

한국금융학회, 추계 정책심포지엄 (2011.11.2)

헤지펀드 제도 도입 현황과 향후 보완 과제

원승연 (명지대)

I . 서론

□ 헤지펀드 도입의 딜레마

- 목적: 금융시장의 벤처 육성, 금융시장의 창의성

(외국의 자본에 대응하는 실력을 갖추)

- 부작용에 대한 우려 : 헤지펀드의 투자자 보호 문제 및 시스템 리스크 확대

(국제적으로 규제 강화되는 추세에서 굳이 헤지펀드 제도를 도입해야 하는가?)

⇒ 어떻게 부작용을 최소화 하면서 헤지펀드를 도입할 것인가

□ 헤지펀드 제도 도입의 관건: 제도와 규제의 최적 조합 설계.

I. 서론

□ 평가 : 잘못된 조합

- 대형 운용사 및 판매사 중심의 제도 설계
 - 벤처형 헤지펀드 설립을 원천적으로 차단
- ⇒ 한국형 헤지펀드는 한국형 펀드에 불과

□ 논문의 구성

- 2절: 헤지펀드의 성격과 제도 및 규제 설계
- 3절: 한국의 헤지펀드 도입 내용 및 문제점, 개선방안

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

1. 헤지펀드의 특성

□ 비교 : 뮤추얼펀드 vs. 헤지펀드

특 성	뮤추얼 펀드	헤지펀드
시장위험	시장위험 수용	시장위험 헤지
개별위험	제한된 Tracking Error	개별위험 적극 수용
포트폴리오	매수 포트폴리오	매수-매도 포트폴리오
투자 목표	시장 대비 초과수익률	절대 수익률

II . 헤지펀드의 성격과 규제의 필요성

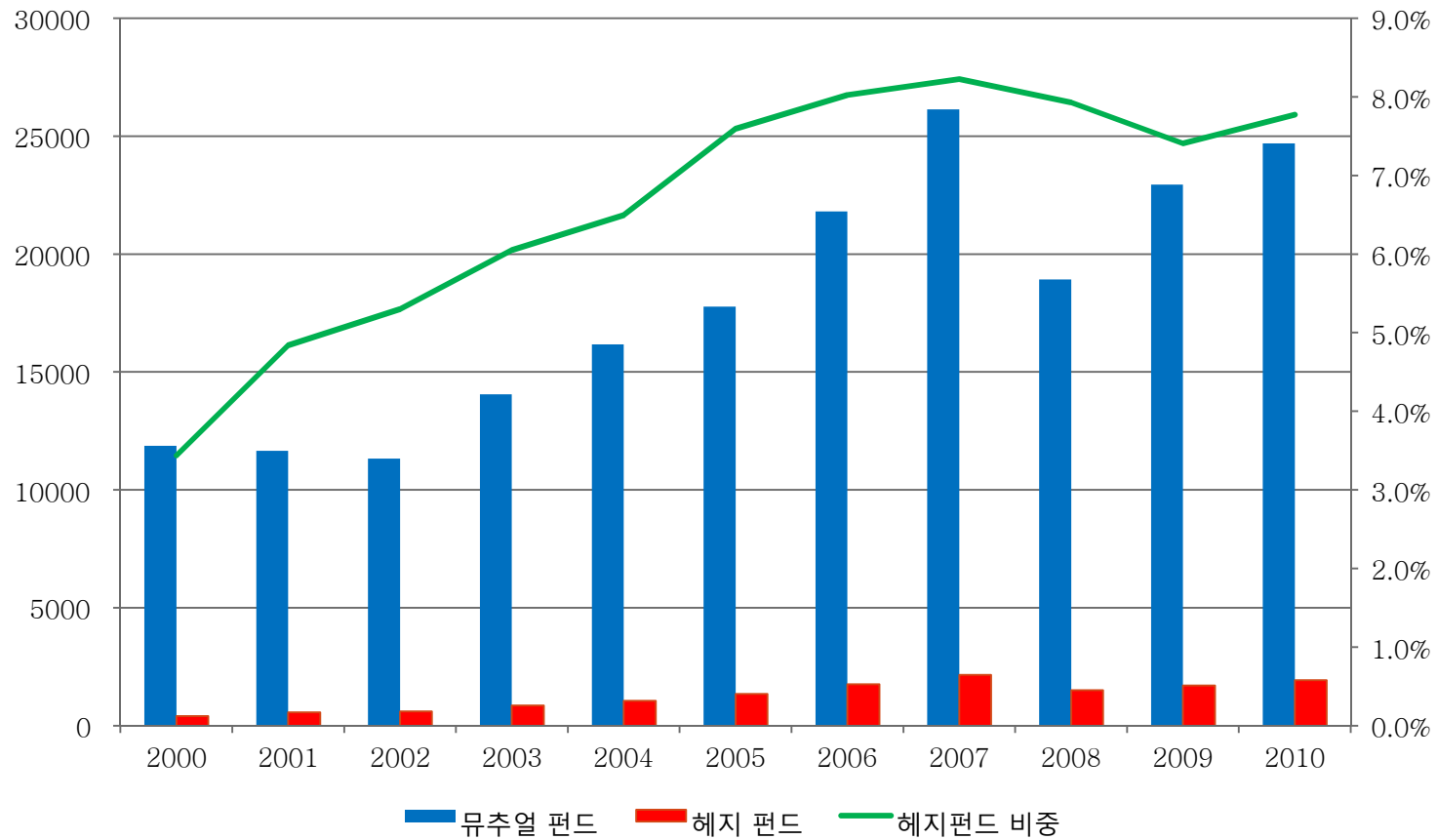
□ 헤지펀드의 특성

항 목	헤지펀드의 특성
포트폴리오 구성	매도 포지션 및 레버리지 존재
제도적 위치	규제 회피 존재 (상대적으로 규제가 낮은 수준)
모집 방식	Private Placing, 제한된 적격투자자를 대상으로 모집
인센티브 구조	성과보수의 존재

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

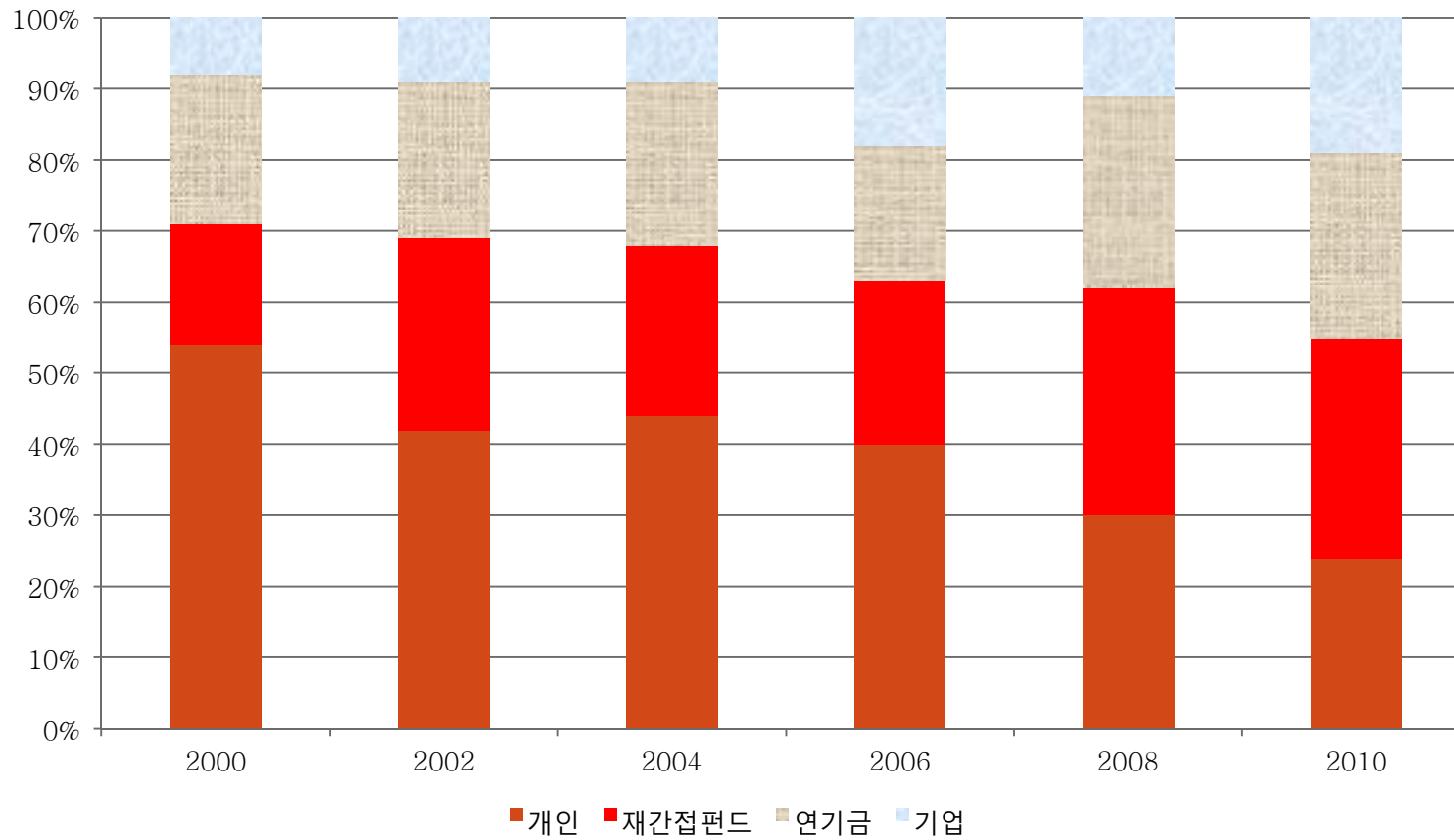
2. 헤지펀드의 성장과 기능

□ 헤지펀드 규모와 비중



II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

□ 헤지펀드 투자자 비중



II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

□ 헤지펀드의 기능

① 투자자

- 효율적 변경의 확대 (Amin and Kat(2003))
- 시장위험 대비 초과수익률 (fund and Hsieh(2011))

② 금융시장

- 가격 안정화 기여
- 유동성 공급
- 기업경영권에 적극 참여

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

3. 헤지펀드의 위험

□ 투자위험

① 헤지펀드의 투자위험은 시장위험의 중립성과 절대수익률 달성이라는 투자목표의 실현 가능성이 차원에서 높다고 평가할 수 있음.

② 시장위험의 중립성이 어려운 이유 : 매수포지션과 매도포지션 수익구조의 비대칭성.

→ 포트폴리오가 베타위험에 노출

③ 레버리지를 이용하여 개별위험에 베팅하는 것은 전략 실패 시의 손실액 확대.

④ 특히, 유동성 위기 발생시 레버리지 구조는 펀드의 청산을 유발

예) 2006, Amaranth Advisors 사례 : 상품선물 거래로 90억불의 순자산 중 60억불의 손실

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

□ 운영위험

① 헤지펀드의 비규제적 성격으로 헤지펀드간의 질적 차이가 매우 큼.

→ 투자자가 운영위험에 노출될 가능성 높음

② 주요 운영위험

- 헤지펀드 펀드매니저의 사기와 기만

- 순자산평가 및 수익률 오류

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

□ 금융시스템 리스크

- ① 헤지펀드의 규모가 확대될 경우 상대적 투자기회의 부족으로 과도한 투자위험을 부담하고, 더 나아가 금융시장을 왜곡시키는 가능성이 높아짐.

예) Tiger Fund 의 매크로 전략

- ② 헤지펀드의 금융시스템 리스크 확대 경로

- 금융시스템의 위험 노출 정도 증가 : 그림자 금융 (Shadow Banking) 역할
- 금융위기의 취약성 증가 : 거래상대방 위험 증가, 전염효과의 확대

예) 러시아 위기시의 LTCM

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

4. 헤지펀드의 규제

□ 헤지펀드의 등록 및 인가

① 헤지펀드 또는 헤지펀드 운용사의 등록 및 인가는 대부분의 나라에서 실행하고 있음.

② 인가 조건

- 헤지펀드 운용사의 최소 자본금 요구

- 운용사의 적합성

③ 이원적(Two Tier) 규제 : 일정 규모 이상의 운용사만을 등록, 인가하고, 그 이하의

규모에 대해서는 규제하지 않음.

ex) 도드-프랭크 수정안: 자문규모 2,500만불-1억불의 경우 주정부에서 별도 관리.

유로의 AIFM : 1억 유로 이하의 경우에는 등록을 면제.

II . 헤지펀드의 성격과 규제의 필요성

□ 투자자 보호

① 적격투자자로 제한 → 투자자의 자기책임 원칙

- 단, 일반 투자자의 접근은 재간접 헤지펀드를 통해서 가능하도록 함.

② 헤지펀드의 행위규제는 투자자에 대한 정보제공 의무에 초점.

□ 규제 방법

① 직접규제 : 제한적으로 이루어짐. 레버리지에 대한 규제 등.

② 간접규제 : 프라임브로커에 대한 규제 등 헤지펀드에 거래하는 금융회사를

규제

II . 헤지펀드의 성격과 규제 의 필요성

□ 시스템 리스크와 규제

- ① 개별 헤지펀드에 대한 건전성 규제가 아닌 헤지펀드로 인한 금융시장 시스템 리스크를 통제하는 방식으로 이루어짐
- ② 규제 방식
 - 간접 규제 : 헤지펀드와 거래하는 금융회사
 - 거시 건전성 차원의 감독
 - ex. 미국의 경우 규모가 큰 헤지펀드에 대해서는 SIFI로 감독 가능
- ③ 이러한 규제 방향은 개별 헤지펀드의 자유로운 자산운용을 유지하기 위한 것임.

Ⅲ. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

1. 헤지펀드 도입 내용

내 용	세부 사항
도입 방법	자본시장법 시행령 개정
가입자	적격투자자 (개인의 경우 5억원 이상 투자)
운용자 요건	최소자본금 요건 : 60억원 운용경험: 자산운용사, 수탁고 등 10조원 / 투자자문사, 자문액 5천억원 / 증권사, 자기자본 1조원
펀드	혼합자산 펀드 (자산운용대상의 제한이 없음)
프라임브로커	자기자본 3조원, 관련 제도 정비

III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

2. 헤지펀드 정책의 평가

□ 헤지펀드 도입 효과 : 금융산업의 발전

- ① 헤지펀드의 장점 : 자산운용에 대한 아이디어와 창의성이 있는 운용 인력이 참여하는, 진입제한이 낮은 경쟁 시장으로서 금융시장의 효율성 제고
- ② 정부의 도입 목적 : 금융시장의 벤처 육성 → 금융시장이 경제의 성장 동력으로 기여
- ③ 헤지펀드 설립의 진입 장벽 : 원천적으로 벤처형 헤지펀드 진입을 차단함으로써, 정책 목적과 완전히 상반된 제도를 도입
→ 헤지펀드 제도 고유의 장점을 완전히 없앴.

III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

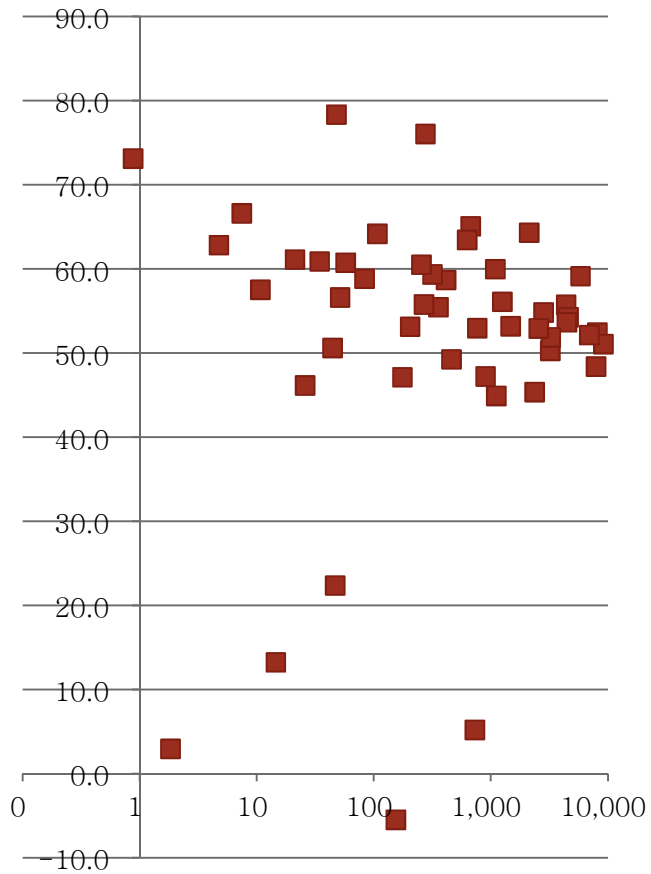
④ 정책의 타당성

- 운용경험을 수탁고 및 자문액으로 한 합리적 기준을 찾을 수 없음.
- 자산운용사, 자문사, 증권사의 각기 다른 인가 기준의 근거?
- 사기, 기만으로 인한 투자자 보호 필요성? → 프라임 브로커 제도로 통제
- 자산운용사 규모가 클수록 운용성과 크다는 가정 역시 타당하지 않음.
- 뮤추얼펀드의 운용경험이 헤지펀드 운용경험을 설명하는가?

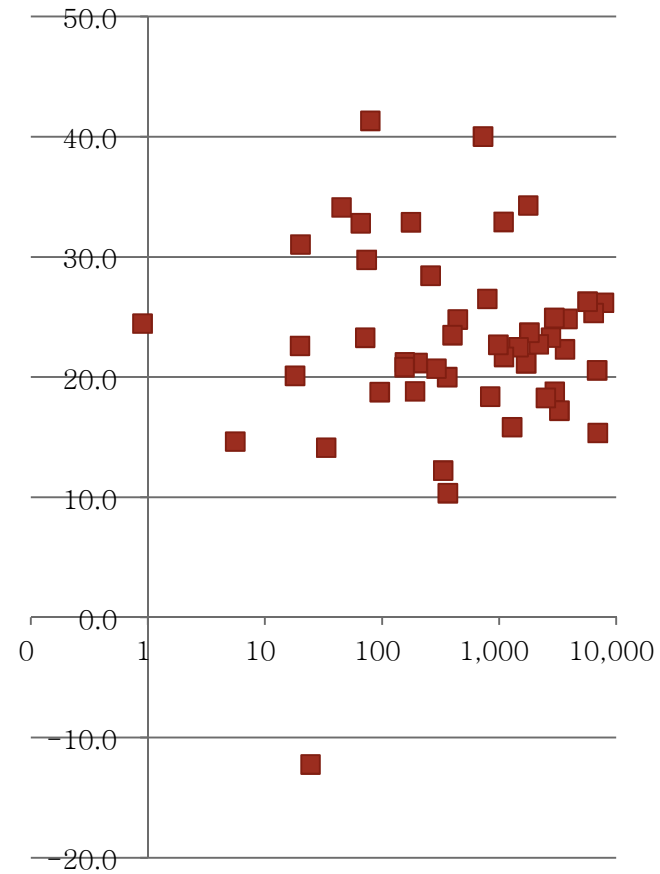
⇒ 금융당국의 공정성? : 금융시장에서도 부익부 빈익빈을 금융당국이 조장.

III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

그림. 자산운용사 운용규모와 성과
(2009년)



(2010년)



III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

□ 투자자 보호와 규제

- ① 이해상충 : 뮤추얼 펀드와 헤지펀드의 이해상충
: 뮤추얼 펀드의 매도로 인하여 헤지펀드 수익률 증가 가능
- ② 혼합자산 펀드 인가시의 행위규제 : 투자자에게 운용전략 및 위험 정보 제공 의무
- 헤지펀드라고 하더라도 자의적으로 상이한 자산들간의 자산배분을 할 수 없음
- ③ 운영위험의 최소화 : 특히 순자산가치 및 보수 산정의 책임 소재를 명확히 해야 함.
-> 자산운용사, 프라임브로커, 수탁사의 책임소재가 불분명.
- ④ 프라임브로커의 행위규제 보완 필요

III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

□ 시스템 리스크와 규제

- ① 거시건전성 차원의 규제 내용은 포함되어 있지 않음
- ② 대형 운용사 및 판매사 중심의 시장구조는 헤지펀드가 금융시장의 불안정성을 확대할 소지를 높임
- ③ 판매사 : 펀드 설정 확대 유인 → 갑작스러운 펀드유출입으로 불안정 요소 증가.

예) 자문형 랩의 사례 : 2년간 9조원 증가

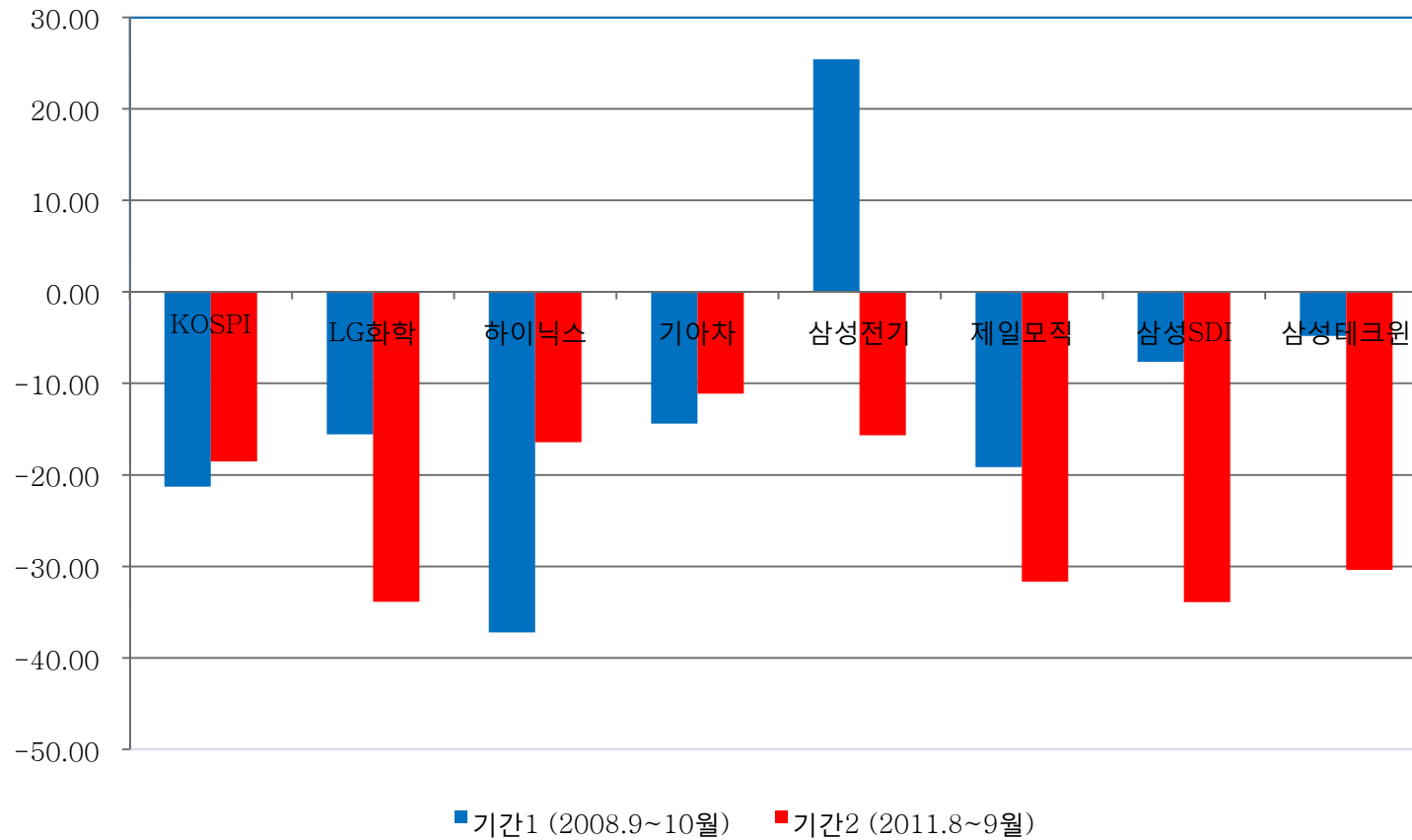
→ 소수 종목 중심, 변동성 높은 자산배분 전략으로 가격 불안정성 가중.

- ④ 증권사의 헤지펀드 운용의 문제점 : 레버리지 위험에 노출

예) 미국 IB의 파산 요인의 하나는 헤지펀드의 신용위험을 단절시키지 못한 때문.

III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

그림. '7공주' 주식의 수익률 변동



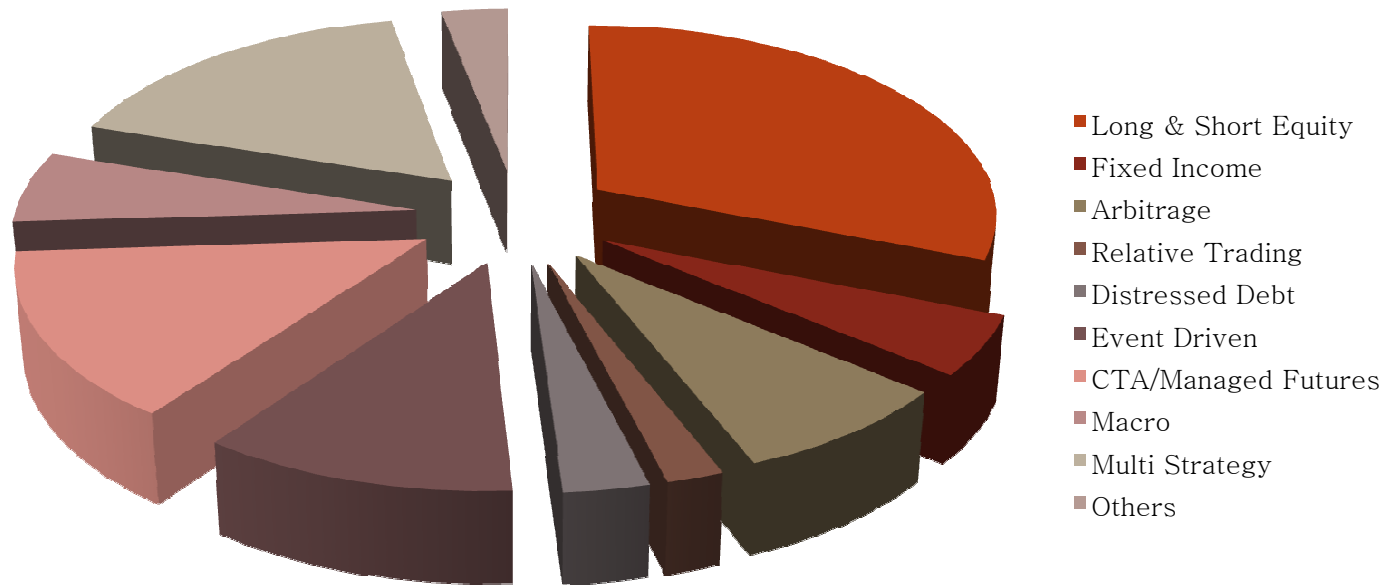
III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

□ 헤지펀드와 금융시장

- ① 헤지펀드의 시장 효율성 기능이 유지되기 위해서는 시장 환경이 자유로운 거래가 가능하도록 하는 규제 완화가 필요하나 이에 대한 관련 조치는 없음.
- ② 한국의 경우 주식형 펀드를 전제로 헤지펀드 도입을 논의하는 경향이 존재
→ 시장 효율성이라는 측면에서 채권형 헤지펀드가 보다 중요하므로,
채권형 헤지펀드를 감안한 정책 필요
예) 외국인의 차익거래 목적의 채권투자, 스왑 스프레드의 비정상적 가격
- ③ 규제 완화 : 규제 완화로 인한 부작용 존재
→ 선별적 규제 완화 : 신용위험을 제외한 시장위험 관련 금융거래의 규제완화.

III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

그림. 헤지펀드의 투자유형별 비중



III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

그림. 스왑 스프레드의 추이



III. 헤지펀드 정책의 평가와 보완 과제

3. 정책 개선 방안

- 벤처형 헤지펀드** 를 중심으로 한 헤지펀드 시장의 형성
- 거시건전성** 규제 중심의 헤지펀드 규제체계 : 개별 헤지펀드의 자율성 및 파산 위험을 전제로 규제체계 수립
- 시장구조의 전환** : 대형 운용사 및 판매사 중심의 시장구조의 개선하고 펀드 판매 극대화를 목적으로 하는 유인구조 축소
- 헤지펀드와 뮤추얼 펀드의 차별성**에 기초한 규제 방안 수립

IV. 결론

- 금번 헤지펀드 도입 방안은 벤처형 헤지펀드의 진입을 원천적으로 차단한 것으로서 이는 당초의 헤지펀드 도입 목적과 상반된 제도 도입임.
- 투자자 보호 및 시스템 리스크 방지라는 규제 차원에서도, 이번 제도가 충분히 규제 목적을 달성할 것이라고 기대할 수 없음.
- 이것은 금융당국이 헤지펀드에 대한 이해와 금융규제에 대한 철학이 부족한 것이 아닌가 하는 의심을 유발함.
은행 규제의 틀을 헤지펀드 규제의 틀에도 동일하게 적용하려는 인식이 존재함.
- 아직 금융투자업 규정의 개정 및 모범규준 제정이 완결되지 않았으므로, 단기적으로 보완하는 동시에 장기적으로 자본시장법 개정을 통한 제도 및 규제체계의 보완이 필요.