
國民年金基金 運用評價

- 株式·債券部門을 中心으로 -

元鍾旭* · 文承柱**

본 연구는 향후 2~3년 이내에 100조원에 이르는 국민연금기금이 국내·국제적인 금융시장 환경이 변화하고 있는 상황에서 기금의 운용목적인 수익성, 안정성, 공공성 원칙 중 수익성 원칙에 입각하여 적절하고, 전문성 있게 운용되었는가를 채권부문과 주식부문으로 나누어 평가해 보았다.

채권부문의 경우 채권별 대표수익률의 변동에 따라 채권가격의 차이를 이용한 차익거래전략의 가능성을 찾아내어, 국민연금관리공단의 채권운용의 기본전략인 매입후 보유전략의 변화가 있어야 하는 것으로 나타났으며, 주식부문의 경우 기존에 보고되었던 보고서에서 사용되었던 Benchmark와는 다른 Benchmark를 구성하여 평가한 결과 Benchmark 대비 주식운용수익이 기존의 성과측정 결과보다 더 낮은 값을 보였다. 기금운용본부가 운영되기 시작한 2000년과 운영되기 이전인 1999년에 거래빈도수가 많았던 주식을 대상으로 모의투자전략을 실행하여 본 결과 주식운용수익이 모의투자전략에 비하여 낮은 성과를 보였다.

2000년부터 기금운용본부가 운영되기 시작하였으나 운용이전과 운용이후의 투자성과에 있어서의 차이가 없어 기금운용본부의 운용에 있어서의 효율성과 합리성이 요구된다.

주요용어: 국민연금, 성과평가, 주식, 채권

筆者: * - 本院 副研究委員, ** - 研究員

▶ 원고를 검독하여 주신 崔秉浩 研究委員 · 辛泳錫 副研究委員께 감사드립니다.

I. 序 論

국민연금기금의 설치목적은 국민연금사업에 필요한 재원을 원활히 확보하고, 국민연금법에 의한 급여를 충당하기 위함이다. 국민연금기금은 국민연금사업과 급여에 충당할 책임준비금으로 기금조성은 가입자와 사용자가 납부한 연금보험료와 그 운용수익금에 의해 주로 조성되고, 적립된 기금은 가입자가 소득능력을 상실하였을 때 급여재원으로 활용된다.

그러나 개인별 기여도에 따라 급여수준이 철저히 연계되어 있는 민간보험과 달리 국민연금의 구조는 수평적으로는 소득계층간, 수직적으로는 세대간 부담을 상이하게 하여 소득재분배를 피하고 있다.

국민연금은 제도시행 초기에는 부분적립방식을 취하고 있으므로 막대한 규모의 준비금이 앞으로 상당기간 누적 적립될 것으로 예상된다. 따라서 적립금의 운용성과에 따라서는 장래 세대의 보험료부담의 증가를 억제하고 급격한 고령화에 따른 세대간 부담의 불공평을 시정하는 데 커다란 역할을 할 것이다. 특히 연금적립금 운용은 그 성과에 따라 장래 보험료부담에 영향을 주기 때문에 보험료 납부자의 이익을 위해 효율적으로 운용되어야 한다.

이를 위해서 국민연금법에서는 기금의 관리·운용에 관한 사항을 구체적으로 명문화하여 사전적으로 규제하는 ‘엄격한 규제방식’을 채택하여 투자대상 상품을 법에 열거하고 있으나 2000년 법개정으로 투자대상이 2000년 12월 투자대상 확대를 위한 법조문 정비(법 제83조 2항)를 통하여 코스닥, 해외증권투자, 유가증권 대차거래, 유가증권 지수 선물·옵션 등으로 확대되었고 증권거래법상의 규제상품과 연계하여 규정함으로써 열거주의의 경직성을 완화하였으며 그 수익이 자산종류별 시장 수익률을 상회하는 성과를 올리도록 신의에 좇아 성실하게 관리·운용

하도록 하고 있다.

연금기금은 향후 안정적 연금지급을 위한 책임준비금이므로 장기적인 재정안정이 필요하고, 기금의 설치목적인 국민의 노후소득보장과 복지증진에 부합되도록 운용되어야 한다. 따라서 일반적으로 연금기금의 운용에서 고려되어야 할 기본원칙으로 수익성, 안정성, 공공성을 들고 있다.

연금기금은 그 규모가 방대하여 국가경제 전반에 미치는 영향력이 지대하므로 그 운용방법의 여하에 따라 자칫 경제질서의 혼란을 초래할 수 있어 그 운용에 일정한 제약이 따를 수밖에 없고, 향후 급여지급 충당을 위한 책임준비금으로서의 기능이 원활히 유지되기 위해서는 수익성과 안정성의 확보가 절실히 요구되는 양면성을 띄고 있다. 이와 같은 양면성은 결국 분야별 투자자금의 적절한 배분과 기금의 신중한 관리·운용을 요구하게 되며, 이와 같은 양면성을 적절히 조율하기 위한 제도적 장치로서 연금기금의 관리·운용에 있어 중요한 사항을 심의·의결하는 기구인 국민연금관리기금운용위원회를 보건복지부에 두고 있다.

특히 국민연금에 관한 학식과 경험이 풍부한 관계전문가를 위원으로 위촉하게 함으로써 기금의 운용에 있어서 전문성을 확보할 수 있는 계기를 만들었다. 한편 전국민연금이 실시된 이후 연금기금의 관리·운용에 대한 국민의 관심이 고조되면서 기금을 관리·운용함에 있어서 민주성과 투명성이 요구되어 국민연금기금운용위원회 위원에 가입자 대표를 대거 참여시켜 과반수를 확보하게 하였고, 기금운용결과의 국회 제출 및 공시 의무화를 명문화하게 되었다.

또한 기금운용의 전문성 강화를 위하여 종전의 기금운용실을 기금운용본부로 확대·개편하고 기금운용본부장과 기금운용인력은 외부의 전문인력을 계약직으로 공개 모집하였다.

본 보고서는 국내·국제적인 금융시장 환경이 변화하고 있는 상황에서 기금의 운용목적 중 수익성 원칙에 입각하여 국민연금기금이 적절하게, 전문성 있게 운용되었는가를 몇 가지 척도로 평가해 보았다.

II. 研究方法

본 연구에서는 1999년과 2000년 국민연금관리공단의 금융부문 성과평가 보고서인 『국민연금기금운용 성과평가 최종보고서』(1999)와 『국민연금 2000년 운용성과 평가』의 결과를 바탕으로 주식과 채권부문의 성과를 재고찰 해보도록 하겠다.

1. 債券部門 成果評價 方法論

채권부문 성과평가는 1999년과 2000년의 대표수익률의 추이를 살펴본다. 채권의 매매거래를 행하였을 경우 차익의 발생여부를 살펴보도록 하겠다. 분석대상채권은 1999년과 2000년에서 각각 5개씩 선정하였다. 선정채권들은 각각의 기간동안 계속 보유한 채권들이며 시가평가를 위한 만기수익률의 정확한 산정을 위하여 증권업협회에서 발표하는 기준수익률의 대상이 되는 채권들로 제한하였다.

이는 첫째, 우리 나라 채권시장이 채권의 발행규모에 비하여 상대적으로 열악한 채권유통시장구조를 가지고 있기 때문에 활발한 거래가 이루어지지 못하는 채권의 경우 채권시장가격의 산정이 정확하게 이루어지지 못하는 문제가 발생할 수 있으며, 둘째, 채권의 시장가격산정(시가평가)시에 중요한 요소인 만기수익률의 결정과정이 채권신용등급과 채권의 특성에 따라서 적용할 기준수익률을 결정한 후 여러 가지 모형들을 이용하여 채권별로 가감할 수익률을 결정하는 단계를 거치는데 기준수익률 결정에 기준이 되는 채권들은 기준수익률이 곧 만기수익률이 되므로 채권분석가의 주관이나 만기수익률 결정모형에 따라 조금씩 차이를 보이는 가감수익률을 결정하는 과정이 생략되어 기준수익률을 만기수익률로 사용할 수 있어 보다 정확한 채권의 시장가격을 결정할 수 있다. <表 1>과 <表 2>는 선정된 채권을 보여주고 있다.

國民年金基金 運用評價

〈表 1〉 1999年 選定債券

(단위: %, 원)

계정명	종목명	발행일	만기일	표면금리	액면가액
국 채	국고채권98-1	98-01-23	01-01-23	17.5	5,000,000,000
금융채	산금34할310갑	97-10-26	00-10-26	9.35	6,000,000,000
금융채	중금16할아3	97-08-28	00-08-28	9.29	5,000,000,000
특수채	한국전력402	98-09-25	01-09-25	11.95	50,000,000,000
회사채	동양시멘트155보	97-12-08	00-12-08	15	10,000,000,000

〈表 2〉 2000年 選定債券

(단위: %, 원)

계정명	종목명	발행일자	만기일자	표면이율	액면가액
국 채	국고채권99-17	99-11-17	02-11-17	8.37	15,000,000,000
금융채	산금9910이3A	99-10-26	02-10-26	8.24	10,000,000,000
특수채	한국도로공사192	99-11-24	02-11-24	9.95	10,000,000,000
특수채	한국전력378	98-04-16	01-04-16	17.3	20,000,000,000
회사채	포항종합제철 제254회무	98-09-30	01-09-30	11	2,000,000,000

국민연금관리공단의 기금운용규정 중 「채권부문운용규정」을 살펴보면 국민연금의 채권에 대한 투자는 채권의 신용등급이 A 이상의 등급에만 투자가 가능하며, BBB등급 이하의 채권에의 투자에는 제약을 가하고 있다. 이는 채권부문에 대한 투자가 수익성보다는 안정성에 우선순위를 두고 있음을 보여준다.

또한 구입한 국채에 대해서는 만기보유를 원칙으로 하고 있으며 다른 채권에 대해서도 주로 만기보유를 함으로써 시장상황의 변동에 따른 채권가격의 변동에 대한 재정차익(arbitrage profit)을 얻기보다는 만기 보유에 따른 이자수익을 주된 수익으로 하고 있다. 이러한 투자행태는 IMF이후 채권의 신용등급 평가가 합리적이고 공정하게 이루어짐에 따라 신용등급의 신뢰도가 높아진 상황 하에서 안정된 수익을 올릴 수 있

는 전략임에는 틀림없다.

하지만 국민연금 기금운용의 초기에 있어 안정성에 견주어 수익성 또한 주요한 운용목적이라 볼 때, 채권투자의 수익으로 채권을 보유함으로써 발생하는 이자수익만을 올리는 전략은 소극적인 목표달성방안일 수밖에 없다. 보다 적극적인 투자전략으로 생각될 수 있는 것은 투자채권의 시장가격 변동에 따라 채권을 매매함으로써 차익을 얻을 수 있는 차익거래 전략을 들 수 있다.

차익거래전략은 동일한 채권에 대하여 채권의 시장이자율의 변동에 따라 채권가격의 변화를 이용하여 채권을 매매함으로써 추가적인 수익을 올리는 전략이다. 즉, 차익거래전략은 채권보유전략과 같이 채권의 만기일에 채권을 보유하고 있는 것은 동일하지만 만기일 이전에 채권의 매매로 추가적인 수익을 올릴 수 있다는 점에서 적극적인 투자전략이라 할 수 있다.

이에 본 연구에서는 대부분 만기까지 투자되고 있는 국민연금채권부문에 대하여 만기이전에 매매를 실행하였을 경우의 수익을 살펴봄으로써 채권부문의 차익거래에 따른 수익창출의 가능성을 살펴보도록 하겠다.

2. 株式部門 成果評價 方法論

주식부문에 있어 적절한 성과평가라 함은 성과측정에 있어 성과를 나타내는 수익률을 측정함에 있어 합리적인 방법을 이용해야 할 것이며, 성과를 비교해 볼 수 있는 비교수익률(Benchmark)의 선정이 타당해야 함을 이른다. 수익률측정의 방법에는 여러 가지가 있으나 각각의 방법별로 장·단점이 있기 때문에 효과적인 수익률 측정방법을 개발하지 않는 경우에는 현재 일반적으로 사용하는 방법이 적절한 방법론이 될 수 있다. 이에 본 연구에서도 기존의 기금운용 성과평가에서 사용되었던 수익률 측정방법을 사용하도록 하겠다.

Benchmark의 선정은 성과평가의 대상에 따라서 대상과 가장 유사한

특성을 가지는 것을 선택하는 것이 타당할 것이다. 타당한 벤치마크의 선정은 다음의 두 가지 측면에서 중요성을 가진다. 첫째, 벤치마크는 기금의 운용성과 직접 비교되어 기금의 벤치마크 대비 운용성과의 크기를 결정한다. 둘째, 벤치마크는 기금운용자에게 자신이 운용한 Portfolio와는 다른 투자수단을 제공하는 역할을 한다. 이러한 Benchmark의 중요성과 기금의 운용행태를 고려할 때 기금운용평가에 있어서의 벤치마크 선정은 신중해야 할 것이다.

하지만, 현실적으로 국민연금과 같은 공적기금의 성과를 평가하는 벤치마크는 개발되어있지 않은 실정이다. 이러한 벤치마크가 없기 때문에 기존의 보고서들에서도 일반적인 시장의 성과를 나타내고 있는 KOSPI나 KOSPI200을 이용하여 기금운용성과를 평가하는 것이 현 실정이다.

1999년도와 2000년도의 연금기금운용평가에 있어서도 이러한 벤치마크를 사용하여 평가하고 있다. 하지만, 국민연금기금운용의 투자행태를 살펴볼 때 KOSPI나 KOSPI200을 사용하여 상대적인 성과를 측정하는 것은 Benchmark선정에의 적절성에 의문을 던져 성과평가의 결과에 있어 신빙성을 떨어뜨린다.

즉, 국민연금관리공단의 주식부문의 투자의 경우, 기금으로 투자되는 주식종목의 선정에 제약이 있는 상황에서 일반적인 시장지수와의 비교는 적절치 않다.

이에 본 연구에서는 KOSPI, KOSPI200과는 다른 벤치마크를 선정, 기존의 연구보고서들이 사용하였던 수익률측정방법론을 이용하여 1999년과 2000년의 기금운용평가를 시행하도록 하겠다.¹⁾

1) 본 연구가 어떠한 벤치마크를 개발해 내는 것이 목적은 아님. 다만 기존의 연구 보고서들에서 사용되었던 Benchmark들과 비교하여 다른 Benchmark를 사용하였을 경우에 어떠한 결과가 나타나는가를 살펴보기 위함임.

1) 벤치마크의 構成

국민연금의 기금의 특성상 어떠한 투자에서도 최소한 원금만은 보장이 되는 절대적인 안정성과 미래 연금수급자들에게 지급될 연금이 실질가치를 보장하고 있다는 측면, 그리고 연금수급자의 증가추세를 고려할 때 경제성장률과 물가상승률 이상의 수익을 거두어야 하는 수익성을 이루어야 한다. 이에 기금운용의 성과를 평가함에 있어서도 이러한 안정성과 수익성을 고려한 적절한 벤치마크를 선정하여 평가함이 합리적일 것이다.

벤치마크의 안정성과 수익성을 추구하기 위해서는 벤치마크 구성 주식들의 안정성과 수익성을 추구하면 된다. 주식의 안정성과 수익성을 나타내는 변수로는 시장가치와 당기순이익을 들 수 있다. 시장가치란 기업의 총발행 주식수와 주가의 곱으로 계산되는 값으로 기업의 규모를 나타내는 자본금의 시장가치라 볼 수 있다. 자본규모는 기업의 규모를 나타내며 기업의 규모는 기업의 안정성을 나타내는 대용변수라 할 수 있다. 또한 현재의 주가는 기업의 미래가치가 함축되어있는 지표이므로, 시장가치는 안정성 및 기업의 미래수익성까지 나타내주는 적절한 변수라 할 수 있다. 당기순이익은 당해연도 기업의 수익성을 직접적으로 나타내는 변수로 수익성을 측정할 수 있는 대표적인 변수라 할 수 있다. 이에 본 연구에서는 시장가치와 당기순이익을 벤치마크 선정변수로 사용하였다.

2) 벤치마크 選定 基準

본 연구에서는 다음과 같이 벤치마크를 선정하였다.

- ① 평가기간 직전 연도말 시장가치기준 100대 기업을 선정
(시장가치=발행주식수×연말주가)
- ② 평가기간 직전 연도말 당기순이익 100대 기업을 선정

- ③ 두 그룹에 모두 포함되는 회사를 벤치마크로 선정
- ④ 단, 평가기간 중 위에 포함된 회사가 6개월 미만으로 거래된 경우에는 벤치마크에서 제외

이와 같은 기준으로 선정된 벤치마크기업은 1999년 55개사²⁾ 2000년도에는 65개사로 <表 3>, <表 4>와 같다.

<表 3> 1999年 Benchmark 選定企業

Code	기업명	Code	기업명	Code	기업명
10130	고려아연	6400	삼성전관	11260	한국종합금융
10110	고려화학	9150	삼성전기	240	한국타이어제조
23130	국민은행	5930	삼성전자	18880	한라공조
5440	금강개발산업	10140	삼성중공업	16830	한미은행
25860	남해화학	12450	삼성항공산업	4150	한솔제지
4370	농심	810	삼성화재해상보험	3480	한진중공업
8060	대덕전자	17390	서울도시가스	720	현대건설
210	대림산업	29530	신도리코	12630	현대산업개발
1680	대상	1720	신영증권	11200	현대상선
3810	대우	15580	신한은행	11170	호남석유화학
200	대우중공업	10950	쌍용정유	29890	LG반도체
26870	대한도시가스	1040	제일제당	6260	LG전선
3490	대한항공	3240	태광산업	2610	LG전자
15940	데이콤	9410	태영	11650	LG정보통신
1230	동국제강	2790	태평양	3550	LG화학
3470	동양증권	5490	포항종합제철	3600	SK
2740	동양화학공업	7360	하나은행	17670	SK텔레콤
18360	메디슨	30200	한국전기통신공사		
830	삼성물산	15760	한국전력공사		

2) 한국통신의 경우 선정조건에 만족하나 기업특성적인 문제로 인하여 성과평가와 벤치마크에서 모두 제외하였음.

〈表 4〉 2000年 Benchmark 選定企業

Code	기업명	Code	기업명	Code	기업명
10130	고려아연	810	삼성화재	16830	한미은행
10110	고려화학	6400	삼성SDI	3480	한진중공업
23130	국민은행	29530	신도리코	700	한진해운
2380	금강	15580	신한은행	880	한화
5440	금강개발산업	10950	쌍용정유	9830	한화석유화학
270	기아자동차	1830	아남반도체	12630	현대산업개발
25860	남해화학	4020	인천제철	11200	현대상선
4370	농심	1300	제일모직	5380	현대자동차
5270	대구은행	1040	제일제당	660	현대전자산업
210	대림산업	3240	태광산업	9540	현대중공업
1680	대상	9410	태영	3450	현대증권
3540	대신증권	5490	포항종합제철	11170	호남석유화학
6800	대우증권	7360	하나은행	4800	효성
3490	대한항공	36460	한국가스공사	6360	LG건설
1230	동국제강	33780	한국담배인삼공사	6260	LG전선
5890	동원증권	9720	한국전기초자	2610	LG전자
150	두산	30200	한국전기통신공사	11650	LG정보통신
18360	메디슨	15760	한국전력공사	5940	LG투자증권
14900	삼보컴퓨터	30210	한국종합기술금융	3550	LG화학
830	삼성물산	27460	한국주택은행	3600	SK
5930	삼성전자	240	한국타이어	1740	SK상사
16360	삼성증권	18880	한라공조	17670	SK텔레콤

3) 벤치마크 收益率의 計算

수익률 계산은 기존의 성과평가에서 사용되었던 방법인 일별(월별)시간가중수익률을 사용하였다. 시간가중수익률은 신규 현금흐름이 발생한 시점을 기준으로 투자기간을 구분한 후 해당 기간별 투자수익률을 계산하고 이를 종합하여 평가기간 투자수익률을 산정하는 방법으로 투자수익률이 평가기간 중 발생한 현금흐름의 절대금액 크기에 영향을 받지 않는 방법이다.

$$\text{시간가중수익률} = (1 + \text{일별수익률}_1)(1 + \text{일별수익률}_2) \cdots \cdots (1 + \text{일별수익률}_n) - 1$$

4) 多去來頻度企業分析

2000년 국민연금기금운용평가에서 고려해야 될 사항은 1999년과는 다른 시스템 하에서 기금의 운용이 이루어졌다는 점이다. 즉, 2000년은 기금운용위원회가 기금운용에 있어 운용계획과 운용과정에 있어서 관리를 했다는 점에서 성과측면에 있어 보다 나은 성과의 창출이 기대된다고 할 수 있다.

분석대상 회사선정의 기준지표로 2000년의 거래횟수를 사용하였다. 거래횟수는 기금운용본부의 성과에 대한 간접적인 지표로 나타날 수 있을 것이다. 매년 기금운용본부에서 주식부문의 투자비율이 결정되고 투자비율을 결정할 때 영향을 미치는 중요변수인 수익률은 장기적인 관점에서보다는 직전연도의 수익률을 고려하고 있는 현실에서 목표수익률 달성을 위한 펀드관리자의 활동이 간접적으로 나타나는 지표로 거래횟수가 될 수 있다. 거래횟수가 많다는 것은 시장의 변동에 대하여 또는 투자전략적, 운용효율적인 측면에서 펀드관리자가 자신의 판단으로 운용성과에 영향을 미치는 투자행위를 많이 하였다는 것으로 이러한 행위들이 성과에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여 살펴볼 필요가 있다.

거래횟수를 변수로 선정된 10개의 기업들이 주식에 투자된 자금에서 차지하는 비중 또한 36.7%로 많은 비중을 차지하고 있다는 점에서 거래횟수는 분석회사 선정의 지표로 다시 고려될 수 있을 것이다. 거래횟수로 선정된 회사는 <表 5>와 같다.

선정된 회사의 평균거래횟수는 39.9회이며, 총 거래액은 8465억원으로 주식부문기금 총 거래액의 55.7%를 차지하고 있다. 한국통신(7.2%)을 고려한다면 선정된 회사와 한국통신이 주식부문기금거래액의 62.9%로

연간 거래액의 대부분을 차지하고 있다.

검증방법으로는 기금운용본부에 의하여 관리되었던 2000년의 개별주식에 대한 투자성과와 다음의 네 가지 형태와 같이 무작위로 투자한 경우(Random하게 투자한 것으로 가정함)의 성과를 비교해 봄으로써 간접적으로 투자관리의 효율성을 비교해 보았다.

비교투자전략은 다음과 같은 네 가지 방법을 선정하였다.

- ① **Type1:** 직전연도 마지막 거래일에 매수한 후 연중 보유한 경우
- ② **Type2:** 월말에 매도한 후 다음 달 4일에 매수한 경우
(4일이 거래일이 아닌 경우 4일 이후 도래하는 가장 빠른 거래일)
- ③ **Type3:** 홀수 달 초에 매수한 후에 짝수 달 초에 매도하는 경우
- ④ **Type4:** 첫 주초에 매입 후 격주로 매도와 매수를 반복하는 경우

〈表 5〉 分析對象選定企業¹⁾

(단위: %, 회, 억원)

회사명	연말장부가 대비율	거래횟수	매수금액	매도금액	총거래액
삼성전자	8.97	102	2,039(19.2)	909(19.9)	2,948
LG전자	1.42	59	559(5.2)	406(8.8)	965
한국전력	5.03	43	681(6.4)	107(2.3)	788
LG정보 ²⁾	6.41	37	481(4.5)	756(16.5)	1,237
포항제철	6.17	37	725(6.8)	104(2.3)	829
현대전자	0.26	32	252(2.4)	282(6.1)	534
SK	1.23	26	333(3.1)	34(0.7)	367
SK텔레콤	4.79	23	333(3.1)	20(0.4)	353
LG화학	1.01	20	263(2.5)	-	263
신한은행	1.42	20	146(1.4)	35(0.76)	181
합 계	36.71	399	5,812(54.7)	2,653(58.0)	8,465(55.7)
기금전체		959	10,617	4,574	15,191

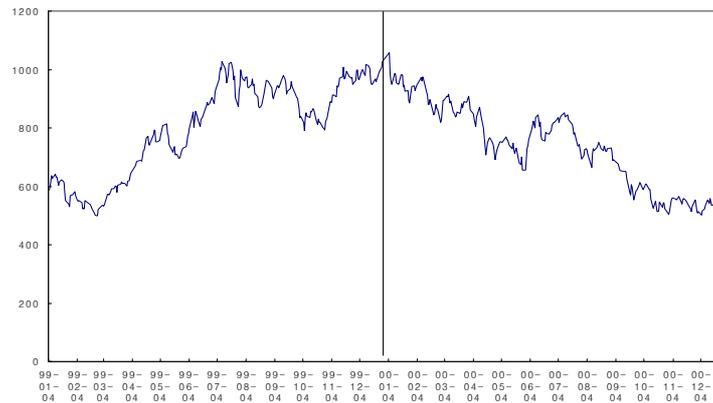
註: 1) 『국민연금 2000년 운용성과평가』에서 자료 인용

2) LG정보통신의 경우 8월 26일 기준임.

5) 多頻度去來企業의 1999, 2000年 成果比較³⁾

기금운용본부가 가동된 이후인 2000년의 성과와 1999년의 성과를 비교해 봄으로써 기금운용본부 활동의 효율성을 간접적으로 알아보도록 하겠다. [그림 1]에서 보는 바와 같이 1999년과 2000년의 시장상황은 정반대의 상황을 보이고 있다. 1999년은 시장이 활황장세로 등락을 반복하면서 연초부터 지속적으로 지수가 상승하여 시장의 수익률이 82.9%의 큰 폭의 상승을 보였으나 2000년에는 침체장세로 지속적인 지수의 하락으로 -50.9%로 큰 폭의 하락을 보였다. 1999년과 2000년의 주가지수의 추이가 [그림 1]에 나타나 있다.

[그림 1] 1999~2000年 KOSPI 推移



이러한 시장상황을 고려하지 않는 성과측정은 적절한 성과측정의 방법이 아닐 것이다. 이에 본 연구에서는 시장상황을 통제하고 수익률을 측정해 보도록 하겠다. 시장상황을 통제하고 수익률을 측정하는 방법은 초과수익률을 이용하는 것이다. 초과수익률(Abnormal Return)은 기업별

3) 한국전력의 경우 국민연금관리공단의 자료부족으로 인하여 정확한 1999년의 수익률을 측정할 수 없었음.

수익률에서 벤치마크로 사용되었던 시장수익률 또는 Benchmark Index 수익률을 차감하여 측정한다.4)

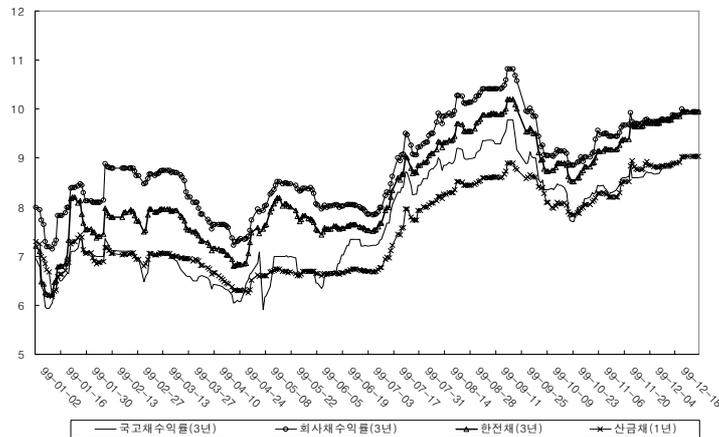
Ⅲ. 評價結果

1. 債券部門

1) 1999年 分析結果

1999년의 채권시장은 [그림 2]에 나타나는 것처럼 대표수익률의 변화가 많이 나타났다. 연초대비 연말의 수익률은 전반적으로 상승하였으나 상승하는 과정에 있어서 각각의 대표수익률들의 변화의 폭은 크게 나타났다.

[그림 2] 1999年 代表收益率 推移



4) 수익률은 모두 일별시간가중수익률임.

수익률의 변동이 많은 경우 가격차이로부터 수익을 얻을 수 있는 기회는 많아지게 되며, 이는 적극적인 매매로 수익을 올릴 수 있는 기회 또한 증가함을 의미하는 것이다. 하지만 1999년 채권의 매도성과를 살펴보면 매도횟수가 135회였으며 매도에 따른 채권매매수익은 -114억5을 올려 584회의 매수횟수와 연말의 보유채권의 수가 809개인 것을 고려할 때 적극적인 투자를 통한 수익창출이라는 측면에서 낮은 매도횟수와 저조한 매매성과를 보이고 있다. 이는 이자율변동에 따른 적절한 투자전략을 실행하지 못하였음을 보여주는 것이다.

1999년에 선정된 5개 채권에 대해 모의 차익거래를 행하였을 경우 그 결과를 살펴보면 다음과 같다.

① 국채(국고채권98-1)

국채의 경우 만기수익률(YTM: Yield to Maturity)이 비교적 낮았던 6월 7일 채권을 매도하여 수익률이 높았던 7월 23일에 같은 종류, 같은 액면금액 채권을 매수하는 투자를 시행하여 보았다. 그 결과 채권을 매도한 이후 매수할 때까지의 이자수익(기회이자비용) 손실보다 높은 가격에 채권을 매도, 낮은 가격에 채권을 매수함으로써 얻을 수 있었던 매매수익이 더 높게 나타나 차익거래에 따른 수익을 얻을 수 있었다.

〈表 6〉 1999年 選定 國債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매 도		매 수	
매 도 일	99-06-07	매 도 일	99-07-23
만기수익률	6.73	만기수익률	8.12
시 장 가 격	5,930,264,350	시 장 가 격	5,656,103,360
기회이자비용		매매수익	순손익
110,273,973		274,160,990	163,887,017

5) 1999년의 매도에 따른 수익의 경우 보유채권의 부실화로 인한 상환손실이 매매이익보다 크게 발생하여 매매이익이 손실을 기록하였으나 순수한 채권 매도로 인한 손익은 63억의 이익을 달성하였음.

② 금융채(산금 34할 310잡, 중금 16할 아3)

금융채인 중소기업금융채와 산업금융채의 경우 대표수익률의 추이를 살펴보았을 때, YTM이 낮아 채권가격이 높았던 7월 1일에 채권을 매도하고 똑같은 만기에 똑같은 액면가액의 채권을 만기수익률이 높아 채권가격이 낮았던 7월 23일에 매수하면 채권미보유기간의 이자수익(기회이자비용)을 상회하는 매매수익이 발생하여 순이익을 달성하였다.

<表 7> 1999年 選定 金融債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
중소기업금융채			
매도일	99-07-01	매도일	99-07-23
만기수익률	6.98	만기수익률	8.16
시장가격	4,622,439,280	시장가격	4,585,744,160
기회이자비용	매매수익		순손익
27,997,260	36,695,120		8,697,860
산업금융채			
매도일	99-07-01	매도일	99-07-23
만기수익률	7.06	만기수익률	8.24
시장가격	5,480,521,206	시장가격	5,426,730,414
기회이자비용	매매수익		순손익
33,813,699	53,790,792		19,977,093

③ 특수채(한국전력402)

특수채의 경우 특수채의 대표수익률인 한전채의 수익률변동이 커 차익전략을 행할 수 있는 기회가 많았다. 한국전력채권의 경우 만기수익률이 6.3%로 낮아 채권가격이 높았던 1월 9일에 채권을 매도한 후 만기수익률 8.11%로 높아 채권가격이 낮았던 1월 22일에 동일채권을 매입한 경우 채권의 미보유에 따른 액면이자손실보다 매매수익이 더 크게 발생하여 순이익을 달성하였다.

④ 회사채(동양시멘트155보)

회사채 대표수익률인 3년만기 회사채수익률은 전반적으로 상승하였으나 수익률변동의 진폭이 커 차익거래전략을 행할 수 있는 기회가 있었다. 동양시멘트채권의 경우 만기수익률이 7.95%로 낮아 채권가격이 높았던 7월 7일에 채권을 매도하여 만기수익률이 10.03%로 높아 채권가격이 낮은 9월 18일에 동일채권을 매수하면 채권 미보유에 따른 이자손실보다 더 높은 매매수익을 나타내어 높은 순이익을 달성할 수 있었다.

〈表 8〉 1999年 選定 特殊債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
매도일	99-01-09	매도일	99-01-22
만기수익률	6.3	만기수익률	8.11
시장가격	57,232,392,700	시장가격	55,029,466,600
기회이자비용		매매수익	순손익
212,808,219		2,202,926,100	1,990,117,881

〈表 9〉 1999年 選定 會社債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
매도일	99-07-07	매도일	99-09-18
만기수익률	7.95	만기수익률	10.03
시장가격	11,074,922,310	시장가격	10,606,120,970
기회이자비용		매매수익	순손익
267,123,288		468,801,340	201,678,052

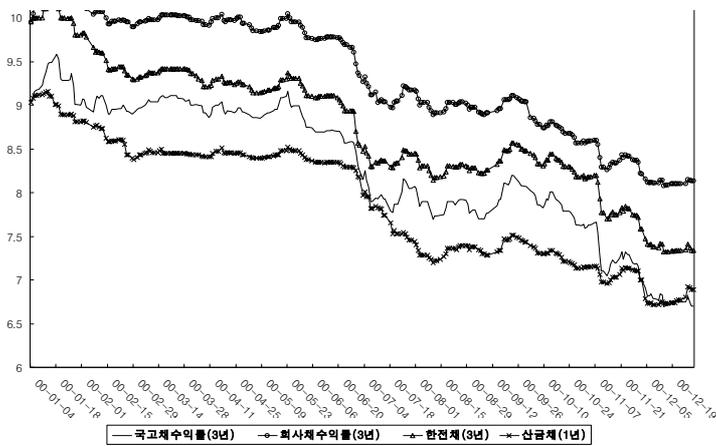
2) 2000年 分析結果

2000년은 [그림 3]에 나타나는 바와 같이 대표수익률들이 연초에 비하

여 연말에 낮은 수익률을 보였다. 또한 대표수익률이 연초에 상승한 것을 제외하고 전반적으로 하향하고 있어 차익거래전략을 통한 매매수익의 실현보다는 수익률의 하향추세가 멈추는 시점까지 채권을 보유한 후에 매매수익을 달성하는 것이 보다 나은 전략으로 생각될 수 있다.

하지만 연금관리공단의 채권매도자료를 살펴보면 2000년 총 545회의 매도횟수 중 288회, 매도채권의 장부가액으로는 총 6조 3800억원의 장부가액 중 3조 590억원을 상반기에 매도함으로써 이자율 하락에 따른 채권가격상승으로 인한 매매이익을 실현하는 데 적절하지 못한 투자였다고 볼 수 있다.

[그림 3] 2000년 대표收益率 推移



① 국채(국고채권99-17)

국채 대표수익률의 추이를 살펴보면 심한 기복보다는 전반적으로 수익률이 하향하고 있어 차익거래 전략을 실행하기에는 적합하지 않았다. 대표수익률의 추이를 살펴 차익거래전략을 행한 경우 YTM이 7.53%로

낮아 채권가격이 비교적 높았던 9월7일 채권을 매도한 후 YTM이 7.76%로 높아 채권가격이 비교적 낮은 9월 22일 매수하는 전략을 실행한 결과 매매로부터 얻은 수익보다 채권 미보유로 인한 이자손실이 더 크게 나타나 순손실을 달성하였다.

〈表 10〉 2000年 選定 國債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
매도일	00-09-07	매도일	00-09-22
만기수익률	7.53	만기수익률	7.76
시장가격	15,322,301,085	시장가격	15,301,649,100
기회이자비용	매매수익	순손익	
52,900,280	20,651,985	- 32,248,296	

② 금융채(산금9910이3A)

금융채의 경우 대표수익률이 전반적으로 하향추세에 있어 수익률 변화를 이용한 차익거래 전략을 행하는 데 적합하지 못한 추세를 보이고 있다. 수익률이 비교적 낮아 채권가격이 높았던 11월 13일에 채권을 매도한 후 수익률이 상승한 11월 24일에 같은 채권을 매수하는 경우에 채권미보유에 따른 이자수익의 손실이 매매수익보다 크게 나타나 순손실이 발생하였다.

③ 특수채(한국도로공사192, 한국전력378)

특수채는 다른 채권에 비하여 대표수익률의 추세에 변동이 있어 차익거래를 행할 기회가 있었다. YTM이 비교적 낮아 채권가격이 높았던 9월 7일 채권을 매도한 후 만기수익률이 비교적 높아 채권가격이 낮았던 9월 22일에 채권을 매수한 경우 채권미보유로 인한 이자수익의 손실보다 높은 매매차익을 보여 순이익을 달성하였다.

〈表 11〉 2000年 選定 金融債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
매도일	00-11-13	매도일	00-11-24
만기수익률	7.40	만기수익률	7.51
시장가격	10,191,491,250	시장가격	10,194,027,570
기회이자비용	매매수익	순손익	
24,832,877	19,696,980	-5,135,897	

〈表 12〉 2000年 選定 特殊債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
한국전력채			
매도일	00-09-07	매도일	00-09-22
만기수익률	7.3	만기수익률	7.44
시장가격	21,670,272,200	시장가격	21,616,338,660
기회이자비용	매매수익	순손익	
47,397,260	53,933,540	6,536,280	
한국도로공사채			
매도일	00-09-07	매도일	00-09-22
만기수익률	8.06	만기수익률	8.34
시장가격	10,416,993,020	시장가격	10,394,428,000
기회이자비용	매매수익	순손익	
13,630,137	22,565,020	8,934,883	

④ 회사채(포항종합제철제254회무)

회사채의 경우 회사채 대표수익률인 3년만기 회사채수익률의 변동이 다른 대표수익률에 비하여 크지 않아 차익거래를 행할 기회를 찾아내는 것이 어려워 차익거래전략을 행하는 것이 적합하지 않았다. 비교적

YTM이 낮아 채권가격이 높았던 7월 19일에 채권을 매도한 후 YTM이 높아 채권가격이 낮았던 7월 25일에 동종의 채권을 매수하는 경우 기회이자비용이 매매수익을 초과하여 순손실이 나타났다.

〈表 13〉 2000年 選定 會社債 模擬 差益投資結果

(단위: %, 원)

매도		매수	
매도일	00-07-19	매도일	00-07-25
만기수익률	8.2	만기수익률	8.33
시장가격	2,074,495,456	시장가격	2,074,190,536
기회이자비용		매매수익	순손익
3,616,438		304,920	-3,311,518

2. 株式部門

1999년과 2000년의 주식운용 성과를 살펴보면 다음과 같다.

1999년도의 주식운용 연간 수익률을 살펴보면 KOSPI 대비 수익률은 +3.86%의 초과수익률을 보이고 있으나 Benchmark Index 대비의 수익률은 -5.54%의 (-)성과를 보이고 있다(表 14 참조).

2000년의 성과를 살펴보면 한국통신을 포함시킨 경우와 그렇지 않은 경우 벤치마크수익률 대비 기금수익률의 성과가 다르게 나타나고 있다. 한국통신을 제외한 경우에는 기금수익률이 벤치마크수익률보다 +2.08%나 높은 성과를 보이고 있으나 한국통신을 포함한 경우에는 -6.82%의 성과를 보여 상반되는 결과를 보이고 있다. 이는 한국통신에의 투자비중이 상대적으로 높고 한국통신주가 연초대비 연말에 -60%정도의 수익을 달성한데서 기인한다(表 15 참조).

2000년 주식부문 분기별 운용수익률을 살펴보면 기금수익률과 KOSPI 수익률의 경우 수익률의 변동폭이 크게 나타나고 있으나 Benchmark Index 수익률의 경우 상대적으로 수익률의 변동폭이 작게 나타나고 있다

(表 16 참조).

〈表 14〉 1999년¹⁾ 株式運用 年間 收益率²⁾

(단위: %)

	기금수익률	KOSPI	Benchmark Index
연간수익률	68.60	64.74	74.14
대 비		+3.86	-5.54

註: 1) 한국통신은 성과측정과 벤치마크 선정에 있어서 모두 제외하였음.

2) 1999년의 성과평가는 월별수익률을 대상으로 시간가중수익률을 구하였음.

〈表 15〉 2000년 株式運用 年間 收益率

(단위: %)

	기금수익률	KOSPI	Benchmark Index
한국통신 포함			
연간수익률	-53.35	-50.9	-46.53
대 비		-2.45	-6.82
한국통신 제외			
연간수익률	-44.2	-50.9	-46.28
대 비		+6.7	+2.08

〈表 16〉 2000년 株式運用 分期別 收益率

(단위: %)

구분	기금수익률	KOSPI	Benchmark Index	KOSPI대비	Bench 대비
1/4분기	-28.3	-16.3	-17.1	-12.1	-11.2
2/4분기	-2.9	-4.6	-10.8	1.7	7.9
3/4분기	-25.4	-25.3	-8.9	-0.1	-16.4
4/4분기	-10.2	-17.7	-9.6	7.5	-0.6
합 계	-53.3	-50.9	-46.53	-2.45	-6.82

1999년과 2000년의 성과측정결과를 살펴보면 기존의 성과평가보고서

에서 사용한 벤치마크와는 다른 본 연구의 벤치마크의 경우 국민연금 주식부문의 성과가 1999년과 2000년에서 각각 -5.54%, -6.82%를 나타내어 벤치마크대비 (-)성과를 나타내고 있다.

1) 多去來頻度企業分析 結果

분석대상기업으로 선정된 기업들의 공단에서의 투자성과와 비교투자 전략의 성과를 비교해 보면 다음과 같다.

① 삼성전자

삼성전자는 거래빈도수가 가장 많은 종목으로 총거래의 20% 이상을 차지하고 있는 종목이다. 기금수익은 Type1의 경우와는 같은 값을 나타내고 있고 Type2의 경우보다는 19% 나은 성과를, Type2와 Type3보다는 -36%, -76%의 (-)성과를 보이고 있다.

〈表 17〉 三星電子 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.406	-0.406	-0.600	-0.044	0.354
차이		0.000	0.194	-0.362	-0.760
거래횟수	102	1	24	12	51

② LG전자

LG전자는 Type1의 경우보다 6%정도 높은 수익을 보이고 있으며 비교대상전략 중 비교적 보유기간이 길었던 전략인 Type1, Type2에서는 각각 6.5%, 13.2%의 성과를 보이고 있다. 하지만 보유기간이 상대적으로 짧았던 전략들인 Type3, Type4에서는 현저히 낮은 성과인 -30.7%, -41.9%의 (-)성과를 보이고 있어 시장의 불황이 계속되는 상태에서 투자주식에 대한 적절한 현금화 전략이 미흡했던 것으로 보인다.

〈表 18〉 LG電子 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.680	-0.746	-0.813	-0.374	-0.262
차이		0.065	0.132	-0.307	-0.419
거래횟수	59	1	24	12	51

③ 한국전력

한국전력은 기금운용수익이 Type2의 경우에 비교해서만 5.1%의 높은 성과를 보이고 있다. 하지만 Type1, Type3, Type4의 경우에는 각각 -0.7%, -12.6%, -31.6%의 (-)성적을 보이고 있다.

〈表 19〉 韓國電力 比較投資戰略 對比 成果

	기금성과	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.336	-0.330	-0.387	-0.210	-0.020
차이		-0.007	0.051	-0.126	-0.316
거래횟수	43	1	24	12	51

④ LG 정보통신

LG정보의 경우 8월말에 합병된 기업으로 합병전까지의 상황에 대한 수익률을 비교해 보았다. 기금운용수익은 합병전까지 보유하는 경우인 Type1과 Type2의 수익에 비해서는 4.1%, 13.9% 높은 수익을 보이고 있으나 Type3과 Type4에 대하여는 각각 -22.4%와 -41.9%의 (-)성적을 보이고 있다.

⑤ 포항제철

포항제철은 기금운용수익이 모든 전략의 성과보다 낮게 나타나고 있다. 각각의 전략들에 비하여 -5.1%, -0.3%, -38.7%, -45.9%의 성과를 보이고

있다. 포항제철은 거래횟수가 37번으로 펀드관리자에 의한 투자성과측면에서 관리가 행하여 졌음에도 불구하고 어떠한 대체투자전략보다 낮은 성과를 보이고 있어 투자에 있어 적절치 못하였음을 보여준다(表 21 참조).

〈表 20〉 LG情報通信 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.639	-0.681	-0.778	-0.415	-0.220
차이		0.041	0.139	-0.224	-0.419
거래횟수	37	1	16	8	34

〈表 21〉 浦港製鐵 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.382	-0.331	-0.379	0.005	0.077
차이		-0.051	-0.003	-0.387	-0.459
거래횟수	37	1	24	12	51

⑥ 현대전자

현대전자는 투자기간이 상대적으로 긴 Type1과 Type2 전략에서는 기금의 운용수익이 0.9%, 7% 높은 성과를 보이고 있으나 Type3, Type4에서는 -70.2%, -48.2%의 (-)성과를 보여 침체장세에 있어서의 현금화 전략이 미흡했던 것으로 판단된다.

〈表 22〉 現代電子 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.824	-0.833	-0.894	-0.123	-0.342
차이		0.009	0.070	-0.702	-0.482
거래횟수	32	1	24	12	51

⑦ SK

SK의 기금수익은 비교투자전략의 보유기간에 따라 다른 결과를 보이고 있다. 보유기간이 상대적으로 긴 Type1, Type2에서는 6.7%, 16.7%의 성과를 보이고 있으나, 보유기간이 짧은 Type3, Type4에서는 -8.7%, -10.7%의 (-)성과를 보이고 있다.

〈表 23〉 SK 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.529	-0.596	-0.696	-0.442	-0.421
차이		0.067	0.167	-0.087	-0.107
거래횟수	26	1	24	12	51

⑧ SK 텔레콤

SK텔레콤의 경우 Type2의 경우에서만 15.6%의 (+)성과를 보이고 있고, 나머지 전략들에서는 각각 -0.9%, -18.8%, -11.2%의 (-)성과를 보이고 있다.

〈表 24〉 SK텔레콤 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.387	-0.378	-0.543	-0.199	-0.275
차이		-0.009	0.156	-0.188	-0.112
거래횟수	23	1	24	12	51

⑨ LG화학

LG화학의 기금운용수익은 Type1, Type2와 비교해서는 1.9%와 3.7%나은 성과를 보이고 있다. 하지만 Type3, Type4와 비교해서는 -26.7%, -28.8%의 (-)성과를 보이고 있다.

〈表 25〉 LG化學 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.665	-0.684	-0.702	-0.398	-0.377
차이		0.019	0.037	-0.267	-0.288
거래횟수	20	1	24	12	51

⑩ 신한은행

신한은행의 기금운용수익은 Type1, Type2, Type4에서는 각각 3.1%, 18.4%, 43.4%의 나은 성과를 보이고 있으나 Type3에 대하여는 -22.7%의 (-)성적을 보이고 있다.

〈表 26〉 新韓銀行 比較投資戰略 對比 成果

	기금수익	Type1	Type2	Type3	Type4
수익률	-0.097	-0.128	-0.281	0.130	-0.531
차이		0.031	0.184	-0.227	0.434
거래횟수	20	1	24	12	51

기업분석 결과를 살펴보면 각 종목별로 기금수익은 대체로 연중 거래 없이 보유한 수익(Type1), 월말에 매도한 후 다음달 4일에 매수한 경우(Type2)의 수익보다는 좋은 성과를 보이고 있다. 하지만 홀수 달 초에 매수한 후에 짝수 달 초에 매도하는 경우(Type3)와 첫 주초에 매입 후 격주로 매도와 매수를 반복하는 경우(Type4)보다는 현저한 차이로 낮은 성과를 보이고 있다. 이는 2000년 시장상황이 불황이었으므로 보유기간이 짧은 Type3, Type4의 경우 현금보유기간이 늘었기 때문에 수익률이 높은 것이라 생각 할 수 있다.

하지만 보유기간이 거의 유사한 Type1의 경우에 국민연금의 기금운용수익이 달성한 초과성과 크기의 평균이 1.25%의 값을 나타내고 있어 거래횟수를 고려해 볼 때 낮은 성과를 보이고 있다. 이는 기금운용본부

에서 효율적인 주식부문의 자금관리를 하지 못한 것으로 볼 수 있다. 즉, 주식부문에서 운용된 보유비율과 총거래비율이 큰 기업들에서 얻은 궁극적인 수익률이 1.25%라는 것은 무위험이자율에의 투자에서 얻는 성과보다도 낮은 것이라 할 수 있다.

2) 多頻度去來企業의 1999, 2000年 成果比較

多頻度去來企業의 1999, 2000년 성과비교 측정결과를 살펴보면 다음과 같다.

① 삼성전자

삼성전자는 2000년 중 가장 거래가 많았던 기업이다. 1999년에는 8번의 거래를 하였지만 2000년에는 102번의 거래를 행하였다. 하지만 8번의 거래가 있었던 1999년의 경우 KOSPI 대비 초과수익률이 145.5%, 벤치마크대비 초과수익률이 148.6%인데 반하여 2000년의 경우 KOSPI대비 초과수익률은 10.3%, 벤치마크대비 초과수익률은 5.9%에 불과하다.

〈表 27〉 삼성電子 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	2.2833	-0.4060
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	1.4555	0.1030
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	1.4863	0.0590
거래횟수	8	102

② LG전자

LG전자는 1999년과 2000년의 초과수익률이 큰 차이를 보이고 있다. 1999년의 KOSPI와 벤치마크의 초과수익률은 각각 122.93%, 126.0%였으나 2000년에는 -17.1%, -21.5%의 초과수익률을 보이고 있다. 1999년의

거래횟수는 7회였으나 2000년의 거래횟수는 59회로 거래횟수의 증가에 비해 초과수익률은 오히려 크게 감소하였다.

〈表 28〉 LG電子 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	2.0571	-0.6800
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	1.2293	-0.1710
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	1.2601	-0.2150
거래횟수	7	59

③ LG정보통신

LG정보통신은 2000년 8월에 LG전자에 합병된 기업으로 1999년의 거래횟수는 11회였으나 2000년에는 37회의 거래횟수를 보였다. 초과수익률은 1999년의 경우 KOSPI, 벤치마크 대비 각각 415.8%, 418.9%였으나 2000년의 경우 -13.0%, -17.4%의 초과수익률을 보이고 있다.

〈表 29〉 LG情報通信 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	4.9860	-0.6390
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	4.1582	-0.1300
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	4.1890	-0.1740
거래횟수	11	37

④ 포항제철

포항제철은 1999년 12번의 거래에서 2000년 37번의 거래로 거래횟수 면에서 증가를 보였다. 1999년의 KOSPI, 벤치마크 초과수익률은 각각

-3%, 0.06%의 값을 보였으나 2000년에는 각각 12.7%, 8.3%로 초과수익률을 또한 증가하였다.

〈表 30〉 浦港製鐵 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	0.7975	-0.3820
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	-0.0303	0.1270
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	0.0006	0.0830
거래횟수	12	37

⑤ 현대전자

현대전자는 1999년 13번의 거래에서 2000년 32번의 거래횟수를 보여 거래횟수는 증가하였다. 초과수익률은 1999년 KOSPI, 벤치마크 대비 각각 -56%, 0.2%에서 2000년 -31.5%, -4.4%를 보여 KOSPI 대비 초과수익률이 1999년에 비하여 2000년에 나은 성과를 보였다.

〈表 31〉 現代電子 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	0.239	-0.824
KOSPI	0.799	-0.509
초과수익률	-0.560	-0.315
Benchmark Index	0.797	-0.465
초과수익률	0.002	-0.044
거래횟수	13	32

⑥ SK

SK는 1999년 5번의 거래에서 2000년 26번의 거래로 거래가 많이 증가하였으며, 초과수익률 또한 1999년 KOSPI, 벤치마크대비 초과수익률이 각각 -65.3%, -62.2%에서 2000년에는 각각 -2%, -6.4%를 보였다.

〈表 32〉 SK 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	0.1749	-0.5290
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	-0.6530	-0.0200
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	-0.6221	-0.0640
거래횟수	5	26

⑦ SK텔레콤

SK텔레콤은 1999년 4번의 거래에서 2000년 23번으로 거래횟수는 증가하였으나 초과수익률은 KOSPI, 벤치마크대비 각각 1999년은 425.8%, 428.9%에서 2000년에 12.2%, 7.8%의 초과수익률을 보이고 있다.

〈表 33〉 SK텔레콤 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	5.0865	-0.3870
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	4.2587	0.1220
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	4.2895	0.0780
거래횟수	4	23

⑧ LG화학

LG화학은 1999년에 15번의 거래를 2000년에는 20번의 거래를 하여 상대적으로 1999년과 2000년의 거래횟수가 비슷하였다. 초과수익률은 1999년에 KOSPI, 벤치마크대비 각각 -33.4%, -30.3%에서 2000년에는 -15.6%, -20%의 초과수익률을 보이고 있다.

〈表 34〉 LG化學 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	0.4931	-0.6650
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	-0.3347	-0.1560
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	-0.3039	-0.2000
거래횟수	15	20

⑨ 신한은행

신한은행은 1999년에 13번, 2000년에는 20번의 거래를 하여 거래 횟수에서 증가를 보였으며, 초과수익률에서도 1999년에 KOSPI, 벤치마크 대비 초과수익률이 각각 -55.6%, -52.5%에서 2000년에 41.2%, 36.8%의 증가를 보이고 있다.

〈表 35〉 新韓銀行 1999, 2000年 成果比較

	1999년	2000년
기업수익률	0.2715	-0.0970
KOSPI	0.8278	-0.5090
초과수익률	-0.5563	0.4120
Benchmark Index	0.7970	-0.4650
초과수익률	-0.5254	0.3680
거래횟수	13	20

결과를 살펴보면 9개 회사 모두 1999년에 비하여 2000년에 거래횟수가 증가한 것을 볼 수 있다. 이는 2000년에는 기금운용본부가 기금운용에 적극적으로 참여하였음을 보여준다. KOSPI로 조정한 초과수익률의 경우 5개 회사(포항제철, 현대전자, SK, LG화학, 신한은행)에서 1999년에 비하여 2000년의 초과수익률이 더 높게 나타났으며, Benchmark Index로 조정한 초과수익률의 경우 4개 회사(포항제철, SK, LG화학, 신한은행)에서 2000년의 초과수익률이 높게 나타났다. KOSPI와 Benchmark Index로 조정한 초과수익률에서 모두 1999년에 비하여 2000년에 높은 수익률을 보인 포항제철, SK, LG화학, 신한은행의 경우 모두 2000년의 거래횟수가 1999년에 비하여 많았다.

IV. 結 論

국민연금의 특성상 국민연금이 달성한 성과에 대한 정확한 평가는 매우 중요한 문제이다. 성과평가는 평가이후의 연금의 운용방향을 결정하는 중요한 요소이며, 국민연금의 존속에 필요한 필수수익률이 달성되었는가를 살피는 것으로 중요한 의미가 있다. 본 연구에서는 1999·2000년 성과로 보고된 측정치에 대하여 다른 방법으로 재고찰해 보았다.

채권의 경우 대표수익률의 변화가 빈번히 일어난 1999년의 경우 연금관리공단의 채권운용원칙인 매입후 보유전략에 비하여 대표수익률의 변화에 적절하게 대응하여 채권가격에 대한 시세차익을 올린 모의차익거래전략이 더 높은 수익을 보여 차익거래전략을 통한 채권운용에 있어서의 추가적인 수익달성의 가능성을 보였다. 2000년의 경우 대표수익률이 전반적으로 큰 변동없이 감소하는 추세를 보여 모의차익거래전략을 실행하였을 경우 채권보유전략에 비해 괄목할 만한 추가적인 수익창출의 가능성을 찾기는 어려웠다. 1999년과 2000년을 통합하여 비교해 보면 차

익거래전략이 매수후 보유전략에 비하여 추가적인 수익창출의 가능성이 높은 것으로 나타나 연금관리공단의 채권운용에 있어서의 변화가 필요한 것으로 나타났다.

주식의 경우 새로운 Benchmark를 구성하여 기존에 보고된 성과를 재고찰해 본 결과, 새로운 Benchmark로 측정한 경우 1999년 주식부문의 벤치마크 대비 초과수익률이 -5.54%로 KOSPI 대비 초과수익률 +3.86%에 비하여 9% 정도의 낮은 성과를 보였다. 2000년의 경우 한국통신을 성과측정에 포함시킨 경우와 그렇지 않은 경우의 결과가 모두 같은 방향으로 나타났다. 한국통신을 포함시킨 경우 벤치마크 대비 초과수익률은 -6.82%로 기존의 KOSPI 대비 초과수익률인 -2.45%에 비하여 4%정도 낮은 성과를 보였다. 한국통신을 제외한 경우에 있어서도 KOSPI 대비 초과수익률이 +6.7%, 벤치마크 대비 초과수익률이 +2.08%로 약 5%정도 낮은 성과를 보였다.

이는 기존에 보고되었던 주식부문의 성과평가에 있어 Benchmark의 선정이 적절했는가 하는 의문을 가지게 하며, 기금의 성과평가지 적절한 Benchmark의 적용이 얼마나 중요한지를 보여주는 것이다. 즉, 적절한 Benchmark는 기금의 성과측정에 직접적인 영향을 끼치기 때문에 기금의 운용특성에 알맞는 벤치마크의 선정은 운용성과를 측정함에 있어 가장 먼저 선행되어야 할 것이다.

거래횟수가 많았던 기업들의 1999년과 2000년의 KOSPI와 벤치마크 대비 초과수익률을 살펴보면, KOSPI 대비 초과수익률의 경우 5개 회사, Benchmark 대비 초과수익률의 경우 4개 회사에서 2000년의 성과가 더 좋게 나타났으며, 거래횟수에 있어서도 2000년에 더 많은 거래 횟수를 보였다. 이는 2000년에 기금운용본부가 기금운용에 적극적으로 참여하였음을 보여주는 것이다.

기금운용본부의 기금운용에 있어서의 효율성을 살펴보기 위하여 선정된 주식에 대하여 4가지 Type으로 모의주식운용을 실시해 본 결과 보유기간이 거의 유사한 Type1 운용의 경우에 국민연금의 기금운용수익

이 달성한 초과성과 크기의 평균이 1.25%의 값을 나타내고 있어 거래횟수를 고려해 볼 때 낮은 성과를 보이고 있다. 이는 기금운용본부에서 효율적인 주식부문의 자금관리를 하지 못한 것으로 볼 수 있다.

성과평가 결과 주식부문에 있어서는 Benchmark의 선정에 관한 문제가 먼저 해결되어야 할 과제로 생각되며, 기금운용본부의 통제를 받는 상황에서 보다 효율적인 거래를 통한 수익창출에 역점을 두어야 할 것으로 보인다. 채권부문의 경우 수동적인 거래전략에서 벗어나 능동적인 거래전략을 채택하여 추가적인 수익을 올릴 수 있는 가능성을 찾아 보아야 할 것이다.

參 考 文 獻

- 고광수·오승현, 『채권의 시가평가에 관한 연구』, 한국증권연구원, 1999.
- 국민연금연구센터, 『국민연금 채권투자정책 연구』, 국민연금관리공단, 2000.
- _____, 『기금운용 성과평가 기준지표 연구』, 국민연금관리공단, 2000.
- 한국신용평가·LKFS, 『국민연금기금 운용성과 평가 최종보고서』, 한국신용평가·LKFS, 2000.
- 한국채권연구원·한국펀드평가, 『국민연금 2000년 운용성과 평가』, 한국채권연구원·한국펀드평가, 2001.

Summary

Evaluation of the Performance of National Pension Fund

Jong-Wook Won, Seung-Joo Moon

The National Pension Fund is expected to reach a staggering 100 trillion won within coming 2~3 years. Under this context, the present study aims to evaluate how efficiently and professionally each of the bond and stock components in the Fund has been operated based on the principle of profitability in today's rapidly changing domestic and international financial markets.

In evaluating the performance of the bond component, the study finds that the National Pension Corporation needs to be less rigid in pursuing its longstanding buy-and-hold strategy and more open in seeking arbitrage trading opportunities arising from changes in the market rate of return. In the case of the stock component, the study shows, based on a newly created benchmark differing from existing benchmarks that other studies have used, that the Corporation's profit performance can be lower than what other studies have claimed it to be.

By applying an investment strategy model to stocks that were frequently traded in 1999 and 2000, which is the year when the Fund Management Center began to operate, the study finds that the profit performance of the Center is lower than that of the strategy model.

This study also reveals that there is no tangible difference in the investment performance between before and after the Fund Management Center began to operate, emphasizing the need for more efficiency and flexibility in managing the National Pension Fund.