



KCMI

Korea Capital
Market Institute

국내 대체투자펀드의 특성 및 수익률 분석

김필규

국내 대체투자펀드의 특성 및 수익률 분석

2018. 1.

선임연구위원 김 필 규



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

저금리 상황의 지속과 주식시장의 장기 침체 속에서 기관투자자들은 전통적인 투자수단의 수익성 악화에 대응하여 대체투자를 지속적으로 확대하고 있다. 대체투자는 펀드, 신탁, 직접투자, 지분투자, 대출 및 구조화증권 등 다양한 구조를 활용하여 이루어진다. 이중 펀드구조는 다양한 투자자들에게 대체투자의 기회를 제공하는 주요 투자수단으로의 기능을 하고 있다. 투자자들의 대체투자에 대한 관심이 증대하고, 자본시장법 도입을 통해 펀드의 투자대상이 다양화되었으며, 대체투자에 전문성을 가진 전문 자산운용사가 등장함에 따라 대체투자펀드는 높은 성장세를 나타내고 있다.

그러나 대체투자에 대한 높은 관심에도 불구하고 대체투자펀드에 관한 다양한 정보가 제공되고 있지 않으며, 일반투자자들의 대체투자펀드시장에 대한 접근도 제한되어 있다. 이는 대부분의 대체투자펀드가 기관투자자를 대상으로 한 사모펀드 방식으로 설정되고 있기 때문이다. 또한 대체투자는 대부분 장기의 투자가 이루어지고, 투자대상에 따라 수익 인식 방식이 각기 다르기 때문에 투자수익에 대한 비교가 어렵고, 펀드 해산 시 수익에 대한 정보가 시장에 제공되지 않아 대체투자성과에 대한 정확한 분석에 있어서도 제약이 존재한다.

본 보고서는 대체투자펀드의 유형별 특성과 성과에 대한 분석을 통해 대체투자펀드의 건전한 발전 방안을 제시하는 것을 목적으로 작성되었다. 이를 위해 대체투자펀드의 개별 자료를 이용하여 대체투자펀드시장의 특성과 수익률을 분석하고 시장의 당면 문제점을 도출하였다. 특히 본 연구는 대체투자펀드의 특성 분석을 통해 대체투자펀드가 주로 어떤 투자대상에 투자를 하는지, 현재의 대체투자펀드가 특정한 시기에 투자대상별로 쏠림현상이 존재하는지를 파악하고 이를 해결하기 위한 방안을 제시하고 있다. 또한 국내에 도입된 대체투자펀드가 대체투자자들이 기대하는 목적에 부합하고, 적절한 수익을 제공하고 있는지를 살펴으로써 대체투자시장의 효율성 제고를 위한 시사점을 제공하고 있다.

국내 대체투자펀드시장의 건전한 발전을 위해서는 대체투자펀드에 대한 정보 제공이 확대되어야 하고, 다양한 대체투자펀드가 도입되어 투자자의 선택의 폭을 넓혀야 하며, 자산운용사의 대체투자 전문성이 제고되어야 한다. 또한 대체투자펀드의 특성이 반영된 펀드의 세부 유형 기준이 도입되어 유형별로 투자성과가 비교될 수 있는 시장인프라의 개선도 필요하다. 이와 더불어 공모투자에 적합한 대체투자 부문을 대상으로 높은 수익을 제공하는 공모 대체투자펀드시장도 형성될 필요가 있다.

본 보고서를 집필하는데 큰 노고를 아끼지 않은 김필규 선임연구위원에게 감사드린다. 또한 보고서 심사과정에서 지정 논평을 맡아 유익한 조언을 제시한 남재우 연구위원과 연구조정위원회의 수고에도 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 견해와 주장이며, 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2018년 1월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xii
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구 목적과 범위	4
II. 대체투자펀드의 현황 분석	9
1. 대체투자펀드의 개념과 유형	9
2. 대체투자펀드시장의 개황	17
3. 대체투자펀드의 세부 유형별 특성 분석	23
4. 소결	37
III. 대체투자펀드의 수익률 분석	41
1. 대체투자펀드의 성과측정	41
2. 대체투자펀드의 수익률 추이 분석	43
3. 세부 유형별 수익률 분석	46
4. 세부 유형별 수익률 분포 분석	53
5. 설정 이후 수익률 추이 분석	58
6. 소결	67

IV. 결론 및 시사점	71
1. 분석 결과 요약	71
2. 대체투자펀드시장의 개선방안	72
참고문헌	83

표 목 차

<표 II-1> Preqin의 대체투자 유형 구분	13
<표 II-2> 제로인의 펀드 유형 구분 방식	16
<표 II-3> 대체투자펀드의 사모 비중 추이	20
<표 II-4> 대체투자펀드의 펀드당 순자산가치 추이	24

그 립 목 차

〈그림 II-1〉 대체투자펀드의 순자산가치 및 펀드수 추이	18
〈그림 II-2〉 대체투자펀드의 해외펀드 비중 추이	21
〈그림 II-3〉 대체투자펀드의 운용사 특성별 비중 추이	22
〈그림 II-4〉 대체투자펀드의 세부 유형별 펀드당 순자산가치 비교	25
〈그림 II-5〉 대체투자펀드의 모집방식에 따른 펀드당 순자산가치 추이	26
〈그림 II-6〉 유형별 공모펀드와 사모펀드의 펀드당 순자산가치 비교	27
〈그림 II-7〉 연도별 신설펀드 추이	29
〈그림 II-8〉 유형별 신규설정 부동산펀드수 비중 추이	30
〈그림 II-9〉 유형별 신규설정 부동산펀드의 순자산가치 비중 추이	31
〈그림 II-10〉 유형별 신규설정 특별자산펀드수 비중 추이	32
〈그림 II-11〉 유형별 신규설정 특별자산펀드의 순자산가치 비중 추이	33
〈그림 II-12〉 부동산펀드의 유형별 존속기간 분포	35
〈그림 II-13〉 특별자산펀드의 유형별 존속기간 분포	36
〈그림 III-1〉 펀드의 유형별 수익률 추이	43
〈그림 III-2〉 대체투자펀드 유형별 수익률 추이	44
〈그림 III-3〉 공사모 대체투자펀드의 유형별 수익률 추이	45
〈그림 III-4〉 국내외 대체투자펀드의 유형별 수익률 추이	46
〈그림 III-5〉 부동산펀드의 유형별 연간수익률 추이	49
〈그림 III-6〉 특별자산펀드의 유형별 연간수익률 추이	52
〈그림 III-7〉 부동산펀드의 유형별 수익률 분포 추이	55
〈그림 III-8〉 특별자산펀드의 유형별 수익률 분포 추이	57
〈그림 III-9〉 부동산펀드의 설정 이후 연간수익률 추이	61
〈그림 III-10〉 특별자산펀드의 설정 이후 연간수익률 추이	65

약어표

AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
ANREV	Asian Association for Investors in Nonlisted Real Estate Vehicles
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
ELF	Equity Linked Fund
EU	European Union
INREV	European Association for Investors in Nonlisted Real Estate Vehicles
IRR	Internal Rate of Return
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
PEF	Private Equity Fund
PME	Public Market Equivalent
PI	Private Investment
TVE	Thompson Venture Economics

《 Executive Summary 》

저금리 상황의 지속과 주식시장의 침체 속에서 투자자들의 대체 투자에 대한 관심이 커지고 있다. 국내 대체투자펀드시장은 상대적으로 높은 수익성을 제공할 것이라는 기대로 기관투자자의 수요가 증대하였고, 이에 부응하여 자산운용사들이 다양한 대체투자펀드를 도입함에 따라 수탁고가 급격하게 성장하고 있다.

본 연구는 대체투자펀드의 특성과 성과에 대한 분석을 통해 대체투자펀드시장의 건전한 발전에 시사점을 제시하는 것을 목적으로 하고 있다.

이를 위해 대체투자펀드시장의 특성을 분석하고, 대체투자펀드의 유형별 수익률분석을 통해 대체투자펀드 수익률 특성을 분석하였고 이에 근거하여 대체투자펀드시장이 당면한 문제점을 살펴보았다.

본 연구의 주요한 분석결과는 다음과 같다.

국내 대체투자펀드시장은 기관투자자의 대체투자펀드에 대한 수요 증가와 자산운용사의 다양한 대체투자펀드 도입에 힘입어 지속적인 증가세를 보이고 있다. 대체투자시장의 여건과 투자전략에 따라 대체투자펀드의 세부 유형별 비중도 지속적으로 변화하고 있다. 대체투자펀드의 모집방식별 비중을 살펴보면 사모의 비중이 높게 나타나고 있으며, 이로 인하여 시장의 투명성은 낮은 상황이다.

대체투자펀드의 신규 설정 추이를 보면 일부 기간에 특정 유형의 펀드에 대한 쏠림현상이 발견되고 있다. 또한 안정적인 수익률을 제공하는 일부 대체투자유형의 공급이 감소함에 따라 새로운 투자 대상의 발굴이 활발히 추진되고 있다.

대체투자펀드의 유형별 펀드당 순자산가치, 존속기간 등을 비교해보면 유형별로 각기 다른 특성을 나타내고 있다. 이는 대체투자펀드의 경우 투자대상이 다양하고, 투자대상에 따라 각기 다른 구조가 도입되고 있기 때문이다.

대체투자펀드의 평균 수익률은 주식형펀드보다는 변동성이 낮고 채권형펀드보다는 높은 수익률을 기록하고 있다. 세부 유형별 대체투자펀드의 수익률을 살펴보면 수익률 수준과 추이 및 수익률 분포 등에 있어 유형별로 커다란 차이가 존재한다. 특히 일부 유형의 수익률 분포는 균집성의 특성을 나타내지 않고 있다.

설정 이후 수익률곡선을 살펴보면 펀드유형별로 각기 다른 형태를 나타내고 있다. 부동산대출형, 부동산임대형, 해외리츠, 국내인프라, 선박·항공기, 기타국내특별자산 유형의 펀드는 초기부터 수익이 발생하는 수익률곡선의 형태를 취하고 있고, 부동산개발, 글로벌 부동산 유형은 J-curve 형태의 수익률 곡선을 나타낸다.

이러한 대체투자펀드시장의 특성 분석 결과에 따라 다음과 같은 개선이 필요한 것으로 나타났다.

국내 대체투자펀드시장은 사모형태로 모집이 이루어져서 투명성이 낮다는 문제를 지니고 있다. 또한 해외대체투자펀드의 비중이 증가함에 따라 기관투자자의 외환위험 노출이 증가하고, 운용비용이 증가할 가능성이 있다.

대체투자펀드는 특정 연도별로 일부 유형의 펀드에 쏠림현상이 나타나고 있다. 이러한 쏠림현상은 대체투자대상의 공급 변동과 더불어 자산운용사간의 과도한 경쟁이 주요한 요인으로 작용하고 있다. 또한 특정한 펀드로의 쏠림현상과 시장 여건 변화에 따른 펀드의 대규모 손실이 수익률 왜곡현상을 초래하는 한 요인으로 작용하고 있다.

펀드 특성에 대한 세부적인 정보 부족이 대체투자펀드의 합리적인 투자를 저해하는 요인으로 작용한다. 세부적인 시장 정보가 부족하여 대체투자펀드 투자시 시장 전반의 상황을 감안하기 보다는 개별 투자안에 집중된 투자가 주로 이루어지고 있다는 문제점이 발견되고 있다.

대체투자펀드의 세부 유형별 수익률 분포를 보면 일부 유형에서 군집화 특성이 발견되지 않고 있다. 이러한 결과는 유형내 펀드의 개별적인 투자성과 차이로 인한 요인보다는 펀드 유형 구분 오류에 의한 결과일 가능성이 높다. 이러한 유형구분의 오류는 유형별 성과 분석이나 벤치마크 설정 등에 있어 스타일이 다른 대상과 비교를 함으로써 투자성과를 왜곡시키는 원인이 되기도 한다.

대체투자펀드시장의 건전한 발전을 위해서는 다음과 같은 개선이 필요하다.

첫째, 대체투자펀드시장 전반의 정보제공을 확대하는 방안이 마련되어야 한다. 이를 위해 대체투자펀드에 대한 공시규제를 강화하는 방안과 대체투자 규모가 큰 기관들을 중심으로 협의체를 구성하여 정보고류를 확대하는 방안이 검토될 수 있다. 또한 장기적으로 대체투자관련 정보를 전문적으로 수집하고 시장에 정보를 제공하는 전문기관이 도입될 필요가 있다.

둘째, 대체투자펀드의 합리적인 벤치마크 설정, 투자전략 수립 및 성과평가 등을 위해 투자대상의 특성과 수익률 군집화를 감안한 대체투자펀드의 유형 기준이 도입되어야 한다. 이를 위해 개별 대체투자펀드별로 투자대상의 특성과 위험요인 및 펀드 특성에 대한 정보와 펀드 수익률 정보가 제공되고 동 정보에 근거하여 펀드의 군집성에 대한 분석이 이루어져야 한다. 또한 대체투자의 규모가 큰 기관을 중심으로 기존의 대체투자에 대한 성과분석에 근거하여 유형 기준이 도입되고 이러한 기준을 공유하는 방안도 검토될 필요가 있다.

셋째, 대체투자펀드의 쏠림현상을 해소하기 위해 대체투자대상을 확대하려는 자산운용사의 적극적인 노력이 필요하다. 이를 위해서는 다양한 대체투자 대상을 발굴하고 이를 상품화하는 자산운용사의

능력이 제고되어야 한다. 이와 더불어 자산운용사의 대체투자펀드 성과에 대한 정보 제공이 확대되어야 한다. 운용사별 투자성과에 대한 정보 제공이 확대되어야 투자자들이 이에 근거하여 특정 부문에 전문성을 지닌 자산운용사를 선택할 수 있다. 특정한 부문에 전문성을 지닌 자산운용사가 등장하여 높은 운용성과를 거두는 경우 시장의 평판이 형성되고 이를 통해 과도한 상품경쟁 및 쏠림현상을 해소할 수 있다.

넷째, 합리적인 공모 대체투자펀드의 활성화가 추진되어야 한다. 일부 성과가 좋은 사모펀드를 모아서 재간접 공모펀드를 도입하거나 공모의 방식에 적합한 일부 프로젝트를 대상으로 공모펀드를 도입하는 것이 바람직하다. 또한 공모형 대체투자펀드에 대한 수수료 체계가 현실화되고 다양한 투자가 이루어질 수 있도록 운용의 탄력성을 제고하는 규제체계 개선도 필요하다.

— « Abstract » —

**Characteristics and Returns of Alternative Investment
Funds in Korea**

Investors show increasing interest in alternative investments amid the low interest rate environment and the stock market downturn. Korea's market for alternative investment funds (AIFs) has been growing dramatically as demand for AIFs is rising among institutional investors expecting relatively high returns from AIFs, and asset management companies are launching a wide range of AIFs accordingly.

This study aims to provide implications for sound AIF development, derived from the analysis of AIF characteristics and returns. To that end, it assesses the main features of the Korean AIF market and explores the characteristics of AIF returns through the analysis of fund category returns.

The major findings of the study are presented below.

Korea's AIF market has continued to grow, underpinned by the increasing demand for AIFs among institutional investors and the introduction of diverse AIFs by asset management companies. The proportion of AIFs by fund subcategory has changed constantly depending on market conditions and investment strategies. As regards the market breakdown by placement type, privately placed funds represent a large proportion of the AIF market, which entails low market transparency.

Turning to the formation of new funds, herding towards a specific type of AIF is observed over several time periods. In addition, there are ongoing proactive efforts to develop new assets, faced with the declining supply of some alternative asset classes that generate stable returns.

Moreover, distinctive features are found between different categories of AIFs in terms of net asset value (NAV) per fund and average duration. That is because AIFs invest in a wide range of asset classes and have different structures according to their target asset class.

Average AIF returns are less volatile than stock fund returns, and are higher than bond fund returns. AIF returns, return distributions and yield curves vary greatly among different fund categories. As for AIFs under some categories, in particular, their return distribution exhibits large variance and no clusters. Fund returns since their launch also vary across different categories. The return trends over time reveal a gradual upward sloping yield curve in case of real estate debt funds, rental real estate funds, overseas REITs funds, domestic infrastructure funds, shipping/aircraft funds, and other domestic special asset funds, all of which generate income since their launch. On the other hand, the J-curve is found in real estate development funds and global real estate funds.

Based on the aforementioned findings, the following improvements are recommended for the sound development of

the Korean AIF market, with a brief summary of challenges facing the market.

The domestic AIF market is dominated by private funds and, as a result, lacks transparency. Not only that, the share of foreign AIFs in the market is on the rise, which could add more currency risk exposure and fund management costs to institutional investors.

As mentioned earlier, herding towards a particular type of AIF is observed during a particular year. This phenomenon occurs due mainly to changes in the supply of alternative assets and fierce competition among asset managers. The herding towards a specific type of fund and massive fund losses caused by changing market conditions, in part, distort overall fund returns.

When looking at AIF returns by fund subcategory, AIF returns show no clusters. This is highly likely to be attributed to errors made in the classification of funds rather than different returns of individual funds in the same category. Such classification errors also can lead to distortions in fund performance because different styles of funds are compared to analyze fund category performance or set a benchmark.

A lack of detailed information about fund features hinders investors from making rational investment in AIFs. Because of insufficient market information, investment decisions are made primarily on the basis of individual investment plans instead

of overall market conditions.

For the AIF market to achieve sound development, more information on alternative funds should be widely available. Worth considering is the adoption of more stringent disclosure requirements for AIFs and the creation of a forum for information exchange, which consists mainly of institutional investors with large holdings in alternative investments. It is also necessary to consider introducing specialized information providers that collect and provide data on alternative investments.

Moreover, it is required to develop and introduce AIF classification criteria, which take into account the characteristics of alternative assets and the clustering of fund returns, to ensure that rational benchmarks are created and fund performance analysis becomes more reliable. The development of rational classification criteria should be preceded by the provision of information on asset-specific features and risks, and fund-specific characteristics and returns, and the analysis of fund clusters based on the aforementioned information. What is more, the classification criteria should be first introduced for institutional investors with large alternative assets, based on the performance analysis of existing alternative investments. Then, it is required to establish a regime for the industry-wide use of such criteria.

In addition, asset management companies should make proactive efforts to increase the scope of alternative assets

in order to address the herding issue in the AIF market. Asset managers need to be armed with better capabilities to develop and commercialize alternative assets in response to changing asset class markets. In addition, the AIF market needs more asset managers specializing in particular alternative investment segments, along with more readily information on AIF performance. Increased access to information on asset manager performance will help investors to choose among specialized asset managers. The AIF market could reduce excessive product competition and herding behavior when specialized asset managers have strong performance records and build up their reputation.

Finally, it is necessary to vitalize publicly placed AIFs. It is desirable to introduce a publicly placed AIF in the form of a fund of best-performing funds or set up a public fund for projects that are suitable for funding via public placement. On top of them, the regulatory framework should be revamped to put more reasonable fee structure in place for public AIFs and allow more flexibility in asset management for diverse investments.

1. 서론

1. 연구의 배경
2. 연구 목적과 범위

I. 서론

1. 연구의 배경

저금리 상황의 지속과 주식시장의 침체 속에서 투자자들의 대체투자에 대한 관심이 커지고 있다. 대체투자는 주식, 채권, 현금자산, 파생상품과 같은 전통적인 투자자산군에 포함되지 않는 대상에 대한 투자를 말한다. 대체투자의 대상은 부동산, 인프라, 자원, 농지, 삼림, 비행기, 선박 등의 다양한 실물자산과 메자닌, 바이아웃, 벤처투자 및 부실채권 등과 같은 다양한 기업투자를 포함하고 있다. 또한 헤지펀드도 대체투자의 유형 중 하나로 정의하기도 한다.

대체투자는 펀드, 신탁, 직접투자, 지분투자, 대출 및 구조화증권 등 다양한 구조를 활용하여 이루어진다. 이중 펀드구조는 다양한 투자자들에게 대체투자의 기회를 제공하는 주요한 투자수단으로 자리잡고 있다. 대체투자펀드¹⁾는 대체투자자산에 주로 투자하는 펀드를 의미한다. 대체투자펀드 시장은 투자자들의 대체투자에 대한 관심이 증대하고, 자본시장법 도입을 통해 펀드의 투자대상이 다양화되었으며, 대체투자에 전문성을 가진 전문 자산운용사가 등장함에 따라 높은 성장세를 기록하고 있다.

그러나 대체투자에 대한 높은 관심에도 불구하고 대체투자펀드에 대한 다양한 정보가 적시에 제공되고 있지 않으며, 일반투자자들의 대체투자펀드시장에 대한 접근도 제한되어 있다. 이는 대부분의 대체투자펀드가 기관투자자를 대상으로 한 사모펀드 방식으로 설정되어 제한된 범위에서 정보가 제공되고 있기 때문이다. 또한 대체투자는 장기 투자가 이루어지는 경우가 많고, 투자대상에 따라 수익 인식 방식이 각기 다르기 때문에 투자수익에 대한 비교가 어렵고, 펀드 해산시 수익에 대한 정보가 시장에

1) 본 연구에서는 대체투자펀드의 범위를 자본시장법 하에 설정된 간접투자기구 중 대체투자부문에 주로 투자하는 부동산펀드, 특별자산펀드 및 커머리티펀드 등으로 정의한다.

4 국내 대체투자펀드의 특성 및 수익률 분석

제공되지 않아 대체투자성과에 대한 정확한 분석에 있어서도 제약이 존재한다.

대체투자 및 대체투자펀드에 대한 연구도 이러한 정보의 제약으로 인하여 활발하게 이루어지지 않고 있다. 대체투자에 대한 기존의 분석들은 일반적인 대체투자 대상에 대한 실무적인 분석이나 투자 프로세스 개선 및 리스크관리 강화 방안 등의 규범적 논의에 초점을 두고 있다. 특히 다양한 대체투자펀드의 유형별 특성에 대한 분석이나 대체투자펀드의 성과에 대한 연구들은 일부 부동산펀드를 제외하고는 거의 이루어지고 있지 않다.

이에 따라 대체투자펀드시장의 특성과 성과에 대한 세부적인 분석을 통해 대체투자펀드시장의 문제점을 심층적으로 살펴보고, 향후 대체투자펀드시장의 활성화를 위한 방안의 모색이 필요한 시점이다.

2. 연구 목적과 범위

본 연구는 대체투자펀드의 유형별 특성과 수익률에 대한 분석을 통해 대체투자펀드의 건전한 발전 방안을 제시하는 것을 목적으로 하고 있다. 이러한 목적을 달성하기 위해 본 연구는 다음과 같은 연구 질문을 설정하였다.

첫째, 국내 대체펀드시장은 어떤 추세를 지니고 있으며, 시장여건의 변화가 대체투자펀드시장에 어떤 영향을 미치는가?

이러한 질문에 답하기 위해 본 연구는 대체투자펀드의 유형별 순자산 추이를 살펴보고, 시장환경 변화에 따른 대체투자펀드시장의 변화를 검토한다. 국내의 경우 대부분의 대체투자펀드가 사모형태로 모집이 이루어지고 있기 때문에 대체투자펀드에 대한 정보가 부족하고 시장상황에 대한 분석도 거의 이루어지지 않고 있다. 이에 본 연구에서는 부동산펀드, 커머더티펀드 및 특별자산펀드를 포함한 실물형 대체투자펀드에 대한 세부적인 데

이더베이스를 구축하고, 대체투자펀드의 모집방식, 투자지역, 투자대상에 따른 특성을 분석하여 대체투자펀드시장이 어떤 특성을 지니고 있으며, 어떻게 발전하고 있는지를 살펴본다.

둘째, 대체투자펀드는 유형별로 어떤 특징을 지니고 있는가?

대체투자펀드는 다양한 대상에 투자하고 있기 때문에 유형별로 투자전략, 펀드당 규모, 펀드설정시 존속기간 및 연도별 신설펀드의 규모 등에 있어 커다란 차이를 보인다. 본 연구는 대체투자펀드의 유형별 특성을 비교하고, 이러한 유형별 특성의 차이가 어떤 요인에 의해서 발생하는지를 살펴본다.

셋째, 시장환경 변화에 따라 세부 유형별 대체투자펀드의 수익률이 어떻게 변화하고 있으며, 시기별로 수익률에 차이가 존재하는가?

투자자들은 전통적인 투자대상에 비해 높은 기대수익과 낮은 상관성을 지닌 투자대상이라는 기대로 대체투자펀드에 투자를 한다. 본 연구는 대체투자펀드와 다른 유형의 펀드 간의 수익률을 비교하여 대체투자펀드가 이러한 투자자의 목표에 부합하고 있는지를 검토한다.

대체투자펀드는 다양한 대상에 투자하고 있기 때문에 수익 발생 유형과 수익률 추이도 투자대상에 따라 차이를 보일 가능성이 있다. 이에 본 연구에서는 대체투자펀드로 정의된 펀드의 세부 유형별, 시기별로 수익률 추이와 분포를 살핍으로써 대체투자펀드의 수익특성을 분석한다. 이러한 분석에 근거하여 대체투자펀드의 유형 분류의 문제점과 향후의 개선방안에 대해서도 검토한다. 또한 유형별로 설정후 기간경과에 따른 수익률의 변화 추이를 살핍으로써 세부 유형별 대체투자펀드의 수익행태를 비교하고, 어떤 유형의 투자대상이 J-curve효과를 보이는지를 살펴본다.

국내 대체투자펀드시장은 펀드에 대한 세부적인 정보를 충분히 제공하고 있지 않아 개별적인 투자안에 집중한 투자의사결정이 이루어지고, 일부 세부 유형별로 쏠림현상이 발생하기도 한다. 본 연구는 대체투자펀드의 특성 및 수익률의 세부 자료를 이용하여 대체투자의 성과를 분석함으로써 국내 대체투자펀드 투자자에게 시장상황을 파악할 수 있는 정보를

6 국내 대체투자펀드의 특성 및 수익률 분석

제공한다는 의의를 지닌다. 또한 세부적인 대체투자펀드의 특성과 성과에 대한 정보 제공을 통해 대체투자펀드시장의 합리성과 효율성을 제고하기 위한 시사점을 얻을 수 있다는 의의도 지니고 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 대체투자펀드의 개념과 국내 대체투자펀드시장의 추이를 살펴본다. III장에서는 대체투자펀드의 수익률 추이와 수익률 분포에 대해서 분석한다. 이어서 IV장에서는 분석결과 요약 및 대체투자펀드시장의 당면 문제점을 살펴보고 향후 대체투자펀드시장의 건전한 발전을 위한 시사점을 도출한다.

II. 대체투자펀드의 현황 분석

1. 대체투자펀드의 개념과 유형
2. 대체투자펀드시장의 개황
3. 대체투자펀드의 세부 유형별 특성 분석
4. 소결

II. 대체투자펀드의 현황 분석

1. 대체투자펀드의 개념과 유형

가. 대체투자의 개념

대체투자는 주식, 채권, 현금자산, 파생상품과 같은 전통적인 투자자산군에 포함되지 않는 다양한 대상에 대한 투자를 의미한다. 일반적으로 전통적인 금융자산과 수익 및 위험의 프로파일이 다른 행태를 보이는 투자대상을 모두 포괄하여 대체투자로 정의하고 있다.

대체투자는 투자목적과 투자행태에 있어 전통적인 자산과 차별화된 특성을 보이고 있다.

첫째, 대체투자 투자자들은 전통자산에 비해 높은 수익성을 추구한다. 글로벌 금융위기 이후 저금리 상황이 지속됨에 따라 고정수익을 제공하는 채권운용으로 기관투자자의 요구수익률을 만족시키는 포트폴리오를 구축하기 어려운 상황이 지속되고 있다. 또한 동 기간 동안 전세계 경제 성장이 둔화됨에 따라 주식투자를 통한 수익성도 크게 낮아진 상황이다. 이에 따라 투자자들은 전통적인 자산에 비해 초과수익을 제공할 수 있는 대안으로 다양한 대체투자군에 투자하고 있다. 이와 같이 대체투자는 일반적으로 전통적인 자산군에 비해 높은 수익성을 목표로 설정한다.

둘째, 대체투자는 전통적인 자산과 낮은 상관성을 지닌다. 대체투자는 투자대상이 다양하여 주식이나 채권의 투자성과와 상관성이 낮다. 이에 따라 대체투자 투자자들의 투자목적 중 하나는 전통적인 투자자산과 분산효과 및 수익률 대체효과이다.

셋째, 대체투자는 절대수익을 추구한다는 측면에서 전통적인 자산과 다른 특성을 지니고 있다. 대체투자는 투자대상이 다양하기 때문에 모든

대체투자 대상자산의 특성에 적합한 벤치마크를 설정하기 어렵다. 이로 인하여 일반적으로 대체투자는 절대수익을 추구하는 전략을 지닌다. 투자 성과에 대한 평가에 있어서도 투자 초기에 설정한 목표수익률을 달성하였는지가 중요한 평가요소로 작용한다.

넷째, 대체투자는 전통적인 자산에 비해 높은 운용비용을 부담한다. 대체투자는 투자대상이 표준화되어 있지 않기 때문에 투자의사결정에 있어 자산별로 각기 다른 검토가 필요하다. 또한 자산별 현금흐름의 특성이 다르고 평가방식도 다양하기 때문에 가치평가, 운용전략 및 공시 등에 있어 공통된 기준을 도입하기 어렵다. 대체투자의 사후관리에 있어서도 투자대상별로 관리방식이 다르기 때문에 전통적인 자산에 비해 일반적으로 관리비용이 높다.

다섯째, 대체투자는 투자기간이 장기이고 자산의 유동성이 낮다. 일반적으로 대체투자는 투자에서 회수까지 장기간이 소요된다. 또한 유동시장이 형성되어 있지 않기 때문에 상대적으로 유동성이 낮고 투자가 완료되기 이전에 투자자금을 회수하는 것이 상대적으로 어렵다는 특성을 지니고 있다.

여섯째, 대체투자는 사모방식이 주류를 이루고 있으며, 이에 따라 전통적인 자산에 비해 운용과 관련된 규제가 적다. 미국의 경우 금융서비스현대화법(Gramm-Leach-Bliley Act of 1999) 도입 이후 사모 주식의 매수가 증가하였고, 헤지펀드의 규모도 증대되었다. 기관투자자들은 전통적인 투자군 이외에 다양한 투자군에 대한 투자를 통해 투자규모를 확대하고, 수익성을 제고하는 양상을 보여 왔다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 대체투자에 대한 규제가 강화되고 있다. 미국의 경우 투자자문업법을 개정하여 헤지펀드 매니저에 대한 등록의무를 부과하는 등 헤지펀드에 대한 규제를 강화하고 있다. 유럽의 경우 금융시스템 전체의 안정성과 투명성을 제고하기 위해 2014년 대체투자규제(Alternative Investment Fund Managers Directive: AIFMD)를 도입하였다. 유럽의 대체투자규제는 유럽연합(European Union: EU) 내에서 대체투자펀드를 운용하거나 운용 및 판매하는 대체투자펀드운용자의 인가, 지속적 운영

및 투명성에 관한 요건을 마련한 것이다. 동 규정은 대체투자펀드 운용자, 설정자, 판매자 중 어느 하나라도 EU 회원국과 관련이 있다면 적용된다.

대체투자는 다양한 유형과 투자전략을 도입하고 있기 때문에 이를 일반화하기는 어렵다. 이에 따라 대체투자시장 규모의 추정이나 성과에 대한 분석에 있어 서로 다른 기준이 도입되고 있다. 국내의 경우에도 기관투자자의 대체투자 세부 유형이나 대체투자 구분 자산 기준이 기관별로 서로 다르다.²⁾

일반적인 대체투자의 대상은 부동산, 인프라, 자원, 농지, 삼림, 비행기, 선박 등 다양한 실물자산들이다. 전통적인 투자기법과 다른 방식의 다양한 기업투자와 헤지펀드를 통한 투자도 대체투자 유형 중 하나로 정의하기도 한다.

Preqin³⁾은 대체투자 방식을 사모형투자, 헤지펀드, 부동산, 인프라, 사모대출, 자원 등으로 구분하고 있다. 사모형투자(Private Equity Fund: PEF)는 바이아웃, 벤처, 성장기업에 대한 투자, 메자닌채권, 부실채권매입 및 재간접투자 등 다양한 방식이 도입되고 있다. 부동산투자는 부채형(debt), 코아형(core), 코아플러스형(core plus), 가치증대형(value-added), 개발형(development), 오퍼튜니스틱형(opportunistic), 기타형으로 구분하고 있다. 부채형은 부동산투자시 선순위 및 메자닌에 투자하는 대출전략으로 보수적인 부동산투자전략이라고 볼 수 있다. 코아전략은 입지, 시설용도 및 입주자 수준 등에서 높은 등급의 상업용부동산에 대한 투자를 통해 장기적으로 임대료 상승과 자산가치 증대를 기대하는 투자기법이며, 코아플러스전략은 코아에 못미치는 빌딩에 투자하는 전략이다. 가치증대형은 용도 및 시장성 측면에서 가치가 낮은 자산에 투자하여 재개발, 신축 및 임대인 갱신 등을 추진하여 가치

2) 국내 기관투자자의 대체투자의 기준을 살펴보면 투자목적, 투자지역, 투자대상 등에 따라 각기 다른 기준을 도입하고 있으며, 운용부서도 각기 다른 특성을 지니고 있다.

3) Preqin은 대체투자 관련 시장조사 및 데이터베이스를 제공하는 전문기관이다.

를 상승시키는 전략이다. 개발형은 부동산 개발단계에 투자하는 전략으로 비교적 높은 위험을 부담하는 대신 높은 수익을 추구하는 전략이다. 오피튜니스틱형은 구조조정 대상기업이 보유한 부동산이나 부실채권에 대한 투자를 의미하며, 저가로 부동산을 매입하여 재개발과 관리를 통해 자산가치를 증가하는데 중점을 두고 있다.

인프라투자는 투자방식과 투자지역 및 투자대상에 따라 유형을 구분하고 있다. 투자방식에는 지분형과 대출형으로 구분할 수 있고, 투자지역은 전세계 인프라사업에 투자하는 방식과 특정한 지역의 인프라사업에 투자하는 방식으로 구분된다. 또한 투자대상은 도로, 항만, 에너지, 신재생에너지, 유틸리티, 통신 및 기타 개발형사업 등으로 구분한다.

사모대출은 지역별로 북미기업형, 유럽기업형, 기타지역기업형으로 구분한다. 또한 대출 대상기업에 따라 구조조정기업, 미들마켓, 신흥기업형 등으로 구분하기도 한다. 특히 최근 은행의 중소기업대출이 감소함에 따라 다양한 신용도를 지닌 중견·중소기업에 대한 시니어론 펀드가 설정되고 있다.

자원펀드는 자원의 특성에 따른 구분이 도입되고 있으며, 이러한 자원 개발의 성숙단계에 따른 구분기준도 도입되고 있다. 또한 업스트림과 다운스트림 등 자원의 생산과 가공에 따른 구분기준도 도입되고 있다. 이외에도 자원개발에 대한 자금지원 방식에 따라 대출형, 지분형 등으로의 구분기준도 도입되고 있다.

<표 II-1> Preqin의 대체투자 유형 구분

대유형	세부 유형
사모형 투자	바이아웃, 벤처, 성장형, 부실채권, 메자닌, 세컨더리, 재간접 및 기타
헤지펀드	주식투자전략, 매크로전략, 이벤트전략, 신용전략, 상대가치전략, 멀티전략, 니치전략, 변동성전략
부동산	부채형, 코아, 코아플러스, 가치증대형, 개발형, 오피튜니스틱, 기타
인프라	투자방식: 지분형, 대출형 투자지역: 글로벌투자, 지역투자 투자대상: 도로, 항만, 에너지, 신재생에너지, 유틸리티, 통신, 그린필드, 브라운필드, 세컨더리 스테이지
사모대출	지역별, 대출대상기업의 특성별 구분
자원	농업, 에너지, 광물, 삼림
기타	선박, 항공기

자료: Preqin

나. 대체투자펀드의 개념과 유형

기관투자자들은 다양한 투자기구(vehicle)를 통해 대체투자를 하고 있다. 주로 활용되고 있는 대체투자 방식으로는 직접투자방식, 지분투자방식, 대출방식, 구조화방식 및 펀드방식(리츠 포함) 등이 존재한다.

직접투자방식은 기관투자자가 대체투자 대상을 직접 투자·운영하고 그 성과를 거두는 방식이다. 상업용빌딩에 직접 투자하여 임대사업을 수행하고 임대수익을 거두는 방식이 가장 대표적인 직접투자방식이라고 볼 수 있다. 이와 같은 직접투자방식은 주로 규모가 큰 기관투자자가 단독 사업의 형태로 추진되기 때문에 대규모 초기자금이 들어가고, 직접 혹은 위탁방식으로 해당 투자자산을 관리하여 수익을 거두기 때문에 관리비용

이 높은 방식이라고 볼 수 있다. 지분투자방식은 대체투자에 대한 지분권에 투자하는 방식이다. 이와 같은 방식은 여러 투자자들의 지분투자를 통해 대규모 자금을 모집할 수 있다는 장점을 지니고 있다. 대출방식은 대체투자 프로젝트에 대출을 하는 방식이다. 이러한 구조는 일반적으로 프로젝트 파이낸싱과 유사한 구조를 지닌다. 이와 더불어 부동산개발사업의 경우에는 구조화증권 방식도 도입되고 있다.

펀드는 가장 일반적인 대체투자 수단으로 활용되고 있다. 대체투자펀드는 일반적으로 대체투자자산에 주로 투자하는 펀드를 의미한다. 대체투자의 투자대상을 어떻게 정의하는가에 따라 그 범위가 달라지는 것과 같이 대체투자펀드도 투자대상의 범위에 따라 다양하게 정의된다.

투자대상에 따라 대체투자펀드는 실물형대체투자펀드와 기업형대체투자펀드로 구분할 수 있다. 실물형대체투자펀드는 부동산, 자원, 인프라 및 실물자산에 투자하는 펀드이다. 자본시장법에서는 투자대상자산에 따라 펀드를 증권펀드, 부동산펀드, 특별자산펀드, 혼합자산펀드, 단기금융펀드로 구분한다. 이러한 분류체계는 펀드재산의 일정비율 이상을 어떤 대상에 투자하는가에 따라 분류하는 방식이다. 이러한 구분 기준 하에서는 부동산펀드와 특별자산펀드가 실물형대체투자펀드에 포함될 수 있다. 한편 기업형대체투자펀드는 주식과 채권의 형태로 기업에 투자하지만 전통적인 투자와 구분하여 구조조정기업이나 벤처기업에 투자하는 펀드를 의미한다. 자본시장법 상의 구분기준에서 대표적인 기업형대체투자펀드는 경영참여형 사모집합투자기구이다. 따라서 대체투자를 실물형대체투자와 기업형대체투자를 포괄하는 개념으로 정의하는 경우에는 부동산펀드, 특별자산펀드 및 경영참여형 사모집합투자기구 등이 포함된다.

본 연구에서는 제로인 펀드닥터프로의 개별 펀드자료를 이용하여 대체투자펀드의 특성과 수익률을 분석한다. 제로인의 펀드닥터프로 자료는 자산운용사가 수익률 정보를 제공하는 펀드를 대상으로 펀드의 다양한 특성과 펀드의 성과에 대한 정보를 제공하고 있다. 제로인의 펀드자료는 <표 II-2>와 같이 자본시장법상의 펀드 구분에 비해 세분화된 펀드 구

분기준을 도입하고 있다. 우선 펀드의 모집방식에 따라 공모펀드와 사모펀드⁴⁾로 구분한 기준을 도입하고 있다. 각각의 사모펀드와 공모펀드는 다시 투자지역에 따라 국내펀드와 해외펀드로 구분하고 있다. 이러한 네 가지 유형별로 투자대상에 따른 대유형분류체계를 도입하고 있고, 투자전략 및 수익률 군집 현상을 보이는 포트폴리오에 근거하여 세부 유형으로 구분하고 있다.

제로인의 투자대상에 따른 펀드 유형 구분기준을 살펴보면, 개별 펀드는 투자대상비중에 따라 주식형, 주식혼합형, 채권혼합형, 채권형, MMF, 부동산형, 절대수익추구형, 커머더티 및 기타의 대유형으로 구분한다. 또한 각각의 대유형별로 펀드의 운용특성과 수익률 군집화에 따라 세부 유형을 도입하고 있다. 예를 들면 주식형펀드는 일반주식, 중소형주식, 배당주식, 테마주식, K200인덱스, 기타인덱스와 같이 투자스타일 및 수익률 군집성에 따른 분류기준을 도입하고 있다. 부동산펀드의 경우에는 국내펀드는 부동산개발형, 부동산임대형, 부동산대출형으로 구분하고, 해외펀드는 글로벌리츠재간접, 지역별리츠재간접, 글로벌부동산으로 구분하고 있다. 한편 기타유형은 특별자산, ELF(Equity Linked Fund), 라이프싸이클, 베어마켓, 글로벌헤지전략, 글로벌PI(Private Investment), 글로벌특별자산 등으로 세분화하고 있다.

4) 제로인은 자산운용사가 수익률 정보를 제공하는 단독사모(전문투자형사모)펀드를 포함한 수익률 자료를 제공하고 있다.

<표 II-2> 제로인의 펀드 유형 구분 방식

지역구분	대유형	소유형
국내펀드	주식형	일반주식, 중소형주식, 배당주식, 테마주식, K200인덱스, 기타인덱스
	혼합형	일반주식혼합, 공격적자산배분, 일반채권혼합, 보수적자산배분
	채권형	일반채권, 초단기채권, 일반중기채권, 우량채권, 하이일드채권
	MMF	-
	부동산형	부동산개발, 부동산임대, 부동산대출채권
	절대수익추구형	채권알파, 시장중립, 공모주하이일드
해외펀드	기타	베어마켓, 특별자산, ELF, PI, 전환사채, 라이프스타일, 단기매칭, 장기매칭, 미분류
	해외주식형	글로벌, 유럽, 북미, 아시아 등 지역구분 에너지섹터, 일반산업섹터 등 섹터구분
	해외혼합형	글로벌 주식혼합, 북미주식혼합, 글로벌 공격적 자산배분, 지역별 채권혼합 등
	커머더티	커머더티 인덱스를 기초로 한 펀드
	해외채권형	지역별 구분 및 하이일드
	해외부동산형	글로벌리츠재간접, 지역별리츠재간접, 글로벌부동산
해외기타	글로벌특별자산, 글로벌헤지전략, 글로벌 PI, 글로벌 미분류	

자료: 제로인

본 연구에서는 이러한 제로인의 펀드 유형을 기준으로 수익률 자료 획득이 가능한 실물형 대체투자펀드의 특성과 성과를 분석한다. 제로인의 펀드 자료에서는 기업형대체투자펀드의 범주를 명확히 구분하고 있지 않다. 이러한 자료 가용성의 제한으로 인하여 본 연구에서는 실물형 대체투자펀드에 중점을 둔 분석을 실시한다. 제로인의 펀드 유형중 국내부동산형펀드와 국내기타펀드 중 특별자산펀드, 해외부동산형펀드와 커머더티펀

드, 해외기타펀드 중에 글로벌특별자산펀드와 글로벌헤지전략펀드를 대체투자펀드로 정의하고 동 유형의 펀드를 중심으로 대체투자펀드의 특성과 수익률을 분석한다. 제로인의 펀드 유형별 세분류 기준을 보면 국내 부동산펀드는 부동산개발형, 부동산임대형, 부동산대출채권형의 세 가지 세유형으로 구분하고 있고, 해외부동산펀드는 글로벌리츠채간접, 지역별리츠채간접, 글로벌부동산으로 구분하고 있다. 그러나 특별자산펀드의 경우에는 세부 유형 구분을 하지 않고 있다. 이에 본 연구에서는 특별자산펀드는 펀드명을 기준으로 국내 특별자산펀드는 인프라, 프로젝트대출, 선박·항공기, 기타의 세부 유형으로 구분하고, 해외 특별자산펀드는 인프라, 글로벌헤지전략, 기타의 세부 유형으로 구분하여 유형별 펀드 특성과 수익률 분석을 실시한다.

2. 대체투자펀드시장의 개황

가. 유형별 수탁고 추이

<그림 II-1>은 제로인의 펀드닥터프로에서 수익률 자료가 제공되는 대체투자펀드의 유형별 순자산가치와 펀드수 추이⁵⁾를 나타내고 있다.

대체투자펀드의 순자산가치⁶⁾는 2010년 16.4조원에서 매년 지속적으로 증가하여 2017년 6월말에는 72.3조원을 기록하였다. 유형별로 보면 부동산펀드와 특별자산펀드 모두 높은 성장세를 보이고 있다. 다만 커머더티펀드의 경우에는 순자산가치가 연도별로 증가와 감소를 거듭하면서

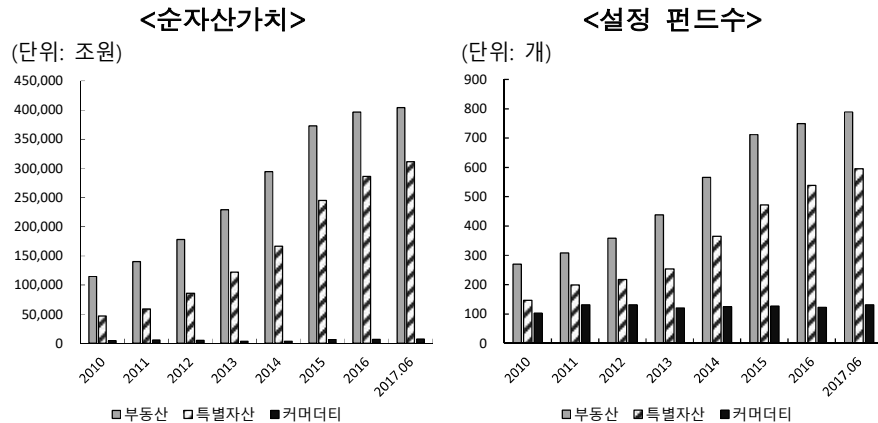
5) 공모펀드와 사모펀드(사모 단독으로 설정된 전문투자형대체투자펀드 포함) 및 국내펀드와 해외펀드를 합한 기준이다.

6) 본 연구의 대체투자펀드 순자산가치가 금융투자협회에서 발표하는 부동산펀드 및 특별자산펀드의 순자산가치와 차이가 나는 이유는 일부 수익률을 발표하지 않은 대체투자펀드를 제외하였기 때문이다.

정체된 모습을 보이고 있다.

대체투자펀드의 수도 2010년 519개에서 2017년 6월말에는 1,515개로 크게 증가하였다. 유형별로 보면 부동산펀드와 특별자산펀드는 7년간 펀드수가 3배 이상 증가하였다. 그러나 커머더티펀드의 경우에는 펀드수가 정체된 모습을 보이고 있다.

<그림 II-1> 대체투자펀드의 순자산가치 및 펀드수 추이



주 : 수익률 자료가 발표되는 공سام, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로

이와 같이 대체투자펀드가 높은 성장세를 보이는 것은 전통적인 자산의 성과가 저조함에 따라 투자자들이 수익률 제고를 위해 대체투자를 지속적으로 늘렸기 때문이다. 이와 더불어 자본시장법 도입 이후 자산운용사 진입기준이 완화됨에 따라 부동산이나 특별자산에 전문성을 지닌 자산운용사가 시장에 진입하였고, 신설 자산운용사와 기존의 자산운용사가 새로운 대체투자펀드 도입을 활발히 추진한 것도 한 요인으로 작용하였다.

나. 모집방식별 비중 추이

대체투자펀드를 공모와 사모로 구분하여 수탁고 추이를 살펴보면 사모의 비중이 압도적으로 높게 나타나고 있다. <표 II-3>에서 보여주는 바와 같이 전체 대체투자펀드에서 사모펀드가 차지하는 비중은 2010년 85.4%에서 2015년에는 94.1%로 증가하였고, 이후에는 사모의 비중이 다소 감소하여 2017년 6월에는 91.9%를 기록하고 있다.

대체투자펀드시장에서 사모의 비중이 압도적으로 높은 것은 대부분의 대체투자펀드가 기관투자자 위주로 모집이 이루어졌기 때문이다. 연기금, 공제회, 보험, 중소형 금융기관 등과 같은 기관투자자들은 대체투자 수단(vehicle)으로 대체투자펀드를 주로 활용하고 있다. 이와 같이 대체투자펀드가 기관투자자의 맞춤형 투자방식으로 주로 활용되기 때문에 사모의 비중이 높게 나타나고 있다. 대체투자펀드의 자금모집 방식도 사모의 비중이 높게 나타나는 요인으로 작용한다. 실물자산에 주로 투자하는 대체투자펀드의 경우 일반적으로 투자대상 확보 후 자금을 모집하기 때문에 자산매입과 펀드 설정 간의 시차가 존재하고, 사전 모집방식이 도입되는 경우가 많기 때문에 일반투자자들의 펀드모집 참여에 제약이 존재한다. 또한 대부분의 대체투자펀드는 투자규모가 크고 투자약정 이후 자금집행 프로세스에 따라 일시에 대규모 자금이 집행되는 특성을 지니고 있어 대규모 자금동원능력을 지닌 기관투자자들을 대상으로 펀드가 설정된다. 한편 공모펀드의 운용수수료체계와 공시 부담 등도 공모펀드로 대체투자펀드를 도입하는데 제약요인으로 작용한다. 이와 더불어 공모로 발행된 대체투자펀드는 대부분 초고위험상품 혹은 고위험상품으로 분류되어 있어 일반 개인투자자들의 가입에 제약이 존재한다.

한편 2016년부터 공모의 비중이 다소 증가하고 있다. 이는 일반투자자의 대체투자에 대한 관심이 증가함에 따라 공모형태의 대체투자펀드가 새롭게 출시되었고, 일반투자자의 대체투자펀드 가입도 늘어났기 때문이다.

<표 II-3> 대체투자펀드의 사모 비중 추이

(단위: %)

	국내 부동산형	국내특별 자산형	해외 부동산형	해외특별 자산형	커머더티 형	합계
2010	90.2	94.0	56.4	80.2	6.7	85.4
2011	92.8	94.7	66.1	87.8	10.3	88.6
2012	95.0	96.3	68.5	82.0	10.7	90.5
2013	97.6	95.3	76.1	79.6	16.9	92.0
2014	98.3	96.4	84.4	69.4	16.4	93.0
2015	98.7	96.9	91.1	72.9	8.4	94.1
2016	98.7	97.4	90.0	72.0	8.5	93.3
2017	97.9	97.7	88.5	67.8	7.8	91.9

주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로

이와 같이 대체투자펀드는 일반투자자에게 다양한 투자대상을 제공하는 기능보다는 대체투자를 확대하는 기관투자자의 주요 투자기구(vehicle)로의 기능을 하고 있다. 대체투자펀드는 사모 비중이 높기 때문에 투자대상, 운용수수료, 운용수익률 등과 같은 다양한 정보가 제공되지 않고 있다는 문제점을 지니고 있다.

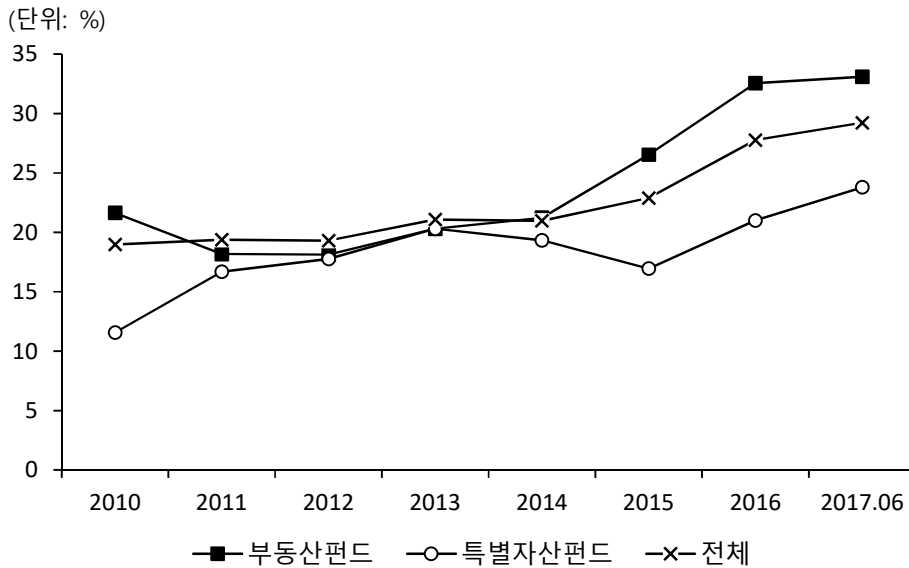
다. 지역별 비중 추이

대체투자펀드는 투자대상의 지역에 따라 국내펀드와 해외펀드로 구분할 수 있다. <그림 II-2>는 대체투자펀드의 투자지역별 비중 추이를 나타내고 있다. 투자지역별 추이를 보면 해외펀드의 순자산비중이 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 전체 대체투자펀드에서 해외펀드가 차지하는 비중은 2010년 19.0%에서 2017년 6월말에는 29.2%로 늘어났다.

이와 같이 해외펀드의 비중이 증가한 것은 기관투자자의 해외 대체투자가 지속적으로 증가하였기 때문이다. 기관투자자들은 국내 금융시장과 대체효과가 크고 다양한 투자수단을 제공하는 해외펀드에 대한 투자를 지속적으로 확대하였다. 이로 인하여 대체투자펀드 중에 해외펀드의 비중이 지속적으로 상승하고 있다.

펀드 유형별로 보면 부동산펀드의 해외비중이 특별자산펀드에 비해 높게 나타나고 있다. 이는 기관투자자들의 해외 대체투자가 부동산자산 위주로 확대된 것이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다. 글로벌 금융위기 이후 외국의 부동산시장이 다른 부문에 비해 호황을 보였고, 다양한 해외 부동산을 대상으로 한 펀드의 공급이 증가한 것도 해외 부동산펀드의 비중이 높아진 요인이 되었다.

<그림 II-2> 대체투자펀드의 해외펀드 비중 추이



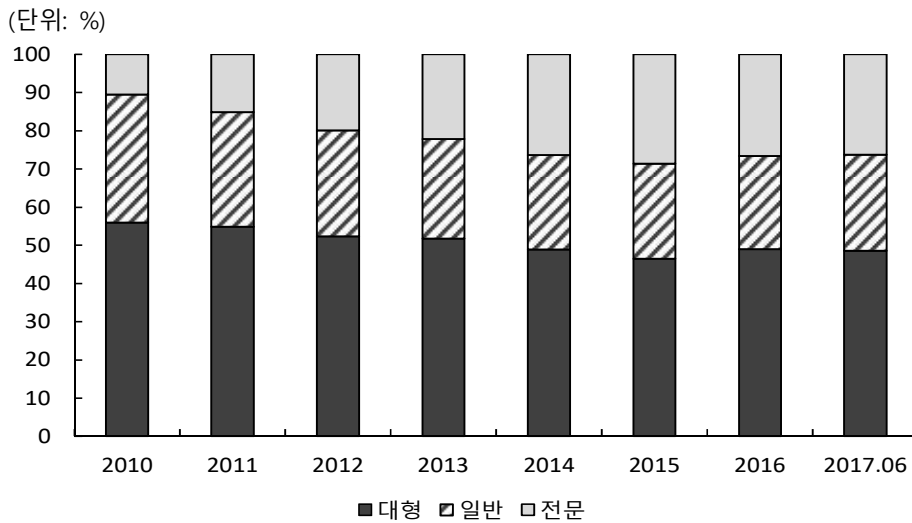
주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로

라. 자산운용사 특성별 비중 추이

대체투자펀드의 자산운용사는 전체 운용규모와 비중을 기준으로 대형 자산운용사, 전문형자산운용사 및 일반자산운용사⁷⁾로 구분할 수 있다.

<그림 II-3>은 대체투자펀드의 운용사 특성별 비중 추이를 나타내고 있다. 운용사 특성별 추이를 보면 전문자산운용사의 점유율이 증가하는 반면 대형자산운용사의 비중은 감소하고 있다. 이는 최근 자산운용사 진입요건이 대폭 완화되어 부동산, 특별자산 등에 전문성을 지닌 전문자산운용사의 진입이 증가하였고, 전문자산운용사들이 새로운 대체투자펀드 상품을 도입하여 점유율을 확대하는 전략을 추진하였기 때문이다.

<그림 II-3> 대체투자펀드의 운용사 특성별 비중 추이



주 : 수익률 자료가 발표되는 공سام, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치를 기준으로 저자가 계산

7) 본 연구에서는 설정기준 10위에 속하는 자산운용사를 대형사로, 운용자산 중 부동산, 실물, 특별자산의 비중이 80%를 초과하는 운용사를 전문운용사로 정의하였고, 위의 두 분류에 속하지 않는 자산운용사를 일반운용사로 정의하였다.

3. 대체투자펀드의 세부 유형별 특성 분석

대체투자펀드는 투자대상이 다양하고 유형별로 모집방법, 투자전략, 펀드당 규모 등에 있어서도 커다란 차이가 존재한다. 본 절에서는 대체투자펀드의 유형별 특성을 비교하고, 이러한 유형별 특성의 차이가 어떤 요인에 의해서 발생하는지를 살펴본다.

가. 펀드당 순자산가치

1) 유형별 순자산가치 추이

대체투자펀드의 펀드당 순자산가치는 유형에 따라 커다란 차이를 보이고 있다. <표 II-4>에 나타난 바와 같이 국내 부동산펀드와 해외 부동산펀드의 펀드당 순자산가치가 큰 것으로 나타난 반면 커머더티형펀드의 펀드당 순자산가치는 다른 유형에 비해 작은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 대체투자 유형별로 투자규모가 각기 다르기 때문이다.

연도별 추이를 보면 국내 부동산펀드의 펀드당 순자산가치는 2013년까지는 증가하였으나 이후에는 다소 감소하고 있다. 반면 해외 부동산펀드의 펀드당 순자산가치는 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있다. 국내 특별자산펀드의 펀드당 순자산가치는 2014년까지는 증가하였으나 이후에 감소하고 있고 해외 특별자산펀드는 2013년까지 증가하였으나 이후에 감소하였다.

이와 같이 대체투자펀드의 유형별 펀드당 순자산가치가 차이를 보이는 것은 유형별로 대체투자 대상의 규모가 각기 다르기 때문이다. 특히 부동산펀드의 경우에는 대규모 투자가 요구되기 때문에 다른 유형에 비해 펀드당 순자산가치가 큰 것으로 나타났다.

<표 II-4> 대체투자펀드의 펀드당 순자산가치 추이

(단위: 억원)

	국내 부동산형	국내 특별자산형	해외 부동산형	해외 특별자산형	커머더티 형	합계
2010	498	281	279	152	44	289
2011	551	269	254	159	43	286
2012	569	278	316	232	40	320
2013	569	324	398	272	33	364
2014	561	350	408	232	31	374
2015	539	347	485	216	53	377
2016	524	330	543	232	56	371
2017	505	330	529	211	57	355

주 : 수익률 자료가 발표되는 공사로, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치를 기준으로 저자가 계산

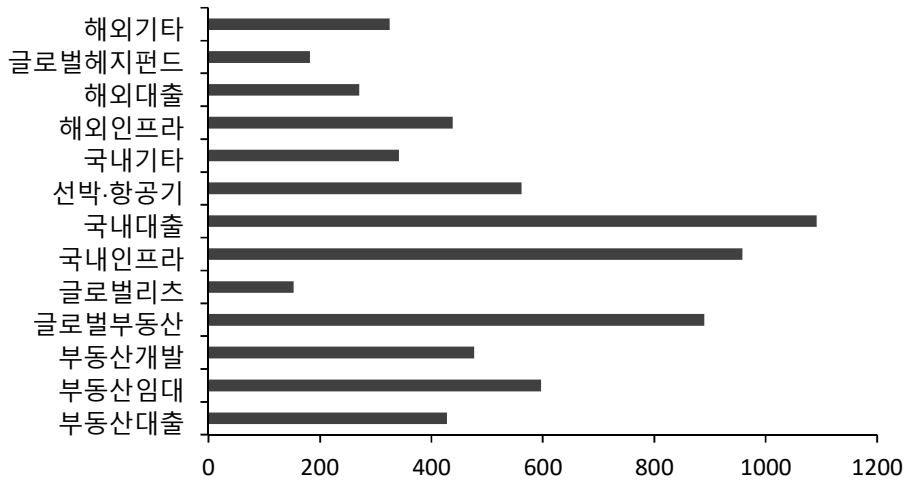
<그림 II-4>는 2016년 기준 대체투자펀드의 세부 유형별 펀드당 순자산가치를 나타내고 있다. 이를 살펴보면 국내대출, 국내인프라, 글로벌 부동산 등의 규모가 큰 것으로 나타난 반면 글로벌리츠, 글로벌헤지펀드의 펀드당 순자산가치는 다른 유형에 비해 작은 것으로 나타나고 있다.

국내 부동산펀드의 경우 부동산임대형펀드, 부동산개발형펀드, 부동산대출형펀드의 순서로 규모가 큰 것으로 나타나고 있다. 해외 부동산펀드의 경우에는 글로벌부동산펀드의 규모는 큰 것으로 나타난 반면 해외리츠형펀드의 규모는 작은 것으로 나타났다. 해외리츠형펀드의 규모가 작은 것은 다양한 지역의 해외리츠를 대상으로 재간접펀드 형태로 펀드가 설정되고 있기 때문이다.

특별자산펀드의 경우에도 세부 유형별로 펀드당 순자산가치의 차이가 큰 것으로 나타났다. 국내프로젝트대출과 국내인프라펀드의 펀드당 규모가 다른 유형에 비해 큰 것으로 나타났다. 이는 국내프로젝트대출과 국내인프라의 경우에는 다른 유형에 비해 규모가 큰 프로젝트에 투자를 하고

있기 때문이다. 한편 글로벌헤지펀드는 글로벌헤지펀드에 투자되는 재간접펀드로 다양한 트렌치 구조를 도입하거나 투자전략과 유형이 다양하기 때문에 펀드 단위당 규모가 비교적 작은 것으로 나타나고 있다.

<그림 II-4> 대체투자펀드의 세부 유형별 펀드당 순자산가치 비교
(단위: 억원)



주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 대체투자펀드의 2016년 기준 자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치를 기준으로 저자가 계산

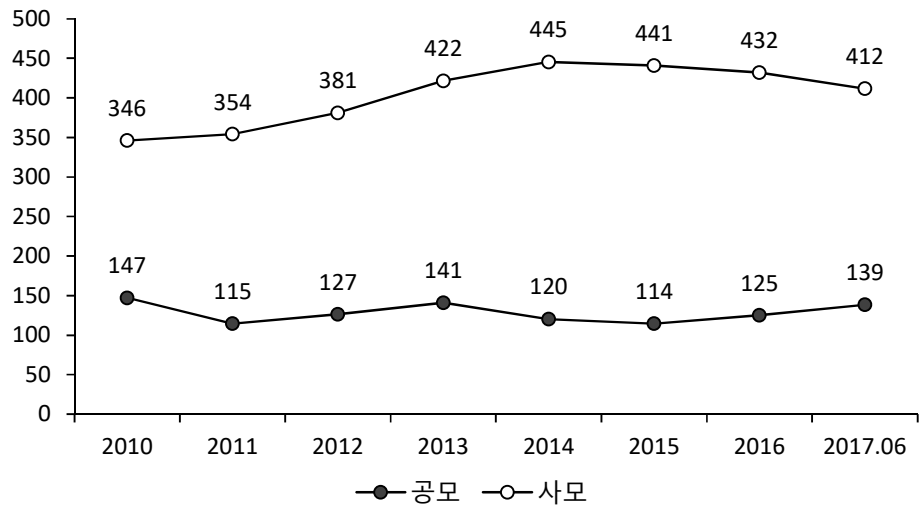
2) 모집방식에 따른 유형별 펀드당 순자산가치

대체투자펀드의 모집방식에 따른 펀드당 순자산가치를 보면 사모펀드의 펀드당 규모가 공모펀드에 비해 높은 것으로 나타났다. 사모 대체투자펀드의 펀드당 순자산가치는 350~450억원 내외를 기록하고 있는데 반해 공모펀드의 펀드당 순자산가치는 114~147억원을 기록하고 있다. 이와 같이 공모펀드와 사모펀드 간에 펀드당 순자산가치에 차이가 나는 것은 공모펀드와 사모펀드간의 펀드 세부 유형별 비중이 서로 다르기 때문이다. 즉 상대적으로 펀드규모가 큰 부동산펀드나 특별자산펀드의 경우 사모의

비중이 크기 때문에 공모펀드의 규모가 사모펀드에 비해 작은 것으로 나타나고 있다.

<그림 II-5> 대체투자펀드의 모집방식에 따른 펀드당 순자산가치 추이

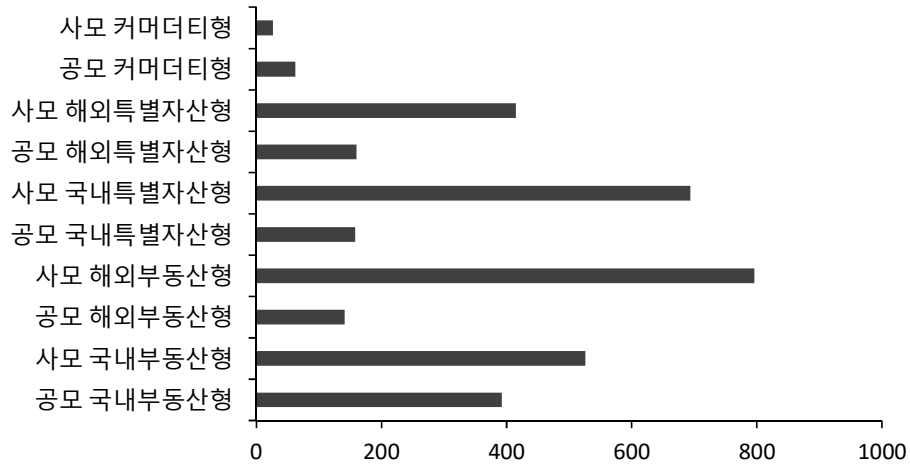
(단위: 억원)



주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치를 기준으로 저자가 계산

2016년도를 기준으로 유형별 공모펀드와 사모펀드의 규모를 비교해보면 해외 부동산형펀드와 국내 특별자산펀드의 경우 공모와 사모간의 차이가 크게 나타나고 있다(<그림 II-6> 참조). 이와 같은 결과는 국내 특별자산펀드의 경우 사회간접자본 민간투자와 같은 상대적으로 규모가 큰 펀드가 기관투자자를 대상으로 설정되기 때문이다. 최근 일반투자자를 대상으로 한 해외 부동산형펀드가 시범적으로 도입되었으나 규모가 큰 대부분의 펀드는 기관투자자를 대상으로 설정되었기 때문에 사모펀드의 규모와 공모펀드의 규모가 커다란 차이를 보이고 있다.

<그림 II-6> 유형별 공모펀드와 사모펀드의 펀드당 순자산가치 비교
(단위: 억원)



주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 대체투자펀드의 2016년 기준
자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치를 기준으로 저자가 계산

이상에서 살펴본 바와 같이 펀드의 단위당 순자산가치는 펀드의 설정 방식, 투자대상의 유형 등에 따라 그 규모가 각기 다른 모습을 보이고 있다. 펀드 유형별로는 대규모 자금모집이 필요한 국내 부동산펀드와 인프라펀드 등의 규모가 큰 것으로 나타났다. 또한 공모펀드와 사모펀드를 비교해보면 대부분의 유형에서 사모펀드의 규모가 큰 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 사모펀드의 경우 기관투자자를 대상으로 대규모 자금을 모집하는데 적합하기 때문이다.

나. 펀드의 신규설정

대체투자펀드는 투자대상의 여건, 투자자 선호 및 금융여건의 변화 등에 따라 유형별 비중이 변한다. 대체투자펀드의 신규설정 규모도 시장 여건과 투자자 선호에 따라 변하고 있으며, 특히 특정한 유형으로의 쏠림현

상이 발생하는 경우도 있다. 본 분석에서는 시장 여건의 변화에 따라 신규 대체투자펀드의 순자산가치⁸⁾와 펀드수의 변화 추이를 살펴본다.

1) 펀드의 신규설정 추이

대체투자펀드의 연도별 신설펀드수와 해당 펀드의 연도말 순자산가치의 추이는 <그림 II-7>과 같다.

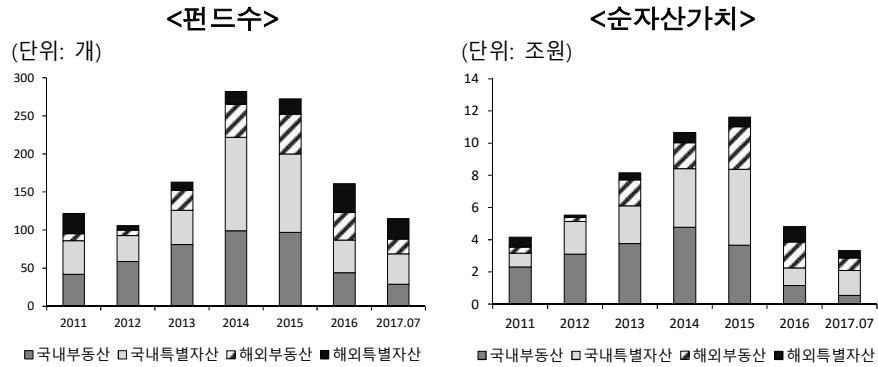
신설펀드수는 2012년 102개에서 지속적으로 증가하여 2014년에는 282개를 기록하였고, 이후에는 감소추세를 보여 2016년에는 161개로 줄었다. 펀드 유형별 추이를 보면 연도별로 유형별 신설펀드의 비중이 커다란 차이를 보이고 있다. 2012년부터 2014년까지는 국내 부동산펀드와 국내 특별자산펀드의 비중이 높게 나타나고 있다. 그러나 2015년부터는 해외부동산의 비중이 높게 나타나고 있다.

신설펀드의 연도말 기준 순자산가치 추이를 보면 2015년까지 증가하는 추세를 보였으나 2016년에는 전년에 비해 크게 감소하였다. 유형별 신설펀드의 순자산가치 비중을 보면 2011년부터 2014년까지는 국내 부동산펀드의 비중이 높게 나타났고, 2015년에는 국내 특별자산펀드의 비중이 가장 큰 것으로 나타났다. 한편 해외부동산의 경우에는 2013년부터 비중이 점진적으로 증가하고 있다.

이와 같이 대체투자펀드의 신규 설정은 연도에 따라 유형별 비중이 큰 차이를 나타내고 있다. 이는 연도별로 대체투자펀드의 투자대상 공급의 변동성이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다. 또한 대체투자에 대한 투자자의 선호도 연도별 비중의 변화에 영향을 미친 것으로 보여진다.

8) 대체투자펀드의 신규설정된 펀드를 기준으로 신설펀드수와 설정연도의 연도말 순자산가치를 기준으로 신설펀드의 추이를 분석한다.

<그림 II-7> 연도별 신설펀드 추이

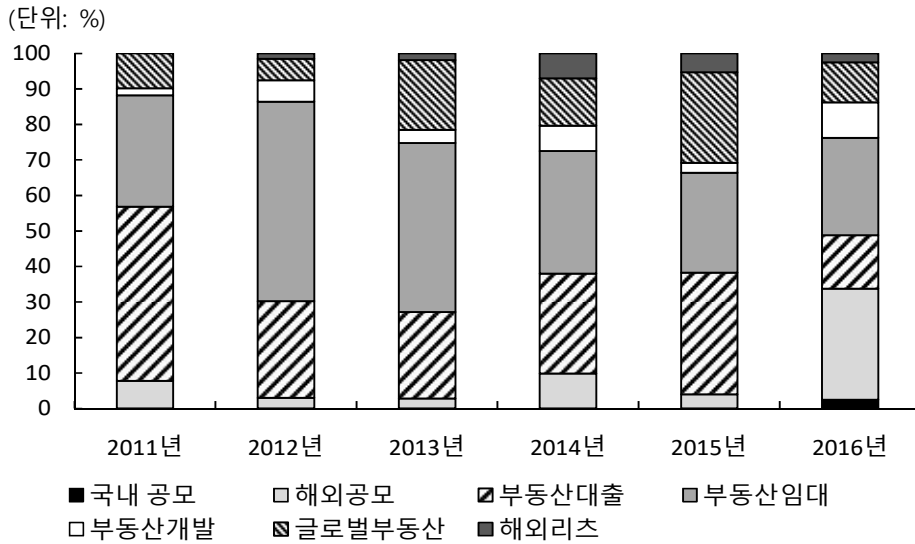


주 : 수익률 자료가 발표되는 공사로, 국내외 대체투자펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로 자료를 기준으로 저자가 계산

2) 세부 유형별 신규설정 추이

<그림 II-8>은 부동산펀드의 세부 유형별 신규설정 추이를 나타내고 있다. 펀드수를 기준으로 보면 2012년부터 2013년까지는 사모 부동산 임대형펀드의 신규 도입이 크게 증가하였고, 2014년부터 2015년에 걸쳐 신규 부동산대출형펀드의 수가 크게 늘어났다. 2013년부터는 신규 글로벌부동산형펀드의 수가 늘어나는 추세를 보여 2015년에 높은 비중을 차지하고 있다. 한편 2016년에는 해외 공모부동산펀드의 신규 도입 건수가 크게 증가하였다. 국내 공모펀드는 2015년까지는 신규 도입 건수가 거의 없었으나 2016년부터 공모 국내 부동산펀드의 신규 도입이 이루어지고 있다.

<그림 II-8> 유형별 신규설정 부동산펀드수 비중 추이



주 : 수익률 자료가 발표되는 공사로, 국내외 부동산펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 자료를 이용하여 저자가 계산

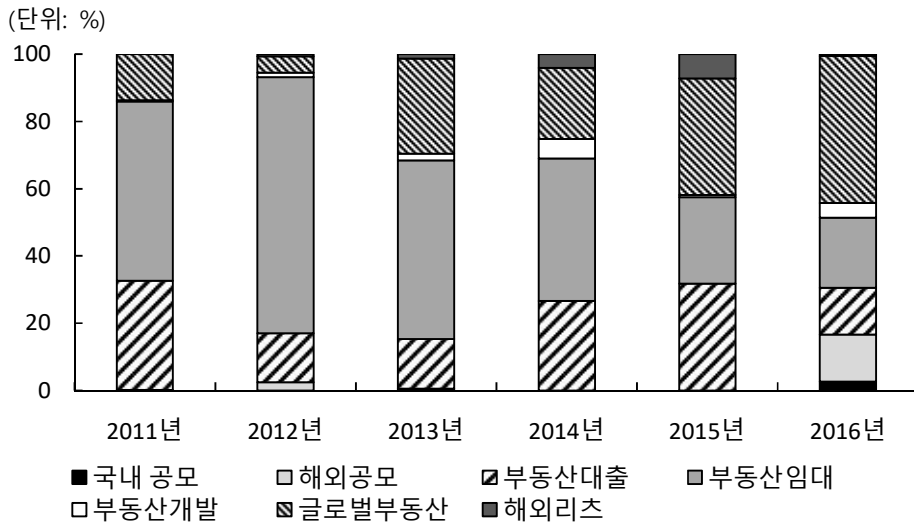
이와 같이 부동산펀드의 세부 유형별 신설펀드수의 비중은 커다란 변화를 나타내고 있다. 특히 일부 유형의 경우에는 특정연도에 비중이 크게 증가하는 쏠림현상을 보이기도 한다.

<그림 II-9>는 부동산펀드의 세부유형별로 신규설정펀드의 순자산가치 비중 추이를 나타내고 있다. 신규로 설정된 부동산펀드의 순자산가치는 시점별로 특정 유형의 비중이 높아지는 모습을 보이고 있다. 세부 유형별로 보면 2012년에는 사모 부동산임대형펀드의 비중이 크게 증가하였고 이러한 추세는 2014년까지 지속되었다. 또한 2015년부터 신규 글로벌 부동산형펀드의 비중이 크게 늘어나고 있다. 사모 부동산대출의 경우에는 2013년까지 그 비중이 하락하다가 2014년부터 다소 증가하고 있다. 2016년에는 공모 해외 부동산펀드가 신규로 설정되고 있다.

이상의 결과를 종합해보면 2012년부터 안정적인 현금흐름이 기대되는 부동산임대형펀드의 신규설정이 증가하다가 국내 부동산경기 둔화 및 신

규 상업용건물 공급 위축에 따라 국내부동산에 대한 신규투자가 줄어드는 대신 글로벌부동산형펀드의 신규설정이 크게 증가하였다. 또한 2016년에는 공모 부동산펀드의 신규설정이 이루어지고 있고 글로벌부동산의 비중도 더욱 증가하고 있다. 이와 같이 부동산펀드시장은 부동산시장의 여건과 투자자 선호의 변화에 따라 신규펀드 도입에 있어 특정 시기별로 쏠림 현상이 나타나고 있음을 관찰할 수 있다.

<그림 II-9> 유형별 신규설정 부동산펀드의 순자산가치 비중 추이

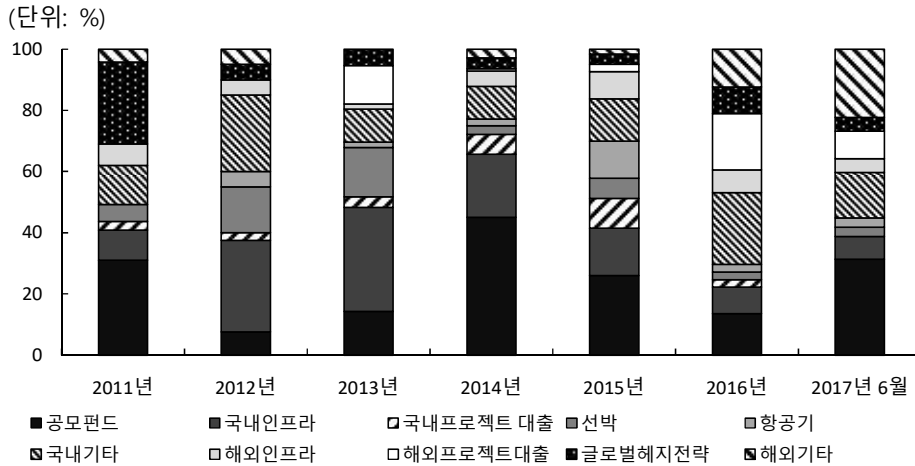


주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 부동산펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치 자료를 이용하여 저자가 계산

<그림 II-10>은 특별자산펀드의 세부 유형별 신규설정펀드수의 비중 추이를 나타내고 있다. 유형별 신규설정펀드수의 비중은 연도별로 커다란 변화를 보이고 있다. 2012년부터 2014년까지는 국내 인프라펀드의 신규도입 비중이 가장 높게 나타났으나 2013년을 정점으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 한편 2014년부터 2015년에 걸쳐 공모 특별자산펀드의 신규설정이 크게 늘어났다. 이에 따라 2014년에는 공모 특별자산펀드의 신규설정 비중이

인프라펀드에 비해 높게 나타나고 있다. 2014년의 공모펀드의 신규도입이 증가한 것은 다수의 글로벌헤지전략형펀드가 설정되었기 때문이다. 2015년에는 항공기펀드 도입건수가 크게 늘어났다. 2012년 처음 도입된 항공기펀드는 이후 2015년에는 다양한 자산운용사가 항공기펀드의 신규설정을 추진하여 발행건수가 크게 증가하였다. 2016년에는 주로 해외펀드와 공모펀드 및 사모 국내기타펀드의 신설건수가 늘어나고 있다.

<그림 II-10> 유형별 신규설정 특별자산펀드수 비중 추이

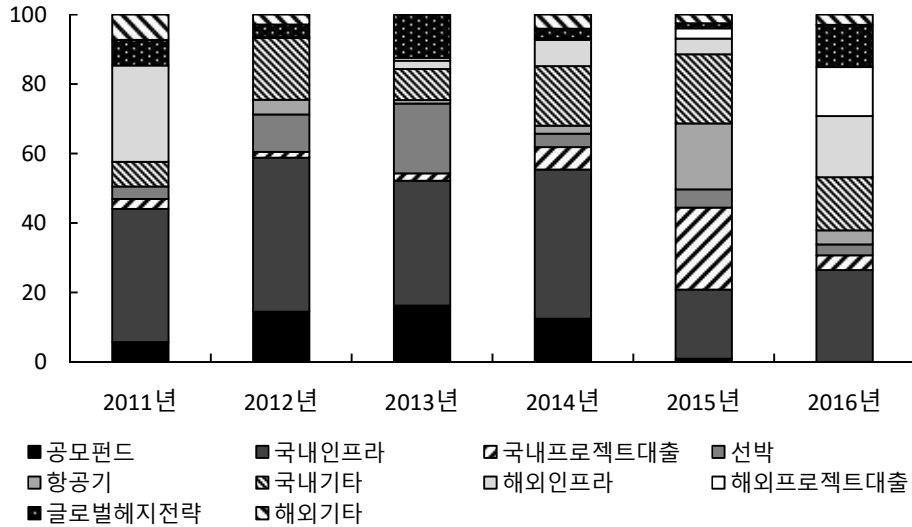


주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 특별자산펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 자료를 이용하여 저자가 계산

<그림 II-11>은 새롭게 설정된 특별자산펀드의 세부 유형별 순자산가치의 비중 추이를 나타내고 있다. 연도별 주요 투자대상의 비중 변화를 살펴보면 2010년부터 2014년에 걸쳐 국내 인프라펀드의 비중이 높게 나타났으나, 2015년부터 그 비중이 크게 줄어들었다. 2015년에는 국내 프로젝트대출펀드와 항공기펀드의 비중이 크게 늘어났다. 동기간 전체 신설펀드 순자산가치에서 국내 프로젝트대출펀드가 차지하는 비중은 23.5%, 항공기펀드는 19.0%를 기록하고 있다. 한편 2016년에는 국내 인프라펀드, 해외 인프라펀드의 비중이 다시 증대하였다.

<그림 II-11> 유형별 신규설정 특별자산펀드의 순자산가치 비중 추이

(단위: %)



주 : 수익률 자료가 발표되는 공사모, 국내외 특별자산펀드 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로의 순자산가치 자료를 이용하여 저자가 계산

이와 같이 특별자산펀드의 연도별 신설 추이를 보면 특정한 부문에 대한 쏠림현상이 두드러지게 나타나고 있다. 부문별로 보면 인프라펀드와 프로젝트 대출펀드는 해당 부문의 공급이 확대·축소되는 사이클에 따라 신규설정이 높은 변동성을 나타내고 있다. 한편 항공기펀드는 투자은행과 자산운용사가 새로운 상품구조를 도입하여 투자가 활성화된 대표적인 사례이다. 항공기펀드는 2012년 새롭게 도입되어 투자자의 관심이 증대하자 이후에 많은 자산운용사가 경쟁적으로 항공기펀드를 도입하고 있다. 선박펀드는 선박펀드제도의 도입으로 2012~2013년 펀드 신규 부문에서 높은 비중을 차지하였으나 이후 해운경기 하락에 따라 신설펀드 도입이 크게 위축되었다.

다. 대체투자펀드의 존속기간

일반적인 공모펀드는 대부분 존속기간을 두지 않는 개방형펀드로 설정되지만 대체투자펀드는 존속기간이 존재하는 폐쇄형펀드로 도입되는 경우가 많다. 제로인의 펀드닥터프로에서는 개별 펀드의 존속기간 정보가 제공되지 않고 있다. 이에 따라 본 연구에서는 분석대상 표본자료와 금융감독원의 집합투자등록부 자료를 결합하여 2016년 기준 대체투자펀드의 존속기간 자료를 구축하여 펀드 유형별 존속기간을 살펴보았다.

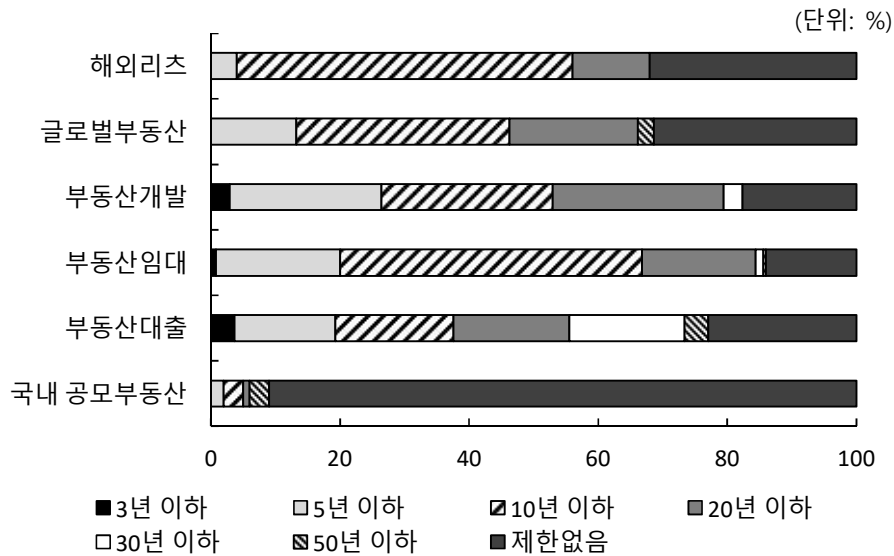
1) 부동산펀드

<그림 II-12>는 부동산펀드의 유형별 존속기간의 분포를 나타내고 있다. 이를 모집방식에 따라 살펴보면 공모펀드는 91.0%가 존속기간이 존재하지 않는 개방형펀드로 설정되어 있는 반면 사모펀드의 경우 존속기간이 존재하지 않는 펀드의 비중이 낮다.

사모 부동산펀드의 유형별 존속기간 분포를 살펴보면 5년 이하의 존속기간을 지닌 펀드의 비중은 부동산개발형펀드(26.5%)가 가장 높고, 다음으로 부동산임대형펀드(20.0%), 부동산대출형펀드(19.4%) 및 글로벌부동산형펀드(13.2%)의 순으로 나타나고 있다. 부동산개발형펀드는 개발기간 동안에 자금을 지원하고 부동산 개발이 완료되면 투자비용을 회수하는 구조를 도입하기 때문에 단기 존속기간의 비중이 높다. 그러나 부동산임대형펀드와 부동산대출형펀드의 단기 존속기간 비중은 일반적인 예상과는 다른 결과를 보이고 있다. 일반적으로 부동산임대형펀드의 경우 상업용부동산에 투자하고 임대료 수입을 통해 수익을 거두고 시장상황에 따라 부동산을 매각하여 자본이득을 거두는 구조를 도입한다. 이에 따라 부동산임대형펀드의 존속기간은 부동산대출형펀드에 비해 장기일 것으로 예상되었다. 그러나 세부 유형별 존속기간의 분포를 보면 부동산임대형펀드의 단기 존속기간의 비중이 부동산대출형펀드에 비해 높게 나타나고 있다.

이와 같은 결과가 나온 원인은 두 가지 측면에서 추론해 볼 수 있다. 첫째는 부동산펀드의 세부적인 특성을 반영한 분류체계를 도입하지 않은 분류체계상의 오류가 존재할 가능성이 있다. 국내 부동산펀드의 세부 분류체계는 대상 부동산에 대한 투자스타일과 부동산의 현금흐름 발생구조에 근거하지 않고 부동산에 대한 주된 투자방식에 따른 체계를 도입하고 있다. 이로 인하여 펀드의 분류체계 오류가 존속기간 비중에 영향을 미쳤을 가능성이 있다. 둘째는 투자대상의 현금흐름을 충분히 반영하지 않고 존속기간을 설정했을 가능성이 있다. 즉 펀드구조를 설계하면서 목표하는 회수기간을 기준으로 존속기간을 설정하지 않았거나 현금흐름을 반영하지 않고 장기의 존속기간을 설정했을 가능성도 있다.

<그림 II-12> 부동산펀드의 유형별 존속기간 분포



주 : 2016년 제로인의 펀드닥터프로의 수익률이 제공되는 부동산펀드 기준
 자료: 제로인의 펀드닥터프로와 금융감독원 자료를 이용하여 저자가 계산

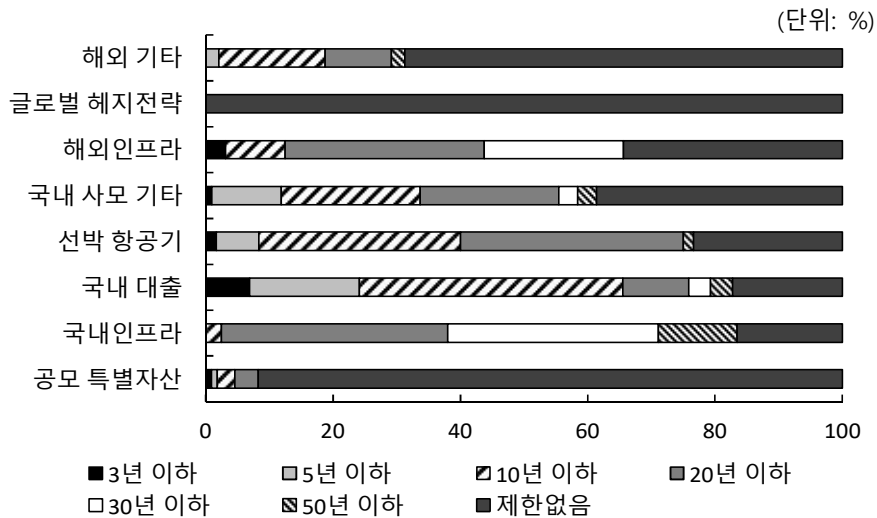
2) 특별자산펀드

<그림 II-13>은 2016년 현재 운용되고 있는 특별자산펀드의 존속기간 분포를 나타내고 있다. 특별자산펀드의 존속기간은 자산유형별로 커다란 차이를 보이고 있다. 공모펀드의 경우에는 부동산펀드와 마찬가지로 존속기간을 두지 않는 구조로 발행하는 비중이 높다.

자산유형별로 존속기간 분포를 살펴보면 국내 인프라펀드의 경우에는 10년 이상의 장기 존속기간으로 발행되는 경우가 대부분인 반면 프로젝트 대출의 경우에는 10년 이하의 비중이 높다. 선박·항공기 펀드는 5~20년의 존속기간의 비중이 높게 나타나고 있다. 해외 인프라펀드의 경우에도 10년 이상의 장기 존속기간의 비중이 대부분을 차지하고 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 투자대상의 유형에 따라 펀드의 존속기간은 커다란 차이를 보이고 있다. 특히 상대적으로 장기투자가 요구되는 인프라펀드의 경우에는 10년 이상의 장기 존속기간으로 설정되는 경우가 대부분이다.

<그림 II-13> 특별자산펀드의 유형별 존속기간 분포



주 : 2016년 제로인의 펀드닥터프로의 수익률이 제공되는 특별자산 기준
 자료: 제로인의 펀드닥터프로와 금융감독원 자료를 이용하여 저자가 계산

4. 소결

이상과 같이 대체투자펀드의 특성을 분석한 결과 대체투자펀드는 다음과 같은 특성을 지니는 것으로 나타났다.

대체투자펀드가 전통적인 투자안에 비해 높은 수익을 제공할 것이라는 기대로 인하여 최근 대체투자펀드의 수탁고가 지속적으로 증가하고 있다. 대체투자펀드의 모집방식별 비중을 보면 사모펀드의 비중이 크게 나타나고 있다. 이는 대체투자펀드가 전문투자자의 대체투자를 위한 투자기구로 주로 사용되고 있기 때문이다. 이러한 결과는 대체투자펀드가 일반 투자자의 투자대상을 확대하는 수단으로 활용되기 보다는 기관투자자의 맞춤형 투자수단으로의 기능을 주로 하고 있다는 것으로 해석된다. 한편 대체투자펀드의 사모 비중이 높은 현상은 대체투자펀드시장의 투명성이 낮다는 결과를 초래하고 있다. 사모펀드는 개별 투자자에게만 정보가 제공되기 때문에 개별 투자안의 내용과 운용수수료, 투자성과 등에 대한 정보가 시장에 제공되지 않으며 이로 인하여 대체투자펀드의 전반적인 투명성은 낮다고 볼 수 있다.

지역별 대체투자펀드의 수탁고를 보면 해외 대체투자펀드의 비중이 증가하고 있다. 이는 국내 기관투자자들이 금융시장과의 연관성이 낮고 다양한 투자가 가능한 해외대체투자시장에 대한 관심이 증가하였고, 투자은행과 자산운용사가 다양한 해외대체투자 상품을 적극적으로 개발한 데에 기인한다. 대체투자펀드의 해외 비중이 증가하는 것은 투자다변화를 통해 수익률의 대체효과를 거둘 수 있다는 긍정적인 측면이 존재한다. 반면 해외대체투자펀드의 비중이 증가함에 따라 기관투자자의 외환위험 노출이 증가하고, 운용비용도 증가한다는 부정적인 측면도 존재한다.

유형별 대체투자펀드의 특성을 살펴보면 펀드당 순자산가치, 신설펀드의 비중 및 존속기간 등에 있어 펀드의 세부 유형별로 커다란 차이를 보이고 있다.

펀드 유형별 펀드당 순자산가치는 유형별, 모집방식별로 커다란 차이

를 보이고 있다. 이러한 차이는 개별 투자대상의 투자규모 차이가 가장 큰 요인으로 작용하고 있다. 이와 더불어 펀드구조도 펀드당 순자산가치에 영향을 미치는 요인이 된다. 예를 들어 재간접펀드 구조나 다양한 트랜치를 도입한 펀드의 경우에는 펀드당 순자산가치가 상대적으로 작다. 펀드당 순자산규모는 펀드의 운용효율성에 영향을 줄 가능성이 있다. 펀드 규모가 큰 경우 규모의 경제로 인하여 운용비용이 절감되는 효과를 보일 수 있기 때문이다.

대체투자펀드의 신규설정 추이를 보면, 연도에 따라 유형별 비중에 커다란 차이를 보이고 있다. 특히 일부 유형의 대체투자펀드는 특정 연도에 펀드설정이 크게 증가하는 쏠림현상도 나타나고 있다. 이러한 쏠림현상은 특정한 프로젝트의 자금수요가 증가하는 경우에 일반적으로 발생한다. 그러나 국내의 경우에는 자산운용사간의 과도한 경쟁이 쏠림현상을 초래하는 경우도 있다. 예를 들어 투자자들이 특정한 유형의 대체투자를 선호하는 경우 자산운용사들이 경쟁적으로 유사한 상품을 도입하는 사례가 빈번히 발생한다. 또한 한 자산운용사가 특정한 상품개발에 성공하면 다른 자산운용사가 이를 쫓아서 유사한 투자상품을 도입하는 경우도 발생하고 있다. 이러한 쏠림현상은 해당 부문에 자금공급을 경쟁적으로 증가시켜 수익성에 악영향을 미칠 가능성이 있다. 상업용부동산에 대한 과도한 투자는 공실을 증가시키거나 임대료를 낮추어 수익성을 악화시키는 요인으로 작용하는 것이 대표적인 예라고 볼 수 있다.

대체투자펀드는 일반 펀드와는 달리 펀드 설정시 존속기간을 두는 경우가 많다. 사모 부동산펀드는 78.8%가 존속기간을 설정하고 있고, 사모 특별자산펀드는 68.8%가 존속기간을 두고 발행하고 있다. 한편 존속기간의 분포는 투자대상의 특성에 따라 세부 유형별로 커다란 차이를 보이고 있다.

이와 같이 대체투자펀드는 투자대상에 따라 다양한 특성을 지니고 있다. 이는 투자대상별로 투자규모, 만기, 현금흐름방식 등이 다르고 이를 감안하여 투자대상의 특성에 따라 대체투자펀드가 설계되었기 때문이다. 따라서 이러한 대체투자펀드의 다양성이 성과에 영향을 미칠 가능성이 있다.

Ⅲ. 대체투자펀드의 수익률 분석

1. 대체투자펀드의 성과측정
2. 대체투자펀드의 수익률 추이 분석
3. 세부 유형별 수익률 분석
4. 세부 유형별 수익률 분포 분석
5. 설정 이후 수익률 추이 분석
6. 소결

Ⅲ. 대체투자펀드의 수익률 분석

1. 대체투자펀드의 성과측정

대체투자펀드의 투자성과를 평가하기 위해서는 투자대상의 가치와 현금흐름 예측에 근거하여 미래의 위험요소를 반영한 가치평가모형이 도입되어야 한다. 그러나 대체투자펀드는 다양한 요인으로 인하여 정확한 투자성과 측정에 제약이 존재한다. 대체투자펀드는 투자유형에 따라 가치평가 및 현금흐름 구조가 모두 다르다. 또한 투자대상이 성과를 거두기까지 장기의 기간이 소요되고 다양한 외부요인에 의해 투자가치가 변화할 수 있다. 이러한 불확실성으로 인하여 상당부분의 대체투자펀드는 운용기간 수익률과 해산시 수익률간에 차이가 존재한다. 또한 대체투자펀드는 대부분 사모로 발행되기 때문에 운용기간이 완료된 이후의 성과에 대한 정보 접근성이 낮은 상황이다.

이러한 제약에도 불구하고 대체투자의 운용기간 중 수익률은 대체투자의 성과를 평가하고 위험을 파악하며 신규 대체투자를 검토하는데 매우 중요한 지표로 활용될 수 있다.

펀드의 성과는 다양한 지표를 통해 측정된다. 일반적으로 사용되는 펀드의 성과지표는 동일한 유형의 벤치마크 대비 초과수익률을 사용한다. 이외에도 시장변화에 대한 펀드수익률의 민감도를 나타내는 베타, 펀드의 위험 한단위에 대한 초과수익을 나타내는 샤프지수, 체계적 위험 단위당 무위험 초과수익률을 나타내는 트레이너지수, 펀드의 수익률이 균형상태에서의 수익률보다 얼마나 높은지를 나타내는 지표인 쟈센 알파 등이 성과측정지표로 사용된다.

그러나 대체투자펀드의 경우 투자대상이 다양하고 유형별 펀드구조가 각기 다르기 때문에 적합한 벤치마크 도입에 제약이 존재한다. 벤치마크가 적절하게 설정되지 않은 경우 성과평가에 왜곡을 가져올 가능성도 있다.

장기의 절대수익을 추구하는 투자목적에 감안할 때 벤치마크 대비 초과 수익률이나 제반 다른 성과측정지표보다는 펀드의 절대수익률을 기준으로 펀드의 성과를 평가하는 것이 유용할 수 있다. 이러한 점을 감안하여 사모펀드들은 벤치마크 대비 초과수익률을 사용하기 보다는 내부수익률(Internal Rate of Return: IRR), 투자배수, PME(Public Market Equivalents) 등의 지표를 주로 사용하고 있다.⁹⁾ 그러나 모든 대체투자펀드에 대하여 다양한 성과지표를 구하는 것에 현실적인 제약이 있다. 따라서 일반적으로 사모펀드의 성과는 기간수익률을 주로 사용한다.

펀드평가사가 제공하는 펀드의 기간수익률은 특정한 기간 동안의 기준가 등락률을 사용하여 수익률을 계산한다. 대체투자펀드는 기초자산의 시장가격이 존재하지 않는 경우가 많기 때문에 자산운용사가 펀드의 현금흐름 및 투자대상의 가격을 반영한 펀드의 가격정보를 제공하고, 이러한 가격정보에 근거하여 수익률을 산출한다. 일반적으로 대체투자펀드는 이자 및 배당에 의한 현금흐름 이외에 투자대상의 가치가 투자성과에 영향을 미칠 가능성이 높다. 이에 따라 자산운용사들은 투자기간 동안 적어도 연간 1회 이상 투자안에 대한 실사를 실시하고 이를 수익에 반영한다. 따라서 대체투자펀드의 장기 기간수익률은 투자대상의 가치변화를 어느 정도 반영한 수익률이라고 볼 수 있다.

이에 본 연구에서는 부동산펀드, 특별자산펀드와 같은 실물형 대체투자펀드¹⁰⁾를 대상으로 제로인에서 제공하는 개별펀드¹¹⁾의 장기수익률을 이용하여 대체투자펀드의 성과를 분석한다. 개별펀드의 성과지표로 장기수익률을 사용하기 때문에 본 연구는 설정 이후 2년 이상 경과한 순자산 가치 50억원 이상의 펀드를 대상으로 수익률 분석을 실시한다.

9) 사모펀드 성과측정에 대한 자세한 논의는 오세경 외(2016)를 참조하기 바란다.

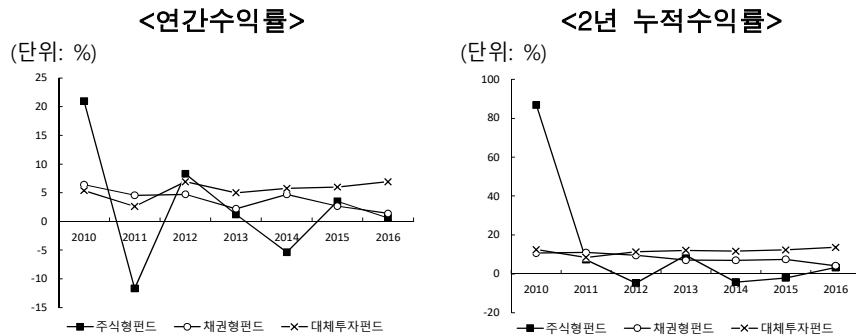
10) 본 수익률 분석에서는 파생상품이 다수 포함된 커머더티펀드를 분석대상에서 제외하였다.

11) 제로인의 펀드자료는 동 연구가 정의하는 대체투자펀드별로 기관투자자의 단독사모(전문투자형사모)펀드를 포함한 대체투자펀드 전반의 펀드특성 자료와 수익률 자료를 제공하고 있다. 다만 개별 자산운용사가 운용수익률 정보를 제공하지 않는 대체투자펀드의 자료는 제공하고 있지 않다.

2. 대체투자펀드의 수익률 추이 분석

일반적으로 대체투자펀드 투자자들은 대체투자펀드가 채권에 비해 높은 수익을 제공하고 주식에 비해서는 낮은 변동성을 나타낼 것을 기대하고 투자를 한다. 대체투자펀드의 평균 수익률을 다른 유형의 펀드와 비교해 보면 일부 기간을 제외하고 이러한 투자자의 기대에 부응하는 실적을 거두고 있다. 대체투자펀드의 평균 수익률은 주식형펀드에 비해 연도별 변동성이 낮은 것으로 나타나고 있다. 채권형펀드와 비교해보면 2010년과 2011년에는 채권형펀드가 대체투자펀드에 비해 높은 수익률을 기록하였으나 이후에는 채권형펀드의 수익률이 하락하여 대체투자펀드에 비해 지속적으로 낮은 수익률을 기록하고 있다. 이와 같이 대체투자펀드는 일부 기간을 제외하고 주식형펀드에 비해 변동성이 낮고, 채권형펀드에 비해 높은 수익성을 보이고 있다. 또한 대체투자펀드의 수익률은 2013년 이후 완만하게 상승하는 추세를 나타내고 있다.

<그림 Ⅲ-1> 펀드의 유형별 수익률 추이



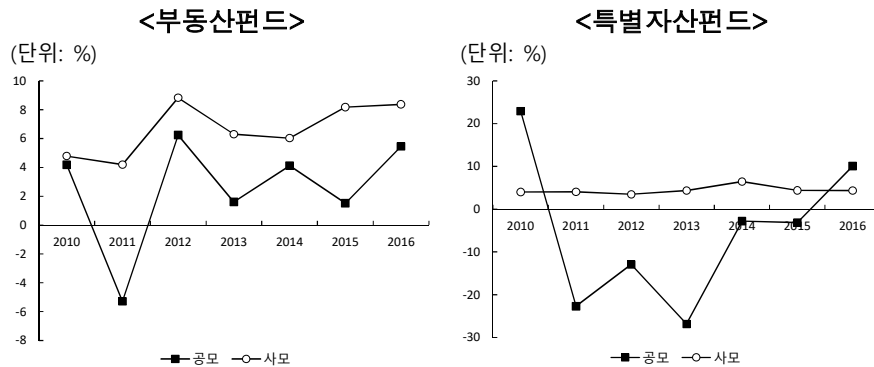
- 주 : 1) 주식형수익률은 공모주식형펀드 전체의 평균 수익률
 2) 채권형수익률은 공모채권형펀드 전체의 평균 수익률
 3) 대체투자펀드는 2년이상 경과한 펀드의 평균 수익률

자료: 제로인 펀드닥터프로

대체투자펀드의 수익률은 모집방식에 따라 차이를 보이고 있다. <그림 Ⅲ-3>에서와 같이 부동산펀드는 모든 기간에 걸쳐 사모펀드 수익률이 공모펀드 수익률에 비해 높게 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 사모부동산펀드와 공모부동산펀드의 세부 유형별 구성에 차이가 존재하기 때문이다. 부동산펀드는 대부분 사모 위주로 모집이 이루어진 상황에서 일부 공모방식으로 모집된 해외리츠 및 국내 대출형부동산펀드의 수익률이 사모로 발행된 부동산펀드에 비해 저조한 실적을 기록했기 때문이다.

특별자산펀드의 공모와 사모의 수익률 추이를 살펴보면, 사모 특별자산펀드의 수익률은 안정적인 추이를 보이고 있는데 반해 공모 특별자산펀드의 수익률은 연도별로 높은 변동성을 보이고 있다. 특히 공모 특별자산펀드는 2011년부터 2015년까지 손실을 기록하고 있다. 이와 같은 결과는 공모 특별자산펀드가 특정한 부문에 집중된 상황에서 해외자원개발펀드와 같은 공모의 비중이 큰 특별자산펀드에서 손실이 발생하였기 때문이다.

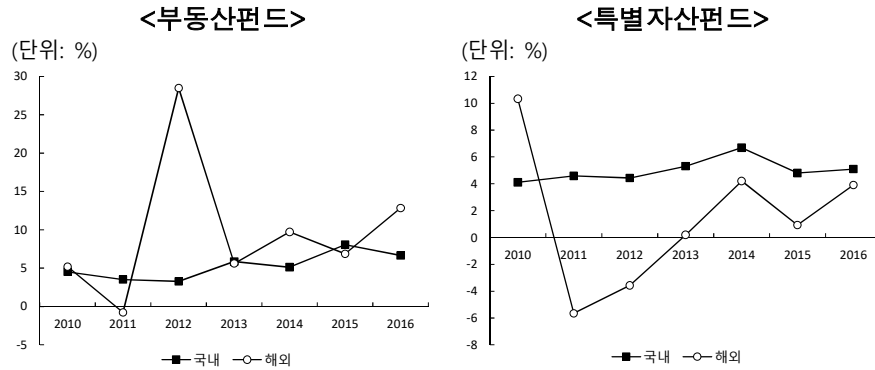
<그림 Ⅲ-3> 공사모 대체투자펀드의 유형별 수익률 추이



주 : 펀드 유형별 금액가중평균수익률 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로 자료를 이용하여 저자가 계산

국내와 해외로 구분한 대체투자펀드의 유형별 추이를 살펴보면 국내 부동산펀드는 안정적인 수익률을 기록하고 있는데 반해 해외 부동산펀드는 상대적으로 변동성이 높게 나타나고 있다. 특별자산펀드의 경우 국내 펀드는 안정적인 수익률을 나타낸 반면 해외펀드는 상대적으로 저조한 실적을 기록하고 있다. 이와 같이 해외 특별자산펀드의 실적이 저조한 것은 동 유형에 포함된 해외자원펀드가 대규모 손실을 기록하였기 때문이다.

<그림 III-4> 국내외 대체투자펀드의 유형별 수익률 추이



주 : 금액가중평균수익률 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로 자료를 이용하여 저자가 계산

3. 세부 유형별 수익률 분석

대체투자는 투자대상, 투자구조, 상품설계구조, 만기, 지불순위, 회수방식 및 자산운용사의 자산관리능력 등에 따라 다른 성과를 낼 가능성이 높다. 국내 대체투자펀드는 부동산펀드, 특별자산펀드, 커머더티펀드와 같은 대분류체계 하에서 투자지역, 투자구조, 모집방식의 측면에서 세부 유형 분류를 하고 있다. 대체투자펀드의 투자특성을 반영한 세부 분류체계가

마련되어 있다면 각 유형별로 수익패턴이 유사한 모습을 보일 가능성이 있다. 본 연구에서는 대체투자펀드의 세부 유형별로 수익률 추이와 분포의 특성을 살펴본다.

가. 부동산펀드

국내 부동산펀드는 투자대상에 따라 부동산대출형, 부동산임대형, 부동산개발형으로 구분된다. 해외 부동산펀드는 해외리츠형펀드와 글로벌부동산형펀드로 구분하고 있다. <그림 III-5>는 부동산펀드의 유형별 평균수익률 추이를 나타내고 있다.

세부 유형별 수익률 특성을 살펴보면, 국내 부동산임대형펀드는 안정적으로 높은 수익률 추이를 보이고 있으며 특히 2012년 이후 수익률이 지속적으로 상승하고 있다. 이는 자산운용사들이 수익성이 높은 상업용건물을 대상으로 부동산임대형펀드를 설정하고 있기 때문이다. 이에 따라 최근 부동산임대형펀드에 대한 수요가 증가하고 있다.

그러나 이러한 임대형부동산에 대한 투자자의 경쟁적 수요 증가는 임대형부동산펀드의 수익률을 하락시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 주요 대체투자 설문조사 자료에 따르면 최근 글로벌부동산형펀드의 수익률이 하락하는 추세를 보이고 있음을 보고하고 있다. 이와 같이 글로벌부동산펀드의 수익률이 하락하는 것은 안정적인 임대수익을 제공하는 상업용부동산에 대한 대체투자 수요가 증대함에 따라 프라임 상업용건물의 가격이 상승하는 반면 임대율은 하락하는 추세를 보이고 있기 때문이다. 국내의 경우 2016년까지 임대형부동산펀드가 비교적 높은 수익률을 기록하고 있지만 상업용부동산에 대한 투자수요가 증가하고, 공실률이 상승할 경우 임대형부동산펀드의 수익률이 하락할 가능성도 있다.

부동산대출형펀드의 수익률은 비교적 안정적인 추이를 보이고 있으나 부동산임대형펀드에 비해서는 낮은 수익률을 나타내고 있다. 이와 같은

결과는 일부 부동산대출의 부실화 요인과 부동산 대출금리 하락의 요인이 복합적으로 작용하였기 때문으로 보인다.

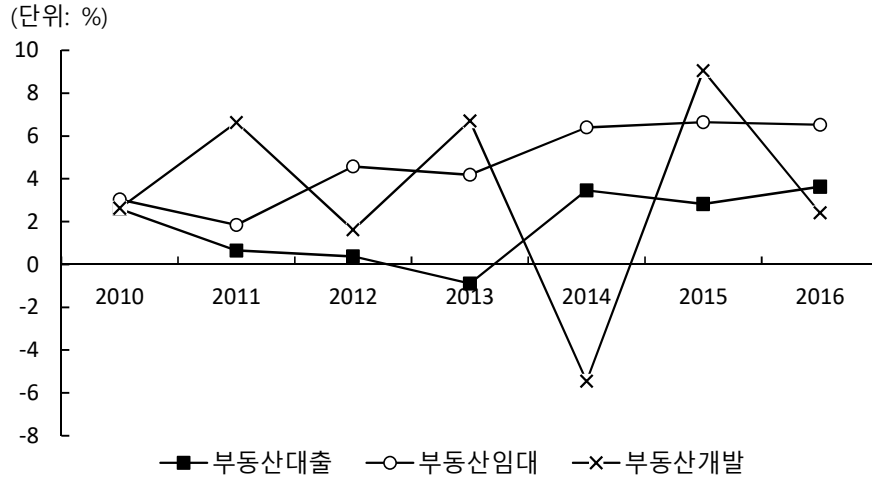
부동산개발형펀드의 경우에는 다른 유형의 부동산펀드에 비해 높은 변동성을 보이고 있으며, 특히 2014년에는 음(-)의 수익률을 기록하기도 하였다. 이와 같이 부동산개발형펀드의 수익률의 변동성이 높은 것은 부동산경기애 따라 부동산개발사업 성과의 변동성이 높기 때문이다. 한편, 국내 부동산개발사업에서 펀드를 통한 자금조달의 비중은 높지 않다. 부동산개발 사업의 경우 건설위험과 분양위험을 지니고 있고 펀드구조의 경우 개발사업에 대한 적극적인 모니터링에 제약이 존재하기 때문이다.

글로벌부동산형펀드는 연도별로 비교적 안정적인 수익률 추이를 보이고 있다. 2014년에 일시적으로 수익률이 하락하였으나 이후에는 수익률이 상승하고 있다. 펀드의 세부적인 투자대상에 관한 자료획득이 어렵기 때문에 글로벌부동산형펀드가 구체적으로 어떤 유형에 투자하는지는 파악하기가 어렵다. 그러나 연도별 수익률 변동성이 상대적으로 낮게 나타나는 추세로 보아 글로벌부동산형펀드가 위험이 낮은 코아형이나 코아플러스에 주로 투자하고 있음을 파악할 수 있다.

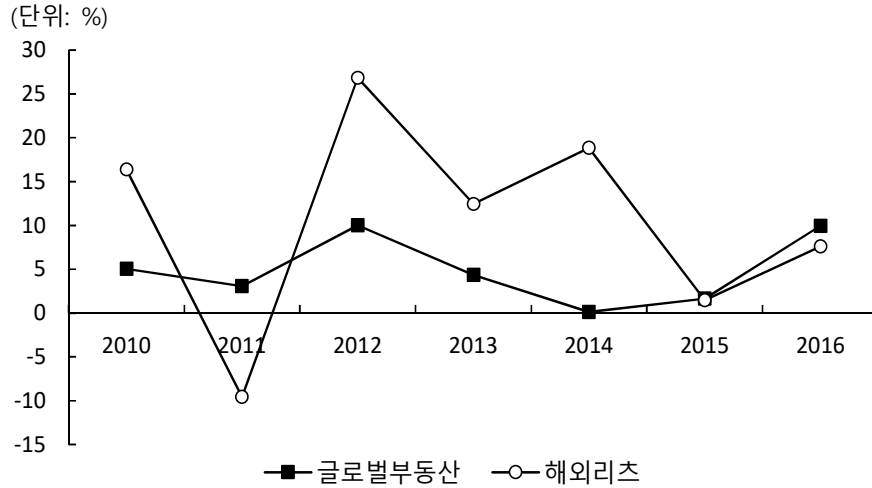
반면 해외리츠형펀드의 경우 연도별로 수익률의 변동성이 높게 나타나고 있으며 특히 2011년에는 음(-)의 수익률을 기록하고 있다. 이와 같이 해외리츠형펀드의 수익률 변화가 큰 것은 시기별, 지역별로 투자대상 부동산 경기의 변동에 따라 리츠의 배당수익률이 차이를 보이는 데에 기인한다. 특히 2011년과 2015년의 경우 해외리츠형펀드의 배당률이 크게 하락하였다.

<그림 III-5> 부동산펀드의 유형별 연간수익률 추이

<국내 부동산펀드>



<해외 부동산펀드>



주 : 유형별 평균수익률 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로 자료를 이용하여 저자가 계산

나. 특별자산펀드

특별자산펀드는 인프라, 선박, 항공기, 에너지, 환경, 자원 등의 다양한 부문에 투자하는 펀드를 의미한다. 특별자산펀드는 투자대상에 따라 국내 인프라펀드, 선박·항공기펀드, 국내 기타특별자산펀드, 해외 인프라펀드, 글로벌헤지전략펀드, 해외 기타특별자산펀드로 구분할 수 있다.

<그림 III-6>은 특별자산펀드의 세부 유형별 수익률 추이를 나타내고 있다. 유형별 특성을 비교해보면 국내 인프라펀드는 안정적인 수익률 추이를 나타내고 있는데 반해 선박·항공기펀드, 해외 인프라펀드의 수익률은 연도별로 높은 변동성을 나타내고 있다.

세부 유형별 추이를 살펴보면 국내 인프라펀드는 2011년부터 2016년까지 다른 유형의 특별자산펀드에 비해 높은 수익률을 기록하였다. 이와 같은 결과는 인프라펀드가 투자하는 사회간접자본 민간투자 부문이 안정적인 수익을 거두고 있기 때문이다. 이로 인하여 사회간접자본 민간투자에 대한 대체투자펀드의 수요는 지속적으로 높게 나타나고 있다. 그러나 최근 사회간접자본 민간투자가 크게 감소하고 있으며, 이로 인하여 최근 안정적인 수익을 제공하는 다른 대체투자 대상의 확보에 대한 자산운용사의 관심이 높아지고 있는 상황이다.

선박·항공기펀드의 경우에는 2010~2011년 높은 수익을 거두었으나 2012년과 2013년에는 마이너스 수익률을 기록하였고, 최근 들어 수익률이 회복되는 추세를 보이고 있다. 선박·항공기펀드가 일부 기간에 저조한 성과를 거두고 있는 것은 글로벌 금융위기 이후 선박물동량 감소, 선박가격 하락 등의 영향으로 선박펀드의 성과가 악화되었기 때문이다. 한편 항공기펀드는 2015년부터 본격적으로 활성화되었기 때문에 2016년 수익률 상승에 일부 영향을 미친 것으로 보인다.

국내 기타특별자산펀드는 자원, 에너지, 환경, 실물자산 및 프로젝트 파이낸스 등 다양한 투자대상이 포함되어 있다. 국내 기타특별자산펀드의 경우 2013년까지 국내 인프라펀드에 비해 수익률이 크게 낮았으나 최근

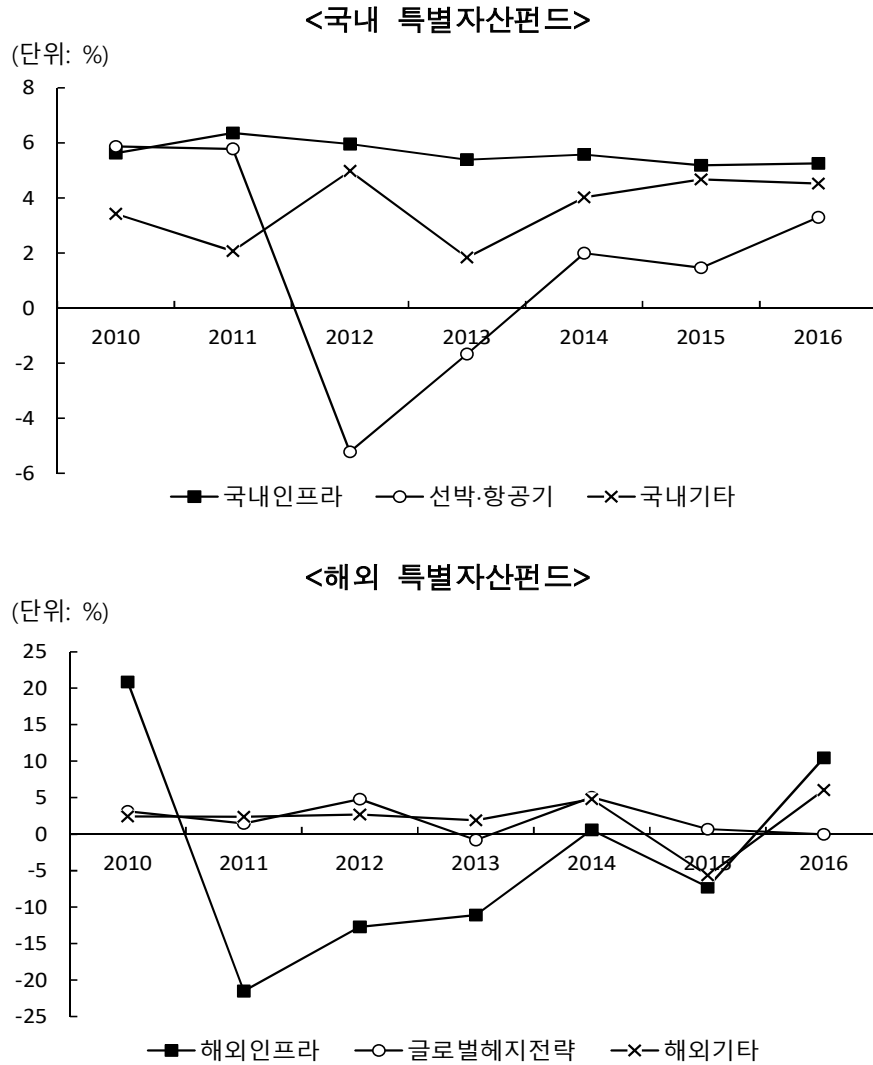
수익률이 상승하여 국내 인프라펀드와의 격차가 좁혀지고 있다.

해외 특별자산펀드는 전반적으로 다른 유형의 펀드에 비해 성과가 저조하고 수익률의 연도별 변동성도 큰 것으로 나타나고 있다. 유형별 수익률 추이를 보면 해외 인프라펀드의 경우 2010년 높은 수익을 거두었으나 2011년에는 대폭 손실을 기록하였고, 이후 손실 폭이 다소 줄어들어 2014년에는 양(+)의 수익으로 전환하였으나 2015년에 다시 손실로 돌아섰다. 이와 같이 해외 인프라펀드의 성과가 저조한 것은 해외자원에 투자하는 펀드가 해외 인프라펀드 유형으로 분류되었기 때문이다. 전체 펀드 수가 많지 않은 상황에서 일부 펀드의 수익률 하락이 전체 해외 인프라펀드의 평균 수익률을 크게 하락시키는 요인으로 작용하였다.

글로벌헤지전략펀드의 경우 해외헤지펀드에 투자하는 재간접펀드가 주류를 이루고 있다. 글로벌헤지전략펀드의 성과추이를 보면 다른 특별자산펀드에 비해서는 비교적 높은 성과를 거두고 있으나 글로벌부동산펀드에 비해서는 성과가 낮으며, 특히 2013년과 2015년에는 음(-)의 수익률을 기록하고 있다. 해외 기타특별자산펀드의 경우에도 전반적으로 낮은 수익률을 기록하고 있으며, 특히 2015년에는 음(-)의 수익을 기록하였다.

이상과 같이 대체투자펀드의 유형별 수익률은 투자대상에 따라 커다란 차이를 나타내고 있다. 특히 부동산개발형펀드, 해외리츠펀드, 선박·항공기펀드, 해외인프라펀드 등은 일부 기간에 음(-)의 수익률을 기록하였고, 연도별 변동성도 높게 나타나고 있다. 반면 국내 부동산임대형펀드, 국내 인프라펀드 등은 안정적으로 높은 수익률을 보이고 있으며, 이에 따라 동부문에 대한 투자수요가 꾸준히 증가하고 있다.

<그림 III-6> 특별자산펀드의 유형별 연간수익률 추이



주 : 유형별 평균수익률 기준
 자료: 제로인 펀드닥터프로 자료를 이용하여 저자가 계산

4. 세부 유형별 수익률 분포 분석

유형별 대체투자펀드의 성과를 보다 자세히 살펴보기 위해 유형별로 수익률 평균, 표준편차의 범위, 최소값, 최대값의 분포 추이를 살펴본다.

가. 부동산펀드

<그림 Ⅲ-7>은 부동산펀드 세부 유형별 수익률 분포를 나타내고 있다. 유형별 표준편차를 비교해보면, 부동산대출형펀드가 다른 유형에 비해 표준편차가 작은 것으로 나타나고 있고, 해외리츠형펀드의 수익률 표준편차도 다른 유형에 비해 크지 않다. 반면 부동산개발형펀드의 표준편차는 다른 부동산펀드에 비해 큰 것으로 나타났다.

유형별 추이를 살펴보면 부동산대출형펀드는 2013년에 수익률 표준편차가 커졌으나 이후 안정적인 추이를 나타내고 있으며, 최근 들어 표준편차가 다소 상승하였다. 이와 같은 결과는 부동산대출형펀드의 경우 다양한 부동산 프로젝트에 대한 대출자산으로 구성되어 있어 부동산 경기에 대한 민감도가 크기 때문이다. 또한 부동산대출형펀드의 최소값의 범위가 다른 유형의 펀드에 비해 큰 것으로 나타나고 있으며, 이러한 결과는 일부 부동산대출의 부실화로 손실이 발생하였기 때문으로 해석된다.

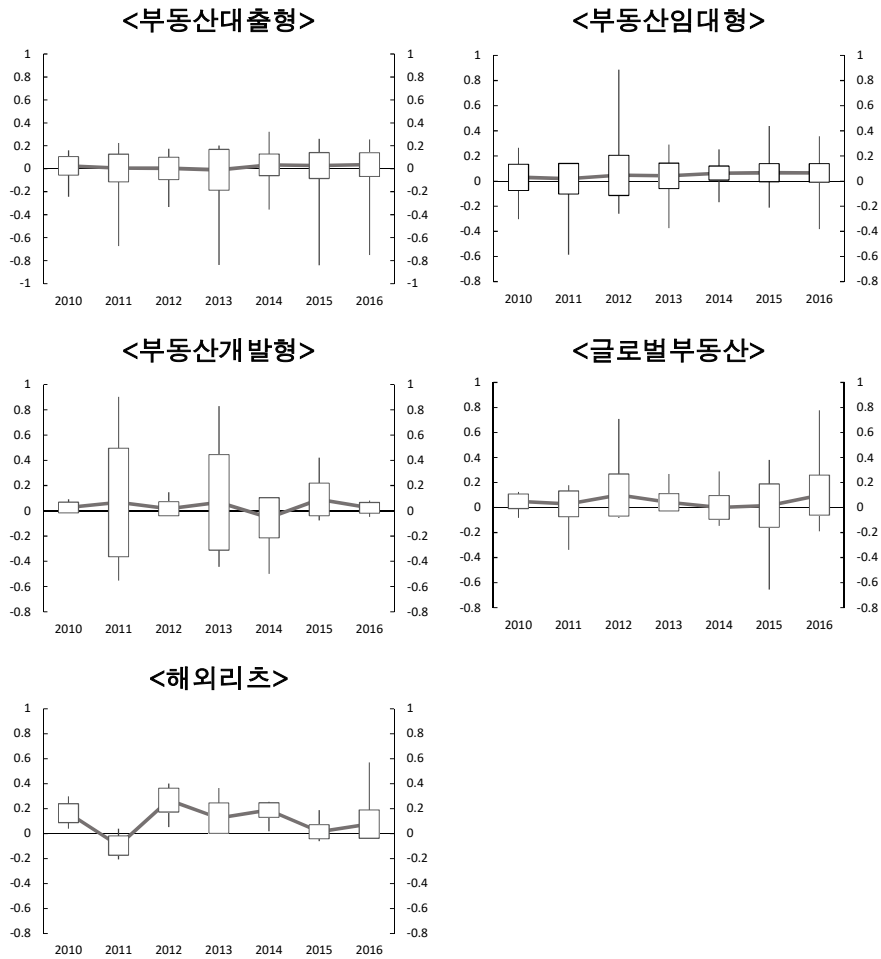
부동산임대형펀드의 경우 다른 유형에 비해 평균값이 크고, 표준편차도 비교적 작다. 이와 같은 결과에 따라 부동산임대형펀드가 안정적인 임대수익을 제공하는 완성부동산에 투자하고 있기 때문에 상대적으로 안정적인 수익을 제공하고 있기 때문이다.

한편 부동산개발형펀드의 경우에는 다른 유형에 비해 연도별 수익률의 변동성이 높고, 수익률의 표준편차도 크다. 이는 부동산개발형펀드의 경우 투자 초기에는 수익이 발생하지 않고 일정기간이 경과한 이후에 수익이

크게 나는 특성을 지니고 있으며, 부동산 경기에 대한 민감도가 상대적으로 크기 때문이다.

글로벌부동산형펀드의 표준편차는 2014년까지는 다른 유형에 비해 크지 않았으나 최근 상승하고 있다. 해외리츠형펀드도 2016년을 제외한 대부분의 기간에서 국내 부동산대출형과 부동산임대형보다 표준편차가 작은 것으로 나타났다. 이와 같이 해외 부동산펀드의 경우 연도별 수익률의 변화는 크지만 동일한 유형의 펀드간에는 유사한 패턴으로 수익률이 변하는 특성을 보이고 있다. 특히 해외리츠형펀드의 경우 지역별 부동산 경기에 영향을 받아 연도별 변화가 크지만 표준편차는 연도별로 유사한 패턴을 보이는 경향을 나타내고 있다.

<그림 III-7> 부동산펀드의 유형별 수익률 분포 추이



주: 선그래프는 개별연도 유형별 펀드수익률의 평균값을 의미하고, 박스는 평균±표준편차 값을 나타내고 있으며, 세로선은 최대값과 최소값을 의미

나. 특별자산펀드

특별자산펀드의 세부 유형별 수익률 분포의 특징을 비교해보면 국내 인프라펀드와 글로벌헤지전략펀드는 수익률의 표준편차가 매우 작은 반면 선박·항공기펀드, 국내 기타특별자산펀드 및 해외 인프라펀드는 수익률의 표준편차가 상대적으로 큰 것을 관찰할 수 있다.

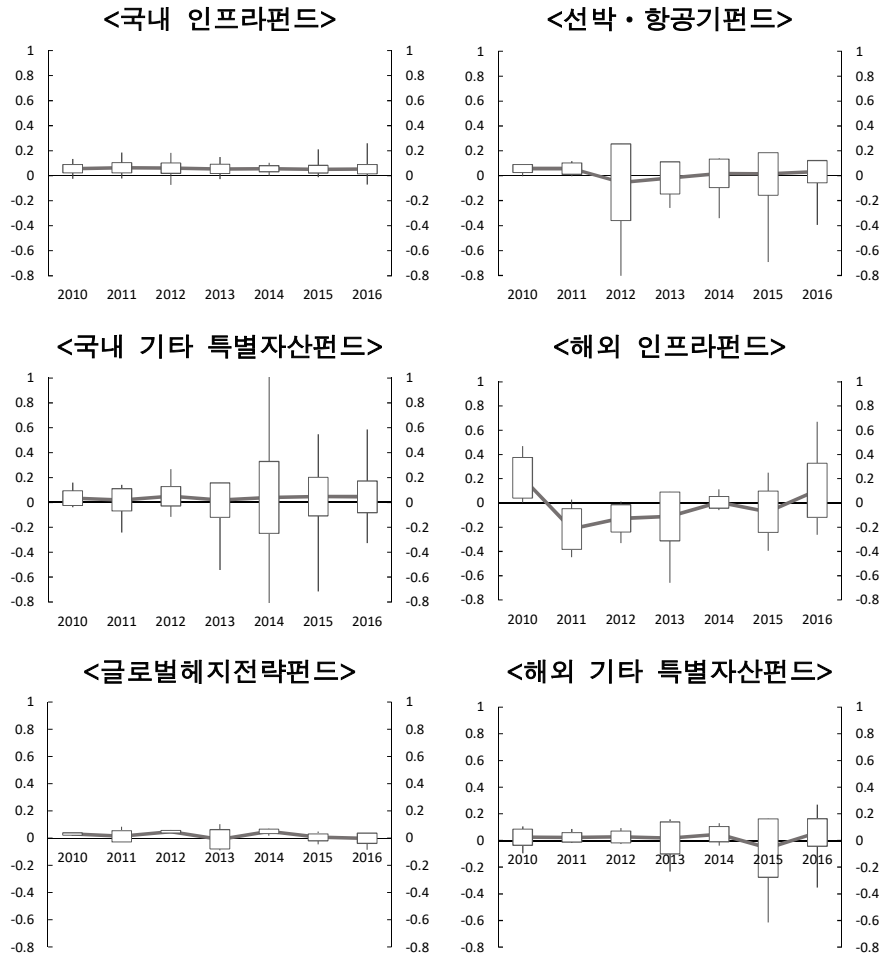
세부 유형별 추이를 살펴보면, 국내 인프라펀드의 경우 수익률의 편차가 거의 없는 동일한 유형의 수익률 분포를 보이고 있다. 이는 국내 인프라펀드의 투자대상이 대부분 안정적인 수익을 제공하는 사회간접자본 민간투자사업으로 구성되어 있기 때문이다.

선박·항공기펀드는 연도별로 표준편차가 커다란 차이를 나타내고 있으며 특히 2012년의 표준편차가 크게 확대되었다. 이는 2012년부터 해운업 불황이 본격화되면서 선박펀드의 수익률이 크게 하락하였고 일부 선박펀드에서 손실이 발생한 것이 주요 요인으로 작용하였기 때문이다.

국내 기타특별자산펀드는 2013년까지는 표준편차가 크지 않았으나 2014년부터는 크게 확대되고 있다. 이는 지분형태로 투자한 기타특별자산펀드들이 높은 수익률을 기록한 반면 일부 기타특별자산펀드에서 대규모 손실이 발생하는 등 동일 유형 내에서 수익률 차이가 크게 발생한 데 따른 결과이다. 국내 기타특별자산의 경우에는 다양한 유형의 특별자산펀드가 포함되어 있으며, 최근 투자대상이 다양화되면서 수익률의 편차가 크게 나타나고 있다.

해외 인프라펀드는 2014년을 제외하고 수익률의 표준편차가 큰 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 동 유형에 속해 있는 해외자원펀드의 성과가 저조한 것이 주요 영향으로 작용하였다.

<그림 Ⅲ-8> 특별자산펀드의 유형별 수익률 분포 추이



주: 선그래프는 개별연도 유형별 펀드수익률의 평균값을 의미하고, 박스는 평균±표준편차 값을 나타내고 있으며, 세로선은 최대값과 최소값을 의미

한편 글로벌헤지전략펀드의 경우에는 다른 유형의 펀드에 비해 표준편차가 작으며, 연도별 차이도 크지 않다. 이는 글로벌헤지전략펀드가 해외의 헤지펀드에 투자하는 재간접펀드로 수익률이 유사한 패턴으로 변동하고 있기 때문이다.

해외 기타특별자산펀드의 경우에는 다양한 유형의 투자대상이 포함되어 있음에도 불구하고 2014년까지는 수익률의 표준편차가 크지 않은 것으로 나타났다. 그러나 2015년부터 수익률 표준편차가 확대되고 있다.

5. 설정 이후 수익률 추이 분석

가. 분석방법

대체투자펀드의 투자대상들은 투자가 이루어진 이후 기간별로 수익이 발생하는 시기도 크게 다를 가능성이 있다. 이에 본 절에서는 대체투자펀드 유형별로 투자 이후 기간경과에 따라 수익률곡선이 어떤 형태를 보이는지를 살펴본다. 이를 위해 2011년부터 2014년까지 개별연도에 설정된 세부 유형별 대체투자펀드를 연도별 코호트(Cohort)로 정의하고, 각 코호트에 속한 대체투자펀드의 시간경과에 따른 연간 평균수익률 추이를 살펴본다.

이러한 세부 유형별 수익률의 빈티지 분석은 세부 유형별 대체투자대상이 어떤 방식으로 수익이 발생하는지를 파악하는데 도움을 줄 수 있다. 투자시점부터 수익이 발생하는 펀드는 연간 수익률이 일정한 패턴을 보일 가능성이 있다. 그러나 초기에 수익을 거두지 못하고 투자회수시점에 수익을 거두는 투자대상은 J-curve 형태를 보일 가능성이 있다. 또한 시장상황이 악화되어 손실이 발생한 투자대상의 경우에는 수익률곡선을 통해 어떤 시점에서 손실이 발생하였는지를 파악할 수 있다.

한편 동일한 투자안의 경우에도 어떤 상품구조를 도입하였는지에 따라 수익률곡선이 달라질 수 있다. 부동산펀드의 예를 들어보면 개발사업에 직접 투자하는 펀드는 개발이 완료되어 분양 등을 통해 현금이 들어와야 수익이 발생한다. 이로 인하여 수익률곡선은 전형적인 J-curve 형태를 띠기 가능성이 높다. 그러나 동일한 개발사업의 경우에도 대출방식으로 투자가 이루어지고 사업주가 이자비용을 사전에 예치하여 건설기간 동안 이자를 지급하는 구조를 도입하면 건설기간 동안에도 펀드의 수익이 발생하게 된다. 따라서 두 방식의 투자회수시점의 수익은 동일하지만 어떤 구조를 도입하는가에 따라 수익률곡선은 다른 모습을 보일 가능성이 높다.

나. 부동산펀드의 설정 이후 수익률 추이

<그림 Ⅲ-9>에서 보는 바와 같이 부동산펀드의 세부 유형별로 기간경과에 따른 수익률곡선은 세부 유형별로 각기 다른 형태를 지니고 있다.

부동산대출형펀드와 부동산임대형펀드는 설정 초기부터 일정한 수익률을 기록하고 있다. 부동산임대형펀드의 경우 초기부터 임대료를 받는 완성 상업용건물에 주로 투자하기 때문에 초기부터 수익이 발생하는 구조를 지닌다. 이로 인하여 부동산임대형펀드는 평탄한 수익률 곡선의 형태를 나타내고 있다.

부동산대출형펀드는 초기부터 대출이자를 수취하는 구조로 펀드가 설계되어 있기 때문에 부동산임대형펀드와 유사한 수익률곡선을 지닐 것으로 예측되었다. 그러나 일부 부동산대출형펀드는 시간이 경과함에 따라 수익률이 하락하는 추이를 나타내고 있다. 이와 같은 결과는 다양한 부동산 사업에 대출하고 있는 부동산대출형펀드 중 일부의 부동산대출이 부실화되었기 때문에 수익률이 하락한 것으로 해석해 볼 수 있다.

한편 부동산개발형펀드의 경우에는 초기에는 낮은 수익률을 기록하다가 일정 기간이 경과한 후에 수익률이 상승하는 J-curve의 형태를 나타

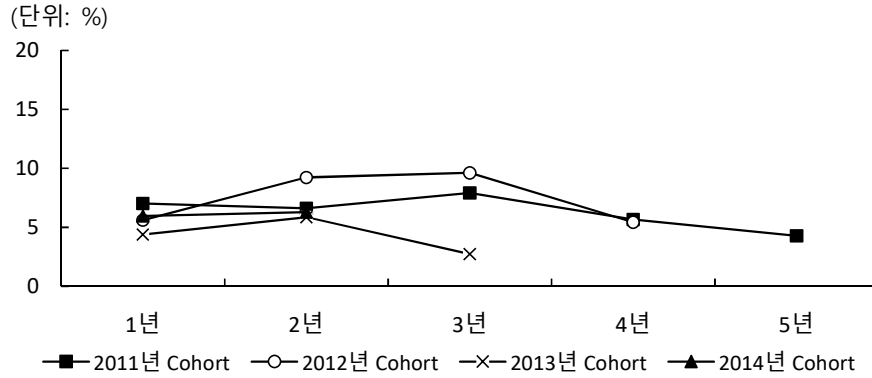
내고 있다. 설정 연도별 수익률 곡선을 보면 2011년 설정된 펀드의 경우에는 전형적인 J-curve의 모습을 보이고 있는데 반해 2012년 설정된 펀드는 완만한 상승곡선을 나타내고 있다. 반면 2013년 이후 설정된 펀드는 초기에 수익이 발생하는 형태를 보이고 있다. 이와 같은 결과는 2013년 이후에 부동산개발형펀드의 구조가 일부 바뀌고 있음을 나타내는 결과이다. 전체 부동산개발사업에서 부동산펀드가 차지하는 비중은 낮으며, 개발 초기부터 전체 위험을 부담하는 방식의 투자는 거의 이루어지지 않는 상황이다. 이와 같이 부동산개발형펀드가 부동산개발사업의 위험을 줄이고 초기부터 수익을 낼 수 있는 부동산개발사업에 선별적으로 참여하는 비중이 2013년부터 증가함에 따라 수익률곡선의 형태가 변화한 것으로 해석된다.

글로벌부동산펀드의 경우에도 설정 연도에 따라 각기 다른 수익률곡선을 보이고 있다. 2011년과 2012년에 설정된 글로벌부동산펀드는 일정기간 동안 낮은 수익률을 기록하다가 설정후 3~4년이 경과한 이후에는 수익률이 상승하는 J-curve 형태를 보이고 있는 반면 최근에 설정된 펀드의 경우에는 설정 1년 이후부터 수익률이 상승하는 추세를 보이고 있다. 이와 같은 결과는 최근에 설정된 글로벌부동산펀드의 경우 상대적으로 초기부터 수익을 제공하는 임대형 부동산투자의 비중이 증가하였기 때문이다. 최근 글로벌 부동산 투자는 자본이득을 거둘 목적보다는 안정적인 임대수익을 거둘 목적의 투자로 변화하고 있으며 이러한 추세가 일부 영향을 미친 것으로 보인다.

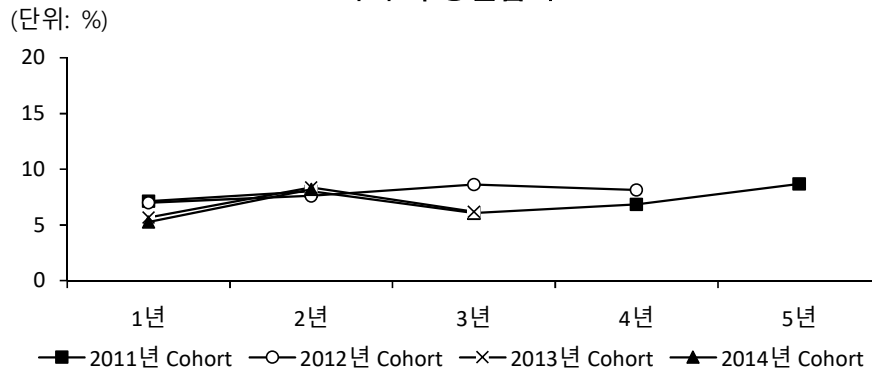
해외리츠형펀드의 경우에는 설정연도별로 수익률곡선의 형태가 각기 다른 모습을 보이고 있다. 이와 같은 결과는 설정 연도, 투자지역 및 대상별로 각기 다른 수익률을 보이고 있기 때문이다. 2012년과 2013년에 설정된 펀드의 경우 부동산리츠의 수익률 하락의 영향으로 설정 2~3년 이후에는 수익률이 하락하는 추세를 보이고 있다. 반면 2014년에 설정된 부동산리츠의 경우에는 기간이 경과됨에 따라 수익률이 상승하고 있다.

<그림 Ⅲ-9> 부동산펀드의 설정 이후 연간수익률 추이

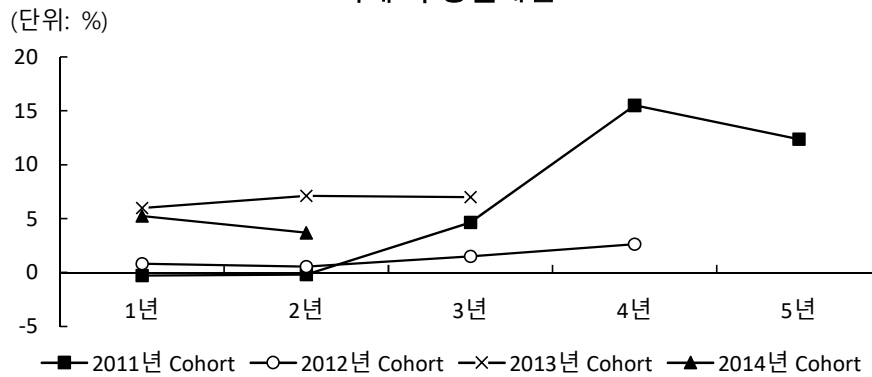
<국내 부동산대출>



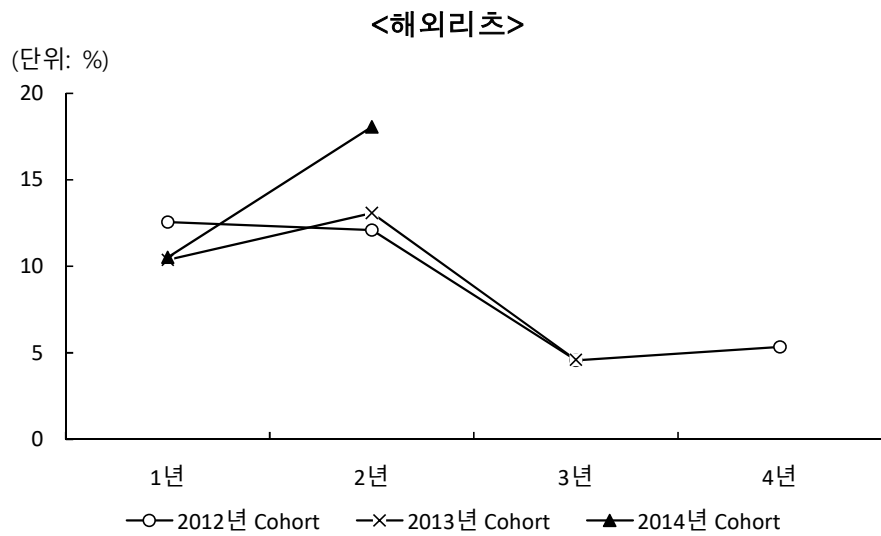
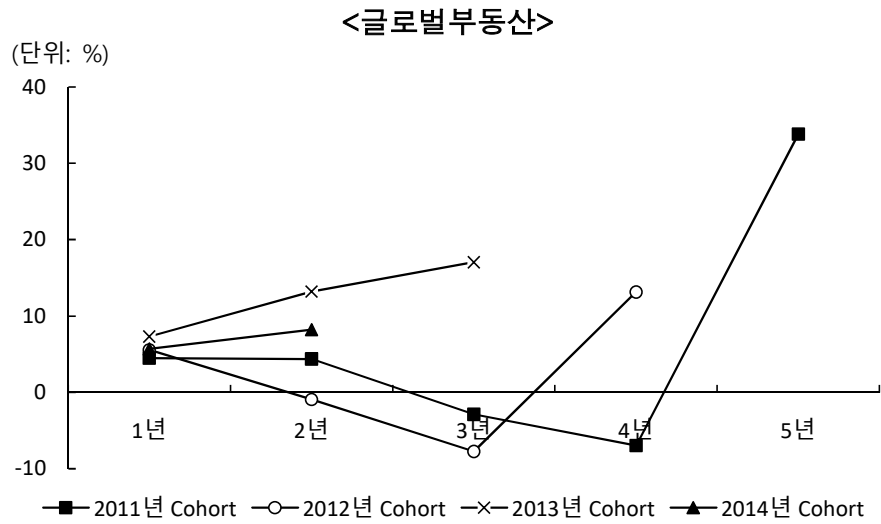
<국내 부동산임대>



<국내 부동산개발>



<그림 III-9> 부동산펀드의 설정 이후 연간수익률 추이 (계속)



주: 각 기간에 설정된 펀드를 기준으로 금액가중평균수익률 기준

다. 특별자산펀드

<그림 Ⅲ-10>은 특별자산펀드의 세부 유형별 기간경과에 따른 수익률 곡선을 나타내고 있다. 국내 인프라펀드와 국내 기타특별자산펀드는 설정 이후 기간경과에 따라 일정한 수익률이 지속되는 모습을 보인 반면 선박·항공기 펀드는 연도별로 수익률 곡선의 형태가 각기 다른 모습을 보이고 있다.

유형별 수익률 곡선을 살펴보면, 국내 인프라펀드는 모든 설정기간에 걸쳐 일정한 수익률 추이를 나타내고 있다. 이와 같은 결과는 국내 인프라펀드가 매년 일정한 수익률을 제공하는 사회간접자본 민간투자로 구성되어 있기 때문이다. 선박·항공기펀드는 2011년 설정된 펀드의 경우 초기에 대규모 손실을 기록하였으나 이후에 수익률이 상승하는 모습을 보이고 있는 반면 다른 기간의 경우에는 초기부터 일정한 수익률을 지속하는 패턴을 보이고 있다. 이와 같은 결과는 2011년 설정된 펀드의 경우 대부분이 선박 관련 주식에 투자하는 구조였으나 이후에 설정된 펀드의 경우에는 선박 관련 주식과 더불어 다양한 대출형태나 항공기펀드가 도입되었기 때문이다.

국내 기타특별자산펀드의 수익률곡선은 대부분의 설정기간에 걸쳐 초기부터 일정한 수익률이 지속되는 모습을 보이고 있다. 다만 2012년과 2013년 설정된 국내 기타특별자산펀드의 경우에는 기간이 경과함에 따라 수익률이 하락하는 추세를 보이고 있다. 기타특별자산펀드는 다양한 투자대상에 투자하고 있으나 주로 대출의 형태로 투자가 이루어지고 있기 때문에 초기부터 이자수익이 발생하고 이에 따라 일정한 수익률을 기록하고 있다.

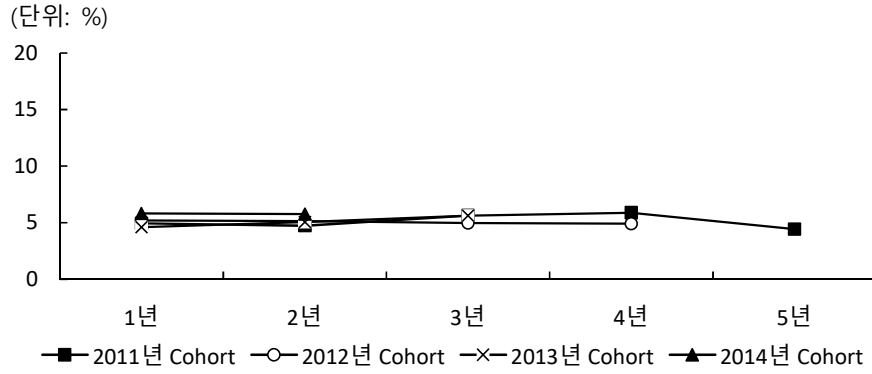
해외 인프라펀드는 모든 설정기간에 걸쳐 수익률이 저조한 가운데 특히 2011년과 2012년에 설정된 해외 인프라펀드의 경우 기간이 경과할수록 수익률이 크게 하락하는 모습을 보이고 있다. 이와 같은 결과는 해외 인프라펀드 유형에 포함된 해외유전 및 자원개발 관련 펀드가 대규모 손

실을 기록하였기 때문이다. 2013년 이후 설정된 해외 인프라펀드에는 신재생에너지 관련 재간접펀드가 일부 추가되었으나 전반적인 성과는 다른 유형에 비해 낮게 나타나고 있다.

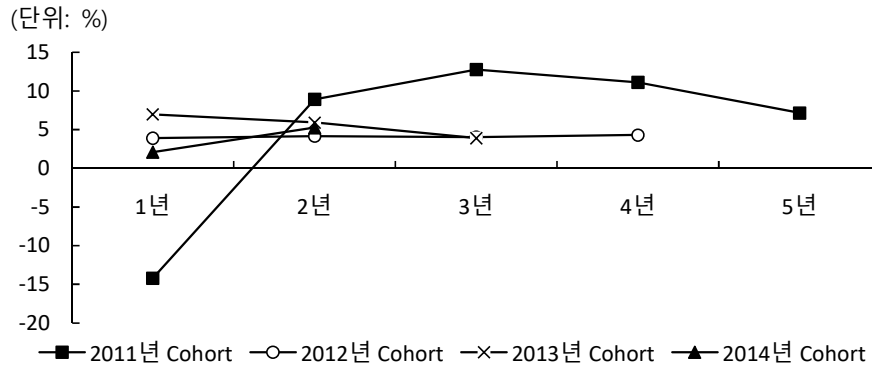
글로벌헤지전략펀드의 경우에는 대부분의 설정연도에서 기간이 경과할수록 수익률이 하락하는 추세를 보이고 있다. 특히 2014년도 설정된 글로벌헤지전략펀드의 경우에는 2년 경과펀드의 수익률이 마이너스를 기록하고 있다. 이와 같이 글로벌헤지전략펀드가 설정기간별로 다른 수익률곡선의 모습을 보이고 있는 것은 글로벌헤지전략펀드가 각기 다른 특성의 헤지펀드에 투자하는 재간접펀드이기 때문이다.

해외기타특별자산펀드의 수익률곡선도 설정연도에 따라 다른 모습을 보이고 있다. 2011년 설정된 펀드의 경우에는 전형적인 J-curve형태를 나타내고 있고, 2012년 설정된 펀드의 경우에는 기간이 경과함에 따라 수익률이 하락하는 추세를 보이고 있다. 이와 같은 결과는 해외기타특별자산펀드에 다양한 형태의 투자대상과 투자구조가 포함되어 있기 때문이다.

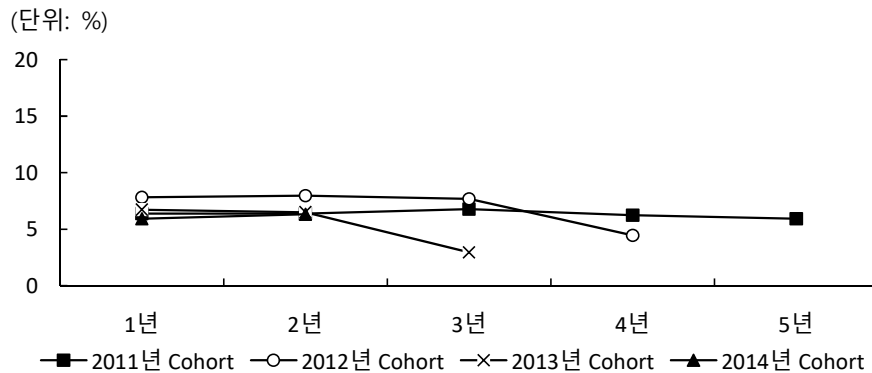
<그림 III-10> 특별자산펀드의 설정 이후 연간수익률 추이
<국내인프라>



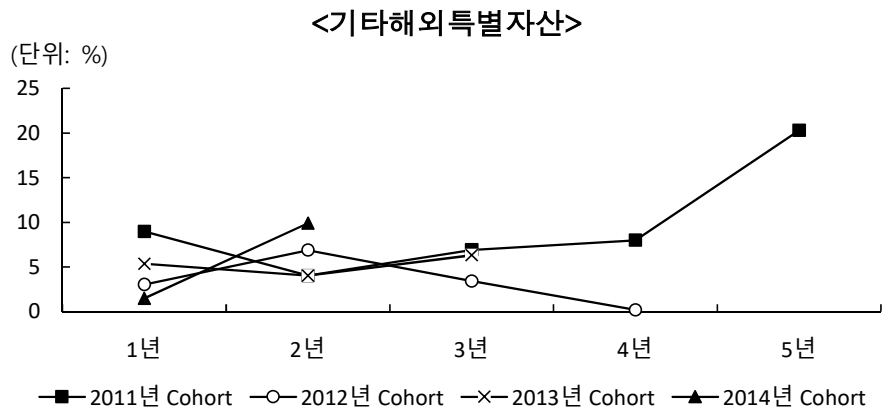
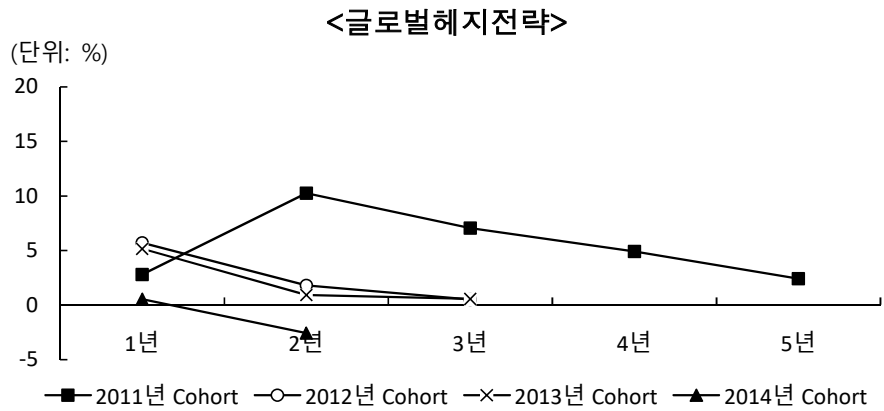
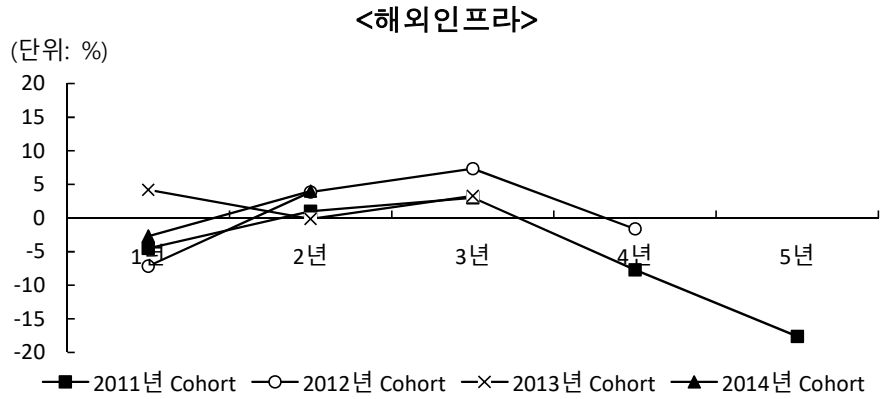
<선박·항공기>



<기타특별자산>



<그림 III-10> 특별자산펀드의 설정 이후 연간수익률 추이 (계속)



주: 각 기간에 설정된 펀드를 기준으로 금액가중평균수익률 기준

6. 소결

대체투자펀드의 유형별 수익률 분석을 통해 국내 대체투자펀드는 다음과 같은 문제점이 있음을 발견할 수 있다.

첫째, 세부 유형별로 수익률을 분석한 결과 일부 유형에서는 군집화 특성이 관찰되지 않고 있다. 이러한 결과는 유형내 펀드의 개별적인 투자 성과 차이로 인한 요인보다는 펀드 유형 구분 오류에 의한 결과일 가능성이 높다. 즉 수익발생 시점과 수익 결정요인이 다른 개별펀드를 동일 유형으로 구분하여 유형별 수익률의 편차가 발생했을 가능성이 큰 것으로 판단된다. 이러한 유형구분의 오류는 유형별 성과분석이나 벤치마크 설정 등에 있어 스타일이 다른 대상과 비교를 함으로써 투자성과를 왜곡시키는 원인이 되기도 한다.

둘째, 특정한 펀드로의 쏠림현상과 시장여건 변화에 따른 펀드의 대규모 손실이 수익률 왜곡현상을 초래하는 요인중 하나로 작용하고 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 해외 인프라펀드, 선박·항공기펀드 및 부동산개발형펀드의 경우 일부 개별펀드의 손실이 해당펀드가 속한 유형의 수익률에 영향을 미쳐 다른 유형의 펀드와 크게 다른 수익률 특성을 나타내고 있다. 특히 규제여건의 변화에 따라 자산운용사 간의 상품개발이 치열했던 펀드들이 환경 변화에 따라 대규모 손실을 입는 경우에는 해당 유형의 대체투자펀드는 물론 전체 대체투자펀드의 신뢰도를 크게 손상시키는 결과를 초래하였다.

셋째, 펀드 특성에 대한 세부적인 정보부족이 대체투자펀드의 합리적인 투자를 저해하는 요인으로 작용한다. 투자대상의 특성을 반영한 유형구분과 동일한 유형에 속한 전체 펀드의 수익률 정보 등은 대체투자펀드 투자자가 시장상황을 반영하여 합리적인 투자를 하는데 중요한 요인으로 작용한다. 그러나 국내 대체투자펀드시장은 세부적인 시장정보가 부족하여 대체투자펀드 투자시 전반적인 시장상황을 감안하기 보다는 개별투자안에 집중된 투자가 주로 이루어지고 있다. 이러한 대체투자펀드의 정보

부족은 대체투자에 대한 자산배분, 합리적인 투자기준 설정, 유형별 벤치마크 설정 및 투자안의 성과평가에 제약요인이 되며, 이로 인하여 개별펀드의 성과에도 악영향을 미치고 있다.

넷째, 펀드의 해산시 수익률 정보가 제공되고 있지 않아 펀드성과에 대한 엄밀한 분석과 이를 통한 효율적 투자관리가 이루어지지 않고 있다. 펀드 해산시 수익률 정보가 시장에 제공되는 경우 운용기간의 수익률 비교를 통하여 정교한 펀드의 수익성 분석을 할 수 있고, 이를 통해 대체투자펀드의 리스크관리를 고도화할 수 있다. 그러나 국내의 경우 펀드 해산 수익률이 제공되고 있지 않기 때문에 정교한 수익률 분석에 제약이 존재한다.

IV. 결론 및 시사점

1. 분석 결과 요약
2. 대체투자펀드시장의 개선방안

IV. 결론 및 시사점

1. 분석 결과 요약

본 연구는 대체투자펀드의 건전한 발전에 시사점을 제시할 목적으로 대체투자펀드의 유형별 특성과 성과를 살펴보았다.

국내 대체투자펀드시장은 기관투자자의 대체투자펀드에 대한 수요 증가와 자산운용사의 다양한 대체투자펀드 도입에 힘입어 지속적인 증가세를 보이고 있다. 대체투자시장의 여건과 투자전략에 따라 대체투자펀드의 세부 유형별 비중도 지속적으로 변하고 있다. 대체투자펀드의 모집방식별 비중을 살펴보면 사모의 비중이 높게 나타나고 있으며, 이로 인하여 시장의 투명성은 낮은 상황이다. 대체투자펀드의 신규설정 추이를 보면 일부 기간에 특정 유형의 펀드에 대한 쏠림현상이 발견되고 있다. 또한 안정적인 수익률을 제공하는 일부 대체투자유형의 공급이 감소함에 따라 새로운 투자대상 발굴이 활발히 추진되고 있다.

대체투자펀드의 유형별 펀드당 순자산가치, 설정후 경과기간 및 존속기간 등을 비교해보면 유형별로 각기 다른 특성을 나타내고 있다. 이는 대체투자펀드의 경우 투자대상이 다양하고, 투자대상에 따라 각기 다른 구조가 도입되고 있기 때문이다.

대체투자펀드의 평균 수익률은 주식형펀드보다는 변동성이 낮고 채권형펀드보다는 높은 수익률을 기록하고 있다. 세부 유형별 대체투자펀드의 수익률을 살펴보면 수익률 수준과 추이 및 수익률 분포 등에 있어 유형별로 커다란 차이가 존재한다. 특히 일부 유형의 수익률 분포는 분산이 크고 균집성의 특성을 나타내지 않고 있다. 또한 설정 이후 수익률도 펀드 유형별로 각기 다른 형태를 나타내고 있다. 부동산대출형, 부동산임대형, 해외리츠, 국내인프라, 선박·항공기, 기타국내특별자산 유형의 펀드는 초기부터 수익이 발생하는 수익률곡선의 형태를 취하고 있고, 부동산개발,

글로벌부동산 유형은 J-curve형태의 수익률 곡선을 나타낸다.

본 연구는 제로인의 펀드닥터프로 자료를 이용하여 대체투자펀드시장의 특성과 수익률을 분석하였다. 제로인의 대체투자펀드 자료는 펀드수익률 자료를 제공하는 자산운용사의 대체투자펀드의 정보만을 제공하고 있기 때문에 모든 대체투자펀드시장을 포괄한 분석에 있어 제약이 존재한다. 또한 대체투자펀드의 투자대상에 대한 다양한 정보를 포함하고 있지 못하기 때문에 펀드의 유형 및 특성에 따른 수익률 분석에 있어서도 일부 제약이 있다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 대체투자펀드의 특성 및 수익률에 대한 기존의 연구가 거의 없는 상황에서 대체투자시장의 상황을 파악하고, 수익률의 특성을 분석하며, 이에 따라 시장의 개선방안을 제시하고 있다는 의의를 지니고 있다.

2. 대체투자펀드시장의 개선방안

국내 대체투자펀드의 특성과 수익률에 대한 분석 결과 대체투자펀드시장은 다양한 문제점이 있는 것으로 나타났으며, 이를 해결하기 위해 다음과 같은 개선이 필요하다.

가. 대체투자펀드시장의 투명성 제고

II장에서 살펴본 바와 같이 2016년말 현재 국내 대체투자시장에서 사모의 비중은 93.3%를 차지하고 있다. 이와 같이 사모의 비중이 높기 때문에 대체투자펀드에 대한 정보는 제한된 범위에서만 제공되고 있다. 일부 대체투자시장을 분석하는 증권사와 펀드정보를 제공하는 기관에서 대

채투자펀드시장에 대한 정보가 제공되고 있으나 이러한 정보는 대체투자와 대체투자펀드시장 전반의 상황을 파악하고 투자의사결정에 참조하기에는 매우 부족한 상황이다.

대체투자펀드시장 전반의 특성과 성과에 대한 정보부족은 대체투자펀드의 합리적인 투자를 저해하는 요인으로 작용한다. 특히 투자대상의 특성, 지불구조, 투자금 회수의 가능성을 파악할 수 있는 중요한 정보가 개별 투자자들에게만 전달되고 있기 때문에 시장 전반의 상황을 감안한 투자의사결정을 어렵게 하는 요인으로 작용한다. 또한 대체투자펀드의 정보부족으로 인하여 대체투자에 대한 자산배분, 투자기준 설정, 유형별 벤치마크 설정 및 투자안의 성과평가 등에 있어 제약이 존재한다.

따라서 대체투자펀드시장 전반의 정보제공을 확대하는 방안이 마련되어야 한다. 대체투자펀드에 대한 정보제공을 확대하는 방안으로 몇가지 대안을 검토할 수 있다.

우선 대체투자펀드에 대한 공시를 강화하는 규제를 마련하는 방안을 검토해 볼 수 있다. 대체투자펀드에 대해 투자대상, 펀드구조 및 성과에 대한 정보를 공적기관에게 제공하고 동 내용을 정리하여 시장에 제공하는 방안이다. 이와 같은 방안은 단기간에 대체투자펀드시장의 정보 투명성을 확대하는 효과를 거둘 수 있다는 장점이 존재한다. 그러나 동 방안은 사모펀드 투자자의 내부 투자정보와 전략이 외부로 공개되는 문제가 발생할 수 있다는 단점이 있다. 따라서 어느 정도의 수준으로 정보를 수집하여 공시할 것인가에 대한 검토가 뒤따라야 한다.

다른 방법은 대체투자 규모가 큰 기관들을 중심으로 협의체를 구성하여 정보교류를 확대하는 방안이다. 대체투자 협의체를 통해 정보가 교환되고 정기적인 투자정보 설문조사를 통해 정보가 구축된다면 대체투자의 효율성이 제고되고 대체투자시장의 변화를 고려한 대체투자펀드 투자가 이루어질 수 있다. 이러한 방안이 효과를 거두기 위해서는 모든 투자자들이 참여하여 자발적으로 정보를 제공해야 한다.

장기적으로 외국과 같이 대체투자 관련정보를 전문적으로 수집하고 시

장에 제공하는 전문기관을 도입하는 방안이 검토되어야 한다. 외국의 경우에도 대체투자펀드는 주로 사모방식으로 모집이 이루어지고 있으며, 제한된 범위에서 시장에 정보를 제공하고 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 대체투자시장 및 대체투자펀드와 관련한 전문적인 정보를 수집하여 제공하는 전문기관이 존재한다. 대체투자부문의 전문성을 지닌 주요 투자은행들과 대체투자 정보를 제공하는 Preqin, Cambridge Associate, Burgiss, TVE(Thompson Venture Economics) 및 사모부동산펀드 정보를 제공하는 미국의 NCREIF(National Council of Real Estate Investment Fiduciaries), 유럽의 INREV(European Association for Investors in Nonlisted Real Estate Vehicles), 아시아의 ANREV(Asian Association for Investors in Nonlisted Real Estate Vehicles) 등이 대체투자 관련 시장정보를 제공하고 있다. CBRE는 대체투자의 주요 대상인 상업용부동산의 다양한 투자정보를 제공하고 있다. 국내의 경우에도 이러한 전문기관이 도입되어 시장에 다양한 대체투자정보를 제공하고 투자의사결정을 지원한다면 시장 투명성이 제고되고 투자의 합리성도 제고될 수 있을 것이다.

나. 대체투자 특성에 부합한 펀드유형의 설정

대체투자펀드는 다양한 구조가 도입되기 때문에 투자대상과 상품특성에 따라 기대수익과 위험이 다른 펀드가 설정될 수 있다. 예를 들면 부동산대출형펀드의 경우 개발사업에 대한 대출과 완성된 상업용부동산에 대한 대출은 수익창출방식과 위험요소가 크게 다르다. 또한 동일한 임대형 부동산에 투자하는 경우에도 대출방식과 지분투자방식에 따라 향후의 기대수익과 위험요인이 다를 수 있다.

펀드의 특성을 반영하여 적합한 유형이 설정되어 있다면 유사한 특성을 지닌 펀드에 대한 벤치마크 설정이 가능하고, 유형별로 적합한 투자안을 비교하여 검토할 수 있으며, 투자 이후에 체계적인 위험관리가 가능하다. 유형의 설정에 있어 가장 중요한 요소가 균집성이다. 동일한 세부 유

형의 펀드들은 유사한 특성을 지니고 수익률에 있어서도 군집성을 나타내어야 한다.

앞에서 살펴본 바와 같이 국내 대체투자펀드의 세부 유형별 상품특성 및 수익률 추이를 보면 동일한 유형임에도 불구하고 상품별로 차이가 크게 발생하고 있다. 동일한 유형의 펀드의 연도별 수익률 추이와 수익률 분포 및 빈티지별 수익률 등이 서로 다르게 나타나 군집화 현상을 보이지 않고 있다. 이에 따라 세부 유형별 평균 수익률이나 과거의 유형별 수익률 추이가 대체투자펀드의 투자의사결정 및 성과평가의 기준으로 활용되지 못하고 있다.

따라서 대체투자펀드의 특성을 감안한 세부 유형구분 기준이 재설정될 필요가 있다. 특히 투자대상의 특성, 투자 스테이지, 기초자산의 신용도, 투자방식 및 펀드 수익률 구조를 감안하여 대체투자펀드의 세부 유형을 재구분해야 한다.

외국의 경우 투자대상의 특성을 반영한 펀드 유형기준이 도입되고 있다. 부동산펀드의 경우 투자대상의 세부적인 특성에 따라 부채형, 코아형, 코아플러스형, 가치증대형, 개발형 및 오피튜니스틱형과 같은 유형구분이 이루어지고 있다. CalPERS는 대체투자 대상 자산에 대한 특성에 근거하여 자체적인 유형구분 기준을 도입하고 있다. 일단 투자대상의 특성에 따라 실물형 대체투자자산을 부동산, 인프라, 자원으로 구분한다. 이러한 세 가지 유형별로 코아형, 가치증대형, 오피튜니스틱형으로 구분하고, 대상부분에 따라 6가지 유형(핵심지역, 상업용, 소비형, 주거용, 특별용도, 해외 부문)을 도입한 유형구분을 하고 있다. 이러한 세부적인 유형구분에 근거하여 대체투자의 투자배분, 자산관리, 성과관리 및 위험관리 기준을 도입하고 있다.

국내의 경우에도 대체투자펀드의 합리적인 벤치마크 설정 및 성과평가 등을 위해 투자대상의 특성과 수익률 군집화를 감안한 대체투자펀드의 유형 기준을 도입할 필요가 있다. 국내 대체투자펀드시장에서 합리적인 유형 구분 기준을 도입하기 위해서는 투자대상의 특성과 성과에 대한 세밀

한 분석이 이루어져야 한다. 개별 대체투자펀드별로 투자대상의 특성과 위험요인 및 펀드 특성에 대한 정보와 펀드 수익률 정보가 제공되고 동 정보에 근거하여 펀드의 군집성에 대한 분석이 이루어져야 한다.

그러나 국내의 경우에는 대체투자의 대상별 특성에 대한 정보가 충분히 제공되고 있지 않아 군집성에 근거한 대체투자펀드의 유형을 분류하기 어렵다. 따라서 대체투자에 대한 정보를 확충하고, 유형분류 기준을 도입하는 방안이 검토되어야 한다. 또한 대체투자의 규모가 큰 기관을 중심으로 기존의 대체투자에 대한 성과분석에 근거하여 유형 기준이 도입되고 이러한 기준을 공유하는 체계를 마련하는 방안도 검토되어야 한다.

다. 대체투자펀드의 다양성 제고

합리적인 대체투자 의사결정이 이루어지기 위해서는 투자대상에 대한 전문적인 분석과 상품화 능력이 요구된다. 대체투자펀드는 투자대상의 특성, 모집방식, 지불순위, 신용도 및 기타 다양한 요인에 따라 각기 다른 특성을 나타내고 있다. 투자대상에 대한 전문성과 상품화 능력에 따라 대체투자펀드 성과가 크게 다를 가능성도 있다.

대체투자펀드의 특성과 수익률 분석 결과에 따르면 대체투자펀드는 시기적으로 쏠림현상이 발생하고 있다. 특히 어떤 자산운용사가 특정 구조의 펀드를 도입하는 경우 다른 자산운용사가 동일한 유형의 펀드를 쫓아서 경쟁적으로 펀드를 도입함으로써 쏠림현상이 발생하는 경우가 있다. 또한 자산운용사들이 경쟁적으로 펀드를 도입하여 쏠림현상이 발생한 일부 대체투자펀드 유형에서 시장여건 변화에 따라 커다란 투자손실을 입은 경우도 있다. 이는 펀드설정시 투자대상의 시장예측에 실패했거나, 자산운용사의 전문성이 낮아 투자안의 발굴과 투자대상에 대한 분석 및 상품화가 적절하게 이루어지지 않았기 때문에 나타난 결과로 보여진다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 대체투자대상을 확대하려는 자산운

용사의 적극적인 노력이 필요하다. 대체투자시장은 수급여건에 따라 대상의 변동성이 높은 부문 중 하나이다. 국내 사회간접자본 민간투자의 예를 들어보면 시장상황의 변화에 따라 공급의 변동성이 높게 나타나고 있으며, 이에 따라 기간별 인프라펀드의 신규도입은 일부 기간에는 크게 증가하고, 일부 기간에는 감소하는 모습을 보이고 있다. 따라서 이러한 대체투자 대상 여건의 변화에 대응하여 다양한 대체투자 대상을 발굴하고 이를 상품화하는 자산운용사의 능력이 제고되어야 한다.

이와 더불어 대체투자펀드의 성과에 대한 정보가 확대되고 자산운용사의 특정 대체투자 부문의 전문성에 대한 정보 제공이 늘어나야 한다. 운용사별 투자성과에 대한 정보 제공이 확대되어야 투자자들이 이에 근거하여 특정 부문에 전문성을 지닌 자산운용사를 선택하고 이것이 운용사의 명성으로 이어질 수 있다. 이와 같이 특정한 부문에 전문성을 지닌 자산운용사가 등장하여 높은 운용성과를 거두는 경우 시장의 평판이 형성되고 이를 통해 과도한 상품경쟁 및 쏠림현상을 해소할 수 있다.

라. 공모펀드 활성화

국내 대체투자펀드는 대부분 기관투자자를 대상으로 하기 때문에 일반투자자들의 대체투자펀드 투자는 한정된 범위에서만 이루어지고 있다.

일반적으로 대체투자는 대규모 자금이 일시에 투자되고, 투자설정 이후 프로젝트의 진전에 따라 추가적인 자금 투입에 대한 약정이 도입되며, 투자절차가 복잡하고 사후관리의 필요성이 큰 투자안이 대부분이기 때문에 일반투자자를 대상으로 한 공모펀드 도입에 제약이 존재한다.

이와 더불어 자산운용사의 공모펀드 도입에 대한 유인이 낮은 것도 공모펀드 도입이 저조한 요인으로 작용한다. 대체투자의 투자비중이 높은 기관투자자들은 대부분 자체적인 투자기준을 도입하고 있다. 기관투자자들은 대체투자에 대한 자산배분, 투자전략수립·시장 분석, 투자대상 탐

색, 투자대안 분석, 실사 및 투자심사, 투자위원회의 심의, 투자결정 등의 과정을 거쳐 대체투자펀드에 대한 투자를 한다. 또한 기관투자자들은 투자회수전략 수립, 정기적인 가치평가를 포함한 투자성과 관리, 투자 리스크관리 등의 사후관리 기준을 도입하여 사후관리를 하고 있다. 따라서 대체투자펀드의 설정에 있어 자산운용사들은 기관투자자들의 투자기준에 부합하는 투자대상을 탐색하고 상품을 설계하는 기능에 중점을 둔 업무를 추진하고 있다. 자산운용사가 일반투자자를 대상으로 공모 대체투자펀드를 도입하는 경우 자산운용사의 책임 하에 투자기준 설정, 투자대상 분석 및 사후관리 등이 이루어져야 한다. 그러나 낮은 자산운용 수수료와 다양한 구조의 대체투자펀드 도입을 제약하는 규제 등으로 인하여 공모 대체투자펀드를 도입할 유인은 높지 않다. 따라서 대부분의 자산운용사들은 대체투자에 전문성이 높은 기관투자자 수요에 부응한 상품을 설계하는 것에 중점을 두고 있다.

Ⅲ장의 수익률 분석 결과에서와 같이 대부분의 공모 대체투자펀드 수익률이 사모펀드에 비해 낮은 수익률을 기록하고 있는 것도 공모펀드 도입이 저조한 또 다른 요인으로 작용한다. 특히 일부 공모로 발행된 해외자원펀드, 선박펀드에서 손실이 발생함에 따라 공모로 발행된 대체투자펀드에 대한 투자자의 신뢰도가 낮은 상황이다.

향후 일반 투자자를 대상으로 하는 대체투자펀드의 도입이 활성화되기 위해서는 자산운용사의 대체투자에 대한 전문성이 제고되고 이러한 전문성이 시장의 평판으로 이어지는 시장구조가 마련되어야 한다. 예를 들어 임대형부동산 펀드 부문에서 높은 성과를 거두는 자산운용사가 기존의 성과에 근거하여 공모형 임대형부동산펀드를 도입하여 시장을 활성화할 수 있다. 이를 위해서는 시장의 평판이 형성될 수 있도록 운용사별 대체투자펀드의 성과를 공시하는 체계를 도입할 필요가 있다.

대체투자의 특성상 모든 투자대상을 공모로 발행하는 것에는 현실적인 제약이 존재한다. 따라서 공모에 적합한 대체투자 대상을 선정하여 합리적인 공모펀드를 도입하는 방안도 검토되어야 한다. 예를 들어 기존의 성공한 프로젝트의 현금흐름을 묶어서 재간접 공모펀드 형태를 도입하거나

공모 방식에 적합한 일부 프로젝트에 대한 공모펀드를 도입하는 것이 바람직하다. 이러한 공모 대체투자펀드 설정에 있어 중요한 요소 중 하나는 성과가 우수할 것으로 예상되는 프로젝트를 대상으로 공모펀드가 도입되어야 한다는 것이다.

또한 공모펀드가 활성화되기 위해서는 공모형 대체투자펀드에 대한 수수료체계가 현실화되고 다양한 투자가 이루어질 수 있도록 운용의 탄력성을 제고하는 규제가 마련될 필요가 있다.

참고문헌

참 고 문 헌

- 남재우, 2013, 공적연기금 대체투자의 현황 및 시사점, 『부동산포커스』 66, 45-53.
- 안성학·손정락, 2016, 국내외 대체투자 현황 및 시사점, 하나금융경영연구소 『하나 금융정보』 .
- 오세경·최정원·박중건, 2016, 국내 벤처펀드의 성과와 성과 결정요인에 대한 실증 연구, 『재무연구』 제29권 제3호, 531-564.
- 이장욱·정상범, 2016, 국내 대체투자 현황 및 시사점, 『BOK 이슈노트』 2016-5.
- 이준서, 2017, 사모펀드 성과분석: 대체투자 관점에서, 『한국증권학회지』 제46권 1호, 187-216.
- 정문경, 2011, 국민연금기금의 청산된 사모투자펀드 수익률과 요인 분석, 국민연금연구원 『연금포럼』 제42호, 56-63.
- Cashman, G.D., Deli, D.N., Nardari, F., Villupuram, S.V., 2014, Investor behavior in the mutual fund industry: evidence from gross flows, *Journal of Economics and Finance* 38, 541-567.
- Fuerst, F., Marcato, G., 2009, Style analysis in real estate markets: beyond the sector and region dichotomy, *The Journal of Portfolio Management* 35, 104-17.
- Fuerst, F., Matysiak, G., 2013, Analysing the performance of nonlisted real estate funds: a panel date analysis, University of Cambridge working paper.

김필규 (Pil-Kyu Kim)

선임연구위원 / 경영학 박사

연구분야

- Bond Markets
- ABS/MBS

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891838 93320
ISBN 978-89-6089-183-8