상품자산은 과거 기관투자자들의 투자의사결정에 있어서 중요하게 고려되는 투자자산이 아니었으나, 최근 들어 많은 관심을 받고 있다. 골드만삭스에 의하면 2005년 펀드매니저들의 포트폴리오에서 상품의 비중은 단지 2~4% 수준에 불과하였으나, 최근 몇 년 사이 상품에 대한 관심이 증폭되고 있다. 2005년에 150명의 펀드매니저들을 대상으로 수행한 Barclays의 조사에 따르면, 설문에 응한 펀드매니저의 66%는 상품 투자 비중을 6%까지 증대할 것이며, 향후 3년간 상품 투자 비중은 더욱 증대할 것이라고 답한 것에서 상품자산의 중요성을 알 수 있다. 상품투자에 대한 투자자들의 관심증대는 글로벌화, 중국 및 인도와 같은 이머징 마켓에서 생산자와 수요자의 상품에 대한 수요 증대, 과거 10~15년 동안 상품 생산에 대한 투자부족으로 인해 발생한 상품의 불충한 공급과 가격 상승 등에 기인한다. 또 다른 원인 중의 하나는 "technology bubble"이후 투자자들의 주식시장 성과에 대한 실망이다.

투자자들이 바라보는 상품투자자산은 운송 가능한 천연자원, 원료(raw material), 거래 가능한 생산품 등이다. 따라서 투자자들은 상품선물이나 투자 가능한 상품선물지수에 관심을 가지며, 분야는 다음과 같다. ① 에너지 : 원유, 난방유(heating oil), 천연가스 등 ② 보석(precious metals) : 금, 백금(platinum), 은 등 ③ 산업용 금속 (industrial or base metal) : 알루미늄, 구리, 납, 니켈, 아연, 주석 등 ④ 농산품 : 옥수수, 콩, 밀(이상 곡물), 코코아, 커피, 목화, 오렌지, 설탕(이상 soft commodities) ⑤ 가축류(livestock) : 소(live cattle), 돼지(live hogs) ⑥ 기타 : 수자원(water), 삼림지(timberland), 목재(lumber) 등이다. 한편 상품투자와 관련한 투자 유형에는 상품에 대한 직접투자 (direct investment in physical commodities), 상품과 관련된 회사에 대한 직접투자 (direct investment in commodity-related companies), 상품 선물에 대한 투자 (investment in commodity futures)로 구분된다. 상품자산은 여타 자본형 자산과 달리 현물소유는 보관비용이나 저장기간동안의 가치가 훼손될 수 있기 때문에 투자자는 주로 상품 선물에 투자하고 있다. 또한 상품 투자는 인플레이션(소비자물가지수)과 양의 상관관계를 보여 인플레이션 리스크에 대한 헤지 수단이 된다. 즉 상품투자의 이러한 특징은 포트폴리오의 전반적인 리스크 수준을 낮추며, 전체 포트폴리오의 리스크조정수익률을 개선하는 효과가 있는 것으로 보고되고 있다.

이러한 분산투자효과를 기대하기 위하여 상품자산관련주식에 직접 투자하는 것은 옳지 않다. <표 2.7>에 나타난 바와 같이 상품자산관련주식과 주식시장 인덱스와는 상관관계가 높기 때문에 상품자산투자가 제공하는 분산투자 효과를 기대하기가 어렵기 때문이다. 따라서 실물자산에 직접투자하거나 기업에 투자하는 것이 아니라 상품인데스펀드나 상품선물에 투자하는 것이 바람직하다.

<표 2.7> 현물상품자산, 상품자산관련기업, 주식시장간의 상관계수

	Stock Market beta	Stock Correlation Coefficient	Crude Oil Beta	Crude Oil Correlation Coefficient
ExxonMobile	0.67	0.86	-0.04	-0.14
Chevron/Texaco	0.67	0.6	-0.08	-0.22
Royal Dutch Shell	0.85	0.78	0.38	0.02
BP Amoco	0.71	0.55	0.12	0.26

출처: Handbook of Alternative Assets(2006)

6) 매니지드퓨처

매니지드퓨처는 commodity, 금융자산 그리고 환율에 대한 적극적인 선물·선도거래를 의미한다. 매니지드퓨처의 목적은 트레이더의 적극적인 거래를 통하여 미래가격의 변화로부터 수익을 얻고자 하는 것이다. 즉 분산투자효과를 얻는 것이 아니라 가치의 증가 즉 알파수익을 추구하는 매매전략을 의미한다. 따라서 매니지드퓨처의 성과는 전적으로 선물이나 선도거래에 뛰어난 스킬이 있다고 스스로 믿는 매니저에게 의존하게 된다. 매니지드퓨처에 투자하는 방법으로는 ① public commodity pools ② private commodity pools ③ individual managed accounts의 세 종류가 있다. commodity pools은 일종의 투자회사로 선물시장에 투자목적으로 다수의 투자자에게 자금을 모아 만든 펀드를 의미함. 헤지펀드와 유사한 구조를 가지고 있기 때문에 헤지펀드 시장의 세부시장으로 분류되기도 한다.

매니지드퓨처 투자를 통해 효율적 투자선을 개선하는 것은 아니며, 초과수익을 추구하기 위한 기관투자자의 장기적 목표를 달성하기 위한 전술적 자산배분이다. 따라서 자산이 적정 가치에서 벗어났을 때 이것을 획득하고자 추구하는 적극적 매매전략이다. 전체 포트폴리오 차원에서 매니지드퓨처의 편입은 포트폴리오의 하방 리스크를 막는 데는 매우 유효한 것으로 많은 연구결과들이 보고하고 있다.[7)]

Ⅲ. 대체투자의 분산투자 효과에 대한 검증

대체투자가 갖는 편익으로 선행연구에서 제시된 대체투자가 갖는 편익은 추가적인 분산투자효과, 잠재적인 고수익 기회 제공, 장기투자에 적합, 리스크(변동성)의 감소를 통한 자본의 보존이다. 본 연구에서는 이 중 추가적인 분산투자효과에 초점을 맞추어 분석하고자 한다. 구체적으로 전통적 투자대상인 국내주식 국내채권으로 포트폴리오를 구성한 경우와 다양한 대체투자자산이(글로벌 대체투자자산 포함) 편입된 경우의 포트폴

7) Schneeweis(1996), Anson(2004) 참조.

리오의 효율적투자선을 도출하고자 한다. 국외의 선행연구에서는 대체투자가 포트폴리오에 편입되는 경우 효율성이 개선된다는 연구결과를 제시하고 있다. 그러나 해당 연구는 국외의 주식과 채권의 자료를 통해 분석된 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 가계포트폴리오의 기본 자산이 되는 국내채권 국내주식을 전통적자산으로 하여 대체투자자산이 포트폴리오에 포함되는 경우 포트폴리오의 효율성이 개선되는가를 검증하는 것이다. 개선된다면 가계의 자산배분전략에도 대체투자가 적극적으로 고려되어야 할 것으로 판단된다.

1. 분석자료

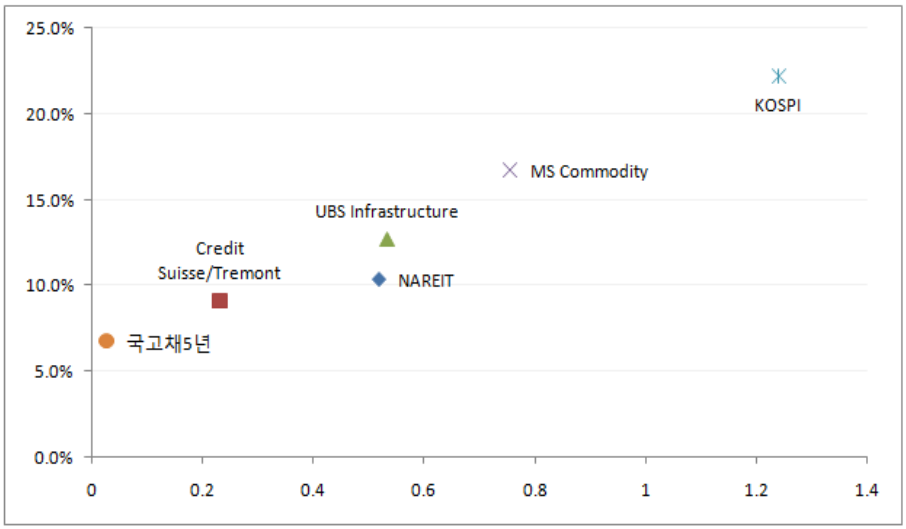
본 연구에 사용된 자료는 코스피 시장수익률, 국채(만기5년) 수익률, NAREIT Global Property Index, Credit Suisse/Tremont, UBS Global Infrastructure & Utilities Index, 모건스탠리 상품관련주이며, 시계열 구간은 1998년 1월 - 2007년 12월까지의 월수익률 자료를 사용하였다. 사모펀드자료는 자료를 구할 수 없어 분석에서 제외하였다. 또한 국내의 대체투자자산의 수익률 자료를 사용하지 않은 이유는 국내에서는 아직까지 통일되고 규격화된 지수자료를 제공해주지 않기 때문이다. 본 연구에 사용된 지수가 글로벌 대체투자 인덱스이며, 증권시장의 발달로 국내투자자들도 상기의 지수를 추종하는 펀드에 가입이 가능하기 때문에 위의 지수를 사용하여도 큰 무리는 없다고 판단한다.

본 연구의 분석에 사용된 지수에 대한 간략한 설명은 다음과 같다. ① NAREIT Global Property Index는 FTSE에서 관리하며, 전 세계에서 공개적으로 거래되는 부동산 증권(publicly-traded real estate securities)에 관한 수익률을 제공하는 지수로서 가장 널리 활용된다. ② Credit Suiss/Tremont Hedge Fund Index는 규모가 크고 정형화된(larger and established) 펀드로 주로 구성되며, 운영 중인 자산에 가중치를 부여(asset-weighted)하여 수익률을 산출한다. ③ UBS Global Infrastructure & Utilities Index의 구성은 글로벌 시장에서 북미 시장의 기업에 약 45%, 유럽 기업에 약 40%(영국은 전체에서 약 11%), 아시아 시장의 기업에 나머지 5%의 가중치를 두고 있다. ④ 상품관련주는 모건스탠리 증권이 제공하는 상품관련 지수로 미국의 상품선물시장에서 거래되는 상품자산의 지수를 이용하여 작성한 지수이다. 아래의 <표 3.1>은 주요지수들의 기초통계량을 나타내었으며, <그림 3.1>은 각 자산의 위험과 기대수익을 나타낸 그림이다.

<표 3.1> 주요지수들의 기초통계량

	N	평균	중위수	표준편차	분산	최소값	최대값
NAREIT	121	0.1035	0.1733	0.5162	0.2664	-1.8317	1.1652
Credit Suisse/Tremont	121	0.0910	0.0935	0.2305	0.0531	-0.9059	1.0234
UBS Infrastructure	121	0.1268	0.1407	0.5307	0.2816	-1.6148	1.4435
모건스탠리 상품관련주	121	0.1671	0.1671	0.7511	0.5642	-2.0416	2.8924
KOSPI	121	0.2223	0.1780	1.2350	1.5253	-2.5409	6.0930
국고채5년	121	0.0677	0.0582	0.0268	0.0007	0.0353	0.1658

<그림 3.1> 각 자산의 위험과 기대수익



<그림 3.1>에 나타난바와 같이 KOSPI의 기대수익이 가장 높고 위험이 가장 큰 것으로 나타났다. 헤지펀드의 위험이 상대적으로 크게 나타날 것으로 예상했으나, 예상과 달리 헤지펀드의 위험과 기대수익은 다른 대체투자자산에 비해 낮은 것으로 나타났다. 이는 Credit Suisse/Tremont가 4,500개의 헤지펀드를 포함하여 산출된 지수이기 때문에 개별 헤지펀드의 리스크가 상쇄되어 나타난 결과로 판단된다. 또한 부동산지수는 헤지펀드와 인프라자산에 비하여 상대적으로 위험이 높고 기대수익은 낮은 것으로 나타났다. 아래의 <표 3.2>는 각 자산들간의 상관계수를 나타낸 표이다.

<표 3.2> 주요변수들간의 상관계수

	NAREIT	Hedge Fund	Infrastructure	commodity	KOSPI	국고채 5년
NAREIT	1.000					
Hedge Fund	0.214*	1.000				
Infrastructure	0.124	0.222*	1.000			
commodity	0.400*	0.271**	0.095	1.000		
KOSPI	0.082	0.170	0.004	0.310**	1.000	
국고채5년	-0.203*	-0.038	-0.074	-0.124	-0.016	1.000

주: *는 0.05 수준에서, **는 0.01 수준에서 유의함을 나타냄.

서론에서 언급한 바와 같이 대체투자자산을 포트폴리오에 편입함으로 인하여 기대되는 효과는 전통적 자산과의 낮은 상관계수로 인한 분산투자의 효과이다. 코스피를 기준으로 살펴보면 인프라자산과의 상관계수는 0.004로 가장 낮게 나타났으며, 부동산과는 0.082, 헤지펀드와는 0.170, 상품자산과는 0.310으로 나타났다. 연구결과에 따르면 국내 개별주식들간의 상관계수는 0.2-0.8의 값을 갖는 것을 고려하면 대체투자 자산이 포함되는 경우 포트폴리오의 분산투자효과는 크게 나타날 것으로 예상할 수 있다.

2. 분산투자효과에 대한 검증

아래의 <표 3.3>은 국내주식과 국내채권으로 포트폴리오를 구성한 경우의 기대수익과 위험을 나타낸 표이다. 또한 <표 3.4>와 <표 3.5>는 포트폴리오에 대체투자자산을 포함한 경우의 기대수익과 위험을 나타낸 표이다. 본 연구에서는 대체투자자산의 포함비율을 40%로 한정하였다. 그 이유는 <그림 1.1>에 나타난 바와 같이 HNWI의 포트폴리오에 있어 부동산을 포함한 대체투자자산의 투자비율이 40%정도이기 때문이다. 즉 <표 3.4>와 <표 3.5>는 국내투자자가 운용자산의 40%를 글로벌대체투자자산에 투자한 경우의 포트폴리오의 기대수익과 위험을 나타낸다. 한편 글로벌대체투자자산에 투자하는 경우 환율의 변동에 따른 위험을 부담해야 한다. 본 연구에서는 선물환이나 스왑등을 통하여 환헤지에 드는 비용이 평균적으로 운용자산규모의 연간 1% 내외임을 고려하여 대체투자자산의 수익률을 1%하향조정하였다. 또한 각 대체투자자산의 인덱스를 해당시점의 원화의 가치로 환산하여 포트폴리오를 구성하였다. 분석결과는 큰 차이가 없게 나타났으며, 원화가치로 환산한 결과는 부록에 첨부하였고 본 연구결과의 주 해석은 첫 번째 방법을 이용하여 도출된 결과를 이용하기로 한다.

<표 3.3>에 나타난바와 같이 예를 들어 18%의 기대수익을 제공해주는 포트폴리오를 구성하기 위해서는 코스피 시장지수에 72.6%, 국고채에 27.4%를 투자해야 하며, 이 경우 부담해야 하는 위험은 94.8%이다. 또한 12%의 기대수익을 제공해주는 포트폴리오를

구성하기 위해서는 코스피 시장지수에 33.8%, 국고채에 66.2%를 투자해야 한다. 반면 대체투자자산을 포함한 경우(공매도 허용한 포트폴리오)에는 18%의 기대수익을 갖기 위해 부담해야 하는 위험은 55%로 94.8%에 비하여 매우 작아진 것을 확인할 수 있다. 또한 12%의 기대수익을 갖기 위해 부담해야 하는 위험은 10%로 66.2%에 비하여 매우 작아진다.

<표 3.3> 국내주식과 국내채권에만 투자한 포트폴리오

기대수익과 위험								
기대수익	0.200	0.180	0.160	0.140	0.120	0.100	0.080	0.068
위험	1.117	0.948	0.779	0.610	0.441	0.273	0.104	0.000
투자비율								
주식	0.856	0.726	0.597	0.468	0.338	0.209	0.080	0.000
채권	0.144	0.274	0.403	0.532	0.662	0.791	0.920	1.000

<표 3.4> 대체자산을 포함한 경우의 포트폴리오(40%, 공매도허용)

기대수익과 위험								
기대수익	0.200	0.180	0.160	0.140	0.120	0.100	0.080	0.077
위험	0.784	0.550	0.358	0.208	0.100	0.034	0.011	0.008
투자비율								
NAREIT	-0.167	-0.115	-0.063	-0.011	0.041	0.093	0.145	0.043
Hedge Fund	0.170	0.179	0.187	0.196	0.205	0.214	0.222	0.325
UBS Infrastructure	0.131	0.114	0.098	0.082	0.066	0.049	0.033	0.032
MS Commodity	0.266	0.222	0.177	0.133	0.089	0.044	0.000	0.001
KOSPI	0.648	0.540	0.432	0.324	0.216	0.108	0.000	-0.012
국고채5년	-0.048	0.060	0.168	0.276	0.384	0.492	0.600	0.612

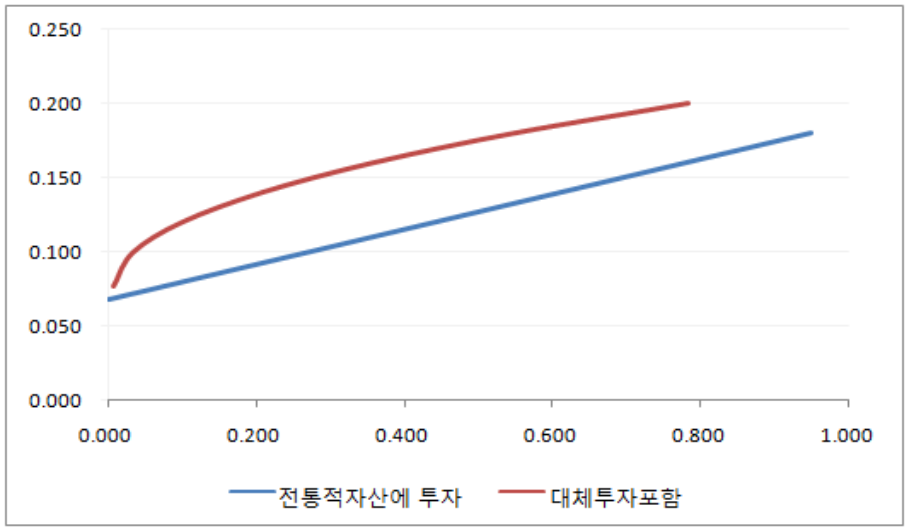
<표 3.5> 대체자산을 포함한 경우의 포트폴리오(40%, 공매도허용안함)

기대수익과 위험								
기대수익	0.200	0.180	0.160	0.140	0.120	0.100	0.080	0.079
위험	0.773	0.525	0.328	0.182	0.086	0.038	0.011	0.008
투자비율								
NAREIT	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.145	0.043
Hedge Fund	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.222	0.324
UBS Infrastructure	0.005	0.037	0.068	0.100	0.131	0.185	0.033	0.034
MS Commodity	0.395	0.363	0.332	0.300	0.269	0.215	0.000	0.000
KOSPI	0.600	0.479	0.358	0.237	0.115	0.000	0.000	0.000
국고채5년	0.000	0.121	0.242	0.363	0.485	0.600	0.600	0.600

아래의 <그림 3.2>는 국내주식과 국내채권만으로 투자한 경우의 위험과 기대수익을

나타낸 <표 3.3>과 대체투자자산이 포함된 포트폴리오의 위험과 기대수익을 나타낸 <표 3.4>를 그림으로 나타낸 것이다. 그림에서 나타난 바와 같이 대체투자자산이 포함됨으로 인하여 포트폴리오의 효율성은 높아지고 있음을 확인할 수 있다.

<그림 3.2> 전통자산만으로 투자한 경우와 대체자산을 포함한 경우의 효율적 투자선



본 연구에서는 추가적으로 투자자들의 효용함수를 평균-분산 효용함수로 가정하고 투자자의 위험회피도에 따라 전통자산만으로 구성한 최적포트폴리오와 대체투자자산이 포함된 경우(공매도 허용안함)의 최적포트폴리오를 구성하였다.[8] <표 3.6>은 40%를 대체투자자산에 투자한 경우를, <표 3.7>은 투자비율의 제한을 두지 않은 경우의 최적포트폴리오를 나타내었다.

<표 3.6> 위험회피도에 따른 최적포트폴리오(대체투자자산에 40% 투자)

위험회피도	1		2		3		4	
	전통	대체	전통	대체	전통	대체	전통	대체
기대수익	0.083	0.103	0.076	0.090	0.073	0.086	0.073	0.084
위험	0.128	0.184	0.068	0.119	0.050	0.102	0.050	0.096
투자비율								
NAREIT		0.015		0.029		0.034		0.036
Credit Suisse/Tremont		0.106		0.216		0.252		0.270
UBS Infrastructure		0.171		0.101		0.078		0.066
MS Commodity		0.108		0.054		0.036		0.027
KOSPI	0.102	0.077	0.051	0.033	0.035	0.018	0.035	0.011
국고채5년	0.898	0.523	0.949	0.567	0.965	0.582	0.965	0.589

8) 효용함수는 다음과 같이 정의된다. $E(U) = E(R_P) - 1/2\,A\,\sigma_P^2$ 여기서 A가 투자자들의 위험회피도이며, 일반적으로 투자자들의 위험회피도는 2-4의 값을 갖는 것으로 알려져 있다.

<표 3.7> 위험회피도에 따른 최적포트폴리오(투자비율제한 없음)

위험회피도	1		2		3		4	
	전통	대체	전통	대체	전통	대체	전통	대체
기대수익	0.083	0.105	0.076	0.087	0.073	0.081	0.073	0.078
위험	0.128	0.193	0.068	0.099	0.050	0.069	0.050	0.054
투자비율								
NAREIT		0.022		0.016		0.014		0.013
Credit Suisse/Tremont		0.172		0.090		0.063		0.049
UBS Infrastructure		0.176		0.090		0.061		0.047
MS Commodity		0.107		0.055		0.037		0.028
KOSPI	0.102	0.075	0.051	0.037	0.035	0.025	0.035	0.019
국고채5년	0.898	0.447	0.949	0.711	0.965	0.800	0.965	0.844

<표 3.6>과 <표 3.7>에 나타난바와 같이 대체투자자산이 포트폴리오에 포함됨으로 인하여 투자자들은 기대수익을 높일 수 있음을 알 수 있다. 예를 들어 <표 3.6>에 나타난바와 같이 위험회피도가 2인 투자자는 국내주식, 국내채권에만 투자하는 경우 국내주식에 5.1%, 국내채권에 94.9%를 투자하여 7.6%의 기대수익과 6.8%의 위험을 부담하는 포트폴리오를 구성함으로써 기대효용을 극대화하게 된다. 한편 대체투자자산이 포함되는 경우 NAREIT에 2.9% Credit Suisse/Tremont에 21.6%, UBS Infrastructure에 10.1%, MS Commodity에 5.4% KOSPI에 3.3%, 국고채5년에 56.7%를 투자함으로써 9%의 기대수익과 11.9%의 위험을 갖는 최적포트폴리오를 구성하게 된다.

Ⅳ. 대체투자 시 고려해야 하는 위험

대체투자는 전통자산에 비해 다양한 자산을 포함하고 있으며, 알파추구형의 관점에서 레버리지의 사용, 공매도, 복잡한 파생상품의 이용, 스프레드 포지션과 낮은 유동성을 갖고 있기 때문에 전통적 투자자산의 리스크와 차별되는 리스크 특성을 나타낸다. 본 절에서는 대체투자가 갖는 위험에 대하여 선행연구에서 소개된 위험을 소개함으로써 가계의 대체투자의사결정에 도움을 주고자 한다.

전통적인 리스크의 분류로는 시장리스크, 신용리스크, 운영리스크, 통합리스트 등이 있다. 대체투자의 경우 이러한 리스크들이 개별적으로 작용하기 보다는 다수의 리스크가 복잡하게 연관되어 작용하기 때문에 리스크 관리자는 이러한 리스크의 상호작용에 대하여 이해하여야 한다. 예를 들어 유동성 리스크의 경우 시장리스크, 신용리스크와 별도로 운영리스크로 분류되기도 하지만, 대체투자에서 유동성 리스크는 대체투자 펀드의 시장위험과 관련된 레버리지전략에 의해 기인되기도 한다. 특히 알파추구형 관점에서 대체투자는 매니저의 스킬에 의존하기 때문에 운영리스크가 크게 작용하게 됨. 또한 헤지펀

드 등은 모델에 따른 시스템적인 매매를 하는 경우가 많기 때문에 부적합한 모델을 사용하는 경우 위험이 크게 나타나게 된다. 본 연구에서는 전통적인 리스크 분류체계 안에서 대체투자 시 주안점을 두어야 할 리스크 위주로 설명하기로 한다. 중점적으로 관리해야 할 리스크는 아래 <표 3.8>과 같다

<표 3.8> 대체투자 시 중점적으로 관리해야 할 리스크

전통적 리스크분류	대체투자 시 주안점을 두어야 할 리스크
시장리스크	레버리지리스크
신용리스크	거래상대방 리스크
운영리스크	투명성의 부족과 매니저리스크
	유동성리스크
	규제리스크
통합리스크	상호의존성
모델리스크	데이터의 부재 및 벤치마크로서의 대표성 결여에 따른 성과측정 리스크
	동적이고 비선형성 리스크

주: 일반적으로 모델리스크는 운영리스크 안에 포함됨. 그러나 대체투자에서는 모델리스크가 중요하기 때문에 별도로 분류하여 설명하고자 함. 연구자 분류.

1) 레버리지리스크(Leverage Risk)

전통적 투자전략에 비하여 대체투자는 운용전략으로 높은 레버리지를 이용한 투자전략을 구사하게 된다. 예를 들어 leveraged buyout의 경우 평균 이상의 부채를 활용하며, hedge fund도 신용거래를 통하여 높은 레버리지를 가지고 있다. 이러한 높은 레버리지는 결국 높은 수익률 변동성을 유발하게 되며, 높은 레버리지는 추후 청산 시 유동성리스크를 유발하는 원인이 되기도 한다.

2) 거래상대방 리스크(counter party risk)

대체투자펀드의 경우 거래상대방의 정책의 변화와 자금조달지원의 중단으로 큰 손실을 본 경우가 종종 있다. MKP Capital Management LLC의 주택저당채권차익거래 펀드의 손실은 레버리지, 유동성 그리고 법적리스크가 결합된 거래상대방 위험의 전형적인 예이다. 1998년 10월 MKP펀드매니저는 주 브로커인 Saloman Smith Barney(SSB)로부터 MKP가 보유하고 있는 증권에 대해 더 이상 증거금에 대한 담보로 인정받지 못하게 되었다. 이에 따라 MKP펀드는 보유한 $370백만불의 상당부분을 청산해야 하는 상황에 놓였고, 동시에 SSB는 MKP의 계좌에서 발생한 비실현수익에 대하여 신용을 부여하지 않

았다. 더욱이 MKP가 법적소송에 휘말리자 해당증권의 청산에 대하여 행정적인 지원을 일절 중단하게 됨에 따라 결과적으로 MKP펀드는 수백만 달러의 손실을 내게 되었다.

3) 투명성의 부족(lack of transparency)과 매니저 리스크

대체투자 시장이 확대됨에 따라 대체투자 운용과 성과의 투명성에 대한 요구가 증가되고 있으나 아직 많은 저항을 받고 있다. 이는 근본적으로 대안투자전략의 관점에서 대체투자의 성과가 매니저의 스킬에 의존하고 하고 있기 때문에 매니저들은 본인의 스킬에 대해 공개하기를 꺼려하게 된다. 또한 대체투자의 주요투자전략인 헤지펀드와 사모주식의 경우 공시를 강제하지 않고 있기 때문에 이들의 성과에 대하여 사후적으로 검증 또한 어렵다. 운용의 투명성의 부족은 결국 매니저의 자의적인 운용을 통제할 수 없게 만들어 대체투자 시 가장 중요한 리스크로 작용하게 된다. 한편 투자대상의 투명성이 낮은 것도 문제이다. 사모투자의 경우 주로 비상장된 기업에 투자하게 되는데 비상장기업은 감사나 공시의무가 상장기업에 비하여 낮기 때문에 투명성이 낮다. 또한 상대적으로 전통자산에 비해 규제가 낮은 것도 리스크를 키우게 된다.

4) 유동성 리스크(liquidity risk)

부동산, 사모펀드 그리고 헤지펀드의 상당수는 일반적으로 일정기간동안 환매에 제약이 있는 경우가 많으며, 일반적으로 수익이 장기간이 지난 후에 발생하는 J-curve특성이 있는데 이러한 요인이 유동성 리스크로 작용하게 된다. 대체투자의 유동성 리스크에서 더욱 중요한 것은 레버리지사용에 따른 청산 시 가격충격이 크다는 점과 비슷한 전략을 구사하고 있는 펀드간에 군집행동이 나타나는 것이다. 1998년 10월 많은 헤지펀드들이 엔캐리거래(엔-달러시장은 매우 유동성이 풍부한시장임)를 동시에 청산함에 따라 불과 몇 시간만에 엔화의 가치가 15% 상승하였다.

5) 신용리스크와 유동성 리스크의 상호 의존적 관계: 통합리스크

LTCM fund의 파산에서 알 수 있는 바와 같이 신용리스크와 유동성리스크는 상호의존적(interdependence)으로 작용하게 되는데 이러한 경우 이 두 가지 리스크를 통합하여 고려하는 것이 현실적으로 어려움이 존재한다. 현재까지도 유동성 리스크와 신용리스크를 통합하는 모델은 학문적인 연구를 통해 보고되고 있지만 아직까지 이를 실제로 적용하는데 있어 유효하고 신뢰할 수 있다는 결과들을 보여주고 있지 못하고 있다. 이러한 통합의 어려움으로 인하여 Lo (2001)는 펀드의 유동성리스크의 노출을 측정하는 수단으로 자기상관계수정도치(degree of auto- correlation of fund return)를 제안하고 있으나