

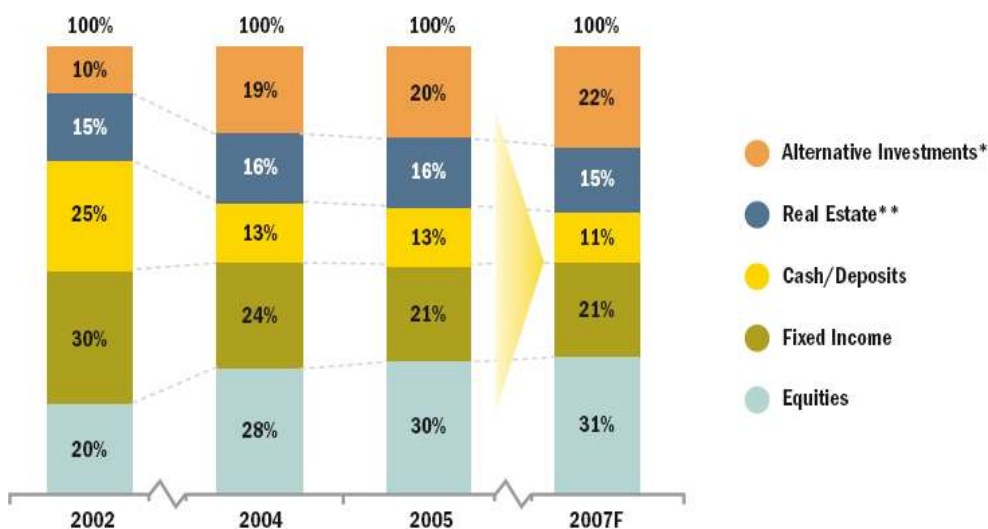
# 포트폴리오 구성에 있어서 대체투자의 역할과 위험

고혁진<sup>1)</sup> · 이재현<sup>2)</sup>

## I. 연구의 목적 및 필요성

최근 들어 대체투자(Alternative investments)에 대한 관심이 크게 늘어나고 있다. 대체투자자산이란 전통적 투자자산인 주식, 채권, 뮤추얼펀드, MMF와 구별되는 자산으로 부동산(Real Estate), 사모주식(Private Equity), 인프라스트럭처(Infrastructure), 헤지펀드(Hedge Fund), 상품(Commodity)등을 의미한다. 실제로 세계의 상위 순자산보유 투자자(HNWI: High Net Worth Investor, 이하 HNWI라고 한다.)들의 포트폴리오구성 현황을 살펴보면 대체투자가 가계의 포트폴리오에서 차지하는 비중과 중요성은 커지고 있다. 아래의 <그림 1.1>은 상위 순자산보유 투자자들의 포트폴리오 구성현황을 보여주고 있다.

<그림 1.1> 상위 순자산보유자(미국)들의 포트폴리오 구성현황



출처: world wealth report, 2006, Merrill Lynch Capgemmini

특징적인 점은 전체 포트폴리오 구성에 있어서 채권투자의 비중이 줄어들고 대체투자가 차지하는 비중이 증가하고 있다는 것이다. 이는 HNWI의 주요투자대상인 글로벌 채

1) 서강대학교 대학원 경영학 박사과정, [khjsusok@naver.com](mailto:khjsusok@naver.com), 010-8968-2669, 서울시 마포구 신수동 1번지 서강대학교 MA718호.

2) 국민연금연구원 부연구위원

권금리가 하락에 따른 기대수익의 감소를 대체투자비중의 확대를 통하여 보상받고자 나타나 결과로 판단된다. 특히 대체투자는 전통적 자산으로는 구성하지 못하는 다양한 수익-위험 프로파일을 구성하게 해주며, 무엇보다 전통적 자산과 낮은 상관관계로 인한 분산투자효과가 기대되기 때문이다.

한편 국내에서도 국민연금과 같은 기관을 중심으로 대체투자의 비중이 확대하려는 움직임이 나타나고 있다. 최근 보도자료에 따르면 국민연금의 경우 대체투자의 비중을 현행 2.5%에서 2012년 말까지 10%로 확대한다는 계획을 발표하였다. 그러나 국내의 경우 아직 대체투자에 대한 연구는 미진한 상황이다. 가장 큰 원인으로는 아직까지 대체투자와 자산과 관련된 지수가 제공되지 않아 수익률분포를 알 수 없으며 따라서 성과평가가 불가능하기 때문이다. 그러나 향후 국내시장에도 사모펀드와 헤지펀드시장이 활성화 되면 대체투자자산은 가계의 주요 투자대상이 될 것이며 이에 대한 연구의 필요성 또한 높아지고 있다. 위의 예에서 살펴본 바와 같이 국내의 가계도 대체투자에 관심을 가지고 지속적으로 투자비중이 높아질 것으로 예상할 수 있기 때문에 본 연구는 대체투자의 역할과 위험에 대하여 분석하고자 한다. 본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 대체투자의 정의와 특성, 대체투자의 분류 그리고 대체투자자산의 자산군별 특성에 대하여 기존의 연구결과를 바탕으로 소개한다. 3장에서는 대체투자가 제공하는 편익 중 분산투자효과에 초점을 맞추어 국내자산만으로 포트폴리오를 구성하는 경우와 대체자산이 포함된 경우의 포트폴리오의 효율성을 비교분석한다. 4장에서는 대체투자자산에 투자하는 경우 고려해야 할 위험을 정리하고 5장에서는 결론을 맺는 것으로 마무리 한다.

## II. 대체투자의 이론적 기초

### 1. 대체투자의 정의와 특성

대체투자(Alternative Investments)란 대체자산에 투자하는 것을 의미한다. 한편 대체투자를 정의하는데 있어 전통적인 자산과 구별되는 독립된 대체자산으로 간주할 것인가? 전통적인 투자전략의 대안전략으로 간주할 것인가에 따라 두 가지 견해가 있다. 대체자산의 관점에서 대체투자란 주식, 채권, 뮤추얼펀드, 머니마켓과 같은 전통적인 자산 이외의 자산에 투자하는 것을 의미한다. 반면 대안투자전략의 관점에서 대체투자란 전통적인 자산의 투자방식과 차별되는 투자를 의미한다. 대체투자에 대한 위의 두 가지 관점은 아직까지 혼용되어 사용되고 있으며 초기에는 독립된 자산의 관점에서 운용하였으나 점차 대안투자적 전략으로 보는 견해가 많아지고 있다. 그 이유로는 첫째, 주요 대체투자의 대표적 투자인 헤지펀드의 대부분이 주식이나 채권같은 전통적인 자산을 포함하고 있으며, 사모주식도 기본적으로는 주식이기 때문에 전통적 투자자산인 주식과 구별되

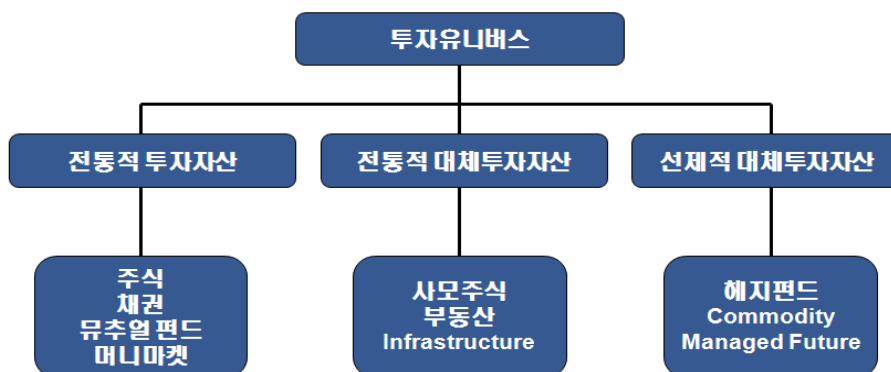
는 독립된 자산으로 보기 어렵다. 둘째, 대부분의 경우에 있어 대체투자는 기존 전통자산이 갖는 리스크를 단순히 헤지하기 위해서가 아니라 아닌 새로운 투자기회집합을 확장하고 있다. 대안투자전략 관점에서의 대체투자는 전통적인 자산운용전략과 구별되는 대안투자를 의미한다.

대안투자 관점에서 대체투자는 다음의 특성을 가진 자산으로 정의될 수 있다.<sup>3)</sup> 첫째, 투자수단의 다변화를 통한 포트폴리오 효율성을 높일 수 있는 기능의 제공, 둘째, 전통적인 자산군의 수익률과 낮은 상관관계로 인하여 기대수익률을 유지하면서 리스크를 줄일 수 있는 효율적 투자기회 제공. 셋째, 성과 비교의 기준이 되는 적절한 벤치마크가 없으며, 절대적 수익률(absolute return)이 고려되는 경우가 많음. 넷째, 레버리지, 공매도, 파생상품을 활용함. 다섯째, 대부분의 대체투자 자산은 전통적 투자 자산과는 달리 투명한 공개시장에서 매일 거래가 이루어지지 않으며, 거래가 자주 발생하지 않음. 따라서 수익률은 개별 가치평가(private valuation)에 의존함 여섯째, 인플레이션 헤지 효과 등이다.

## 2. 대체투자의 분류

대체투자란 위에서 언급한 바와 같이 주식 채권과 같은 전통적 투자자산 이외의 다양한 투자대상을 포괄하는 개념이기 때문에 통일된 분류체계는 존재하지 않는다. 본 연구에서 분류한 대체투자자산의 분류는 <그림 2.1>과 같다. 그림에서 나타난 바와 같이 전통적 투자는 주식, 채권, 뮤추얼펀드, 머니마켓의 투자를 의미하며, 대체투자란 크게 부동산, 인프라자산, 사모주식(벤처캐피탈), 헤지펀드, 상품자산의 투자를 의미한다.

<그림 2.1> 일반적인 대체투자 자산의 분류



출처: 연구자 작성

3) Alternative Investment Strategies for Pension Funds, Landsbanski Asset Management(Altman and Ros, 2007)

한편 대체투자를 분류하는데 있어 ‘연속구간모형’이 있음. Baars, Van der Lende & Kocourek (2006)에 따르면 대체투자를 포함한 모든 투자 유니버스를 단편적으로 분류할 것이 아니라 수익의 속성과 역할을 기준으로 연속구간(continuum)의 개념으로 파악할 것을 언급하고 있다. 연속구간 모형에 따르면 연속구간의 좌측에는 주식, 채권, 뮤추얼펀드와 같이 시장의 벤치마크를 추종하는 ‘베타추구형 자산군’이 우측에는 헤지펀드, 사모주식, managed future 등과 같은 ‘알파추구형 자산군’이 위치한다. 한편 중간에는 ‘알파추구형 자산군’만큼의 초과수익을 기대할 수 없지만, 전통적인 자산군과의 낮은 상관관계로 인하여 전체포트폴리오의 리스크를 낮추는 ‘분산투자형 자산군’이 위치한다. ‘분산투자형 자산군’으로 분류되는 자산으로는 부동산, commodity, infrastructure등이 있다. 이를 그림으로 나타내면 <그림 2.2>와 같다.<sup>4)</sup>

<그림 2.2> 연속구간 모형에서의 대체투자자산 분류



출처: Baars, Van der Lende & Kocourek (2006)

### 3. 대체투자 자산군별 특성

#### 1) 사모주식(Private Equity)

사모주식투자는 투자대상과 주식매매방식의 측면에서 공개된 주식에의 투자에 대비되는 개념으로 이해하여야 한다. 일반적으로 사모주식투자는 공개를 목적으로 비상장기업의 주식 또는 주식연계증권을 사적인 방식으로 투자하는 것을 의미하며, 또한 공개된 기업의 주식에 사적인 방식으로 주식을 매입하는 것도 의미한다. 이러한 관점에서 사모주식투자는 주식과 구별되는 새로운 독립적인 자산에 투자하는 것이 아니라 주로 상장되어서 거래되고 재무적 건전성이 높은 주식에 투자하는 전통적인 주식투자자와 구별되는 투자로 이해하여야 한다. 사모주식투자는 투자기업의 성장단계와 재무적 안정성수준에 따라 벤처캐피탈 (Venture Capital), 차입형기업인수 (Levered Buyout: LBO), 메자닌파이낸싱(Mezzanine financing), 고수익채권투자(distressed debt investing)로 분류될 수 있

4) 국민연금기금의 대체투자 운용방안(2007, 국민연금연구원)의 내용의 일부를 발췌하여 정리하였음. 베타추구형과 알파추구형에 대해서는 다음 절에서 설명하기로 함.

다. ① 벤처캐피탈이란 미래의 높은 성장가능성이 있는 비상장 기업에 창업 초기 시점에 투자하는 것을 의미한다. 현금흐름이 일정기간에는 회수가 안 되고 상당기간이 지난 뒤에 들어오는 특징이 있다. ② 차입형기업인수이란 공개된 주식을 사적인 방식으로 또는 경영권을 인수하는 방식의 투자(management levered buyout: MBOs)를 의미한다. 인수대상 기업의 자산과 현금흐름을 담보로 부채를 통해 기업의 경영권을 획득하여 대리인 비용을 줄이고 영업효율성의 개선하여 기업가치를 높여 수익을 창출하는 투자방식이다. 한편 상장기업에 그리고 성숙기에 있는 기업에 투자한다는 점에서 한편 벤처기업의 투자와 구별되며, 주식을 인수하는 방식이 인수기업의 자산을 담보로 하여 부채발행을 통해 이루어진다는 점에서 상장주식투자자와 구별된다. ③ 메자닌파이낸싱이란 사모채권과 주식의 하이브리드 형태의 자금조달형태를 의미한다. 대표적인 메자닌파이낸싱의 형태는 intermediate term note로 보증되지 않은 주식워런트를 가지고 있으며 쿠폰이자로 현금을 주는 대신 메자닌채권을 제공한다. 이에 따라 투자자는 지분을 지속적으로 늘릴 수 있게 된다. ④ 고수익채권투자란 재무적 곤경에 빠진 기업의 채권을 인수하여 채권을 주식으로 전환하여 경영권을 획득하는 것으로 영업위험과 사업위험이 크게 작용한다.

사모투자는 전통적 자산보다 수익률이 뛰어나고 동시에 포트폴리오에 편입됨으로써 분산효과를 제공하는 것으로 알려져 있다. Thompson's Venture Economics는 사모투자로서의 벤처캐피탈, 차입형기업인수, 메자닌파이낸싱의 성과를 발표하였다. 이에 의하면 지난 20년간(1986~2006) 벤처캐피탈의 수익률은 평균 21.2%, 차입형기업인수는 11.6%, 메자닌파이낸싱은 12.6%로 나타났으며, 동기간 벤처캐피탈의 리스크가 44.5%로 가장 높게 나타났다. 한편 사모주식은 정의상 공개적으로 거래되지 않기 때문에 유동성이 낮고 현금흐름의 회수시점이 상당기간 후에 일어나게 된다는 점에 유의해야 한다.

## 2) 부동산

부동산 투자는 ① 개별 자산의 소유권을 직접적으로 인수하거나 합동펀드(commingled fund)등을 통하여 부동산에 직접 투자하는 「사모형 주식형 상업부동산」(private commercial real estate equity)과 ② 개별 부동산에 직접적으로 대출하거나 부동산 펀드에서 발행한 모기지채권의 매입을 통해 자금을 투자하는 「사모형 채권형 상업부동산」(private commercial real estate debt)과 ③ REITs과 같은 부동산 투자 전문회사 주식에 투자하는 「공모형 주식형 부동산」(public real estate equity) ④ CMBS 또는 MBS에 투자하는 「공모형 채권형 부동산」(public commercial real estate equity)으로 분류될 수 있다. Hudson-Wilson & Hopkins Jr(2000)은 부동산 투자체계를 <표 2.2>과 같이 4가지 유형으로 나누어서 분류하였다.

<표 2.1> 부동산투자 자산군의 4분면

|             | 사모형                                              | 공모형                            |
|-------------|--------------------------------------------------|--------------------------------|
| 주식형(Equity) | 직접소유펀드<br>직접소유<br>Fund of Funds<br>벤치마크: NACREIT | REITs<br>REOCs<br>벤치마크: NAREIT |
| 채권형(Debt)   | Commercial Mortgage                              | CDOs<br>CMBS<br>MBS            |

출처: 국민연금기금의 대체투자 운용방안(2007)에서 재인용.

포트폴리오 구성에 있어 부동산투자는 주식 채권과 상관관계가 낮아 포트폴리오의 분산투자 효과를 제공한다. 주식, 채권과 비교하면 부동산은 역사적으로 수익률 면에서는 주식보다는 낮고 채권보다는 높은 절대수익률을 제공해 주고 있다. 그러나 부동산은 기본적으로 고정적인 임대료 수입을 근간으로 하고 있기 때문에 상대적은 낮은 수준의 리스크를 갖고 있어 위험조정수익률 측면에서는 주식보다 성과가 좋은 것으로 나타났다. 또한 임대료는 일반적으로 인플레이션을 만큼 상승하는 경향이 있기 때문에 투자자에게 인플레이션 헤지 기능을 제공해 주기 때문에 전체포트폴리오의 자산가치 하락을 방어해주는 역할을 제공한다.

### 3) 인프라자산

장기 투자, 안정적인 현금흐름, 인플레이션 헤지 등 인프라자산 투자가 가지고 있는 특징들이 연기금자산의 속성과 부합되기 때문에 연기금펀드 위주로 투자가 꾸준히 증가하고 있음으며, 최근 가장 관심 받고 있는 대체투자 자산 중의 하나이다. 인프라자산 투자 자산은 도로, 교량, 댐, 항구, 공항, 발전소, 전력 송신, 수자원 및 가스 시설, 통신 등과 같은 서로 다른 특성을 가진 자산들로 구성되어 있으며, 따라서 각각의 자산들이 갖는 고유한 특성으로 인하여 성과특성은 각기 상이하게 나타난다. 특히 인프라자산 자산들의 성과는 개발단계(greenfield development)부터 성숙단계(mature)로 구분되는 해당 자산의 라이프사이클(life-cycle) 단계에 밀접하게 관련되어 있다. 이와 같은 인프라자산의 개별적 특징에도 불구하고, 자산마다 공통적으로 나타나는 특징으로는 ① 높은 진입장벽(quasi-monopolies) ② 강도 높은 규제 ③ 많은 초기 자본 지출 ④ 인플레이션 헤지와 동시에 안정적인 현금흐름 ⑤ 비탄력적 수요 ⑥ 장기의 투자기간(long duration asset)이다.

인프라스트럭처 투자전략은 리스크 관리와 자산선택에 따라 크게 3가지로 구분된다.<sup>5)</sup>

5) Alternative investments in perspective(2007)

① 수익집중투자전략(income focused investment strategy): 리스크가 적지만 이익 흐름을 상대적으로 잘 예측할 수 있는 후기단계의 자산(late-stage, mature asset)에 투자하는 전략 ② 가치증가 투자전략(value-added investment strategy): 기존 자산의 확충이나 재개발을 통한 성장성에 초점을 둠. 이러한 전략은 투자 초기의 이익 예측이 상대적으로 어려우나, 투자 중기 및 후기로 갈수록 가치가 상승할(capital appreciation) 잠재력이 높음. ③ 호기포착투자전략(opportunistic investment strategy): 초기 단계에 이루어지는 투자로 장기적인 가치평가에 근거하여 투자함. 이 경우 개발 리스크(greenfield or development risk)가 크게 나타난다.

인프라스트럭처 투자는 포트폴리오 구성에 있어 인플레이션이 헤지된 안정적이고 높은 수익률을 제공하며, 투자 포트폴리오의 분산 효과를 증대시키며, 낮은 수익률 변동성과 견조하거나 증가하는 소비 수요의 특징을 가지고 있다. 한편 인프라스트럭처 투자 자산이 전통적인 부동산 투자와 구별되는 중요한 특징은 인프라스트럭처의 경우 시장에서의 위치가 독점적이거나 독점에 가까워서(near-monopolistic), 상업용 부동산 시장과 달리 공급에 대한 관심은 이슈가 되지 못한다. 안정적인 수익 흐름을 제공하는 장기 자산으로서의 인프라스트럭처 투자는 사회적 또는 정치적 측면에서 바라볼 때도 민영화된 인프라스트럭처 투자를 통해 경제 발전에 기여할 수 있다는 점이 또한 장점이다.

#### 4) 헤지펀드

월가에서는 농담으로 헤지펀드란 “2 and 20”(2%의 운영수수료, 20%의 성과보수)의 수수료를 받는 펀드라고 한다. 즉 높은 수수료를 갖는다는 공통점 이외에는 다양한 헤지펀드의 특성을 반영한 공통된 정의를 내리기 어렵으며, 헤지펀드에 관해서는 법률적으로 통용되거나 합의된 인정된 정의는 없으며, 구조와 투자전략, 모집방법 등에 따라 다양한 정의가 존재한다.<sup>6)</sup> 헤지펀드는 1990년 이후 급성장하여 2005년도에는 5천억달러, 2007년 말에는 1조 7천억 달러(IFLS)의 규모로 추산된다. 헤지펀드가 급속도로 성장하게 된 주요 이유는 높은 수익률을 지속적으로 실현하고 있기 때문이다. Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index에 의하면 1994년부터 2006년까지 헤지펀드의 평균 연간 수익률은 12.0%로 S&P500의 수익률 11.9% , MSCI의 EAFE 지수의 수익률 9.4%에

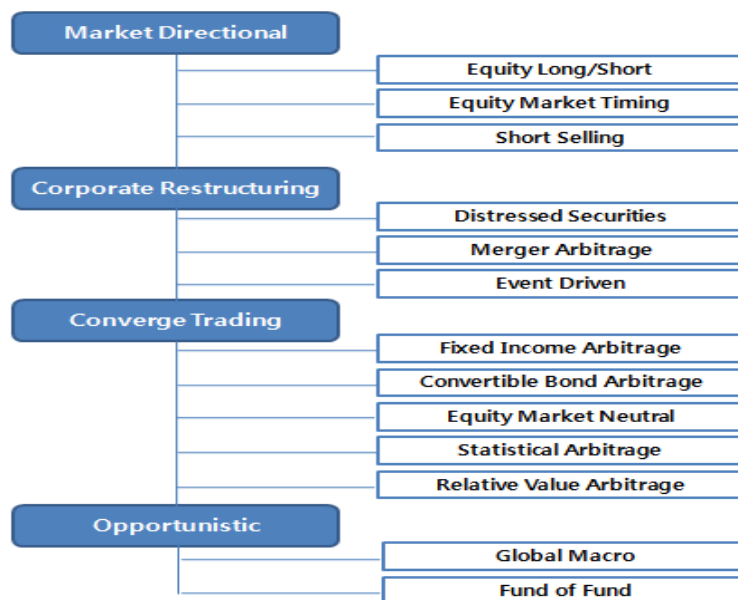
6) 국제증권감독기구 (IOSCO: International Organization of Securities Commission)는 헤지펀드에 대한 정의를 내리기 어렵지만, ① 일반적인 투자펀드에 적용되는 차입규제를 받지 않아 높은 수준의 레버리지를 활용할 수 있으며 ② 상대적으로 높은 수준의 운용보수와 성과보수를 부과하고, ③분기, 반기별 또는 연별로 정기적 펀드의 매각이 인정되고, ④투기적 목적으로 파생상품의 활용, 공매도의 사용이 가능하고 ⑤다양한 리스크 또는 복잡한 상품에 투자하는 요소를 지닌다고 보고함.

- Stulz(2007)는 헤지펀드를 상당한 유연성을 지닌 투자자문업이나 매니저에 의해 운영되며, 낮은 수준의 규제가 적용되는 집합적 투자자산으로 정의함.
- 한편 노회진, 김규림(2008)에 따르면 헤지펀드의 특성을 차입, 공매도를 사용하면서 투자대상에 제한이 없이 고수익을 추구하고, 상당한 성과보수를 부과하고 종종 펀드운용자 자신이 투자하면서 정기적 환매를 허용하고, 일반 공모펀드에 부과되는 규제를 회피하기 위해 원칙적으로 사모로 발행된다고 정의함.

비해 높게 나타났다. 또한 헤지펀드는 위험조정수익률에서도 월등한 성과를 기록한 것으로 나타났다. Tremont Hedge Fund(2006)에 따르면 1994년 1월-2006년 3월 헤지펀드의 샤프비율은 0.90으로 S&P500(0.46)과 FTSE(0.37)보다 월등한 것으로 나타났다. 그러나 최근에는 글로벌 주식시장의 상승, 펀드 수 증가에 따른 경쟁 심화, 안정적 수익률을 추구하는 전략으로의 전환, 차입비용의 상승 등으로 인하여 투자수익률이 저하되고 있다. 헤지펀드의 2003년에서 2005년까지의 연평균 수익률은 10.9%로 MSCI의 17.9%, S&P500지수의 12.8%보다 낮은 수익률을 실현하였다. 전체 헤지펀드의 범위에서 보았을 때, 다양한 헤지펀드 전략은 전통적 자산(채권&주식)의 수익률뿐만 아니라 헤지펀드들 상호간에서도 상관관계가 낮게 나타났다. 헤지펀드와 주식시장(S&P 500)의 상관관계는 0.48로 낮게 나타남.(기간: 1994년 1월 - 2006년 1월, CSFB) 이러한 헤지펀드의 특성이 자산배분의 측면에서 매력적인 요소로 작용하고 있다.

헤지펀드는 특정 하나의 자산(single asset class)에만 투자하는 전략을 추구하는 것이 아니라 다양한 형태의 투자 전력을 취하며, 헤지펀드의 전략은 시장방향성전략 (Market Directional), 기업구조조정전략 (Corporate Restructuring), 가격수렴거래전략 (Converge Trading), 호기포착형전략 (Opportunistic)의 4가지 전략으로 구분될 수 있다. 또한 각각의 전략은 투자대상과 운용방식에 따라 다수의 세부전략으로 나누어진다. 이를 정리하면 <그림 2.3>과 같다.

<그림 2.3> 헤지펀드의 전략분류



출처: Handbook of Alternative Assets(2006)

시장방향성전략이란 일정수준의 시장위험의 노출을 유지하는 전략임. 즉 위험을 적극 적으로 취하고, 상황에 따라 차입과 공매를 적극적으로 활용하는 전략이다. 예를 들어

레버리지를 이용하여 펀드자금의 150%를 상승할 것으로 예상되는 주식에 매수포지션을 취하고 동시에 하락할 것으로 예상되는 주식에 펀드자금의 80%를 매도포지션을 취하는 전략이다. 이 경우 70%정도의 포지션이 시장의 체계적 위험에 노출되어 시장의 방향에 영향을 받게 된다. 시장방향성 전략에는 ① 주식매수/매도전략(Equity Long/Short), ② 거시경제변수 분석을 통하여 강세시장이 예상되는 국가의 주가에 투자하는 주식시장타이밍전략(Equity Market Timing), ③공매도전략(Short Selling)등이 포함된다.

기업구조조정전략은 기업의 합병, 사업개편, 파산과 같은 기업의 가치에 크게 영향을 미치는 사건을 통해 구조조정이 일어나는 과정에서 발생하는 가격변동을 이용하여 수익을 창출하는 전략을 의미한다. 세부적으로는 ① 파산과 같은 재무적 곤경에 빠진 기업의 부실채권을 저가에 인수하여 보유하기도 하며, 경영정상화를 위한 노력등을 통하여 채권의 가치를 올려서 수익을 창출하는 부실채권투자전략(distressed security investment), ②기업 합병과 관련하여 매수를 시도하는 기업의 주식을 공매도하고 동시에 매수기업의 주식을 매입하는 거래인 합병차익거래전략(merger arbitrage), ③ 사건동인전략(event driven)등이 있다.

차익거래전략/가격수렴거래전략(Arbitrage Trading/Converge Trading)이란 시장의 비효율성, 구분된 시장에서의 가격불일치, 연관성인 큰 증권과의 상대적인 가격차이를 통하여 수익을 추구하고 동시에 시장위험에 대한 노출을 회피하고자 하는 전략이다. 차익거래전략에는 ① 채권간 가격차이에 주목해 가격이 합리적으로 수렴하는 과정에서 수익을 추구하는 채권차익거래(Fixed Income Arbitrage), ② 전환사채와 주가간의 가격불일치를 통해 수익을 추구하는 전환사채차익거래(Convertible Bond Arbitrage), ③ 동일한 규모의 매수/매도 포지션을 통해 시장의 방향에 대한 위험을 중립화 하고 매수/매도 포지션의 성과차이에 의한 수익을 추구하는 주식시장중립(Equity Market Neutral), ④ 분석자의 뛰어난 통계적 분석능력에 기초한 통계차익거래(Statistical Arbitrage), ⑤ 기타 성격이 비슷한 자산간의 적정 스프레드를 이용하여 수익을 창출하는 상대가치차익거래(Relative Value Arbitrage)가 있다.

호기포착형전략은 펀드오브펀드투자와 글로벌매크로 전략이 있다. 펀드오브펀드전략이란 15개에서 30개의 다양한 헤지펀드에 투자하여 분산투자효과를 기대하는 전략임. 펀드오브펀드는 자산 종류를 선택하는 것이 아니라 운용자를 선택하여 투자하여 분산투자 효과를 기대함. 반면 펀드오브펀드의 운용자는 투자성과 10%인 성과보수 이외에 보수반환(retrocession), 킥백(kickback) 및 유지보수(trailing fee) 등의 서비스를 부과함으로 수수료가 이중으로 부과되는 단점이 있다. 한편 글로벌시장의 금리, 환율, 인플레이션과 같은 거시변수의 분석을 통하여 글로벌시장의 방향성에 투자하는 글로벌매크로전략도 있다.

<표 2.4> 세분화된 헤지펀드의 성과(월수익률, 단위:%)

|                            | Expected<br>Return | stdv | Skewness | Kurtosis | Sharp<br>Ratio |
|----------------------------|--------------------|------|----------|----------|----------------|
| S&P 500                    | 1.01               | 4.40 | -0.63    | 0.58     | 0.14           |
| SB High Yield Index        | 0.75               | 2.05 | -0.81    | 4.16     | 0.17           |
| HFRI Composite Index       | 1.13               | 1.98 | -0.61    | 2.90     | 0.37           |
| Equity Long/Short          | 1.36               | 2.55 | 0.19     | 1.41     | 0.38           |
| Equity Market Timing       | 0.32               | 6.10 | 0.14     | 1.55     | -0.01          |
| Short Selling              | 1.03               | 1.95 | 0.09     | -0.52    | 0.32           |
| Distressed Securities      | 1.21               | 1.75 | -0.67    | 5.69     | 0.47           |
| Merger Arbitrage           | 0.82               | 1.22 | -2.63    | 11.64    | 0.34           |
| Event Driven               | 1.17               | 1.89 | -1.32    | 4.83     | 0.41           |
| Fixed Income Arbitrage     | 0.68               | 1.23 | -1.72    | 10.60    | 0.23           |
| Convertible Bond Arbitrage | 0.81               | 1.03 | -1.12    | 1.96     | 0.39           |
| Equity Market Neutral      | 0.74               | 0.91 | 0.17     | 0.38     | 0.38           |
| Statistical Arbitrage      | 0.69               | 1.13 | -0.06    | 0.50     | 0.26           |
| Relative Value Arbitrage   | 0.95               | 1.04 | -0.83    | 10.51    | 0.53           |
| Global Macro               | 1.25               | 2.40 | 0.36     | 0.57     | 0.35           |
| Fund of Fund               | 0.80               | 1.61 | -0.24    | 4.34     | 0.25           |

출처: Handbook of Alternative Assets(2006)

대체로 헤지펀드는 주식시장 지수의 성과와 유사하지만 변동성은 낮으며, 여러 전략의 범주 안에서 헤지펀드는 다양한 리스크-수익률 특성이 관찰된다. <표 2.4>에 나타난 바와 같이 주식시장타이밍전략을 제외하고는 S&P 500보다 상당히 낮은 수준의 리스크를 갖는 것으로 나타났으며, 주식시장 중립전략, 전환사채차익거래전략이 낮은 리스크를 갖는 것으로 나타났다. 위험조정성과에서는 상대가치차익거래전략이 가장 높게 나타났으며, 주식시장타이밍이 가장 성과가 낮은 것으로 조사되었다.

## 5) 상품자산

부동산, 사모펀드, 헤지펀드 등은 자산을 보유함으로써 기대되는 현금흐름에 의해 가치가 결정되기 때문에 자본형 자산군에 해당된다. 반면 상품자산은 주식, 채권과 달리 현금흐름을 제공해주지 못하기 때문에 순현재가법에 의한 가치평가가 불가능하기 때문에 소비재/자본재형 자산군 또는 가치보존형 자산군으로 분류된다. 대부분의 대체자산군은 실제로는 전통적인 자산군 내부의 투자전략인 반면 상품자산은 전통자산과 구별되는 독립적인 자산군이다. 또한 일반적으로 자본형자산은 주로 고유 소재지의 경제상황에 의해 가격이 영향을 받는 반면, 상품자산의 가격은 글로벌 관점의 수요와 공급에서 정해지는 특징이 있다.