미국의 경우 등록 조건은 투자자문법에 의거하여 이루어지는 반면, 유로에서는 집합투자기구에 대한 규제법안이 아니라 대체투자펀드에 대한 별도의 법안(Alternative Investment Fund Managers and Amneding Directives)에 의거하여 등록 및 인가 요건을 규정하고 있다.

는 간접규제가 주된 방법이라고 할 수 있다. 가령 프라임 브로커의 헤지펀드에 대한 대출 제한이나 모니터링 의무 부여 등으로 헤지펀드의 위험을 통제하는 방법을 이용하고 있다¹¹⁾. 이러한 간접규제는 헤지펀드 자체가 상대적으로 규제에서 벗어나 자유롭게 자산운용을 할 수 있도록 배려한 것이라고 하겠다.

넷째, 시스템 리스크 방지 차원에서 본다면, 헤지펀드에 대한 규제는 거시건전성 차원에서 주로 이루어지고 있다. 개별 헤지펀드의 미시건전성을 위한 규제는 거의 존재하지 않으며, 헤지펀드의 확대로 금융시스템 전체적인 신용위험 및 유동성 위험을 완화하기 위한 거시건전성 차원의 규제체계가 점차 수립되고 있다. 미국은 헤지펀드가 금융시스템에 영향을 미칠 정도로 커졌을 때 비은행 금융기관의 SIFI로 간주되어 규제 범위에 포함될 수 있도록 제도를 보완하였으며, 주요 스왑 거래선이 되는 경우에도 규제할 수 있도록 하였다. 이러한 규제 체계는 헤지펀드 자체의 건전성을 감독하기 보다는 헤지펀드로 인하여 발생하는 금융기관의 건전성 위험과 금융시스템으로의 전파 효과를 차단하는데 그 초점이 있다고 하겠다.

이상의 검토를 기초로 국제적인 헤지펀드 규제 추세를 다음과 같이 요약해볼 수 있다. 최근의 헤지펀드에 대한 규제 강화 움직임은 2008년 국제 금융위기 이후 시장에 의한 자율적인 규제가 금융시스템 안정성을 억제하는데 효과적이지 않았다는 인식에 기반한다. 최근 강화되는 헤지펀드 규제의 강조점은 헤지펀드로 인한 시스템 리스크 확대를 차단하는데 있다고 하겠다. 그 결과 헤지펀드 및 운용사에 대한 등록 및 인가, 금융회사의 헤지펀드와의 거래 제한을 통해서 헤지펀드로 인한 문제가 금융회사로 전가되고 전체적인 금융시스템 위기가 확산되는 것을 방지하려는 제도적 개선이 이루어지고 있다. 그러나 이러한 헤지펀드에 대한 규제는 개별 헤지펀드에 대한 직접적인 규제보다는 거시건전성 감독 차원에서의 간접적인 규제가 중심이라는 점을 간과해서는 안 될 것이다. 기본적으로 헤지펀드가 자유로운 자산운용이라는 제도적 속성을 갖고 있는 것이기 때문에, 헤지펀드 활동을 직접적으로 규제하기 보다는 그 파급효과를 차단하는데 규제의 방향이 있음을 다시 한번 확인할 필요가 있다.

11) 미국의 소위 볼커 준칙(Volker Rule)은 은행이 헤지펀드의 지분에 투자하지 못하는 내용까지를 포함하고 있다.

Ⅲ. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

1. 헤지펀드 도입 목적과 내용

정부는 헤지펀드 도입을 추진한 주된 목적으로서 무엇보다도 헤지펀드가 자본시장 성장의 원동력으로서 역할을 함으로써, 미래의 금융산업이 경제의 새로운 성장 동력으로서 기여하기 위함임을 강조했다¹²⁾. 헤지펀드가 자본시장의 금융벤처로서 위험이 높은 분야로의 자금 선순환을 유도하고 시장에 활력을 불어일으킬 것을 기대한다는 것이다. 그러나 헤지펀드의 도입은 2008년 금융위기 과정에서 나타났듯이 그것이 투자자보호의 문제와 시스템리스크를 증폭시킬 수 있다는 우려를 유발하기도 하였다. 그러므로 금융당국은 헤지펀드를 도입하는 과정에서 투자자를 보호하고 시스템 리스크의 가능성을 통제할 수 있는 헤지펀드에 대한 규제 방안 역시 동시에 수립해야만 했을 터이다. 결국 헤지펀드의 도입은 금융시장의 성장이라는 도입 목적과 헤지펀드의 투자위험으로 인한 부작용이라는 상반된 정책적 효과를 동시에 고려해야 하면서 정책을 실행해야 하는 금융당국의 고민의 결과라고 하겠다. 즉 금융당국은 헤지펀드 도입으로 인한 부작용을 최소화하면서 헤지펀드의 순기능이 발휘될 수 있도록 하는 정책적 조합을 선택해야 했을 것이다.

헤지펀드의 도입은 몇 년전부터 논의되었으나, 본격적으로 헤지펀드 도입을 위한 법적 체계가 정비된 것은 2011년부터라고 할 수 있다. 금번 도입된 헤지펀드 제도는 자본시장법이 아닌 그 시행령 개정을 근간으로 법령화되었다. 구체적으로 금융위원회는 자본시장법의 적격투자자 대상 사모집합투자기구 조항 (법 249조의 2)을 근거로 시행령을 개정하였는데, 이 때 헤지펀드는 사모펀드의 한 유형으로서 자본시장법 상의 제도로써 자리잡게 되었다. 시행령 개정안을 통해서 본 헤지펀드 제도의 특성은 다음과 같이 요약해볼 수 있다.

첫째, 헤지펀드의 가입자는 적격투자자로 한정하였다. 적격투자자의 범주에 5억원 이상을 투자하는 개인을 포함시킴으로써, 개인의 헤지펀드에 대한 투자를 제한적으로 허용하였다.

둘째, 헤지펀드의 운용자는 다음과 같은 기준에 의거하여 한정하였다. 우선 최저 자기자본 요건을 60억원으로 설정하여 자기자본이 60억원 이상인 자산운용사, 증권

12) 헤지펀드 도입과 관련한 정부의 입장에 대해서는 신제윤 (2011) 참조.

사, 투자자문사가 운용사로 되도록 하였다(시행령 별표 1 참조). 추가하여 운용경험 여부를 인가기준으로 설정하여, 자산운용사는 펀드 및 일임재산 수탁고 10조원 이상, 증권사는 자기자본 1조원 이상, 투자자는 일임재산 수탁고 5천억원 이상인 경우에만 헤지펀드를 설정할 수 있도록 하였다¹³⁾

셋째, 헤지펀드에 대해서는 여타 펀드보다 완화된 규정이 적용되었다. 헤지펀드는 별도의 운용대상 제한을 받지 않는 혼합자산 펀드로 신설되도록 하였다(시행령 별표 1 참조). 그리고 공매도 전략을 구사할 수 있는 범위를 확대하여 현금차입한도를 펀드재산의 400%로, 파생상품 매매에 따른 위험평가액 역시 펀드재산의 400%까지 가능하도록 하였다. 이것은 일반적인 펀드가 최대 100% 가능한 것에 비하여 공매도 범위를 확대한 것이다.

넷째, 헤지펀드와 관련한 주요 사항을 보고하는 것을 의무화하여 규제당국이 정기적으로 헤지펀드의 상황을 점검할 수 있도록 하였다. 주된 보고 내용으로는 금전차입 및 파생상품 매매, 채무보증 또는 담보제공 현황, 주된 운용전략 및 투자대상 자산의 종류, 투자에 따른 위험관리 사항 등을 규정하였다 (시행령 제 271조의 2, 6항 참조).

다섯째, 프라임 브로커 관련한 제도를 정비하였다. 즉 헤지펀드에게 서비스를 제공하는 전담중개업무 조항을 신설하여 프라임브로커 업무를 제도화하였고, 이와 동시에 프라임브로커의 이해상충의 방지, 신용공여 업무, 기타 펀드 관리업무 등에 대한 규정을 정비하였다.

이러한 헤지펀드 제도 도입 과정에서 다른 나라의 헤지펀드 체계와 차별되는 점은 다음 두 가지 관점으로 요약할 수 있겠다. 첫째, 헤지펀드업에 대한 진입장벽이 높아서, 일정한 자산운용규모를 갖고 있는 집합투자기구업자(자산운용자)에게만 허용되었다. 이것은 운용규모와 상관없이 운용사의 최소자본금 및 자산운용 요건만을 등록 및 인가 사항으로 규정한 외국의 제도와 가장 크게 차별화되는 내용이다. 둘째, 헤지펀드를 집합투자기구중 사모펀드의 한 범주로서 법적 제도화를 함으로써, 기본적으로는 뮤추얼펀드와 헤지펀드가 동일한 체계 내에서 규제되도록 하였다. 즉 현재의 규제체계는 다른 나라에 비해서 헤지펀드와 뮤추얼펀드의 차별성이 크게 강조되지 않는다고 할 수 있겠다.

13) 금융위원회 2011.9.27일 보도자료 참조. 동 인가기준은 금융투자업 규정에 반영된다.

2. 헤지펀드 정책의 평가

앞서 우리는 금번 도입된 헤지펀드 제도의 내용과 특성을 간략히 살펴보았다. 그리고 헤지펀드 도입의 주요한 목적이 금융시장의 벤처 육성을 통한 성장 동력의 창출이며, 이와 동시에 헤지펀드로 인해 발생할 수 있는 투자자 보호의 문제와 시스템 리스크의 가능성을 최소화하는 것임을 확인하였다. 그러면 현재의 정책 체계가 과연 이러한 정책적 목적이나 규제 의 필요성에 부합하도록 설계되었는가? 이하에서는 이러한 관점에서 헤지펀드의 도입 체계를 평가하고 그 보완 과제를 제시하고자 한다.

1) 헤지펀드의 도입 효과 : 금융산업의 발전

헤지펀드의 가장 큰 장점은 소규모의 자본금만으로 투자자문사를 쉽게 설립하여 소규모로 펀드를 모집, 운용할 수 있다는 점이다. 그러므로 헤지펀드 시장은 자산운용과 관련한 특별한 투자 아이디어를 갖고 있거나 운용 능력이 있는 펀드매니저가 과도한 자본금의 모집 없이 자신의 능력을 발휘할 수 있는 시장이다. 그렇기 때문에 헤지펀드업을 금융시장에서의 벤처로서 칭하는 것이다. 지금 거대한 운용규모를 갖고 있는 헤지펀드의 경우에도 초기에는 소액의 자금만으로 펀드가 설립되었으며, 이를 운용하는 투자자문사의 인력도 몇 명에 불과하였다. 그리고 이 중에서 운용성과가 탁월한 소수의 펀드만이 규모를 확대시켜가고, 시장에서 인정받지 못한 경우에는 즉시 퇴출되는 시장이 바로 헤지펀드 시장이다. 진입과 퇴출이 상대적으로 자유로운 헤지펀드 시장의 경쟁시장으로서의 특성이 바로 헤지펀드의 경쟁력 원천이며, 그것이 곧바로 금융시장의 벤처로서 금융시장의 발전과 효율성 제고에 기여할 수 있는 원동력이라고 할 수 있다. 그러나 헤지펀드의 규모가 확대되고 투자자의 범위가 확산되면서, 이러한 헤지펀드의 특성은 투자자 보호의 측면에서 부작용이 나타나기도 하였으며, 금융안정성을 저해하는 요인으로 작용하기도 하였다. 그럼에도 불구하고 각국의 헤지펀드에 대한 규제 체계에서 헤지펀드로의 진입 장벽을 크게 낮추지 않은 것은 이러한 헤지펀드의 경쟁적 특성의 장점을 유지하기 위한 것으로 해석된다.

그런 점에서 본다면, 현행 헤지펀드 제도는 금융시장의 벤처 육성이라는 목적과 완전히 역행하는 것이라고 할 수 있다. 운용 경험(Track Record)을 고려하여 운용사

를 허가하겠다는 방침으로 인하여, 현재 헤지펀드 설립을 인가받을 수 있는 자산운용사, 자문사 및 증권사는 시장점유율이 높은 대형사에게 국한되어 있다. 이것은 헤지펀드업을 전문적으로 운용하고자 하는 벤처형 헤지펀드의 진입을 원천적으로 차단한 것이기도 하다. 이렇게 제도를 만들려면 정부는 왜 벤처형 헤지펀드 도입 필요성을 역설했는가?

최소자본금의 신설이나 전문 인력의 요건은 납득할 이유가 있으나, 운용경험이라는 명분으로 펀드수탁고 및 자문액을 기준으로 한 것은, 심지어 증권사의 경우에는 자기자본금을 기준으로 한 것은 납득하기 어려운 일이다. 왜 자산운용사, 자문사, 그리고 증권사의 인가 기준이 다른지도 이해할 수 없는 일이다. 가령 5천억원의 자문을 갖고 있는 자문사가 5조원의 수탁고(자문액)를 포함한 자산운용사보다 운용경험이 우월하다는 근거는 무엇인가?

정부의 보도자료 등에서도 운용 경험이라는 기준 설정의 근거를 명확히 찾아보기 어려웠으나, 굳이 규제 목적을 감안하여 해석하자면 투자자 보호에 대한 우려 때문이 아닐까 한다. 왜냐하면 소규모 헤지펀드가 시스템 리스크를 유발한다고 볼 수 없음을 감안할 때, 시스템 리스크 억제를 목적으로 운용규모가 작은 자산운용사의 헤지펀드 설정을 배제했다고 보기는 어렵기 때문이다.

그러나 운용규모를 기준으로 한 자산운용사 인가 제한은 기존의 헤지펀드 체계와는 부합하지 않는 것이다. 만약 헤지펀드의 사기와 기만으로 인한 투자자 보호 문제를 우려한다면, 이러한 우려는 바로 프라임 브로커 제도를 이용해서 해결할 수 있다. 프라임 브로커는 신용도가 높은 금융회사가 헤지펀드의 거래와 관련한 결제, 보관, 가치평가 등을 총괄적으로 관리함으로써 헤지펀드로 인한 사기를 방지하는 역할을 한다. 또한 헤지펀드 판매가 적격 투자자에게만 가능하도록 한 것은 이들 투자자가 헤지펀드에 대해서 충분히 평가할 수 있는 능력이 있다는 인식에 근거하고 있음을 상기할 필요가 있다. 그런 점에서 본다면, 헤지펀드 시장은 전문적인 투자자들이 우수한 자산운용사를 선택하도록 하는 시장인 것이다¹⁴⁾. 그러므로 금융당국이 사전적으로 헤지펀드 운용자의 진입제한을 하는 것보다는 투자자들로 하여금 헤지펀드를 선택하고 성장 및 퇴출을 유도하는 것이 보다 헤지펀드 시장의 속성과

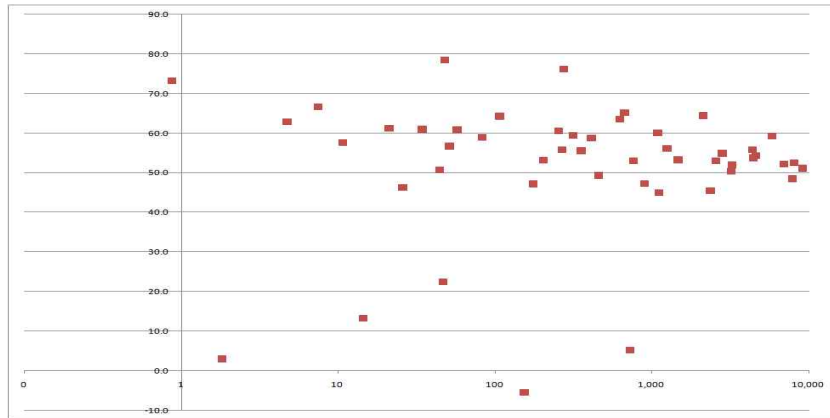
14) 기관투자자의 헤지펀드 투자는 이러한 선택 기능을 제고하는 데 기여하는 것으로 알려져 있다. 심지어 일부의 전문투자자나 컨설턴트는 자신의 펀드 선택 능력을 통해 사업을 확장하기도 한다. 가령, 재간접 헤지펀드의 발전은 이러한 사업 확장의 한 형태이며, 일부의 경우에는 벤처산업과 동일하게 우수한 헤지펀드 매니저를 발굴하여 지분투자를 함으로써 수익을 창출하려는 이른바 인큐베이팅(incubating) 사업을 하기도 한다.

체계에 부합한다고 하겠다.

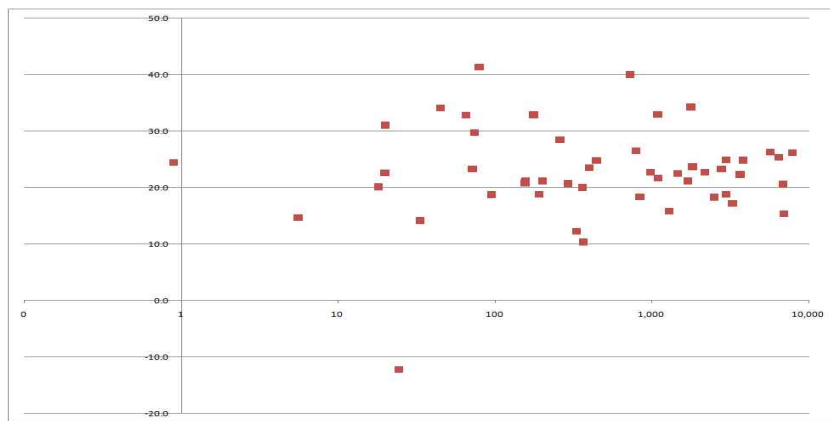
<그림 3> 자산운용사 수탁규모와 운용성과 (공모형 주식형 펀드 기준)

(단위: 십억원, %)

A. 2009년



B. 2010년



* 수익률은 자산운용사별 펀드규모 대비 가중평균수익률(절대수익률 기준임)

자료: 제로인

또 한편에서는 소규모 자산운용사의 진입 제한이 헤지펀드의 질(Quality)을 사전에 통제하지 않으면 투자자에게 커다란 운용 손실을 일으킬 수 있다는 우려에서 실행되었을 수도 있다. 그러나 자산운용사의 운용규모가 클수록 운용성과가 양호할 것이라는 인식 자체가 타당성이 없다. <그림 3>은 공모형 주식형 펀드만을 대상으로

로 개별 자산운용사의 연평균수탁고와 금액가중수익률간의 관계를 살펴본 것이다. 우리는 2009년과 2010년 두 해 모두에서 수탁고와 수익률간의 상관관계를 발견할 수 없었다. 더구나 이해할 수 없는 것은 금융당국이 기준으로 내세운 운용경험이라는 것도 헤지펀드 경험이 아니라 뮤추얼펀드나 자문과 같이 헤지펀드의 운용전략과 무관한 경험이라는 점이다. 우리가 앞서 지적했듯이 헤지펀드의 운용전략은 뮤추얼펀드와 매우 다른 것이기 때문에, 양자의 운용 능력을 동일한 것으로 고려하는 자체가 설득력이 없는 일이다.

물론 금융당국은 초기 도입과정의 부작용을 최소화하기 위해서 일단 대형 자산운용사 중심으로 인가했다고 할지도 모른다. 만약 그렇게 생각했다면, 바로 그것이야말로 금융당국이 얼마나 금융시장의 현실을 인식하지 못하는가를 잘 드러낸 것이다. 자산운용시장은 여러 연구에서 나타나듯이 평판이나 운용성과가 수탁고에 미치는 영향이 크다. 이러한 상황에서 대형 자산운용사가 헤지펀드 시장을 선점한 상태에서 후발 자산운용사가 경쟁에게 이길 수 있기를 기대한다는 것은 어려운 일이다.

더욱이 헤지펀드 제도를 기존의 펀드 구조를 기초로 도입했다는 것은 설령 벤처형 헤지펀드를 동시에 인가했다고 하더라도 이들이 경쟁에서 살아남기 어렵게 만든 것이기도 하다. 이미 주지하다시피 한국 펀드시장의 가장 큰 문제의 하나는 판매사가 압도적인 시장지배력을 갖고 있는 시장이라는 점이다. 그 결과 펀드 수수료 체계에서 판매사가 차지하는 점유 비중은 다른 나라와 비교할 때 가장 높은 수준이며, 계열 판매사가 존재하는 자산운용사가 펀드 판매에 유리함으로써 독립적인 자산운용사가 사실상 고사되는 처지에 있는 것이 현실이다¹⁵⁾. 이것은 금융당국이 판매보수를 법적으로 당연한 것으로 규정하고 판매채널을 다양화하지 않은 정책적 판단에도 상당한 원인이 있는 것으로서, 헤지펀드 역시 이러한 법적인 펀드 구조 하에 제도화되었기 때문에 동일한 문제점을 벗어나기 어려울 것으로 보인다. 즉 펀드 판매사에 의해서 상대적으로 낮은 운용보수 책정이 강요되는 상황에서 계열판매사가 없는 벤처형 헤지펀드가 생존한다는 것은 매우 어려운 일이 아닐 수 없다.

2) 헤지펀드 규제의 적절성

(1) 투자자 보호와 규제

15) 한국의 펀드수수료 체계와 관련해서는 원승연, 한상범 (2011) 참조.

헤지펀드의 투자자를 적격투자자로 제한한 것은 헤지펀드의 복잡성 및 투자 위험을 고려할 때 타당하다. 다만 적격투자자로서의 개인의 조건을 펀드별로 최소 5억원 이상 금액의 투자자로 규정한 것은 개인들의 금융자산 보유 현황을 감안할 때 인하할 여지가 있어 보인다¹⁶⁾. 김재철(2011)에 의하면 2009년 현재 금융자산 기준 상위 1%, 5%, 10%의 평균 총금융자산 보유액이 각각 7.8억원, 3.6억원, 2.5억원으로 추정되었다. 만약 헤지펀드의 적정 투자 비중을 총 금융자산의 10~20% 수준이라고 가정한다면, 매우 제한적인 개인투자자만이 실제 투자를 실행에 옮길 수 있을 것이기 때문이다.

헤지펀드 투자자 제한은 이들 투자자들이 자기책임 원칙에 기초하여 헤지펀드에 투자하는 것을 전제로 하고 있다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 자기책임 원칙을 강조하더라도 대부분의 나라들은 투자자보호 차원에서 헤지펀드에 대한 정보제공 및 공시 의무를 부과하고 있다. 그것은 비록 적격투자자라고 할지라도 상대적으로 헤지펀드에 비하여 정보의 비대칭성에 처할 수 밖에 없음을 감안한 것이라고 하겠다. 법규상으로 본다면, 시행령만이 공고되었을 뿐 하위규정인 금융투자업 규정 개정이나 모범규준 제정 작업이 완료되지 않아 구체적으로 어떠한 행위규제가 포함될지 알 수는 없다. 그러나 적어도 투자자 보호를 위해서 헤지펀드 법규에는 다음과 같은 내용이 포함되는 것이 바람직하다.

첫째, 이해상충에 대한 행위규제 보완이 필요하다. 금융당국은 헤지펀드와 다른 펀드를 동시에 운용할 때 발생할 수 있는 이해상충을 방지하기 위해서, 금융투자업 개정을 통해 헤지펀드 운용인력의 다른 펀드 및 투자일임재산 운용 금지 조항과 투자 관련 정보 공유행위를 차단 조항을 삽입할 예정으로 알려져 있다(“금융투자업 규정 개정 추진,” 금융위원회 2011.10.10일 보도자료 참조). 그러나 이러한 조항만으로 이해상충을 차단하기를 기대하기는 어렵다.

동시에 운용하는 펀드간의 인위적인 자산가치 이전이 발생할 가능성은 뮤추얼펀드간의 경우보다 헤지펀드와 뮤추얼펀드간의 경우가 훨씬 높다. 가령 어떤 주식 종목을 특정 뮤추얼펀드에서 매도할 때, 매도로 인한 가격하락은 동일 종목을 보유한 여타 펀드의 운용성과에 유리하게 작용하지는 않을 것이다. 반면 뮤추얼펀드의 동일한 매도는 해당 종목을 공매도한 헤지펀드의 운용성과를 상승시키는 작용을 하게

16) 앞서 본대로 헤지펀드별로 5억원 이상을 투자하는 개인은 적격투자자로 포함된다. 또한, 시행령에는 적격투자자로서 금융위원회 고시로 별도로 정하는 전문투자자를 포함한다고 규정하였다. 이에 따르면 금융투자상품을 50억원 이상 보유하는 개인 전문투자자도 투자 금액과 상관없이 헤지펀드에 투자하는 것이 허용될 수도 있다.

될 것이다. 헤지펀드에게만 성과보수가 존재한다는 점을 감안한다면, 자산운용사가 헤지펀드에 유리하게 자산운용을 할 유인은 더욱 크다고 할 수 있다¹⁷⁾. 더욱이 우리나라의 경우 인가조건을 갖춘 자산운용사는 이미 자문이나 뮤추얼펀드를 운용하는 회사이기 때문에, 출범 시점부터 이해상충의 문제를 벗어나기 어려운 상황이다. 그러므로 이러한 이해상충 방지를 위한 추가적인 규제 조치가 필요할 것으로 판단된다.

둘째, 헤지펀드가 투자자에게 운용전략 등을 구체적으로 공시하도록 해야 한다. 그리고 이를 위반할 경우 자산운용사에 제재를 가할 수 있도록 행위규제를 마련할 필요가 있다. 금융당국은 헤지펀드를 혼합자산펀드로 인가하여 다양한 자산을 매매, 보유할 수 있도록 하였다. 이러한 헤지펀드 인가 방침은 헤지펀드 운용의 자율성 보장이라는 점에서 긍정적인 면이 있다. 그러나 이와 함께 헤지펀드의 무분별한 자산매매를 방지하는 행위규제가 수립되어야 한다. 흔히 할 수 있는 오해의 하나는 헤지펀드가 다양한 자산 유형을 매우 적극적으로 매매할 것이라는 인식이다. 그러나 대부분의 헤지펀드는 특화된 자산을 중심으로 한 운용전략에 집중하는 경향을 갖고 있다. 그러므로 개별 헤지펀드가 설정될 때 자신들의 운용전략과 예상되는 위험을 명확히 제시하도록 하는 것이 헤지펀드의 자율적인 운용을 저해하지는 않는다. 그러므로 자산운용자가 투자설명서 및 계약서 등에 운용자산 대상, 순포지션(Net Position) 및 총 포지션(Gross Position)의 최대한도, 운용전략 등을 구체적으로 명기하는 것을 의무화하는 행위규제를 만드는 것이 필요하다고 하겠다.

셋째, 운영위험을 최소화할 수 있는 행위규제 보완이 필요하다. 개정된 시행령에서는 운영위험에 대한 규제 방안을 구체적으로 발견할 수 없었다. 그러나 투자자 보호를 위해서 일차적으로 중요한 것은 운영위험의 최소화일지도 모른다. 우리나라의 헤지펀드는 일단 제한된 자산운용사만이 설정 가능하기 때문에, 외국에서 나타나는 사기 및 위법으로 인한 문제점은 덜 할 수 있다. 오히려 현 시점에서 가장 우려되는 것은 펀드계리 및 회계 오류로 인하여 순자산가치가 정확히 계산되지 못할 가능성이다. 뮤추얼펀드와 달리 매도 포지션이 존재함으로써 발생하는 순자산가치 산출의 오류 가능성도 존재한다. 특히 성과보수가 존재하기 때문에, 성과보수로 인하여 순자산가치의 계산이 상당한 어려움이 있을 것으로 판단된다. 그러나 이러한

17) 일부 연구 결과에서는 헤지펀드와 뮤추얼 펀드를 동시에 운용할 때 발생할 수 있는 이해상충의 가능성을 제시하였다. 가령 Cici et al.(2010)은 뮤추얼펀드 성과가 헤지펀드 성과로 이전될 가능성을 지적하였다. 반면 이해상충을 부인한 연구 결과도 존재한다 (Nohel et al.(2010) 참조).

헤지펀드 인프라 구축에 대한 금융당국의 대비는 아직 눈에 드러나는 것이 없다. 또한 이러한 계리 오류에 대해서 자산운용사와 프라임 브로커의 책임 소재가 어떠한지에 대한 방침이 존재하지 않기 때문에, 향후 이를 둘러싼 우려가 큰 상황이다.

넷째, 프라임 브로커에 대한 행위규제가 미흡하다. 프라임 브로커가 발전한 가장 중요한 요인은 상대적으로 신용도가 낮은 헤지펀드의 신용도를 높이는 수단이 되었기 때문이다¹⁸⁾. 즉 신용도가 높은 투자은행에 펀드 재산을 보관, 관리함으로써 헤지펀드의 사기와 위법을 사전에 방지하고 투자자 재산을 효과적으로 보호할 수 있을 것이라는 신뢰 때문이었다. 그런 점에서 본다면, 투자자 보호를 위한 프라임 브로커의 의무가 법규에 포함되어야 할 필요가 있다. 금융투자업 규정에 자기자본금 요건과 함께 프라임 브로커의 위험관리 체계 및 내부통제 조직 및 인력 구축 요건을 인가조건으로 포함시킬 예정으로 있으나, 가장 기본적인 펀드재산의 보관 및 관리, 펀드재산의 결제 처리와 관련하여 투자자 보호 의무가 미비되어 있는 상황으로서 향후 이에 대한 개선이 요청된다고 하겠다.

(2) 시스템 리스크와 규제

금번 개정된 시행령 중에서 시스템 리스크와 관련한 규제는 레버리지 비율이 400%까지 제한되었다는 점을 들 수 있다. 이것은 헤지펀드 자산운용의 건전성을 직접 규제하는 조항이라는 점에서, 미시건전성 차원의 규제로 해석할 수 있을 것이다. 그러나 헤지펀드로 인한 시스템 리스크가 개별 헤지펀드의 문제이기 보다는 헤지펀드에 급격히 자금이 집중되고 그 결과 헤지펀드 전체적으로 금융시스템 위험을 증가시키기 때문에 발생해왔다는 점을 감안한다면, 오히려 필요한 것은 거시건전성 차원의 규제라고 할 수 있겠다. 그러나 시행령만으로 볼 때, 이러한 거시건전성 차원의 규제는 특별히 주목될만한 것이 없다.

물론 현재의 헤지펀드 제도를 감안한다면, 헤지펀드로 인해 금융시스템이 혼란에 빠질 정도로 헤지펀드 규모와 비중이 단기적으로 급증할 것이라고 보이지는 않는다. 그러나 문제는 현재의 제도가 시장참여자로 하여금 펀드 규모를 확대하고자 하는 유인을 제공하도록 형성되어 있다는 점이다. 그것은 대형 자산운용사 중심의 인가 정책과 판매사가 시장을 주도하는 시장구조에서 비롯된다. 현행 헤지펀드 제도

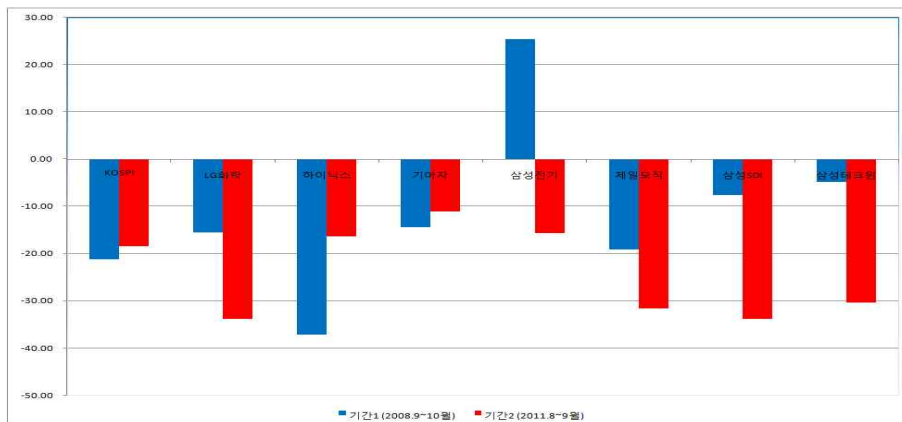
18) 헤지펀드의 신인도를 보완하기 위한 방법의 하나가 투자자문사의 헤지펀드 매니저가 헤지펀드에 자신의 개인 재산을 투자하고, 전체 재산액 및 헤지펀드 투자 비중을 투자자에게 공개하는 방법이다.

는 기존의 집합투자기구의 제도를 근간으로 설계되었기 때문에, 판매사를 경유한 헤지펀드 판매가 주된 판매경로가 될 것이다. 그런데 판매사는 성과보수를 받을 수 없기 때문에, 이들의 목표는 뮤추얼펀드 판매시와 마찬가지로 펀드 판매 극대화가 될 것이다. 따라서 이들 판매사가 시장 상황을 감안하여 헤지펀드를 여타 금융상품의 대체재로 선정하고 집중적으로 이를 판매함으로써, 시장의 불안정성을 가중시킬 가능성이 매우 많다고 할 수 있다.

이러한 판매사 행태의 부작용 가능성은 올해 나타난 자문형랩의 문제점을 통해서 유추해볼 수 있다. 2009년 일임최소규모가 1억원에서 1천만원으로 낮추어진 것을 계기로, 거의 잔고가 없었던 자문형랩은 2011년 6월말 현재 9.1조원으로 증가하였다. 이것은 증권사가 시장위험으로 인하여 수익률이 악화되었던 뮤추얼펀드의 대체 상품으로 자산배분의 탄력적 조정과 집중적인 포트폴리오 구성이라는 특성을 내세운 자문형랩의 판매를 증가시켰던데 힘입은 바 크다. 그러나 지난 8월 주식시장 하락은 자문형랩의 증가가 시장의 불안정성을 확대시킨 것을 명확히 보여주었다. 올해 8-9월의 기간 동안 KOSPI의 하락률은 18.5%였는데, 자문형랩에서 집중 매입했다고 알려진 소위 '7공주' 종목의 평균 하락률은 24.5%로서 주식시장 보다 더 많이 하락했음을 알 수 있다(<그림 4> 참조). 반면 2008년 금융위기 당시 9-10월 두 달간 이들 종목의 평균 하락률은 10.1%에 불과하여 당시 KOSPI 하락률 21.3%보다 매우 낮았다. 이러한 자문형랩 문제의 출발점은 위험성이 높은 포트폴리오 전략을 구사하는 랩어카운트를 마치 공모 펀드 판매하듯이 대규모로 판매했다는 데 있었다. 이러한 위험성은 헤지펀드에서도 동일하게 발생할 수 있는 것이다.

그림 4. 랩어카운트 주요 보유 종목의 가격 변동 비교

(단위: %)



자료: 증권전산

또한 현재의 규제체계 내에서는 자산운용사가 사모펀드의 한계를 넘어서 자금유입을 유도할 여지가 존재한다. 자산운용사가 사모펀드 설정 개수가 법적으로 제한되어 있지 않기 때문에, 자산운용사는 다수의 사모펀드를 설정하여 사모펀드의 투자자 수 제한 규정을 얼마든지 우회할 수 있다. 그러므로 대형 자산운용사가 헤지펀드 판매 확대 경쟁을 할 수 있는 여건은 얼마든지 존재하는 셈이다.

이러한 판매사 및 자산운용사의 상황은 결국 그들로 하여금 헤지펀드의 판매 범위를 확대하여 소매투자자에게까지 가능한 넓히고자 하는 유인을 제공한다. 물론 현재와 같이 개인투자자의 투자규모를 최소 5억원 이상으로 유지시킨다면, 금융자산 규모를 감안할 때 개인투자자의 군집행동으로 인하여 시스템 리스크가 확대될 가능성은 많지 않아 보인다. 그러나 이러한 투자자 제한은 헤지펀드업의 양적 성장을 어렵게 할 가능성이 많으며, 이 때 금융당국이 금융회사의 규제완화 요청을 받아들여 자문형립의 사례와 동일하게 개인투자자의 진입 장벽을 완화할 가능성 역시 배제할 수 없다. 따라서 이러한 시장구조가 존재하는 한 헤지펀드로 인한 집단적인 자금유입으로 인하여 시장의 안정성이 저해될 가능성은 구조적으로 사라지지 않을 것이다.

한편, 시스템 리스크 완화 차원에서 본다면, 증권사에게 헤지펀드 운용을 설립할 수 있도록 한 것은 합리성이 결여된 것이다. 헤지펀드가 발전한 요인의 하나는 투자은행이 위험자산을 헤지펀드로 이전하여 자신의 위험을 줄이고자 하는 이유 때문이었다. 우리는 베어스틴스와 리만브러더스의 파산한 주요한 원인이 헤지펀드와의 거래에서 신용위험의 연계를 완전히 제거하지 못했기 때문이었다는 점을 상기할 필요가 있다. 따라서 레버리지 위험이 있는 헤지펀드를 증권사가 운용하도록 한 것은 헤지펀드 위험과 증권사 위험의 분리라는 측면에서 본다면, 적절한 제도라고 보기 어려운 것이다. 이와 함께 시스템 리스크 방지의 차원에서 본다면, 프라임 브로커의 건전성 규제 역시 보완이 필요한 사항이다. 증권사에 대한 영업용 순자본 비율 규제의 엄격성을 감안할 때 증권사가 과도한 대출을 할 것으로 보이지는 않으나, 헤지펀드에 대한 대출과 관련한 규제가 별도로 수립되지 않을 경우 헤지펀드의 문제로 인하여 증권사의 단기차입이 어려워지는 등 유동성위험이 발생할 가능성은 여전히 존재한다고 할 것이다. 그러므로 증권사의 헤지펀드 대출과 관련하여 위험 측정

및 적절한 담보 확보 등을 위한 보다 엄격한 건전성 규제가 요구된다고 하겠다.

3) 헤지펀드와 금융시장

헤지펀드의 금융시장에 대한 순기능은 헤지펀드가 개별자산의 오가격을 이용하는 거래를 실행함으로써 시장효율성을 개선한다는 점이다. 그러나 헤지펀드가 이러한 기능을 수행하기 위해서는 금융시장에서 매도 및 차입이 자유롭게 이루어져야만 한다. 그러나 금융시장에서의 규제가 이러한 헤지펀드 거래를 이루어지지 못하게 하는 경우가 흔히 존재한다. 올해에도 8월 금융당국은 3개월 한정으로 일시적으로 주식공매도를 금지하였는데, 이러한 규제가 빈번하게 발생하는 한 헤지펀드가 금융시장에서 유효하게 거래를 수행하기 어렵게 된다. 특히 한국의 규제 체계가 포지티브 시스템이기 때문에, 금융당국의 태도 변화가 있지 않는 한 소위 규제의 루프홀(Loophole)을 이용한 헤지거래가 실행되기는 어려운 점이 많다.

그러나 헤지펀드의 시장효율성 제고 기능은 한국의 시장상황을 감안할 때 필요하다고 볼 수 있다. 최근 헤지펀드에 대한 논의는 대부분 주식시장을 전제하는 것이지만, 시장효율성 개선이라는 측면에서 채권형 헤지펀드의 역할은 더욱 중요하다고 하겠다. 채권시장에서 외국인 투자가 급증한 요인의 하나가 채권시장에서 지속적으로 국내외금리차를 이용한 차익거래 기회가 존재하기 때문이었다¹⁹⁾. 만약 한국의 헤지펀드가 이러한 기회를 적시에 이용할 수 있다면, 과도한 외국인 채권 투자로 발생하는 자본유출입 변동성 확대 가능성을 상당 정도 불식할 수도 있다.

채권시장의 비효율성은 지속적인 스왑스프레드의 역전 현상에서도 확인된다. <그림 5>는 국고채와 금리스왑간의 차이를 나타내는 스왑스프레드(=금리스왑고정금리-국고채금리) 3년물의 추세를 보여주고 있다. 한국에서는 이론적으로 설명될 수 없는 스왑스프레드의 역전 현상이 지속적으로 나타나고 있음을 알 수 있다. 이것은 채권시장의 편향을 이용하는 차익거래를 실행할 수 있는 여건이 기존의 금융회사에 존재하지 않기 때문인 것으로서, 헤지펀드가 거래를 통해 비정상적인 시장가격을 정상화하는 것을 기대할 수 있다.

물론 이처럼 헤지펀드 거래에 대한 규제가 완화될 때 발생하는 문제점을 간과할 수는 없다. 과거 LTCM의 경우에서 보듯이 헤지펀드의 규모가 차익거래에 비하여 클 때, 헤지펀드가 오히려 비정상적인 가격을 유발하는 요인으로 작용하였던 경우

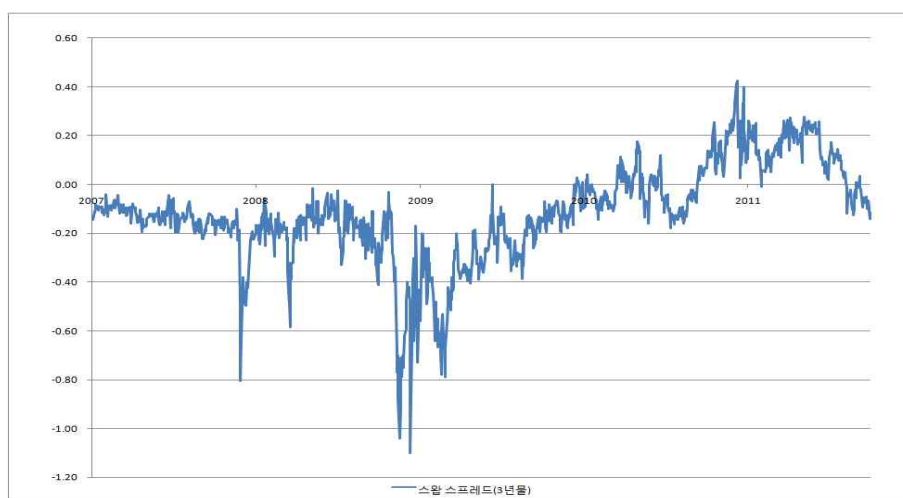
19) 원승연, 주상영 (2010) 참조.

도 많다. 이러한 경우 헤지펀드가 시장의 효율성을 제고하기 보다는 오히려 안정성을 저해하는 작용을 하기도 하는 것이다.

그러므로 자본시장의 규제를 완화하는 경우 두 가지 상반된 효과를 감안하여 실행 여부를 점검하는 것이 필요할 것이다. 특히 모든 자본시장의 거래를 완화 또는 강화하는 것으로 일의적으로 구분하기 보다는 사안에 따라 규제 여부를 고려하는 것을 생각해볼 필요가 있다. 최근 유로의 경우에는 CDS 거래를 제한하는 움직임을 보이고 있는데, 이는 CDS 거래가 신용위험을 확대시키는 부작용을 유발했다고 판단했기 때문이다. 반면 신용위험과 달리 시장위험과 관련한 자본규제는 완화한다고 하더라도 상대적으로 금융시스템의 불안정성에 미치는 영향이 크지 않을 수 있다. 따라서 금융시스템 전반에 미치는 영향을 감안하여 자본시장의 규제 완화 여부를 고려할 필요가 있다.

그림 5. 스왑스프레드(3년물 기준)의 추이

(단위: %)



* 스왑스프레드= 3년물 금리스왑고정금리-3년물 국고채 금리

자료: 인포맥스

3. 헤지펀드의 정책 개선 방안

지금까지 헤지펀드의 제도 도입 내용을 검토하고, 그 문제점과 개선 방안에 대해서 언급하였다. 무엇보다도 헤지펀드가 도입되는 초창기이니만큼 제도적인 문제가

발생한다면, 가능한 한 조기에 이를 수정하고 개선하는 것이 장기적인 헤지펀드 발전을 위해 유익할 것으로 본다. 헤지펀드에 대한 정책 방향은 다음과 같이 근본적으로 개선할 필요가 있다.

첫째, 헤지펀드 시장은 소규모 자본금을 투자한 펀드매니저가 소액의 헤지펀드를 운용하는 벤처형 헤지펀드가 중심이 될 수 있도록 시장구조가 형성되어야 한다. 그 점에서 본다면, 기존의 자산운용규모 및 자문액을 기준으로 헤지펀드 운용을 인가하도록 된 현재의 헤지펀드 제도는 조속히 변경되어야 한다. 현재 동 기준은 금융투자업 규정 개정을 통해서 반영될 예정으로 있는 바, 금번 금융투자업 규정 개정 과정에서 동 기준을 삭제하여 제도 도입 초기부터 벤처형 헤지펀드가 설립될 수 있도록 해야 할 것이다.

둘째, 금융당국의 헤지펀드 규제 체계의 전환이 필요하다. 현재의 헤지펀드 규제 체계는 개별 헤지펀드의 건전성에 대한 규제를 기초로 시스템 리스크에 대한 영향을 통제하고자 한다. 개별 헤지펀드의 파산으로 인한 부작용을 막아야 한다는 관념이 헤지펀드 진입 장벽을 높이고, 대형 자산운용사 중심의 시장을 만드는 요인이 되었다. 그러나 벤처형 헤지펀드가 청산된다고 하더라도, 그것이 금융시장에 미치는 영향은 매우 미미할 것이다. 금융시스템 안정성이라는 측면에서 본다면, 오히려 금융당국이 경계해야 할 상황은 헤지펀드가 직간접적인 방법을 통해서 소매 투자자에게까지 확산되고, 개별 헤지펀드의 규모가 너무 커서 금융시스템에 영향을 주는 경우가 될 것이다. 현재의 헤지펀드 체계는 이러한 위험에서 완전히 자유롭지 않으며, 현재의 투자자 제한 조건이 향후 완화될 경우 얼마든지 헤지펀드가 시스템 리스크를 확대시킬 유인으로 작용할 여지가 있다. 그러므로 금융당국이 개별 헤지펀드의 청산을 전제로 하고, 개별 헤지펀드의 청산이 금융시스템에 미치는 영향을 차단하도록 하는 방향으로 규제 체계를 전환시키는 것이 바람직하다.

셋째, 헤지펀드가 금융안정성을 저해시키는 요인으로 발전하지 않기 위해서는 헤지펀드 판매구조의 변화가 필요하다. 현재 헤지펀드는 뮤추얼펀드와 마찬가지로 판매사를 경유한 판매가 대종이 될 것으로 보인다. 그러나 판매사는 펀드 판매를 극대화하려는 유인을 가지고 있기 때문에, 이들로 인하여 헤지펀드로 과도한 자금이 유입되어 금융시장의 안정성이 저해되는 것을 배제하기 어렵다. 또한 이들 판매사의 과도한 판매수수료(및 판매보수)와 시장지배력은 벤처형 헤지펀드의 자생 능력을 현저히 저하시킬 가능성이 많다. 그러므로 헤지펀드의 직접 판매를 전면 허용하고

판매수수료를 제외한 판매보수 조항을 삭제함으로써, 판매사들이 헤지펀드 시장을 좌지우지 하지 못하도록 해야 한다.

넷째, 현재의 규제 체계는 헤지펀드와 뮤추얼펀드간의 차별성을 충분히 감안하지 않고 있다. 즉 기존의 집합투자기구 체계 내에서 헤지펀드를 하나의 유형으로 제도화했기 때문에, 헤지펀드와 관련한 행위규제 등이 적절히 반영되지 않은 측면이 존재한다. 이것은 기본적으로 자본시장법의 개정이나 별도의 법안을 통해서 아니라, 시행령 개정만으로 헤지펀드를 제도화한 절차상의 문제점에도 그 원인이 있는 것으로 판단된다. 기존 뮤추얼펀드와 대비되는 헤지펀드의 이질성을 감안할 때, 시행령 개정만으로 헤지펀드를 제도화하는 것은 적절하지 않으며, 향후 자본시장법의 개정 작업을 통해서 충분히 헤지펀드의 특성을 고려한 법적 제도화가 이루어질 필요가 있다.

IV. 결론

헤지펀드의 제도 개편이 점차 구체화되면서 금융시장의 헤지펀드에 대한 기대가 실망으로 바뀌고 있다. 그것은 금융시장의 벤처 육성이라는 금융당국이 제시한 헤지펀드 도입 목적이 완전히 정반대의 결과로 나타나기 때문이다. 소수의 대형 자산운용사 및 자문사에게 헤지펀드를 허용하겠다는 금융당국의 방침은 기존 금융회사의 기득권을 확대시키는 결과이며, 벤처형 헤지펀드의 진입을 원천적으로 차단한 것이었다.

금융 당국의 이러한 태도는 헤지펀드를 도입함으로써 발생할 수 있는 '투기의 조장'이라거나 '금융시스템 위기 확산'이라는 비난을 모면하기 위해서, 일견 안정적으로 보이는 헤지펀드 도입 경로를 생각했기 때문일지도 모른다. 그러나 이러한 금융당국의 행태는 바로 금융감독 정책의 책임자로서의 '철학의 빈곤'을 자인하는 것에 다름 아니다.

헤지펀드의 장점은 창의적인 아이디어를 벤처사업처럼 시도하고 발전시킨다는데 있다. 그리고 많은 이들이 헤지펀드의 위험을 인식하게 된 것은 그 중 일부의 헤지펀드가 공룡처럼 커져서 부작용을 유발하고, 제한된 영역의 투자자를 넘어서서 과도하게 투자자의 범위를 확장하면서 부터였다. 그런 점에서 본다면, 대형 자산운용

사를 중심으로 한 헤지펀드 시장은 헤지펀드 본래의 장점은 사라지고, 오히려 부작용만을 확대시킬 뿐인 것이다. 금융당국이 최근 금융회사에 포획되고 있다는 의심을 받고 있음에도 불구하고, 왜 대형사 중심의 헤지펀드 시장을 형성하려는지 이해하기 어려울 뿐이다.

서두에 말한 바와 같이 한국은 아직까지도 금융제도를 도입하는 단계에 처해 있다. 그동안 여러 금융제도를 도입하는 과정에서 본래의 취지에 벗어나서 정책 당국자의 이해관계에 따라 제도가 왜곡되어 도입된 경우가 많았다. 필자는 금번 헤지펀드 제도 역시 금융위기의 조장이라는 비난을 피하고자 하는 정책당국자의 의도로 인하여 제도가 왜곡되어 형성된 것이 아닌가 의심한다. 만약 정책당국자가 제도 도입이 시기적으로 타당하지 않다고 인식했다면, 오히려 그 제도 도입을 지연시키는 것이 장기적으로 금융시장의 발전에 도움이 될 수 있을 것이다. 왜냐하면 한번 왜곡되어 도입된 금융제도는 금융시장마저 비정상적으로 성장시킬 것이기 때문이다. 만약 금융당국이 정책에 확신이 있다면, 정정당당하게 제도를 도입하는 것이 공적인 의무를 다하는 길이 될 것이다. 즉 단순히 시행령 개정을 통해서 제도를 편의적으로 도입할 것이 아니라, 공론을 통해 헤지펀드를 법제화하는 길을 택하는 것이 타당하다는 것이다. 그럼에도 불구하고 아직 헤지펀드와 관련한 금융투자업 규정의 개정이나 모범규준 제정 작업이 완결되지 않은 상태이기 때문에, 전면적인 법적 개선을 하지 않는다고 하더라도 금융당국이 헤지펀드 영업이 출범하기 전에 제도를 개선할 여지는 남아 있다. 따라서 지금이라도 금융당국이 헤지펀드를 도입한 당초의 취지에 맞게 제도를 개선하기를 기대하는 바이다.

참고문헌

- 김갑래, “프라임브로커 업무 규제 정비 방안”, 국내 투자은행 활성화를 위한 공청회 자료, 2011.6
- 김영도, 『증권대차시장의 발전방안』, 금융 VIP시리즈 2011-07, 한국금융연구원, 2011
- 김재철, “한국형 헤지펀드 도입 방향과 주요 쟁점”, 한국형 헤지펀드 도입 방안과 미래 세미나 자료, 2011.5
- 노희진, 김규립, 『헤지펀드의 국내 허용 방안』, 연구보고서 08-03, 한국증권연구원, 2008
- 신제윤, “한국형 헤지펀드와 우리 금융의 미래,” Bulls Review, 6월, 2011
- 원승연, 주상영, “외국인의 채권투자 결정 요인과 영향에 대한 연구,” 경제학연구, 57권 3호, 2009, pp.31-65
- 원승연, 한상범, “펀드의 거래비용과 운용성과,” 한국경제의 분석, 제 17권 2호, 2011, pp.179-232
- 이호진, 송원호, 장국현, 정삼영, 『헤지펀드에 대한 주요국 규제동향과 정책적 시사점』, 연구보고서 06-09, 대외경제정책연구원, 2006
- Agarwal, Vikas, Narayan Y. Naik, "Risk and Portfolio Decisions Involving Hedge Funds," The Review of Financial Studies, Vol.17, No.1, 2004, pp.63-98
- Amin, Gaurav S., Harry M Kat, "Hedge Fund Performance 1990-2000: Do the Money Machines really add Value?" Journal of Financial and Quantitative Aalysis, Vol.38. No.2, 2003, pp.251-274
- Banque de France, *Financial Stability Review: Special issue on Hedge Funds*, No.10, April 2007
- Bollen, Nocholas P.B., Veronika K. Pool, "Do Hedge Fund Managers Misreport Returns? Evidence from the Pooled Distribution," The Journal of Finance, Vol. 64, No.5, 2009, pp.2257-2288
- Boyson, Nicole M., Christof W. Stahel, René M. Stulz, "Hedge Fund Contagion and Liquidity Shock," The Journal of Finance, Vol.65, No.5, 2010,

pp.1789-1816

Brav, Alon, Wei Jiang, Frank Partnoy, Randall Thomas, "Hedge fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance," *The Journal of Finance*, Vol.63, No.4, 2008, pp.1729-1774

Brown, Stephen, William Goetzmann, Bill Liang, Christopher Schwarz, "Mandatory Disclosure and Operational Risk: Evidence from Hedge Fund Registration," Vol.63, No.6 pp.2785-2815

Cassar, Gavin, Joseph Gerakos, "Hedge Funds: Pricing Controls and the Smoothing of Self-reported Returns," *The Review of Financial Studies*, Vol.24, No.5, 2011, pp.1698-1734

Cici, Gjergji, Scott Gibson, Rabih Moussawi, "Mutual Fund Performance when Parent Firms simultaneously manage Hedge Funds," *Journal of Financial Intermediation* 19, 2010, pp.169-187

Commission of the EU, "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives," 2009

Dichev, Ilia D., Gwen Yu, "Higher risk, Lower Returns: What hedge fund investors really earn," *Journal of Financial Economics*, 100, 2011 pp.248-263

EC Internal Market and Services DG, "Report of the Alternative Investment Expert Group", July 2006

Fung, William, Davis A. Hsieh, "The risk in hedge fund strategies: Theory and Evidence from long/short equity hedge funds," *Journal of Empirical Finance* 18, 2011, pp.547-569

Griffin, John M., Jin Xu, "How Smart are the Smart Guys? A Unique View from Hedge Fund Stock Holdings," *The Review of Financial Studies*, Vol.22, No.7, 1999, pp.2531-2570

Ibbotson, Roger G., Peng Chen, Kevis X. Zhu, "The ABCs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs," *Financial Analyst Journal*, Vol.61, No.6, 2005, pp.80-88

IOSCO, "Regulatory and Investor Protection Issues : Arising from the

Participation by Retail Investors in (funds-of) Hedge funds," February 2003

IOSCO, "The regulatory Environment for Hedge Funds: A Survey and Comparison," November 2006

IOSCO, "Hedge Fund Oversight", March 2009

Klein, April, Emanuel Zur, "The Impact of Hedge Fund Activism on the Target Firm's Existing Bondholders," *The Review of Financial Studies*, Vol.24, No.5, 2011, pp.1735-1771

Malkiel, Burton G., Atanu Saha, "Hedge Funds: Risk And Return," *Financial Analyst Journal*, Vol.61, No.6, 2005, pp.80-88

Nohel, Tom, Jay Wang, Lu Zheng, "Side-by-Side Management of Hedge Funds and Mutual Funds," *The Review of Financial Studies*, Vol.23, No.6, 2010, pp.2342-2373

Sadka, Ronnie, "Liquidity Risk and the Cross-section of Hedge-Fund Returns," *Journal of Finance* 98, 2010, pp.54-71