

<韓國勞動研究院 研究用役 最終報告書>

雇傭保險基金의 效率的 運用方案

1997. 3. 31.

提出者：車 明 準

< 차 례 >

第1篇 實務篇	1
I. 序論	1
II. 短期 雇傭保險基金 運用方案	4
1. 1996년 고용보험기금 운용실적	4
2. 적립금의 운용현황	5
(1) 노동부 여유자금 예탁관리지침의 주요 내용	5
(2) 고용보험기금의 예치현황	6
(3) 고용보험기금운용 결과 분석	7
3. 금융기관별 투자대상 상품분석	8
(1) 은행	8
(2) 투자신탁	9
(3) 종합금융	9
(4) 증권회사	9
(5) 농수축협	10
4. 금융상품 기간별 수익률 분석	11
(1) 단기(90일 미만)	11
(2) 중기(90일 ~ 365일 미만)	12
(3) 장기(1년 이상 ~ 5년 미만)	13
5. 단기 고용보험기금 운용방안	14
(1) 단기 고용보험기금운용시 고려사항	14
(2) 금융환경변화와 단기운용전략	15
(3) 단기 자금운용지침의 작성	16
(4) 단기 고용보험기금운용 대상상품선정	16
III. 長期 雇傭保險基金 運用方案	18
1. 고용보험기금의 특징	18
2. 자산운용 전담조직의 설치 타당성 검토	19
(1) 기금운용의 기본적 방향	19

(2) 간접운용과 직접운용의 비교	19
(3) 직접운용의 타당성	23
3. 고용보험기금관리공단의 조직	23
(1) 공단의 조직	23
(2) 전문인력 확보	24
(3) 기금운용조직체계	24
4. 고용보험기금의 관리·운용방안	25
(1) 기금의 관리·운용 원칙	26
(2) 기금의 출납	26
(3) 기금의 관리·운용방침	27
(4) 기금운용결과의 공시	28
5. 금융환경의 변화와 장기 고용보험기금운용	28
 第2篇 理論篇	 31
 IV. 雇傭保險基金運用方針의 設定	 31
1. 기금운용 방침	31
(1) 고용보험기금제도의 목적	31
(2) 3대 투자방침	31
2. 기금운용방침의 내용과 결정	32
(1) 운용목적	32
(2) 제약조건과 리스크허용도	33
(3) 기본자산배분	33
(4) 기본자산배분의 조정과 조정폭	34
(5) 운용스타일구성	34
(6) 위탁운용스타일	34
(7) 벤치마크	35
3. 기금운용방침의 책정과 실시과정	36
(1) 투자정책기술서	36
(2) 운용관리와 평가	36
4. 펀드매니저의 투자방침과 평가	37
(1) 펀드매니저의 기금운용방침	37
(2) 펀드매니저 평가	37

V. 資産配分の 内容과 實際	38
1. 資産배분의 의미	38
2. 資産배분 과정	38
3. 資産배분기법	41
4. 資産배분기법의 내용	42
(1) 전략적 資産배분(SAA)	42
(2) 術적 資産배분(TAA)	42
(3) 低가치보증 資産배분(IAA)	43
VI. 年基金 ALM의 内容과 實際	44
1. 연기금 ALM의 도입배경과 의미	44
2. 연기금 ALM의 방법	45
(1) 밸런스·시트형 ALM	45
(2) 시뮬레이션형 ALM	49
3. 연기금 ALM의 활용	51
(1) 연기금 ALM 활용의 프로세스	51
(2) 구체적인 예	52
VII. 스타일펀드의 運用과 實際	55
1. 스타일펀드운용	55
(1) 스타일펀드운용의 의미	55
(2) 스타일펀드운용의 변천	56
(3) 주식스타일펀드운용의 예	57
2. First Quadrant Corp.의 요소수익모델	58
<附錄 1> 金融環境의 變化	61
1. 금융산업개편	61
2. 금융개혁의 추진	61
3. 금융개혁의 주요 쟁점과 영향	63
(1) 업무영역철폐	63
(2) 소유구조조정	66
(3) 진입제한철폐	67
(4) 기타 쟁점	69

<附錄 2> 國民年金管理公團의 定款과 基金運用規程	71
1. 국민연금관리공단 정관	71
2. 국민연금 기금운용규정	77
3. 국민연금관리공단의 기금운용관리	83
(1) 기금의 설치 및 조성	83
(2) 기금의 관리·운용	84
<附錄 3> 資産配分의 實際	91
1. A은행의 자산운용 현황	91
2. 모델의 설정	94
(1) 최적 포트폴리오의 선정	94
(2) 데이터	95
(3) 모델	96
3. 분석과정	97
(1) 자산별 평균수익률 및 위험	97
(2) 자산간 공분산	97
(3) 목표수익률	98
4. 최적자산배분의 도출	99
(1) 모델에 의한 자산배분과 실제 자산운용의 비교	99
(2) 최적 자산배분의 요약	100
<참 고 문 헌>	105

第1篇 實務篇

I. 序論

- 1993년 12월 제정된 『고용보호법』과 동 시행령 및 시행규칙에 의해 조성된 고용보험기금은 1996년말 현재 9,116억원 규모에 달하고 있음.
- 동 기금의 주된 조달원은 고용보험료로 1996년말 현재 7,777억원에 달하고 있으며, 다음으로 적립금 등의 운용에 의한 이자수입 457억원이 차지하고 있음. 또한 동 기금은 그 목적에 따라 고용안정사업, 직업능력개발, 실업급여, 고용보험사업운영, 기금관리 등에 운용되고 남은 잉여금 8,735억원이 적립금으로 충당되었음.
- 따라서 동 고용보험기금은 효율적 운용되어 기금의 목적과 용도(동법 제68조)를 충족시킬 수 있어야 함.
- 그런데 현재 고용보험기금의 운용은 노동부나 노동연구원에 고용보험기금의 운용을 위한 펀드매니저들에 포함한 실질적인 전담조직이 없어 여러 국내 금융기관의 금융상품에 분산하여 위탁투자를 통한 간접운용을 하고 있는 실정임.
- 따라서 본 연구는 단기적인 고용보험기금의 효율적 운용을 위한 방안 도출과 장기적인 기금운용방안에 대한 방안을 제시하고자 함.
- 이를 위한 제1편에서는 고용보험기금의 효율적 관리를 위한 실무적인 접근을, 제2편에서는 실무적인 접근방법에 대한 이론적 배경을 선진국에서 실제로 이용되고 있는 구체적인 여러 가지 기금운용기법과 실제의 예를 들어 설명함.
- 단기의 기금운용을 위해서 현재 국내 금융기관들의 금융상품별 세후수익률의 분석을 통해 가장 유리한 간접투자의 대상이 되는 금융상품을 도출함.
 - 이를 위해서 현재 고용보험기금의 운용규모 및 적립금의 운용현황을 분석
 - 기간별 금융상품을 30일 미만, 180일 미만, 1년 미만등 기간별로 구분하여 기금운용상의 유동성을 확보하기 위한 투자대상 금융기관과 상품을 도출함.
 - 또한 단기 고용보험기금의 운용방안도 제시함

- 장기적인 기금운용방안을 위해서
 - 효율적 자산운용을 위한 자산운용전담조직의 설치에 대한 타당성을, 현재처 럼의 전문펀드관리회사에 위탁하여 간접적으로 운용하는 경우와, 고용보험 기금의 전담조직을 통해 직접적으로 운용하는 경우를 비용측면에서 비교분석을 통해 검토함
 - 전담조직인 『고용보험기금관리공단』을 구성하여 직접운용을 할 경우 효율적 자산운용을 위한 최소한의 조직, 전문인력확보, 효율적 운용체계 등을 제시함
 - 고용보험기금의 실제적인 기금운용방안을 제시하기 위해 기금운용의 방향과 제반 원칙, 계획의 수립절차 등을 설명하고, 유가증권운용방법과 효율적인 운용체계의 확립과정을 설명함,
 - 그리고 1996년 OECD 정식가입 이후 급격하게 변하고 있는 금융환경이 어떻게 변화되고 있는가를 설명하고, 금융개혁안 주요 쟁점이 직접적으로 기금의 운용에 어떠한 영향을 미칠 것인가를 가늠해봄.
- 고용보험기금을 효율적으로 운용하여 필요한 책임준비금을 안정적으로 확보하기 위해서는, 직접운용 또는 간접운용에 필요한 기금운용방침을 설정하고, 이에 따라 기금을 운용하고 결과를 평가해야하는 이유를 설명함.
 - 이를 위해서 고용보험기금운용의 방침을 어떻게 설정하고, 그 내용은 어떠해야하며, 펀드매니저의 투자방침과 평가를 어떻게 해야할지를 살펴봄.
- 또한 기금의 효율적운용을 위해서 선진국의 금융기관 내지 펀드관리회사들은 자산배분개념을 실용화하고 있음. 따라서 자산배분의 과정을 설명하고, 현대적 자산배분기법들을 간략하게 설명함.
- 선진국의 연기금기관들이 효율적인 자산관리에 은행에서 실용화되고 있는 ALM기법의 개념을 도입하고 있음
 - 즉, 고용보험기금의 적립금을 자산으로, 고용보험금의 지급과 각종 사업에 대한 지출을 부채로 간주하여 기금을 운용·관리함으로써 자산운용의 효율성을 제고하고, 리스크관리의 과학화에 기여하고 있는 실용적인 개념임.

- 연기금 ALM의 내용과 실재를 보기위해, 먼저 연기금 ALM이 도입된 배경을 살펴보고, 이 개념이 주식, 채권 등에 어떻게 적용되고, 그 방법들은 어떠한 것들이 있는지를 설명하고, 영국에서 이 ALM 개념이 실용화되고 있는 구체적인 예를 제시함.
- 미국과 일본 등의 투자신탁회사는 고객의 다양한 투자성향에 부응하기 위해 여러 가지 스타일의 펀드상품을 개발하여 판매·운용하고 있음. 이러한 스타일펀드운용의 개념은 고용보험기금의 효율적인 자산배분과 포트폴리오구성에 그대로 적용될 수 있음.
- <부록 1>에서는 우리나라가 추진하고 있는 금융개혁중 고용보험기금의 운용에 영향을 미칠 금융산업 업무영역조정, 소유구조 개선, 진입장벽의 철폐, 금융규제완화 등을 설명함
- <부록 2>에서는 국민연금관리공단의 정관, 기금운용규정, 그리고 기금운용관리내용등을 예시하여 향후 고용보험기금관리공단의 설립시 참고할 수 있도록 함.
- <부록 3>에서는 자산배분개념이 금융기관의 자산운용에 구체적으로 이용되고 있는 사례를 우리나라의 한 시중은행의 자산배분 사례를 제시함.

II. 短期 雇傭保險基金 運用方案

1. 1996년 고용보험기금 운용실적

- 1993년 12월 제정된 『고용보호법』의 제 66조 및 67조에 대한 시행령 및 시행규칙에 의해 1995년 7월 1일부터 조성된 고용보험기금은 1996년말 현재 9,116억원 규모에 달하고 있음.
- 동 기금의 주된 조달원은 고용보험료로 1996년말 현재 7,777억원에 달하고 있으며, 다음으로 적립금 등의 운용에 의한 이자수입 457억원이 차지하고 있음. 비용부담의 주체별로는 고용안정 및 직업능력개발사업보험료 전액과 실업급여보험료의 50%를 부담하고 있는 사업주가 5,500억원을 납부하였고, 근로자는 실업급여보험료의 50%인 2,277억원을 납부하였음(<표 2-1>).
- 또한 동 기금은 그 목적에 따라 고용안정사업, 직업능력개발, 실업급여, 고용보험사업운영, 기금관리 등에 운용되고 남은 8,735억원의 잉여금이 적립금으로 충당되었음. 따라서 동 기금의 운용에서 고용안정사업과 직업능력개발사업에 대한 지출비중은 13% 정도를 보이고 있으며, 동 기금의 주된 목적인 실업보험금의 지급은 140억원으로 2.9% 수준에 머무르고 있음.
- 이처럼 고용보험사업비의 실적이 저조한 것은 1995년 7월부터 동 제도가 도입되어 사업주와 근로자의 인식부족과 각종 지원금의 지급요건이 경직적이었기 때문인 것으로 분석되고 있음.
- 또한 실업급여의 지급이 극히 저조한 것은 1996년 7월 1일부터 실업급여가 지급되기 시작했으나 그 지급요건이 1년이상 피보험기간을 요하고 있기 때문임.
- 그러나 1997년들어 경기회복의 지연과 기업의 슬림화전략과 명예퇴직 등의 실시로 3월말 현재 실업률이 3.4%로 급격히 늘어나 향후 고용보험사업비와 실업급여의 지출이 급격히 증가될 것으로 전망됨.
- 또한 1996년 12월 고용조정지원확대, 실직자 재취업촉진 기능강화, 각종 지원금 지급절차 개선 등 고용보험법을 개정하였고, 고용보험사업에 대한 홍보강화로 1997년부터는 실업급여를 포함하여 고용보험사업이 활성화될 것으로 전망됨.

<표 2-1> 1996년 고용보험기금 운용실적

(단위: 백만원)

수		입	지		출	
총 계		825,792	총 계		825,792	
실업급여		483,463	실업급여		13,972	
고용안정사업		151,017	고용안정사업		12,508	
직업능력개발사업		171,431	직업능력개발사업		9,950	
기타	가산금	426	기타	보험사업비	30,526	
	연체금	1,947		반환금	1,824	
	이자수입 등	45,769		운영경비	4,080	
					적립금	789,362

자료출처: 노동부

2. 적립금의 운용현황

(1) 노동부 여유자금 예탁관리지침의 주요 내용

- 현재 고용보험기금의 운용은 노동부나 노동연구원에 고용보험기금의 운용을 위한 펀드매니저에 포함한 실질적인 전담조직이 없어 여러 국내 금융기관의 금융상품에 분산하여 위탁투자를 통한 간접운용을 하고 있는 실정임
- 이를 위해 노동부는 『노동부 소관 기금 및 적립금등 여유자금 예탁관리지침』에 의해 국내 금융기관에 분산예치하고 있음.
- 기금관리기본법 제1조 및 동 시행령 제8조 제2항에 의해 노동부 소관 기금 및 적립금중 여유자금을 효율적으로 관리·운용하여 기금의 공공성을 확보하는 것을 목적으로 하고있음.
- 여유자금은 은행법에 의한 금융기관(은행), 신탁업법에 의한 신탁회사(은행 신탁계정, 투자신탁회사), 종합금융회사에 관한 법률에 의한 종합금융회사에 예탁하고 있으며, 당해기금의 설치목적에 지장을 초래하지 않는 범위내에서 공공자금관리기금 관리주체에 예탁하는 것도 원칙적으로 허용하고 있음.

- 노동부의 여유자금에 대한 관리원칙은 다음과 같음

첫째, 기금운영 소관국장(심의관 포함)은 매년 2월중 전년도 여유자금 운영실적 과 당해연도 여유자금 운영계획을 수립하여 장관에게 보고

둘째, 여유자금운영은 공공성, 안정성, 환금성, 수익성 등을 종합적으로 고려하여 운영하되, 기금목적사업과 노동정책추진 방향에 최대한 부합하도록 운용

- ① 가급적 다수의 금융기관에 예치함으로써 수신기관의 과도한 예금유치경쟁에 따른 금리상승의 유발을 방지함
- ② 기금관리주체는 여유자금을 운영함에 있어 선량한 관리자로서의 의무를 다하되, 연평균 운용수익률이 공공자금 관리기금 예치금리 이상, 또는 공공자금 관리기금 예치금리 이하이나 특별한 사유가 인정되는 경우에는 선량한 관리자로서의 의무를 다 한 것으로 간주함
- ③ FAX, PC통신 등을 통한 소위 금리입찰 행위와 실적 배당상품에 대한 사전금리약정 또는 이면계약체결 행위를 금지함

셋째, 노사협력우수업체 지원 및 근로자 금융지원상품 운영실적 등 노동정책관련 지원에 기여도가 높은 금융기관에 대하여는 예탁시 우대조치

(2) 고용보험기금의 예치현황

- 노동부는 『노동부 소관 기금 및 적립금등 여유자금 예탁관리지침』에 의해 국내 금융기관에 분산예치하고 있음.

- 고용보험기금의 금융기관별 예치현황을 보면 1996년말 현재 총기금 누계 11,228억원의 7.6%를 중금사에 예치하고, 나머지를 농협, 수협, 축협 등을 포함한 은행권에 예치하고 있음.

- 이중 여유자금 예탁관리지침에 의해 근로자 및 중소기업전담 금융기관인 6개 은행에 33.1%를 예치하고, 일반 시중은행에 60%를 예치하고 있음.

<표 2-2> 고용보험기금 예치현황(1996. 12. 31. 현재)

금융기관별	예치금액(억원)			비 고
	1996년 말 현재	1997. 4. 26. 현재	누 계	
근로자 및 중 소기업 전담 6 개기관	3,719	1,412	5,131 (30.1)	중소기업은행, 국민은행, 평화은행, 농협, 동남은행, 대동은행
시중은행 등 14개 기관	5,807	2,243	8,050 (47.2)	한일, 외환, 조흥, 한미, 제일, 상업, 서울, 신한, 보람, 수협, 주택, 축협, 동화, 하나
종금사 5개기 관	852	2,294	3,147 (18.3)	제일종금, 중앙종금, 대한종금, 동양종금, 신한종금
제외대상	850	-400	450 (2.6)	축협, 동화, 하나
공 자 기 금 (재정경제원)	-	300	300 (1.8)	-
총 계	11,228	5,850	17,078	-

주: ()의 수치는 비중을 의미

자료: 노동부

(3) 고용보험기금운용 결과 분석

- 1996년중 이자수입규모가 457억원과 미수수익 744억원을 감안하면 총이자수익이 1,201억원으로 총예치금 11,228억원에 대한 평균이자율은 10.7%로 은행의 1년만기 정기예금금리인 7.5~10.0%(세후수익률은 6.45~8.68%)를 훨씬 상회하는 수익률을 실현.
- 이는 은행 예치금 대부분을 고수익상품인 신탁계정의 금전신탁에 예치하였고, 종금사 예치금은 CMA에 일부 투자하고 나머지 대부분 기금을 포지어음중 발행어음에 투자하였기 때문임.
- 따라서 고용보험기금을 간접운용함에 있어서 금융기관의 안정성과 투자대상상품의 수익성을 고려하여 합리적으로 운용되고 있음을 알 수 있음.
- 그러나 5개 종금사(각사 평균자본금 500억원)의 91일 미만의 단기상품인 포지어음(1996년말 세후수익률이 10.76)에 대한 투자비중과 은행의 금전신탁에 대한 투자비중이 높아 일부상품에 대한 의존도가 큼

3. 금융기관별 투자대상 상품분석

- 현재 우리나라에서 수신기능을 가지고 있는 금융기관중 신용금고, 신용협동조합, 우체국 등은 안정적 투자의 관점에서 고용보험기금의 투자대상기관에서 제외하였고, 은행, 종합금융회사, 투자신탁회사, 증권회사 등 투자대상 금융기관이 취급하고 있는 금융상품중에서도 고용보험기금의 투자가능 상품만을 고려함.

(1) 은행

구 분	예치한도	예금만기	원리금지급방법	기 타
개발신탁	1천만원 이상	2년, 3년, 5년	만기지급식, 이자지급식(매월)	- 연간 12회 복리효과 - 재경원 97년 신규발행 불허 방침(97년 5조 9천억만 허용)
기업금전신탁	1천만원 이상	1년 6개월	1년마다 원금에 가산	
특정금전신탁	1억원 이상	1년 6개월	만기시 지급	
양도성예금증서(CD)	1천만원 이상	90일, 270일	할인발행	
거액환매조건부채권(거액R/P)	1천만원 이상	60일, 90일, 180일, 1년	만기시 지급	
거액상업어음매출(거액CP)	1천만원 이상	60일, 90일, 180일, 1년	할인매출	
산금채	10만원 이상	1년, 3년, 5년	3개월마다 원금에 가산되는 복리채	
표지어음	500만원 이상	60일, 90일, 180일	할인매출	
국채관리기금채권	500만원 이상(100만원 단위)	5년	연복리	

자료: 한국은행, 금융상품정보, 1996, 12.

(2) 투자신탁

구 분	예치한도	예금만기	원리금지급방법	기 타
단기공사채형 수익증권	제한없음	31일, 61일, 91일	인출일에 지급	
중기공사채형 수익증권	제한없음	181일	인출일에 지급	
장기공사채형 수익증권	제한없음	1년, 3년	인출일에 지급	
주식형 수익증권	제한없음	1년	인출일에 지급	
MMF	제한없음	30일 이상	인출일에 지급	30일 이상 일일복리의 단기상품으로 1996년 10월부터 판매가 시작됨

자료: 한국은행, 금융상품정보, 1996, 12.

(3) 종합금융

구 분	예치한도	예금만기	원리금지급방법	기 타
발행어음	200만원 이상 (지방중금사는 100만원 이상)	7일, 30일, 60일, 90일	할인매출 또는 만기시 이자지급	
담보부 기업어음	200만원 이상 (지방중금사는 100만원 이상)	7일, 30일, 60일, 90일, 180일	할인매출 또는 만기시 이자지급	
거액기업어음	1천만원 이상	91일	할인매출 또는 만기시 이자지급	95년 11월부터 30-59일이 30-90일로 변경
CD	1천만원 이상	91일	할인매출 또는 만기시 이자지급	
CMA	400만원 이상 (지방은 200만원 이상)	30일, 60일, 90일, 180일	인출시 지급	
표지어음	500만원 이상	91일	인출시 지급	
표지팩토링어음	500만원 이상	91일	인출시 지급	

자료: 한국은행, 금융상품정보, 1996, 12.

(4) 증권회사

구 분	예치한도	예금만기	원리금지급방법	기 타
BMF	제한없음	30일, 60일, 90일, 180일, 365일	인출일 지급	
거액RP	1천만원 이상	91일,	인출일 지급	
금융채(산금채)	제한없음	1년, 3년	인출일 지급	
국민주택채권	제한없음	5년	인출일 지급	
회사채	제한없음	3년	인출일 지급	
CD	1천만원 이상	91일	인출일 지급	

자료: 한국은행, 금융상품정보, 1996, 12.

(5) 농수축협

구 분	예치한도	예금만기	원리금지급방법	기 타
정기예탁금	제한없음	3개월 미만, 6개월 미만, 1년 미만, 1년, 2년, 3년	만기시 지급	

자료: 한국은행, 금융상품정보, 1996, 9.

4. 금융상품 기간별 수익률 분석

(1) 단기(90일 미만)

투자기간	상 품 명	취급기관	금 리	세후수익률	비 고
7일	발행어음	종금사	1.0	0.84	할인매출금리
	담보부 기업어음	종금사	1.5	1.26	할인매출금리
30일(31일)	단기공사채형 수익증권	투자신탁	9.84~11.30	8.22~9.44	실현수익률
	MMF(30일 이상)	투자신탁	12.0	10.2	실현수익률
	발행어음	종금사	2.0	1.68	할인매출금리
	담보부 기업어음	종금사	2.5	2.11	할인매출금리
	CMA	종금사	8.07	6.74	실현수익률
	BMF	증권회사	3.91	3.27	실현수익률
60일(61일)	거액RP	은행	7.0~13.2	6.00~11.60	
	거액CP	은행	6.0~13.1	5.15~11.64	
	표지어음	은행	7.0~13.1	6.04~11.60	
	단기공사채형 수익증권	투자신탁	9.84~11.23	8.22~9.38	실현수익률
	담보부 기업어음	종금사	3.5	2.97	할인매출금리
	CMA	종금사	9.94	8.30	실현수익률
BMF	증권회사	6.98	5.83	실현수익률	
90일(91일)	CD	은행	12.19	6.08~10.93	가중평균금리
		종금사	13.35	12.04	유통수익률
		증권회사	13.35	12.04	유통수익률
	거액RP	은행	11.86	5.97~10.76	가중평균금리
		증권회사	12.90	11.22	
	거액CP	은행	8.5~12.3	6.08~11.02	
		종금사	12.77	11.48	
	표지어음	은행	11.12	6.08~11.02	가중평균금리
		종금사	12.40	10.76	
	단기공사채형 수익증권	투자신탁	10.08~11.45	8.42~9.56	실현수익률
	발행어음	종금사	10.00	8.75	할인매출금리
	담보부 기업어음	종금사	4.5	3.85	
	CMA	종금사	10.84	9.05	실현수익률
	표지팩토링어음	종금사	12.35	10.72	
BMF	증권회사	8.62	7.20	실현수익률	
정기예탁금	농수축협	2.0	1.68		

(2) 중기(90일 ~ 365일 미만)

투자기간	상 품 명	취급기관	금 리	세후수익률	비 고
180일	거액RP	은행	11.86	5.97~10.76	가중평균금리
	거액CP	은행	8.5~12.3	6.08~11.02	
	표지어음	은행	12.05	6.10~11.00	가중평균금리
	중기공사채형 수익증권	투자신탁	11.10~11.93	9.27~9.96	실현수익률
	담보부 기업어음	종금사	7.0	6.08	
	CMA	종금사	11.76	9.82	실현수익률
	BMF	증권회사	10.38	8.67	실현수익률
	정기예탁금	농수축협	5.0	4.26	
270일	CD	은행	7.0~11.90	6.08~10.64	유통수익률
365일	거액RP	은행	11.86	5.97~10.76	가중평균금리
	BMF	증권회사	11.67	9.32	실현수익률
	정기예탁금	농수축협	7.89	6.79	

자료: 한국은행, 금융상품정보, 1996, 12.

(3) 장기(1년 이상 ~ 5년 미만)

투자기간	상 품 명	취급기관	금 리	세후수익률	비 고
1년	산금채	은행신탁	11.68	10.02	복리채
	산금채(금융채)	증권회사	13.35	11.15	유통수익률
	장기공사채형 수 익증권	투자신탁	12.34~13.80	10.30~11.52	실현수익률
	주식형 수익증권	투자신탁	-16.71~-14.47	-	실현수익률
	정기예탁금	농수축협	10.36	9.00	
1년 6개월	기업금전신탁	은행신탁	10.64~11.83	8.51~9.65	실적배당률
	특정금전신탁	은행신탁	12.99	12.49	실적배당률
2년	개발신탁	은행신탁	9.5~11.74	8.23~10.26	실적배당률
	정기예탁금	농수축협	11.13	9.70	
3년	개발신탁	은행신탁	9.5~11.72	8.23~10.26	실적배당률
	산금채	은행	11.22	9.94	복리채
	장기공사채형 수 익증권	투자신탁	13.17~14.80	11.00~12.36	실현수익률
	산금채(금융채)	증권회사	13.05	10.90	유통수익률
	회사채	증권회사	12.60	10.52	유통수익률
	정기예탁금	농수축협	11.34	9.88	
5년	개발신탁	은행신탁	9.50~10.30	8.23~8.95	확정형
	산금채	은행	10.48	7.77	복리채
	국채관리기금채권	은행	7.25~12.30	7.27~10.85	복리채
	국민주택채권	증권회사	11.50	9.60	유통수익률

5. 단기 고용보험기금 운용방안

(1) 단기 고용보험기금운용시 고려사항

- 이론적으로 효율적 자산배분의 한 방법인 동태적 자산배분은 금리가 상승하면 채권투자의 비중을 높이고, 금리가 하락하면 주식투자의 비중을 높이는 것임.
 - 그러나 이는 직접적으로 고용보험기금을 운용할수 있도록 별도의 조직이 있는 경우에 해당되는 자산운용전략이며, 고용보험기금처럼 간접적으로 유가증권에 투자하는 경우는 신속적으로 시장동향에 대응할 수 없어 이러한 전략의 이용에는 한계가 있음. 다만 장기적으로 주식 및 채권투자를 할 경우 자산배분에 대한 방향을 얻을 수 있음.
 - 정부는 1996년말 주식시장의 침체가 장기화되자 주식시장 부양조치의 일환으로 각종 연금 및 기금의 주식투자 비중을 확대를 발표.
 - 이를 위해 1997년 초 각종 연기금의 관련 법규 내지 시행령과 시행규칙을 개정. 또한 연기금이 주식투자로 인한 손실을 입을 경우 자산운용 책임자에 대한 면책규정도 신설.
 - 그러나 고용보험기금이 정부의 정책에 따라서 주식을 통한 기금의 운용을 고려할 경우, 노동부 또는 노동연구원에 기금운용을 위한 조직이 없는 현실에서 당 고용보험기금은 투신사의 주식형 수익증권을 이용한 간접주식투자를 할 수 있음.
 - 1996년 12월 현재까지 서울의 3개 투신사의 주식형 수익증권의 투자수익률이 “-”를 기록하고 있어 투자대상으로는 적합하지 못함.
 - 다만 1996년 7월 1일부터 투자자문사가 투자신탁운용회사로 전환한 신설투신사의 경우 투신편드에 따라서는 “+”의 투자수익률을 기록하는 상품도 있으므로 증권회사를 통한 신설 투신사의 주식형 수익증권에 투자하는 것을 고려할 수 있음.
- <참고> 신설투신사의 주식형 수익증권은 증권회사를 통해 판매되고 있으며, 기존 투신사는 증권회사와 투자신탁운용회사로 분리되어 수익증권의 판매와 운용이 분리됨.

- 다만 고용보험기금도 정부의 정책에 따라 주식에 투자해야 할 경우, 주식투자에 대한 비중은 정부의 연기금 주식투자 확대정책을 최소한으로 충족시키는 선에서 결정하는 것이 바람직.
 - 1996년 현재 연기금의 총운용자산중 주식투자 비중은 2%정도임.
 - 주식형 수익증권의 투자기간은 최소 1년이므로 이 경우는 1년 이상의 장기투자를 전제로 해야함.
- 한편, 주식 및 채권투자의 경우는 현 노동부의 기금운용 인력구조상 금융기관을 통한 간접투자가 바람직하고, 투자자문의 조언을 구하기 위해서는 투자자문회사나 투자자문업을 겸영하고 있는 신설 투자신탁운용회사와 자문계약을 할 수도 있음.
- 그리고 장기적으로 기존 은행의 신탁계정과 투신사의 장기공사채형 수익증권에 투자할 경우는 고율의 투자수익률을 실현하고 있는 금융기관을 선정하여 기금을 배분하여 투자하는 것이 바람직.

(2) 금융환경변화와 단기운용전략

- 현재 정부가 추진중인 금융시장개방과 금융규제완화를 포함하는 금융개혁에서 논의되고 있는 주요과제 중 단기 고용보험기금운용에 영향을 미칠 과제는 금융산업개편에 따른 업무영역조정, 금융시장개방, 규제완화에 따른 금융신상품개발, 금리자유화 등임(<부록 1> 참조)
- 금융기관간 업무영역의 조정에 따라 부수업무에 대해서는 겸업형태로 상호 진출할 수 있게되어 투자자의 입장에서는 투자상품선택의 기회가 넓어진다는 유리한 점도 있으나, 이는 금융기관간 금융기관의 업무영역확대를 통한 리스크의 증대, 경쟁심화로 인한 수익력 저하 등을 초래할 수 있어, 투자대상 금융기관의 선정에 신중을 기해야 할 것임.
- 금융시장의 개방에 따라 외국 금융기관의 진출과 이들의 금융상품에 대한 투자는 고용보험기금의 공공성이라는 특성에서 신중하게 고려하는 것이 바람직.
- 그러나 고용보험기금의 단기운용에 영향을 미칠 수 있는 금융개혁의 내용은 많지 않고, 그 추진도 점진적으로 이루어질 것으로 전망되기 때문에, 현재 고용보험기금의 운용방향을 당분간 유지하는 것이 바람직.

(3) 단기 자금운용지침의 작성

- 고용보험기금의 단기운용에서는 자금의 유동성이 최우선적으로 고려하면서 수익성을 추구해야 함(<부록 2> 참조).
- 단기자금의 운용을 위해서 투자대상 금융기관 및 상품을 명시하고, 단기자금의 관리에 대한 규정을 명확히 해야함

(4) 단기 고용보험기금운용 대상상품선정

- 고용보험기금의 지출중 고용보험사업운영비와 기금관리운영비는 경상비의 성격을 띠고 있으므로, 지출에 필요한 최소한의 현금을 시중은행에 예치하고, 나머지 금액은 단기 유동성을 고려하여 30일 내지 90일 정도의 고율의 단기상품에 분산투자하는 것이 바람직함.
- 그리고 적립금은 전액을 1년 이상 고율의 장기상품에 분산투자하되, 향후 종합적인 고용보험기금의 효율적 운용계획과 연계해서 운용해야 할 것임.
- 한편, 단기 및 장기투자상품 및 금융기관의 선정에 있어서 앞서 살펴 본 바와 같이 투자기간별 금융상품의 실현된 세후수익률을 고려하되, 현재의 각 금융기관에 분산투자하는 방법을 당분간은 지속하는 것도 좋을 듯.
 - 단 은행의 실적상품의 경우는 과거의 실현수익률을 고려하여 실적이 좋은 금융기관에 대한 투자비중을 늘리는 방법도 있음.

<표 2-2> 1997년 고용보험기금 운용방안

구 분	투자비중 및 상품	비 고
고용보험사업운영 (고용안정사업 및 직업능력개발사업)	25% 현금(시중은행) 75% 30일 ~ 90일 단기상품	단기 유동성 확보 고율의 단기상품에 분산투자
기금관리운영	25% 현금(시중은행) 75% 30일 ~ 90일 단기상품	단기 유동성 확보 고율의 단기상품에 분산투자
적립금	100% 1년이상 장기상품	고율의 장기상품에 투자 수익성, 안정성, 공공성 등 고려

- 이를 위해 실현된 수익률에 의해 투자기간별, 상품별, 금융기관을 요약하면 다음과 같음.

기 간	상 품 명	취급 금융기관	비 고
30일 이내	단기공사채형 수익증권	투자신탁	유동성 고려
	MMF	종금사	
	CMA	종금사	
90일 이내	CD	은행, 종금사, 증권회사	
	MMF	종금사	
	CMA	종금사	
	거액RP	은행, 증권회사	
	거액CP	은행, 종금사	
	단기공사채형 수익증권	투자신탁	
180이내	거액RP	은행,	
	거액CP	은행	
	MMF	종금사	
	CMA	종금사	
	중기공사채형 수익증권	투신사	
1년 이상	산금채	은행,	안정성, 공공성, 수익성 고려
	금융채	은행, 증권회사,	
	장기공사채형 수익증권	투자신탁	
	정기예탁금	농수축협	
	기업금전신탁	은행	
	특정금전신탁	은행	
	개발신탁	은행	
	국민주택채권	증권회사	
	주식형 수익증권	투자신탁, 증권회사	정부의 주식투자 권유 시

Ⅲ. 長期 雇傭保險基金 運用方案

1. 고용보험기금의 특징

- 고용안정사업과 직업능력개발사업, 그리고 실업급여에 지출되고 있는 고용안정 기금은 미래의 불확실성에서 오는 리스크를 줄이기 위해 사업주와 근로자가 공동으로 부담하는 보험료에 의해 기금이 형성된다는 점에서 다른 연기금과 큰 차이가 없음
 - 국민연금의 경우 기금의 성격은 연금가입자의 노후생활보장을 강제저축된 장기신탁자산으로 연금가입자들이 일정한 급여조건에 도달시 의무적으로 지급해야 하는 장기부채성 책임준비금임
- 그러나 고용보험기금은 법적인 요건만 충족되면 보험금 또는 해당 사업비를 즉각적으로 지불해야 하기 때문에 단기 및 장기 부채성 책임준비금의 성격을 가진다는 점에서 다른 연기금과는 성격을 달리하고 있음
- 또한 다른 연기금의 경우는 그 기금의 지출이 미래의 여건변화에 크게 영향을 받지 않는데 반해서, 고용보험기금은 경제의 여건에 따라 기금의 지출이 크게 영향을 받는다는 특징이 있음.
 - 예를 들면 경기침체로 실업률이 급격히 증가되면 실업급여를 비롯해서 고용안정 및 직업능력개발 사업비의 지출도 비례해서 증가되어, 미래의 보험료 수입스케줄과 보험금지급스케줄이 다른 연기금의 스케줄에 비해 불안정하여 기금의 운용에 제약조건으로 작용함
 - 또한 남북통일이 이루어지는 경우, 통일후 북한경제체제의 조정과정에서 발생하는 북한의 근로자들에 대한 직업훈련, 실업급여 등에 고용보험기금이 사용될 계획으로 있어, 이 경우 고용보험기금이 통일비용의 성격으로 사용되어 단기간내에 기금이 소진될 가능성이 높음
- 따라서 고용보험기금의 운용에 있어서, 이러한 제약요건을 고려하여야 하기 때문에 다른 연기금의 운용에 수익성, 안정성, 유동성이 강조되는 것에 반해서 유동성, 안정성, 그리고 공공성이 특히 강조됨

2. 자산운용 전담조직의 설치 타당성 검토

(1) 기금운용의 기본적 방향

- 고용보험기금의 장기적 자산운용방안

- 제1안: 현재와 같이 은행, 투자신탁, 종합금융회사 등의 전문투자기관에 위탁운용하는 간접투자(간접운용)
- 제2안: 고용보험기금 내에 자체의 자산운용 전문조직을 신설하여 직접투자(직접운용)

(2) 간접운용과 직접운용의 비교

- 운용기금의 규모가 1조원일 경우 간접운용과 직접운용의 비용비교를 위한 가정

① 간접운용의 경우

- 현금과 유가증권에 대한 투자비율을 각각 25% 및 75%로 배분
- 30~90일 정도의 단기투자는 현금으로 간주, 이 경우 상품에 따라서는 예금 규모의 0.0%(대부분의 단기금융상품)~0.5%(종금사 CMA)정도의 수수료가 요구됨.
- 90일 이상의 투자는 투자규모의 0.1%~0.5%의 수수료가 요구됨
- 따라서 간접운용의 경우 투자대상 금융기관, 금융상품, 투자기간에 따라 자산운용비용이 결정됨.

<표 3-2> 간접운용시 투자비용 추정(운용규모 1조원 경우)

구 분	현금상품투자(90일 이내)	증장기상품투자(90일 이상)
투자규모	2,500억원	7,500억원
비 용	평균 0.0~0.5%의 수수료 (종금사 CMA; 90일 이내 1~2%)	연평균 수수료율 0.2% 가정시 15억원

- 운용기금 1조원중 25%를 단기현금상품에, 나머지 75%를 90일 이상의 증장기상품에 배분할 경우 투자규모에 대해 평균 0.2%정도의 수수료가 부과되면 연평

균 15억원의 비용이 필요.

② 직접운용의 경우

- 필요 조직 : 펀드운용팀(펀드매니저), 조사분석팀, 관리팀
 - 관리팀: 고용보험기금내 별도부서에서 관리하는 경우 부장급 책임자 또는 임원급 1명
 - 펀드매니저 수: 중장기 투자규모 7,500억중 30%인 2,250억원은 주식에, 70%인 5,250억원은 채권에 투자할 경우 주식의 경우 1인당 1,000억원을 가정하면 3명, 채권의 경우 1인당 3천억원을 가정하면 2명의 펀드매니저가 필요(향후 선물·옵션 등의 파생상품거래가 활발해지면 추가적인 펀드매니저가 필요할 것임)
 - 조사분석팀: 투자자문사의 투자자문을 이용하더라도 최소 2~3명의 투자분석담당자가 필요

<표 3-3> 펀드매니저 1인당 펀드운용 규모

금융기관	상품별 1인당 운용규모 ¹⁾	조사분석팀 인원
은행	주식: 2,000억~3,000억원 채권: 4,000억~5,000억원	- 특별한 조직없음 (투자자문사 자문계약 의존)
투신사	주식: 1,500억원 채권: 1조원	- 5 ~ 15명
증권사	주식: 1,000억원 채권: 1,000억원	- 중대형 증권사 경우 계열사인 연구소 의존
연기금	주식: 1,000억~2,500억원 ²⁾ 채권: 5,000억~1.5조원 ³⁾	- 2~10명

주 1): 1인당 운용규모는 총자산운용규모를 펀드매니저 또는 딜러수로 나누는 수치이며, 채권의 경우 정부정책에 의해 보유하고 있는 통화안정증권 등의 채권은 채권운용규모에서 제외

주 2): 국민연금; 5,000억원 규모에 3명,
공무원연금; 4,000억원 규모에 3명
교원공제회; 5,000억원규모에 2명
지방행정공제회; 4,000억원 규모에 3명

주 3): 국민연금; 3조원 규모에 2명
교원공제회; 1조원 규모에 2명

<참고> 모건 스탠리사가 한국의 증시 및 채권시장을 미국등 선진 금융시장과 비교하여 시가총액 비율, 경제에 대한 민감도, 가격 등락 비율 등 다각적인 요인을 검토, 분석한 결과에 따르면 1인(혹은 2인 1팀)이 담당할수 있는 효율적인 펀드의 규모는 다음과 같음.

펀드운용전략	주 식	채 권
적극적 펀드운용 (수익률 극대화 운용)	300억~500억원 규모	300억~500억원 규모
소극적 펀드운용 (안정, 보수적 운용)	700억~1,000억원 규모	1,500억~2,500억원 규모

- 주식투자의 경우 위탁수수료: 현재 자유화되어 있음
 - 거래규모 2억원 이하 : 0.5%
 - 거래규모 2억원~5억원: 0.45%
 - 거래규모 5억원 이상 : 0.4%
- 채권투자의 경우 위탁수수료:
 - 채권거래에 대한 위탁수수료는 자유화되어 있음. 장내의 개인투자자들에게 거래규모의 0.4%를 부과하고있으나, 법인 및 기관투자자의 경우 장내거래는 물론 장외거래의 경우에도 수수료를 면제해주고 있음

<참고> 향후 주식 및 채권에 대한 위탁매매수수료 자율화조치가 이루어지면 대규모의 매매주문에 대해서는 외국의 경우와 마찬가지로 기관투자자에 대한 위탁수수료가 대폭 완화될 것임

<참고> 일본의 경우 5억엔~10억엔 거래에 대해서는 0.125%, 10억엔 이상 거래에 대해서는 0.1%의 수수료율이 부과되고 있음

- 투자자문 수수료:
 - 주식의 경우 10억원에 대해 900만원(5억원 이하는 1%, 5억원 초과분에 대해 억원당 0.8% 추가)
 - 채권의 경우 50억원에 대해 300만원(0.3%)
 - 현재 투자자문에 대한 일임매매가 허용되고 있으며, 기관투자자 또는 법인들이 투자자문회사와 자문계약을 체결하는 주된 목적은 투자자문회사로부터 투자정보를 제공받기 위함임

<표 3-4> 금융기관 및 주요 상품별 투자비용

금융기관	상 품	수 수 료	비 고
투신사	주식관련 상품	- 위탁보수율(법인): 0.135% ~0.16% - 성과보수율(법인): 없음	-펀드유형 기준
	채권관련 상품	- 위탁보수율(법인): 0.075% ~0.125% - 성과보수율(법인): 없음	-채권만기 기준
은행	신탁상품	- 위탁보수율(법인): 0.25~0.5%%	
	산금채	- 수수료: 0.05%	
	CD, 거액CP, RP	- 수수료 없음	
종금사	CMA, MMF	- 수수료: 0.5~2.0%	-투자기간 기준
	CD	- 수수료 없음	
증권사	BMF	- 수수료: 0.14%~0.52% (6개월 이상 수수료 면제)	-투자가간 기준
	CD 등	- 수수료 없음	

<표 3-5> 직접운용시 투자비용추정(운용규모 1조원 경우)

구 분	현금상품투자(90일 이내)	중장기상품투자(90일 이상)
투자규모	2,500억원	7,500억원
비용	평균 0.0~0.5%의 수수료 (종금사 CMA; 90일 이내 1~2%)	- 인건비: 8명 연 4억원(건물 등의 부대비용 포함) - 주식위탁매매 수수료: 연평균 6억 7,500만원 - 채권위탁매매 수수료: 면제 - 투자자문 수수료: 연 1,200만원 - 계 10억 8,700만원

(3) 직접운용의 타당성

- 자산운용규모 1조원의 경우 직접운용방법이 비용상 유리함.
- 전문적 자산운용체계의 확립으로 고용보험기금을 효율적으로 운용하여 자산운용수익을 극대화하여 사회의 안정을 도모하려는 고용보험기금의 설립목적을 자체의 노력으로 달성하는 자기책임의 원칙에 충실하게 됨
- 누적운용자산규모가 확대될수록 간접운용의 방법은 금융기관별 투자규모할당, 펀드관리회사의 선정, 금융상품의 선정 등의 문제발생.
 - 하나의 펀드관리회사에 대한 간접운용규모가 커져 해당 펀드관리회사의 운용실적에 대한 고용보험기금의 의존도가 심화되어 투자위험이 커져 고용보험기금의 안정성이 저해될 우려
 - 고용보험기금의 자산운용방침과 펀드관리회사의 투자방침이 정확히 일치하는 것은 현실적으로 어려움

3. 고용보험기금관리공단의 조직

(1) 공단의 조직

- 고용보험기금의 직접운용을 위한 전담조직은 특별법의 제정에 의해 노동부 산하의 가칭 『고용보험기금관리공단』의 설치를 의미함
- 공단조직 구성의 전제조건:
 - 기금운용상의 전문성, 자율성을 보장하기위한 자산운용 전문가 확보
 - 전문가에 대한 권한과 책임의 부여
 - 효율적 자산운용을 위한 관리감독의 철저
 - 투자자문회사등 외부 자금운용전문기관의 활용
 - 조사 및 기획기능의 포함
 - 고용보험기금규모에 따라 조직을 신축적으로 운영

- 공단의 조직도: 조직의 기능

구 분	기 능
관리	- 고용보험기금 운용에 대한 투자방침설정, 펀드매니저관리, 기금운용에 대한 전반적인 감독
자산운용	- 자산운용, 평가
투자분석	- 자산운용을 위한 시장분석 및 정보수집,

(2) 전문인력 확보

- 초기에는 필요인원을 기존 금융회사에서 스카웃하여 충당
- 향후 파생상품시장의 개설에 대비하여 파생상품전문가 확보
- 전문인원확보시 고려사항
 - 전문기관의 직무적성 테스트 결과 우수자
 - 증권분석사 혹은 선물중개사 자격증 취득자 및 외국어 능통자 등

(3) 기금운용조직체계

- 고용보험기금운용위원회가 의결한 기금운용지침에 따라 노동부장관은 기금운용 계획을 수립, 시행하고 이에 대한 최종적인 책임을 짐
 - 노동부장관은 기금 운용계획의 수립 등 기금의 관리·운영에 관한 총괄적인 정책을 수립하며 연금기금의 효율적 운용을 위한 조사연구활동 및 공단에 대한 지도·감독을 수행함
- 고용보험기금관리공단은 기금의 실제적인 운용을 노동부장관으로부터 위탁받아 수행
 - 노동부장관의 고용보험기금관리·운영에 관한 업무의 일부를 위탁받아 금융 부문 사업에 금융부문사업에 의한 기금증식사업, 공공부문사업에 관한 업무, 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업등 실제적인 기금의 관리·운영 업무를 수행

4. 고용보험기금의 관리·운용방안

(1) 기금의 관리·운용 원칙

① 기금운용의 방향

- 기금의 운용은 고용보험 가입자의 복지증진을 위해 안정적이고 높은 수익을 올릴 수 있도록 운용하되 공공성을 고려하여야 하며, 기금운용지침 및 기금운용계획과 기금운용규정이 정하는 바에 따라서 운용되어야 함

② 기금운용의 제원칙

- 수익성의 원칙

- 기금의 이식수입은 기금재정의 수지균형을 안정적으로 유지하는데 결정적인 역할을 하므로 그 수익을 최대한으로 증대시킬 수 있도록 운용되어야 함. 그리고 기금운용에 있어서 자산취득, 주식투자 및 복지사업의 경우를 제외한 기금운용수익은 1년만기 정기예금이자율 이상을 확보하는 것이 바람직.

- 안정성의 원칙

- 고용보험기금은 그 특성상 투자손실이 없도록 안정성을 확보하는 것이 중요하기 때문에 기금의 투자는 수익성을 제고토록 하되 투기적 투자는 원칙적으로 금지.

- 공공성의 원칙

- 막대한 기금재정이 국민경제에 미치는 영향을 고려하여 그 운용은 공공성이 유지되도록 하여야 할 것이나, 이는 수익성을 해치지 않는 범위 내에서 이루어져야 할 것임

- 이러한 원칙중 고용보험기금의 특성에 따라 안정성과 공공성이 우선적으로 강조되어야 하고, 부수적으로 수익성 강조되어야 함.

③ 기금운용 지침

- 고용보험기금의 운용시 가입자의 권익이 극대화되도록 매년 다음 사항에 대해서 기금운용지침이 정해져야 함.
 - 고용보험기금의 목적에 따라 각종 사업에 사용할 기금자산의 비율

- 기금의 공공성 측면에서 매년 조성되는 고용보험기금중 공공사업에 사용될 기금자산의 비율을 결정
- 고용보험기금의 증식을 위한 장단기적인 자산배분의 우선순위

④ 기금운용의 계획

- 기금운용계획은 기금운용지침에 따라, 매년 노동부장관이 수립하여 기금운용심의위원회의 심의 및 재정경제원장관과의 협의와 국무회의의 심의를 거쳐 대통령의 승인을 얻어서 확정되도록 함.

<그림> 기금운용계획의 수립절차



- 또한 이러한 연간 기금운용계획하에 기금운용결의 효율성을 기하기 위해 매월 또는 매분기별로 월별 또는 분기별 자금운용계획서를 작성하여 관리

(2) 기금의 출납

- 기금계정의 설치
 - 기금의 수입과 지출을 명확히 하기 위하여 한국은행에 고용보험기금계정을 설치하여 징수한 연금보험료 총액은 일별로 동 계정에 납입함
 - 기금의 계리는 기금의 운용성과와 재정상태를 명확히 하기 위하여 기업회계원칙에 따라 발생주의에 의하도록 함
- 기금의 월별운용
 - 노동부장관은 조성된 자금을 자금운용계획에 의하여 원칙적으로 월별로 관리·운용되도록 함

- 기금의 회계기관

- 노동부장관은 기금의 출납업무를 담당하게 하기 위하여 노동부 소속 공무원 중에서 기금출납명령관과 기금출납공무원을 임명함
- 기금출납명령관은 기금의 관리·운용에 따르는 계약 및 수입·지출의 원인이 되는 행위와 기금수입금의 징수·결정에 관한 업무를 담당하며, 기금출납공무원은 기금의 관리·운용에 따르는 수입 및 지출업무를 담당함

(3) 기금의 관리·운용방침

① 기금운용의 방법

- 고용보험기금의 특성상 안정성, 공공성, 수익성을 확보하기 위하여 기금의 관리·운용방법을 다음과 같은 내용을 명시할 수 있음.

- i) 금융기관에의 예입 및 금전신탁
- ii) 공공사업을 위한 재정자금에의 예탁
- iii) 투자신탁 등의 수익증권 매입
- iv) 국가·지방자치단체 또는 금융기관 직접 발행하거나 채무이행을 보증하는 유가증권의 매입
- v) 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업
- vi) 기타 기금증식을 위한 사업

② 유가증권운용방침

- 고용보험기금의 효율적인 관리를 위해서 투자대상인 유가증권의 개념을 확실하게 정하는 것이 필요하고, 주식 및 채권 등의 매매 및 유가증권의 관리에 대한 규정을 설정하여 펀드매니저 뿐만이 아니라 관리 내지 감독자가 이를 준수할 수 있도록 하는 것이 필요.

- 또한 유가증권의 운용을 위해 투자자문회사(현재 투자신탁운용회사가 겸업)의 자문을 얻을 수 있음. 이 경우 소정의 자문 수수료를 지불해야함

③ 효율적인 운용체계의 확립

- 펀드매니저 1인당 운용펀드의 규모를 최소화하여 기금운용의 위험회피를 극대화하고, 철저한 개인 책임제도를 도입하여 효율을 높임.

<참고> 공무원연금관리공단의 자산운용체계

구 분	위험자산(주식, 파생상품 등)	비위험자산(채권, 단기금융상품등)
운용체계	담당 부장 ↓ 각 펀드(팀)별 운용역 (과장, 대리급) ↓ 각 펀드별 보조 운용역(대리, 사원급) (조사분석 업무 전문인력)	담당 부장 ↓ 각 펀드(팀)별 운용역 (과장, 대리급) ↓ 전체 보조 운용팀(대리, 사원급) (경제분석, 금리예측 등)
운용평가 및 보완	- 소단위별 펀드에 대하여 분기별 평가를 실시함. · 주식의 편입 비율 · 주식 투자 운용에 대한 정책 등 - 수익률 평가는 1년 단위	

(4) 기금운용결과의 공시

- 고용보험기금운용의 성과는 객관적으로 평가되어 보험가입자인 국민에게 정기적으로 공시되어야 함
 - 공공사업은 연금가입자의 복지를 향상하고 경제발전을 위하여 공정하게 운용되고 있는가를 검토하고 자산운용실적을 평가함으로써 수익률 및 투자의 효율성을 점검하여야 함

5. 금융환경의 변화와 장기 고용보험기금운용

- 현재 정부가 추진중인 금융시장개방과 금융규제완화를 포함하는 금융개혁에서 논의되고 있는 주요 과제는 장기적인 고용보험기금운용에 직접적으로, 또는 간접적으로 영향을 미칠 것으로 전망됨(<부록 1> 참조).
- 금융개혁에 의해 의한 금융환경의 변화중 직접적으로 고용보험기금의 운용에 영향을 미칠 사안은 규제완화에 따른 금융상품개발의 자유화, 금리자유화 내지 하향안정화, 업무영역조정이라고 할 수 있음
 - 금융기관간 업무영역의 조정에 따라 금융기관간 업무영역확대를 통한 리스크의 증대, 경쟁심화로 인한 수익력 저하 등을 초래할 수 있어 투자대상 금융기관의 선정에 신중을 기해야 할 것임.

- 금융권간의 핵심업무를 제외한 상호업무 진출이 대폭 확대되어 치열한 경쟁과 매수합병이 본격화될 전망이다.
 - 증권업은 회사채발행업무가 허용되어 장기저리자금을 손쉽게 조달할 수 있게 되었음. 더욱이 종금사의 주수익원인 CP(기업어음)의 매매 및 중개업무도 가능하게됨. 따라서 증권사는 점포수에서 종합금융보다 우위에 있기 때문에 CP시장을 잠식할 것으로 보임.
 - 투자신탁업계는 종업원 퇴직적립신탁의 세제혜택을 받게됨으로써 경쟁력있는 신상품개발이 가능하게되었음.
 - 종금업계에서는 주식인수업무나 유가증권업무가 허용되기는 하였으나 점포수에있어서 상대적 열위에 있으며, 주종인 CP업무에서 증권사와 경쟁격화를 우려하고 있는 실정임.
 - 또한 종금사의 증권 또는 은행전환을 유도하고, 기존 투신사의 증권분리정책이 가시화되기 까지에는 고용보험기금이 현재 종금사에 적립금을 예치하는 방침을 유지하여 특히 종금사의 단기위주의 고수익상품을 적절히 이용하는 것이 바람직.
 - 한편 금리자유화 내지 하향안정화와 금융상품개발에 대한 규제완화는 선물·옵션시장의 개설과 아울러 보편화될 복합금융상품에 대한 이해와 대비를 통해 리스크관리차원에서 적절히 대응해야 할 것임.
- 고용보험기금의 운용에 간접적인 영향을 미치게될 진입제한철폐는 산업자본(대기업)의 금융업계진출을 허용함으로써 대형화를 유도해내기 위한 것임.
 - 은행의 동일인 보유한도는 선진국수준으로 확대될 가능성이 있음. 이에 따라 대기업의 진출이 허용되고, 부실은행의 흡수, 합병이 이루어져 은행권재편이 이루어 질 것으로 전망됨.
 - 증권업계에 있어서는 은행과 종금의 증권업무 진출로 말미암은 경쟁격화와 장기적으로는 수수료율이 자유화될 것으로 전망되기 때문에 수익성 악화 가능성이 큼.
 - 한편 유가증권의 위탁수수료가 자유화됨에 따라 증권사간 수수료경쟁이 격화되

어 경쟁력이 높은 대형증권사로 거래가 집중·과점화되는 한편, 기관화현상이 가속화되어 주가변동성이 높아져 시장의 안정성과 공정한 가격형성이 저해될 우려가 있음

- 따라서 금융환경의 변화에 능동적으로 대처하면서 고용보험기금을 효율적으로 운용하면서 기금의 설립목적을 달성하기 위해서는 향후 2~3년간 금융개혁이 가시화되기까지는 『고용보험기금관리공단』의 설립을 준비하는 것이 필요
- 기금관리공단의 설립때까지는 현재의 간접운용방식을 유지하되 금융환경변화에 의해 취약점이 노출되는 금융산업이나 금융기관, 그리고 금융상품에 대한 면밀한 분석으로 기금운용의 안정성을 확보해야 할 것임.
- 또한 금융신상품에 대한 투자시 세심한 주의가 요하는데, 특히 장기적인 금융신상품의 경우, 예를 들면 금리와 환율의 변화에 따라 수익률구조가 어떻게 변하는가를 분석하여 이에 대한 투자결정을 하여야 할 것임.

第2篇 理論篇

IV. 雇傭保險基金運用方針의 設定

- 고용보험기금의 운용을 현재와 같이 금융기관에 투자하는 간접운용방법을 택하는 경우, 또는 자체의 펀드운용조직으로 하여금 직접적으로 펀드를 운용하는 경우이든, 합리적인 자산운용을 위한 기금운용방침의 설정이 필요(<부록 2>의 국민연금관리공단의 정관, 기금운용규정 및 기금운용관리를 참고).
- 투자방침은 운용자금이나 운용주체가 가지는 성격에 의해 서로 달라짐. 예를 들면 증권투자신탁 및 연기금, 개인과 기업의 자금, 은행과 생명보험회사의 자금등은 그 성격 및 운용에 있어 차이가 있음.
- 또한 간접운용의 경우 기금운용자인 기관투자자의 투자방침을 고려함으로써 고용보험기금의 투자방침을 간접적으로 달성할 수 있게됨.

1. 기금운용 방침

(1) 고용보험기금제도의 목적

- 고용보험기금의 목적 또는 사명은 근로자의 직업안정과 실업자에 대한 실업상태의 생활수준을 보장하는 것임.
- 이러한 목적을 위해 일정기간동안 합리적으로 기금을 운용하여 실업자에 대한 고용보험금을 안정적으로 지급할수 있도록 책임준비금을 증가시키는 것임.

(2) 3대 투자방침

① 기대수익률의 달성

- 기업과 개인이 부담하는 보험료를 계산하기 위해서는 일정한 일정한 운용수익률 또는 예정수익률을 가정함
- 이 예정이율에 상당하는 수익률이 달성되지 않는 경우 채무에 대한 적립자산의

부족이 생기게 되고 그만큼 보험료율을 인상해야함.

- 그러나 예상운용수익률은 달성하는 것만으로는 부족. 고용보험금 지급계획이 가정하고 있는 조건이 변하는 경우 당초 예정대로의 수익률로는 적립자산의 부족이 생기는 경우가 있음.
- 이것이 생기는 가장 큰 이유는 통상 인플레이션률에 연동된 실업보험금의 상승임.
- 이 결과, 운용자산의 기대수익률은 베이스를 내지는 인플레이션을 상정하고, 제도의 급부방식에 응해 그부분을 가산해서 설정하는 것이 필요.

② 책임준비금의 확보

- 책임준비금은 고용보험이 장래의 보험금지급을 위해 필요한 적립된 자산의 크기를 의미. 따라서 책임준비금은 고용보험기금의 건전성에 대한 벤치마크이며, 이것을 상회하는 자산을 가지면 보험금지급에 대한 여유가 생기고 보험료율을 내리는 것도 가능해짐.
- 반대로 자산이 하회하면 그만큼의 보험료지급을 보험료율 인상으로 충당해야하므로 문제가 발생할 수 있음.

③ 보험료부담의 경감

- 기업의 보험료부담을 줄이기 위해서는 누적적립자산이 책임준비금보다도 커야함.

2. 기금운용방침의 내용과 결정

(1) 운용목적

- 운용의 목적을 달성하기 위해서는 고용보험금 지급에 대한 적립자산의 비율(펀드 비율)에 대한 구체적인 목표치를 정하고 이에 필요한 운용자산의 기대수익률을 결정.
- 기대수익률 결정시 고려사항

- 첫째로 고수익을 목적으로 할수록 실현수익률의 불확실성이 증가. 실현수익률의 불확실성이 증가한다는 것은 기대수익률을 달성할 확률과 달성하지 못할 확률이 50% 이상이 된다는 것을 의미.
- 둘째로 높은 수익율을 목표로 할수록 불확실성이 증가하지만 운용기간이 길수록 기간당의 불확실성이 감소. 목표가 5년후에 달성되어야 하는가 20년후이라도 되는가에 따라 기본자산배분 등의 방침이 달라질 수 있음.

(2) 제약조건과 리스크허용도

- 기금운용방침을 책정하는데 있어서 고려해야 할 두가지 제약조건

- 제도적인 제약으로, 직접적인 기금운용의 자유도를 제약하는 운용대상자산의 적격성이나 포트폴리오 편입비율에 관한 제약, 간접적인 운용에 영향을 주는 기금운용의 평가방식 또는 회계제도 등.
- 비제도적인 제약으로, 운용수익이률이 기대수익률보다 낮은 경우 허용되는 범위, 즉 투자리스크의 허용범위에 관한 제약과 고용보험금지급을 위한 유동성의 확보 등. 따라서 단기자산이나 채권에 의한 현금흐름을 확보하는 보수적인 운용이 필요함.

(3) 기본자산배분

- 기본자산배분 또는 정책적 자산배분의 결정은 투자정책 중에서도 가장 중요한 결정임. 왜냐하면 운용목적의 달성은 이 기본자산배분에 의해 대부분 결정되기 때문.
- 기본자산배분을 결정하기 위해서는 운용목적이나 리스크허용도에 대한 조건과 동시에 각 자산의 장기적인 기대수익률과 리스크를 추정할 필요가 있음.
- 자산배분을 구하는 방법으로서, “기대수익률에 대한 최소리스크(또는 정해진 리스크하에서 기대수익률의 극대화)를” 위한 효율적 자산배분을 구하는 최적화의 방법이 있음. 그러나 실무적으로는 여러 가지의 자산배분을 가정한 시뮬레이션에 의해 비교하는 방법을 조합할 필요가 있음.
- 기본자산배분은 실제적인 자산배분의 지침으로 투자목표나 리스크허용도가 변

하지 않는 한 장기적으로 유지되는 것이 보통임. 따라서 장기적인 기본자산배분은 경제구조나 시장구조가 대폭 변화하지 않는다는 가정하에 적어도 3년내지 5년단위로 조정하는 것이 바람직.

(4) 기본자산배분의 조정과 조정폭

- 실제의 자산배분은 투자판단에 의한 의도적 조정만이 아니라, 시장변동에 의한 의도하지 않은 변화에 의해 기본자산배분에 대한 방침과 달라질 수 있음.
- 이 자산배분의 조정은 자산을 자산별로 특화해서 운용하는 전문 펀드관리회사에게 위탁하는 경우는 자산배분에 대한 직접적인 통제가 가능.
- 운용자산이 대규모화 함에따라 현실적으로 단기간에 자산배분비율을 변경하는 것이 어려워짐. 따라서 기금운용에 있어서 단기의 전술적인 조정보다도 중장기적인 기본자산배분의 조정을 통해 자산운용의 효율성을 기하는 경향.

(5) 운용스타일구성

- 미국의 대규모 연기금 대부분은 운용스타일 별로 투자의 비중을 결정하고 그 스타일마다 최고의 수익률을 기록하는 펀드관리회사를 선택.
- 펀드운용은 적극적펀드운용(Active Fund Management)과 소극적펀드운용(Passive Fund Management)으로 구분됨.
 - 적극적펀드운용은 시장상황의 변화에 펀드매니저의 재량에 의해 대처하는 방식으로, 보통은 시장의 평균수익률을 상회하는 펀드운용결과를 목표로 하는 소위 "high return, high risk"을 추구하는 펀드운용전략임. 주식펀드에 있어서 안정주펀드, 성장주펀드, 대형주펀드, 중소형주펀드, 특정 테마주펀드 등이 있음.
 - 소극적펀드운용은 펀드매니저의 재량보다는 시스템을 이용하여 시장수익률과 비슷한 펀드운용결과를 목표로하는 소위 "low return and low risk"를 추구하는 펀드운용전략으로 인덱스펀드운용 등이 있음

(6) 위탁운용스타일

- 위탁운용스타일에는 2가지의 요소에 대해 결정이 필요. 하나는 스스로 운용하

는 직접운용이나 외부위탁운용이나의 결정이며, 다른 하나는 운용매니저에의 위탁할 때 복수 자산을 운용시키는 발란스 운용을 행하는나, 아니면 특정자산만을 위탁하는 특화형 운용을 행하는나를 결정하는 것임

- 직접운용의 장점은 운용관리를 직접할 수 있고, 외부위탁수수료가 필요없기에 운용비용을 절감할 수 있음. 그러나 예를 들어 직접운용에서, 노우하우를 필요로 하지않는 인덱스운용을 행한다하더라도 인건비나 시스템비용등 여러 가지 비용이 발생함.
- 발란스운용과 특화형운용의 선택에 있어서, 일본에서는 편입자산의 제약에 의해 발란스운용이 원칙으로 되어 있음. 미국에서는 1970년대 이후 미국시장의 침체기에 엘리사법 규정이나 투자자문회사의 설립을 계기로 투자방침을 연기금 스폰서가 결정하게 되면서, 그 위탁형태는 특화형으로 이행해 갔음.
- 그러나 배런스운용이라도 운용매니저마다의 특성도 가미한 자본자산배분과 조정허용폭을 제시하므로써, 연기금이 책정한 투자방침에 따라 운용매니저에게 운용을 위탁하는 일도 가능해짐.
- 한편, 특화형 위탁문제는 펀드관리회사의 관리상 어려움이 있음. 실제 미국에서는 운용스타일까지 세분화해서 특별운용위탁을 진행한 결과 너무나도 많은 운용매니저를 관리하게 되었기 때문에, 대형운용매니저의 복수자산이나 운용스타일의 계약으로 전환하는 경향이 보임.

(7) 벤치마크

- 펀드운용결과를 평가하는 기준으로 벤치마크를 결정하는 것은 어떤 시장에 어떻게 투자할 것인가를 결정하는 것임.
- 특화형 운용의 경우 대상으로 되는 시장, 예를 들면 주식현물 또는 선물·옵션 시장의 인덱스의 수익률과 비교. 이 경우 전체 자산의 평가와 동시에 각자산마다의 평가 및 자산배분의 조정효과도 평가됨.
- 시장인덱스 선정의 경우 배당의 재투자 수익이나 세금, 채권의 가격평가, 국제분산투자의 투자대상국의 특정화 등을 검토할 필요가 있음.

3. 기금운용방침의 책정과 실시과정

(1) 투자정책기술서

- 고용보험기금을 자체조직에서 직접운용·관리를 하던지, 아니면 펀드관리 전문기관에 위탁하여 간접운용·관리하는 경우, 보다 합리적인 자산운용을 위해서는 현실적인 투자방침을 설정하고 이에 따라 관리를 하는 것이 바람직.
- 미국의 경우 투자방침을 명기한 투자정책기술서(IPS)에는 다음과 같은 내용이 포함됨.
 - ① 제도의 목적·사명
 - ② 연기금의 제도방식과 법적인 근거
 - ③ 연기금재정에 관한 계획(인플레이션률, 가입자와 수급자에 대한 추계, PBO 등)
 - ④ 조직체제와 권한 및 책임(이사회, 기금투자 위원회, 운용관리책임자 및 각 담당자, 위탁관리시 외부운용매니저, 컨설턴트, 카스토디안 등)
 - ⑤ 투자목표(총자산중 운용자산비율, 총자산운용의 기대수익률, 개별자산의 기대수익률, 시장수익률 등)
 - ⑥ 투자에 관한 제약조건과 리스크 허용도(투자대상, 유동성제약 등)
 - ⑦ 기본자산배분과 조정폭, 운용스타일의 구성 등
 - ⑧ 운용평가 방법

(2) 운용관리와 평가

- 자산운용관리의 목적은 투자방침의 진행상태를 모니터하는 것임. 예를 들어, 기본자산배분이나 각 자산의 운용 스타일이 투자방침에 따르고 있고, 운용의 결과가 투자방침에서 정한 범위내에 있는가를 확인하는 것임.
- 운용성과에 대한 평가는 결산을 위한 검사와는 다르며, 평가의 목적은 우수한 운용매니저를 선택하기 위한 것임. 운용결과평가도 지정된 운용스타일이나 투자방침에 따라 평가되어야함.
- 펀드매니저를 평가하는 경우 定量的인 운용평가에 더불어, 펀드매니저의 능력과 투자방침과의 일관성을 묻는 定性的인 평가를 병행하는 것이 바람직.

4. 펀드매니저의 투자방침과 평가

(1) 펀드매니저의 기금운용방침

- 고용보험기금의 펀드매니저(간접운용의 경우 펀드관리회사)에 대한 기대는 투자방침에 따라 달라짐. 펀드매니저에 따른 펀드운용방침의 차이는 대부분이 펀드매니저가 운용하게 될 기본자산배분의 차이에서 비롯된 것으로, 펀드매니저마다 특별한 운용기술이 필요한 것은 아님.
- 펀드매니저에게 기대되는 기금운용방침을 정리하면 다음과 같음.
 - ① 기본자산배분에서 일정 비용하의 최대수익률 달성
 - ② 자산배분의 조정에 의한 기본자산배분을 상회하는 초과수익 획득
 - ③ 특정의 자산에 있어서 일정 비용하의 최대수익률 달성
 - ④ 특정의 자산에 있어서 시장수익률을 상회하는 초과수익 획득
 - ⑤ 특별한 스타일펀드운용에 있어서 스타일·인덱스를 상회하는 초과수익 획득
 - ⑥ 시장의 상황에 관계없이 일정 이상의 수익률 달성.
 - ⑦ 기금의 효율적운용과 현금흐름의 확보를 통해 고용보험의 목적을 원활히 달성하는데 기여
- ⑥의 요구를 위해서 펀드매니저는 선물·옵션등의 파생상품시장을 이용할 수 있으며, ⑦의 요구를 위해서는 주식 포트폴리오 경우 특정업종의 비중을 조정하거나 채권을 이용한 면역전략 등을 사용할 수 있음.

(2) 펀드매니저 평가

- 기금운용을 조직적 또는 계속적으로 행하기 위해서는 펀드매니저의 투자방침에 대해서도 투자방침기술서를 작성할 필요성이 있음.
- 투자방침에 따라서 펀드매니저가 기금운용을 효율적으로 행하고 있는가를 관리하기 위해 적절한 평가방법이 전제되어야 함.
- 펀드매니저의 평가목적은 리스크관리와 투자방침이나 구체적인 운용전략의 향상을 도모하기 위한 것임. 따라서 펀드매니저 평가가 펀드매니저에 대한 책임추궁의 수단으로 이용되지 않도록 유의.

V. 資産配分の 内容과 實際

1. 자산배분의 의의

- 자산배분(Asset Allocation)은 개인이나 기관투자자가 자금을 투자할 경우 우선 투자의 대상이 되는 금융상품, 예를 들면 은행의 예금(현금), 주식, 채권, 파생상품, 부동산 등에 대한 투자조합비율을 결정하는 것을 의미.
- 자산배분이 관심을 끌게된 것은 최근의 일로¹⁾ 1986년에 Brinson²⁾ 등이 자산배분의 중요성을 실증하는 논문을 발표하고, 1987년 10월 블랙·먼데이 때 주식에의 운용비율을 낮추어 손실을 줄인 투자자들이 생기고 난 후임.
- 자산배분의 중요성은 포트폴리오관리의 척출발점이기 때문. Brinson, etc.에 의하면 미국 연기금의 포트폴리오 관리에서 90%가 자산배분에 의해 결정됨.
- 규제완화가 진행될수록 이러한 자산배분의 중요성과 실용성이 더해감.

2. 자산배분 과정

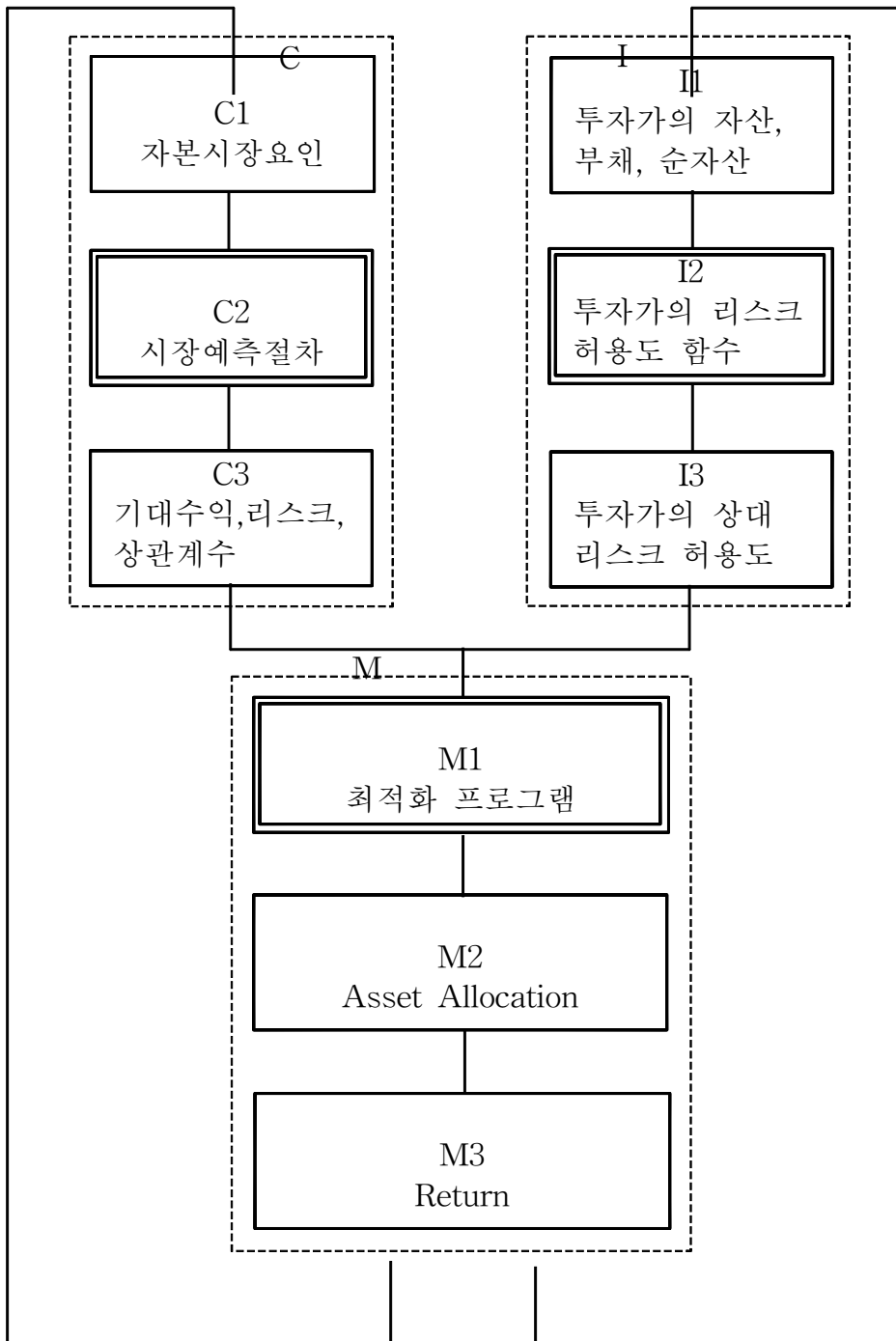
- 자산배분의 과정을 체계화한 대표적인 것이 Sharp가 1987년에 “Integrated Asset Allocation”이라는 논문중에 제창한 프레임워크임(<그림 5-1>).
- Sharp는 Markowitz의 M-V(Mean-Variance)접근법을 발전시켜 투자자의 효용함수개념을 도입하여 최적의 자산배분프로세스를 객관화.
- 자산배분 프로세스의 3가지 요소:
 - 자본시장에 관한 정보를 생성하는 프로세스(그림 C)
 - 투자자가 고유의 정보를 생성하는 프로세스(그림 I)
 - 앞의 2개의 과정에서 생성된 정보를 연결하여 선택해야하는 자산배분 내지는 기대수익률과 리스크를 유도해 내는 프로세스(그림 M)임.

1) 예를 들어 1981년에 출판된 증권투자의 대표적인 교과서인 William Sharp의 “Investments”의 목차에서 asset allocation이라는 단어조차 볼 수 없음.

2) Brinson, G. P., L. R. Hood and L. G. Beebower, “The Determinants of Portfolio Performance,” Financial Analyst Journal, Jan.-Feb., 1986, pp. 31-42.

- 이 자산배분에 의해 운용된 결과의 정보가 우선 2개의 프로세스에 피드백되어 자산배분의 프로세스를 형성.

<그림 5-1> 자산배분 프로세스



- ① 자산시장에 관한 분석(프로세스 C): 이 프로세스는 투자대상이 되는 자본시장에 대한 예측을 목적으로 함. 과거에서 현재까지의 해당 시장의 흐름을 정확히 파악.
- C1의 블록은 주식이나 채권 등의 각 자산의 과거수익률이나 그 변동, 또한 시장가격에 영향을 미치는 거시 및 미시요인 분석
 - C2의 블록은 C1과정에서 행해진 해당시장의 분석에 의해 시장의 미래를 예측
 - 이 두 과정에서 생성된 정보가 C3블록의 각 자산에 대한 기대수익률 내지 리스크, 자산간의 상관관계 등을 도출하여 일반적으로 효율적 프론티어 (efficient frontier)로서 표현됨.
- ② 투자가 고유정보 파악(프로세서 I): 투자자 고유의 리스크와 기대수익률에 대한 태도(즉 리스크 허용도)를 정보로서 생성하는 과정임.
- 리스크허용도는 주관적인 성격이 강하지만, 고용보험기금의 운용에 있어서는 기금제도의 성숙도에 따라 리스크 허용도가 달라짐
 - 즉 기금의 역사가 깊고 규모가 큰 기금일수록 미래의 고용보험금 지급규모도 커지므로 리스크허용도가 작아짐.
- ③ 최적자산배분의 선택(프로세스 M): 상기 2개의 프로세스로부터 생긴 자본시장에 있어서 각 자산별 기대수익률, 리스크, 상관관계 및 투자자의 리스크허용도로부터 도출되는 자산배분의 결정. M1 블록은 합리적인 자산배분을 구하기 위한 최적화 프로그램을 표시.
- 최적화 프로그램을 이용하여 각 자산별 기대수익률, 리스크 및 상관관계부터 도출된 효율적 프론티어상의 최적자산배분비율을 결정.
- ④ 정보의 피드백: 이렇게 얻어진 자산의 최적배분에 근거하여 운용결과에 대한 정보는 다시 프로세스 C와 I에 피드백되어 다음 기의 자산배분에 과 연결됨.
- 이 경우 C2·I2·M1의 블록은 변화하지 않음. 즉 이용된 정보에 따라 의사결정은 달라지나 자산배분의 방법은 변하지 않음.

3. 자산배분기법

- 과학적 자산배분이 실용화되면서 자산배분기법도 다양해짐. 기본적인 자산배분기법으로는 전략적 자산배분(Strategic Asset Allocation; SAA), 전술적 자산배분(Tactical Asset Allocation; TAA), 그리고 최저가치보장 자산배분(Insured Asset Allocation; IAA)으로 대별됨.
- 기간단위로는 장기전략과 단기전략으로 구분될 수 있음.
 - 장기전략은 기금의 장기자산운용방침에 의해 기본적인 자산배분을 결정
 - 단기전략은 장기자산배분의 테두리 안에서 투자환경의 변화와 기금운영의 투자방침 변경 등을 반영하여 자산배분을 조정
- 자산배분전략을 정태적 전략과 동태적 전략으로 구분하면 다음과 같음.

<표 5-1> 자산배분전략의 종류

구 분	구체적 전략	기간구분
정태적 전략	전략적 자산배분(Strategic Asset Allocation)	장기전략
동태적 전략	동적 자산배분(Dynamic Asset Allocation)	단기전략
	전술적 자산배분(Tactical Asset Allocation)	단기전략
	최저가치보장 자산배분(Insured Asset Allocation) - 포트폴리오 인슈어런스(Portfolio Insurance) - 동적다중자산배분(Dynamic Multiple Asset Allocation)	장기전략 단기전략

- 자산배분 결정과정:

- ① 장기적인 경제전망에 의해 5 ~ 10년 이상의 기간동안 평균적인 자산배분(베이스라인·포트폴리오)을 결정.
- ② 경기변동이나 1년 정도의 투자환경을 기본으로 연간단위의 기본적인 자산배분을 작성
- ③ 단기적인 시장환경에 의한 단기적인 자산배분을 결정(실제의 자산배분).

4. 자산배분기법의 내용³⁾

(1) 전략적 자산배분(SAA)

- 베이스라인 자산배분으로 장기적인 관점에서 자산배분이 결정되어 자산배분조정이 빈번하게 이루어지지 않으며, 따라서 정보의 피드백이 행해지지 않음.
- 기금의 장기적인 운용목표를 달성하기 위한 자산배분에 대한 베이스라인·포트폴리오로, 고용보험기금의 장기적인 운용목적에 대해 어떠한 자산구성을 가지고 이것을 달성할 것인가의 기준이 되는 것으로 자산운용의 장기적인 축이 되는 것임.
- SAA을 실제적으로 운용하는데 있어서는 Markowitz의 평균-분산(Mean-Variance; M-V)접근법이 이용되고 있음.
- 이 M-V기법은 효율적 프론티어상에서 투자자의 리스크성향에 따라 투자수익률과 리스크의 조합을 결정하는 것임.

(2) 전술적 자산배분(TAA)

- 자산배분에 따른 운용결과에 대한 정보가 계속적으로 피드백되는 자산배분의 기법으로 임. TAA은 언제나 자본시장의 변화에 대응해서 각 자산별 기대수익률의 예측을 수정하고, 기계적으로 보다 높은 수익률이 기대되는 자산의 비중을 높이는 전략.
- TAA기법의 특징은 시장의 환경의 변화에 따라 그때마다 예측을 하여, 기대수익률이나 리스크의 추정을 바꾸면서 단기적인 자산배분조정을 행하는 것임.
- 장기적으로 자본시장이 효율적이라고 해도 정보의 스피드나 정보의 처리능력, 판단이 투자가에 의해 동일하지 않거나, 일시적으로 시장의 변동에 대해 투자자들의 과잉반응으로 인해 일어나는 시장의 비효율성에 착안하여 자산배분을 조정.
- TAA의 경우 투자가의 리스크허용도는 단기적으로 일정하다고 가정하고자산간

3) 자산배분기법에 대한 자세한 내용은 機關投資家運用の 新戰略(QUICK總合研究所(編), 日本經濟新聞社, 1995. 11장)을 참조

의 기대수익률의 차인 수익률·스프레드(상대적 매력도)에 착안함.

- TAA의 간단한 모델 예: 주식과 채권에 대한 자산배분에 있어서 주식의 수익률과 채권의 수익률의 차(yield spread)를 비교하여 수익률차이가 어떤 일정 수준보다 높을 경우는 주식의 투자비중을 줄이고 채권의 투자비중을 늘림.

(3) 최저가치보증 자산배분(IAA)

- 투자자가 자산의 현재가치 증감에 민감하게 반응하여 자산배분을 빈번하게 조정하는 기법. 즉 운용자산의 가격이 변화함에 따라 투자자의 리스크허용도 변화를 피드백하여 자산배분을 조정하는 기법임.
- 포트폴리오 인슈런스(PI)는 IAA의 대표적 운용수단으로, 옵션의 개념을 이용하여 단일자산에 대한 하방리스크헷지형의 자산배분기법임. 대상자산의 가격하락시에 손실을 일정수준에 한정하기 위해 콜·옵션프리미엄에 해당하는 비용을 부담.
- 일반적으로 PI의 코스트는 투자기간, 금리, 설정하려고 하는 가격제한선, 원자산의 가격변동성에 의해 영향을 받지만 가장 중요한 것은 가격변동성임.
- 동적다자산배분(DMAA)은 PI가 단일 자산에서 하방리스크를 헷지하는 기법인 데 반해, 두가지 이상의 다자산을 투자대상로 하는 하방리스크헷지형의 자산배분 기법임.

VI. 年基金 ALM의 內容과 實際

1. 연기금 ALM의 도입배경과 의의

- ALM(Asset Liability Management)은 1970년대 후반 이후, 미국의 금융기관이 자산과 부채의 양면을 종합적으로 관리하는 수단으로서 발달. 주로 금리변동에 따른 리스크를 줄여 기간수익의 안정성을 도모하기 위한 목적으로 발전해 온 현대적인 수익·리스크 관리기술의 하나임.
- 이는 1980년 중반이후 미국을 비롯되어 캐나다, 영국, 일본등의 연금기금운용에 도입·확산됨.
- 종래의 영국과 미국의 연기금운용에서는 자산분배와 연기금 지급스케줄 등은 개별의 문제로 취급되어 자산·부채의 상호관계를 통합하여 운용·관리하지 못함.
- 연기금ALM개념이 확산되면서 「연기금자산운용은 연기금채무의 평가와의 관련성을 토대로 책정해야한다」라는 철학에서 연기금의 자산 및 포트폴리오관리를 과학화 하는데 크게 기여하고 있음.
- 연기금ALM은 기금의 총자산, 즉 운용해야할 적립금을 자산(Aseet)개념으로, 그리고 그금의 목적에 따라 현재 또는 미래에 발생될 고용보험금의 지급을 부채(Liability)개념으로 해석하여 이들을 종합적으로 관리하는 것으로 자산운용차원을 「경영관리」적인 차원으로 확대·전환한 것임.
- 따라서 연기금제도의 주요 목적인 「약정된 연기금급부에 필요한 자금을 지불기한에 확실히 지급」, 즉 연금재정의 솔펜시 확보, 즉 연기금의 자산가치부터 부채가치를 뺀 「서플러스(잉여금)의 보전 및 증가」를 달성하는 것임.
- 이를 위해 전통적인 자산수익률의 리스크리턴분석 대신 연기금채무의 변동성과의 관련에 착안된 보다 과학적이고 합리적인 자산운용방법임.

2. 연기금 ALM의 방법

(1) 밸런스·시트형 ALM

① 잉여금 리스크와 수익

- 고용보험기금의 자산과 채무의 차이인 잉여금(Surplus)을 보전 내지 극대화하기 위한 방법의 하나임.
- 기존의 전통적인 재산배분이론이 자산자체의 수익성과 변동성을 토대로하여 투자자의 리스크허용도에 대응하는 리스크·리턴의 최적 포인트를 구하는 것임.
- 그러나 연기금의 운영의 목표가 『자산의 리스크 리턴』이 아닌 『잉여금의 리스크 리턴』으로 이행하게 됨.
- 잉여금의 리스크 리턴을 설명하기 위해 다음과 같이 정의함.

A_0 : 현시점의 자산시가

L_0 : 현시점의 부채시가

S_0 : 현시점의 잉여금

F_0 : 현시점의 적립률

$$S_0 = A_0 - L_0$$

$$F_0 = A_0 / L_0$$

- 1년후의 자산 A_1 , 부채 L_1 에 대해 자산의 리턴을 R_A , 부채의 리턴을 R_L 이라 하면

$$A_1 = (1 + R_A)A_0$$

$$L_1 = (1 + R_L)L_0$$

따라서 1년후의 잉여금 S_1 는

$$S_1 = A_1 - L_1 = (1 + R_A)A_0 - (1 + R_L)L_0$$

$$= (A_0 - L_0) + R_A \cdot A_0 - R_L \cdot L_0$$

$$= S_0 + L_0[R_A(A_0/L_0) - R_L]$$

여기서 잉여금의 리턴 R_S 가 도출됨. 즉,

$$R_S = (S_1 - S_0)/L_0 = F_0R_A - R_L$$

더욱이 R_S 의 기대치(평균; μ_S , 분산; σ_S^2 은 각각 다음과 같음.

$$\begin{aligned}\mu_S &= E[F_0R_A - R_L] = F_0\mu_A - \mu_L \\ \sigma_S^2 &= E[(R_S - \mu_S)^2] = E\{[F_0(R_A - \mu_A) - (R_L - \mu_L)]^2\} \\ &= (F_0\sigma_A)^2 + \sigma_L^2 - 2F_0\sigma_A\sigma_L\sigma_{AL}\end{aligned}$$

- 따라서 잉여금이라는 개념이 리스크리턴의 개념으로 분석이 가능해짐. 즉, 가장 리스크가 적은 자산이 부채가치의 변화물에 연동하는 자산으로서 취급되어 운용목표도 잉여금리스크(σ_S)를 한정하면서 잉여금리턴(μ_S)를 최대화 하도록 운용할 수 있게됨.

② 채권가격 · 연금부채와 금리와의 관계

- 채권가격이 쿠폰이나 원금상환의 현금흐름과 금리에 의해 정해짐. 따라서 채권가격의 변화와 금리의 변화와의 관계에 대해서 다음과 같은 간단한 식이 성립되는데 이 비례관계의 계수를 듀레이션이라 함.

$$\Delta P/P = D\Delta r/(1+r)$$

P : 채권가격
 ΔP : 채권가격 변화
 r : 현재의 금리수준
 Δr : 금리변화
 D : 듀레이션

- 금리가 오르면 채권가격이 내리기에 듀레이션은 “-” 값을 가짐.

- 또 $D/(1+r)$ 를 수정듀레이션이라하며 가격변화는 $-(\text{수정듀레이션}) \times (\text{금리변화})$ 로 간단히 표현되기도함.

- 또 듀레이션은 채권의 현금흐름과 할인금리에서 다음의 식과 같이 표현되며, 이 식에서 듀레이션은 각각의 현금흐름의 현재가치에서 웨이트가 부여된 가중 평균기간으로 해석됨.

$$D = \frac{\sum_{n=1}^N nC_n(1+r)^n}{\sum_{n=1}^N C_n(1+r)^n}$$

n : 현금흐름의 발생시점

C_n : 제 n년의 현금흐름

- 듀레이션이란 채권 가격의 금리변화에 대한 감응도를 나타내는 지표로 이 듀레이션을 적절하게 운용하는 것이 리스크 관리를 위한 밸런스·시트형 ALM의 요점임.
- 연기금에 있어서 고용보험의 지급이 쿠폰이나 원리금상환 등의 현금흐름에 대응하여 그 현금흐름을 현재가격으로 할인한 금액의 합산액이 채권가격인 것과 마찬가지로 장래의 고용보험금의 지급액을 할인한 금액의 합산액이 부채의 현재가격 즉, 부채가치임.
- 따라서 연기금부채도 듀레이션개념으로 정의되어 ALM의 기법을 적용할 수 있게됨.

③ 주식의 듀레이션

- 주식의 듀레이션은 채권과 달리 장래의 현금흐름이 불확실 하여 이론적으로는 DDM(Dividend Discount Model; 배당할인모델)이 이용되기는 하나 배당수준은 금리와는 무관하지는 않아 그 유용성이 떨어짐.
- 이에 대해 Leibowitz⁴⁾는 대안으로서 “시장듀레이션(Market Duration)”이라는 개념을 도입하여 간접적으로 듀레이션의 추정을 시도. 듀레이션이 금리변동에 대한 주가의 감응도라는 특징과 채권포트폴리오의 리턴과의 관계를 이용하여, 과거의 시계열 데이터에서 듀레이션을 직접산출.
- 물론 채권과는 달리 주가의 변동 중에 주식 듀레이션으로 설명되는 부분은 극

4) Leibowitz, Martin L., "Total Portpolio Duration: A New Perspective on Asset Allocation," *Financial Analyst Journal*, Sep/Oct, 1987.

히 일부분이라는 사실에 주의해야함.

- 결과적으로 주식 듀레이션(D_E)는 주식의 가격변동성(σ_B) 및 채권의 듀레이션과 볼라틸리티의 D_B , σ_B 를 이용하여 다음과 같이 표시됨.

$$D_E = \sigma_E / \sigma_B * D_B * \rho_{EB}$$

- 즉, 채권, 주식의 듀레이션을 각각 구해지면 이들을 가중평균하여 운용자산 포트폴리오 전체의 듀레이션(Total Portfolio Duration)을 도출함.
- 여기에서 자산과 부채의 차이인 잉여금개념을 도입하면, 부채와 듀레이션이 일치하는 채권(또는 채권포트폴리오)이 무위험자산(Risk-free Asset)이 됨.
- 이러한 포트폴리오를 면역포트폴리오(Immunized Portfolio)라고하며, 금리리스크에 대해 듀레이션이 일치하도록 포트폴리오를 재구성하는 자산운용기법을 매칭(Matching) 또는 면역화(Immunization)라함. 이 면역화전략이 밸런스 시트형 ALM의 핵심요인임⁵⁾.

④ 밸런스·시트형 ALM에 의한 자산배분 예

- 밸런스·시트형ALM에 의한 정책적인 자산배분결정의 예.
 - 듀레이션을 6.9년이라 가정하고 연기금지급(부채) 매칭한 자산 포트폴리오를 기준으로 일정한 리스크를 허용하는 현실적인 자산 포트폴리오의 구축하는 과정을 설명.
 - 자산의 종류는 채권, 주식, 현금으로 가정
 - 조건 1: 5.0%의 이상의 손실을 입을 확률이 90.0%
 - 조건 2: 주식 대 채권의 투자비중은 3 대 7로하며 벤치마크수익률은 3.98%, 리스크는 9.24%
- 일반적인 리스크 리턴과 듀레이션에 의한 리스크의 분해는 다음 표와 같음.

5) 이에대한 구체적인 내용에 대해서는 機關投資家運用の 新戰略(QUICK總合研究所(編), 日本經濟新聞社, 1995. 13장)을 참조

- 면역포트폴리오는 채권99.1%, 캐쉬0.9%의 비율.
- 최적의 주식 및 채권의 배분비율은 23% 및 77%가됨(이 경우 채권의 듀레이션은 8.1년)

<표 6-1> 각 자산별 리스크 및 수익률의 추정

(단위: %)

자 산	기대수익률	리스크	듀레이션	고유리스크
현 금	2.79	0.00	0.00년	0.00
채 권	2.79	8.78	6.97년	0.00
주 식	6.76	19.26	3.96년	18.60

- 주 1): 채권과 주식의 수익률은 1980년 2월부터 1993년 9월까지 일본의 데이터를 이용
- 2): 채권의 리스크는 듀레이션에 금리변동성을 곱한 수치이고, 주식의 리스크는 비체계적리스크를 그대로 이용
- 3): 수익률곡선이 직선인 것을 가정하여 채권수익은 현금과 일치함

(2) 시뮬레이션형 ALM

① 연기금제도의 장기 시뮬레이션

- 밸런스·시트형의 ALM방법은 자산과 채무의 현재가치를 비교하여 자산배분을 도출하는 방법이나 고용보험기금의 장기적 운용상에 발생하는 여건의 변화나 회계방식 등의 변화를 고려하지 못하는 단점을 가짐.
- 이와 같은 결점을 보완하는 방법이 장기 시뮬레이션형 ALM방법임.
- 기금운용에 있어서 연기금등급부, 연금수지, 연금채무, 연금자산 등의 연금재정을 관리하는데 있어서 귀중한 데이터를 장래의 특정시점에서 일어날 수 있는 모든 변화의 가능성을 고려하여 자산배분을 실시하는 방법임.
- 예를 들면 예상수익률이 5.5%로 가정하고있는 연기금이 실제로 자산을 운용한 결과 수익률이 ① 예상대로, ② 예상보다 1% 높은 6.5%, ③ 예상보다 1% 낮은 4.5%의 수익률이 실현된 경우를 가정하여 시뮬레이션 기법을 이용하여 자

산배분을 산출할 수 있음.

- 이렇듯 몇가지 가능한 시나리오에 의한 시뮬레이션 접근방법을 결정론적 시뮬레이션이라함.

② 확률 시뮬레이션

- 장기적인 기금운용기간중 발생할 수 있는 여건의 변화에 대한 확률을 부여하고, 공학적인 몬테 칼로 시뮬레이션을 이용하여 기금운용을 위한 자산배분을 산출하는 방법임.
- 따라서 시뮬레이션형 ALM에서는 연금재정수지를 정확히 예측할 수 있는 능력과 기대수익률에 실현가능 확률을 부여하는 능력이 결합되며, 여기에는 다음과 같은 네가지 서브·모델이 있음.

- ① 금융증권시장 모델; 여러 가지 자산별 기대수익률과 인플레이션률 등에 대한 확률을 결정.
- ② 채무모델; 기금의 수입·지출에 대한 흐름, 연금채무(가입자, 수급자) 등에 대한 예측. 구체적으로는 경제상황의 변화에 따른 실업자의 수를 추정
- ③ 자산모델; 금융증권시장 모델에서 발생하는 각 자산의 수익률과 전년도 말의 각 자산잔고(시가)와 부채모델로부터 얻을 수 있는 현금흐름에서 연도 말의 자산가치(시가)를 계산.
- ④ 잉여금 모델; 자산(시가)에서 부채를 뺀 잉여금과 그 외의 재정지표를 확률 분포로서 집계.

- 시뮬레이션형 ALM에 대한 세가지 대표적 모델.

가. Markowitz모델; H. Markowitz가 제창한 평균·분산 어프로치에 의한 기본적으로는 1기간 모델.

- 주식과 채권 등 자산의 수익률은 정규분포분포하고있는 평균치의 주위에서 램덤하게 발생하며, 자산간의 상관계수는 시간과는 무관하다고 가정.

- 그러나 자기회귀성이 있는 현금과 같은 자산의 변동성은 표현 할 수 없음. 또 과거데이터에 의한 파라미터 추계치가 불안정하며, 더욱이 연기금 ALM의 관점에서는 부채 모델에서 중요한 역할을 하는 인프레를 명시적으로는 표현할 수 없다는 문제점도 있음.

나. Ibbotson Sinquefield모델; 금융경제 학자인 Roger G. Ibbotson과 Rex A. Sinquefield)는 미국시장에 있어서 주식, 채권, 단기금리에 대해서 과거의 초장기에 걸친 수익률 데이터의 분석을 토대로, 장래의 각자산의 리턴분석을 예측하는 모델(이하, IS모델이라 한다)을 개발.

- IS모델은 인프레를, 실질금리, 각종 리스크·프리미엄에 분석하여 각각의 모델 파라미터를 추정하여 각자산의 리턴·시나리오를 재현·생성.

다. Wilkie모델; 영국의 A. D. Wilkie는 영국의 금융증권시장분석을 베이스로 하여 주식과 채권, 부동산, 기타 대체상품에 대한 모델을 구축.

- 이 모델의 특징은 주식모델로 배당모델과 배당률모델을 각각 추계하고 이를 합성하여 주식모델을 도출. 또한 주식의 배당모델의 램덤항목과 채권의 램덤항목간의 상관관계를 가정 하고 있음.

3. 연기금 ALM의 활용

(1) 연기금 ALM 활용의 프로세스

- 연기금 ALM이 실제로 활용되고 있는 전형적인 프로세스는 다음과 같음.

- ① 연기금운용의 목적, 경제적인 체반 가정의 설정, 연기금의 직접 또는 간접운용에 대한 결정, 간접운용의 경우 펀드관리회사의 펀드운용방침 및 과거의 투자수익률 평가 등에 대한 검토.
- ② 기금운용목적에 따라 제도의 특수한 규정을 고려하여 운용모델과 파라미터를 설정.
- ③ 운용모델에 대한 가능한 시나리오의 검토. 이 단계에서는 우선 가능성이 있는

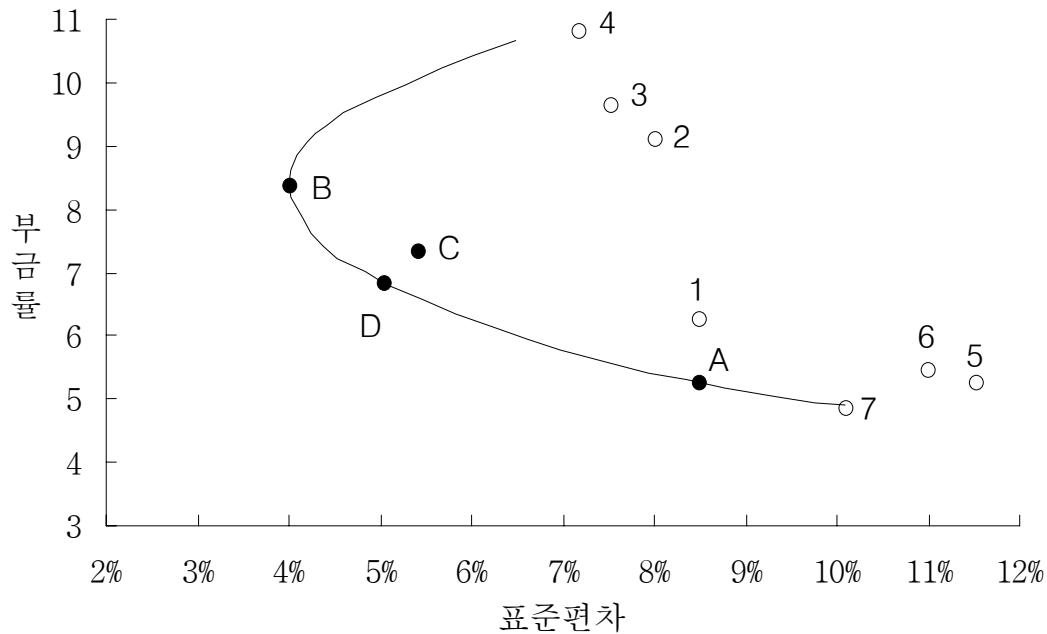
추세를 파악하고, 다음으로 현재의 투자방침을 토대로 하여 관련 변수에 대한 확률 예측을 행하고 가능성 있는 자산운용방침을 선택.

- ④ 펀드매니저는 여러 가지 확률 예측을 행하여 포트폴리오 수익률과 재무상의 손익결과를 비교하여 최종적인 자산운용방안을 검토.
- ⑤ 자산운용에 대한 최종안의 확률 예측을 토대로 결과를 검토하고 각각의 투자방침에 따른 손익을 비교하여 최종안을 선택.
- ⑥ 기초적인 ALM 운용에 부수되는 투자방침의 문서작성, 추가적인 시나리오 작성, 펀드매니저를 위한 모델개발 등의 수행.

(2) 구체적인 예

- 영국의 대형 연기금에서는 연기금 ALM 방법을 이용하여 현재의 투자방침을 재검토하려고 하함. 기금의 목적은 부금률(고용보험료율)의 변동성을 일정범위로 억제하면서 장기적인 리턴을 추구하는 것임.
- 예를 위한 가정
 - 기금의 운용기간을 6년으로 가정.
 - 자산평가방법으로는 자산가치의 과거 3년간 이동 평균치와 평가시점의 자산가치를 비교.
 - 연기금의 채무인 연기금(고용보험금)의 지급규모는 전년도의 소매물가지수(단, 5%가 상한)에 연동.
 - 투자대상 자산은 현금, 국내주식, 해외주식, 국내채권, 인덱스·링크채, 해외채권, 부동산.
- 최적의 자산배분을 위한 목적함수는 기업이 부담하는 부금률(고용보험료율)의 기대치로 함. 최적화법을 이용한 기대수익률과 리스크의 최적 포트폴리오를 나타내는 프론티어와 마찬가지로 부금률의 기대치와 변동성에 의한 효율적 프론티어를 그리면 다음 그림과 같음.

<그림 6-1> 부금률과 리스크의 효율적 프론티어



- A점은 잉여금을 극대화하는 포트폴리오, B점은 리스크를 최소화하는 포트폴리오, C점은 영국 연기금의 평균 포트폴리오, D점은 75%의 확률에서 기업 부금액이 최소가 되는 포트폴리오.
- ALM을 이용한 최적의 자산배분 결과는 다음과 같음.
 - 포트폴리오 A : 해외주식에 100%
 - 포트폴리오 B : 국내주식 3%, 국내채권41%, 인덱스·링크채 55%, 현금 1%
 - 포트폴리오 C : 국내주식 60%, 해외주식23%, 국내채권 9%, 현금 6%, 인덱스·링크채 2%
 - 포트폴리오 D : 국내주식 68%, 인덱스·링크채 5%, 해외주식 27%
- 다음으로 포트폴리오 D를 기준으로하여 운용기간을 6년에서 3년으로(포트폴리오 E), 또는 6년에서 9년으로(포트폴리오 F) 조정한 경우 최적의 자산배분 결과는 다음과 같음.
 - 포트폴리오 E : 국내주식 55%, 인덱스링크채 5%, 현금 3%, 해외주식 20%
 - 포트폴리오 F : 국내주식 75%, 해외주식 25%

- 운용기간이 장기화할수록 보다 공격적인 포트폴리오가 허용됨. 포트폴리오 E는 부금의 인하폭이 가장 크지만, 운용기간이 단기일수록 부금의 변동성이 커짐.
- 자산평가를 과거 3년 시가의 이동평균치를 이용하는대신 만약에 당해연도의 시가로 자산을 평가할 경우, 단기적인 자산가격의 변동이 그대로 부금에 반영되어 포트폴리오 D는 다음의 G와 같이 수정됨.
- 포트폴리오 G : 국내주식 50%, 국내채권 9%, 인덱스·링크채 16%, 현금 8%, 해외주식 27%
 - 자산평가를 현재의 시가로 행하면 부금의 변동성이 높아져 75%의 확률에서 부금액이 최소가 되는 포트폴리오는 주식포지션의 일부를 인덱스·링크채로 전환한 다소 보수적인 자산배분이 됨.

Ⅶ. 스타일펀드의 運用과 實際

1. 스타일펀드운용

(1) 스타일펀드운용의 의미

- 은행, 증권, 보험, 연기금 등의 기관투자자의 자산운용형태는 시대에 따라 발전되어옴.
 - 1960년대: 밸런스형 펀드운용시대⁶⁾
 - 1970년대: 주식형 및 채권형 펀드운용시대
 - 1980년대: 전문화라는 특징을 가진 전문가(specialist)펀드운용시대
 - 1990년대:
 - ① 주식운용은 기업의 성장성과 가치 등이 고려된 Sector Rotater (Style Rotater), 인덱스(Tilted, Global, Extint, 소형주 등), 스타일펀드운용(Style Management) 시대로 세분화.
 - ② 채권펀드운용도 금리에측과 관련된 운용형태와 포트폴리오보험 (Portfolio Insurence)과 관련된 운용형태 등으로 세분화.
- 특히 주식운용에 있어서 투자자의 위험성향(예를 들면 위험선호, 위험회피)과 투자성향에 따라 다양한 펀드운용스타일로 분류. 예를들면 투자자가 대형주, 소형주, 성장주, 기업가치, 배당소득 중 어떤 요인을 중시하느냐에 따라 포트폴리오 구성이 달라짐.
- 펀드매니저가 펀드운용스타일을 벗어나서 펀드를 운용할 경우, 펀드운용성과측정에서도 제외되고 대개의 경우 고객이나 연기금이 갖고 있는 펀드매니저 추천리스트에서 그 펀드매니저가 제외됨. 또한 펀드운용회사가 고객(연기금)이 원하는 투자방침과 다르게 운용할 경우 그 운용수익률이 아무리 좋다하더라도 연기금은 그 펀드운용회사를 신뢰하지 않음.

6) 밸런스형펀드(Balanced Fund)는 주가와 채권가격이 반대로 움직이는 경향을 가지고 있다는 특성에 착안하여 고안된 주식과 채권간의 자산배분모델. 예를 들어 금리가 상승하면 주식에 대한 투자비중을 늘려 주가상승에 따른 투자수익을 추구. 따라서 금리의 동향에 따라 주식과 채권에 대한 투자비율 조정하여 투자의 안정성과 성장성을 동시에 추구하면서 이자소득도 확보하는 자산배분을 의미. 그런데주식에 대한 투자비중은 65%를 넘지 않도록 하는 것이 보통임.

- 간접적인 자산운용에 있어서도 연기금은 자신의 투자방침에 맞는 펀드관리회사 또는 펀드매니저를 선택하는 것임.
- 1980년대의 전문가 펀드운용시대에는 여러 가지 스타일펀드운용을 혼합 또는 변형된 적극적인 펀드운용(Active Fund Management)이 펀드운용의 주류를 이루어 고객에 따라 각각 다른 기간과 다른 스타일로 펀드운용이 행해짐.
 - 미국의 경우 1983~1984년 기간에는 대형주펀드가, 1986~1988년 기간에는 성장주펀드가, 1990년에는 소형주와 기업가치를 위주로 한 펀드가 좋은 수익률을 기록. 이에 따라 각 펀드운용회사나 펀드매니저는 이러한 스타일펀드운용에 대한 자산배분비율을 높였음.

(2) 스타일펀드운용의 변천

- 투자스타일은 투자수익률에 막대한 영향을 미침. 어떠한 스타일펀드운용이 높은 수익률을 낼 것인가는 운용자의 경우에는 포트폴리오의 운용, 연기금 등 고객의 경우에는 펀드매니저의 또는 펀드운용회사의 선택에 달려있음.
- 주식운용의 경우 스타일펀드운용이 어느 정도의 수익률을 낼 것인가는 수익에 대한 요인별 기여도를 정확하게 분석함으로써 어느정도 예측할 수 있음.
- 미국의 경우 주식운용에 있어서 데이터 베이스의 발전, 재무이론의 발달, 컴퓨터 및 통신과학의 발달 계량적 펀드운용이 실용화되고 있으며, 이에따라 스타일펀드운용도 발전해옴.
 - 제1세대: Single-factor Model의 시대. 이 시대에는 평균적인 과거의 성과에 기초하여 수익률을 예측하던 모델이 주류를 이룸. 예를 들면 低P/E, Tilted Fund Model 등이 이 시대에 속함.
 - 제2세대는 Multi-factor Model의 시대. 평균적인 과거의 성과에 기초하여 리스크를 관리를 통한 투자결정을 하던 시대로 1980년대 초반의 Active Core 전략이 여기에 속함.
 - 제3세대는 제2세대의 리스크관리모델에 최적화개념을 적용한 인덱스펀드의 시대. 포트폴리오의 수익률과 시장수익률과의 차이인 Tracking Error를 최소화하는 투자전략이 구사됨.

- 제4세대는 투자결정을 함에 있어서 평균적인 과거의 성과에 의존하기 보다는 각 수익요소의 비중을 결정하고 현재의 시장움직임을 고려하여 최적화를 위해 통계적인 기법이 이용되는 혁신의 시대. 구체적으로는 수익률의 변동을 예측하는데 있어서 BARRA Risk Model로 대표되는 Market Factor Model이 이용되고 있음.

(3) 주식스타일펀드운용의 예

- 다음의 <표 7-1>은 미국 BARRA사의 미국 주식의 리스크모델에서 사용되고 있는 13개의 수익요소와 펀드의 스타일을 설명⁷⁾. 이 BARRA 리스크모델은 변동성, 규모, 기업가치의 척도는 물론 기업성장, 성공척도등 지표를 폭넓게 포함.
- 대부분의 수익요소들에 의해 포트폴리오의 스타일을 구별할 수 있음. 예를 들면 시장민감도는 성장스타일의 포트폴리오 구성요소이며, 기업규모는 기업가치 포트폴리오의 구성요임. 전통적으로 기업가치형 펀드의 매니저는 PBR, 이익률, 배당률 등을 중요시하고, 반면에 성장형 펀드의 매니저는 이들 요소를 덜 중요시하는 경향이 있음.

<표 7-1> 미국 BARRA-RISK모델의 수익요소

수익요소	펀드스타일
시장민감도	성장
투자효과	성장
기업규모	기업가치
기업매출	성장
기업성장성	성장
주가이익	기업가치
장부가 비율	기업가치
수익변동성	성장
재무레버리지	중립
해외수익성	중립
노동집약도	중립
배당률	기업가치
소형주	기업가치

주: 중립은 성장주나 기업가치주와 무차별적임을 의미

7) 이 리스크모델은 일본, 영국, 한국 등 다른 나라에서도 사용되고 있음. 해외의 펀드운용회사나 고객들도 포트폴리오의 투자스타일을 계량화하는데 이러한 요인들을 많이 이용하고 있음.

- 요소수익모델을 이용한 펀드운용에 있어서 “+”의 수익률을 내는 요소의 비중을 높이고 반면에 “-”의 수익률을 내는 요소의 비중을 낮추거나 회피하는 것이 일반화 되어있음.
- 제4세대의 스타일펀드운용은 이러한 요소수익의 변동성을 이용하여 이들의 비중을 조정함으로써 보다 높은 수익을 추구하는 것임.
 - 주식의 리스크 프리미엄이 높고, 리스크가 큰(높은 변동성, 성장주, 높은 리버리지율 등) 주식의 수익률이 리스크가 적은 주식의 수익률을 상회.
 - 주식시장의 변동성이 큰 기간에는 즉, 質에로의 도피(flight to quality)기간에는 투매가 일어날 가능성이 큼.
 - 리스크가 큰 주식과 금리민감도가 높은 주식은 단기금리가 상승하면 수익률은 크게 낮아짐.
 - 인플레이션과 고금리는 소형주와 해외소득의 비중이 큰 주식에 부정적인 영향을 미친다. 금리를 낮추기 위해서 해외에서 자금을 도입할 경우 외화베이스 수익을 악화시키기 때문⁸⁾.
 - 경기의 선행지표를 포함해 각종 경제지표의 호전은 저PER주와 레버리지가 높은 주식에 긍정적인 영향을 미침.

2. First Quadrant Corp.의 요소수익모델

- 미국 First Quadrant Corp.(FQC)는 요소수익모델에 의한 요소별 수익예측치를 가지고 시뮬레이션기법을 이용해 최적포트폴리오를 구성하여 스타일펀드를 운용.
- 이 최적포트폴리오는 S&P 500지수를 시장지표로 하여, 이 S&P 500지수의 업종별 비중에 $\pm 1\%$ 의 업종별 편입비중을 두고 100개 종목으로 구성. 또한 포트폴리오를 저가종목으로 구성된 매수포트폴리오(long portfolio), 고가종목으로 구성된 매도포트폴리오(short portfolio), 그리고 이들을 결합한 헷징포트폴리오(Hedging portfolio; 제로 β 전략)구분.
- FQC사는 이 기법을 1990년 6월부터 실제 펀드운용에 적용하였음. 1994년 12월까지 4년 7개월간 실제 펀드운용결과는 매수포트폴리오와 헷징포트폴리오의 연

8) 예를 들면 외화의 유입이 늘어나면 원화가치가 높아져 환율의 평가절상이 일어나고 이에 따라 해외소득이 평가절상률만큼 줄어들기 때문.

평균 초과수익률은 각각 3.0%와 5.4%였음.

- 연도별로는 1994년 경우 “-”의 초과수익률을, 1995년에는 “+”의 초과수익률을 기록. 1994년의 경우는 시장의 변동성이 이례적으로 낮았기 때문임.
- 한편 미국의 스타일펀드운용규모는 1995년 약 50억달러 정도인 것으로 추계됨.

<표 7-2> FQC사의 스타일펀드운용 결과

(단위: %)

구 분	S&P 500	스타일펀드	초과수익률(a)
1990 3분기	△13.8	△11.1	2.7
4분기	9.0	12.8	3.8
1991 1분기	14.6	15.6	1.0
2분기	△0.2	0.9	1.1
3분기	5.4	8.9	3.5
4분기	8.4	9.8	1.4
1992 1분기	△2.6	0.6	3.2
2분기	2.0	0.7	△1.3
3분기	3.1	1.0	△2.1
4분기	5.1	5.6	0.5
1993 1분기	4.3	5.7	1.4
2분기	0.5	2.0	1.5
3분기	2.6	5.8	3.2
4분기	2.3	△1.9	△4.2
1994 1분기	△3.8	△3.7	0.1
2분기	0.4	0.8	0.4
3분기	4.9	4.1	△0.8
4분기	△0.1	△1.4	△1.3
누적수익률	46.4	68.7	22.4
연평균 수익률	9.0	12.1	3.1
연평균 리스크	11.6	11.2	3.9
수익/리스크 비율	0.8	1.1	0.8
a가 +일 확률			72.0

자료: FQC

- 일본에서도 미국의 BARRA 리스크모델의 개념을 도입하여 野村證券그룹은 요소수익률을 예측하고 시장 및 거시경제지표를 설명변수로 하는 일본형 모델인

NIMCO-JSM을 개발하여 실용화하고 있음⁹⁾.

- NIMCO-JSM모델은 요소수익률예측에 의해서 업종과 종목을 구성하고, 포트폴리오 회전률의 제약하에서 최적포트폴리오를 운용.
- 1987년부터 1994년까지 이 모델을 이용해 시뮬레이션한 결과 TOPIX에 대해서 연률 7.3%의 초과수익률(Tracking Error는 4.4%)을 기록(<표 7-3>).
- 초과수익률에 대한 요소별 기여도를 보면 기업의 규모, 주가상대기업가치, 투자성과, 금리반응도의 순.
- 일본에 있어서 아직은 여러 가지 제도적 제약이 많아서 실시에 어려움이 있으나 매수 및 매도포트폴리오전략도 펀드운용결과 초과수익률을 낼 수 있는 합리적인 전략임을 보여줌.

<표 7-3> 일본 BARRA 리스크모델의 시뮬레이션결과(1987~1994)
(단위: %)

구 분	NIMCO-JSM 모델	TOPIX	초과수익률(α)
누적수익률	75.54	0.17	75.36
연평균수익률	7.29	0.02	7.27
연평균리스크	24.33	23.18	4.38
수익률/리스크	0.30	0.00	1.66

자료: NIMCO

9) 日興證券그룹도 미국의 BARRA 리스크모델의 개념을 도입하여 Investment Technology(IT)라는 모델체계를 개발하여 실용화하고 있음.

<附錄 1> 金融環境의 變化

1. 金融산업개편

- 한국의 金融산업은 통제된 금리하에서 양적으로는 성장하였으나, 질적으로는 상대적으로 낙후를 면치못하고 있는 실정임.
 - 즉, 金融구조가 공급자 위주로 형성되어 있고, 엄격한 규제·감독하에서 운영되고 있기 때문에 金融기관을 준공공기관으로 인식하는 경향이 있음.
- 金融자유화와 정보통신기술의 발달로 金融산업의 「세계화」, 「증권화」, 「규제완화」가 급속히 진행되고 있음.
- 1992년 하반기 재무부중심으로 『金融산업발전심의회』 산하의 『金融제도개편소위원회』가 조직되어 93년 12월 “金融제도개편연구”(총론 및 각론)가 발표됨.
- 한편 청와대·KDI·金融연구원을 중심으로 조직된 『21세기 경제장기구상』의 金融반이 “개방시대의 金融산업 경쟁력 제고방안”을 발표, 공청회를 거쳐 확정됨(1996년 5월).
- 1996년 OECD가입을 계기로 우리나라의 金融산업개방, 규제완화의 속도와 그 내용의 폭이 확대되었음.

2. 金融개혁의 추진

- 1992년부터 실시된 개혁조치에도 불구하고, 그 동안 재경원 중심의 金融산업구조조정 추진이 부진하자 대통령직속기관으로 민간중심의 『金融개혁위원회』의 설치를 97년 1월 7일 연두기자회견에서 발표.
- 金融산업을 「소비자위주」로 전환하고, 「세계적인 金融변화추세」를 따르며, 「金融산업의 실질 경쟁」을 촉진시키기 위한 金融개혁위원회(금개위)는 다음과 같은 단기개혁 18개 과제를 선정하여 4월 14일 대통령에게 보고함

- 금융산업개편을 주도적으로 추진해오던 재정경제원은 1997년 1월 25일 열린 금융개혁위원회 제2차회의에서 금융기관 업무영역조정 시안을 포함한 자체 금융개혁계획을 보고함.
- 재정원의 금융개혁안은 금융영역장벽을 1997년 4월부터 철폐하는 것을 주내용으로 하고 있음.

(1) 업무영역 조정

- 은행, 증권, 보험의 고유업무는 유지, 나머지 업무는 겸업 허용
 - 은행: 지급수단의 발행, 교환, 결제업무
 - 증권: 주식의 위탁판매에 관한 업무
 - 보험: 보장성 보험상품의 판매, 운영업무

(2) 신규진입 허용

- 대상기관 : 보험 · 증권 · 은행 · 종금 · 투신
- 내용 :
 - 보험사(97년 1월 1일), 증권사(97년 4월 1일)의 투명한 진입기준 조속한 시일내 마련(97년 1/4분기중 시행)
 - 증권사 인가기준은 증권거래법시행령(97년 2월중 입법예고)에서 규정
 - 은행 · 종금 · 투신은 개방일정에 맞춰 진입기준 검토(98년중 시행).

(3) 여신전문기관 구조조정

- 대상기관 : 리스 · 신용카드 · 할부금융 · 신기술사업금융
- 내용 :
 - 기업금융 · 소비자금융 · 종합여신회사로 통폐합(97년 법 개정)
 - 개별 단종회사는 기업 또는 소비자금융회사로 전환, 합병시 종합여신회사로 전환(98년 구조조정 추진).

(4) 금융기관 합병 및 전환

- 금융산업의 구조개선에 관한 법률 시행시기(97년 3월 1일)에 맞춰 합병 전환 판정기준 제정(97년 2월중 시행)
- 합병금융기관에 대한 지원방안 마련(97년 2월중 시행)
- 우량금융기관 합병을 통한 선도은행 육성(중장기과제)

3. 금융개혁의 주요 쟁점과 영향

(1) 업무영역철폐

① 여신전문기관 통합

- 금융개혁위원회의 업무영역개편의 첫 번째 작품은 리스(25개사), 신기술사업금융(4개사), 신용카드(36개사), 할부금융(31개사)등 여신전문기관의 통합일 것임.
- 청와대관계자도 「리스, 할부, 카드는 별도 업종으로 유지할 필요가 없어 우선 이들이 통합대상이 될 것」이라고 확인하였음.
- 현재 정부의 통합안(재경원 금융개혁안)은 리스, 신기술사업금융을 기업금융전문회사와 신용카드, 할부금융을 소비자금융전문회사로 그리고 종합여신회사로 통폐합하는 것임.

② 투자은행 등장

- 금융개혁의 기본방침은 증권, 투자신탁, 종합금융사간 업무영역을 철폐하여 투자은행(Investment Bank)으로 유도할 방침임
- 그 기본방향은 미국식 투자은행방식이 될 가능성이 큼
 - 미국식 투자은행은 상업은행의 고유업무인 예금·대출업무와 자금결제기능을 제외한 다양한 형태의 수신이 가능하고 증권업무도 영위할 수 있음.

<부표 1-1> 금융기관 업무영역 확대 방안

구분	내 용
원칙	-금융권별 핵심업무를 제외한 부수업무에 대하여 직접경영방식 확대, 자회사방식 상호진출 확대 -금융지주회사 도입 추진
은행	-금융채 발행, 화폐시장예금계정 취급허용 -종업원 퇴직신탁 활성화 -신탁계정과 은행계정간 공정거래 규칙 확립
증권	-증권사의 CP인수·매매·중개업무 취급 -종금사의 유가증권매매와 주식인수 주간사 취급 -증권·종금사 외환업무 포괄 허용
보험	-변액보험·보험금신탁·기금수탁대행과 외환업무 허용 -상해,질병,개호보험등 생·손보의 상호경영 허용

- 1997년 4월 14일 대통령에게 보고된 금개위의 단기개혁과제에서 증권, 종금, 투신등 증권관계기관의 종합투자회사 전환을 유도하기로 하였음. 단 은행으로 전환시 지분제한으로 동일인 4%미만규제를 유지하기로 함
- 재경원의 금융개혁안에서, 증권사는 그 동안 종금사가 독식해온 CP의 매매와 중개가 가능하게 되었음.
- 종금사도 주식위탁매매를 제외하고는 증권사업무를 거의다 수행할 수 있게됨.

③ 은행, 증권간 상호진출

- 은행, 보험, 투자은행의 상호진출허용으로, 금융지주회사방식에 의한 은행과 증권의 상호진출이 전망됨.
- 이 번 재경원의 금융개혁안에서, 은행·증권·보험의 핵심업무는 유지하고주변 및 부수업무에 대한 겸업을 제안하고 있음.
- 한편, 한은의 금융개혁과제에서는 핵심업무까지도 자회사방식의 상호진출 확대 허용을 제안.

④ 은행과 보험

- 보험은 은행과 상대방 상품을 상호 판매하는 방카슈랑스(Bancassurance)외에는 업무영역과 관련해 큰 변화는 없을 것으로 보임 .
- 이 번 금융개혁안에서 보험은 보험과 신탁이 결합된 변액보험 취급이 허용되었음. 그러나, 전체수입보험료중 15.7%를 차지하고 있는 종업원퇴직보험에서 은행과 투자신탁과 치열한 경쟁을 하여야할 입장임.

⑤ 업무영역철폐의 영향

- 금융권간의 핵심업무를 제외한 상호업무 진출이 대폭 확대되어 치열한 경쟁과 매수합병이 본격화될 전망이다.
- 재경원의 금융개혁안의 최대수혜자는 종업원퇴직보험과 금융채발행업무를 할 수 있게된 은행임. 이 조치로 말미암아 은행은 장기대출시장에의 참가가 가능하게 되었음.
- 증권업계는 회사채발행업무가 허용되어 장기저리자금을 손쉽게 조달할 수 있게 되었음. 더욱이 종금사의 주수익원인 CP(기업어음)의 매매 및 중개업무도 가능하게됨.
 - 증권사는 점포수에서 종합금융보다 우위에 있기 때문에 CP시장을 잠식할 것으로 보임.
- 투자신탁업계는 종업원 퇴직적립신탁의 세제혜택을 받게됨으로써 경쟁력있는 신상품개발이 가능하게되었음.
 - 정부로부터 상품허가를 받은 1992년이후 세제혜택을 받지 못함으로써 유명무실한 실정이었으나, 이 번 조치로 수탁고 증대에 도움이 될 것임.
- 보험업계는 종퇴보험분야에서 은행 및 투신과 경쟁해야할 처지에 직면하게되었음. 그러나 변액보험에 승부를 걸 전망이다.
 - 변액보험은 실적배당부 신탁과 같은 상품이지만 외관조직을 확보하고 있는 보험업계가 절대적인 이점을 가지고 있음
 - 변액보험은 일반은행의 신탁과 비교하여 보장성이 있다는 것이 장점임. 따라서 은행신탁과의 경쟁이 예상됨.
- 종금업계에서는 주식인수업무나 유가증권업무가 허용되기는 하였으나 점포수에 있어서 상대적 열위에 있으며, 주종인 CP업무에서 증권사와 경쟁격화를 우려하고 있는 실정임.

(2) 소유구조조정

① 소유구조조정 내용

- 소유구조조정문제는 금융개혁위원회에서 주요핵심쟁점이 될 전망이다. 소유구조조정문제의 핵심은 은행의 대주주인 산업자본의 금융지배 허용여부임.
- 기존조치를 살펴보면, 1993년 7월 발표된 『신경제 5개년 계획』의 세부시행계획에서 1994-95년중 금융전업기업군을 육성하기 위해 소유지분의 예외를 인정하였음.
- 그러나 금융전업군의 추진이 부진하자 금융전업군이 되기 위한 제한을 완화하여 『금융전업가』를 육성하는 정책으로 후퇴
 - 시중은행의 소유한도는 8%, 지방은행의 소유한도는 13%로 완화.
- “개방시대의 금융산업 경쟁력 제고방안” 중 소유구조부문
 - 2000년까지 산업과 금융의 분리원칙 고수
 - 2010년까지 산업과 금융의 분리원칙 조건부 완화
 - 2020년까지 산업과 금융의 분리원칙을 보완
- 소유구조조정의 초점은 첫째 은행주식에 대한 동일인 보유한도(시중은행 4%, 지방은행 15%)의 확대문제, 둘째 산업자본의 은행경영참여 허가문제임.
- 금개위에서는 금융기관의 소유지배구조 개선문제는 중기과제로 넘겼음. 그 대신 단기과제로 5대 재벌의 비상임리사 참여를 제한적으로 허용하기로 하였음 (단 그룹당 1개은행에 한정, 여신규모 상위 1~5위 해당대기업은 제외)
- 한편 재경원은 5대그룹의 은행경영참여를 불허할 방침이어서 금개위의 안과 상충됨
- 그러나 우리나라가 OECD에 가입하였기 때문에 동일인 보유한도는 선진국과 비슷한 수준으로 완화하여야 한다는 지적도 있음. 최근 주요 선진국에서는 소유구조에 대한 규제를 완화하고 경쟁력 제고방안이 논의되고 있는 추세임
- 산업자본의 은행경영참여를 허용할 경우 경제력집중을 완화시킬 수 있는 조치가 마련되어야 함. 선진국에 있어서 소유지배규제의 완화는 소유와 경영의 분

리가 이루어졌기 때문임

- 최근에는 「금융지주회사」 제도를 도입하여 소유구조문제를 풀어보자는 의견이 대두되고 있으며, 금개위에서도 중기과제로 도입을 검토중임
 - 공정거래위원회는 현행 금융관련법의 진입제한등 각종규제로 금융기관간의 경쟁이 저해되고 있다고 판단하고, 내부적으로 금융기관에 한해 지주회사를 허용하는 방안을 검토중임

② 소유구조조정의 영향

- 소유구조조정문제는 장기검토과제로 은행의 주인찾아주기에 직결되어 있음.
- 은행법 개정으로 말미암아 비상임이사사회제가 도입됨으로써 책임경영정착의 기반이 마련되었음. 이로써 은행경영의 효율성이 제고될 것으로 기대됨.
- 그러나, 산업자본의 금융지배가 가능해져 경제력 집중이라는 역효과를 초래할 수 있음.
 - 역효과를 방지하기 위해 거래내역공시 등의 유착여부를 감시할 수 있는 보완조치가 강구되어야할 것임.
- 경제력 집중을 완화하는 보완장치로 대두되고 있는 것이 「금융지주회사」 도입임. 금융지주회사방식은 직접경영방식 및 자회사방식 등의 금융경영방식중 경제력집중을 완화시키는데 가장 유효한 방식임. 따라서 금개위 및 재경원에서는 중기과제로 금융지주회사도입을 검토중에 있음.
- 금융지주회사제도의 도입에 따른 예상효과
 - 지분만 인수, 지배하므로 금융자회사를 새로 설립하거나 다른 금융기관을 인수, 합병하는데 따른 비용과 위험의 절감효과
 - 지주회사아래 다양한 금융기관을 수평적으로 경영, 관리할 수 있게되어 업무영역제한의 실질적 폐지효과.

(3) 진입제한철폐

① 진입제한철폐 내용

- 대기업의 금융기관 출자제한 철폐문제는 금융산업개방계획과 맞물려 국내 금융기관을 대형화하기 위한 조치임

- 가장 먼저 진입제한이 철폐될 부문은 보험분야일 것이며, 5대그룹의 생명보험 진출이 가시화될 가능성이 큼
 - 한국-현대그룹, 한성-LG그룹, 삼신올스테이트-대우그룹 등을 공식적인 계열사로 편입할 전망이다.
- 금개위에서는 금융기관별 진입기준을 중기과제로 다루기로 하였음
- 은행업의 경우, 현재 시중은행 4%, 지방은행 15%로 제한된 은행주식 동일인 보유한도는 수정이 불가피한 실정임
 - 금융산업개방계획중 외국은행의 현지법인설립이 98년 12월부터 허용될 경우, 대응차원에서 산업자본의 시중은행 소유문제가 대안으로 등장할 가능성이 있음
- 증권업의 경우 1998년 설립자유화가 이루어지고 은행과 마찬가지로 1998년 12월부터 외국증권사의 현지법인설립이 허용되면 진입장벽은 완전 철폐됨
 - 증권거래법 시행령·시행규칙이 1997년 2월 13일 발표되었고, 최저자본금이 차등화되어 자기매매+위탁매매업의 경우 3백억원, 종합증권업은 5백억원으로 축소되었음

<부표 1-2> 대기업의 금융기관 출자제한 제도

금융기관	대기업에 대한 제한
은행	· 5대그룹 비상임이사회 참여금지 · 단, 신한·동화·한미·하나·보람은행 참여는 허용
보험	· 5대그룹 출자금지 · 6~10대그룹은 50%까지 출자허용
증권	· 30대그룹 합작사에 출자금지 · 국내사는 제한 없음
투자신탁	· 10대그룹 신설사 공동출자만 가능 · 기존사 15%까지 출자 허용
종합금융	· 제한 없음. 단, 10대그룹은 새한중금 출자 금지
리스·할부금융·금고	· (제도적으로는)제한 없음

자료: 재정경제원

- 보험에 대하여 경제적수요심사제(ENT)를 폐지하고 자회사방식에 의한 진출을 허용함
 - 설립자본금을 3백억원으로 하기로 하였음
 - 은행이 보험업에 진출하고자 할 때는 자기자본이 7천억원 이상이어야 하고 자기자본비율이 8%를 충족하여야함
 - 증권회사가 보험업에 진출할 경우 자기자본이 3천억원 이상으로 영업용 순자본 비율이 150%이상이어야함
 - 생명보험사는 자회사로 손해보험사를 설립할 수 있고, 손해보험사는 생명보험사를 설립할 수 있게됨
 - 현대, 대우, LG그룹등 5대 재벌의 보험업참여는 내년시행으로 연기됨
- 리스, 신기술사업금융, 신용카드, 할부금융등 여신전문금융기관은 올해부터 대외 개방이 이루어짐.

② 진입제한철폐의 영향

- 진입제한철폐는 산업자본(대기업)의 금융업계진출을 허용함으로써 대형화를 유도해내기 위한 것임.
- 은행의 동일인 보유한도는 선진국수준으로 확대될 가능성이 있음. 그로 말미암아 대기업의 진출이 허용되고, 부실은행의 흡수, 합병이 이루어져 은행권재편이 이루어 질 것으로 전망됨.
- 증권업계에 있어서는 은행과 종금의 증권업무 진출로 말미암은 경쟁격화와 장기적으로는 수수료율이 자유화될 것으로 전망되기 때문에 수익성 악화 가능성이 큼.
 - 생존전략차원에서 비재벌증권사들간의 전략적 제휴가 이루어질 가능성이 큼
- 5대그룹의 보험업진출과 은행의 종퇴보험취급으로 경쟁이 격화될 전망이다.
 - 과포화상태에 있는 보험시장에서는 적자생존식의 흡수·합병이 이루어질 것임
- 제2금융권에서는 과감한 정리 및 흡수·합병이 예상됨.
 - 기업금융, 소비자금융, 또는 종합여신회사로 통폐합됨으로써 시장경쟁력이 강화될 전망이다.

(4) 기타 쟁점

- 금융개혁에서는 논의되고 있는 금융개혁을 완성시키기 위하여 필요한 조치로서는 감독권의 일원화와 한국은행의 독립문제가 있음.
- 각금융기관들은 은행감독원, 증권감독원, 보험감독원, 신용관리기금 등의 감독하에 있으나, 재정경제원으로부터 관행적인 감독·지시를 받고있음
 - 일본의 경우 지금까지 대장성, 농수산성, 통상산업성에 분산되어 있었던 금융기관에 대한 감독권을 일원화하여 정부부처와는 완전독립된 총리부직속의 금융감독청에서 관할하게 되었음.
- 한국은행의 독립문제는 금융산업의 효율성제고측면에서 꼭 필요한 조치임
 - 일본의 경우 일본은행의 권한을 대폭 강화하는 것을 내용으로 하는 일본은행법개정을 55년만에 단행하였음.
- 금개위에서는 금리·수수료 자유화에 관련하여 제4단계 금리자유화를 조기실시하기로 하였음. 그리고 수시입출금식 저축성예금, 환매조건부채권(RP)매매 이자율을 금년중에 조기자유화하기로 하였음
 - 재경원과 한은도 제4단계 금리자유화를 조기에 단행한다는 게 기본방침임. 이에 따라 빠르면 1997년 3/4분기중에 제4단계 금리자유화가 단행될 전망이다
 - 한편 정부는 1997년 하반기중에 위탁매매수수료율을 자유화할 방침임. 동시에 업무영역의 확대 등 증권회사들이 수익구조를 다변화할 수 있는 기회를 부여할 방침임
 - 보험업의 경우 2000년부터 총사업 비율 및 예정신계약비를 자유화할 예정임
 - 투자신탁의 경우 투자신탁보수율 및 수익증권 환매수수료를 1997년 2/4분기 중에 실시하기로 하였음
- 유가증권의 위탁수수료가 자유화됨에 따라 증권사간 수수료경쟁이 격화되어 경쟁력이 높은 대형증권사로 거래가 집중·과점화되는 한편, 기관화현상이 가속화되어 주가변동성이 높아져 시장의 안정성과 공정한 가격형성이 저해될 우려가 있음
- 보험회사 예정신계약비 및 준비금과 연계된 각종 계약자배당금이 감소하는 현상이 발생 가능. 하지만 예정신계약비를 규제함으로써 보험회사의 자율경영에 제약요인으로 작용하여왔으나 2000년부터 자유화됨으로써 자율경영을 확보할 수 있게 되었음

<附錄 2> 國民年金管理公團의 定款과 基金運用規程

1. 國民연금관리공단 정관

제정 1987. 8. 21

개정 1991. 6. 11

제 1 장 총칙

제1조(목적) 이 법인은 보건사회부장관의 위탁을 받아 국민연금법(이하“법”이라 한다) 및 동법시행령(이하 “령”이라 한다)의 규정에 의한 사업을 합리적, 효율적으로 수행함으로써 국민의 생활안정과 복지증진에 기여함을 목적으로 한다.

제2조(명칭) 이 법안은“국민연금관리공단”(이하 “공단”이라 한다)이하 한다.

제3조(사업소) 공단의 주된 사업소는 서울특별시에 두며, 필요에 따라 보건사회부장관의 승인을 받아 지부(출장소를 포함한다)를 둘 수 있다.

제4조(정관의 변경) 공단이 정관을 변경하고자 할 때에는 이사회 의 심의 의결을 거쳐 보건사회부장관의 승인을 받아야 한다.

제5조(공고의 방법) 공단의 공고는 서울특별시에 본사를 두고 있는 신문사에서 발간되는 일간신문에 게재한다. 다만, 부득이한 경우에는 공단(지부를 포함한다)의 게시관에 14일이상 게시함으로써 그 공고에 갈음할 수 있다.

제6조(규약 규정의 제정 및 개폐)

- ① 공단의 그 내부조직, 임직원의 인사, 보수, 회계, 감사, 자격관리, 징수, 복지시설관리운영, 국민연금급여 등 심의위원회등의 제규정을 정하거나 변경하고자 할 때에는 이사회 의 심의 의결을 거쳐 보건사회부장관의 승인을 받아야 한다.
- ② 제1항의 규정에서 위임받은 사항과 제규정의 시행을 위하여 필요한 사항은 이사회 의 심의 의결을 받아 이사장이 이를 정한다. 다만, 경미하다고 인정되는 사항은 이사회 의 심의 의결을 요하지 아니한다.

제 2 장 임원과 직원

제7조(임원) 공단에 임원으로서는 이사장 1인, 상임이사 3인 이내, 이사 3인 및 감사 1인을 둔다.

제8조(임원의 임면등)

- ① 이사장은 보건사회부장관의 제청에 의하여 대통령이 임면한다.

- ② 상임이사와 감사는 보건사회부장관이 임면한다.
- ③ 이사는 당연직이사를 제외하고는 이사장의 제청에 의하여 보건사회부장관이 임면한다.
- ④ 당연직 이사는 보건사회부의 국민연금국장과 경제기획원의 예산심의관이 된다.

제9조(임원의 임기)

- ① 이사장 상임이사 및 이사의 임기는 3년으로 하고, 감사의 임기는 2년으로 한다. 다만, 당연직 이상의 임기는 그 재임기간으로 한다.
- ② 당연직이사를 제외한 보궐임원의 임기는 전임자의 잔임기간으로 한다.

제10조(임원의 직무)

- ① 이사장은 공단을 대표하고, 공단의 업무를 총괄한다.
- ② 상임이사는 이사장을 보좌하며 이사장이 사고가 있을 때에는 이사장이 미리 정하는 순위에 따라 그 직무를 대행한다.
- ③ 상임이사의 업무분담은 직제규정 및 이사장이 정하는 바에 의한다.
- ④ 이사는 이사회에 출석하여 공단의 중요사항을 심의 의결하며, 이사장 및 상임이사가 모두 사고가 있을 때에는 보건사회부장관이 지명하는 이사가 직무를 대행한다.
- ⑤ 감사는 공단의 회계와 업무집행상황 및 재산상황을 감사한다.

제11조(임원의 결격사유) 다음 각호의 1에 해당하는 자는 공단의 임원이 될 수 없다.

1. 금치산자 또는 한정치산자
2. 파산선고를 받아 복권되지 아니한 자
3. 금고이상의 형의 선고를 받고 그 집행이 종료되거나 집행을 받지 아니하기로 확정된 날로부터 3년이 경과되지 아니한 자
4. 법률 또는 법원의 판결에 의하여 자격이 상실 또는 정지된 자

제12조(임원이 당연퇴임 해임)

- ① 임원이 제11조 각호의 1에 해당하게 된 때에는 당연히 퇴임한다.
- ② 임면권자는 임원이 다음 각호의 1에 해당하게 된 때에는 그 임원을 해임할 수 있다.
 1. 신체 또는 정신상의 장애로 정상적인 직무를 수행할 수 없다고 인정될 때
 2. 직무상의 의무를 위반할 때
 3. 고의 또는 중대한 과실로 인하여 공단에 손실을 발생하게 한 때

제13조(직원의 임면) 직원은 인사규정이 정하는 정하는 바에 따라 이사장이 임면한다.

제14조(직원의 신분보장) 직원은 징계에 의하지 아니하고는 부당하게 해임되지 아니한다.

제15조(임직원의 겸직제한)

- ① 임원(이사를 제외한다. 이하 이 條에서 같다)과 직원은 영리를 목적으로 하는 업무를 종사하지 못하며, 임원은 보건사회부장관의, 직원은 이사장의 허가없이 다른 직무를 겸할 수 없다.
- ② 제1항의 규정에 의한 영리를 목적으로 하는 업무는 다음에 해당하는 업무를 말한다.
 1. 상업 공업 금융업 기타 영리를 목적으로 하는 사업을 스스스로 경영하는 것
 2. 제1호에 계기한 사업을 경영하는 기업체의 대표, 이사, 감사, 지배인, 발기인 기타 임원 또는 직원이 되는 것
 3. 직무와 관련이 있는 타인의 기업에 투자하는 것
 4. 기타 계속적으로 영리를 목적으로 하는 업무

제16조(임직원의 신분) 임원 및 직원은 형법 제129조 내지 제132조의 적용에 있어서는 이를 공무원으로 본다.

제17조(임직원의 복무) 임원 및 직원의 복무에 관한 사항은 인사규정이 정하는 바에 의한다.

제18조(임직원의 직무수행상 임무)

- ① 임원 및 직원은 그 직무를 수행함에 있어 법령 및 제규정을 준수하고 신의에 좇아 성실히 수행하여야 한다.
- ② 임원 및 직원은 그 직무상 지득한 타인의 기밀을 누설하여서는 아니된다.

제19조(임직원의 보수) 임원 및 직원의 보수와 기타 직무수행에 다른 실비에 관한 사항은 보수규정이 정하는 바에 의한다.

제20조(조직) 공단의내부조직, 업무분담 및 정원에 관하여는 직제규정이 정하는 바에 의한다.

제 3 장 이사회

제21조(설치 및 구성)

- ① 공단의중요사항을 심의 의결하기 위하여 공단에 이사회를 둔다.
- ② 이사회는 이사장 상임이사 및 이사로 구성한다.

제22조(이사회회의 소집)

- ① 이사장은 이사회회의를 소집하고, 그 의장이 된다.
- ② 이사회회의는 정기회와 임시회로 나눈다.
- ③ 정기회회의는 매년 2월과 10월중에 각각 소집하고,임시회회의는 다음 각호의 1에 해당하는 경우에 소집한다.
 1. 이사장이 필요하다고 인정할 때
 2. 이사(상임이사를 포함한다. 이하 같다) 4인 이상이 회의목적을 명시하

여 서면으로 요구할 때

- ④ 제3항 제2호의 규정에 의한 소집요구가 있을 때에는 이사장은 그 요구가 있는 날로부터 7일이내에 이사회를 소집하여야 한다.
- ⑤ 이사회를 소집할 때에는 적어도 그 소집 5일전까지 그 뜻을 각 구성원에게 통지하여야 한다.

제23조(이사회 의사) 이사회 의사는 재적구성원 과반수의출석으로 개의하고, 출석구성원 과반수의 찬성으로 의결한다.

제24조(감사의 의견진술) 감사는 이사회에 출석하여 의견을 진술할 수 있다.

제25조(관계인의 의견진술) 이사장은 필요하다고 인정할 때에는 상정된 의안의 관계인으로 하여금 이사회에 출석하여 의견을 진술하게 할 수 있다.

제26조(이사회 심의 의결사항) 이사회는 다음 사항을 심의 의결한다.

- 1. 사업운영계획, 자금계획 및 자산운용계획등 공단운영의 기본방침에 관한 사항
- 2. 예산 및 결산에 관한 사항
- 3. 정관변경에 관한 사항
- 4. 중요재산의 취득 관리 및 처분에 관한 사항
- 5. 규약 규정의 제정 및 개에 관한 사항
- 6. 소송 및 화해에 관한 사항
- 7. 기타 공단 운영상 필요하다고 인정되는 사항

제27조(회의록의 비치)

- ① 이사장은 이사회 회의에 관하여 회의록을 작성비치하여야 한다.
- ② 회의록에는 토의사항, 회의경과 및 의결사항을 기록하고 의장 및 출석한 이사가 기명날이하여야 한다.

제28조(이사회 운영) 이사회 운영에 관하여 필요한 사항은 이사회 심의 의결을 거쳐 이사장이 정한다.

제 4 장 사업

제29조(사업) 공단은 제1조의 목적을 달성하기 위하여 다음의 사업을 수행 한다.

- 1. 가입자에 대한 기록의 관리 및 유지
- 2. 각출료의 징수
- 3. 급여의 결정 및 지급
- 4. 가입자 및 연금수급권자의 복지증진을 위한 다음 각목의 사업
 - 가. 노인복지, 장애인 재활 등을 위한 시설의 설치 운영
 - 나. 병원, 휴양시설 및 요양시설의 설치 운영
 - 다. 생활안정을 위한 자금의 대여
 - 라. 학자금의 대여

마. 당면적용사업장인 중요사업장의 사업장내 복지시설의 설치를 위한 자금의 대여

5. 자산의 관리운영(취득, 임대포함)

6. 기타 극민연급사업에 관하여 보건사회부장관이 위탁하는 사업

제30조(복지시설의 관리운영) 복지시설의 관리 및 그 운영에 관하여는 복지시설 관리운영규정이 정하는 바에 의한다.

제31조(업무의 위탁) 법 제43조제2항 및 령 제29조의규정에 의하여 공단이 그 업무의 위탁에 관한 규약을 체결하고자 할 때에는 이사회회의 심의 의결을 거쳐 보건사회부장관이 승인을 받아야 한다.

제 5 장 자산 및 예산회계

제32조(회계년도) 공단의 회계연도는 정부의회계년도에 따른다.

제33조(회계구분)

① 공단의 회계는 일반회계와 특별회계로 구분한다.

② 특별회계는 특정사업을 운영할 때, 특정자금을 보유하여 운영할 때 및 기타 다른 회계와 구분하여 경리할 필요가 있을 때 설치한다.

제34조(자산의 운용) 공단의 모든 자산은 안전성과 수익성을 고려하여 운용하여야 한다.

제35조(사업운영계획과 예산)

① 공단은 보건사회부장관이 정하는 사업운영지침과 예산편성지침에 따라 매회계년도의 사업운영계획과 예산을 편성하여 회계년도개시 2월전까지 보건사회부장관에게 제출하여 승인을 얻어야 한다.

② 제1항의 규정에 의하여 제출하는 사업운영지침과 예산에는 주요사업별 세부계획, 추정대차대조표, 추정손익계산서등 그 내용을 명백히 함에 필요한 부속 서류를 첨부하여야 한다.

③ 공단이 제1항의 규정에 의하여 승인을 얻은 사업운영계획과 예산을 변경하고자 할 때에는 그 변경사유와 변경내용을 기재한 사유를 보건사회부장관에게 제출하여 승인을 얻어야 한다.

제36조(결산)

① 공단이 매회계년도 종료후 2월이내에 사업실적과 결산을 문서로서 보건사회부장관에게 보고하여야 한다.

② 공단이 제1항의 규정에 의하여 제출하는 서면에는 대차대조표, 손익계산서 및 잉여금처분계산서등 그 내용을 명백히 함에 필요한 부속서류를 첨부하여야 한다.

제37조(일시차입)

① 공단이 일시차입을 하고자 할 때에는 이사회회의 심의 의결을 거쳐 보건사

회부장관의 승인을 얻어야 한다.

- ② 제1항의 규정에 의하여 보건사회부장관에게 일시차입의 승인을 얻고자 할 때에는 이입충당의 사유 및 금액등을 명시하여야 한다.

제39조(회계규정) 공단의 자산 및 예산회계에 관한 사항은 회계규정으로 정한다.

제 6 장 국민연금급여등 심의위원회

제40조(설치 및 구성)

- ① 가입자의 자격 표준보수월액 표준소득월액 각출료 기타 징수금과 급여에 관한 공단의 처분에 대한 이의신청사항을 심의하게 하기 위하여 국민연금급여등심의위원회(이하“심의위원회”라 한다)를 둔다.
- ② 심의위원회는 위원장1인을 포함한7인의 위원으로 구성한다.
- ③ 심의위원회의 위원장은 이사장이 되고, 위원은 다음 각호의 자중에서 이사가장이 임명 또는 위촉한다.
1. 공단의 부장급이상의 임직원
 2. 사용자단체와 근로자단체에 종사하고 있는 자
 3. 변호사, 사회보험 및 의료에 관한 학식과 경험이 있는 자

제41조(심의위원회운영) 심의위원회 심의사항 및 기타 운영에 관한 사항은 국민연금급여등심의위원회운영규정이 정하는 바에 의한다.

부 칙

제1조(시행일) 이 정관은 공단이 설립되는 날로부터 시행한다.

제2조(최초의 회계연도) 공단의 최초의 회계연도는 공단이 설립된 날로부터 당해 연도의 회계연도의 말일까지로 한다.

제3조(공단의 설립행위) 법 부칙 제6조이 규정에 의하여 공단의 설립위원이 공단의 설립에 따른 제반행위를 한 때에는 그 행위는 공단이 행한 것으로 본다.

제4조(정관작성 및 서명) 공단의 설립을 위하여 법 부칙 제6조의 규정에 의하여 이 정관을 작성하고 설립위원들이 이에 서명날인한다.

1987. 8. 4

국민연금관리공단설립위원

부 칙(91. 6. 11)

① (시행일) 이 정관은 1991년 6월 10일부터 시행한다.

② (경과조치) 이 정관시행일 이전에 공단이 자산을 취득하거나 임대한 것은 이 정관에 의하여 시행한 것으로 본다.

2. 국민연금 기금운용규정

제 1장 총칙

제1조(목적) 이 규정은 국민연금기금 관리·운용 위탁규정(1987. 12. 22. 보건사회부 예규 제532호)에 의거 공단에 위탁된 국민연금기금(이하 “기금”이라 한다)의 관리·운용에 관하여 필요한 사항을 규정함을 목적으로 한다.

제2조(적용범위) 이 규정에 의하여 적용되는 범위는 다음 각호와 같다.

1. 유가증권투자에 관한 업무
2. 유가증권관리에 관한 업무
3. 금융기관에의 예입·금전신탁 및 수익증권운용에 관한 업무(신설 95. 12. 29)
4. 단기자금운용에 관한 업무
5. 공공부문 사업운용에 관한 업무.

제 2 장 기금운용원칙 및 운용계획

제3조(기금운용원칙)

① 기금은 운용함에 있어서 다음 각호의 운용원칙을 준수하여야 한다.

1. 기금은 가입자와 수급권자의 권익을 극대화할 수 있도록 운용하여야 한다.
2. 기금은 안정성을 유지할 수 있도록 상품별·금융기관별로 분산투자하여야 한다.
3. 기금은 안정성과 수익성이 양호한 상품에 투자함을 원칙으로 하되 공공성을 고려하여야 한다.

② 투자상품에 의한 운용수익률은 당해연도의 1년만기 정기예금이자율 이상이 되어야 한다. 다만, 국민연금법시행령(이하 “령”이라 한다) 제 52조 제 1항 제1호, 제2호 및 국민연금법(이하 “법”이라 한다) 제83조 제2항 제5호의 규정에 의한 사업의 경우에는 그러하지 아니한다(개정 95. 12. 29).

제4조(자금의 부문별 운용) 자금은 연금급여등 지출부문, 공공부문사업, 복지부문사업 및 금융부문사업으로 나누어 운용하되, 다음 각호에 의한다(신설 95. 12. 29).

1. 연금급여 등 전출금
2. 공공부문사업을 위한 재정자금 등예의 예탁
3. 금융기관에의 예입 및 금전신탁
4. 투자신탁등예의 수익증권 매입

5. 국가·지방자치단체 또는 금융기관이 직접 발행하거나 채무이행을 보증하는 유가증권 매입
6. 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위하여 법 제93조 제2항 제5호 및 영 제28조에서 규정하는 사업
7. 기금운용과 관련하여 소요되는 경비에 지출
8. 기타 기금증식을 위하여 영 제52조 제1항에서 규정하는 사업.

제5조(월자금운용계획)

- ① 기금운용부서는 매월 다음 각호의 서류를 첨부한 익월의 자금 조성 및 운용에 관한 월자금운용계획서(이하 “월계획”이라한다)를 작성하여야 한다.
 1. 익월의 추정대차대조표 및 추정손익계산서
 2. 전월 자금운용실적에 관한 상품별·금융기관별 분석
 3. 금융시장의 거래동향 및 상품별 전망
 4. 기타 자금운용에 관한 사항.
- ② 제1항의 월계획서 작성시에는 제4조 제3호 내지 제5호 및 제8호의 사항에 대하여는 상품별·금융기관 유형별로 구분하여야 한다(개정 95. 12. 29)
- ③ 기금운용부서는 제1항의 월계획 작성을 위하여 필요한 자료를 관련부서에 요구할 수 있으며 관련부서는 이에 성실히 응해야 한다.
- ④ 월계획은 매월 25일까지 보건복지부장관에게 제출하여 승인을 얻어야 한다(개정 95. 12. 29).

제 3 장 유가증권투자

제6조(투자대상) 유가증권의 투자대상은 다음 각 호와 같다.

1. 국채·지방채 또는 금융채
2. 국가·지방자치단체 또는 금융기관이 채무이행을 보증하는 유가증권
3. 증권시장에 상장되어 있거나 상장이 예정된 법인발행 주식의 매입(신설 95. 12. 29)
4. 특별법에 의하여 설립된 법인이 발행하는 유가증권의 매입(신설 95. 12. 29)
5. 시설대여법에 의한 시설대여회사가 발행하는 유가증권의 매입(신설 95. 12. 29).

제7조(자문사 선정 등)

- ① 제6조의 규정에 의하여 유가증권에 투자하는 경우에는 투자자문회사(이하 “자문사”라고 칭한다)의 자문에 의해 운용할 수 있으며, 이 경우 자문 계약을 체결하여야 한다(신설 95. 12. 29).
- ② 선정된 자문사에 대해서는 소정의 수수료를 지급할 수 있다(신설 95. 12. 29).

제8조(공모채권의 매입)

- ① 공모채권은 공모채권 주관사회사와 공모채권 청약 및 매출 계약“을 체결하고, 동계약에 의해 매입한다(신설 95. 12. 29).
- ② (삭제 95. 12. 29).

제9조(공모채권의 확인) 공모채권은 다음 각호의 사항을 확인한 후 매입하여야 한다.

1. 발행일
2. 발행금액
3. 이자율
4. 만기일
5. 보증기관
6. 원리금 지급기관
7. 채권공모에 관한 신문광고.

제10조(공모채권 이외의 유가증권) 공모채권 이외의 유가증권은 제9조에서 규정한 사항과 다음 각호의 사항을 분석하여 검토한 후 매입한다(신설 95. 12. 29).

1. 유가증권의 발매형태
2. 환금성
3. 발행기관의 영업실적과 배당실적 추세 및 예상수익률
4. 세제, 법적규제 사항 등
5. 금리동향 및 전망과 수익률 등(신설 95. 12. 29).

제 4 장 유가증권관리

제11조(주식에의 운용)

- ① 주식을 운용함에 있어 안정성 및 수익성을 고려하여 업종별, 종목별로 분산투자한다(신설 95. 12. 29).
- ② 상장이 예정된 법인발행의 주식을 매입할 경우에는 향후의 환금성, 수익성, 안정성 등을 면밀히 검토한 후 매입한다.

제12조(유가증권 관리)

- ① 유가증권은 현금에 준하여 안전하게 관리하여야 한다.
- ② 유가증권의 보관과 추심업무는 안전한 보관과 정확한 추심을 위하여 금융기관등 전문대행기관(이하 “대행기관”이라 한다)을 선정하여 이를 대행하게 할 수 있다.
- ③ 제2항의 보관 및 원리금 추심에 대하여는 소정의 수수료를 지급할 수 있다.

제13조(대행기관의 선정 등)

① 제12조 제2항의 대행기관은 다음 각호를 고려하여 선정하여야 한다(신설 95. 12. 29).

1. 유가증권의 보관
2. 유가증권의 수도 및 대금의 결제
3. 원리금·배당금의 수령
4. 기명 유가증권의 명의개서 및 분할, 합병청구
5. 보관 유가증권과 관련하여 발생하는 관리·의무에 관한 정보제공
6. 정기적인 보고서 제출

② 대행기관을 선정하거나 변경할 때에는 보건복지부장관의 승인을 얻어야 한다.

제14조(대행기관과의 계약) 제12조 제2항의 대행기관과는 책임을 명백히 할 수 있도록 다음 각호의 사항이 명기된 “유가증권 기탁 및 원리금 추심 위탁계약”을 체결하여야 한다.

1. 대행업무의 범위
2. 계약자 쌍방의 이행사항
3. 손해발생시의 배상에 관한 사항
4. 업무대행에 따른 수수료 지급조건
5. 기타 업무대행에 필요한 사항

제15조(원리금 추심)

- ① 유가증권의 취급자는 매월 말일 이전까지 익월의 원리금 추심명세서를 작성하여 대행기관의 원리금 추심명세서와 대조 확인하여야 한다.
- ② 제1항의 원리금 추심명세서를 대조함에 있어 일치하지 않는 사항이 있을 경우에는 이를 규명하여 즉시 대행기관에 통보하여야 한다.

제16조(월계대사)

- ① 유가증권의 취급자는 매월 1회 이상 장부액과 재고액의 일치여부를 대사하여야 한다.
- ② 유가증권의 취급자는 자체 보관중인 통장 및 증서에 대하여 월 1회 이상 관리실태를 점검하여야 하며, 위탁관리 유가증권에 한하여 대행기관을 방문하여 반기 1회 이상 실시하여야 한다(신설 95. 12. 29).
- ③ 유가증권의 취급자는 매월말 기준으로 투자기관에 대하여 잔액증명 징구 후 확인 대사하여야 한다(신설 95. 12. 29).

제 5 조 금융기관에의 예입 금전신탁 및 수익증권 운용

제17조(금융기관에의 예입) 제4조 제3호중 자금예입을 위한 금융기관은 다음 각호와 같다(신설 95. 12. 29).

1. 은행법에 의한 금융기관

2. 단기금융법에 의한 금융기관
3. 종합금융법에 의한 금융기관
4. 증권거래법에 의한 증권회사 및 한국증권금융회사

제18조(금전신탁의 운용)

- ① 금전신탁은 신탁업법에 의하여 운영되는 금융기관 및 신탁업을 겸영하는 금융기관에 운용한다.
- ② 신탁기관은 신탁재산 운용경험과 운용체계를 겸비하고 유리한 운용수익이 기대되는 기관을 선정하여야 한다
- ③ 제2항에 의하여 선정된 신탁기관으로부터 신탁재산의 운용현황에 대한 보고서를 매분기 1회 이상 제출받아 점검하여야 한다(신설 95. 12. 29).
- ④ 금전신탁을 할 때에는 다음 각호의 사항을 검토한 후 신탁기관과의 계약을 체결하여야 한다(신설 95. 12. 29).
 1. 신탁기간
 2. 신탁운용대상
 3. 수익계산월
 4. 원본의 보전과 이익의 보족 등

제19조(수익증권 매입)

- ① 수익증권을 매입하고자 할 때에는 다음 각호의 금융기관에 의하여 운용 실적을 분석하여 분산매입함을 원칙으로 한다(신설 95. 12. 29).
 1. 증권투자신탁업법에 의한 투자신탁회사
 2. 종합금융업법에 의한 종합금융회사
- ② 제1항에 의거 매입한 수익증권에 대하여 투자기관으로부터 운용현황을 매분기 1회 이상 제출받아 점검하여야 한다(신설 95. 12. 29).

제 6 장 단기자금운용

제20조(운용기준)

- ① 단기자금은 유동성을 확보하면서 수익성을 제고할 수 있도록 운용하여야 한다.
- ② 단기자금의 운용기간은 1년 이내로 한다

제21조(단기금융시장 분석) 단기자금의 효율적 운용을 위하여 다음 각호의 사항을 조사·분석하여야 한다.

1. 단기금융시장의 수익률 변동사항
2. 동일금융상품의 회사별 수익률
3. 기타 필요한 사항

제22조(운용대상 상품) 단기자금은 다음 각호의 금융기관의 상품으로 운용한다.

1. 은행법에 의한 금융기관

2. 단기금융법에 의한 금융기관
3. 종합금융법에 의한 금융기관
4. 증권투자신탁업법에 의한 투자신탁회사
5. 증권거래법에 의한 증권회사 및 한국증권금융회사

제23조(단기자금의 인출) 만기가 일정하지 아니한 단기자금의 인출시에는 수익을 우선적으로 고려하여야 한다.

제24조(이자금액의 확인) 단기자금의 거래시에는 거래기관으로부터 계산서 등을 징구하여 이자금액의 정확여부를 확인하여야 한다.

제 7 장 공공부문사업 운용

제25조(운용범위) 공공부문의 사업을 위하여 재정자금 등에 예탁하는 자금의 예탁 대상과 예탁액은 기금운용계획이 정하는 바에 따른다(개정 95. 12. 29).

제26조(운용조건 등) 제25조의 규정에 의한 자금의 예탁기간, 예탁금리 및 예탁조건은 관계법령이 정하는 바에 따른다(개정 95. 12. 29).

제 8 장 보칙

제27조(운용실적 분석 및 보고) 기금운용부서는 기금의 효율성을 점검하기 위하여 매분기 1회 기금운용실적을 분석하여 이사장에게 보고하고, 이를 다음 분기 첫달 20일까지 보건복지부장관에게 제출하여야 한다(개정 95. 12. 29).

제28조(통장 등의 보관) 기금의 운용시 사용한 통장, 증서 및 기타 증빙서류는 만기후 10년간 보관하여야 한다.

제29조(사고방지) 기금의 운용과 관련하여 사고가 발생하지 않도록 관리에 철저를 기하여야 한다

부 칙

이 규정은 1988년 2월 24일부터 시행한다

부 칙

이 규정은 1966년 1월 1일부터 시행한다

3. 국민연금관리공단의 기금운용관리

(1) 기금의 설치 및 조성

① 기금의 설치목적 및 성격

- 국민연금기금은 국민연금사업에 필요한 재원확보 및 연금가입자를 위한 노령연금, 장애연금, 유족연금, 반환일시금 등 급여 지급에 충당하기 위한 목적으로 설치
- 기금의 성격은 연금가입자의 노후생활보장을 강제저축된 장기신탁자산으로 연금가입자들이 일정한 급여조건에 도달시 의무적으로 지급해야 하는 장기부채성 책임준비금임
 - 기금은 가입자가 납부하는 연금보험료와 그 운용수익금으로 조성되 순수한 민간재원임
 - 따라서 동기금을 최대한 증식하여 장기적인 재정안정을 유지, 연금가입 자에 대한 안정적인 연금을 지급하여 국민복지향상에 기반이 되도록 할 의무가 있음

② 기금의 조성 및 회계처리

- 국민연금기금은 가입자가 납부하는 연금보험료와 증식사업을 통한 기금운용수익금, 연금보험료 등의 누적으로 이루어지는 적립금 및 국민연금관리공단 일반회계의 수입지출 결산상의 잉여금으로 조성토록 됨(국민연금 법 제82조 제2항)
- 국민연금기금 적립금은 증식사업을 통하여 운용되며 그 운용수익금은 기금으로 조성됨
 - 수익률은 증식사업에 따라 일률적으로 정하기는 어려우나 국민연금법시행령은 기금의 운용수익은 1년만기 정기예금이자율 이상이 되도록 운용되어야 한다고 규정하고 있음(사업목적수행을 위한 재산의 취득 및 처분, 주식에의 투자 및 복지사업의 경우는 예외로 함)
- 국민연금관리공단은 연금보험료를 징수하여 기금에 납입하며, 가입자의 연금급여에 소요되는 자금은 공단의 일반회계로 진출하여 지출함
- 공단에서는 매회계 연도의 지출자금이 부족할 때에는 국민연금기금에서 일시차

입을, 지출이 수입을 초과하게 될 때에는 국민연금기금에서 이입충당을 하게 되어 있음

- 이와 같이 공단의 일반회계는 기금특별회계와 상호관련을 맺고 운용되고 있으며, 이 같은 취지에서 매년도말 공단의 수입·지출 결산상의 잉여금이 발생할 경우 이를 기금으로 납입토록 규정하고 있음

(2) 기금의 관리·운용

- 국민연금제도의 구조는 연금보험료 부담액이 급여혜택에 미치지 못하는 불완전(수정)적립방식이기 때문에, 현재 연금기금이 누적되고 있는 제도 초기에 기금을 최대한으로 증식시켜 제도의 장기적인 재정안정을 기하는 것이 최대의 과제로 등장
- 이와 함께 거대한 기금이 국민경제에 미치는 영향을 감안하여 균형적인 국가경제의 발전과 금융제도의 발전을 가져오도록 효율적으로 운용되어야 할 필요가 있음

① 기금운용의 방향

- 기금의 운용은 연금가입자의 복지증진을 위해 안정적이고 높은 수익을 올릴 수 있도록 운용하되 공공성을 고려하여야 하며, 기금운용지침 및 기금운용계획과 기금운용규정이 정하는 바에 따라서 운용되어야 함

가. 기금운용의 원칙

- 수익성의 원칙
 - 기금의 이식수입은 연금재정의 수지균형을 안정적으로 유지하는데 결정적인 역할을 하므로 국민연금법(83조 제2항)에서는 그 수익을 최대한으로 증대시킬 수 있도록 운용되어야 한다고 명시하고 있으며, 동법 시행령(52조 제2항)에서도 사업수행을 자산취득, 주식투자 및 복지사업의 경우를 제외한 기금운용수익은 1년만기 정기예금이자율 이상을 확보하도록 명시하고 있음
- 안정성의 원칙
 - 가입자의 장기신탁자산이며 연금급여 책임준비금인 기금은 투자손실이 없도록 안정성을 확보하는 것이 중요하기 때문에 기금의 투자는 수익성을

제고토록 하되 투기적 투자(주식, 부동산등)는 원칙적으로 금지토록 하고 있음(기금관리기본법 제3조 제2항)

- 많은 외국의 기금들이 금융상품을 매입할 경우 분산매매를 하거나 국·공채같이 투자 원리금 회수가 보장되는 상품을 선택하는 것도 공적기금을 안전하게 운용하는 것이 중요하다는 판단때문임

- 공공성의 원칙

- 막대한 기금재정이 국민경제에 미치는 영향을 고려하여 그 운용은 공공성이 유지되도록 하여야 할 것이나, 이는 수익성을 해치지 않는 범위 내에서 이루어져야 할 것임

- 위의 3가지 원칙중 수익성의 원칙은 적립기금의 효율적인 운용을 통한 증식을 전제로 설계된 현 연금제도의 구조를 감안할 때 가장 중요시되어야 할 원칙으로 판단되고 있음

나. 기금운용 지침

- 기금의 운용시 가입자의 권익이 극대화되도록 기금운용회에서는 매년 다음 사항에 대해서 국민연금기금운용지침을 마련토록 하고 있음(국민연금법 제85조 제1항)

- 공공사업에 사용할 기금자산의 비율
- 기금의 공공성 측면을 나타낸 것으로 매년 조성되는 국민연금기금중 공공사업에 사용된 기금자산의 비율을 결정
- 여기서 말하는 공공사업은 자본형성을 목적으로 정부의 직접적 재정투자와 정부기업과 민간기업의 자본형성 및 이들의 생산활동을 정부가 지원해 주기 위하여 정부가 재정자금을 융자하는 금융적 융자활동등을 포함함
- 공공사업에 대한 기금배분의 우선순위
- 당해년도 공공사업에 사용할 한정된 기금자산을 공공사업의 어느 부문에 우선 배분하는 것이 효율적인 배분이 될 것인가하는 배분의 우선순위를 결정
- 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업비
- 국민연금기금은 공공사업에의 투자와 수익증대를 위한 금융부문에의 투자외에도 가입자 및 수급권자의 복지를 직접적으로 도모할 수 있는 사업을 할 수 있음
- 즉 노인복지, 장애인 재활활동을 위한 시설의 설치 운영, 병원·휴양시설 또는 요양 시설의 설치 운영, 생활안정을 위한 자금의 대여, 학자금의 대여, 사업장내 복지시설 설치를 위한 자금의 대여 등의 사업을 할 수 있으며 이에 투자될 사업비를 지침에서 결정

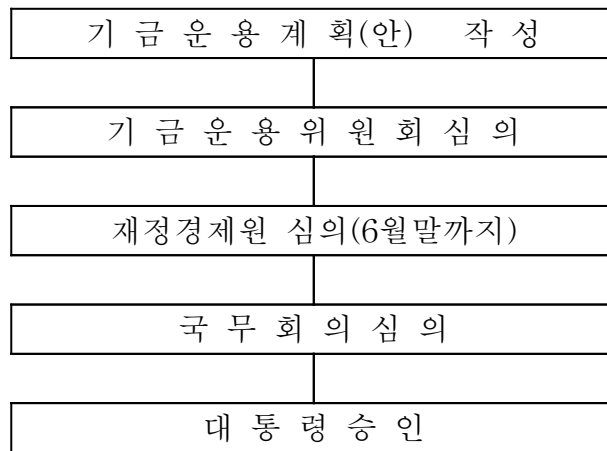
- 95년도 기금운용 지침의 주요골자

- 기금은 연금급여 등 지출을 제외하고 공공부문, 복지부문, 금융부문으로 구분하여 사용함
- 공공부문의 기금운용규모는 공공자금관리기금위원회의 의결에 따름
- 복지부문은 근로자복지, 노인복지 등에 중점을 두고 실시함
- 금융부문은 국·공채, 주식 등의 매입을 통해 연금기금의 증식을 도모함

다. 기금운용의 계획

- 기금운용계획은 기금운용지침에 따라, 매년 보건복지부장관이 수립하여 기금운용심의위원회의 심의 및 재정경제원장관과의 협의와 국무회의의 심의를 거쳐 대통령의 승인을 얻음으로서 확정됨(국민연금법 제87조 제1항, 기금관리기본법 제5조 제1항 및 제2항)

<그림> 기금운용계획의 수립절차



② 기금운용체계

가. 기금운용조직체계

- 기금은 가입자의 장기신탁자산으로 가입자의 제급여에 충당할 책임준비금인 동시에 그 규모가 방대함으로 인하여 국민경제에 커다란 영향을 미치므로 적정한 기금의 관리를 위하여 국민연금기금운용위원회를 설치, 기금운용 전반에 관한

사항의 심의·의결 및 기금운용결과를 심의하게 하고있음

- 동 기금운용위원회가 의결한 기금운용지침에 따라 보건복지부장관은 기금운용계획을 수립, 시행하고 이에 대한 최종적인 책임을 짐
 - 보건복지부장관은 기금 운용계획의 수립 등 기금의 관리·운영에 관한 총괄적인 정책을 수립하며 연금기금의 효율적 운용을 위한 조사연구활동 및 공단에 대한 지도·감독을 수행함
- 국민연금관리공단에서는 실제적인 운용을 보건복지부장관으로부터 위탁받아 수행하고 있음
 - 보건복지부장관의 국민연금기금 관리·운영에 관한 업무의 일부를 위탁받아 금융부문 사업에 금융부문사업에 의한 기금증식사업, 공공부문사업에 관한 업무, 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업등 실제적인 기금의 관리·운영업무를 수행함

나. 기금운용계획수립 및 집행절차

- 보건복지부장관은 기금운용위원회위원장과 협의하여 가입자의 권익이 극대화되도록 매년 익년도 국민연금기금운용지침(안)을 작성하여 4월말까지 기금운용위원회에 제출하여야 하고 기금운용위원회는 이를 5월말까지 심의·의결하도록 되어 있음(국민연금법 시행령 제59조)
- 보건복지부장관은 이 지침에 의거하여 기금운용계획을 수립, 기금운용위원회의 심의와 재정경제원장관과의 협의를 거쳐 국무회의의 심의 및 대통령의 승인을 얻음으로써 당해연도 “기금운용계획”을 확정하며, 또한 이를 토대로 상품별 투자규모와 거래기관 선정 방법, 금융기관별 배분기준 등을 정한 “연간자금운용계획”을 작성하여 공단에 시달
- 공단은 보건복지부의 연간자금운용계획에 따라 “월자금운용계획”을 작성하여 매월 보건복지부장관의 승인을 받아 운용하고 있으며, 집행결과는 매분기별로 기금운용위원회에 보고하고 연말 기금결산보고서는 공인회계사의 감사를 받아 보건복지부장관 및 재정경제원, 감사원, 국회에 보고하며 보건복지부장관은 서울에 본사를 두고 있는 1개 이상의 경제분야 특수 일간신문에 공시하고 있음

다. 기금의출납

- 기금계정의 설치(국민연금법 제60조)

- 기금의 수입과 지출을 명확히 하기 위하여 한국은행에 국민연금기금계정을 설치하였으며 징수한 연금보험료 총액은 일별로 국민연금기금계정에 납입됨
 - 기금의 계리는 기금의 운용성과와 재정상태를 명확히 하기 위하여 기업회계원칙에 따라 발생주의에 의하도록 되어 있음
- 기금의 월별운용
- 보건복지부장관은 조성된 자금을 자금운용계획에 의하여 원칙적으로 월별로 관리·운용되도록 되어 있음
- 기금의 회계기관
- 보건복지부장관은 기금의 출납업무를 담당하게 하기 위하여 보건복지부 소속 공무원 중에서 기금출납명령관과 기금출납공무원을 임명함
 - 기금출납명령관은 기금의 관리·운용에 따르는 계약 및 수입·지출의 원인이 되는 행위와 기금수입금의 징수·결정에 관한 업무를 담당하며, 기금출납공무원은 기금의 관리·운용에 따르는 수입 및 지출업무를 담당함
 - 보건복지부장관은 공단의 상임이사 중에서 기금출납이사(공단의 재정이사가 이에 해당)를, 그 직원 중에서 기금출납원(공단의 기금운용부장이 이에 해당)을 임명할 수 있으며, 이 경우에 기금출납이사는 기금출납명령관의 업무를, 기금출납원은 기금출납공무원의 업무를 수행함
- 회계관리직원의 책임
- 회계관리직원 등의 책임에 관한 법률 중 세입징수관과 재무관에 관한 규정은 기금출납명령관과 기금출납이사에, 지출관과 출납공무원에 관한 규정은 기금출납공무원과 기금출납원에게 이를 준용함

③ 기금의 관리·운용방법

가. 운용방법

- 국민연금법은 연금재정의 장기적인 안정유지를 위하여 그 수익을 최대한으로 증대시킬 수 있도록 기금의 관리·운용방법을 다음과 같이 구체적으로 명시하고 있으며, 가입자 및 수급관리자의 복지증진을 위한 사업에의 투자도 국민연금재정의 안정을 해치지 않는 범위안에서 하도록 하고 있음(국민연금법 제83조 제2항)
- 국민연금법 제83조 제2항의 내용
 - i) 금융기관에의 예입 및 금전신탁
 - ii) 공공사업을 위한 재정자금에의 예탁

- iii) 투자신탁 등의 수익증권 매입
 - iv) 국가·지방자치단체 또는 금융기관 직접 발행하거나 채무이행을 보증하는 유가증권의 매입
 - v) 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업
 - vi) 기타 기금증식을 위하여 대통령령이 정하는 사업
- 국민연금법 시행령 제52조 제1항(기금의 운용사업)
 - i) 국민연금기금 본래의 사업목적수행을 위한 재산의 취득 및 처분
 - ii) 증권시장이 상장되어 있거나 상장이 예정된 법인발행주식의 매입
 - iii) 특별법에 의하여 설립된 법인이 발행하는 유가증권의 매입
 - iv) 시설대여업법에 의한 시설대여회사가 발행하는 유가증권의 매입
 - v) 기타 1년만기 정기예금이자율 이상의 수익이 기대되는 사업
- 사업수행을 위한 재산취득, 주식에의 투자 및 복지사업을 제외한 어떤 방법으로 운용하던 간에 그 수익은 1년만기 정기예금이자율 이상이 되어야하기 때문에 현재 금융상품에의 투자는 법정이자율 이상이 보장되는 은행의 금전신탁, 투자신탁회사에 수익증권매입, 국·공채, 보증사채 매입 등 안정성과 수익성이 보장되는 상품을 위주로 투자하고 있음
 - 그러나 금융시장의 개방화에 따른 저금리시대가 도래할 것으로 전망되기 때문에 현재와 같은 안정성 위주의 운용만으로는 수익성제고에 한계가 있을 것으로 보여지고 있음
 - 따라서 앞으로 보편화될 것으로 전망되는 고수익 고위험의 선진투자상품에 대비한 금융투자인력의 전문화 등으로 기금운용의 지속적인 수익성제고 방안을 마련하여야 할 것으로 논의되고 있음

나. 운용의 제한

- 현행제도상 기금운용의 제한은 법적 제한과 선량한 관리자로서의 운용행위 제약으로 구분할 수 있음
- 법적 제한으로는 앞에서 언급된 운용방법상의 제약과, 수익률은 원칙적으로 1년만기 정기예금이자율 이상을 확보토록 하고 있으며, 기금관리법에서는 기금의 주식과 부동산 투자를 원칙적으로 금지하는 조항을 두고 있음
- 운용행위에 관한 제약은 기금관리주체가 기금의 선량한 관리자로서 신의·성실의 의무를 준수하여야 한다는 것으로 기금의 운용시 투자기관의 선정 및 거래

에 있어서는 객관적인 기준에 의하여 공정하게 운용되어야 한다는 것임

④ 기금운용결과의 공시

- 기금운용의 성과는 객관적으로 평가되어 연금가입자인 국민에게 정기적으로 공시되어야 함
 - 공공사업은 연금가입자의 복지를 향상하고 경제발전을 위하여 공정하게 운용되고 있는가를 검토하고 자산운용실적을 평가함으로써 수익률 및 투자의 효율성을 점검하여야 함
- 현행제도에서는 이 같은 결과평가와 공시를 위하여 기금운용실적을 분기별로 국민연금 기금운용위원회에 보고토록 하고 있으며, 연도별 운용실적은 동운용위원회 및 국무회의 심의를 거쳐 대통령의 승인 후에 국회에 보고토록 함과 아울러 매년의 기금운영결과를 서울에 본사를 두고 있는 1개 이상이 경제분야 특수일간신문에 공시토록 규정되어 있음

<附錄 3> 資産配分の 實際

- 자산배분에 대한 구체적인 예를 시중은행의 하나인 A은행 은행계정의 효율적 운용을 위한 연구결과의 일부로 제시함

1. A은행의 자산운용 현황

- A은행의 은행계정 자산운용 특징은 주요 시중은행중 원화대출의 비중이 상대적으로 낮고 주식, 통안증권, 통안증권을 제외한 채권등의 유가증권에 대한 투자비율이 상대적으로 높음(<부표 3-1> ~ <부표 3-3>).
 - 1994년말 A은행은 은행계정 총운용자산 18조 5,393억원(은행계정 총자산은 21조 1,591억원)을 주식에 6.92%, 통안증권에 8.56%, 채권에 8.73%, 그리고 원화대출에 75.79% 운용하였음.
- 1994년 은행계정 총수익중 유가증권관련 수익은 총수익 1조 7,677억원중 23.7%를 차지하여 B은행의 23.9% 다음으로 높은 수준이며, 시중은행평균 19.5%보다 훨씬 높은 수준임.
 - 이는 예대마진이 줄어들어 은행의 수익기여도가 낮아지고 있는 대출에 대한 투자비중을 여타 시중은행보다 줄이고, 수익률이 안정적인 통안증권을 포함한 채권에 대한 투자비중을 높이고, 1994년 주식시장의 회복과 효율적인 주식운용으로 주식투자에서 목표수익률 14.48% 보다 훨씬 높은 27.51%의 투자수익률을 시현했기 때문인 것으로 판단됨.
- 은행계정 총자산운용 규모의 확대와 더불어 유가증권에 대한 적극적인 투자로 총수익중 대출관련 비중은 1990년 59.2%에서 1994년 47.5%로 감소추세를 보이고 있는 반면에 유가증권관련 비중은 1990년 11.4%에서 1994년 23.7%로 증가추세를 보이고 있음(<부표 3-4>).
 - 금리자유화조치에 따른 예대마진의 축소와 금리의 변동성 증대, 주식시장의 위험증대 등을 감안할 때 이러한 A은행의 자산배분전략은 여타 시중은행보다 적절한 전략이었다고 판단됨.

- 1994년 은행계정의 자산배분 기대수익률과 실질수익률을 비교하면 총자산운용 목표가중평균치인 10.72%에서 1.18%포인트의 초과달성을 실현(<부표 3-5>).

· 자산별로는 특히 주식시장의 회복에 따른 주식의 초과수익률이 두드러지고, 가장 비중이 큰 대출의 경우도 목표치를 초과달성 함.

<부표 3-1> 주요 시중은행의 은행계정 자산운용 구성(1994년 말)

(단위: 억원, %)

은행	총운용자산(a)		주식(b)		통안증권(c)		채권(d)		원화대출(e)	
	규모	비중	규모	b/a	규모	c/a	규모	d/a	규모	e/a
A	185,393	100.00	6,062	3.27	7,501	4.04	7,644	4.12	66,389	35.81
B	191,012	100.00	7,173	3.76	6,836	3.57	6,42	3.16	80,771	42.28
C	188,006	100.00	4,410	2.35	7,598	4.01	8,177	4.35	72,856	38.75
D	204,309	100.00	8,649	4.23	6,103	2.99	7,532	3.69	83,573	40.91
E	145,137	100.00	3,682	2.54	4,734	3.26	4,489	3.09	57,241	39.44
F	223,364	100.00	5,442	2.41	3,115	1.38	7,091	3.15	58,002	25.97
G	122,021	100.00	3,359	2.75	2,889	2.37	3,098	2.54	57,046	46.75

주: 채권은 통안증권을 제외한 모든 채권을 의미

자료: 은행감독원, 은행경영통계, 각년도

<부표 3-2> 주요 시중은행의 은행계정 자산배분 구성(1994년 말)

(단위: %)

은행	자산운용총계 (b+c+d+e)	주식 (b)	통안증권 (c)	채권 (d)	원화대출 (e)
A	100.00	6.92	8.56	8.73	75.79
B	100.00	7.11	6.78	6.00	80.11
C	100.00	4.74	8.17	8.79	78.30
D	100.00	8.17	5.77	7.12	78.95
E	100.00	5.25	6.75	6.40	81.60
F	100.00	7.39	4.23	9.63	78.75
G	100.00	5.06	4.35	4.67	85.92

주: 채권은 통안증권을 제외한 모든 채권을 의미

<부표 3-3> 주요 시중은행의 부문별 수익 구성(1994년 말)

(단위: 억원, %)

은행	총수익	대출관련 수익		유가증권관련 수익		외환관련 수익	
		규모	비중	규모	비중	규모	비중
A	17,677	8,391	47.5	4,183	23.7	1,248	7.1
B	19,991	9,391	47.0	4,787	23.9	1,142	5.7
C	18,763	7,603	40.5	3,582	19.1	1,049	5.6
D	20,347	9,859	48.5	4,651	22.9	1,251	7.1
E	16,437	7,164	43.6	2,725	16.6	938	5.7
F	19,812	8,337	42.1	3,512	17.7	3,198	16.1
G	12,458	6,760	54.3	1,893	15.2	759	6.1

자료: 은행감독원, 은행경영통계, 각년도

<부표 3-4> A은행의 부문별 수익 구성 추이

(단위: 억원, %)

연도	총수익	대출관련 수익		유가증권관련 수익		외환관련 수익	
		규모	비중	규모	비중	규모	비중
1990	10,327	6,114	59.2	1,176	11.4	983	9.5
1991	12,106	6,988	57.7	1,849	15.3	1,108	9.2
1992	13,968	7,421	53.1	2,492	17.8	1,096	7.8
1993	13,782	6,827	49.5	2,964	21.5	1,105	8.0
1994	17,677	8,391	47.5	4,183	23.7	1,248	7.1

<부표 3-5> A은행의 은행계정 자산배분 기대수익률과 실적치 비교

(단위: %)

자산	1994			1995		
	목표치	실적치	비중	목표치 (하반기)	실적치 (상반기)	비중
대출(원화)	10.03	10.38	75.80	11.12	10.76	74.61
주식	14.48	27.51	6.92	19.79	7.29	8.25
통안증권	11.95	11.95	8.56	11.31	12.10	10.15
채권	12.47	12.69	8.73	13.70	14.61	6.98
총자산운용	10.72	11.90	100.00	12.03	10.86	100.00

주 1): 통안증권 경우 채권의 특성상 목표치와 실적치를 동일하게 간주

2): 총자산운용의 목표치 및 실적치는 각 자산별 비중에 의해 구함

자료: A은행 종합기획부, 자금부

2. 모델의 설정

(1) 최적 포트폴리오의 선정

- 은행이 1년 단위로 자금운용계획을 수립한다고 가정
- 은행계정의 자산을 특성별로 원화대출, 주식, 무위험자산으로서의 채권인 통안증권, 그리고 위험자산으로서의 통안증권을 제외한 채권등 4가지로 구분.

① 대출

- 은행계정의 경우 대출이 은행업무에 있어 가장 중요한 위치를 차지하고 있으므로 은행이 정한 대출비율에 맞추어 기타자산을 배분하는 것이 바람직
 - 신탁계정의 경우 자금운용이 비교적 자유로워 각 자산의 기대수익률(목표수익률)에 따라 투자자금을 배분하는것이 바람직.
- 은행 대출의 실질수익률은 표면금리와는 상당한 차이가 있는 것이 일반적.
- 경제원칙상 대출의 실질수익률이 무위험 채권수익률보다 높아야 함.
 - 대출은 신용위험을 내포하고 있어 무위험자산인 채권수익률보다 기대수익률이 높아야 하기 때문.

② 통안증권

- 연간단위로 자금계획을 운용할 경우 듀레이션이 1년 미만인 채권은 무위험 자산으로 간주되는 것이 일반적.
- 무위험자산으로서의 채권운용
 - 만기가 1년 정도 남은 채권의 만기보유
 - 듀레이션이 1년인 채권포트폴리오를 분기별 재조정을 통해 수신자금과 만기별로 일치하도록 재구성.
- 현재 정부가 발행하는 만기 1년(364일)의 통안증권은 경쟁입찰에 의해 매각되

고 유찰분에 대해서는 금융기관에 배정되고 있으나 실제적으로는 발행분의 대부분이 각 금융기관에 배정되고 있는 실정임.

- 따라서 통안증권을 다음과 같은 이유에서 무위험자산으로 간주.
 - 은행에 배정되어 은행으로서는 그 운용규모에 대해 선택의 여지가 제한되고 있는 현재의 여건
 - 각 금융기관들이 보유 통안증권의 대부분을 만기까지 보유
 - 통안증권은 보유기간동안 확실한 수익을 보장.

③ 채권

- 통안증권을 제외한 국채, 지방채, 회사채 등의 채권운용은 보유기간 동안의 정해진 이자소득보다는 금리변동으로 인한 채권가격변동을 이용하여 자본이득 (capital gain)을 추구하는 것이 일반적.
- 채권 보유기간도 단기일 수도 있고 금리의 장기예측을 통한 장기투자일 수도 있으며 은행의 금리예측 능력, 금리의 변동성, 운용채권의 듀레이션에 따라 채권 포트폴리오가 결정됨.
- 따라서 통안증권을 제외한 채권을 위험자산으로 간주
 - 위험자산으로서의 채권운용을 적극적 채권투자라 함.

④ 주식

- 주식은 대출이나 채권에 비해 위험과 기대수익률이 높은 자산.

(2) 데이터

- A은행의 은행계정 적정자산배분을 구하기 위해 이용한 변수별 데이터는 다음과 같음(1989. 1 ~ 95. 6까지 월간 데이터)
 - 주가지수: 월평균 종합주가지수(한국증권거래소)
 - 통안증권금리: 월평균 통안증권금리(한국은행, A은행 자금통할부)

- 채권수익률: 시중 중·장기 금리로 인정받고 있는 3년만기 은행보증회사채(한국은행)
- 대출금리: 은행계정 원화대출 금리(A은행 여신금리)
1989. 1 ~ 1991. 11까지는 프라임 레이트 + 스프레드
1991. 12 ~ 1995. 6까지는 담보대출 기준금리 + 스프레드
- 목표수익률 및 실현수익률(A은행, 종합기획부, 1994년, 1995년)

(3) 모델

- 목적함수:

$$\text{Minimize } \sum_{i=1}^N X_i^2 \cdot \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{i \neq j}^N X_i \cdot X_j \cdot \sigma_{ij}$$

- 제약조건:

$$\textcircled{1} \sum_{i=1}^N X_i = 1$$

$$\textcircled{2} \sum_{i=1}^N X_i \cdot R_i \geq R_p$$

$$\textcircled{3} X_i \geq 0$$

여기서 X_i 는 각자산의 투자비중으로 결정변수

σ 는 각 자산의 투자위험(수익률의 표준편차)

σ 는 각 자산간의 공분산

R_i 는 각 자산의 목표수익률

R_p 는 총운용자산의 목표수익률

$i = 1$ 은 주식, $i = 2$ 는 통안증권, $i = 3$ 은 채권, $i = 4$ 는 대출

<참고> 은행의 유가증권투자에 대한 규제는 은행법 제22조 및 제27조에 의해 요구불예금의 25%(단 통안증권 및 국채는 제외)로 제한됨

- 목적함수는 중·장기의 자산배분결정에 널리 이용되고 있는 평균-분산이론

(Mean Variance Theorem)에 입각한 2차방정식의 형태임. 따라서 모델의 解 (Solution)를 구하기 위해서 Quadratic Programming을 이용할 수 있음.

3. 분석과정

(1) 자산별 평균수익률 및 위험

- 자산별 평균수익률 및 위험은 1년 단위로 자산배분을 도출한다는 가정하에서는 연간단위의 평균수익률 및 위험을 이용하여야 하나 이용한 데이터의 시계열이 짧아 (89년부터 94년까지 5년의 표본수) 연간 데이터를 이용하는 데는 통계학적으로 무리가 있음.
- 통계적으로 유의적인 표본수를 확보하기 위해 분기별 평균수익률 및 위험을 구하고 이를 이용하여 1994년 및 1995년 하반기의 은행계정에 대한 적정자산배분을 도출하기로 함(분기별 통계치는 반기별 통계치와 일치함).
- 분기별 평균수익률은 채권, 통안증권, 대출, 주식의 순.
- 분기별 위험은 주식, 채권, 통안증권, 대출의 순.

<부표 3-6> 자산별 평균수익률 및 위험

기 간	주식수익률		통안증권수익률		채권수익률		대출수익률	
	평 균	위 험	평 균	위 험	평 균	위 험	평 균	위 험
89. 1 ~ 93. 12	0.13	4.04	15.30	1.92	15.86	2.25	12.71	0.82
89. 1 ~ 94. 12	0.41	3.74	14.74	2.18	15.37	2.35	12.79	0.78
89. 1 ~ 95. 6	0.17	3.69	14.70	2.10	15.33	2.26	12.80	0.75

주: 평균과 위험은 분기별 수익률의 평균과 표준편차(분기별 통계치는 반기별 통계치와 일치함)

(2) 자산간 공분산

- 공분산은 두 변수간의 관계를 나타내는 통계치로써 공분산이 플러스(+)이면 두 변수가 움직이는 방향이 같다는 것을 의미하고 마이너스(-)이면 움직이는 방향

이 반대임을 의미.

- 공분산의 절대치가 클수록 같은방향(또는 반대방향)으로 움직이는 정도가 강함을 의미하고 공분산이 영(零)이면 두변수간에는 어떠한 관계가 존재하지 않음을 의미.

- 자산간 공분산을 3개의 기간으로 나누어 구함.

① 1989. 1 ~ 1993. 12

구 분	주 식	통안증권	채 권	대 출
주 식	16.31			
통안증권	- 2.79	3.69		
채 권	- 3.24	4.14	5.07	
대 출	- 0.48	0.84	0.88	0.68

② 1989. 1 ~ 1994. 12

구 분	주 식	통안증권	채 권	대 출
주 식	14.02			
통안증권	- 3.11	4.75		
채 권	- 3.38	4.92	5.51	
대 출	- 0.27	0.52	0.57	0.61

③ 1989. 1 ~ 1995. 6

구 분	주 식	통안증권	채 권	대 출
주 식	13.62			
통안증권	- 2.73	4.41		
채 권	- 3.03	4.56	5.10	
대 출	- 0.30	0.47	0.52	0.57

- 공분산매트릭스에서 주식에 대한 통안증권, 채권, 대출의 공분산의 부호가 마이너스인 것은 주식의 수익률과 통안증권, 채권, 대출의 금리가 상호 대체적인 투자자산임을 입증함.

- 데이터 이용 기간이 길어질수록 공분산 값이 줄어들어 안정적임을 보여줌.

(3) 목표수익률

- 대출의 목표수익률은 은행이 정한 목표수익률에서 부도율을 차감하여 조정(마이너스)하여 실질목표수익률을 이용.
 - 94년 경우 $10.03\% - 0.17\%(\text{부도율}) = 9.86\%$
 - 95년 상반기 경우 $11.12\% - 0.21\%(\text{부도율}) = 10.91\%$
- 총자산운용에 대한 목표(기대)수익률과 주식의 목표(기대)수익률에 대해서는 한일은행의 자산운용 경험과 주식시장의 연간 수익률을 감안하여 각 4가지 경우와 5가지 경우로 구분하였음.
 - 총자산운용의 목표수익률을 11.0%, 12.0%, 13.0%, 14.0%의 4가지 경우(<부표 3-5> 참조: 1994년 목표치(Rp) 10.72%, 실적치 11.90%, 1995년 하반기 목표치(Rp) 12.03%, 상반기 실적치 10.86%).
 - 주식의 목표수익률을 15.0%, 17.5%, 20.0%, 22.5%, 25.0%의 5가지 경우(<부표 3-5> 참조: 1994년 목표치 14.48%, 실적치 27.51%, 1995년 상반기 실적치 7.29%, 하반기 목표치 19.79%).
- 따라서 주식시장에 대한 예측과 주식운용전략에 따라 주식의 목표수익률이 설정되고 은행계정 전체적인 자금운용계획에 따라 총운용자산 목표수익률이 결정되면 은행계정의 최적 자산배분비율을 구할 수 있음.

4. 최적자산배분의 도출

(1) 모델에 의한 자산배분과 실제 자산운용의 비교

- 모델에 의한 자산배분과 은행계정의 실제 자산운용 결과를 비교하면 <부표 3-7>과 같음

<부표 3-7> 최적자산배분과 실제자산운용의 비교

구 분	총운용자산 기대수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	자 산 배 분(%)			
			주 식	통안증권	채 권	대 출
1994년 모델	11.00	15.00	13.90	9.33	10.65	66.12
1994년 운용	10.72	14.48	6.92	8.56	8.73	75.80
1995년 하반기 모 델	12.00	20.00	14.19	9.82	11.23	64.76
1995년 상반기 운 용	12.03	19.79	8.25	10.15	6.98	74.61

주: 1994년과 1995년 상반기 운용은 실제로 운용된 자산배분을 의미

- 1994년 경우 실제의 주식투자비중은 모델치에 비해 절반수준이나 채권 및 통안증권의 실제투자비중은 모델치와 근접
- 1995년 하반기 경우 모델에 의한 자산배분은 주식 및 채권의 투자비중을 늘리고 대출의 투자비중을 줄일 것을 제안
- 그러나 1994년 경우 주식의 목표수익률이 14.48%였으나 실현수익률은 27.51%였는데 반해 1995년 하반기 주식의 목표수익률은 19.79%이나 1995년 상반기 실현수익률이 7.29%로 저조하였습.
- 따라서 주식시장에서 하반기의 주가수익률이 상반기의 주가수익률보다 높은 것이 일반적인 현상이라 하더라도 주식의 투자비중을 늘리는 것은 은행에서 정책적인 결정이 선행되어야 할 것으로 보임.

(2) 최적 자산배분의 요약

- 자산배분 결과는 <부표 3-8> ~ <부표 3-15>에 요약됨.

- 주식의 경우 기대수익률이 커지면 위험도 커져 주식투자 비중이 감소
- 주식의 경우 기대수익률이 커지면 총자산위험이 줄어드는 것은 위험이 커지는 주식의 비중이 줄어드는 대신 위험이 작은 대출의 비중이 커지기 때문
- 1994년보다 1995년 상반기의 주식의 기대수익률이 19.79%로 높음에도 불구하고

고 주식투자비중이 크게 늘어나지 않는 것은 주식의 위험이 크기 때문

- 통안증권과 채권의 평균수익률 경우 채권이 통안증권보다 높고 위험 경우 채권이 통안증권보다 크나 채권의 투자비중이 통안증권보다 다소 높은 것은 채권의 목표수익률이 통안증권의 목표수익률보다 다소 크기 때문(<부표 3-5>)
- 주식과 채권 그리고 주식과 통안증권의 공분산이 각각 마이너스(-)여서 주식의 비중이 줄어들면 채권 및 통안증권의 비중은 늘어나야 하나 채권과 통안증권의 비중도 함께 줄어드는 것은 채권과 통안증권의 위험이 주식의 위험보다 상대적으로 크게 작지 않기 때문
- 총자산운용 목표수익률(R_p)이 커질수록 주식의 비중이 높아지는 것은 주식의 기대수익률(즉 목표수익률)이 채권 및 통안증권의 기대수익률보다 크기 때문이며 따라서 총자산운용위험도 커짐
- 총자산운용 목표수익률(R_p)과 주식의 목표수익률이 커질수록 주식, 채권, 통안증권의 비중이 감소되는 폭이 증가됨(이는 최적 자산배분 포인트가 효율적 프론티어(Efficient Frontier)의 오른쪽 부분에 치우쳐 있기 때문)
- 대출의 경우 목표수익률은 전국 어음부도율로 조정된(즉 마이너스 한) 실질목표수익률을 이용하였는데 조정되지 않은 대출목표수익률을 이용한 경우 대출의 비중이 증가됨.

- 1994년

<부표 3-8> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1994년)
(총운용자산의 목표수익률이 11.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
11.0	15.0	13.90	9.33	10.65	66.12	0.85
11.0	17.5	12.14	8.79	9.82	69.25	0.69
11.0	20.0	10.78	8.03	9.17	72.02	0.55
11.0	22.5	9.36	7.25	8.34	75.05	0.49
11.0	25.0	7.47	6.87	7.75	77.91	0.44

<부표 3-9> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1994년)
(총운용자산의 목표수익률이 12.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
12.0	15.0	16.18	13.82	14.34	55.66	1.06
12.0	17.5	15.60	12.91	13.47	58.02	0.84
12.0	20.0	14.19	9.82	11.23	64.76	0.73
12.0	22.5	12.24	7.78	9.40	70.58	0.69
12.0	25.0	8.77	6.81	7.04	77.38	0.64

<부표 3-10> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1994년)
(총운용자산의 목표수익률이 13.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
13.0	15.0	18.54	15.73	16.42	49.31	2.34
13.0	17.5	17.31	14.44	15.13	53.12	1.78
13.0	20.0	13.53	11.03	13.34	61.00	1.26
13.0	22.5	11.24	9.56	11.54	67.12	1.00
13.0	25.0	8.77	7.27	8.33	75.25	0.85

<부표 3-11> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1994년)
(총운용자산의 목표수익률이 14.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
14.0	15.0	21.28	17.04	18.85	42.83	3.77
14.0	17.5	19.31	16.49	17.64	46.56	2.84
14.0	20.0	16.82	13.24	14.42	55.52	1.89
14.0	22.5	14.20	10.37	11.78	63.65	1.41
14.0	25.0	11.65	7.99	9.37	70.99	1.14

- 1995년 하반기

<부표 3-12> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1995년 하반기)
(총운용자산의 목표수익률이 11.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
11.0	15.0	16.89	12.47	13.35	57.29	0.59
11.0	17.5	14.45	11.23	12.04	62.28	0.54
11.0	20.0	12.67	10.14	10.53	66.66	0.51
11.0	22.5	10.34	8.52	9.64	71.50	0.47
11.0	25.0	8.51	6.23	7.36	77.90	0.43

<부표 3-12> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1995년 하반기)
(총운용자산의 목표수익률이 12.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
12.0	15.0	18.70	13.30	14.05	53.95	0.69
12.0	17.5	16.87	12.10	12.94	58.09	0.66
12.0	20.0	15.09	9.82	11.23	63.86	0.61
12.0	22.5	13.64	7.78	9.40	69.18	0.55
12.0	25.0	9.77	6.81	7.04	76.38	0.50

<부표 3-13> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1995년 하반기)
(총운용자산의 목표수익률이 13.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
13.0	15.0	20.10	17.70	18.85	44.35	1.11
13.0	17.5	18.35	16.30	17.22	48.13	0.94
13.0	20.0	15.93	14.83	15.11	54.13	0.80
13.0	22.5	13.22	11.76	12.27	62.75	0.69
13.0	25.0	9.71	9.42	10.21	70.66	0.62

<부표 3-15> 주식의 기대수익률 변화에 따른 최적자산배분(1995년 하반기)
 (총운용자산의 목표수익률이 14.0%인 경우)

총운용자산 목표수익률 (%)	주식의 기 대수익률 (%)	최적 자산배분 비율(%)				자산운용 총위험(%)
		주 식	통안증권	채 권	대 출	
14.0	15.0	23.76	19.54	20.41	36.29	1.95
14.0	17.5	21.45	17.62	18.24	42.69	1.27
14.0	20.0	18.94	15.09	16.07	49.90	0.95
14.0	22.5	16.42	12.53	13.24	57.81	0.78
14.0	25.0	13.20	9.02	10.48	67.30	0.66

<참 고 문 헌>

Brinson, G. P., L. R. Hood and L. G. Beebower, "The Determinants of Portfolio Performance," *Financial Analyst Journal*, Jan.-Feb., 1986.

Griffeth, Bill, *The Mutual Fund Masters*, Probus, Chicago, 1995.

Ibbotson, Roger, G., Rex A. Sinquefeld, " Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Simulation of the Future(1976-2000)", *Journal of Business*, Jul., 1976.

Leibowitz, Martin L., "Total Portfolio Duration: A New Perspective on Asset Allocation," *Financial Analyst Journal*, Sep./Oct., 1987.

Littauer, Stephen, *Grow Rich with Mutual Funds*, Deborn, 1994.

Wilkie, A. D., "A Stochastic Investment Model for Actuarial Use," *T. F. A.*, Vol. 39, 1986.

杉崎 博, 投資信託の組織みと改革, 東洋經濟新報社, 1996.

QUICK總合研究所(編), 機關投資家運用の新戰略, 日本經濟新聞社, 1995.

국민연금관리공단, 『국민연금연수교재』, 1995.

이정식, 고용보험 기금관리의 합리화 방안, 한국노동연구원, 1997.

차명준, A은행의 최적자산배분-은행계정을 중심으로-, 한일경제연구소, 1995, 10.

한국은행, 『금융상품정보』, 1996. 12월호.