

채권형 간접투자자산의 Benchmark와 성과요인 분석모형에 대한 연구

조 일 식*

우체국금융의 채권형 간접투자자산은 2006년말 현재 8.2조원으로 전체 자산의 15%를 차지하고 있으며, 간접투자자산의 투자운용 성과는 우체국금융 전체 운용수익률에 직·간접적인 영향을 주고 있다. 이러한 간접투자자산의 효율적인 운용을 위해 객관적 성과측정 지표와 개별 간접투자자산의 성과 달성에 기여한 요인을 분석하기 위한 합리적인 모형의 개발이 필요하다. 이 연구는 우체국금융의 운용기준에 맞는 벤치마크 지수의 개발을 통해 정확한 운용성과를 측정하고, 개발된 벤치마크와 달성된 운용성과를 비교·분석하여 성과 달성에 기여한 요인을 파악할 수 있는 합리적 모형을 개발함으로써 간접투자자산 투자 효율성을 높이는 데 목적이 있다.

I. 서 론

모든 투자는 결과가 발생하게 되고 그 결과에 대한 성공여부의 평가는 투자의 환경과 평가자에 따라 여러 가지 다른 모습으로 나타날 수 있다.

운용결과를 평가하는 목적은 투자기관 혹은 담당자의 운용성과가 단순히 운이 좋았는가 아니면 특별한 운용기법이 있었는가를 판단하기 위한 것이다. 따라서 평가에 있어 주관적인 요인이 개입될 경우 평가결과에 대해 논란이 생길 수 있다. 이러한 논란의 여지를 제거하기 위해 객관

* 예금보험지원단 자금운용지원팀 전임연구원

적인 기준지표가 필요하다.

자금운용의 기본 원칙은 투명성과 효율성이다. 우체국금융의 자금운용 또한 투명성과 효율성의 원칙을 바탕으로 운용되고 있으며, 나아가 운용의 선진화·장기화·전문화를 지향하기 위한 기준지표의 확립이 필요하다.

우체국금융 자금 운용의 선진화·전문화 등을 위해서는 운용손익의 발생 원인을 분석할 수 있는 도구 또한 필요하다. 성과분석모형을 통한 분석은 우체국금융자금이 특정 시장상황에서 수익을 발생시키는 요인을 파악해 낼 수 있으며, 분석된 요인을 기본으로 하여 시장상황에 맞는 운용전략을 수립할 수 있는 과학적인 도구가 될 것이다.

본 연구에서는 우체국금융의 운용기준에 맞는 벤치마크 지수의 개발을 통해 정확한 운용성과를 측정하고, 개발된 벤치마크와 달성된 운용성과를 비교·분석하여 성과 달성에 기여한 요인을 파악할 수 있는 합리적 모형을 개발함으로써 간접투자자산의 투자 효율성을 높이는 데 목적이 있다.

II. 벤치마크(Benchmark) 지수와 성과요인 분석모형

1. 벤치마크 지수

1) 벤치마크의 정의 및 중요성

벤치마크(Benchmark)란 운용결과의 비교기준이 되는 지표를 말하는 것으로 실제 운용의 결과가 우수한지 또는 부진한지를 측정하기 위해 사용하는 기준 지표로 정의된다.

벤치마크는 일반적으로 투자대상의 가치를 지수화하여 측정하게 되는데, 해당 유가증권 시장에 존재하는 모든 유가증권을 투자대상으로 보고 이들 시장가치의 변화를 지수화 한 시장지수(KOSPI, 증권업협회 채권 Index 등)와 투자자의 특성을 분석하고 이를 바탕으로 제약조건을 사용하여 개발한 내부지수로 구분할 수 있다.

일반적으로 대규모로 운용하고 있는 연기금 등은 투자대상 채권의 신용등급, 만기 등에 대한

제한을 부과하고 있어 내부지수의 사용이 보다 실효성이 높은 기준지표로 인정되고 있다.

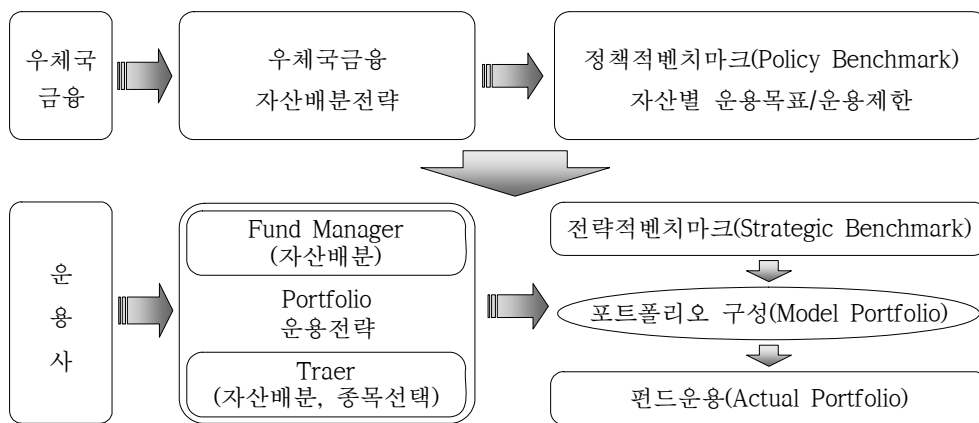
또한 벤치마크는 우체국금융과 같은 대형 투자자가 투자자금 전체 차원에서 투자목적 및 투자 제한을 반영한 정책적 벤치마크와 운용사 개별매니저에게 부여된 목표치를 반영한 전략적 벤치마크로 구분할 수 있다.

벤치마크에 대해 어떤 형태의 정의를 내리던 간에 간접투자자산의 투자결과는 합리적인 비교 기준을 통해 공정하고 논리적으로 평가하여 운용자로 하여금 합리적인 투자를 할 수 있도록 유도하여야 한다.

벤치마크 지수는 투자자의 투자전략과 조건을 함축적으로 표현하는 형태이어야 하며, 세부적인 투자지침이 없더라도 벤치마크의 구성을 파악함으로써 운용자는 투자자의 운용전략을 이해하는 효과적인 수단으로 사용될 수 있어야 한다.

또한 벤치마크 지수를 운용전략의 실행 및 성과평가의 기준이 될 수 있는 독립된 지표로 사용하여 투자자의 목적에 부합하지 못하는 간접 투자자산을 효과적으로 제거함으로써 운용수익률의 향상을 도모할 수 있다.

[그림 1] 의사결정 단계별 적용 벤치마크



2) 우체국금융 벤치마크 지수개발의 필요성

우체국금융은 2000년 이후 본격적으로 채권형 간접투자자산에 투자를 해오고 있었으며, 객관적 평가지표로 채권평가사에서 개발·공표하고 있는 채권지수를 벤치마크로 사용해 왔다. 그러나 과거 사용했던 채권평가사의 채권지수는 우체국금융의 간접투자자산 투자를 규정한 기준과는 차이가 있어 여러 가지 문제점이 발생하고 있다.

〈표 1〉 과거 BM지수와 우체국금융 투자기준 비교

구 분	KIS채권지수	우체국금융 투자기준
만기	- 전체 채권의 잔존기간을 가중평균 ※ 1개월 ~ 10년	- 펀드 Duration의 범위를 설정 ※ 중기형, 장기형, 초장기형 등
신용등급	- 국공채 및 AAA+~BBB-	- 국공채 및 A- 이상
유동성	- 해당 섹터의 모든 채권	- 시장유동성 있는 종목

과거 벤치마크 지수의 산정기준과 우체국금융의 투자기준을 비교하면 다음과 같은 차이가 있다.

첫째, 지수의 산정에 포함되는 채권의 만기와 우체국금융 투자기준의 만기가 다르다. 채권평가사의 채권지수는 발행된 채권의 모든 잔존만기를 가중평균하여 사용하는 반면, 우체국금융의 간접투자자산의 투자는 투자유형별 목표 듀레이션에 따라 중기형(1~2년), 장기형(2~3년), 초장기형(3~5년)으로 구분하여 투자유형별 편입채권의 잔존만기를 부분적으로 제한하였다.

둘째, 신용등급의 차이이다. 평가사의 지수는 유동성 여부에 관계없이 모든 등급(AAA+~BBB-)의 자산을 포함하여 산정하는 반면, 우체국금융은 유동성 위험을 최소화 하기 위해 신용등급이 높아 충분한 유동성이 있는 종목에 투자하도록 투자가능 등급을 A-로 제한하고 있다.

과거 벤치마크 지수의 산정기준과 우체국금융의 투자기준이 달라 다음과 같은 문제가 발생하였다.

첫째, 성과측정의 정확성 부족 현상의 발생이다. 실제 투자기준에 의한 투자결과를 측정하기 위한 비교지수가 운용을 위한 투자기준과 달라 펀드의 성과와 지수의 성과간에 연관성이 떨어져, 성과 평가의 정확성이 떨어지고, 우체국금융 자체의 투자기준의 적절성 여부도 분석하기 어

려워 지게 된다.

둘째, 우체국금융 투자기준을 만족하는 적정한 투자를 했음에도 불구하고 높은 수익률을 나타내는 지수를 기준으로 하는 평가를 하게 됨으로써, 운용자의 수익 달성 노력을 인정하지 못하게 되는 상황이 발생하여 운용동기를 약화시키거나 무리한 운용을 조장할 가능성도 있다.

따라서 정확한 성과측정·요인분석 등을 실행할 수 있는 새로운 벤치마크지수를 개발하고, 이를 바탕으로 시장대응력을 강화하기 위하여 간접투자 자산 운용을 세분할 수 있는 우체국금융의 운용기준에 맞는 BM지수의 개발이 필요하게 되었다.

2. 성과요인 분석모형

1) 성과요인 분석의 목적

모든 투자 및 운용이 그러하듯 간접투자자산의 운용 또한 운용수익을 극대화하는데 그 목적이 있다. 운용수익을 극대화하기 위해 간접투자자산을 운용·관리하는 담당자는 시장 상황의 변동, 간접투자자산의 가치 및 리스크 평가, 자금의 흐름 등에 대한 폭넓은 이해가 있어야 하며, 각 상황에 적합한 운용전략과 운용자를 선별하여 투자하는 것이 필요하다.

성과요인 분석은 리스크 요소별로 수익률에 대한 기여도를 측정하고, 기여도가 가장 높은 요소에 전략을 집중하여 초과수익을 추구하고, 운용자의 핵심 운용능력을 파악하고, 운용자의 능력을 최대한 발휘할 수 있는 유형을 투자함으로써 운용수익을 극대화하기 위해 필요한 분석이며, 이러한 분석을 보다 용이하게 하기 위해 성과요인 분석모형이 이용된다.

성과요인 분석모형의 정립을 통해 변별력 있는 성과요인을 도출해 냄으로써, 시장상황의 변동에 따라 특정한 대상 또는 운용방식에 집중하여 초과수익을 올리는 전략을 수행할 수 있으며, 지속적인 손실을 가져오는 운용방식을 제거하도록 투자기준을 변경하여 수익률 제고에 기여할 수 있다.

2) 성과요인 분석모형의 필요성

우체국금융의 성과요인 분석모형 역시 기존의 전문펀드평가사가 보유한 모형을 원용하여 사용했으나, 변별력 있는 모형으로서의 역할을 수행하기에 다소 미흡한 점이 발견되었다.

〈표 2〉 기존 성과요인 모형의 구성

성과요인		내 용	계산방법
신용 효과	시장	○ 채권 종류의 선택효과 - 국공채, 금융채, 회사채 등	시장지수-종합지수
	섹터	○ 시장별 해당부분에서 채권 선택효과 - 국채, 공사채, 은행채, 회사채 등	섹터지수-시장지수
	신용	○ 해당 섹터중 신용등급별 선택 효과 - 특수채 AA, 특수채 A-, 회사채 A-	신용등급지수-섹터지수
만기선정		○ 만기 차이에 따른 수익률 효과	만기수익률-신용지수
종목선정		○ 개별 종목의 특성에 따른 수익률 효과	종목별수익률-만기효과

첫째, 기존의 성과요인 모형의 기본 비교 지표가 우체국금융의 투자기준과 상이함으로써, 초기 비교단계부터 부조화를 보이고 있으며,

둘째, 펀드의 전체 성과 보다는 초과수익률 모형을 사용함으로써 벤치마크 지수의 수익률을 초과 달성한 부분에 대해서만 요인 분석을 실시함으로써 시장이 약세 국면일 경우 분석이 어렵다는 단점이 있다.

셋째, 대부분의 성과가 만기(YTM) 효과에 포함되어 각 요인의 세분화된 설명력이 부족하고, 혼재되거나 모형의 단순성으로 설명할 수 없는 부분은 잔차효과에 포함시킴으로써 요인별 변별력이 미흡하다.

넷째, 간접투자자산이 시가평가 자산임에 불구하고 금리변동에 의한 효과가 자산구성에 의한 효과(YTM)에 포함되어 시장변화에 대한 대응의 적절성(금리변동 효과)을 구분하지 못하게 되었다.

따라서 수익률 제고 가능성을 높이기 위해서는 시장상황의 분석을 통한 투자에 앞서 보다 나은 성과를 보일 가능성이 높은 대상 및 운용방식에 집중투자하기 위해 세분화된 성과요인 분석 모형의 정립이 선행되어야 한다.

Ⅲ. 우체국금융 벤치마크 지수와 성과요인 분석모형 개발

1. 벤치마크 지수의 개발

1) 벤치마크 요건의 정의

우체국금융의 벤치마크는 다음과 같이 명확성, 투자가능성, 측정가능성, 적정성, 시장전망 등 다섯가지의 요건을 만족시키는 방향으로 구성하고자 하였다.

- ① 명확성(Unambiguous): 벤치마크를 구성하는 채권의 명칭과 가중치가 명확히 정의되어야 한다.
- ② 투자가능성(Investable): 소극적인 방어전략을 사용한다 하더라도 벤치마크와 유사한 포트폴리오를 구성함으로써 운용목표에 접근할 수 있어야 한다.
- ③ 측정가능성(Measurable): 벤치마크의 수익률을 적절한 주기로 측정할 수 있어야 한다.
- ④ 적정성(Appropriate): 벤치마크는 우체국금융의 운용기준 및 제약을 만족시킬 수 있어야 한다.

⑤ 시장전망의 반영(Reflective of Current Investment Opinions)

벤치마크 구성의 일반적 요건과 우체국금융의 운용규정에 부합하는 지수의 생성을 위해 다음과 같은 기본적 가정을 통해 지수를 생성하였다.

첫째, 지수의 형태는 우체국금융 투자기준에 부합하도록 산정하여야 하므로 일반적 지수의 형태가 아닌 특수목적지수(Bellwether Bond Index)의 형태를 갖도록 하였으며, 생성방법은 합성지수(Composite Index)로 하였다.

둘째, 지수산정에 포함되는 종목은 우체국금융 운용 기준에 해당하는 종목으로 한정하고, 셋째, 지속적인 종목의 선정 및 관리를 위하여 사전에 종목별 가중치와 Sector 가중치를 사전에 정의하여 지수계산에 규칙성을 부여하였다.

또한 우체국금융의 투자기준에 부합하도록 지수계산시 포함될 채권종목, 신용등급 및 잔존만기를 발행잔액 규모 100억원이상, 신용도 A-이상, 잔존만기 3개월~5년으로 지정하였고, 계산방법도 보편성 확보를 위해 2개 채권평가사(KIS, KBP)의 섹터별 채권지수 상승률의 평균으로 정하였다.

〈표 3〉 지수 생성

구분	형태	내용	장·단점
지수	특수목적지수 (Bellwether Bond Index)	- 운용목적에 부합하는 대표 종목 대상 - 종목가중치는 사전에 설정하여 규칙성 부여 - Sector 가중치는 시장상황에 맞추어 변경	- 운용제한 등에 맞추어 지수 선정 - 지속적 종목선정 관리 필요
생성 방법	합성지수 (Composite Index)	- 그룹별/만기별 셀 지수 가중 평균 - Cell Duration이 목표 Duration에 근접하도록 최적화	- 운용성격에 맞는 BM지수 가능 - 투자목표에 따라 셀 범주 조정가능 - 셀 별 가중치 Jumping 현상 발생

벤치마크 지수 생성을 위한 편입자산의 분포는 각 만기유형별로 구분하여 각 유형의 잔존만기를 정하였다.

〔그림 2〕 벤치마크 지수의 편입자산별 잔존만기

구분		기간	1	2	3	4	5	6 이상
		국공채	국채 지방채 특수채(한전, 도로공사) 통안채					
금융채	산금채, 중금채	일반 단기	일반 중기	일반 장기	일반 초장기			
	은행채							
	기타금융채(카드 등) 기타금융채(BBB)							
회사채	무보증 공모(A이상)							
	보증 공모(A이상)							
	ABS(A이상) (BBB 이하)							
투기등급채권	BB				현행 장기 1		현행 장기 2	
	B							

단, BBB 이하 채권은 지수생성을 위한 모집단에서 제외

또한 각 유형별로 만기수익률(YTM) 대비 가격변동성(Duration)이 가장 효율적이라고 판단되는 기간구조를 기본으로 선정하였다.

〈표 4〉 유형별 기간구조의 선택

구 분		단기		중기		장기형			초장기			
		0~1년	0.25~1년	1~2년	0~3년	1~3년	2~3년	1~4년	전체	3년 이상	2년 이상	3~5년
		S	S	S	T	T	S	T	TT	T	T	T
공사채 (전체)	연 수익률(%)	5.04	5.37	6.11	5.70	6.30	6.64	6.52	6.11	7.54	7.19	7.38
	듀레이션	0.45	0.58	1.44	1.12	1.80	2.36	2.32	2.09	4.77	3.93	3.60
	YTM	4.31	4.51	4.96	4.68	5.05	5.21	5.15	4.90	5.49	5.39	5.18
국공채	연 수익률(%)	4.87	5.17	5.92	5.52	6.05	6.31	6.40	6.11	7.50	7.13	7.06
	듀레이션	0.43	0.59	1.44	1.11	1.79	2.35	2.37	2.23	4.84	4.07	3.63
	YTM	4.25	4.47	4.90	4.62	4.99	5.14	5.11	4.88	5.47	5.36	5.36
회사채	연 수익률(%)	5.29	5.63	6.45	5.99	6.76	7.21	6.86	6.11	7.38	7.37	7.72
	듀레이션	0.48	0.58	1.45	1.09	1.82	2.39	2.14	1.42	4.05	3.07	3.63
	YTM	4.43	4.59	5.11	4.79	5.22	5.39	5.30	4.89	5.72	5.52	5.68

2. 벤치마크 지수의 개발 결과

1) 유형별 벤치마크 지수의 개발

우체국금융의 유형별 벤치마크 지수(EverRich지수)는 다음과 같으며, 전략적인 유형별 투자 성과를 비교하기 위해 스타일별로 총 12개 유형의 지수를 생성하였다.

〈표 5〉 생성된 EverRich 지수의 유형

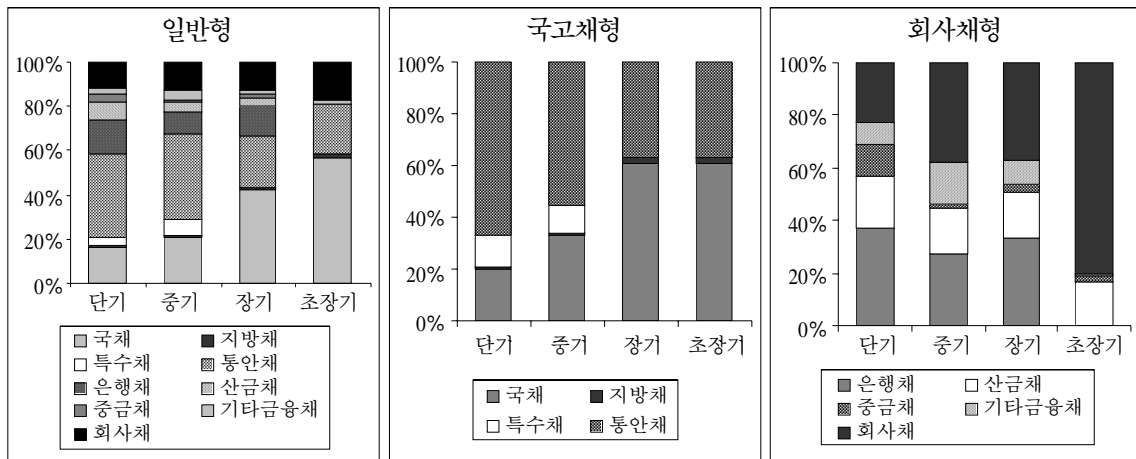
구 분	단기	중기	장기	초장기
적용Duration	1년이내	1~2년	2~3년	3~5년
일반형(A)	A01	A12	A23	A35
국공채형(G)	G01	G12	G23	G35
회사채형(C)	C01	C12	C23	C35

2) 개발된 벤치마크 지수의 특성

① 유형별 편입 채권의 비중 차별화

유형별 만기가 달라지는 구조를 선택함으로써 해당 유형의 지수를 인덱스화 하는 경우 투자 대상에 차이가 나게 함으로써, 시장의 상황에 따라 유형을 달리하여 투자가 가능하도록 하였다.

[그림 3] 유형별 채권 편입 비중



장기투자가 목적인 경우 통안채 및 국공채의 비중이 높은 일반형으로 투자함으로써 안전성을 높일 수 있으며, 보다 짧은 만기이면서 높은 이자수익을 기대하는 경우 회사채의 비중이 높은 회사채형으로 투자할 수 있는 근거를 마련하였다.

② 시장의 변동성에 대비한 집행구조 조정 가능

만기가 긴 장기채권일수록 수익률은 높지만 금리의 변화에 따른 변동성이 커지는 경향이 있으며, 이러한 변동의 크기는 회사채 보다 국공채의 변동성이 더 큰 모습을 보이고 있다.

이러한 특성을 이해하고 시장상황에 맞는 유형의 투자를 실시하는 방안도 검토할 수 있다.

〈표 6〉 유형별 수익률 및 변동성 측정

구 분		연수익률(%)			연표준편차(%)		
		2004년	2005년	전체	2004년	2005년	전체
일반형	단기	5.05	3.52	4.35	0.24	0.22	0.23
	중기	7.00	2.34	4.84	0.73	0.92	0.81
	장기	8.79	0.56	4.91	1.35	2.07	1.72
	초장기	11.6	-1.99	5.17	2.35	3.46	2.91
국공채형	단기	4.77	3.38	4.15	0.25	0.23	0.23
	중기	6.69	2.23	4.63	0.76	0.94	0.84
	장기	8.25	0.32	4.52	1.40	2.12	1.76
	초장기	11.41	-2.02	5.03	2.38	3.47	2.93
회사채형	단기	5.39	3.74	4.61	0.25	0.2	0.22
	중기	7.86	2.64	5.39	0.65	0.88	0.76
	장기	9.85	1.06	5.73	1.28	1.98	1.64
	초장기	13.15	-1.66	6.22	2.11	3.46	2.83

3. 성과요인 분석모형의 개발

1) 성과요인 개발 방향

성과요인 분석모형은 전체 포트폴리오 수익률을 만기수익률 효과, 금리변동효과, 기타효과로 구성하도록 하였으며, 시장금리 변동을 측정하기 위해 금리변동 효과를 추가함으로써 다른 모형과 차별화를 시도하였다.

첫째, 약세시장에서 벤치마크를 초과하지 못한 경우 성과요인의 분석이 어려웠던 초과수익률 모형의 단점을 보완하기 위해 총투자 수익률 모형을 사용하였다.

둘째, 설명불가능요인(잔차)을 최소화 하기 위해 기존모형에서 대부분의 수익률 효과를 차지한 YTM을 시장 YTM, BM Spread, 신용 Spread, 종목 고유특성으로 세분화하였다.

셋째, 금리변동에 의한 성과요인을 분석하기 위해 시장금리 변동에 의한 효과를 Portfolio YTM에서 분리하는 시도를 하였다.

2) 성과요인 모형의 구성

정리된 개발방향에 의해 구성된 성과요인 모형의 구성과 계산방법은 다음과 같다.

〈표 7〉 성과요인 분석모형의 구성

성과요인		내 용	계산방법
만기 수익률 효과	시장 YTM	해당 지표물의 YTM	시장금리
	BM Spread	BM 효과	BM금리-시장금리
	신용 Spread	신용선택 효과	신용도 금리-BM금리
	만기 Spread	만기차이에 따른 수익률효과	만기금리-신용도 금리
	종목고유특성	개별종목의 수익률 효과	특정채권의 YTM-만기금리
금리 변동 효과	Δ시장 YTM	지표물의 금리변동에 따른 YTM	Δ시장금리
	ΔBM Spread	BM 변동효과	ΔBM금리-Δ시장금리
	Δ신용 Spread	신용도 선택에 따른 변동효과	Δ신용도 금리-ΔBM금리
	Δ만기 Spread	만기차이에 따른 수익률 변동효과	Δ만기금리-Δ신용도 금리
	Δ종목고유특성	개별종목의 수익률 변동 효과	Δ특정채권의 YTM-Δ만기금리
기타효과		설명불가능 요인(잔차)	

① 만기수익률 효과

- 5개의 구성요소에 경과일수 곱하여 계산(일별 계산)
- 총만기수익률 효과 = \sum 구성 요소별 만기수익률 효과
- ※ 구성요소별 만기수익률 효과 = 전일 구성요소별 수익률×경과일수

② 금리변동 효과

- 총금리변동 효과 = \sum 구성 요소별 금리변동 효과
- ※ 구성요소별 금리변동 효과 = $-수정Duration \times \Delta 구성요소별 수익률 + 0.5 \times Convexity \times (\Delta 구성요소별 수익률)^2$

③ 기타효과

- 성과요인의 합계와 총수익률간의 차이, 잔차의 강제배분시 펀드별 성과요인이 희석되는 단점이 있어 기타효과로 구분

4. 모형에 의한 성과분석 사례

개발된 모형에 의해 실제 우체국금융의 간접투자자산 중 M사의 펀드를 분석하였다.

① 요인분석 종합

- 최근 3개월 포트폴리오 수익률(실제 펀드수익률)은 4.07%였으며, 요인별 성과는 만기수익률 효과 4.76%, 금리변동효과 -0.74%였음

※ 포트폴리오 수익률은 금리의 상승으로 YTM 효과보다 낮은 수익률을 보임

② 만기수익률 효과

- 시장 만기수익률 효과가 4.70%로 가장 컸으며, BM선택에 의한 효과는 0.04%, 만기선택 및 개별종목 고유효과는 각 0.1%였음

〈표 8〉 성과요인 분석모형을 통한 분석사례 표

구 분		최근 1개월	최근 3개월	최근 6개월	
BM수익률	EverRich 중기	1.39	4.03	4.64	
	EverRich 장기	-0.29	3.94	5.15	
	EverRich 초장기	-2.40	3.67	6.06	
성과요인 분석	종합	채권포트폴리오 수익률	1.25	4.07	-
		만기수익률 효과	4.80	4.76	-
		금리변동 효과	-3.88	-0.74	-
		기타효과	0.33	0.05	-
	만기수익률 효과	시장YTM	4.75	4.70	-
		BM Spread	0.03	0.04	-
		신용 Spread	0.00	0.00	-
		만기 Spread	0.02	0.01	-
		종목 Spread	0.00	0.01	-
	성과요인 분석	금리변동 효과	시장YTM	-3.90	-0.72
BM Spread			0.06	0.00	-
신용 Spread			-0.01	-0.05	-
만기 Spread			-0.08	-0.01	-
종목 Spread			0.05	0.04	-

③ 금리변동 효과

- 시장의 금리변동에 의한 효과가 가장 컸으며(-0.72%), 신용 및 만기 Spread에 의한 효과가 (-)로 나와 신용도 및 만기의 선택이 적절하지 않았음을 보여주고 있음

IV. 결론 및 향후 연구과제

우체국금융의 벤치마크 지수와 성과요인 분석모형의 개발을 통해 다음과 같은 효과를 기대할 수 있다.

1. 간접투자자산 운용의 체계화 및 전문화

- 우체국금융의 간접투자자산 운용목표와 제약사항을 벤치마크에 의해 정의하여 간접투자 자산 Fund Manager가 우체국금융 운용기준을 자연스럽게 준수하도록 유도하고 간접 투자자산의 관리자는 장기적인 시장예측 및 자산배분의 전문화, Fund Manager는 종목 선정 및 단기적인 시장변화에 신속하고 적절하게 대응하는 체계를 확립할 수 있다.

2. 간접투자자산 성과평가의 용이성

- 투자의 결과 달성된 성과를 벤치마크를 통해 측정할 경우 정책적 벤치마크수익률의 초과 수준을 Fund Manager의 성과로 측정할 수 있어 운용사 Fund Manager의 평가가 용이하다.

3. 성과의 원천을 확인할 수 있는 분석기법 확보

- 단기적으로 시장대응을 통한 투자수익률의 원천을 분류해 낼 수 있고, 장기적으로 안정적 수익의 원천이 되는 만기수익률 효과를 분석 할 수 있는 토대가 마련된다.

4. 펀드 운용과정에 대한 감독의 용이성

- 주기적인 벤치마크와 펀드 수익률을 비교하여 차이가 나는 부분을 분석하고 차이가 나는 원인이 운용규정을 준수하며 운용하였는지의 파악도 가능하다.

5. 시장 대응능력 제고

- 성과요인 분석을 통해 포트폴리오를 통해 수익을 제고하는 운용역과 금리예측 등을 통해 수익을 제고하는 운용역을 구분하여, 각 운용역에 적합한 스타일의 펀드를 구분하여 위탁함으로써 시장상황에 따라 적절한 대응이 가능하다.

6. 자산운용산업에 대한 기여

- BM과 성과요인 모형에 대해 뚜렷한 대안을 제시하지 못하고 있는 시장에 대형 공공기관으로서 대안 제공에 대한 선도적 역할을 수행할 수 있다.
- Style펀드의 투자를 통해 채권형 펀드가 단순하다는 인식을 재고하는 역할을 할 것으로 기대된다.

개발된 벤치마크 지수와 모형의 이론적 논리성에 불구하고, 해당 벤치마크와 분석모형이 간접 투자자산의 운용을 적절하게 지원하고 있는지의 여부는 누적데이터의 불충분 등으로 검증하지 못하였다. 따라서 향후 지수와 분석모형의 운영을 통해 적정 수준의 데이터가 누적되는 시기에 이의 검증을 위한 실증적인 연구가 후속되어야 한다고 판단된다.

참 고 문 헌

나성섭 외 3인, 국민연금 성과평가 기준지표 연구, 국민연금관리공단 국민연금연구센터, 2000
정문경 외 2인, 기금운용 채권벤치마크와 성과평가 모형에 관한 연구, 국민연금관리공단 국민

연금연구센터, 2002

AIMR, AIMR Performance Presentation Standards Handbook, Association for Investment Management and Research, 2004

E. Philip Davis, Pension Funds, Clarendon Press Oxford, 1995

Frank J. Fabozzi and G. Fong, Advanced Fixed Income Portfolio Management, 1994

Frank K. Reilly, G. Wenchi Kao and David J. Wright, Alternative Bond Market Index, Financial Analysts Journal, May~June, 1992

Jeffery V. Bailey, "Are Manater Universes Acceptable Performance Benchmarks?", The Journal of Portfolio Management, Spring, 1992

_____, "Evaluating Benchmark Quality", Financial Anaysts Journal, May~June, 1992

John Cunliffe, The Role of the Pension Fund Trustee(4ed), FT Law & Tax, 1997

Tamara M Henderson, Fixed Income Strategy, Wiley, 2003