

해외 주요 공적연금의 대체투자 현황 및 투자전술의 시사점

Alternative Investments and Investment Strategies of Public Pension Funds in Selected Countries

백해연 한국보건사회연구원 부연구위원
손지훈 한국보건사회연구원 연구원

1. 들어가며

최근 국민연금과 관련하여 재정지속가능성 문제에 대한 관심이 높아지고 있다. 제 3차 재정추계에 의하면 현재 약 470조원인 적립기금은 2043년 2,561조원(GDP 대비 44.7%)으로 최대 수준에 도달한 이후 점차적으로 줄어들면서 2060년에 고갈되는 양상을 보인다. 기금규모의 변화 양상을 보면 2015년에서 2040년까지는 기금의 적립기에 해당하는데 이 기간의 적절한 활용여부가 향후 기금 고갈속도 및 고갈전망시점의 변화에 상당한 영향력을 미치는 주요 요인으로 작용할 것이다. 이와 관련하여 기금운용의 다변화를 꾀함으로써 연금재정의 고갈 시점을 지연시키는 방안이 제기되고 있으며, 이 때 중요하게 고려되는 것이 해외투자과 대체투자 부문이다.

현행 국민연금 기금운용의 자산배분현황을 보

면 국내투자가 78.1%, 해외투자가 21.9%로 국내투자 비중이 해외투자에 비해 4배 정도 높게 나타난다. 대체투자부문의 비중은 전략적 자산비중인 14%¹⁾에 미달하는 9.9% 수준이며 대체투자부문 내에서 해외부문과 국내부문의 비중은 유사하게 나타나고 있다. 즉, 해외보다는 국내에, 대체투자보다는 전통자산군에 투자가 집중되어 있는 형태이다. 하지만 현재 국내금융시장²⁾을 보면, 상장주식의 시가총액이 1,514조원, 상장채권 잔액은 1,506조원으로 자본시장 총 규모는 약 3,020조원³⁾으로 제 3차 재정추계상의 기금규모 등락을 감당하기에는 국내금융시장의 규모가 상대적으로 협소한 편이다. 따라서 해외투자를 전략적으로 늘려야 하는 환경에 직면해 있고 전통자산군 보다는 대체자산군 투자의 확대가 요구되고 있는 상황이다.

해외 주요 공적 연금인 CPPIB와 CalPERS의 자산배분은 <표 1>에서와 같이 국민연금의

1) 국민연금기금운용위원회의 2013년에 도출한 중기(2014년~2018년) 자산배분안에 의하면, 목표수익률(GDP+CPH+조정치)은 6.1%이며 목표수익률 달성을 위한 최적 포트폴리오에서 대체투자의 비중을 14%로 설정함.

2) 국민연금기금의 99%를 국내금융시장부문에 투자하고 있음.

3) 보건복지포럼(2015.5), "해외 주요 공적연금의 자산배분 및 운용전술 비교" 인용

표 1. 국민연금과 해외공적연기금의 자산배분 현황

	국민연금 ¹⁾ (‘14.1~’14.12)		CPPIB ²⁾ (’13.3~’14.3)		CalPERS ³⁾ (’13.6~’14.6)	
	투자금액 (단위: 조 원)	비중 (%)	투자금액 (단위: \$ billions)	비중 (%)	투자금액 (단위: \$ billions)	비중 (%)
주식	140.5	30.0*	65.5	29.9	159.8	50.93
채권	278.7	59.4	73.5	33.6	77.3	24.63
대체투자	46.7	9.9	80.1	36.5	65.6	20.92
단기자금	3.4	0.7	-	-	11.0	3.52
계	469.3	100.0	219.1	100.0	313.7	100.0

* 국민연금의 국내주식 투자금액은 83.9조원(17.9%)이며, 해외주식 투자금액은 56.7조원(12.1%)임.

자료: 1) 기금운용위원회 내부자료(2015) 2) CPPIB(2014), 2014 Annual Report

3) CalPERS(2014), CalPERS Comprehensive Annual Financial Report

자산배분과 비교해보았을 때 상대적으로 대체자산 부문 투자비중이 높다. CPPIB의 경우 국민연금의 대체자산 투자비중에 비해 약 4배 정도이며, CalPERS는 약 3배 이상을 차지한다. 대체투자영역이 발달해 있다는 것은 한편으로는 대체자산과 관련한 투자전술 측면에서의 발달을 의미하기도 한다. 따라서 본고에서는 국민연금이 향후 해외 및 대체투자영역을 확대시켜나간다고 보았을 때, 해외 주요 공적연금의 해외 및 대체투자의 비중 및 운용전술의 시사점을 토대로 바람직한 방향성을 제시해보고자 한다.

2. 해외주요 공적연금의 대체투자 현황 및 투자전술

1) 해외투자 자산배분안에 따른 국민연금 해외투자액 규모 전망

현행 국민연금기금의 자산배분현황을 보면 국

내채권 투자비중이 55%, 해외부문 투자비중은 해외주식 12.1%, 해외채권 4.4%, 해외대체자산 5.2%로 총 21.7%이다. 국민연금 제 3차 재정추계에 의하면 기금의 규모가 2030년 1,732조원까지 증대될 것으로 예상된다. 만약 현행 자산 배분안과 같이 국내채권의 투자 비중을 현 수준으로 유지한다면 해외투자규모는 <표 2>에 나타난 것처럼 현재(2015년) 규모 대비 2020년에 1.64배 수준 증가하여 184조원(\$1,680억), 2030년에 3.36배까지 확대되어 해외투자금액이 약 376조원(\$ 3,430억)에 도달할 것으로 전망된다.

한편, 투자환경이 변화함에 따라 현행 국내채권의 투자 비중을 점진적으로 축소하고, 대신에 해외 투자 비중을 확대시킨다면 해외투자액의 규모는 <표 3>과 같이 증가할 것으로 예상된다. <표 3>은 국내채권의 비중을 5년 후 10%p, 10년 후 20%p 축소하고, 축소된 비중만큼 해외투자 확대에 전환하는 시나리오를 설정하여 그에 따른 해외 투자액 규모의 변화를 살펴본 결과이다. 2020년

의 해외투자비중이 31.7%가 되면 기금의 규모는 268조원(\$2,450억)에 달하고, 2030년 해외투자비중이 41.7%로 늘어나게 되면 그 때의 해외투자기금의 규모는 722조원(\$ 6,590억)으로 2015년 해외투자금액 대비 6.4배 수준까지 증가하게 될 것이다.

<표 2>와 <표 3>의 결과를 종합적으로 비교·분석하면 <표 4>로 요약할 수 있다. 현행 투자안을 그대로 유지한다면 해외투자액은 2020년 기준 184조원, 2030년 기준 376조원으로 예상되

나, 국내채권 비중을 감소시키고 대신 그 비중만큼 해외 투자를 늘린다면 해외투자 규모가 현행 대비 2020년에 1.46배, 2030년에 1.92배 더 증가할 것으로 예상된다. 이러한 결과로 미루어 볼 때, 향후 해외투자부문에 대한 비중의 증가와 투자 규모의 확대는 매우 중요하며 상당부분 대체투자로의 확대가 요구될 것으로 예상된다.

또 다른 투자배분안으로 2030년까지 국내채권 비중을 20%p 줄이고, 해외투자 비중을 20%p 늘리면서 해외대체투자의 비중은 현재와 같은 23%

표 2. 현행 국내채권투자비중(55%)·해외투자비중(21.7%)유지 시 해외투자액 규모

(단위: 조 원)

	국민연금 3차 재정추계에 의한 기금규모	국내채권부문 투자금액 (55%)	해외부문 ¹⁾ 투자금액 (21.7%)	기타부문 ²⁾ 투자금액 (23.3%)	해외부문 ³⁾ 투자금액 증가배율
2015년	514	283	112(\$1,020억 ⁴⁾)	119	1.00
2020년	847	466	184(\$1,680억)	197	1.64
2025년	1,261	694	274(\$2,500억)	293	2.45
2030년	1,732	953	376(\$3,430억)	403	3.36

주: 1) 해외부문(21.7%)=해외주식(12.1%)+해외채권(4.4%)+해외대체(5.2%)

2) 기타부문(23.3%)은 국내채권과 해외투자부문을 제외한 '국내주식, 국내대체, 단기자금'을 합한 비중을 의미.

3) 2015년 대비 투자금액 증가배율을 의미함.

4) 2015.2.9. 매매기준환율 적용(USD1=KRW 1,095.3)

표 3. 국내채권투자비중의 감소·해외투자비중의 증가 시, 해외투자액 규모

(단위: 조 원)

년도	2015년(현행과 동일)		2020년		2025년		2030년	
구분	시나리오1		시나리오2		시나리오3		시나리오4	
자산 비중	국내채권 [55%]	해외투자 [21.7%]	국내채권 [45%]	해외투자 [31.7%]	국내채권 [35%]	해외투자 [41.7%]	국내채권 [35%]	해외투자 [41.7%]
투자액	283	112 (\$1,020억)	381	268 (\$2,450억)	441	526 (\$4,800억)	606	722 (\$6,590억)

주: 1) 국민연금 3차 재정추계에 의한 기금규모를 시나리오 별로 자산비중에 따라 적용하여 계산함.

2) 2015.2.9. 매매기준환율 적용(USD 1=KRW 1,095.3)

표 4. 자산별 투자비중변화에 따른 해외부문 투자금액의 증가배율

(단위: 조 원)

	(a)현행 투자비중 유지 시 해외투자액규모	(b)투자비중 변화에 따른 해외투자액규모	해외부문 ¹⁾ 투자금액 증가배율
2015년	112(\$1,020억) ²⁾	112(\$1,020억)	1.00
2020년	184(\$1,680억)	268(\$2,450억)	1.46
2025년	274(\$2,500억)	526(\$4,800억)	1.92
2030년	376(\$3,430억)	722(\$6,590억)	1.92

주: 1) 해당연도별(a)의 금액 대비(b)의 금액에 대한 배율을 계산

2) 2015.2.9. 매매기준환율 적용(USD 1=KRW 1,095.3)

로 그대로 유지한다면, 해외대체투자의 비중은 전체자산의 9.6%가 되고 그때의 수준은 \$ 1,500억에 이른다. 이러한 배분안은 지금의 CPPIB, CalPERS의 해외대체투자금액보다 훨씬 크므로 이에 대한 대비가 필요하다. 다시 말해서, 해외투자를 증가시키기 위해서는 목표수익률 설정과 세부 전술 내용에 대한 전략을 세워야 하기 때문에 이에 대한 전문 인력 확보 및 전담 조직체계의 구성도 사전적으로 이루어져야만 한다. 나아가 해외자산비중의 급격한 증가에 따른 조직체계의 새로운 목표설정 또한 설정될 필요가 있다.

2) 해외 주요 공적연금의 대체투자의 현황

캐나다 공적연금투자위원회인 CPPIB는 대체투자부문이 전체 투자규모의 36.5%로 미국 캘리포니아주의 공무원연금인 CalPERS와 국민연금에 비해 규모가 크고 가장 잘 발달되어 있다. CPPIB의 자금운용조직은 투자기법에 따라 조직이 세분화되어 있고 투자 전문 금융조직의 형태를 띠는데, 이러한 강점을 활용하여 체계적인 지원시스템을

구축하고 우수한 인력을 보유하고 있다. 그렇기 때문에 대체투자부문 내에서도 세부 영역에 맞는 운용전술을 보다 적극적으로 발휘할 수 있고 전문가에 의한 효율적 관리가 가능하다. 한편, CalPERS는 자산군별 조직형태이면서 공공기관 내 조직의 일부인 Investment office에서 자금운용을 담당하는 공공기관형 조직이다. 조직의 형태상 한계로 인해 대체자산과 같은 위험자산 투자의 경우 주로 외부위탁에 의한 운용이 이루어지는 편인데 이는 높은 수수료의 발생을 초래하기도 한다.

국민연금은 장차 국내채권 비중을 줄이고 해외 대체비중이 증가함에 따라 내부역량강화를 통해 대체투자에서 발생하게 될 높은 수수료를 절감할 수 있는 조직체계 수립에 대한 필요성이 점점 더 요구되고 있다. 대체부문 확대를 위해서는 수익 대비 비용(내부인건비 + 위탁수수료)/수익)을 포함한 종합적 고려가 이루어져야 하는데, 공적연금 기금의 위험자산 투자 규모와 외부 위탁 비용을 비교한 내용이 <표 5>에 보다 상세히 나타나 있다. 대체투자 비중이 36.5%로 가장 높은 CPPIB는 다른 공적연기금에 비해 수수료는 낮고 수익률은 높

게 나타난다. CPPIB 전체 대체투자의 경우 ‘위탁 관리비용/투자수입’이 0.024로 CalPERS의 1/6, 국민연금의 1/5 수준이면서 수익률은 CalPERS의 1.6배, 국민연금의 3.1배이다. 또한 CPPIB의 대체투자 세부 항목인 사모(Private Equities), 실물 자산(Real Assets)에서도 일관되게 낮은 비용과 높은 수익의 운용결과를 보여주고 있다. CalPERS와 국민연금기금이 모두 공공기관 형태로 유사한 투자운용조직임을 고려하면, 국민연금이 실물자산

(Real Assets) 투자를 통해 CalPERS와 같은 수익률을 낸다고 가정할 경우, 현재보다 적어도 1.8배 높은 수익률을 달성하기 위해서는 2배 이상의 높은 위탁수수료를 지급해야한다는 것을 시사한다. 따라서 국민연금은 해외대체투자 중심의 기금운용조직의 역량을 강화하고, 운용조직이 추구하는 자산운용의 전문별 역량 강화를 위한 방향을 설정해야 할 것이다⁴⁾.

표 5. 공적연금 기금의 위험자산 투자 규모와 외부 위탁 비용 비교(2013년)

		CPPIB (단위: \$ billions)	CalPERS (단위: \$ billions)	국민연금 (단위: 십억 원)
사모 (Private Equities)	투자금(비중)	41.30(18.85%)	31.51(10.05%)	5,079(1.2%)
	투자수입 ¹⁾	11.19	5.3	476
	수익률	34.87%	20.00%	11.24%
	외부위탁 관리비용	0.291	0.44	63
	외부위탁비용/투자수입	0.026	0.083	0.130
실물자산 (Real Assets)	투자금(비중)	38.80(17.71%)	27.3(8.7%)	14,703(3.5%)
	투자수입	5.85	3.2	942
	수익률	17.52%	13.40%	7.53%
	외부위탁 관리비용	0.116	0.797	105
	외부위탁비용/투자수입	0.020	0.250	0.110
총계 (Total)	투자금(비중)	80.10(36.56%)	58.81(18.75%)	19,782(4.7%)
	투자수입	17.04	8.5	1,418
	가중평균수익률 ²⁾	26.47%	16.94%	8.48%
	외부위탁 관리비용	0.407	1.24	168
	외부위탁비용/투자수입	0.024	0.146	0.120

주: 1) 투자수입은 외부위탁관리비용이 차감된 순수익금으로 계산된 금액임.

2) 가중평균 수익률은 사모(Private Equities)와 실물자산(Real Assets)의 합을 100%로 보고 계산한 금액임.

자료: 1) 기금운용위원회 내부자료(2013), 2) CPPIB(2014), 2014 Annual Report

3) CalPERS(2014), Comprehensive Annual Financial Report

4) 보건복지포럼(2015.4.)의 “해외 주요 공적연기금의 운용조직 및 직급체계 비교”와 보건복지포럼(2015.5.)의 “해외 주요 공적연금의 자산배분 및 운용전술 비교” 부분을 참고하여 인용.

3) 최근 해외 연구결과에 의한 대체투자전술 관련 시사점

기금적립기의 풍부한 유동성의 이점을 극대화하기 위한 수단으로 해외 대체투자의 중요성이 점점 부각되고 있다. Andonov(2014)⁵⁾의 CEM⁶⁾ 데이터를 이용하여 분석한 최근 자료에 의하면 여러 모로 대체투자의 이점을 살펴볼 수 있다. CEM 데이터는 미국, 캐나다, 유럽, 호주, 뉴질랜드 5개국의 연기금을 대상으로 1990년~2009년까지 대체자산에 대한 총 884개 펀드를 조사한 데이터이다.

이번 절에서는 이 데이터를 이용한 결과를 바탕으로 각국의 투자전술에 대한 시사점을 살펴보기로 한다.

(1) 자산별 투자비용에서의 규모의 경제(economies of scale)

CEM 데이터에 근거하여 자산군별 투자비용에서의 규모의 경제(economies of scale)에 대한 분석결과를 <표 6>에서 확인할 수 있다. 종속변수는 투자수수료 비용(단위: basis point)으로 설정하

표 6. 자산별 투자비용에서의 규모의 경제(economies of scale)

	Total costs(1)	Total costs(2)	Total costs(3)	주식(4)	채권(5)	대체자산(6)
자산규모 (Logsize)	-2.430	-4.411**	-4.816**	-4.053**	-5.119**	-111.023**
	[3.343]	[2.113]	[2.196]	[1.609]	[2.189]	[45.989]
적극적운용 (%Act)	29.086***	17.348***	18.130***	26.717***	8.223***	
	[5.965]	[3.528]	[3.594]	[2.052]	[2.433]	
외부위탁운용 (%Ext)	13.967*	11.291**	9.823**	15.219***	14.669***	120.638**
	[8.410]	[4.845]	[4.402]	[5.206]	[3.380]	[51.442]
재간접투자 (%FoF)						478.236***
						[148.948]
대체자산 (%Alternatives)		123.615***	118.675***			
		[9.579]	[10.341]			
채권 (%Fixed income)			-14.845**			
			[5.762]			

주: *, **, *** 은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

자료: Aleksandar Andonov(2014), Pension Fund Asset Allocation and Performance

5) Aleksandar Andonov(2014), *Pension Fund Asset Allocation and Performance*

6) CEM Benchmarking Inc.(Toronto-based global benchmarking firm)

였다. 분석결과에 의하면, 주식(equity), 채권(fixed income), 대체자산(alternatives)에 더 많은 자산을 투자한 연기금의 경우 모든 자산계층에서 적은 수수료 비용이 드는 것으로 나타났다. 규모의 경제는 특히 대체자산의 경우 강하게 나타나고 있는데, 로그자산(log of assets)이 한 단위 증가하면 투자비용이 111 베이스스 포인트만큼 낮아져 다른 자산군에 비해 가장 큰 폭으로 낮아지고 있으며 이는 5% 수준에서 유의한 결과이다. 반면, 대체자산의 경우 대체적으로 재간접펀드(fund-of-funds)⁷⁾에 대하여 자산을 배분할 경우 높은 비용이 수반되는 것으로 나타난다.

즉, 재간접펀드에 대한 자산 배분이 10%p 증가하면 대체자산의 투자수수료 비용이 48 베이스스 포인트(0.1×478.236) 증가하는 것으로 나타나는데, 이는 1% 수준에서 유의한 결과이다. 모형분석에 의한 결과를 정리해보면, 대체자산에 대한 투자의 규모가 크면 클수록 수수료를 낮출 수 있음을 의미한다. 또한 이러한 회귀분석 결과를 통해 대체자산에 투자할 경우 규모의 경제 효과로 인해 투자비용이 더욱 절감되는 효과를 기대할 수 있다는 점을 시사하고 있다.

(2) 대체자산의 투자운용방식별 수익률 비교

대체자산부문의 투자에 따른 수익률은 투자운용방식에 따라 다르게 나타난다. 실물자산, 사모투자자와 같은 대체자산은 외부위탁이나 재간접펀드(Fund of Funds) 방식보다는 내부운용방식의 수익률이 더 높게 나타나는데 이에 대한 분석 결

과는 <표 7>을 통해 알 수 있다. <표 7>은 대체투자자산을 '실물자산(Real assets), 사모(Private equity), 헤지펀드 등(Hedge fund and TAA)'의 세 가지 그룹으로 분류하여 각 그룹별로 외부위탁 비중, 재간접펀드 비중, 내부투자 비중, 투자규모에 따른 수익률을 분석한 결과를 보여주고 있으며, 특징적인 부분을 요약하면 아래와 같다.

- ① 실물자산((3)Real assets)): 외부위탁과 재간접펀드(Fund of Funds)에 의한 투자방식이 내부적으로 투자자금을 운용했을 때에 비해 벤치마크 수익률 부분에서 연간 1.58%p, 2.19%p 낮은 성과를 보이고 있으며 5% 수준에서 유의하다.
- ② 사모((6)Private equity)): 외부위탁과 재간접펀드(Fund of Funds) 방식을 통해 기관 투자하였을 때 투자의 성과 측면에서 내부인력에 의한 투자운용방식보다 각각 5.55%p, 7.30%p만큼 낮은 수익률을 나타냈으며, 이는 각각 10%, 5% 수준에서 유의한 값이다.
- ③ 헤지펀드 등(HF&TAA((8),(11))): 재간접펀드 대비 외부위탁에 의한 투자 시 3.2%p 더 높은 수익률을 나타냈고, 내부운용방식에 의한 투자 역시 더 높은 성과를 나타냈으나 적은 관측치의 수로 인해 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 결론적으로 실물자산과 사모투자의 경우 외부위탁이나 재간접펀드(Fund of Funds)보다는 내부운용방식을 통해 수익률 제고가 가능하다는 것을 알 수 있다.

7) 재간접펀드(Fund of Funds)란, 주식과 채권 등에 직접 투자하지 않고 이미 존재하는 펀드에 재투자해 위험을 분산하는 펀드 상품을 의미함. 펀드 오브 펀드(Fund of Funds)라고 지칭되기도 하며 법률상으로는 '재간접투자기구'라고 함.

(3) 기관 규모별 주식과 대체자산의 투자수익률 비교

대체자산부문에 투자할 때, 성과를 결정짓는 매우 중요한 요소의 하나로 투자자의 규모를 꼽을 수 있다. <표 8>은 기관 규모별 주식과 대체자산의 투자수익률 비교에 대한 연구결과로, 대체자산에 투자하는 대신 주식(Public equity)에 보수적으로 투자를 하는 경우에 대한 비교·분석결과를 제시하고 있다. 또한 기관투자자들을 크게 소형, 중형, 대형과 같이 세 개의 부류로 나누고, 주식에 대한 투자비중과 동일한 자산을 3종류의 대체자산인 실물자산(Real Assets), 사모(Private Equity), 헤지펀드 등(Hedge fund and TAA)에 투자함으로써 이 때 수익률 변화에 대한 비교·분석 결과를 보여주고 있다.

그 결과 중형기관의 경우 3.73%p, 대형기관의

경우 3.8%p 만큼 수익률이 제고되었으며 이는 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 값이다. 다만 소형기관의 경우 사모를 포함한 다른 대체자산 투자에서 주식에의 보수적 운용방식보다 높은 수익률을 얻지 못하는 것으로 나타났다. 소형기관투자자의 경우, 대체자산에 투자하는 대신 주식에 투자할 경우 최소 2%p 정도 높은 연간 수익률을 달성할 수 있었다. 따라서 시나리오 분석에 따르면 대체자산에 투자할 때 투자자의 규모가 성과에 영향을 미치는 중요한 요소임을 제시해주고 있다. 또한 대형투자기관의 경우 주식에 투자하는 보수적인 운용방식보다 사모(Private Equity)와 같은 대체 자산에 투자하여 내부적으로 운용할 경우 수익률을 제고할 수 있다는 점을 시사하고 있다. 이러한 분석결과를 토대로 주식에 투자하는 것보다 사모에 투자하는 것이 수익률을 제고시킬 수 있는 방법의 일환이며 내부역량을 강화하여 사모와 같은 대체자산의 투

표 7. 대체자산의 투자운용방식별 수익률 비교(패널회귀: 벤치마크 수익률)

	(1) 실물 자산 Real assets	(2) 실물 자산 Real assets	(3) 실물 자산 Real assets	(4) 사모 Private equity	(5) 사모 Private equity	(6) 사모 Private equity	(7) 헤지 펀드 HF &TAA	(8) 헤지 펀드 HF &TAA	(9) 헤지 펀드 HF &TAA	(10) 헤지 펀드 HF &TAA	(11) 헤지 펀드 HF &TAA
외부 위탁운용 [%External]	-2.189*** [0.693]		-1.582** [0.774]	-7.087** [3.249]		-5.548* [3.223]	0.081 [2.865]	3.419** [1.451]		0.468 [2.839]	3.198** [1.505]
재간접투자 [%FoF]	-3.321*** [0.989]		-2.190** [1.111]	-10.201*** [3.286]		-7.302** [3.179]	-3.339 [3.742]			-2.730 [3.796]	
내부운용 [%Internal]								3.339 [3.742]			2.730 [3.796]
투자규모 [LogAssets]		0.548*** [0.150]	0.469*** [0.164]		1.341*** [0.359]	1.181*** [0.362]			0.451* [0.247]	0.334 [0.257]	0.334 [0.257]

주: *, **, *** 은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

자료: Aleksandar Andonov(2014), Pension Fund Asset Allocation and Performance

**표 8. 시나리오: 대체자산에 투자하는 대신 주식(Public equity)에
보수적으로 투자를 하는 경우**

	소형기관 (Small)	중형기관 (Medium)	대형기관 (Large)	모든 투자자 (All investors)
패널 A : 실물자산(Real assets)				
자산규모(\$ million)	31	176	2,417	
$NR_{Alter} - BMR_{Equity}$	-3.044***	-2.316***	-2.028***	-2.464***
패널 B : 사모(Private equity)				
자산규모(\$ million)	24	164	2,201	
$NR_{Alter} - BMR_{Equity}$	-2.786***	3.733**	3.797***	1.588**
패널 C : 헤지펀드 등(Hedge funds and TAA)				
자산규모(\$ million)	63	273	2,031	
$NR_{Alter} - BMR_{Equity}$	-2.321***	-1.897***	-0.983	-1.726***

주: 1) *, **, *** 은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미.

2) $NR_{Alter} - BMR_{Equity}$ 은 대체자산 투자의 순 수익률과 주식의 잠재적 투자 수익률(potential passive return)의 차이를 의미함.

자료: Aleksandar Andonov(2014), Pension Fund Asset Allocation and Performance

자 비중을 늘리는 것이 수익률 제고를 위한 방안이
될 수 있음을 유추해볼 수 있다.

3. 나가며

지금까지 국민연금기금의 운용과 관련하여 해
외투자와 대체투자 비중 및 규모의 증가를 예측하
고 해외 대체투자의 분석 연구결과를 토대로 시사
점을 도출해 보았다. 기금의 해외부문 투자의 규
모는 20년 이내에 현재 수준보다 최소 1.6배에서
최대 6.4배 정도 증가할 것으로 예상되며 해외투
자 증가의 대부분이 대체투자의 확대에 이어질 가
능성이 높다. 이는 적립기의 풍부한 유동성의 이점
을 극대화하는데 있어 대체투자가 중요하게 작용

하기 때문이다.

본문에 언급된 CPPIB와 CalPERS 조직의 형태
비교, 수익 대비 비용에 대한 분석 결과는 국민연
금이 해외대체투자부문의 증가에 대비하여 필요
한 점들을 제시해 주고 있다. 위험자산의 비중 조
정과 자산군별 필요한 투자전술의 활용의 중요성
을 비롯하여 거대한 기금 규모를 운용할 수 있는
전문 인력의 보강과 별도의 조직체계 구상 등이 바
로 그것이다.

또한 최근 주요 선진국 884개의 펀드로부터 도
출된 CEM 데이터를 이용한 분석결과에 의하면 대
체자산 투자부문에 대한 이점을 비롯한 유용한 정
보를 알 수 있는데, 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫
째, 대체자산은 투자의 규모를 크게 할수록 수수료
를 절감하는 효과를 기대할 수 있다. 둘째, 대형투

자기관리 경우 주식에 대한 패시브 투자에 비해 동일한 자산을 실물자산, 사모, 헤지펀드 등과 같은 대체자산에 투자할 경우 더 높은 수익률을 제고할 수 있다. 셋째, 대체자산 투자의 경우 외부위탁이나 재간접펀드(Fund of Funds) 방식 보다는 내부 역량 강화를 통해 내부적으로 운용해야만 더 높은 수익률을 제고할 수 있다.

이처럼 비교적 대체투자 비중이 높은 해외 연기금 사례 분석이 주는 시사점을 우리나라의 기금운용 환경을 고려하여 적용 가능한 부분을 차용한다

면 해외 및 대체투자 영역 확대 시 발생할 수 있는 부작용을 최소화하고 이점을 극대화하는 데 많은 도움이 될 것이라 생각한다. 또한 현재 국민연금 기금의 운용상황에서는 주로 국내 전통자산군(주식, 채권)에 초점을 두어 조직 및 전술이 발달되어 있지만, 향후 해외투자 및 대체투자 영역의 발달을 염두에 둔다면 이러한 이행상황 등을 고려한 방향 설정과 시스템의 정비 또한 반드시 함께 고려해야 할 것이다. ■