

헤지펀드 (Hedge Fund)의 역사와 개념

강 인 태*

목차

- I. 서론
- II. 헤지펀드의 역사
- III. 헤지펀드의 개념
- IV. 헤지펀드의 특성
- V. 맺음말

I. 서론

인류가 생겨나면서 재물에 대한 소유의 본능은 시작되었다고 할 수 있다. 우리가 흔히 말하는 투자도 인간의 재물에 대한 욕망의 산물이 아닐 수 없다. 19세기 미국의 유명한 상인 케네(R. Kene)는 "인생은 투기이고, 투기는 인간과 함께 탄생했다"라고 단언하였다.¹⁾ 또한 투기와 투자는 백지 한 장 차이이기 때문에, 투기는 실패한 투자를 의미하고 투자는 성공한 투기라고 구분하기도 한다.²⁾ 서유럽 증시에 대한 최초의 기록인 1688년 네덜란드 암스텔담에서 처음 출판된 요셉 펜소 드 라 베가 (Joseph Penso De La Vega)의 「혼돈」 (Confusion de Confusiones)이라는 책에서는 증권시장에서 증권거래를 일컬어 투기라고 묘사하였고 증권시장을 정신병원으로 묘사하였으며³⁾ 홉스의 리바이어던 (Leviathan)에서는 주식시장 자체를 고립된 투기꾼들로 구성되어 있다고 묘사하기도 하였다.⁴⁾ 이처럼 인류의 역사는 투기 또는 투자의 역사이며 헤지펀드는

* 서강대학교 대학원 박사과정

1) Edward Chancellor (강남규 옮김), 『금융투기의 역사 - 튜립투기에서 인터넷 버블까지』, 국일증권경제연구소 (1999), 25면.

2) Edward Chancellor, (강남규 옮김), 상계서, 12면.

3) Edward Chancellor, (강남규 옮김), 상계서, 36면.

4) Edward Chancellor, (강남규 옮김), 상계서, 40면.

이런 투기의 역사 속에 필연적으로 등장한 투기의 산물인 것이다. 이런 투기의 산물이 투자라는 그럴싸한 옷을 입고 세계금융시장에서 그 영향력을 발휘하고 있다.

헤지펀드는 시장효율성을 증대시키고 유동성 공급자의 역할을 하고 파생상품 등에 대한 헤지거래를 통해 주식이나 채권에 투자하는 전통적인 투자수단과 상관관계가 낮은 포트폴리오를 구성함으로써, 투자자들에게는 대체투자수단(Alternative Investment Vehicle)을 제공하여 포트폴리오 다변화(Portfolio Diversification)의 혜택을 제공하기도 하는 한편 금융기업을 발전시키는 역할을 하는 순기능도 하지만 다른 한편으로는 헤지펀드는 그 성격상 폐쇄성을 가지고 있어 투명성이 낮고 법률적 규제를 거의 받지 않으며, 단기차익을 노리고 투자하는 행태가 많이 나타나 금융시스템의 안정성을 저해하기도 하고 과도하게 레버리지(leverage)된 대형 펀드의 파산은 국제 자본시장에 커다란 혼란을 불러일으킬 수 있으며, 헤지펀드들이 포지션을 동시에 청산하는 군집행동을 통해 가격 변동폭을 확대하거나 유동성 경색을 초래함으로써 시장불안을 증폭시킬 가능성이 크다. 그리고 이미 여러 차례 전세계적으로 이런 시장위기의 경험을 겪은 바 있다. 또한 헤지펀드가 기관투자자나 일부 개인 부유층에 의한 투자에서 직접 또는 간접적으로 일반투자자에게까지 미치고 있어 초기에는 투자자보호의 필요성이 낮았지만 최근에는 일반투자자들로 인해 투자자보호의 필요성이 점차 커지고 있다. 특히 1997년 LTCM(Long Term Capital Management)의 엄청난 손실로 인해 미국은 물론 유럽 및 아시아에 이르기까지 그 경제적 파급효과는 이루 말 할 수 없었으며 전세계적 금융시장의 불안을 가져왔다. 또한 2006년 9월 천연가스 선물가격이 급락하여 대규모 투자손실을 입으므로 인해 미국의 금융위기를 초래했던 Amaranth Advisors LLC도 헤지펀드의 엄청난 손실에 기인한 것이다. 최근에도 미국 서브프라임 모기지 사태로 인해 많은 헤지펀드들이 추산할 수 없을 정도의 엄청난 손실을 보았으며, 이로 인해 베어스텐스(Bear Steins), 리만 브라더스(Lehman Brothers), 메릴린치(Merrill Lynch) 등 미국 유수한 투자은행(Investment Bank)들이 파산하거나 합병을 당하게 되었다. 이는 물론 금융시장의 불안한 요소와 파생상품도 한 몫을 한 것이기는 하지만 헤지펀드로 인해 그 영향력이 심화되었고, 이로 인해 금융리스크를 초

래하게 된 것이라 할 것이다. 더 나아가 많은 투자자들이 이런 헤지펀드의 확산으로 인해 손실을 보게 되었으며 이런 손실이 기관투자자나 일부 부유계층의 투자자가 아닌 일반투자자에게까지 미치게 되어 경제적 파급효과는 더욱 더 심각해진다는 것이다.

헤지펀드는 금융시장에서 중요한 역할을 수행하고 있으며 특히 유동성 공급으로 인해 안정적인 산업자본을 확충함으로써 국가적 산업발전에도 도움이 되는 것은 사실이다. 따라서 미국, 영국은 물론 싱가포르, 홍콩 등도 앞 다투어 헤지펀드를 자국에 설립, 운영할 수 있도록 제반 법률제도를 갖추는 등 금융산업의 발전을 꾀하고 있으며, 이로 인해 자국의 시장효율성 증대 및 유동성 공급을 원활히 하고자 하는 한편 금융산업을 육성하여 고부가가치를 창출하고자 하고 있다. 하지만 다른 한편으로는 헤지펀드가 가지고 있는 내재적 문제점으로 인해 일각에서는 현재보다 좀 더 엄격한 규율을 해야 하며 이런 규제의 실효성을 위해서는 국제적인 협력이 필요하다는 논의도 있다.

우리나라는 2007년 5월 14일 권오규 경제부총리가, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 시행되고 금융시장이 안정세에 이르면 헤지펀드를 허용하는 방안을 검토하겠다고 밝힌 바 있으며, 우리나라의 금융산업을 육성하여 동북아의 금융허브가 되겠다는 비전을 밝힌 바 있다. 우리나라는 기존의 증권거래법, 간접투자자산 운용업법, 선물거래법 등 6개 법률을 통합하여 2007년 7월 임시국회에서 "자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본통합법)"을 통과시켰고 2009년 2월 이 법률이 시행되게 된다. 자본통합법은 기존의 규율체계에 있어서 열거주의에서 포괄주의로 그 체계를 전환함으로써 금융시장 및 자본시장에 대해 보다 유연하게 대처할 수 있도록 하였다. 이 법에는 헤지펀드 설립에 대해서는 명문화되어 있지 않지만 포괄주의를 채택하고 있는 이 법률의 일부를 수정한다면 향후 헤지펀드를 설립하고 운영할 수 있는 법률적 기반을 마련할 수 있을 것으로 판단이 된다.

또 한편으로는 헤지펀드의 내재적 문제점, 특유한 운영전략에 따른 시스템리스크 그리고 투자자보호 등의 문제들에 대해서는 그동안 규제에 온건한 태도를 보이며 앞 다투어 헤지펀드를 육성하려던 국가들도 이를 적정히 규제하여 문제점들을 해결하고자 노력하고 있다. 따라서 그동안 헤지펀드에 대해 가능한 규

제를 하지 않고 있던 국가들도 규제에 필요한 방안을 마련하고 있으며 관련 법률을 정비하고 있는 중이다. 그러나 헤지펀드를 규제하고 이를 감독하기 위해서는 헤지펀드에 대한 정확한 이해가 전제되어야 할 것이다. 특히 헤지펀드에 대한 개념을 명확히 해야 할 것이다. 법률로 규제함에 있어 먼저 규제의 대상과 범위를 정하는 것이 우선되어야 할 것이고 그 다음이 어떻게, 얼마나 규제할 것인지를 정하는 것이다. 이렇듯 헤지펀드의 명확한 개념을 확정하는 것이 규제의 대상과 범위를 정하는 우선의 방법인 것이다. 그러나 지금까지 헤지펀드에 대해 통용되거나 명확한 법률상 개념정의는 존재하지 않는다. 헤지펀드를 58년이상 운영해 왔던 미국조차도 이에 대한 법률상 명확한 개념이 없다. 그 이유는 그동안 대다수의 국가들이 헤지펀드에 대해 규제를 해 오지 않았으며, 규제를 하더라도 가능한 가볍게 규제를 해 왔기 때문에 헤지펀드를 전반적으로 규제하기 위한 대상과 범위를 정할 필요성이 없었던 것이다. 또한 헤지펀드가 법률상 용어라기보다는 다양하고 복잡한 투자전략을 가진 대체투자기구의 하나로 받아들였기 때문이다.

이제 많은 국가에서 헤지펀드에 대한 규제를 강화하기 위한 방안과 이에 대한 법률을 정비하고 있다. 헤지펀드에 대한 전체적인 규제와 관리, 감독이 아니더라도 이제는 헤지펀드를 어떻게 얼마나 규제하고 감독해야 하는지를 고민하고 있는 것이다. 그렇다면 규제의 명확한 대상과 범위를 정하지 않고 효율적인 규제와 감독이 가능할지 의문이다.

따라서 이 논문은 헤지펀드의 개념을 보다 명확하게 확정하기 위해 우선 헤지펀드의 발생과 성장 그리고 현재에 이르는 역사에 대해 살펴보고, 헤지펀드를 수용하고 있는 국가들의 헤지펀드에 대한 개념정의를 검토한 후, 헤지펀드의 특성을 꼼꼼히 살펴 헤지펀드에 대한 정확한 이해를 토대로 명확한 개념을 정리해 보고자 한다. 또한 이러한 헤지펀드에 대한 정확한 개념정리는 향후 우리나라에 헤지펀드 도입에 있어 우리나라 실정에 맞는 규제와 관리, 감독을 가능하게 하는 법률을 정비하는데 도움이 될 것이라 판단된다.

II. 헤지펀드의 역사

역사를 분석하는 것은 미래예측에 그리 큰 도움이 되지 못하지만 현재 우리의 현실을 이해하는데 중요하다. 유사한 예로 날아가는 공의 궤적을 나타내는 그래프를 생각해보자. 그 그래프는 올라갔다 내려오는 아치형을 그리고 있을 것이다. 그 그래프의 한 점, 예를 들면 어떤 특정한 순간의 공은 그 공의 궤적에 대한 아무런 정보도 얻지 못할 뿐만 아니라 전체의 모습을 보여줄 수도 없다. 그 공이 끝까지 날아갈 때까지 그 공의 궤적을 알 수가 없는 것이다.⁵⁾ 이와 같이 헤지펀드도 마찬가지이다. 우리는 헤지펀드의 현재와 미래를 이해하기 위해서 헤지펀드의 역사를 알아야 한다.⁶⁾ 따라서 헤지펀드가 생겨난 유래와 당시의 상황을 이해함으로써 현재 헤지펀드를 이해하는데 도움이 될 것이며 헤지펀드가 생겨난 당시의 개념과 현재의 개념 그리고 당시의 특성과 현재의 특성을 비교해 볼 수도 있을 것이다. 이를 통해 헤지펀드에 대한 개념과 특성을 더욱 더 이해하게 될 것이다.

1. 초창기(The Very Early Years: The 1930s)

최초 헤지펀드의 발생은 대개 알프레드 윈슬로 존스(Alfred Winslow Jones)에게 그 공을 돌리지만, 최근 연구자들은 헤지펀드 활동의 오랜 지표(old indicators) 하나를 발견했다. 지금까지 확인된 가장 오래된 자료는 1931년 그린버그(Greenberg)에 의해 뉴욕에서 발간된 과학적 전망(Scientific Forecastings)이란 제목을 가진 책인 듯하다. 저자인 칼 카스톤(Karl Karsten)은 이 책에서 헤지펀드를 운영하는 대부분의 핵심적인 원리를 요약하고 있다.⁷⁾

칼 카스톤은 경제가 아닌 통계연구에 주로 관심을 가지고 있던 과학자였다. 그의 첫 번째 저서인 차트와 그래프(Charts and Graphs)는 통계적 정보를 가

5) 만일 우리가 그 공이 어느 시점까지 날아온 궤적을 이해한다면 그 공이 왜 그 위치에 있는지 그리고 그 공이 앞으로 얼마나 날아갈 것이며 어디쯤에 떨어질 것인지에 대해 이해하고 예측할 수 있을 것이다.

6) Francois Serge Lhabitant, *Handbook of Hedge Funds*, John Wiley & Sons, Inc (2006), pp 7.

7) *ibid.*

시적으로 전달하는 최선의 방법들에 대해 중점을 두고 있을 뿐 경제시장에는 직접적인 관련이 없다. 카스튼이 그의 통계학적 이론을 흥미롭게 테스트하기 위한 장으로써 인식했던 주식시장으로 관심을 돌리게 된 것은 그 후에 일이다. 특히, 미래 사업조건들을 예측하는 것과 같은 "바로미터(barometers)"라 불리던 것을 개발하기 위해 그는 카스튼 통계학 연구소(Karsten Statistics Laboratory)를 설립하였다. 이것들은 거래량, 건축활동, 이자율, 도매가격의 수준, 특정 산업의 지표들, 철도 주식, 공공채 주식, 철강주식, 오일 주식, 자동차 주식 그리고 상가 주식의 바로미터(지표)들을 포함하고 있다.⁸⁾

1930년 12월 17일, 카스튼 통계학 연구소는 한 걸음 더 나아가 이런 여섯 개의 바로미터 (barometers)의 예측을 이용한 작은 펀드를 만들었다. 투자금은 카스튼과 그의 동료들이 마련하였고 그 결과는 정말 놀라웠다. 1931년 6월 3일까지 펀드는 78% 상승하였으며, 연간 250%의 수익을 창출했다. 게다가 그 펀드는 몇 가지 흥미로운 특징들을 보이고 있었다. (i) 실질적으로 시장이 좋지 않은 상황이 몇 주의 기간동안 있었지만 많은 손실을 보지 않았고, (ii) 그 외 기간은 계속적으로 많은 이익을 냈으며, (iii) 이런 보합과 상승의 시기에는 주식시장의 방향과는 전적으로 독립적이었다.⁹⁾

그의 책 제7장에서 카스튼은 소위 헤지 원리(hedge principle)라 불리는 그 펀드의 운영 방식에 대해 논하고 있다. 이를 인용하면 "자동차 주식이 있고 얼마 후 이 주식의 평균치가 전체 주식시장의 평균치보다 오를 것을 예측한다고 가정해 보자. 우리는 이론적으로 그 시장에서 가지고 있던 그 모든 주식과 동등한 만큼 공매도를 통한 매수포지션을 취해야만 한다."¹⁰⁾ 같은 장에서 카스튼 역시 통계학적 재정거래 펀드(statistical arbitrage fund)를 만들기 위해 적용할 수 있는 중요한 원칙들(key principles)을 개발하였다: "다른 것들에 비해 대부분 오를 것이라 예상되는 그룹에 있는 주식은 매수하고 대부분 떨어질 것이라 예상되는 그룹에 있는 선도 주식은 팔아라." 이것이 소위 단일 헤지 시스템

8) *ibid.*

9) *ibid.*

10) 이는 자동차 주식이 향후 오를 것으로 예상되지만 만일 예상을 빚나가 반대로 하락할 때에는 이에 대한 위험분산을 위해 반대포지션을 취하고 있어야 한다는 것으로 위험분산을 의미하는 헤지 (Hedged)를 잘 설명하고 있는 예라 할 것이다.

(single hedge system)이다. "만일 복수 헤지 시스템이 다음과 같다면 여섯 개 중 두 개의 가장 좋은 그룹을 사고 가장 나쁜 두 개는 팔아라." 간단하지만 이런 방식은 아직도 현재 많은 펀드에 응용되고 있다.¹¹⁾

이미 언급한 바와 같이 카스튼은 이익에는 관심이 없었고 단지 펀드를 그의 이론의 유효성을 입증하는데 사용하였다. 그 펀드는 얼마나 존속되었을까? 후에도 성공적이었을까? 아무도 모른다. 카스튼의 일부 생각들이 다른 사람들에게 의해 이용되었을까? 그의 책에서 카스튼은 우리가 사용한 매우 많은 같은 시장 정보, 의견 그리고 판단을 가지고 있고 우리가 같은 한계수익점과 변위를 사용하며 통계적 예측에 있어서는 확신이 부족한 우리들의 지인들에 의해 같은 시기에 다른 펀드도 운영되었다고 전하고 있다.¹²⁾

2. 형성기(The Formative Years: 1949–1968)

처음으로 이익을 위한 헤지펀드를 만든 것은 알프레드 윈슬로 존스(Alfred Winslow Jones)다. 호주 멜버른에서 1902년에 태어난 존스는 4살부터 미국에서 살았던 정말 대단한 인물이었다. 1923년 하버드를 졸업한 후 증기선 선원으로 일하면서 세계를 여행했고 후에 독일에서 외교관으로 근무했으며 스페인 내전당시에는 저널리스트로도 일을 했다. 1941년 미국으로 돌아와 콜롬비아 대학에서 사회학 박사학위를 취득하였으며 포춘(Fortune)지에서 편집부원으로 일을 했다.¹³⁾

존스의 경제와의 인연은 그가 자산 관리 산업의 관행을 검토하기 시작하고 투자와 시장 예측에 있어 시장분석과 경향의 기술적 방법에 대한 훌륭한 기사를 쓴 1949년부터 시작된다. 현존하는 어떤 것보다도 더 좋은 투자모델을 실행할 수 있다는 자신감을 가지고 존스는 자신의 돈 4만달러를 포함한 10만달러를 모아 A. W. Jones & Co.라는 펀드를 시작했다. 그 펀드는 원칙적으로 SEC의 제한규정을 피하기 위하여 합자회사(general partnership)의 형태로 조직되었으

11) *ibid.*

12) Lhabitant, *op. cit.* (supra note 6), pp 7–8.

13) *ibid.*

며 포트폴리오 형성에 있어 최대한 자유와 유연성을 허락하였다. 그래서 최초의 헤지펀드가 탄생한 것이다.¹⁴⁾

상대적으로 소수의 사람들만이 두 가지 가정을 가진 존스의 투자모델의 아름다움과 수수함을 거머쥐었다. 첫째, 존스는 최상의 주식을 골라낼 수 있는 능력을 가졌다고 확신했다. 다시 말해, 그는 시장에서 보다 많이 오를 주식뿐만 아니라 적게 오를 주식을 식별할 수 있었다. 두 번째, 그는 시장적시판단 능력(market-timing skill)이 없다고 믿었다. 즉, 그는 시장의 방향성을 예측할 수 없었다. 그래서 그의 전략은 저평가된 주식은 매수를 하고 고평가된 주식은 매도하는 식의 결합으로 이루어졌다. 이는 시장에 노출(exposure)을 적게함으로써 전체 리스크를 줄이는 동시에 모든 시장에서 이익을 창출하였고, 이런 그의 주식선택 능력에 자본이 몰렸다. 그의 포트폴리오 수익을 확대하기 위하여 존스는 레버리지(Leverage)를 추가했다. 즉, 그는 공매도(Short Selling)로부터 추가적인 롱포지션의 매수에 자금을 투여하는 절차를 사용했다.¹⁵⁾

공매도와 레버리지(차입거래)는 수 년동안 알려져 왔던 것이지만 전통적으로는 매우 특별한 상황에서 사용되었다. 공매도는 대부분 일시적인 상황에서 임시적 투기로 사용되었고 레버리지는 고위험에서 고수익을 얻기 위해 대개 사용되었다. 그러므로 존스의 혁신은 보수적 투자방식에 이 두 가지 투기적 수단을 접목시킨 것이다. 투자자들을 유인하기 위해서는, 존스 역시 자산중심(asset-based)의 관리비용이 아닌 성과보수(실현이익의 20%)를 부과하기로 결정했다. 그 펀드의 비용은 운용자가 전적으로 부담하는 급여를 제외하고는 운용자(general partner)가 20% 그리고 투자자(limited partner)가 80%를 부담하였다. 마지막으로 전에 언급한바와 같이, 단지 파트너들이 자본금 위험에 대해 그가 인센티브를 받는 것은 합리적이지 않다는 것을 인정했기에 존스는 자신의 재산인 4만달러 모두를 투자했다.¹⁶⁾

첫해에는 존스의 합자회사는 17.3%의 만족할 만한 이익을 기록했다. 포트폴리오를 운영하기 위해 존스에 의해 개발된 몇몇의 수단(tools)은 정말 혁신적이었다. 예를 들면, 현대 포트폴리오 이론이 공식적으로 탄생하기 전 수 년간 존

14) *ibid.*

15) *ibid.*

16) *ibid.*

스는 소위 "속력(velocity)"이라고 불리는 것을 이용했다. 이것은 시장의 변화와 관련해 주식의 가격이 변화하는 속도의 측정이다. 비공식적인 정의일지라도, 속력(velocity)은 베타(beta)의 조상인 것이다. 또한 존스는 보통 자본을 나누어 매도포지션과 순매수포지션을 사용하면서 자본의 시장노출을 계산하였다. 정량적 시장노출 위험의 방법은 그것의 지각적 관련에 대해 아직 오늘날에도 높아 평가되고 있다.¹⁷⁾

1950년대와 1960년대의 거대시장에서 존스의 모델은 괄목할만한 성과를 냈으며 수년간 시장지수를 이기곤 했다. 그러나 그의 높은 수익에도 불구하고 존스는 주식을 고르는 자신의 능력에 급격히 불편해했다. 그래서 그는 1952년 자신의 운용자 지위(general partnership)를 투자자 지위(limited partnership)로 전환하고, 1954년 딕 라드크리프(Dick Radcliffe)를 고용해서 존스의 주식선택을 보조하고 펀드의 일부를 자율적으로 운용하도록 했다. 후에 존스는 다른 포트폴리오 매니저를 고용했고 그들이 중복적 투자나 반대투자에 반대하지 않는 한 상당히 많은 자율권을 주었다. 실질적으로 존스는 아마도 최초로 잘 분산된 다수 매니저 펀드 (well-diversified multi-manager fund)를 만든 사람일 것이다.¹⁸⁾

존스는 원칙적으로 투자방법에 적은 변화만을 주고 거의 은밀하게 운영을 했다. 그러나 그는 마침내 어떻게 존스의 사후수수료(after-fee) 실적이 대부분 성공적인 뮤추얼펀드의 수수료 실적을 능가하는가에 대해 자세히 설명하고 있는 Carl J. Loomis의 신문사설이 나간 이후에 약세시장 중인 1966년 주목을 받았다. 실증에 따르면, 1960년부터 1965년까지 Fidelity 뮤추얼펀드가 225%의 실적을 내는 동안 존스의 펀드는 325%의 수익을 냈다. 1955년부터 1965년까지 10년동안 Dreyfuss 펀드의 358%에 비해 670%의 수익을 냈다. Carl. J. Loomis는 존스에 의해 사용된 구조와 투자전략을 설명하는 기사에서 실질적으로 "헤지펀드 (hedge fund)"라는 용어를 처음 사용한 사람이다. 당연히 존스의 결과로 인해, 헤지펀드에 대한 관심과 투자기법은 갑자기 인기가 치솟았다.¹⁹⁾

그 이후의 시기에 생성된 헤지펀드의 수에 대한 믿을 만한 자료는 없다. 그럼에도 불구하고 1968년 SEC의 조사는 215개의 투자회사(investment partner-

17) *ibid.*

18) *ibid.*

19) *ibid.*

ships)중 140개는 아마도 헤지펀드라고 이해하고 있으며 다수는 이 시기에 만들어 졌을 것이다. 예상컨대 존스의 펀드는 아마도 주요 헤지펀드 매니저의 양성소(incubator)나 다름없었다. 1964년 City Associates를 세운 Carl Jones와 Fairfield Partners를 설립하기 위해 1965년 Barton Biggs와 한 팀을 이룬 Dick Radcliffe를 포함한 몇몇 매니저들은 자신의 헤지펀드를 설립하기 위해 떠났다. Omaha에 근거를 둔 Buffett Partnership의 워렌버핏(Warren Buffett), WJS Partners와 Leveraged Capital Holdings(최초의 펀드 오브 펀드)의 Walter J. Schloss와 Quantum Fund의 조지소로스(George Soros)를 포함한 많은 미래 이 산업의 리더들 역시 이 시기에 독립적으로 그들의 펀드를 시작했다.²⁰⁾

3. 암흑의 시기(The Dark Ages: 1969-1974)

존스의 투자스타일과 운용을 흉내내기 위해서 많은 새로운 헤지펀드 매니저들은 경험이 부족함에도 불구하고 주식을 공매도 하기 시작했다. 불행하게도 1960년대 시장의 호황기 동안 공매도는 지속성 없이 이익도 내지 못한 채 시간만 낭비하는 꼴이 되었다. 단순히 매도를 위한 레버리지와 공매도를 무시한 투자가 종종 많은 이익을 냈다. 많은 펀드들은 예상컨대 롱/숏 포지션에서 레버리지를 이용한 롱포지션으로 이동했으며 이는 원래 존스 모델과는 다른 것이다. 앞서 말한 바와 같이 그들은 별거벗은 몸으로 수영을 하는 꼴이었고 1969년에 시작된 긴 약세장은 그들을 놀라게 했다.²¹⁾

헤지펀드는 1969-1970년 약세장에서 많은 손실을 겪었고 1973-1974년 침체기동안 후속적인 엄청난 출혈을 겪었다. 다우존스와 S&P 500은 거의 반으로 추락했고 Morgan Guaranty같은 미국 최대 연금펀드 운용자는 고객의 3분의 2나 되는 자금을 날렸다. 거래량은 거의 없었으며 관리하던 자산이 급격히 줄어들면서 헤지펀드는 해체되어갔다. 펀드 매니저는 바텐더나 택시기사 같은 일자리도 마다하지 않았다. 단지 경험이 풍부한 헤지펀드 매니저들만이 거품붕괴(bursting of the bubble)에서 살아남을 수 있었다. 그들의 펀드는 소규모였으

20) *ibid.*

21) *ibid.*

며 보통 하나의 전략을 구사했다. 그들은 수 년간 상대적인 모호함속에서 운용하면서 이익을 냈다.²²⁾

4. 부흥기(The Renaissance: 1975–1997)

1975년부터 1982년까지 시장은 1978년과 1982년의 저점과 1976년 1981년의 고점을 나타내면서 평안한 움직임을 나타냈다. 이 시기의 특징중 하나는 다우존스산업평균이 결코 1000포인트를 넘을 수 없었다는 것이다. 이 시기에 활동중인 헤지펀드의 수는 마케팅과 공적 등록의 부재로 인해 정확히 알기는 힘들다. 그렇지만 1984년 헤지펀드 운영을 관찰하기위해 Sandra Manske가 Tremont Partners를 설립했을 때 단지 68개의 헤지펀드를 확인할 수 있었다. 그 펀드들의 대부분 높은 최소투자요건을 가지고 소개에 의해서만 정보를 주고 받는 개인 부유층(high net worth individuals)의 상류클럽에게만 가입이 제한된 합자회사 (limited partnerships)였다. 그들은 비밀리에 운영하였고 투자자들 이외에는 어느 누구에게도 보고를 하지 않았다. 놀라운 운영으로 인해 성장을 야기했고 그들의 수익은 오르내리는 시장상황에서도 연간 30%를 넘는 수익을 일궈냈다.²³⁾

헤지펀드의 인기는 1986년 Julian Robertson의 Tiger fund의 인상적인 운영을 소개한 Institutional Investor의 기사에 의해 다시금 재연되었다. 그 펀드는 등장한지 첫 6년간 순비용과 인센티브 수수료를 포함하여 매년 43%의 수익을 산출했다. 비교하면 같은 시기에 S&P 500과 같은 다양한 지표들은 단지 18.7%의 수익만을 창출했다.²⁴⁾

Julian Robertson의 투자 방식은 근본적으로 존스의 원래 개념과는 다르다. Robertson의 최초 관심분야는 보통주 그리고 상향식 주식 선택(bottom-up stock picking)이었다. 그러나 그는 빨리 이를 다른 전략들로 확대했다. 특히 거시경제 분석에 근거하여 그는 가끔 특별한 헤징도 없이 공격적이고 단순한 방

22) *ibid.*

23) *ibid.*

24) *ibid.*

향성 투자(bets) - 이른바 글로벌 매크로(global macro)라고 하는 전략-를 구사했다. 게다가 Robertson은 존스가 펀드를 시작할 때는 존재하지도 않았던 선물과 옵션(futures and option) 같은 파생상품을 종종 이용하였다.²⁵⁾

1980년대 후반 거시경제상황은(미국달러의 약세, 금과 상품가격의 상승, 10%대를 넘는 이자율, 채권시장의 침체와 주식시장의 활황) 특히 글로벌 매크로 전략에 좋은 상황이었다. 본래의 위험에도 불구하고 수많은 헤지펀드들은 글로벌 매크로 전략을 구사했고 특히 통화와 이자율 분야에서는 두드러졌다. 주식시장은 다시 상승했고 다소 공격적인 매수포지션의 지지도 있었다. 그러나 블랙먼데이(Black Monday)라고 알려진 1987년 10월 19일 갑작스럽게 파티는 끝나고 말았다. 다우존스의 22.6%의 하락은 뉴스의 머리기사가 되었고 다른 시장도 비슷한 손해를 봤다. NYSE는 19.2%, S&P 500은 20.5% 그리고 Whilshire and Value Line 지수들은 각각 17.9%와 15.1% 추락했다. 많은 해외 어느 시장이든지 그날의 영향으로 매도의 광란으로 더욱 더 좋지 않은 상황이었다. 대부분의 투자자들과 같이 헤지펀드는 시장붕괴로 인해 심각한 손해를 떠 앉았다. 예를 들면, Julian Robertson의 Tiger Fund는 1987년 8월에 7억달러에서 1988년 초 3억달러로 가라앉았다. 그렇지만 1929년의 사건에 결과와는 다르게 시장은 빠르게 회복했고 헤지펀드의 매니저들도 마찬가지로였다. 1987년 말 S&P 500은 5.2% 상승했고 뮤추얼펀드의 성장은 1% 상승했고 헤지펀드의 14.5%의 이익을 냈다.²⁶⁾

1989년 Alfred Winslow Jones가 죽을 때까지 시장은 1987년 붕괴로 잃었던 기반을 다시 회복했으며 소수 글로벌 매크로 펀드들은 아직까지 그들의 황금시기에 영향을 입고 있었다. 몇몇 글로벌 매크로 펀드는 특히 시장위기 동안에 크고 공격적인 포지션을 취함으로써 막대한 이익을 창출했기 때문에 자본시장에 주요한 선수들(major players)로 나타났고, 언론의 큰 관심을 끌었다. 예를 들면, George Soros의 Quantum 펀드는 영국 파운드화를 유럽 금융 시스템에서 탈퇴하도록 만든 1992년에는 10억달러의 수익을 기록했다. Soros와 그의 펀드가 전적으로 파운드화의 붕괴에 대해 책임을 져야 하는가에 대해서는 아직도

25) *ibid.*

26) *ibid.*

토론의 여지가 있는 문제이다. 그러나 수익의 규모는 헤지펀드가 자본시장의 불안정에 기여할 수 있고 효율적인 시장운명을 교란할 수 있다는 관심사를 불러일으켰다.²⁷⁾

헤지펀드의 거래 및 포지션을 취한 행동들에 관한 관심사는 연방준비위원회가 예상 밖의 이자율을 올렸을 때인 1994년에 추진력(momentum)을 얻었다. 몇몇의 글로벌 매크로 펀드는 가능한 할 수 있는 최대한 투자를 하여 많은 매수를 했다. 그들은 채권가격이 하락하는 원인과 경제에 대한 연방준비위원회의 조치로 인한 영향의 확대를 갑자기 차입을 줄여야 했다. 몇몇의 글로벌 매크로 펀드는 그들의 마진콜(margin call)에 직면하여 유럽증권을 팔아야만 했고 그러므로 미국증권가격의 하락 및 미국 이자율의 상승은 예상했던 것 보다 훨씬 더 강력하게 유럽시장으로 전이 되었다. 말할 것도 없이 헤지펀드 역시 시장의 하락으로 고통을 받았으나 1995년과 1996년 그런대로 잘 회복하였다.²⁸⁾

5. 아시아와 러시아 위기(The Asian and Russian Crises: 1997-1998)

1997년 아시아의 위기는 1995년 초 적극적인 IMF의 리드와 미재무성의 지원 회복이 따른 1994년 멕시코 금융시장의 붕괴에서 왔다. 회생의 성공은 신흥시장(emerging market)의 금융안정을 지키기 위한 미재무성과 IMF의 공조모형을 설립하였다. 그 후 2년간 투기성 거품은 무한한 성장가능성을 가진 경제로 보였던 태국, 인도네시아, 한국 그리고 대만의 신흥시장(emerging market)인 아시아에서 점차 커갔다. 자본이 빠르게 이곳으로 유입되었고 거품은 부동산과 다양한 다른 투자유형에서 점점 커 나갔다. 과도한 수용력의 광범위한 조짐이 나타난 1997년 긴장감이 보이기 시작했다.²⁹⁾

1997년 중반 아시아에서 분출된 금융위기는 수많은 신흥국가들의 통화, 주식 시장 그리고 다른 자산의 가치가 급격히 떨어지게 했다. 위기 기간동안 특히

27) *ibid.*

28) *ibid.*

29) *ibid.*

헤지펀드들의 대량 매도포지션 때문에 헤지펀드는 다시한번 불안정 조치(destabilizing actions)에 대해 비난을 받았다. Eichengreen(1998) 등과 Brouwer(2001)에 따르면 헤지펀드는 1997년에 70억달러에서 150억달러까지의 타이 바트화를 매각했다. 금융안정화 포럼(Financial Stability Forum)의 Market Dynamic Study Group(MDSG)은 1998년 여름 Hang Seng 지수에 대해 헤지펀드의 포지션은 적어도 50% 매도포지션을 나타냈다고 밝혔다. Rankin(1999)는 헤지펀드는 호주달러시장을 독점하고 조종했다고 주장한다. 이런 모든 이야기들은 정부규제 밖에서 운영하는 극단적인 투기꾼으로써 비판받는 헤지펀드 매니저들은 단지 헤지펀드가 운영되고 있는 시장의 법과 규율에 의해서만 규율된다는 수많은 언론보도를 하였다.³⁰⁾

그러나 모든 헤지펀드들이 글로벌 매크로 거래자로 성공한 것은 아니고 우리는 몇몇 펀드 역시 의외의 시장상황(market event)의 결과 막대한 손실로 고통을 받았다는 것을 회상해야 한다. 예를 들면 David Askin의 세 개의 펀드(Granite Partners, Granite Corp, 그리고 Quartz Hedge)는 연방준비위원회가 예상외로 이자율을 올렸던 1994년 4억 2천만달러를 잃었다. Victor Niederhoffer는 그의 세 개의 펀드(Global Systems, Friends, 그리고 Diversified)는 1997년 10월 지수의 급락 이전에 S&P 500 풋옵션 공매도에 의해 파산을 하였다. III Offshore investor(역외투자자)들에 의해 운영되던 High Risk Opportunity Hub Fund 뿐만 아니라 Dana McGinnis에 의해 운영되던 세 개의 펀드(Partner's Focus, Global 그리고 Russian Value)는 러시아 루블화를 평가절하하고 루블로 명명된 채무를 불이행한 후인 1998년에 파산신청을 냈다. III Offshore Investor Fund는 3억 5천만달러를 잃었고 McGinnis의 펀드들은 거의 2억달러를 잃었다. George Soros 조차 러시아 위기이후 20억달러의 손실을 기록했다. 그러나 가장 최악의 것은 존스의 펀드가 생성된 이래 거의 50년동안 선두적인 몇몇 헤지펀드에게는 중요한 전환점이 된 Long Term Capital Management(LTCM)의 붕괴가 왔다는 것이다.³¹⁾

1998년 초 LTCM은 저평가 및 고평가된 채권사이에 스프레드(spread)가 떨

30) *ibid.*

31) *ibid.*

어질 것으로 예상했었다. 그들의 모델의 자만심은 LTCM의 파트너들이 그들의 포지션에 과도한 레버리지를 하도록 했다 -그들은 40억달러의 주식자본을 천억달러의 자산으로 바꾸었으며 이는 장외거래 파생상품에 상상할 수 없는 1조 달러가 넘는 것에 대해 담보로 사용되었다. 이론적으로 LTCM의 롱/숏포지션(long and short position)은 상당히 상호관련이 있어 추측컨대 순위험은 작고 상당히 유동적이었다. 결과적으로 노출의 감소는 문제가 없어야 했는데 무언가 잘못되어 가고 있었다. 불행히도 LTCM의 모델은 양쪽 포지션에서 잘못되었음이 판명되었다.³²⁾

1998년 8월 17일 외국통화준비금의 출혈을 막기 위한 시도로 러시아 정부는 루블화를 평가절하했고 국내채무에 대해 채무불이행을 선언했으며, 루블화로 명명된 채무에 대해 지급을 정지했고, 다른 한편으로는 외국 채권자에 대해 상업은행의 지급에 대해 90일간 모라토리엄(moratorium)을 선언했다. 러시아 채무가 세계금융시장에 있어 상대적으로 작은 부분(2천 8백 십만 루블 또는 1백 3십 5억달러)을 차지하고 있었지만 채무불이행은 이미 아시아 경제위기의 영향들로 몸살을 앓고 있던 세계경제시장을 휩쓰는 공황으로 이끌었다. 특히 러시아 은행들과 증권사들은 그들의 파생상품 계약에 있는 불가항력 조항(force majeure clauses)를 실행해서 이 계약을 해지했다. 러시아 통화와 채무자산(debt position)을 헤지(hedge)하기 위하여 이런 계약을 사용했던 많은 고객들은 자산가치의 상당한 부분을 잃는 보호받지 못한 상태에서 갑자기 떠나기 시작했다. 대부분의 투자자들은 유동성이 없는 높은 위험을 가진 자산으로부터 낮은 수준의 리스크를 가진 자산을 유동화하기 위해 그들의 자본을 이전하는 곳으로 몰렸다. LTCM이 투자했던 반대 스프레드는 급상승했다. 일례로 신흥시장 채무와 북미 재무성 채권사이의 스프레드는 1998년 7월 6%에서 1998년 9월 17%로 증가했다.³³⁾

LTCM은 빠르게 문제가 생겼고 자기자본의 대부분을 잃었다. 남아있던 600만달러의 자기자본은 전체 1천억달러를 넘는 재무상태(balance-sheet position)를 지탱하기에는 불충분한 것이었다. 그런 후 LTCM이 파산에 이르게 되고 남

32) *ibid.*

33) *ibid.*

아있는 자산을 싼값(fire-sale price)으로 처분했을 때 다른 금융회사에 대한 막대한 손실은 시장을 엄청나게 붕괴시켰고 세계경제 대혼란을 주었다. 처음에 헤지펀드는 너무 커서 실패할 수 없을 것으로 생각되었고 지금까지의 상태도 여러 국가들과 대형 은행에 유지되었다. 시스템 위기(systemic crises)의 공포는 뉴욕 연방준비위원회가 개입하도록 만들었다. 연방준비위원회의 조정하에 14개 은행과 증권사의 컨소시엄은 함께 그 펀드에 35억달러의 긴급융자를 해주었고, 금융위기를 해결하기 위해 책임과 의무를 인수하였다. LTCM의 구제는 연방준비위원회의 빠른 이자율 인하도 수반하였다. 금융시장에서 좀더 보통의 스프레드와 낮은 수준의 가격변동률(volatility)을 회복하기 위한 성공적인 노력의 일환이 되었던 연방준비자금 이자율을 1998년 9월말과 11월 중순 사이에 0.75%를 인하하였다.³⁴⁾

1998년말이 돼서야 세계 금융시장에 비교적 고요함을 되찾았다. 공포스러운 금융붕괴는 막았으나 구제와 관련된 논쟁은 남아있었다. 연방준비위원회의 개입에 대한 찬반에 대한 논쟁은 꽤 격렬했다. 한편에서는 연방준비위원회는 세계 금융위기의 위험을 피하기 위해 지불할 수 있는 값싼 비용이 불과한 단지 회의실과 커피만을 제공하였다. 더욱이 모든 구제는 채권자들이 대부분의 채무를 인수한 제조업 파산형식의 회생절차(out-of-court bankruptcy-type reorganization)와 다르지 않았다. 다른 한편에서는 LTCM은 보호할 가치가 없는(with no widows and orphans to protect) 사적펀드(privately owned fund)였다. 명백한 실패로부터 LTCM을 구제하기 위한 도움으로써, 연방준비위원회는 탐욕스러운 투자자들에게 뼈아픈 교훈을 가르쳐줄 수 있는 기회를 잃었으며 미래에 더욱 무모함에 이르는 문을 열어준 꼴이 된 도덕적해이(moral hazard)를 발생케 했다. 소수의 비평가들은 그 시기의 구제에 대한 의문을 제기할 뿐만 아니라 그런 구제자들과 그런 구제를 한 것은 밀접한 관련을 가지고 있고 이것은 아시아 금융 위기가 실랄하게 비판받고 있는 정실자본주의(crony capitalism)의 경우라고 말하고 있다.³⁵⁾

논쟁을 넘어서 LTCM의 붕괴직전의 사태는 보다 높은 투명성과 보다 나은

34) *ibid.*

35) *ibid.*

관행 요구에 대한 모든 시장의 요구를 일깨워준 계기가 되었다. 헤지펀드를 다루는 금융기관은 그들의 위험관리와 감시기능에 있어 더욱 엄격하게 되었다. 그들 대부분은 특히 높은 레버리지에 있는 기관을 다룰 때는 더 많은 정보를 요구했고 신용조건에 있어 엄격했다. 감독자와 규제자는 은행대출관행에서 필요한 개선에 관한 넓은 가이드를 발표함으로써 이런 절차를 고정화했다. 헤지펀드는 빠르게 레버리지의 수준을 줄였고 투자자들에게 더욱 투명성을 제공할 것을 동의했으며, 현실적 위험 관리 시스템과 유동성 위기를 위한 계획들을 발전시키기 위한 많은 방법에 기여하기 시작하였다.³⁶⁾

이론의 여지는 있지만 1998년과 LTCM 사태는 헤지펀드산업 진화의 지표가 되었다. 1998년도 운영은 심한 변동결과와 총체적 재난으로 인해 실망스러웠다. 일부 헤지펀드는 전체적으로 운영을 그만두었거나 투자자들에게 상당금액의 투자금을 돌려주거나 레버리지를 줄이고 시장과 투자형태의 좀 더 광범위한 투자금 배분을 통해 상당히 규모를 줄여야만 했다. 일례로 1998년 고점시기에 최대 매크로 헤지펀드들(George Soros의 Quantum Fund와 Julian Robertson의 Tiger Fund로 잘 알려진)은 각각 운영에 있어 200억달러가 넘는 자본(LTCM이 고점때 50억달러의 자본금과 비교할 때)을 가지고 있었다. 2000년 3월에는 Tiger Fund는 폐쇄되었고 그해 4월에는 George Soros는 Quantum Fund는 기부금(endowment)으로 전환될 것이라고 밝혔다. 시장 관찰자들과 참여자들은 다방면에 걸쳐 이런 정리작업을 이 산업을 위한 "정화작업(cleansing process)"으로 표현하였다. 소수의 헤지펀드는 결점없는 위험/수익 구조를 가지고 소용돌이 속에서 나타났으나 강한 모습을 보였다. 보다 중요한 것은 그들은 기관 포트폴리오를 위한 합법적인 대체자산이 되기 위한 경쟁을 기꺼이 감수하였다는 것이다.³⁷⁾

6. 주식버블시기(The Equity Bubble Years)

연방준비위원회가 이자율을 낮추는 조치를 일으킴으로써 1997-1998년 위기

36) *ibid.*

37) *ibid.*

는 미국경제와 주식시장에 엄청난 순풍을 일으켰다. 1999년의 상황은 금융시장에 특히 위험성이 더한 자산이 매우 좋았기 때문에 정보기술분야에서 위험성이 높은 회사의 주식에 대부분 극적으로 영향력을 미쳐 거품(bubble)이 발전되었다. 기술벤처를 위한 자본비용은 닷컴 주식(dot-com shares)은 수익 또는 수익 예상에 상관없이 끊어모았을 정도로 거의 제로에 가까웠다.³⁸⁾

평가의 비합리적 수준에도 불구하고 대부분의 헤지펀드는 거품을 터뜨리기 보다는 거품에 편승하고자 했다. 그들은 매수포지션 또는 파생상품에 의한 장기적 노출을 상쇄함이 없이 기술주에 대한 그들의 포트폴리오를 심하게 편향되게 가져가고 있었다. Brunnermeier와 Nagel (2004)³⁹⁾에 따르면 1999년 9월에 총체적으로 헤지펀드는 시장 포트폴리오의 17%에 대비해 그들의 포트폴리오의 29%를 기술주에 집중하여 증가시켰다. 거품을 무시하려고 시도했던 소수의 헤지펀드는 살아남지 못했다. 예를 들면 Julian Robertson의 Tiger Fund는 기술주 가격이 폭락하기 시작했던 2000년 3월에 청산되었다.⁴⁰⁾

2000년 3월 NASDAQ의 하락은 경제성장에 있어 갑작스러운 둔화를 동반하였다. 미국은 2001년 초 드문 경기침체에 빠지게 되었고 연방준비위원회는 빠르게 이자율을 8월까지 6.5%에서 3%까지 낮추었다. 뉴욕과 워싱턴 D.C.에 911 테러사태로 인한 불확실성의 급격한 상승은 9월 17일과 12월 11일 사이에 총 125포인트가 떨어지는 결과를 낳았다.⁴¹⁾

모든 주요지표가 침체되어 있는 동안 헤지펀드의 전반적인 운영은 주식시장과 상관관계가 없어 보였고 비교적 인상적이었다. 결과적으로 주식에서 손해를 봄으로써 낙담하고 격한 환경속에서 피난처와 안정을 찾는데 고심하던 부유한 개인투자자들(high net worth investors)은 다시한번 헤지펀드로 발길을 돌렸다. 2004년 3월 Merrill Lynch와 Cap Gemini Ernst & Young은 미국에 있는 백만달러가 넘는 금융자산을 가진 73%의 개인 부유층들이 헤지펀드에 투자를 했다고 발표했다. 몇몇의 연금펀드들 또한 그들의 자산 분배를 헤지펀드에 두

38) *ibid.*

39) Brunnermeier M. and Nagel S., "Arbitrage at its limits: Hedge funds and the technology bubble", *Journal of Finance*, 59(5) (2004), pp. 2013-2040.

40) Lhabitant, *op. cit.* (supra note 6), pp. 18.

41) *ibid.*

기 시작했다. 높은 임금을 추구하는 수백명의 전통적인 펀드운용자들은 헤지펀드 산업으로 이동하거나 자신의 헤지펀드를 만들었다. 투자은행들은 공격적으로 복잡한 헤지펀드를 관리할 최상의 엘리트들을 고용하였고 상업은행조차도 펀드 오브 헤지펀드를 만들거나 마케팅하면서 이런 경향에 뒤따랐다.⁴²⁾

7. 오늘날 헤지펀드(Hedge Fund Today)

만일 존스가 지금까지 살아있다면 오늘날 무엇을 했을까? 그의 본래 헤지펀드 모델은 헤지펀드(hedge fund)라는 말이 완전히 정당화하는 헤지된 구조(hedged structure)에서 포트폴리오의 부분적 배치로 인해 시장추세로부터 투자기술을 분리하는데 있었다. 그렇지만 1950년대 이래 금융기관과 시장은 극적인 변화를 맞았다. 상장된 그리고 장외의 파생상품같은 새로운 금융상품이 출현했고 이것을 기꺼이 받아들여 위험을 분산함으로써 효율성을 향상시켰다. 특정한 정보기술의 스프레드에서 기술적 혁신은 투자를 진화시켰다. 현명한 포트폴리오 운용자들은 현재 매일 운영에 도움을 주는 정밀한 자산가격산정 모델(asset pricing model), 최적화기(optimiser) 그리고 다른 정량적 기구(quantitative tools)들을 광범위하게 사용한다. 예상할 수 있듯이 이런 변화된 환경은 헤지펀드 전반에 막대한 영향을 미쳤다.⁴³⁾

지난 수십년간 헤지펀드의 성장은 운용자산과 헤지펀드의 수에서 모두 극적인 상승을 하였다. 정확한 수치를 얻는 것은 힘들지라도 최근 산업에 관한 보고서는 2007년말 기준 전세계 헤지펀드 운용자산은 2조 2,500억달러를 육박하며, 헤지펀드 수는 11,000여개에 달하여 2006년 대비 각각 30%, 12% 증가하였다.⁴⁴⁾ 그러나 최근 미국의 서브프라임 모기지 사태로 인해 많은 헤지펀드들이 어려움을 겪고 있고 이로 인해 많은 손해를 보게 되었다. 이는 서브프라임 모기지에 부실로 인해 이곳에서 파생한 금융파생상품들에 연쇄적인 부실로 막대한 손해가 발생하게 된 것이다. 이는 헤지펀드가 위험분산으로 파생상품 등을

42) *ibid.*

43) *ibid.*

44) 한국증권연구원, "2007년 전세계 헤지펀드 산업현황", 자본시장 Weekly (2008-30호).

이용하고 있었기 때문이다. 대표적인 헤지펀드 운용 및 투자은행인 리만 브라더스가 파산을 맞이하게 되었고 AIG가 구제금융을 신청하는 등 헤지펀드 운용사, 투자은행 및 프라임브로커 등 헤지펀드와 관련된 금융기관들이 어려움을 겪고 있다. 이는 비단 헤지펀드뿐만 아니라 전세계 금융시장의 불안에서 발생한 사태인 것이다. 하지만 헤지펀드의 특징 중 하나가 시장상황이 악화되는 가운데 위험을 분산하고 이로 인해 절대적인 수익을 얻는 것을 목표로 하고 있으므로 현재 전세계가 처한 경제적 위기 속에서도 헤지펀드산업의 구조조정이 예상되기는 하나 이 어려움을 잘 헤쳐 나갈 것으로 전망된다. 또한 경제적으로 침체와 위기 상황이 어찌면 헤지펀드에게는 다시한번 진화할 수 있는 기회가 될 수 있을지도 모른다.

III. 헤지펀드 개념

1. 서설

헤지펀드의 정의에 대해서는 지금까지 법률적으로 통용되거나 국제적으로 인정된 정확한 정의가 없는 것은 사실이지만, 법적인 구조·투자 전략 등에 비추어 다양한 정의가 존재하고 있는 실정이다. 원칙적으로 헤지펀드는 장단기 혼합적으로 공동투자에 의해 시장의 방향에 대하여 시스템적으로 위험을 줄이는데 목표를 가진 투자전략으로서 그 이름이 붙여졌다. 그러나 오늘날 세계적으로는 많은 헤지펀드는 실질적인 위험방지 수단을 두고 있지 않아 그 본래의 용어와는 다른 의미로 사용되고 있다고 한다.⁴⁵⁾ 따라서 현재는 대부분 헤지펀드의 특징들을 나열하는 방식으로 그 개념을 구체화하면서 헤지펀드의 개념을 설명하고 있다.

또한 헤지펀드의 개념은 지역에 따라 달리 정의되기도 하는데, 유럽에서는 '유가증권의 매입보유 이외에 다른 운용전략을 구사하는 역외투자(off-shore)기구로서 절대수익률 달성을 운용목표로 삼는 펀드'라고 정의하고, 미국에서는 '

45) Francois-Serge Lhabitant, *Hedge Fund-Quantitative Insights*, John Wiley & Sons, Ltd. (2004), pp 4.

감독기관인 SEC에 등록되지 않은 역내(on-shore) 합자회사(limited partnership)로서 성과보수가 존재하고 운용자가 다양한 운용전략을 재량껏 활용하는 펀드'라고 정의한다.⁴⁶⁾

이렇듯 헤지펀드에 대해서는 일반적으로 통용되어지는 명확한 정의나 개념이 존재하지 않으며 각기 지역 및 나라마다 그 개념을 달리하고 있을 뿐이다. 그럼 왜 헤지펀드에 대한 일반적인 정의가 존재하지 않는 것일까? 헤지펀드가 법적규제를 위한 법률 용어로 인식되어야 하는 것일까? 최근 국가마다 헤지펀드에 대한 문제점들을 인식하고 이를 적절히 규제하고자 하고 있으며 이와 관련된 법률을 제정 또는 정비하고 있다. 우리나라도 2009년 2월부터 기존의 증권거래법 등 6개 법률을 통합정비하여 자본통합법을 시행하고자 하며 향후 자본시장이 안정이 되면 헤지펀드를 도입하고자 한다. 그렇다면 분명 헤지펀드는 이미 다른 나라에서는 법률로 규율되고 있으며 앞으로 우리나라에서도 이를 법률로 규율해야만 하므로 반드시 헤지펀드는 법률용어로서 그 개념이 명확하게 정의되어야 할 것이다. 따라서 아래에서는 헤지펀드를 허용하고 있는 주요국들에서 기술하고 있는 헤지펀드에 개념 또는 정의들을 살펴보도록 하고, 헤지펀드가 법률용어로서 가장 적합한 개념적 정의가 무엇인지 알아보도록 하겠다.

2. 미국 SEC(US Securities and Exchange Commission)

미국 증권거래위원회(US Securities and Exchange Commission)에서는 헤지펀드에 관하여 유가증권과 자산의 집합물(pool)을 보유하면서, 유가증권을 공모하지 않고 투자회사법(The Investment Company Act of 1940)에 의한 투자회사로 등록되어 있지 않고, 펀드관리자의 수수료가 펀드의 자본이익(capital gain)과 자본수익율(capital appreciation)의 비율에 따라 결정되며, 흔히 펀드 매니저가 상당한 금액을 펀드에 투자하는 것이라고 설명하고 있다.⁴⁷⁾ 그 밖에 법률에서 헤지펀드에 대한 정의를 규정하고 있지 않다.

46) Ibid.

47) SEC, "Implication of the Growth of the Hedge Funds", Staff Report to U.S. SEC (Sep. 2003), pp vii-3.

3. 영국 FSA(Financial Service Authority)

영국에서도 헤지펀드에 대한 법률상의 개념 규정이 없으며 단지 영국 재무성(Financial Service Authority)의 경우 헤지펀드를 펀드의 투자전략으로서 공매도, 파생금융상품 및 레버리지를 헤지펀드의 투자전략의 인식지표로 들면서 절대적 수익의 추구, 펀드매니저의 광범위한 재량권 및 대량의 거래와 높은 투자최소한도금의 설정을 그 구조적 특성을 나타내는 지표로 설명하고 있을 뿐이다.⁴⁸⁾ 영국 또한 법률에서 따로 이를 규정하고 있지 않다.

4. 홍콩 SFC(Securities and Futures Commission)

홍콩 증권선물위원회(Securities and Futures Commission)의 2003년 4월에 마련된 통합신탁 및 뮤추얼펀드에 관한 법률(Code on Unit Trusts and Mutual Funds)에 따르면 2005년 9월 30일 효력이 발생하는 8장(Chapter 8) 8.7 paragraph는 Hedge Fund Guidelines에 대해 규정하고 있다. 여기에서 헤지펀드는 일반적으로 전통적인 펀드와는 다른 성격을 가지고 다른 투자전략을 이용하는 비전통적인 펀드로 여겨지며 자산분류의 선택, 장/단기 포지션(long/short position), 레버리지(leverage), 헤징(hedging), 그리고 재정거래기술(arbitrage skills) 같은 대체투자전략(alternative investment strategies)을 사용하는 것을 헤지펀드라고 하고 있다.⁴⁹⁾ 그러나 이는 헤지펀드가 사용하고 있는 투자전략을 기술하고 있는 수준에 지나지 않는다.

5. 국제증권위원회(IOSCO)

국제증권위원회(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)는 1999년 IOSCO 기술위원회의 헤지펀드와 그 밖의 높은 레버리지 기

48) FSA, "Hedge Fund: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", Discussion Paper (June 2005), pp 10-11.

49) Securities and Futures Commission, "Code on Unit Trusts and Mutual Funds- First Edition pursuant to the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), (April 2003), pp 39.

관들 이란 보고서⁵⁰⁾에서 헤지펀드의 개념에 대한 기술을 한 바 있으나, 2003년 "헤지펀드에 소비자 투자자의 참여로 야기된 규제 및 투자자 보호에 관한 문제 (Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in Hedge Funds)"란 보고서에서 1999년의 헤지펀드에 대한 기술은 부적절하다고 하였다.⁵¹⁾ 또한 이 보고서에서 헤지펀드가 무엇이며 이는 명확한 규정을 할 수 있는 법률 용어(legal terms)로 충분히 인식될 수 있는가에 대해 헤지펀드의 존재에 의해 발생한 규제문제 중의 하나로 인식하였다.⁵²⁾

이 보고서에서 IOSCO는 헤지펀드라고 하기 위해서는 그 특징과 사용하는 전략을 살펴봐야 하는데 적어도 다음과 같은 특성을 가지고 있어야 한다고 한다.

- CIS(collective Investment Scheme) 규정에 전형적으로 포함되어 있는 차입 및 레버리지 제한은 적용이 되지 않으며 전부는 아니지만 많은 헤지펀드는 높은 수준의 레버리지를 사용하고;
- 연간 관리비용과 함께 막대한 성과보수(종종 이익의 일정한 비율로)가 운용관리자에게 지급되며;
- 투자자들은 대개 예를 들면 분기, 반기 또는 연간 정기적으로 그들의 지분을 상환할 수 있으며;
- 종종 운용자 자신이 자신의 펀드에 투자를 하며;
- 파생상품이 투기의 목적으로 사용되기도 하며 거기에는 주식의 공매도도 가능하며;
- 더욱 다양한 위험들 또는 복잡하게 이루어진 상품들이 관련되어 있다.

또한 이 보고서는 헤지펀드의 특유한 특성들에 한정되지 않으며 향후 이런 특성들은 시장의 움직임에 따라 조화롭게 변화될 필요성이 있다고 한다.⁵³⁾

50) IOSCO, "Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions", Report of Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (November 1999).

51) IOSCO, "Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in Hedge Funds" Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (February 2003), pp. 4.

52) *ibid.*

53) *ibid.*

IOSCO는 2007년 10월 헤지펀드 포트폴리오의 평가를 위한 원칙들(Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolio)에 대한 보고서에서도 각국에 대해 헤지펀드에 대한 설문조사결과 헤지펀드에 대한 종합적인 법적 정의를 가지고 있는 국가는 없다고 하면서 2003년도 보고서에서 언급한 헤지펀드의 개념에 대해 이를 다시 언급하고 있다.⁵⁴⁾ IOSCO는 헤지펀드가 가지고 있는 특유한 특성을 잘 파악하고 있으나 미흡한 부분이 있으며 향후 변동성을 대비해 이를 개방적인 개념으로 설명하고 있는 것이 특징이다.

6. 캐나다(Bank of Canada)

2007년 독일에서 개최된 G-8 정상회담에서 재무장관들의 2000년 높은 레버리지 투자기구에 대한 금융안정포럼(the Financial Stability Forum's 2000 report on HLIs)에 대한 업데이트 요청에 따른 헤지펀드의 규제에 대한 적극적인 논의로 인해 캐나다도 헤지펀드와 금융안정성에 대한 논의⁵⁵⁾를 하였다.

캐나다는 위의 논의된 보고서에서 헤지펀드는 모든 시장환경에서 절대적인 수익을 얻기 위해 뮤추얼펀드에서는 불가능한 공격적인 거래전략을 사용하는 전형적인 사적투자회사(private investment company)라고 하고 있다.⁵⁶⁾ 또한 헤지펀드가 사용하는 전략은 공매도, 레버리지, 프로그램 매매, 재정거래 그리고 파생상품의 이용이라고 한다. 헤지펀드는 제한된 수의 부유한 개인투자자(wealth individual)와 기관투자자의 자금을 관리하는 합자회사(limited liability partnership)의 형태로 조직되어 있다고 한다. 수수료는 전형적으로 자산에 기초한 2%의 관리 수수료와 운영수익에 대한 20%의 운영수수료로 되어 있으며 운영수수료에는 high watermark 규정으로 인해 일정한 수익을 내지 못한 경우 수수료를 받지 못하도록 되어 있다. 또한 헤지펀드는 높은 최소 투자요건, 상환

54) IOSCO, "Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolio (Final Report)", A Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commission, (November 2007).

55) Bank of Canada, "Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate", Discussion Paper (September 2007).

56) *ibid.*

제한, 뮤추얼펀드에서는 불가능한 펀드관리자에 대한 투자에 대한 자유 등이 특징이며, 낮은 투명성 그리고 투자자와 프라임 브로커(prime broker)에 대한 제한된 공시 등의 특징을 가지고 있다고 한다.⁵⁷⁾

캐나다는 헤지펀드가 가지고 있는 특성에 대해 자세히 설명하고 있으나 이에 대해 법률상 정의가 아니고 캐나다의 중앙은행의 보고서에서 언급하고 있는 점이 아쉽다.

7. 독일(Germany)

독일에서는 2003년 2월까지의 기관 또는 개인투자자들에게 헤지펀드에 직접적으로 접근이 불가능하였다. 독일 투자운영회사(kapitalanlagegesellschaften)에게 헤지펀드를 설립하는 것이 허용되지 않았다. 이는 투자회사법(Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften)에 특정되어 있는 펀드 카테고리중 하나에 해당되는 펀드만이 투자회사법에 의해 규율되는 펀드로서 설립이 허용되고 헤지펀드는 허용되는 펀드 카테고리의 열거적 리스트에 해당되지 않기 때문이다. 또한 주식투자펀드는 헤지펀드 주요 전략인 레버리지와 공매도를 금지하고 있었다.⁵⁸⁾ 또한 외국헤지펀드 역시 외국투자법(Auslandinvestment-Gesetz)에 의해 등록을 위한 선제조건으로서 펀드는 순자산의 10%를 넘는 대출과 주식 공매도를 명시적으로 금지하는 규정을 담고 있어야 했기 때문에 불가능하였다.⁵⁹⁾

그러나 독일 연방장관이 2003년 2월에 독일시장도 독일 및 외국헤지펀드에 대하여 개방해야 하며 독일조세거주자가 헤지펀드에 하는 투자의 조세처리도 전통적인 펀드에 투자하는 것과 동일하게 다루어야 한다고 발표를 하였고 이로 인해 투자현대화법(Investment Modernisation Act)에 헤지펀드의 설립에 대해 규정을 하게 되었다. 이 법은 2003년 2월 13일의 EC 권고수정안(EC Directives)을 받아들였고 기존의 투자회사법과 외국투자법을 수정하여 조화롭게 만들었

57) *ibid.*

58) Edgar Wallach, "Hedge Funds Regulation in Germany", *Hedge Funds Risk and Regulation*, Theodor Baums and Andreas Cahn (De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, Berlin 2004), pp. 119.

59) *ibid.*

다. 이 법은 독일에서 헤지펀드를 자세히 다룬 최초의 규정이라 할 것이며 2004년 1월 1일 발효되었다.⁶⁰⁾

독일의 헤지펀드에 관한 규정은 단일 헤지펀드(single hedge funds)와 펀드 오브 헤지펀드(Funds of Hedge funds)로 나누어 규정하고 있다.⁶¹⁾⁶²⁾ 독일의 입법자들은 "추가 위험을 가진 모든 투자펀드"는 "헤지펀드"로 규정하도록 제안하는 것 같아 보이는 법 조항의 제목을 가지고 있을지라도 의도적으로 "헤지펀드"라는 용어를 정의하는 것을 삼가고 있다.⁶³⁾ 입법자들은 일반적인 방법으로 헤지펀드의 전략을 규정하고 있지 않았고, 헤지펀드로서 자격을 가지기 위해 추구해야만 것들 중의 하나로 다양한 헤지펀드 전략의 목록을 명시하고 있다. 투자법에 의해 규율되는 헤지펀드가 되기 위해서는 최소한의 특징을 가지고 있어야 하는데 첫째, 위험분산원칙에 따라 펀드자산의 투자, 둘째, 차용 또는 파생상품을 통한 레버리지를 하거나 공매도를 하여 투자의 수준을 증가시킬 것으로 규정하고 있다.⁶⁴⁾ 또한 펀드 오브 헤지펀드는 단일 헤지펀드에 투자하는 펀드라고 규정하고 있으며, 독일에서는 펀드 오브 헤지펀드는 공모에 의해 일반인이 접근 가능한 소비상품으로서 고안되었다.⁶⁵⁾ 독일은 투자법이라는 법률로 헤지펀드의 정의를 시도했다는 점에서 의미가 있다. 또한 헤지펀드를 단일 헤지펀드와 펀드 오브 헤지펀드로 나누어 정의하고 있는 점도 투자자들에 따라 보호의 필요성이 낮은 투자자와 보호의 필요성이 높은 일반소비투자자들이 투자하는 펀드의 규제의 정도를 달리하기 위해서는 이를 나누어 정의하는 것도 좋은 방법이라 할 것이다.

8. 일본(Bank of Japan)

일본은행(Bank of Japan)에서는 헤지펀드에 대한 최근발전에 관한 연구⁶⁶⁾에

60) *ibid.*

61) *ibid.*

62) single hedge funds는 Section 112 Investment Act에서 Funds of Hedge Funds는 Section 114 Investment Act에서 규정하고 있다.

63) Edgar Wallach, *op. cit.* (supra note 58), pp. 121.

64) *ibid.*

65) *ibid.*

서 헤지펀드의 개념을 설명하고 있다. 일본 역시 다른 나라와 마찬가지로 명확한 개념정의 보다는 헤지펀드의 기본적 특성에 대해 설명함으로써 헤지펀드의 개념을 기술하고 있다.

이 연구에서 헤지펀드는 글로벌 금융시장에서 점차 중요해지고 있다. 헤지펀드와 투자신탁 모두는 집합투자기구의 형식을 띠고 있지만 헤지펀드는 투자전략에 관하여 투자관리자에게 보다 많은 자유를 부여하는 특징을 가지고 있다. 이는 헤지펀드의 투자자들이 다양한 규정의 제한으로부터 면제받는 기관투자자나 부유한 개인 투자자(high net worth individual)에 국한되어 있기 때문이며 통상적으로 투자자들의 투자금 상황에 제한을 두고 있기 때문이라고 한다.⁶⁷⁾ 투자신탁⁶⁸⁾과 비교했을 때 헤지펀드는 다음과 같은 기본적 특성을 가지고 있다고 한다. 첫째, 투자운용자에게 투자전략에 있어서 상당한 자유를 부여한다. 헤지펀드는 일반적으로 기관투자자와 부유한 개인투자자에 국한되고 소외 이들은 투자자보호를 엄격히 요구하지 않는다. 헤지펀드는 투자전략에 있어 파생상품들을 이용하거나 주식 공매도 같이 투자신탁과 비교하여 투자전략에 있어 상당히 자유롭게 자금을 모으고 공모(public offering)보다는 사모(private offering)방식을 선호한다. 게다가 헤지펀드는 금융당국에 의한 규제나 감독을 거의 받지 않으며 높은 수준의 공시요건에도 거의 해당하지 않는다. 둘째, 절대적 수익을 추구하는 투자전략이다. 일반적으로 투자신탁은 주식 또는 채권시장에 투자하고 이 시장에 비해 높은 수익을 목표로 하고 그래서 운용평가 역시 관련조건이다. 반면 헤지펀드는 시장과는 관련이 적은 일정한 수준에 이르는 절대적 수익을 추구한다. 셋째, 헤지펀드 운용과 관련하여 투자운용자에 대한 보수에서의 특징이다. 헤지펀드는 투자운용자에 의해 운용된다. 투자운용자는 통상적으로 1-2%의 운용수익에 10-20%의 인센티브를 받는다. 게다가 투자운용자는 종종 그들이 운용하는 펀드에 자신들의 돈을 투자하기도 한다.⁶⁹⁾

66) Bank of Japan, "Recent Development in Hedge Funds", Nippon Ginko Chousa Kiho (Bank of Japan Research Bulletin), (July 2005) - English translated version on June 13, 2006.

67) *ibid.*

68) 이 논문에서 투자신탁(investment trusts)이라는 의미는 보통 일본에서 뮤추얼펀드와 같은 투자기구를 의미한다.

69) Bank of Japan, *op. cit.*(*supra* note 66), pp. 5.

9. 소결

위에서 살펴본 바와 같이 헤지펀드를 허용하고 있는 거의 모든 국가에서 헤지펀드에 대한 개념 또는 정의를 명확하게 규정하거나 명시하고 있지 않고, 개념이나 정의를 내리고 있는 국가라 하더라도 명확한 개념이나 정의가 아닌 단지 헤지펀드의 특징만을 설명하는 수준에서 그치고 있다. 또한 이로 인해 일반적으로 통용되거나 사용되는 법적개념도 존재하지 않고 있다. 그러나 헤지펀드의 규모는 점차 증가하고 있고 이로 인해 헤지펀드가 금융시장에 미치는 영향은 점점 커져만 가고 있다. 헤지펀드가 금융시장에 미치는 영향이 커지면 커질수록 헤지펀드의 문제점으로 지적되고 있는 시스템리스크(system risk)와 투자자보호에 대한 규제의 필요성이 높아지고 있다. 이로 인해 처음에는 헤지펀드에 대한 규제를 하지 않고 있던 국가들도 헤지펀드에 대해 규제의 범위와 강도를 높여가고 있으며 이와 관련된 법률을 정비하고 있다. 따라서 이제는 헤지펀드가 경제용어에서 벗어나 법률상 용어로 인식되어야 하고 이에 대한 명확한 개념이 필요할 때이다. 위에서 살펴보았지만 대부분의 국가들이 헤지펀드에 관한 규정을 두고 있음에도 불구하고 정작 법률 속에서는 명확한 정의를 내리는 것을 꺼리고 있다. 독일에서만 법률속에서 헤지펀드에 대한 개념을 설명하고 있으나, 이것도 헤지펀드를 명확하게 정의내리기에는 불충분한 상태라 할 것이다. 이는 이제까지 규제당국이나 입법자들이 헤지펀드에 대한 규제의 필요성을 느끼지 못하였고 따라서 이에 대한 명확한 정의를 내릴 필요가 없다고 생각했던 이유라 여겨진다. 특히 헤지펀드의 선도적 지위에 있는 미국과 영국에서 이런 움직임이 없는 가운데 다른 후발적 지위에 있는 유럽 각국과 아시아 각국들도 이에 대해 명확한 정의를 내리는 것을 주저하고 있는 것으로 보여진다. 또한 1949년 알프레드 윈슬로우 존스에 의해 처음 운영되었던 헤지펀드와 현재 운영되고 있는 헤지펀드가 50여년에 걸쳐 진화하고 발전했으며 운영전략도 복잡해졌다는 점도 이유가 될 수 있을 것이다.⁷⁰⁾

70) 처음 존스는 단순히 long position에 대한 위험의 분산을 위한 헤지(hedge)의 일환으로 short position을 취하였고, 이익을 극대화를 위해 레버리지(leverage)와 공매도(short selling)을 이용한 전략을 구사하였다. 이로 인해 시장평균수익율에 비해 막대한 수익을 창출하자 위험을 분산함으로써 이익을 극대화 하였다는 의미로 헤지펀드(hedged fund)라 불렸고 이것이 지금에 헤지

우리나라도 향후 헤지펀드를 수용함에 있어 이에 대한 명확한 개념정의가 필요할 것이며 사모투자전문회사(PEF: Private Equity Fund)에 대해 간접투자자산 운용업법⁷¹⁾에서 법률상 명확한 정의규정을 둔 것과 같이 헤지펀드의 정의를 법률에 둘 필요가 있다. 또한 헤지펀드에 대한 명확한 개념에 대한 정의를 내리기 위해서는 헤지펀드의 특성에 대한 정확한 이해가 전제되어야 할 것이다. 따라서 아래에서는 헤지펀드에 대한 특성에 대해 살펴보도록 하고 헤지펀드에 대한 개념정의는 결론에서 기술하도록 하겠다.

IV. 헤지펀드의 특성

1. 헤지펀드와 다른 집합투자기구와의 비교

헤지펀드에 대해 정확한 개념이 없기 때문에 헤지펀드를 보다 잘 이해하기 위해서는 이와 유사한 다른 펀드 등의 투자기구와의 비교가 필요하다. 이는 헤지펀드가 뮤추얼펀드 (Mutual Fund), 사모투자펀드(Private Equity Fund: PEF)⁷²⁾, 벤처캐피탈(Venture Capital) 등의 투자기구와는 유사한 성격을 가지고 있으나 그 차이점도 있기 때문이다.

(1) 뮤추얼펀드(Mutual Funds)

뮤추얼펀드는 일반적으로 소액 일반투자자를 대상으로 공모로 설립되어 미

펀드(hedge fund)가 된 것이다. 그러나 당시 존스가 구사했던 헤지전략과 레버리지, 공매도는 현재는 대부분 다른 투자기구(investment vehicles)에서도 구사하는 투자전략이며 비단 헤지펀드만의 고유한 투자전략이 더 이상 아니다.

71) 간투법 제2조 제4호의 2 "투자전문회사라 함은 회사의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등의 방법으로 투자한 기업의 가치를 높여 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 『상법』에 의한 합자회사를 말한다."

72) 우리나라에서는 미국과 유럽의 PEF를 모델로 도입한 제도였으나 본래의 목적과는 한정적인 역할만을 수행하고 있으며 우리나라에서는 이를 사모투자전문회사라 부른다. 사모투자전문회사는 간접투자자산 운용업법에서 규율하고 있다(이에 대한 자세한 내용은 김희철, "사모투자전문회사의 활성화를 위한 법적기반 연구", 한국학술정보(2007)를 참고). 하지만 2009년 2월부터는 간접투자법 등 6개법률을 통합하여 새로 제정한 "자본시장과 금융투자업에 관한 법률"에서 규율하게 된다.

국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)에 등록되어야 하므로 감독 당국에 감사보고서 등 자료 제출을 하거나 주주총회시 주주에 대한 자료를 공개하는 등 정보공개 의무 및 공시의무를 진다. 반면, 헤지펀드는 위험을 부담할 수 있고, 스스로를 보호할 수 있는 기관투자자 또는 고액순자산 보유개인(High Net Worth Individual: HNWI)들을 상대로 사모방식으로 설립된다. 미국의 경우 규제 체계상의 등록면제조항을 이용하여 감독 당국에 대한 등록 의무가 면제될 수 있다. 따라서 정보공개 및 공시의무를 면제받게 된다. 헤지펀드 발행자는 보통 투자자에게 헤지펀드 투자전략과 운용개요를 사적판매 정관(memorandum) 형식으로 제공하며, 헤지펀드 투자자들은 일반적으로 헤지펀드 실적정보, 리스크 분석과 포트폴리오 내용을 헤지펀드 발행자로부터 제공 받는다.⁷³⁾

뮤추얼펀드의 경우 중장기 수익을 중시하며, 주로 주식·채권 등에 투자하되 감독 당국으로부터 차입 및 공매도에 대한 규제를 받고, 자기자금의 출자가 제한된다. 또한 뮤추얼펀드는 S&P500 등과 같은 기준수익률을 비교하여 평가한 후 상대수익률을 측정한다. 반면, 헤지펀드는 주식·채권·파생상품 등 투자대상의 제한이 없고 투자 기간에 대하여도 제한을 받지 않는다. 일반적으로 공매도와 차입 등을 자유롭게 이용하여 절대수익률을 추구하고, 자기 자금을 자신이 관리하는 펀드에 투자하여 운용할 수 있다.⁷⁴⁾

뮤추얼펀드는 통상 유동성이 많은 주식이나 채권에 투자하므로 매일시장이 격에 따라 그 가치를 산정하여야 하며, 투자자들은 언제든지 자신의 지분에 대한 환매를 요구할 수 있다. 그러나 헤지펀드는 가치산정에 대한 규제는 없고 환매나 지분 양도 등이 제한되므로, 투자자들은 원하는 때에 자본을 회수하지 못할 가능성이 있다. 또한 보상체계에 있어서 통상적으로 뮤추얼펀드는 순자산 가치에 의거하여 펀드운용자가 일정 비율의 관리보수를 받는 반면 헤지펀드는 관리보수에 더하여 총수익률에 의거하여 성과보수를 받는 것이 보통이며 일반적으로 헤지펀드 수익률은 이러한 보수를 차감하여 산출한다.⁷⁵⁾

73) 노희진·김규림, "헤지펀드의 국내 허용 방안", 한국증권연구원(2008. 3.), 9면.

74) 노희진·김규림, 상계논문, 9면.

75) 노희진, 김규림, 상계논문, 9-10면.

(2) 사모투자펀드(PEF: Private Equity Funds)

사모투자펀드(PEF) 역시 법률상의 개념은 아니다. 미국과 유럽에서는 이에 대해 법률상 정의를 내리고 있지는 않고 있으나 우리나라에서는 간접투자자금융 운영법에서 개념의 정의하고 있다.⁷⁶⁾ 또한 새로 시행될 자본시장통합법에서도 이를 규정하고 있다. 사모투자펀드는 헤지펀드와 같이 투자자들이 집합적으로 자금을 출자하여 증권에 투자하는 비등록투자기구(unregistered investment vehicle)이다. 사모투자펀드는 비상장(그리고 전형적으로 비유동화)증권에 집중적으로 투자한다. 사모투자펀드와 헤지펀드는 일반적으로 합자회사(limited partnership)⁷⁷⁾의 형태로 조직된다.⁷⁸⁾ 이런 형태는 증권의 청약과 판매의 등록이 면제되기 때문에 사모투자펀드나 헤지펀드의 펀드관리자나 발기인이 증권의 공모, 일반광고, 일반권유 보다는 등록된 브로커 딜러나 직접 투자자들에게 권유를 할 수 있다는 것이다. 사모투자펀드와 헤지펀드의 투자자들은 대개 순자산보유개인(HNW)과 그 가족, 연기금, 기부금, 은행 및 증권회사인 기관투자자들이다.⁷⁹⁾ 사모투자펀드도 헤지펀드와 마찬가지로 등록이 면제되어 정보공개 및 공시의 의무가 없다.

그러나 사모펀드는 헤지펀드와 몇 가지 중요한 점에서 차이가 있다. 사모펀드 투자자들은 일정 금액을 투자하기로 약정하고 경영에 참여하는 업무집행파트너인 무한책임사원(General Partner: GP)의 투자요청(capital call)이 있을 때

76) 우리나라에서는 PEF를 사모투자전문회사라고 부르고 있으며 간투법 제2조 제4호의2에서 정의하고 있다.

77) 미국 회사법은 limited partnership를 유한책임조합으로 보고 있다. 그 이유는 limited partnership에 대하여 법인격이 인정되지 않고 있기 때문이다. 반면 우리나라의 합자회사는 미국의 limited partnership과 달리 법인격을 인정하여 회사로 취급하고 있다. 임재연, 미국회사법(수정 2판), 박영사(2006), 31-37면; 이기수 외, 회사법(제6판), 박영사(2008), 677-682면 참조.

78) 미국에서는 사모투자펀드(PEF)에 대해서는 Corporation, Limited Partnership, Limited Liability Corporation, General Partnership, Joint Venture 그리고 Business Trust의 형태로 설립이 될 수 있다. 또한 영국에서는 PEF에 대한 법적 형태에 대한 제한이 없어 어떠한 형태로든 설립이 가능하다. 그러나 우리나라 간투법에서는 사모투자전문회사의 형태를 합자회사로 제한하고 있다. 또한 미국의 limited partnership을 간투법에서는 합자회사로 중소기업창업지원법에서는 조합으로 이해하는 등 법적형태에 대한 추가적인 연구가 필요할 것이다. 자세한 내용은 김희철, "사모투자전문회사의 활성화를 위한 법적기반 연구", 한국학술정보 2007) 참조.

79) SEC, op. cit (supra note 47), pp. 7.

출자하는 것이 일반적이다. 일반적으로 사모투자펀드는 투자하지 않은 자금을 보유하지 않기 때문에, 사모펀드를 투자할 포트폴리오 회사가 정해졌거나 정해질 예정일 때 무한책임사원이 투자요청을 하기 때문이다.⁸⁰⁾ 사모투자펀드는 장기투자이며 계약에서 정한기한이 끝나면 청산하도록 하고 투자자들에게 중도상상환의 기회는 거의 부여하지 않는다.⁸¹⁾ 그렇지만 사모투자펀드는 포트폴리오 투자를 환매했을 경우에는 투자자들에게 현금으로 분배를 할 수 있으며, 주식배분과 관련하여 증권법의 등록요건을 충족했을 경우에는 투자회사의 증권을 투자자들에게 분배할 수도 있다.⁸²⁾

(3) 벤처캐피탈(Venture Capital)

벤처캐피탈 역시 헤지펀드와 구조가 비슷한 비등록투자기구이며 투자자들도 헤지펀드의 투자자들과 유사하다. 그러나 벤처캐피탈은 일반적으로 회사의 설립 또는 초기 단계에 투자를 한다.⁸³⁾

벤처캐피탈은 펀드운영기간동안 의무적으로 자본을 납입하고 장기적 투자를 한다는 것처럼 헤지펀드와 구별되는 사모투자펀드와 같은 외형을 가지고 있다. 게다가 헤지펀드와는 달리 펀드의 업무집행파트너가 투자대상 회사의 이사회 구성원이 되거나 일상의 경영에 관여하는 등 적극적인 역할을 수행한다. 벤처캐피탈은 시장상황과 조건을 근거로 정해지지 않은 기간동안 투자한 포트폴리오 증권을 보유하고 있는 헤지펀드와는 달리 회사의 가치가 투자가치를 상회하면 청산을 하는 것이 일반적이다.⁸⁴⁾ 대개 투자자와 창업자간의 계약에 기초하여 관리보수(투자금의 2-3% 수준)와 성과보수(투자수익의 20%, hurdle rate가 있는 경우가 많음)를 받게 되고, 주식의 매각을 통하여 수익을 실현한다.⁸⁵⁾

80) 반면 헤지펀드의 투자자들이 대개 언제, 얼마를 펀드에 투자할 지를 결정한다.

81) 이런 중도상환기회를 거의 부여하지 않아 폐쇄형펀드의 성격이 강하다.

82) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 7-8.

83) ibid.

84) ibid.

84) 노희진·김규립, 앞의 논문, 11면.

(4) 상품투자펀드(Commodity Pool)

상품투자펀드는 상품선물(commodity futures)의 거래를 목적으로 운영되는 투자신탁(investment trusts), 기업조합(syndicates) 또는 유사한 기업이다. 상품선물에 투자집중은 헤지펀드와 위에 다른 투자기구와 구별되는 것이다.⁸⁶⁾ 상품투자펀드를 운영하는 관리자(Commodity Pool Operator: CPO)는 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)의 감독을 받는다. 최근 CFTC는 헤지펀드와 상품투자펀드의 구별을 명확하게 하는 규정을 채택하였다.⁸⁷⁾

<표 1: 헤지펀드 · 뮤추얼펀드 · 사모주식펀드 · 벤처캐피탈의 차이>

	헤지펀드	뮤추얼펀드	사모주식펀드	벤처캐피탈
모집방식	사모	공모	사모	사모
투자자구성	소수의 거액 개인투자자와 기관투자자	일반개인투자자와 기관투자자	소수의 거액 개인투자자와 기관투자자	소수의 거액 개인투자자와 기관투자자
투자기간	단기	중/장기	중/장기	중/장기
등 록	비등록	등록	비등록	비등록
공 시	비공시	공시	비공시	비공시
차 입	가능 (원금의 2-5배)	불가능	가능 (원금의 2-5배)	가능
공 매 도	규제 없음	이익의 최대 30% 이내	규제 없음	규제 없음
성과 측정	절대수익률	상대수익률	절대수익률	절대수익률
보수(수수료)	운용+성과	운용(관리)	운용+성과	운용+성과
중도상환/환매	일정기간후	가능	불가능	가능

86) 헤지펀드의 투자대상에는 제한이 없기 때문에 상품에도 투자를 하기도 하나 상품선물에만 투자를 집중하며 이를 운영하는 CPO가 CFTC에 의해 감독을 받는다는 점에서 헤지펀드와 차이점이 있다고 할 것이다.

87) SEC, op. cit (supra note 47), pp. 8-9.

2. 헤지펀드의 특성

위에서 언급한 바와 같이 헤지펀드의 명확한 개념정의를 위해서는 헤지펀드의 특성을 이해하는 것이 중요하다. 헤지펀드가 가지고 있는 특성은 여러가지가 있으며 이 중 어떤 것은 다른 투자기구도 가지고 있는 특성이기도 하다. 그러나 헤지펀드는 이런 특성들의 복합적으로 이루어진 하나의 집합투자기구인 것이다. 아래에서는 헤지펀드가 가지고 있는 고유한 특성에 대해 살펴해보도록 한다.

(1) 레버리지(Leverage: 차입)

레버리지는 많은 헤지펀드 투자전략 중 중요한 부분이다. 레버리지는 많은 방법으로 정의될 수 있다. 그러나 일반적인 방법으로는 레버리지는 잠재적으로 투자금의 증가없이 투자의 가치 또는 수익을 증가시키는 방법이라 할 수 있다.⁸⁸⁾ 신용매수, 자급의 차용, 현재 선물, 옵션 그리고 다른 파생상품계약을 통한 증권의 매수가 여태까지 레버리지의 주요 방법이였다.⁸⁹⁾ 신용매수는 주요 신용거래로서 일반적인 주식거래에서 양당사자인 매도자와 매수자뿐만 아니라 주식대여자라는 제3자가 관여한다. 이러한 거래는 자산의 차입을 수반하게 되는데, 주로 신용거래계좌(margin account)를 이용하는 거래는 증권회사가 헤지펀드에게 제공하는 신용을 근거로 주식을 매입하거나 매각하는 것으로 증권회사는 펀드계좌에 있는 증권을 대출에 대한 담보로 사용하여 현금을 대출하게 되는 것이다.⁹⁰⁾ 신용매수를 하는 헤지펀드는 현금을 보유하고 있지 않지만, 미래에 가격이 상승할 것으로 예상되는 주식을 매입하고자 함에 따라 브로커에게 담보를 제공하고 현금을 차입하여 주식을 매수한다. 이후 충분한 현금이 생기면 이자와 함께 대출을 상환하고 담보를 돌려받는다. 신용거래를 하게 되면 현금을 통해 주식을 매수하는 경우보다 더 많은 주식을 매수할 수 있게 됨으로써

88) *ibid.*

89) *ibid.*

90) 노희진·김규림, 앞의 논문, 20면.

차입효과가 있을 수 있고, 신용거래는 단기자금을 조달하는데 있어 적은 이율이 적용된다.⁹¹⁾

레버리지의 사용은 투자수익을 향상시키는 반면 막대한 투자손실을 일으키기 때문에 투자결과에 대한 상당한 영향을 미친다. 레버리지는 자산의 전체가치를 빠르게 실현할 수 없는 비유동성 자산을 보유함으로써 위험이 증가할 수 있다.⁹²⁾ 헤지펀드는 차입을 통하여 투자금액을 증가시키지 않고 투자 가치를 증대시킬 수 있다. 전통적으로는 직접 차입이 차입의 주요 수단이었지만, 최근 파생상품이 차입수단으로 사용된다. 시장유동성이 부족하여 보유증권을 신속히 처분할 수 없을 경우에는 차입은 위험을 증대시킨다.⁹³⁾ 또한 IFSL(2007)에 따르면 전세계 운용자산의 약 2/3가 차입을 사용하며, 1997-2006년 운용자산에 대해서 약 125%-165%의 차입이 사용되고 있는 것으로 나타났다. 헤지펀드의 차입 사용 한도는 신용 공여기관이나 증권회사가 부과한 증거금이나 담보 필요 조건에 의해 정해지기도 한다. 미국의 경우 공매도와 관련하여 증권회사에 신용을 제공하는 증권회사는 FRB(Federal Reserve Bank)의 Regulation T 규정⁹⁴⁾을 지켜야 되며, 필요시 추가 유지증거금을 부과한다.⁹⁵⁾ 등록투자회사도 차입과 공매도를 이용할 수 있지만, 헤지펀드에 비하여 규제가 강하다. 투자회사법(Investment Company Act of 1940: ICA)에서는 일반적으로 개방형 투자회사(open-end investment company)는 은행에서만 차입가능하고, 300%가 최대 차입한도이다.⁹⁶⁾ 폐쇄형 투자회사(closed-end investment company)는 덜 엄격한 한도를 갖고 있다.⁹⁷⁾ 등록된 펀드가 예상되는 채무 또는 거래로 인해 발생된 노출과 동등한 유동자산을 담보로 하고 거래를 한다면 등록된 회사가 레버리지와 연관된 특정한 거래를 할 수도 있다. 등록투자회사의 이사회가 회사의 차입 사용과 관련한 책임이 있는데, 허용된 차입 거래의 특성과 위험에

91) 노희진·김규림, 상계논문, 20면.

92) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 37.

93) ibid.

94) 12 CFR §220.12. 이 규정에서는 증권거래소에 등록되어 있는 것과 같은 "비면제 증권(non-exempted security)의 공매도를 위해서는 증권의 현시장가격의 150%를 한도로 하고 있다.

95) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 38.

96) ICA Section (18)(f)(1)과 (18)(g): 투자회사법은 등록투자회사에게 300%의 한도 없이 은행이 아닌 개인으로부터 임시차용은 허용하고 있다.

97) ICA Section (18)(a)-(e)

관한 정보가 펀드의 투자의향서에서 투자자들에게 공지되어야 한다.⁹⁸⁾

(2) 공매도(Short Selling)

자기증권이 없음에도 불구하고 매도하는 경우를 공매도(short stock selling)라 한다.⁹⁹⁾ 공매도 역시 자산의 차입을 수반하고 있으며 신용매수의 경우 공매도는 차입과는 달리 주식을 차입하게 된다. 매수자에게 증권을 이전하기 위해서는 공매도를 하는 헤지펀드는 통상 증권을 중개기관(broker dealer)이나 기관투자자로부터 빌려온다. 공매도는 개념상 신용매수의 반대개념으로 공매도를 하는 헤지펀드는 주식을 보유하고 있지 않은 상태에서 매도포지션을 취한다. 공매도를 하는 결제일에 헤지펀드는 수수료를 주고 주식을 차입하여 결제를 이행한다. 주식대여자는 채무를 확보하기 위해서 담보를 요구하게 되며 이때 일반적으로 주식 공매도로 발생한 현금을 담보로 제공한다. 주식대여자는 빌려준 주식의 시장가치에 해당하는 현금을 담보로 잡고 주식소유권을 유지한다. 기술적으로 공매도는 투자자금 없이 담보만을 필요로 한다.¹⁰⁰⁾ 차후에 헤지펀드는 주식을 공개시장에서 증권을 다시 매입하거나 이미 보유하고 있던 동등한 주식을 이용하여 주식대여자에게 반환하게 된다.¹⁰¹⁾ 이때 만일 제공한 담보가 있으면 헤지펀드는 대여수수료를 지급하며 담보를 돌려받는다.

공매도는 소유하지 않는 증권을 매각하는 것으로 시장의 유동성 제고와 가격의 효율성 증대를 가능하게 하지만 주가 조작¹⁰²⁾에 사용될 가능성이 있으며, 규제받지 않은 공매도는 증권가격의 하락을 가속화시킬 수 있다.¹⁰³⁾ 또한 헤지펀드는 증권을 공매도하거나 풋옵션을 매수하는 경우 증권의 가격 하락을 대비하여 포지션을 설정하고 해당 증권 가격을 떨어뜨리기 위해서 증권 발행자에

98) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 38-39.

99) ibid.

100) 노회진·김규림, 앞의 논문, 20-21면.

101) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 39.

102) 주가가격의 조작의 일례로 "bear raid"를 들 수 있다. 매도측의 부조화가 발생함으로써 주식의 가격을 하락시키기 위한 노력으로 공매도를 실시 하는 것을 말하며, 1929년 주식시장에 bear raid로 인해 붕괴된 주식시장을 회복하는데 상당한 시간을 들여야 했다.

103) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 39.

관하여 부정적 보고서를 낼 가능성도 있다.¹⁰⁴⁾ 또한 헤지펀드는 공매도 기법과 관련하여 공매도와 신용불이행 스와프(credit default swap)를 수반한 풋옵션거래를 통하여 지나친 매도포지션을 취한 뒤 해당기업의 주가에 영향을 미칠 만한 정보를 유포하여 주가를 과도하게 하락시킨다는 비판을 받기도 한다.¹⁰⁵⁾ 기대수익률이 높은 증권을 사고 기대수익률이 낮은 증권을 파는 Long/Short 전략을 이용할 경우, Short을 하기 위하여 공매도를 하며 피합병회사의 증권을 매수하고 동시에 합병회사의 증권을 매도하거나 전환증권(convertible securities)을 매수하고 동시에 본증권(underlying securities)을 매도하여 가격 차이로부터의 이익을 추구하는 재정거래에서도 공매도를 하기도 한다.¹⁰⁶⁾

미국의 경우 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 Rule 10a-1¹⁰⁷⁾에서 공매도를 규제하고 있는데, 상장 증권의 경우 공매도를 할 수 있는 조건을 명시하고 있으며, 최근 up-tick rule을 배제하는 규정의 개정이 이루어졌다.¹⁰⁸⁾ 자율규제로 공매도 전에 회원사는 차입증권의 소재지를 확인하는 등 공매도에 관한 다른 필요 규정을 정하고 있다. 등록투자회사는 공매도에 있어 헤지펀드보다는 유연성이 부족한데, 적극적으로 공매도를 하는 등록투자회사도 있지만, 투자회사법에 의해 규제를 받게 되어 공매도를 하는 등록투자회사는 투자설명서와 기타 공시를 통하여 공매도와 관련된 위험을 밝혀야 된다.¹⁰⁹⁾

2007년 9월에 발생한 서브프라임 사태로 세계주식시장의 대폭적인 하락으로

104) Smith, R., "Regulators Review Complainants About Hedge Funds, Wall Street Journal, 2003 (Jan. 22)

105) 이호진 외, "헤지펀드에 대한 주요국 규제동향과 정책점 시사점", 연구보고서 06-09, 대외경제정책연구원 (2006. 12), 60면.

106) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 42.

107) SEC Rule 10a-1을 채택함으로써 위원회는 세 가지 목적을 달성하고자 하였다. (1) 진보적 시장에서는 상대적으로 규제없이 공매도를 허용하고 (2) 계속적으로 저평가 가격에서는 공매도를 금지하여 시장을 하락세로 이끄는 도구로서의 공매도를 제거하고자 하며 (3) 공매도가 매도자에 의해 형성되어진 계속적인 낮은 가격의 원인이 된 한 가격수준에서 남아 있는 주문을 소진 시킴으로써 시장이 계속 하락하도록 촉진시키는 것을 방지하기 위해서다.

108) 일반적으로 틱 테스트 (tick-test)로 알려져 있는 이전 규정에서는 (1) 이전의 가격보다 높은 가격에서 (plus tick) (2) 마지막 매도 가격이 제일 높은 가격이라면 그 가격으로 (zero-plus tick) 공매도를 행할 수 있다고 명시하고 있었다.

109) SEC, op. cit. (supra note 47), pp. 42.

인해 공매도 및 공매도를 활용한 다양한 투자전략이 활성화 되면서 공매도의 규모도 증가했고 이로 인해 시장변동성이 확대됨에 따라 주요국에서 공매도와 관련된 규제강화 움직임이 나타나고 있다. 또한 우리나라도 공매도의 규모가 점차 커지고 있어 이에 대한 규제를 확대해야 한다는 주장이 제기되고 있다 .110)111)

(3) 성과보수(performance fee)의 허용

헤지펀드의 특성 중의 하나가 보수체계에 있다. 대부분 다른 투자기구는 펀드자산에 근거하여 연간 운용보수(management fee)를 받는 것이 일반적이다. 그러나 헤지펀드는 투자 실적을 내세워 특정 소수의 투자자로부터 투자 자금을 모으고 투자 이익에 대하여 고율의 성과보수를 받는다. 전통적인 다른 투자기구는 운용보수만 부과하는데 비하여 헤지펀드는 운용보수(management fee)와 성과보수(performance fee)를 동시에 부과한다. 운용보수는 일반적으로 운용 중인 자산의 일정비율로 부과되 매년 또는 분기마다 부과하게 된다. 통상 운용보수는 운용자산의 1-2%이며, 이는 운용에 필요한 비용을 조달하기 위해서 부

110) 한국증권연구원, "한국의 공매도 현황과 제도적인 특수성", 자본시장 Weekly(2008-38호).

111) 우리나라는 유가증권시장업무규정 제17조 제1항에서 공매도에 대해 규정하고 있다. 공매도에는 주식대차거래 등을 통한 공매도(covered short selling)와 주식차입이 없는 공매도(naked short selling)로 구분할 수 있는데 우리나라는 현재 대차거래 등으로 주식을 차입한 공매도만 허용하고 있다. 또한 우리나라 공매도는 주식차입이 없는 공매도가 허용되지 않는 점 이외에도 미국 등 주요 선진국과 몇 가지 다른 점들이 있다. (1) 미국에서는 공매도보다는 풋옵션이 사실상 안전한 투자전략인 반면, 우리나라의 경우에는 가격제한폭 제도에 의해 공매도가 풋옵션보다 다소 안전한 투자전략으로 인식되고 있다. 이는 일반적으로 주가가 급등하여 최악의 경우가 발생하면, 풋옵션은 손실이 제한적인 반면, 공매도는 손실이 무한대로 커질 수도 있는데 그러나 우리나라는 최악의 경우 주가가 급등하더라도 가격제한폭으로 인해 공매도포지션을 청산할 가능성이 있기 때문에 투자원금의 일부를 회수할 소지가 있고 (2) 우리나라 대차거래는 간접 대여 방식을 채택함에 따라 공매도의 수요가 증가해도 공매도의 공급이 몇몇 중개기관으로 한정되어 있어 미국 등 선진국에 비해 공급량이 조절되거나 제한될 수 있다. 즉, 증권대차는 차입자와 대여자 간에 직접 대여하는 방식과 중개기관을 통해 간접 대여하는 방식이 있는데, 우리나라는 증권에탁결제원·증권금융 및 증권회사 등 몇몇 중개기관을 통한 간접 대여 방식을 채택하고 있으나 미국 등 주요 선진국들은 차입자와 대여자 간에 직접 대여하는 방식으로 사실상 누구라도 주식을 대여해 줄 수 있기 때문에 공매도 수요가 늘어나면 공매도 공급도 증가하게 된다. 한국증권연구원, "한국의 공매도 현황과 제도적인 특수성", 자본시장 Weekly(2008-38호) 참조.

과된다. 성과보수는 최대한의 수익을 올릴 수 있도록 운용자를 독려하기 위한 목적으로 부과되며, 일반적으로 연간 실현된 수익의 10-20% 수준이다.¹¹²⁾ fund of funds의 경우 운용보수 1%와 기준수익률 이상의 수익에 대한 실적수익률 10%가 부과되는 것이 보통이다.¹¹³⁾

운용보수 및 성과보수를 사모투자펀드와 비교시 헤지펀드의 운용보수는 순 자산가치에 기초하는 반면, 사모투자펀드의 운용보수는 자본계약(capital commitment)에 기초한다. 헤지펀드는 실현된 수익에 대하여 매년 성과보수를 산정하는 것에 비하여 사모투자펀드는 실현된 투자에 연동된 이익을 기초로 성과보수가 산정된다.¹¹⁴⁾ 종종 high water mark와 hurdle rate에 대한 약정을 하는데 이는 펀드 운용자가 과도한 위험을 취하거나 모럴헤저드(moral hazard)를 방지하기 위하여 달성해야 하는 최소 수익률을 정하거나 기존에 손실을 만회한 이후에만 성과보수를 지급하도록 하는 조항이다. 또한 이와는 별도로 펀드 운용자가 자신의 돈을 헤지펀드에 투자하여 투자자를 유인하기도 한다. 이런 성과보수는 투자자뿐만 아니라 펀드운용자에게도 서로 이익이 되고 이로 인해 헤지펀드를 잘 운영하도록 하는 촉진제가 되기도 한다. 하지만 헤지펀드가 적자가 나거나 high water mark 또는 hurdle rate로 인해 펀드운용자가 성과보수를 받지 못하는 경우 펀드운용자는 운영하던 펀드를 정리하거나 폐쇄하고 새로운 헤지펀드를 시작하기도 한다.

(4) 펀드운용자(Fund Manager)의 펀드참여

헤지펀드에 펀드운영자가 자신이 운용하는 펀드에 참여할 수 있는 점도 헤지펀드의 특성중에 하나이다. 대부분의 투자기구의 운용자는 자신이 운용하는 펀드에 자신의 자금을 투자할 수 없다. 그러나 헤지펀드 운용자는 개인적으로 펀드에 상당한 금액을 투자하기 때문에 투자자와 함께 위험을 공유한다. 수익을

112) 예를 들면 사모투자펀드나 뮤추얼펀드 같은 다른 투자기구에서도 때론 성과보수를 약정하여 일정한 수익에 대해서는 성과보수를 받을 수 있는 경우가 있으나 성과보수의 비율이 한정되어 있어 헤지펀드 같이 고율의 성과보수를 받지는 못한다.

113) 노희진·김규림, 앞의 논문, 25면.

114) 노희진·김규림, 앞의 논문, 26면.

위해 헤지펀드의 최초 설립자인 Alfred Winslow Jones도 최초 설립한 그의 헤지펀드의 총 10만달러의 투자금액 중에 자신의 돈 4만달러를 투자하였다. 이는 여러 가지 면에서 의미가 있다. 펀드운용자는 자신의 돈을 펀드에 투자함으로써 쉽게 투자자들을 유인할 수 있고 운용자는 자신의 투자로 인해 헤지펀드 운용수익이 투자자의 이익뿐만 아니라 자신의 이익과도 밀접한 관계가 있기 때문에 펀드를 운용함에 있어 신중을 기하게 된다.

(5) 정기적 펀드환매인정(redemption periodically)

헤지펀드는 일반적으로 운용기간에 제한이 없고, 보통 분기별로 환매를 허용하고 최초의 매각제한(lock-up)기간에만 환매가 금지된다. 뮤추얼펀드의 경우 일별로 투자와 환매가 가능하고, 이를 위하여 일정수준 이상의 현금을 보유하여 유동성을 유지한다. 그러나 이러한 현금 보유는 투자 기회 상실을 의미하고, 일별 단위로 시장의 등락에 따라 투자자들이 신규 투자나 환매시 이에 따른 거래비용이 발생하기 때문에 수익률저하의 한 원인이 될 수 있다.¹¹⁵⁾

하지만 헤지펀드는 가입 조건에 투자자가 헤지펀드에 투자할 수 있는 날짜를 명시하고, 최초의 매각금지기간을 설정하며, 환매조건을 명시함으로써 투자와 환매를 어렵게 한다. 폐쇄형 헤지펀드의 경우 최초 발행기간 동안만 투자가 가능하며, 개방형 헤지펀드의 경우 분기 또는 월 단위 등 정기적으로 투자를 할 수 있는 기간을 설정하여 이 기간을 제외하고는 개방형 펀드에 투자하는 것이 불가능하다. 보통 매각금지기간은 1년이지만, 유명한 펀드의 경우 환매기간이 더 긴 경우도 있다. LTCM(Long Term Capital Management)의 경우 1998년 붕괴 이전까지 매각금지기간은 3년이였다. 환매조건은 언제 어떤 기간에 환매가 가능한지를 명시하고 있는데, 현재 시장 표준은 분기말로 하고 있다. 유동성이 낮은 시장이나 자산에 투자하는 경우에 더 긴 환매기간을 요구하기도 하며, 많은 펀드들이 환매 기간을 연장할 수 있는 조항을 넣거나 환매를 억제하기 위하여 기간에 따른 패널티 수수료(penalty fee)를 부과하거나, 일정한 날짜에 환매할 수 있는 금액을 제한하는 경우도 있으며, 환매를 원할 경우 사전에 알리

115) 노희진·김규림, 상계논문, 27면.

도록 요구하기도 한다. 이는 투자자 입장에서 제한 조건으로 보이지만, 이러한 제한으로 인해 펀드운용자들은 시장 등락에 따른 환매 요청에 대비하기보다 투자에 집중할 수 있어, 펀드 운용자들이 유동성에 관계없이 장기투자를 가능하게 한다.¹¹⁶⁾

(6) 사모발행(Private Offering)

투자자의 모집방법에는 증권발행방법에 따라 크게 공모발행, 사모발행, 직접발행, 간접발행으로 구분할 수 있다. 공모발행은 투자자의 수와 자격에 제한이 없는 증권발행방법이고, 사모발행은 일정 수 이하의 투자자 및 일정한 자격 이상의 투자자를 대상으로 하는 증권발행방법이다. 직접발행은 발행인이 직접 투자자들을 모집하고 증권을 발행하는 경우이며, 간접발행은 발행인이 간사회사(幹事會社)¹¹⁷⁾를 선정하고 증권을 발행 및 투자자 모집업무를 위탁하는 발행방법이다.¹¹⁸⁾

헤지펀드는 원칙적으로 사모(private offering)로 발생된다. 즉, 공모(public offering)에 의한 것이 아닌 일부 제한된 지인 또는 기관들의 투자에 의해 설립된다. 그 이유는 공모로 발행하는 경우 많은 법률상 규제에 의해 펀드를 운용하는데 많은 제약이 따르기 때문에 이를 회피하기 위하여 스스로를 보호할 수 있는 투자자에 대해 제한적으로 발행하기 때문이다. 그러나 일부 국가에서는 이를 공모로 발행하기도 하고 고수익을 향유하기 위한 일반 개인 투자자를 위해 Fund of Hedge Funds 전략을 사용하는 공모 형태의 펀드도 출현하고 있는 것이 사실이다.¹¹⁹⁾ 이 경우 헤지펀드를 투자자산으로 편입하는 펀드는 차입사용 등 헤지펀드가 이용할 수 있는 전략에 있어 공모시의 규제받기 때문에 차입사용 등 헤지펀드가 이용하는 전략을 사용할 수 없다.¹²⁰⁾

116) 노희진·김규리, 상계논문, 27-28면.

117) 기업체가 주식이나 사채의 모집, 매출을 행할 경우 이를 전담하는 증권회사를 간사회사라고 한다.

118) 김희철, "사모투자전문회사의 활성화를 위한 법적기반 연구", 한국학술정보 (2007), 29면.

119) 독일이나 홍콩에서는 일반인에게 헤지펀드 판매를 허용하고 있고 많은 국가들이 소비자판매에 대해 검토를 하고 있는 중이다.

120) 노희진·김규리, 앞의 논문, 28면.

(7) 제한없는 자산운영

헤지펀드의 운용상 특성 중에 하나가 자산운용에 있어 제한이 없다는 것이다. 대부분의 펀드는 채권 또는 주식에 투자를 하고 일부 상품이나 선물, 옵션 등의 파생상품을 전문으로 하는 펀드가 있기는 하나 헤지펀드의 투자대상은 증권, 파생상품¹²¹⁾, 일반상품, 부동산 등 거의 제한이 없으며, 투자지역 및 투자자산의 구성 등에 대하여도 원칙적으로 제한이 없다는 것이다. 이런 특성으로 인해 헤지펀드는 주식시장이 하락하거나 침체하더라도 다른 투자대상에 빠르게 투자를 전환하여 수익을 창출할 수 있다. 또한 투자대상에 대한 제한이 없기 때문에 자금을 여러 투자대상에 나누어 투자를 하는 등 위험을 적절히 분산할 수 있어 헤지펀드로서의 본질에도 부합할 수 있다.¹²²⁾

V. 맺음말

헤지펀드는 이제 세계자본시장에서 중요한 역할을 하고 있으며 이에 대한 영향력도 대단하다. 2007년말 현재 11,000개의 헤지펀드가 2조 2,500억 달러의 자금을 운용하고 있다. 헤지펀드는 자본시장에 유동성 공급과 시장의 효율성을 제공하는 등 순기능을 가지고 있지만 헤지펀드의 투자전략상 과도한 차입과 파생상품을 이용한 레버리지로 인해 자칫 잘못하여 거대한 헤지펀드가 파산을 하게 되면 그 파급효과는 전세계 자본시장에 견잡을 수 없는 악영향을 주는 결과

121) 파생상품(derivative securities)은 주식과 채권 같은 전통적인 금융상품을 기초자산으로 하여, 새로운 현금흐름을 가져다주는 증권을 말한다. 기초자산은 금융상품이 아닌 일반상품 등도 가능하며, 대표적인 파생상품으로는 선도거래, 선물, 옵션, 스왑(swap) 등이 있다. 파생상품의 주요목적은 위험을 감소시키는 헤지기능이나, 레버리지기능, 파생상품을 합성하여 새로운 금융상품을 만들어내는 신금융상품을 창조하는 기능들이 있다.

122) 자본시장통합법 제81조(자산운용의 제한) 제1항에 따르면 "집합투자업자는 집합투자재산을 운용함에 있어서 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 행위를 하여서는 아니 된다. 다만, 투자자 보호 및 집합투자재산의 안정적 운용을 해할 우려가 없는 경우로서 대통령령으로 정하는 경우에는 이를 할 수 있다."라고 하면서 증권 및 파생상품에 투자하는 경우에는 자산총액의 100분의 10이내, 집합투자증권에 투자하는 경우 자산총액의 100분의 50이내 등 각각 세부적인 부분에 까지 그 한도를 정하고 있고 특별한 사정이 없는 한 이를 초과할 수 없도록 하고 있다. 우리나라 자본시장통합법 제81조에서 규율하는 바와 같이 동일 종목의 증권투자 한도와 같은 규율은 헤지펀드의 자유로운 자산운용에 제약 요인으로 작용할 수 있다.

를 초래할 수 있는 시스템리스크와 헤지펀드의 미흡한 규제에 의한 투자자보호라는 역기능도 가지고 있다. 이를 위해 지금까지 자국의 이익을 위해 헤지펀드를 옹호하고 규제에 있어 미온적 태도를 보였던 국가들도 점차 헤지펀드에 대한 규제를 강화하고자 하는 방안을 모색하고 있으며 관련 법률을 정비하고 있는 실정이다. 따라서 이런 헤지펀드의 효율적 규제를 위해서는 규제를 위한 명확한 대상과 범위를 확정해야 하는데 그것이 헤지펀드에 대한 개념정의이다. 헤지펀드의 명확한 개념을 정의하기 위해서는 우선 헤지펀드에 대한 이해가 필요할 것인데 이를 위해서 헤지펀드의 역사를 이해하고 지금까지 명확한 개념정의를 내리지 않고 있던 주요국들의 헤지펀드에 대한 정의를 살펴보는 것과 함께 헤지펀드의 특성을 검토하는 것이 필요하다.

헤지펀드의 태동은 1931년 칼 카스텐(Karl Kasten)의 과학적 전망(Scientific Forecastings)이란 저서에서 헤지펀드를 운영하는 대부분 핵심적인 원리를 기술한 것이라 하겠다. 칼 카스텐은 통계학을 연구하는 연구가였지만 자신의 통계학적 가설을 실험하기 위한 수단으로 주식시장에서 작은 펀드를 운영하였고 이 펀드는 엄청난 수익을 창출했다. 그러나 칼 카스텐의 주식시장에서 펀드 운영은 자신의 가설적 연구를 실험하기 위한 방법이며 수익을 창출하기 위한 행위가 아니었다. 따라서 칼 카스텐의 펀드는 헤지펀드의 운영원리를 이용하였으나 그 목적에서 진정한 헤지펀드가 아니었다. 그 후 1949년 사회학자이자 저널리스트였던 알프레드 윈슬로우 존스(Alfred Winslow Jones)는 수익창출을 목적으로 헤지펀드를 처음으로 운영하게 되었다. 존스가 운영한 헤지펀드는 레버리지(leverage)와 공매도(short selling)를 이용하여 위험을 분산하는 헤지(hedged)전략을 구사하였고 그 결과 엄청난 수익을 얻었다. 또한 존스는 자신이 운용한 10만달러의 자금 중 4만달러를 자신이 투자하였고 이를 운용함으로써 얻은 수익에 대해 운용보수(management fee)와는 별도로 성과보수(performance fee)로 20%를 부과했다. 이것이 우리들이 알고 있는 헤지펀드의 시작인 것이다. 그 후 헤지펀드는 1968년도까지 정착기를 거치면서 수많은 헤지펀드들이 탄생하였고, 투자자들은 이 헤지펀드를 통해 엄청난 수익을 얻었다. 현재 투자와 헤지펀드에 있어 유명세를 타고 있는 조지 소로스(George Soros), 워렌 버핏(Warren Buffett), 줄리안 로버트슨(Julian Robertson)은 이 시기에 헤지펀드를 처음 설립하고 운영하던 사람들이다. 그러나 헤지펀드는 언제나 수

익을 창출하는 것은 아니었다. 헤지펀드는 1969년에서 1974년에는 그간 부풀어 있던 버블이 꺼지면서 암흑기를 맞게 되었다. 또한 1997년과 1998년은 아시아와 러시아의 금융위기로 인해 또 다시 헤지펀드에게 시련이 다가왔고 이 시기에는 LTCM(Long Term Capital Management)이 엄청난 투자금의 손실을 보게 되었다. 하지만 헤지펀드는 암흑기와 아시아 및 러시아 금융위기로 인해 헤지펀드 산업의 구조조정을 통해 다시한번 진화하고 발전하는 단계를 맞았다. 1975년부터 1997년까지는 헤지펀드의 부흥기를 맞았고 1998년 이후 2007년 중반까지는 다시금 호황을 누리게 되었다. 그러나 1997년 9월 미국 서브프라임 모기지 사태는 다시금 세계금융시장을 침체기로 빠뜨렸고 이로 인해 다시금 헤지펀드는 큰 손실을 보게 되었다.

헤지펀드에 대해서는 전 세계적으로 통용되는 법적 정의가 존재하지 않는다. 50년이 넘게 헤지펀드를 운영해 왔던 미국은 물론 헤지펀드를 수용해왔던 주요 국가나 국제증권위원회 조차도 헤지펀드에 대한 개념에 있어서는 소극적인 자세를 취하고 있다. 단지 이들 국가들은 헤지펀드의 개념정의에 있어서 헤지펀드의 일부 특성만을 나열하여 설명하고 있을 뿐이다. 또한 헤지펀드에 대한 개념을 법률로써 규정하고 있는 나라는 독일 이외에는 찾아 볼 수도 없다.

헤지펀드는 뮤추얼펀드, 사모투자펀드(PEF), 벤처캐피탈(Venture Capital), 상품투자펀드(Commodity Pool)와 다른 특성을 가지고 있다. 뮤추얼펀드와는 공모와 사모 그리고 등록과 비등록에서 차이가 있으며, 사모투자펀드는 투자기간과 환매가능 여부에서 차이가 나며 특히 경영권이나 기업지배구조 개선을 위해 비유동성 비상장 주식이나 채권에 투자하는 사모투자펀드는 투자대상에서 차이가 있다. 또한 벤처캐피탈 회사의 설립 또는 초기단계에서 투자를 하고 회사의 가치가 투자금보다 높은 가치에 이르면 보유한 주식을 청산한다는 점에서 차이가 있다.

헤지펀드는 ① 높은 레버리지를 이용하여 투자금의 증액없이 투자를 늘려 수익을 증가시키고, ② 공모도를 이용하여 수익을 증대시키며, ③ 운용보수와는 별도로 성과보수를 부과하며, ④ 펀드운용자 자신이 펀드에 투자하여 참여할 수 있고, ⑤ 안정된 투자를 위한 일정한 기간의 펀드환매금지규정(lock-up)이 있기는 하나 정기적인 환매가 가능하며, ⑥ 사모(private offering)를 통해 고액의 순자산보유개인(high net wealth individuals)과 기관투자자에게 투자를 권

유하고, ⑦ 자산운용에 있어 제한이 없이 자유롭다는 특성을 가지고 있다.

우리나라는 금번 자본시장통합법을 제정하면서 향후 자본시장이 안정된 후 헤지펀드를 받아들일겠다고 발표하였고 이를 통해 자본시장을 육성하여 세계 금융허브의 위치를 확보하겠다는 의지를 천명하였다. 과거 간접투자자산 운용업법 제2조 제4호의 2에서 사모투자전문회사(PEF)에 대해 "투자전문회사라 함은 회사의 재산을 주식 또는 지분 등에 투자하여 경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등의 방법으로 투자한 기업의 가치를 높여 그 수익을 사원에게 배분하는 것을 목적으로 설립된 『상법』에 의한 합자회사를 말한다."라고 규정하였고 새로 제정된 자본시장통합법 제9조 18항 제7호에서 "경영권 참여, 사업구조 또는 지배구조의 개선 등을 위하여 지분증권 등에 투자·운용하는 투자합자회사로서 지분증권을 사모로만 발행하는 집합투자기구라고 규정하고 있다. 과거 자본시장에 대해서는 우리나라는 열거주의 규율체계에서 자본통합법에서는 포괄주의를 채택함으로써 헤지펀드를 수용하는데 좀 더 좋은 환경이 되었다. 투자대상도 증권과 파생상품의 개념을 포괄주의로 전환하여 이 또한 헤지펀드를 수용하는데 있어 초석이 되었다고 볼 수 있다. 하지만 자본통합법이 시행된다 하더라도 우리나라에는 헤지펀드를 설립할 수는 없다. 물론 사모투자전문회사를 헤지펀드형 사모투자전문회사라고 하기도 하지만 이는 헤지펀드의 극히 일부에 지나지 않는 것이다. 따라서 향후 헤지펀드를 수용하기 위해서는 이에 대한 법정비가 필요하며 또한 사모투자전문회사와 같이 법률상 정의가 필요할 것이다. 이는 사모투자전문회사와 같이 헤지펀드를 효율적으로 규제하기 위해서는 필수적이라 할 것이다. 따라서 헤지펀드에 대한 정의를 다음과 같이 법률로 규정해야 한다. "헤지펀드란 수익창출을 위하여 사모의 방법으로 특정한 투자자로부터 금전 등을 모아 차입·공매도를 사용하면서 투자대상에 제한 없이 투자·운용하고 성과보수를 부과하며 펀드 운용자에게 자신의 투자와 정기적 환매가 인정되는 상법상 인정되는 모든 법적형태를 가진 집합투자기구라 한다."

▶ **주제어** 헤지펀드, 레버리지, 공매도, 성과보수, 증권거래위원회, IOSCO, 자본통합법

■ 참고문헌 ■

- 김성태·이희동, 『대한민국을 바꾸는 자본시장통합법』, 한스미디어, 2008.
- 김희철, 『사모투자전문회사의 활성화를 위한 법적기반 연구』, 한국학술정보, 2007.
- 노희진·김규림, "헤지펀드의 국내 허용 방안", 한국증권연구원, 2008. 3.
- 이기수 외, 『회사법(제6판)』, 박영사, 2008.
- 임재연, 『미국회사법(수정 2판)』, 박영사, 2006.
- 자본시장통합법연구회, 『자본시장통합법 해설서』, 한국증권업협회, 2007.
- 한국증권연구원, "2007년 전세계 헤지펀드 산업현황", 자본시장 Weekly(2008-30호).
- _____, "한국의 공매도 현황과 제도적인 특수성", 자본시장 Weekly 2008-38호).
- Edward Chancellor (강남규 옮김), 『금융투기의 역사 - 튜립투기에서 인터넷 버블까지』, 국일증권경제연구소(1999).
- Bank of Canada, "Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate", Discussion Paper(September 2007).
- Bank of Japan, "Recent Development in Hedge Funds", Nippon Ginko Chousa Kiho (Bank of Japan Research Bulletin), (July 2005) - English translated version on June 13, 2006.
- Brunnermeier M. and Nagel S., "Arbitrage at its limits: Hedge funds and the technology bubble", Journal of Finance, 59(5) (2004).
- Edgar Wallach, "Hedge Funds Regulation in Germany", 『Hedge Funds Risk and Regulation』, Theodor Baums and Andreas Cahn (De Gruyter Rechtswissenschaften Verlags-GmbH, Berlin 2004).
- Francois-Serge Lhabitant, Hedge Fund-Quantitative Insights, John Wiley & Sons, Ltd.(2004).
- Francois Serge Lhabitant, Handbook of Hedge Funds, John Wiley & Sons,

- Inc (2006).
- FSA, "Hedge Fund: A Discussion of Risk and Regulatory Engagement", Discussion Paper(June 2005).
- IOSCO, "Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions", Report of Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions(November 1999).
- _____, "Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolio (Final Report)", A Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commission(November 2007).
- _____, "Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in Hedge Funds" Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (February 2003).
- SEC, "Implication of the Growth of the Hedge Funds", Staff Report to U.S. SEC(Sep. 2003).
- Securities and Futures Commission, "Code on Unit Trusts and Mutual Funds— First Edition pursuant to the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571), (April 2003).
- Smith, R., "Regulators Review Complaints About Hedge Funds, Wall Street Journal, 2003(Jan. 22).



History and Definition of Hedge Funds

by In Tae, Kang

(Graduate Student, college of Law, Graduate School of Sogang University)

Today, Hedge Funds play a key role in global finance system where various risks are distributed across a variety of innovative financial instruments. Hedge Funds provide benefits to financial markets by contributing to market efficiency and enhancing liquidity. otherwise, they have problems of high system risks and investors protection. Recently, major countries such as USA, England, Germany, and other countries try to regulate or supervise hedge funds because of its risks. Although as of the ending of 2007, about 11,000 hedge funds are operated with 2,250 billion dollars in global market, there is no universally accepted definition of the term "hedge fund". Even the USA where hedge funds have been operating over 50 years has no legal definition about "hedge fund" in its Acts or regulation. Only Germany defines its definition in Investment Act but it is not clear and sufficient. To regulate and supervise hedge funds efficiently, we need to understand history and unique characteristics of hedge fund, and define its legal definition in Acts to be accepted universally.

Generally, Alfred Winslow Jones is credited with establishing one of the first hedge funds as a private partnership in 1949. That hedge fund invested in equities and used leverage and short selling to "hedge" the portfolio's exposure to movements of the corporate equity markets. Otherwise, Karl Kasten was a creator and operator of hedge fund with key principles of

running a hedge fund and statistical theories in 1930. But he was not really interested in profits and only used his funds to illustrate the validity of his statistical theory. Accordingly, his fund with principles of running a hedge fund is not true hedge fund.

Over 58 years, hedge funds experienced a number of up and down in global financial markets with global economy. Some huge hedge funds such as LTCM(Long Term Capital Management) and Amaranth collapsed and some hedge funds gained countless returns in this era. Also, some hedge funds had to close due to their terrible loses. Recently, hedge funds face with global economic crises caused by US sub-prime mortgage failure in September 2007. Most of them lost their capital funds above half and some of them bankrupted. In these reasons, people recognized the system risk and investors protection of hedge funds, once again.

Hedge funds have some characteristics distinguishing from other alternative pooled investment vehicles such as mutual funds, private equity funds(PEF), venture capital or commodity pool. The characteristics are ① use of leverage as one of investment strategies, ② use of short selling strategy, ③ charging 10-20% performance fee plus 1-2% management fee, ④ allowing fund manager to invest own money in his operating funds, ⑤ permitting of periodical redemption, ⑥ solicitation to high net worth individuals or institutional investors through private offering, and ⑦ no restrictions to operate assets.

As stated above, we need to express provision and define definition of hedge fund as a legal term to regulate and supervise them sufficiently. In 2006, Minister of Finance of Korea announced that Korea will accept Hedge Funds in the future after Korean financial market is stable. Also, Korea unified six existed Laws relating with financial markets to ". In this reasons, I suggest the model of definition of hedge fund and to express provision in the near future in "Law of Capital Market and Financial Investment

Business" like PEF in this article. "Hedge Fund is collective investment vehicle which establishes for profits, collects capital from accredited investor through private offering, invests its assets using leverage and short selling strategies with no restrictions, charges performance fee except management fee to investors, and allows investors to redeem periodically, and has all legal entity type permitted in Commercial Law."

▶ Key words Hedge Fund, Leverage, Short Selling, Performance Fee, SEC, IOSCO, Law of Capital Market and Financial Investment Business.