

홈페이지 바로가기



2024

연금이슈 & 동향분석

| 제108호 | 2024. 8. 30.

- 헤지펀드 복제 전략을 활용한 대체투자 기회비용 벤치마크 설정
안근배 부연구위원
- 해외 연기금의 기준포트폴리오 하 보상체계와 시사점
태엄철 전문연구원



Pension Issue & Trends Analysis

CONTENTS

I. 헤지펀드 복제 전략을 활용한 대체투자 기회비용 벤치마크 설정

- 1 들어가며
- 2 헤지펀드 복제 전략
- 3 기회비용 벤치마크 구성 전략
- 4 맺음말

II. 해외 연기금의 기준포트폴리오 하 보상체계와 시사점

- 1 머리말
- 2 캐나다 CPP Investment의 성과보상체계
- 3 뉴질랜드 NZSF(New Zealand Superannuation Fund) 성과보상체계
- 4 이외 해외 투자기관의 보상체계
- 5 맺음말

헤지펀드 복제 전략을 활용한 대체투자 기회비용 벤치마크 설정



안근배 부연구위원

1. 들어가며

- ◆ 기준 포트폴리오 체계의 도입으로 발생하는 커다란 투자정책 변화 중 하나는 대체투자 자산군에 대한 기회비용 벤치마크 적용
 - 국민연금의 재정안정화를 위해 보험료율, 소득대체율 등 연금제도와 관련 논의가 한창 진행되고 있는 가운데 기금운용과 관련해서는 운용체계 개선을 통한 수익률 제고를 위해 기준 포트폴리오 체계의 도입이 결정됨
 - '25년도부터 본격적으로 적용되는 기준 포트폴리오 체계에서는,
 - 위험자산 65%와 안전자산 35%로 구성되는 포트폴리오가 기금운용에 있어 수익과 위험에 대한 기준점 역할을 수행하게 되며, 대체투자는 유형별 벤치마크의 가중합이 아닌 기회비용 벤치마크를 적용받게 됨
 - 기회비용 벤치마크는 대체투자에 대한 투자로 인해 포기해야 하는 위험자산과 안전자산 투자의 기회를 비용으로 인식해 벤치마크로 설정하는 접근법
 - 예를 들어, 부동산이 해외주식 50%와 국내채권 50%의 특성을 가진다고 가정하면, 부동산에 대한 100원의 투자는 해외주식 50원과 국내채권 50원 투자할 수 있는 기회를 포기하는 것과 동일하다고 간주하는 것임
 - 기회비용 벤치마크를 통해 대체투자를 위험자산과 안전자산의 조합으로 인식하게 되어 사모주식, 부동산, 인프라 등의 유형에 얽매이지 않고 유연하게 투자에 대한 의사결정을 내릴 수 있게 된다는 장점이 있음
- ◆ 본 고는 기준 포트폴리오 체계의 성공적인 안착을 돕기 위해 기회비용 벤치마크 구성에 참고가 될 수 있는 헤지펀드 복제 전략에 대해 살펴봄

2. 헤지펀드 복제 전략

◆ 시장에 널리 알려진 투자 가능한 자산 또는 요인을 활용해 헤지펀드의 성과를 복제하는 것이 헤지펀드 복제 전략의 기본적인 목적

- 이는 대체투자의 특성을 복제할 수 있는 위험자산과 안전자산의 조합을 찾고자 하는 기회비용 벤치마크 구성의 목적과 동일
- 재무학 선행연구(Hasanhodzic and Lo, 2007; Bollen and Fisher, 2013; O'Doherty, Savin, and Tiwari, 2017 등)는 헤지 펀드 복제에 사용될 수 있는 방법을 제안해 왔음

◆ 본 고에서는 제안된 방법 중 모형의 단순함과 계산의 편리함을 강점으로 하는 Hasanhodzic and Lo (2007)가 제안한 방법을 선택해 살펴봄

- Hasanhodzic and Lo (2007)는 주식, 채권, 신용, 상품, 변동성, 달러 요인을 고려해 다음과 같은 절차를 통해 복제 전략을 수립할 수 있음을 보임

- (1 단계) 다음의 회귀식을 추정함:

$$r_{i,t} = \Sigma \beta_j z_{j,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{s.t.} \quad \Sigma \beta_j = 1$$

$$i \in \{\text{헤지펀드}\}, \quad j \in \{\text{주식, 채권, 신용, 상품, 변동성, 달러}\},$$

이때,

$r_{i,t}$ 는 복제의 대상이 되는 전략의 수익률,

$z_{i,t}$ 는 복제의 기초가 되는 요인의 수익률

- (2 단계) 추정된 회귀계수를 투자비중으로 활용하여 다음과 같이 포트폴리오를 구성:

$$\hat{r}_{i,t} = \Sigma \hat{\beta}_j z_{j,t}$$

- (3 단계) 복제 포트폴리오와 헤지펀드 지수 수익률 간의 변동성을 맞춰주기 위한 표준화와 이러한 표준화로 인해 어긋난 투자비중을 다시 무위험자산을 통해서 맞춰주기 위한 조정을 다음과 같이 수행:

$$\hat{r}_{i,t}^* = \gamma_i \Sigma \hat{\beta}_j z_{j,t} + (1 - \gamma_i) r_{f,t}$$

이때,

$$\gamma_i = \frac{\sqrt{\text{Var}(r_{i,t})}}{\sqrt{\text{Var}(\hat{r}_{i,t})}},$$

$r_{f,t}$ 은 무위험자산의 수익률

- 위의 절차를 전체 표본기간에 대해 적용해 투자비중 값이 변화하지 않으면 “고정비중 모형”, 전체 표본기간에 대해 추정 표본기간(24개월)을 옮겨가며 적용해 투자비중 값이 변화하면 “변동비중 모형”에 해당
- 복제 전략을 수립 및 검증하기 위해 복제의 대상이 되는 헤지펀드에 대해 Credit Suisse의 헤지펀드 지수, 복제의 기초가 요인에 대해 대표성을 가진 지수를 할당해 분석을 수행했으며 이는 <표 1>에 정리되어 있음
 - (통화) 미국 달러
 - (주기) 월별
 - (표본기간) '00년 9월 - '24년 7월

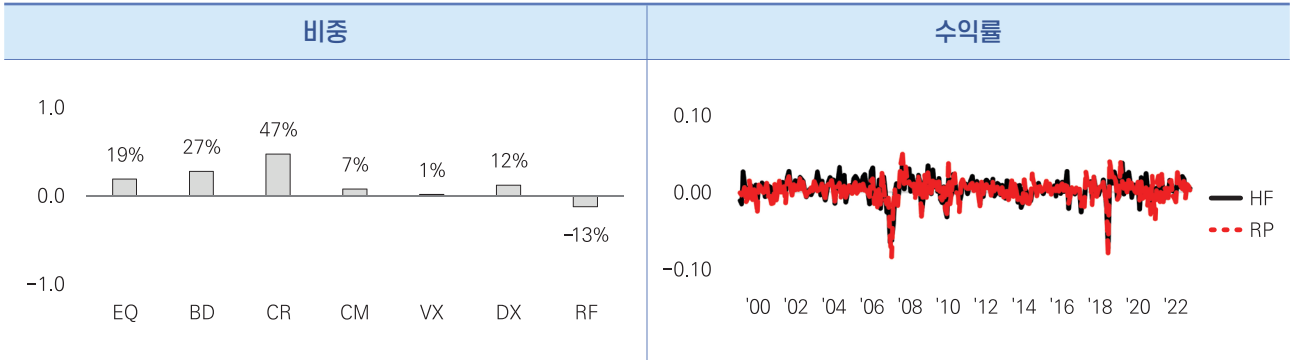
<표 1> 지수*

구분	지수
헤지펀드(HF)	Credit Suisse Hedge Fund Index
주식(EQ)	Morgan Stanley Capital International All Country World Index
채권(BD)	Bloomberg Barclays Global Aggregate Index
신용(CR)	Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index - Bloomberg Barclays Global Aggregate Treasuries Index
상품(CM)	Standard and Poors Goldman Sachs Commodity Index
변동성(VX)	Chicago Board Options Exchange Volatility Index
달러(DX)	Bloomberg Dollar Index
무위험자산(RF)	T-Bill One-Month Rate

출처: 무위험수익률은 French's Data Library, 그 외에는 Bloomberg

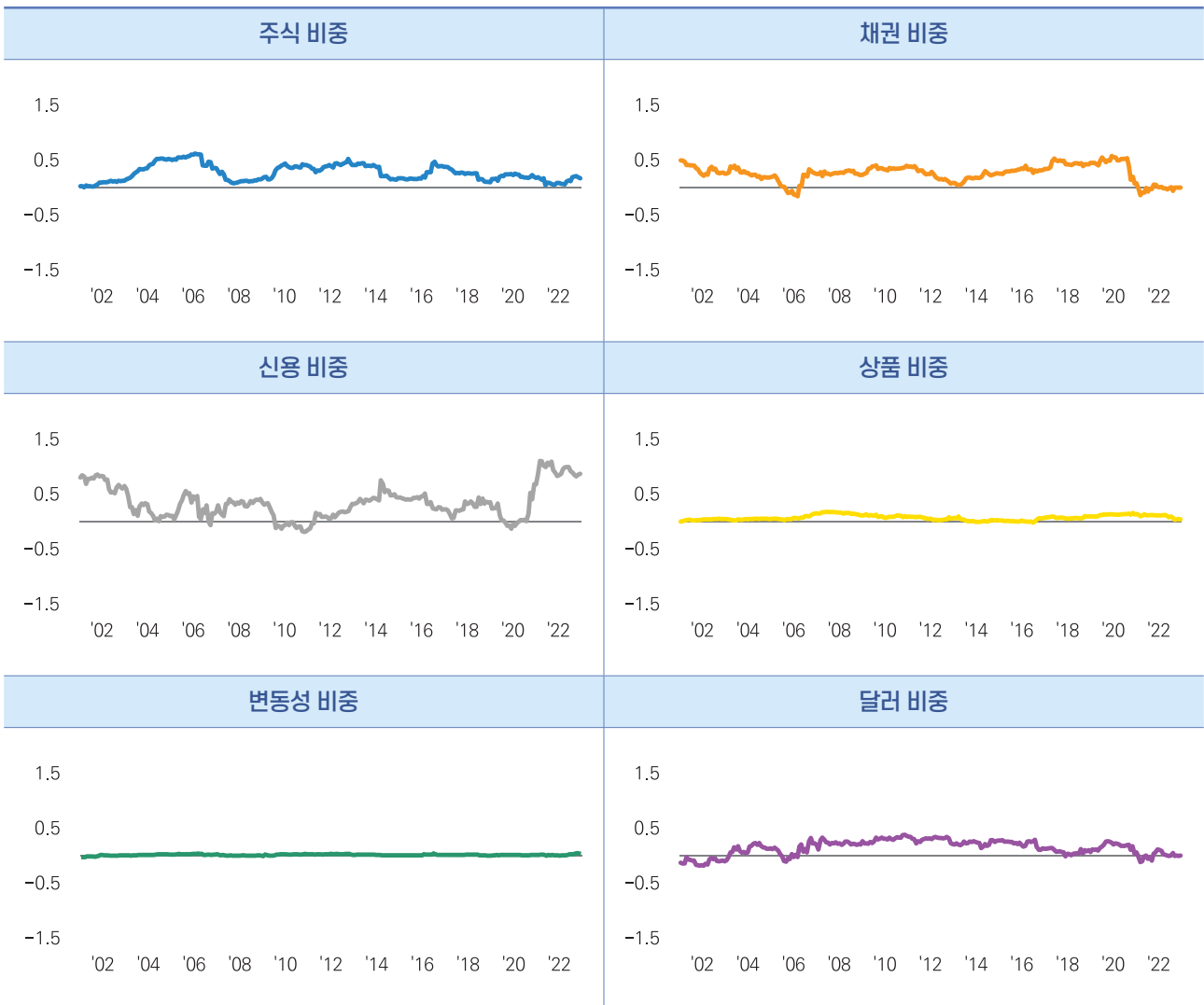
- 헤지펀드(HF)의 성과를 복제하기 위한 복제 포트폴리오(RP) 구성결과는 다음과 같음:
 - (고정) 복제 포트폴리오는 주식 19%, 채권 27%, 신용 47%, 상품 7%, 변동성 1%, 달러 12%의 매입 포지션, 무위험자산 13%의 매도 포지션으로 구성

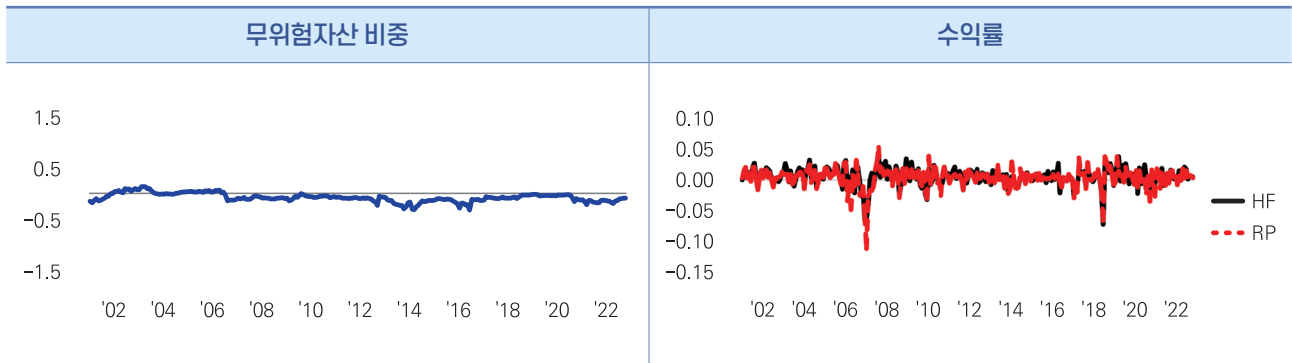
〈그림 1〉 6-요인 고정비중 모형 결과



- (변동) 복제 포트폴리오는 평균적으로 주식 26%, 채권 26%, 신용 34%, 상품 7%, 변동성 1%, 달러 14%의 매입 포지션, 무위험자산 7%의 매도 포지션으로 구성

〈그림 2〉 6-요인 변동비중 모형 결과





- 헤지펀드 지수와 복제 포트폴리오 월별 수익률의 통계적 특성을 비교해 보면 다음과 같음:
 - (고정) 평균은 헤지펀드 지수가 0.46%인 반면, 복제 포트폴리오는 0.25%를 기록하며 차이를 보이고 있으며, 변동성은 모형의 설계상 1.45%로 동일했고, 상관계수는 0.81로 아주 높은 수준이었음
 - (변동) 평균은 헤지펀드 지수가 0.48%인 반면, 복제 포트폴리오는 0.30%를 기록하며 커다란 차이를 보이고 있으며, 변동성은 헤지펀드 지수와 복제 포트폴리오가 각각 1.49%와 1.64%로 비교적 유사한 수준이었고, 상관계수는 0.83으로 높은 수준이었음

〈표 2〉 헤지펀드 지수와 복제 포트폴리오 비교

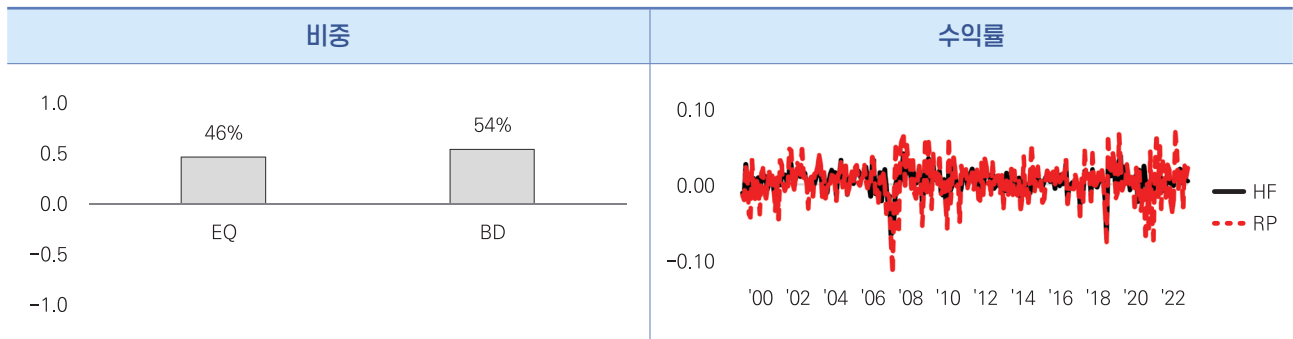
	고정 (표본기간: '00.10~'24.7)		변동 (표본기간: '02.10~'24.7)	
	HF	RP	HF	RP
평균	0.0046	0.0025	0.0048	0.0030
표준편차	0.0145	0.0145	0.0149	0.0164
최소값	-0.0728	-0.0843	-0.0728	-0.1125
중간값	0.0055	0.0040	0.0056	0.0051
최대값	0.0406	0.0497	0.0406	0.0528
자기상관계수	0.2605	0.1554	0.2691	0.1965
상관계수	0.8138		0.8312	

3. 기회비용 벤치마크 구성 전략

◆ 헤지펀드 복제 전략에 기초해 대체투자 기회비용 벤치마크를 구성하기 위해 위험자산인 주식과 안전자산인 채권만을 활용한 분석을 수행

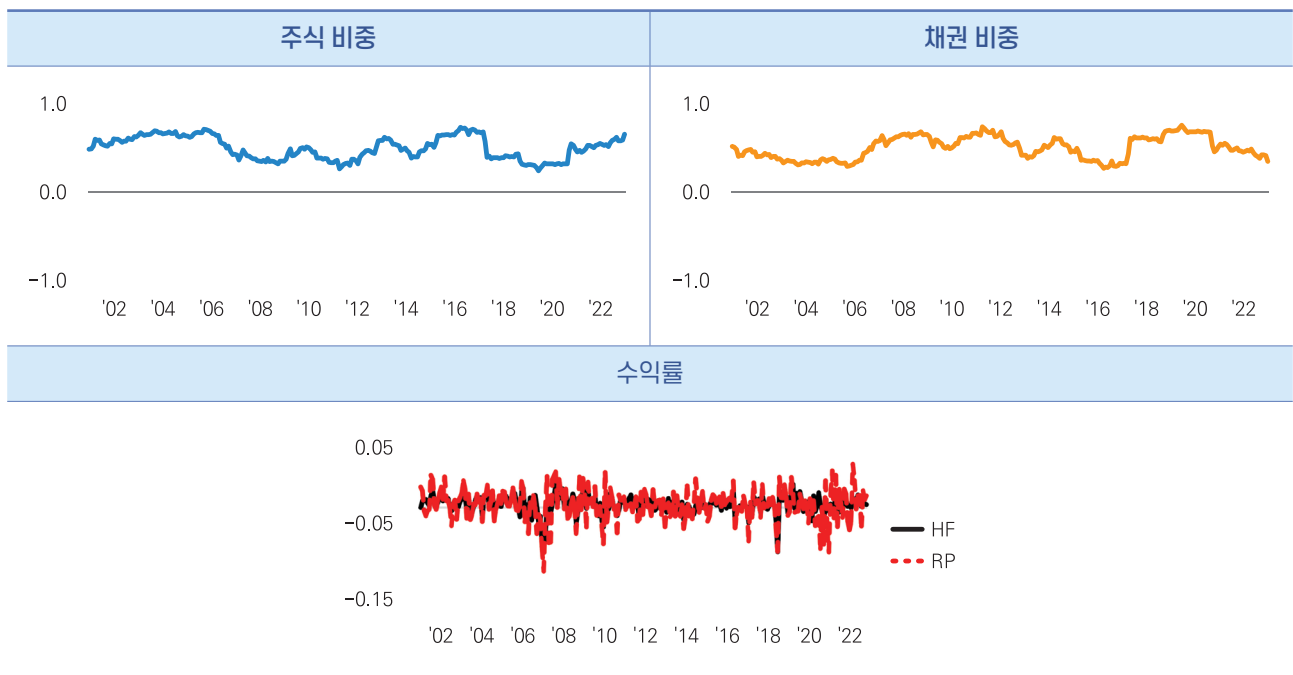
- 위험자산과 안전자산으로 구성되는 기회비용 벤치마크의 특성을 반영하기 위해 투자비중에 대한 조정은 무위험자산이 아닌 안전자산을 통해 수행함
- 헤지펀드(HF)의 성과를 복제하기 위한 기회비용 벤치마크(RP) 구성결과는 다음과 같음:
 - (고정) 주식과 채권의 비중은 각각 46%와 54% 수준인 것으로 나타남

〈그림 3〉 2-요인 고정비중 모형 결과



- (변동) 주식과 채권의 비중은 평균적으로 각각 50%와 50% 수준인 것으로 나타남

〈그림 4〉 2-요인 변동비중 모형 결과



- 헤지펀드 지수와 기회비용 벤치마크 월별 수익률의 통계적 특성을 비교해 보면 다음과 같음:
 - (고정) 평균은 헤지펀드 지수가 0.46%인 반면, 기회비용 벤치마크는 0.36%로 기회비용 벤치마크가 더 낮았으며, 변동성은 헤지펀드 지수가 1.45%, 기회비용 벤치마크가 2.61%로 기회비용 벤치마크가 더 높았음
 - (변동) 평균은 헤지펀드 지수가 0.48%, 유사하게 기회비용 벤치마크가 0.45%를 기록했으며, 변동성은 헤지펀드 지수가 1.49%, 기회비용 벤치마크가 2.62%로 차이를 보이고 있는 것을 확인할 수 있었음
 - 상관계수는 0.72(고정)와 0.71(변동)로 헤지펀드 지수의 움직임을 상당 부분 복제할 수 있는 기회비용 벤치마크를 구성할 수 있는 것으로 확인됨

〈표 3〉 헤지펀드 지수와 기회비용 벤치마크 비교

	고정 (표본기간: '00.10~'24.7)		변동 (표본기간: '02.10~'24.7)	
	HF	RP	HF	RP
평균	0.0046	0.0036	0.0048	0.0045
표준편차	0.0145	0.0261	0.0149	0.0262
최소값	-0.0728	-0.1117	-0.0728	-0.1047
중간값	0.0055	0.0047	0.0056	0.0050
최대값	0.0406	0.0690	0.0406	0.0711
자기상관계수	0.2605	0.0558	0.2691	0.0637
상관계수	0.7170		0.7136	

- 벤치마크는 사전적으로 제시되는 것이 일반적이기 때문에 고정비중 모형은 추정된 투자비중, 변동비중 모형은 추정된 투자비중의 평균 또는 가장 최근 값을 활용해 기회비용 벤치마크를 제시할 수 있을 것으로 예상함

4. 맺음말

- ◆ 본고는 헤지펀드 복제 전략을 활용한 기회비용 벤치마크 구성에 대해 살펴보았으며 이를 통해 다음과 같은 결과를 확인할 수 있었음
 - 상관계수를 기준으로 평가해 보았을 때 주식, 채권, 신용, 상품, 변동성, 달러 요인과 함께 무위험 자산으로 구성되는 복제 전략이 주식과 채권만으로 구성되는 복제 전략보다 헤지펀드 지수의 움직임을 더 잘 모방하고 있음
 - 이는 현재 위험자산과 안전자산에 국한된 요인의 구성을 더 확대 또는 세분화할 필요성이 있음을 의미하며, 이를 달성하기 위해서는 투자자산의 수익률을 설명할 수 있는 공통적인 요인에 대한 분석이 선행되어야 함
 - 요인 모형을 투자 프로세스 전반에서 활용하고 있는 CPPI(Canada Pension Plan Investments)의 사례가 중요한 참고가 될 수 있을 것으로 보임
 - 복제 전략의 성과는 헤지펀드의 성과에 미치지 못하는 것으로 나타났으며 이러한 차이는 다른 요인으로 복제가 불가능한 헤지펀드 고유 프리미엄으로 해석될 수 있음
 - 이는 기회비용 벤치마크를 적용하면 대체투자의 성과가 운용과는 무관하게 과대평가 될 수 있음을 의미하며 이를 조정해 주기 위해 기회비용 벤치마크에 적정 수준의 프리미엄을 가산해줄 필요가 있음
- ◆ 본고가 제안하는 헤지펀드 복제 전략을 활용한 대체투자 기회비용 벤치마크의 구성은 새롭게 도입되는 기준 포트폴리오 체계에서의 적합한 성과평가 벤치마크 마련에 참고할 수 있을 것으로 사료됨

〈참고문헌〉

- [1] Hasanhodzic, J., and Andrew, W. L., 2007, Can Hedge-Fund Returns be Replicated?: The Linear Case, Journal of Investment Management, 5, 5-45.
- [2] Bollen, N. P., and Fisher, G. S., 2013, Send in the Clones? Hedge Fund Replication Using Futures Contracts, Journal of Alternative Investments, 16, 80-95.
- [3] O'Doherty, M. S., Savin, N. E., and Tiwari, A., 2017, Hedge Fund Replication: A Model Combination Approach, Review of Finance, 21, 1767-1804.

해외 연기금의 기준포트폴리오 하 보상체계와 시사점

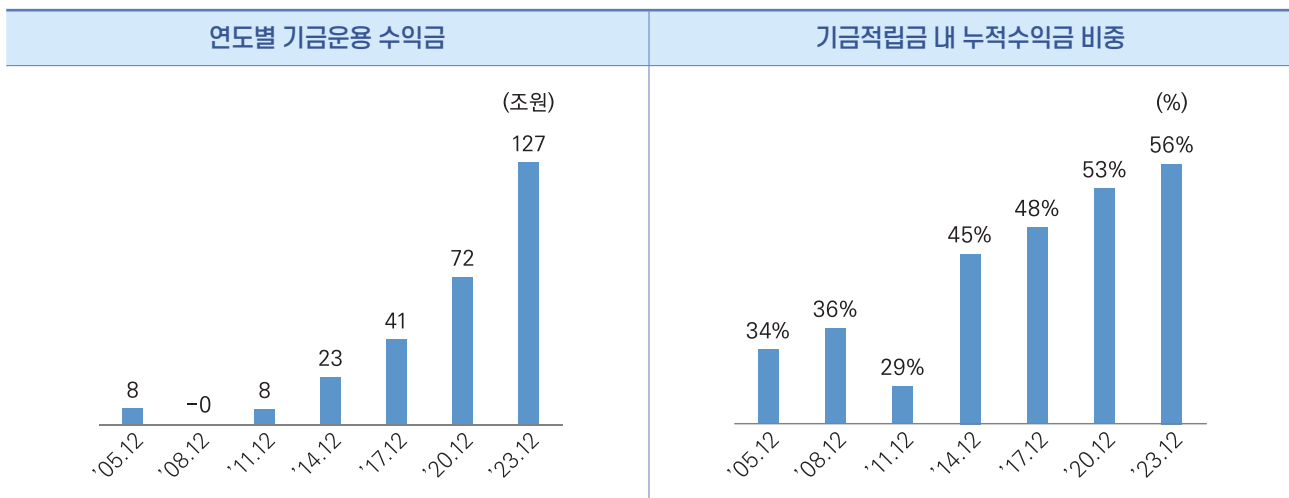


태엄철 전문연구원

1. 머리말

- ◆ 국민연금기금 적립금 규모 중 $\frac{1}{2}$ 이상은 기금운용 수익금에서 비롯하고 있음
 - 1988년 도입된 국민연금기금은 2023년말까지 1,375조원이 조성되었고, 이중 339조원이 연금 지급 등으로 지출되어 2023년말 기준 1,036조원을 적립 중임
 - 그동안의 누적수익금은 578조원으로(이중 127조원은 2023년 한 해 동안의 수익금) 기금 적립금 내 56%를 차지함

〈그림1〉 연도별 기금운용 수익금 및 적립금 내 누적수익금 비중 추이



- ◆ 국민연금기금은 성과개선을 위한 위험자산 비중 확대와 투자다변화의 일환으로 2025년부터 기준 포트폴리오*를 도입할 예정이며, 이를 통해 포트폴리오의 유연성 강화가 기대됨

* 자산군 구성을 단순화하여 장기 위험 선호도를 표현한 저비용(패시브)운영 체계

- 기준포트폴리오 하에서는 기금 전체 포트폴리오 측면에서 투자매력이 높은 자산의 선별 재량이 기금운용본부에게 부여되므로 이러한 노력이 보상체계에 반영될 필요가 있음
- ◆ 이에 본고에서는 기준포트폴리오를 도입한 해외 연기금에서의 보상체계를 점검하고 국민연금기금의 보상체계 개편을 위한 시사점을 제시하고자 함

2. 캐나다 CPP Investment의 성과보상체계

◆ 캐나다 국민연금 투자기관인 CPPI는 2006년에 기준포트폴리오를 도입하였으며, 다음과 같은 보상 체계 기본원칙을 수립하고 있음

- 직원 유치, 동기 부여 및 인력 유지
- 성과에 상응하는 보상
- 직원과 CPP 기금의 장기 수익이라는 목표를 하나로 일치

* Attract, motivate and retain employees;
 * Pay for performance; and
 * Align the long-term interests of our employees with those of the CPP Fund.

출처) CPPI, 2024 회계연도 연차보고서

◆ CPPI의 성과급 구조 및 설계

- 사전에 설정된 성과급 목표의 달성 정도로 성과급 지급률을 산출함

〈표 1〉 CPPI의 성과급 결정 구조

기본급	×	성과급 목표	×	성과 배수	=	연간 성과급
-----	---	--------	---	-------	---	--------

- 성과배수는 총 펀드 성과, 부서 및 그룹 성과, 개인 성과에 의해 결정되며, 각 결정요소를 3:3:4로 가중함

* 고위직의 경우 총 펀드 성과 50%, 부서 및 개인 성과 50%로 가중

- 총 펀드 성과 : 목표성과 대비 절대성과의 달성도와 목표 달러부가가치(DVA; Dollar Value Add) 대비 DVA 실적치의 달성도로 측정하고, 각 5년 누적치이며 모든 비용이 차감됨(net return, net DVA)
- 부서 및 그룹 성과 : 매년 초 설정된 조직의 정량 및 정성 목표치 대비 달성도로 측정하며, 1년 혹은 수년에 걸쳐 측정됨
- 개인 성과 : 매년 초 설정된 개인의 직무 및 통합 위험체계에 대한 성과에 기반하여 달성도를 측정하며, 매년 평가함

• 총 펀드 성과 배수

- 절대성과와 상대성과의 각 달성도에 대해 5:5 가중하며, 절대성과 배수와 상대성과 배수는 최소 0, 최대 2로 설정함

- 절대성과 배수 = $\min \left[\max \left[\frac{\text{5년평균 절대성과}}{\text{5년평균 목표성과}}, 0 \right], 2 \right]$

$$- \text{상대성과 배수} = \min \left[\max \left[\frac{(A^* + 5\text{년 누적 순 DVA}^{**})}{(A + 5\text{년 누적 목표 DVA})}, 0 \right], 2 \right]$$

* 상대성과 배수는 DVA가 -A보다 작을 경우 0, 목표 DVA와 같을 경우 1이 되며, A값에 대한 수치나 산출근거는 공개하고 있지 않고 산식에 의한 상대성과 배수 결과값만 공개함

** 5년 누적 순 DVA는 “5년누적 총 펀드 달러기준 성과 - 5년누적 기준포트폴리오 달러기준 성과”로 계산됨

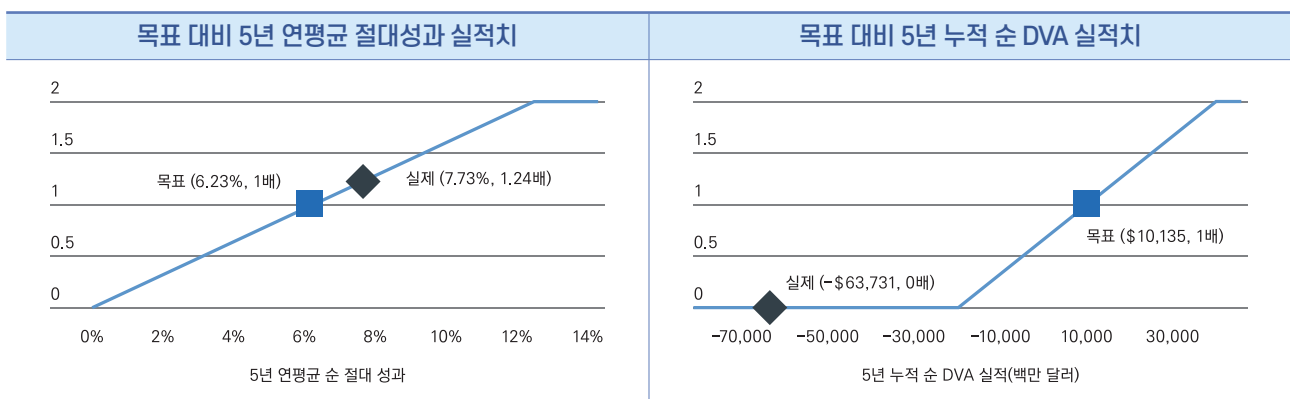
- 2020-2024 회계연도에 대한 총 펀드 성과의 배수는 0.62x를 기록

〈표 2〉 총 펀드 성과, '20~'24 회계연도

회계 연도	절대 성과			상대 성과			
	총 펀드 성과 (10억 달러)	총 펀드 성과 (%)	총 펀드 절대성과 배수	기준 포트폴리오 성과 (10억 달러)	총 펀드 순 DVA (10억 달러)	총 펀드 상대성과 배수	총 펀드 배수
2020	12.1	3.09%		(11.4)	23.5		
2021	84.0	20.37%		119.3	(35.3)		
2022	34.4	6.84%		24.3	10.2		
2023	7.8	1.35%		5.9	2.0		
2024	46.5	7.98%		110.6	(64.1)		
5년 누적 달러/연간 %	184.8	7.73%	1.24	248.6	(63.7)	0.00	0.62

출처) CPPI, 2024 회계연도 연차보고서

〈그림 2〉 총 펀드 성과-목표 대비 실적치, '20~'24 회계연도



출처) CPPI, 2024 회계연도 연차보고서

- CPPI는 성과급의 이연지급제도를 통해 장기근속을 유도함
 - 성과급은 회계연도 종료 후 지급되는 연간성과급(In-Year Award)와 3년 동안 이연지급되는 이연성과급(Deferred Award)으로 구분
 - 고위직의 경우 성과급의 일부(약 50%)가 3년 동안 이연지급되며, 이연된 성과급은 기금에 투자되어 기금 수익과 연동됨

Pension Issue & Trends Analysis

- 회계연도 중 퇴사한 경우 성과급과 미지급된 이연성과급은 지급되지 않음

* Employees forfeit the incentive award and any unvested Deferred Awards if they resign during the fiscal year.

출처) CPPI, 2024 회계연도 연차보고서

- 소결

- 보상체계의 기본원칙에 기금의 운용방향이 포함되어 직원의 조직 몰입도를 높이고자 하며, 개별 포트폴리오가 아닌 기금 전체 절대성과 및 상대성과를 보상의 잣대로 활용함
- 이연지급제도를 통해 장기근속을 유도하며, 이연된 성과급을 기금의 성과와 연동시켜 책임있는 기금운용을 요구함
- 5년 누적평가는 장기수익 창출이라는 기금운용 목표와 연계됨

3. 뉴질랜드 NZSF(New Zealand Superannuation Fund) 성과보상체계

◆ 뉴질랜드의 국부펀드인 NZSF는 2010년 기준포트폴리오를 도입하였고, NZSF의 보상체계 기본 원칙은 아래와 같음

- 뉴질랜드 슈퍼 펀드(NZSF)의 장기 목표 강화
- 개별 자산군이 아닌 기금 전체 접근법에 기반한 투자전략의 강화
- 과도하지 않은 적절한 수준의 위험 감수를 장려
- 인력 유지 및 보상 기간에 대한 고려, 기금과 직원의 성과 일치

* Reinforce the long-term objectives of the NZ Super Fund;
* Reinforce our investment strategy, which is based on a whole-of-Fund approach, rather than individual asset classes or Investment portfolios;
* Ensure remuneration encourages appropriate, but not excessive, risk-taking; and
* Be realistic about the periods for which staff are likely to remain with the Guardians and can reasonably expect to be rewarded for performance while looking to align Fund and staff outcomes.

출처) NZSF, 2022-2023 회계연도 연차보고서

◆ 성과급 구조 및 체계

- NZSF도 CPPI와 마찬가지로 사전에 설정된 성과급 목표에 대한 달성도로 성과급 지급률 산출함
 - 임원 및 운용부서(Front)와 운영부서(Back)로 구분하여 최대 지급률에 차등을 둠
 - 총 성과급은 개인의 역량평가와 전체 기금성과에 의해 결정되며, 임원 및 운용부서는 전체 기금 성과의 비중이 더 높음

- 전체 기금성과에 대해 초과성과(Excess Return)와 부가가치(Value Added)를 각각 $\frac{1}{3}$, $\frac{2}{3}$ 의 비중으로 가중함

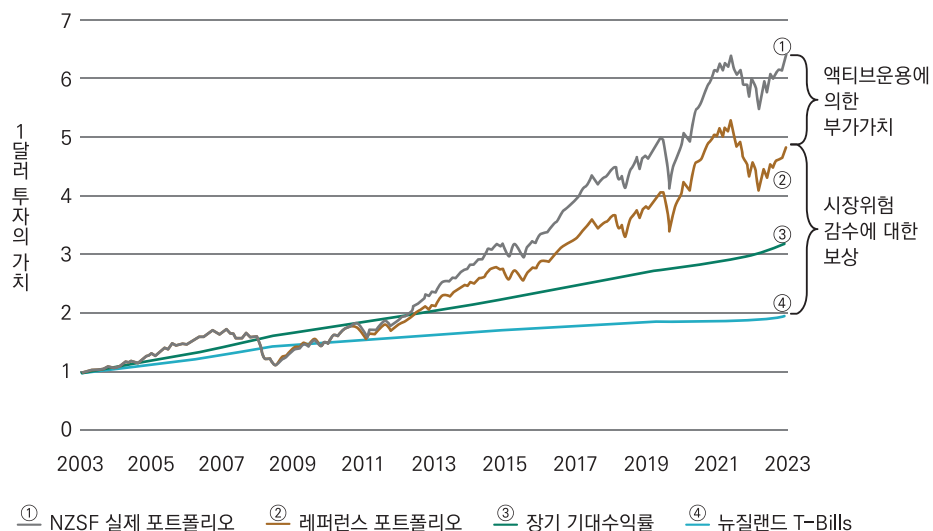
〈표 4〉 NZSF의 성과급 결정 구조

비고	최대 지급률	결정 항목	
		개인성과	전체 기금성과
임원, 운용부서	회계연도 실질 급여의 60%	20%	40% 초과성과 1/3 부가가치 2/3
운영부서 (인사, 내부감사, 리스크, 전략, 기술팀)	회계연도 실질 급여의 30%	20%	10% 초과성과 1/3 부가가치 2/3

출처) NZSF, 2022-2023 회계연도 연차보고서

- NZSF의 성과급 결정 항목 중 전체 기금성과 내 초과성과 및 부가가치는 다음과 같이 산출됨
 - 평가기간은 4년이며 기금 전체성과가 대상임
 - 초과성과는 4년 평균 수익률과 뉴질랜드 T-Bill 수익률의 차이가 4%p(목표치)를 초과할 경우 전액 지급하며, 이는 정부가 국채 발행 대비 펀드에 투자하는 기회 비용을 고려한 것임
 - 부가가치는 4년 평균 수익률과 기준 포트폴리오의 차이가 0.75%p(목표치)를 초과할 경우 전액 지급하며, 저비용 패시브 전략 대비 액티브 투자전략을 통한 기금가치를 추가로 창출하는데 근거함

〈그림 3〉 NZSF의 AP, 기준포트폴리오 및 T-bill 성과 비교



출처) NZSF, 2022-2023 회계연도 연차보고서

- 소결

- CPPI와 마찬가지로 기금이 지향하는 운용목표가 포함되도록 보상체계 기본원칙을 수립하고 있으며, 기금 전체 관점에서 절대성과 상대성도에 대해 성과급을 지급함
- NZSF의 초과성과급은 T-Bill 대비 절대성과의 달성도로 절대성도에 대한 성과급으로 보이며, 부가가치는 기준포트폴리오 대비 초과성과 달성도로 상대성도에 성과급으로 간주할 수 있음
- 4년 누적성과로 장기평가에 기반하며, 기금의 투자 기회비용(T-Bill 수익률)과 기준포트폴리오 등이 보상 프레임에서 기준이 됨

4. 이외 해외 투자기관의 보상체계

◆ 싱가포르 GIC(싱가포르투자청)

- 싱가포르 국부펀드 운용기관인 GIC는 2013년에 기준포트폴리오를 도입하였으며, GIC의 보상체계 기본원칙은 다음과 같음
 - GIC의 목표에 대해 기여한 성과와 책임감 있는 행동에 상응함
 - 우수한 인재의 유지와 기존 우수 인력 유지를 위한 시장 경쟁력 있는 보상
 - 다양한 능력과 관점을 바탕으로 최상의 성과를 달성하고자 기관의 가치와 문화(PRIME; Prudence<신중>, Respect<존중>, Integrity<정직>, Merit<공정>, Excellence<최고>)를 강화
 - 각 그룹/부서/개인 역량에 상응하는 급여와 지속가능한 성과의 연계

- * Recognition of both business results and responsible behaviours that contribute to GIC's goals;
- * Market-competitive pay to attract and retain high-performing talent in the sectors in which we operate;
- * Reinforcing our PRIME values and culture, where diverse capabilities and perspectives contribute to the best outcomes for our Client; and
- * Linkage between pay and sustainable performance, evaluated at the GIC group, division, and individual levels.

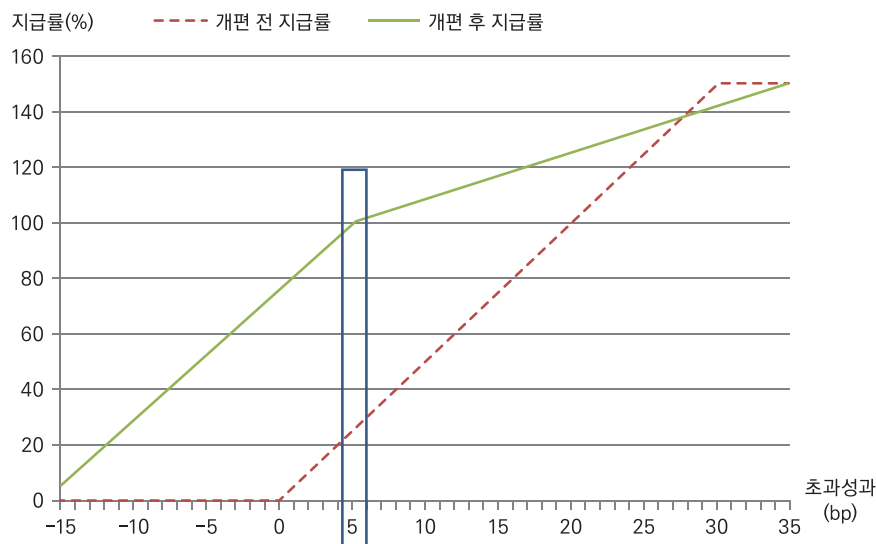
출처) GIC, 2023-2024 회계연도 연차보고서

- GIC는 상세한 보상체계 구조를 공개하고 있지 않으나 다음 사항들을 성과급 지급 절차에서 고려하고 있음
 - GIC의 성과급은 절대 및 상대수익률로 측정되며, 위험통제, 규정 준수 검토, 인력 관리 및 재정적 지속 가능성에 정성적 조치도 함께 고려함
 - 성과급은 연내 지급을 원칙으로 하되, 고위직에 대해서는 장/단기 이연지급제를 시행하며 이연된 성과급에 대해서는 투자성과를 감안하여 재산출함
 - 모든 성과급은 환수 및 취소조항의 적용을 받음

◆ 미국 CalPERS

- 미국 캘리포니아주 공무원연금인 CalPERS는 기준포트폴리오를 도입하고 있지 않으나 장기평가 기반으로 보상체계를 개편한 바 있음
 - CalPERS는 2017년 기금의 장기투자 목적을 달성하고자 기존 3개년에서 5개년으로 성과측정 기간을 확장하였음
 - 또한 벤치마크에는 비용이 반영되지 않지만, 실제 운용에는 비용이 반영되는 것을 감안하여 음(-)의 초과성과에서도 성과급이 지급되는 구조를 만들
 - 한편으로는 실현된 초과수익률이 목표초과수익률을 100% 이상 달성한 경우 성과급 지급률 기울기를 완만하도록 개편하여 지나친 위험추구를 방지하고자 함

〈그림 4〉 CalPERS 보상체계 개편 전후 비교 : 성과급 지급기준



출처) CalPERS 홈페이지

- 소결
 - 기준포트폴리오를 도입한 싱가포르 GIC는 기금운용의 지속가능한 성과가 실현될 수 있는 보상 체계를 수립하고 있음
 - GIC는 절대성과 또한 성과급 지급의 기준으로 활용하고 있으며, 고위직에 대해서는 이연지급제를 적용하여 조직 운영의 책임감을 부여하고 있음
 - 미국 CalPERS는 기준포트폴리오는 도입하고 있지 않으나, 2017년 보상체계 개편을 통해 성과 측정 기간을 5년으로 확장하였음
 - 또한 CalPERS는 비용을 감안하여 음(-)의 초과성과에서도 성과급을 지급하고 있으며, 성과급 지급률 기울기의 조정을 통해 과도하지 않은 수준의 위험활용을 장려하고자 함

5. 맺음말

- ◆ 기금운용성과에 대한 합리적인 보상은 운용역의 사기를 진작하고 다시 기금운용 수익을 증대하는 순기능을 함
 - 장기근속 및 신규 유인을 위해 성과에 상응한 성과급이 지급되어야 하며, 이 과정에서 과도하지 않은 위험이 추구되어야 할 것임
 - 국민연금기금은 재정 안정화를 위한 기금수익률 개선을 요구받고 있으며, 2025년 기준포트폴리오의 도입은 기금수익금 증대에 이바지할 것으로 기대됨
 - 기준포트폴리오 하에서는 통합적 기금관리라는 역할이 부여되며 기금운용본부의 투자 재량이 확대되므로 이와 연계된 보상이 이루어져 수익금 증대를 위한 적극적 투자가 장려될 수 있도록 해야 함
 - 이에 기금운용본부의 투자 재량 확대가 기금의 초과성과뿐만 아니라 절대성과 개선에도 기여할 수 있도록 보상체계 방향이 마련될 필요가 있음
 - 또한 기준포트폴리오의 도입 취지를 반영하여 개별 포트폴리오의 성과보다는 기금 전체 성과의 관점에서 보상이 이루어져야 할 것임
 - 해외연기금 사례에서와 같이 보상체계는 기금의 장기성과를 기반으로 측정되어 기금운용의 장기목표가 반영되어야 함
 - 기준포트폴리오 하에서는 벤치마크 성과의 변동성이 확대되어 연도별 초과성과의 목표 달성을 변동 또한 커질 것으로 예상됨
 - 이에 기금성과의 장기평가를 통해 보다 안정적인 성과급 지급체계 구축에 기여할 수 있을 것으로 사료됨
 - 이는 운용직의 성과목표와 기금의 운용목표가 장기수익 달성으로 수렴하도록 하는 보상체계 구축이라는 측면에서 부합함



NPS 국민연금공단 국민연금연구원

연금이슈 & 동향분석(Pension Issue & Trends Analysis)은

연금제도 및 관련 주요 이슈에 대한 시의성 있는 연구결과 제공을 통해 국가정책 발전에 기여하고자 발행되는 월간지입니다.

본 보고서의 내용은 연구자의 개인적인 의견이므로 공단의 공식적인 견해와는 다를 수 있습니다.

국민연금연구원 홈페이지(<http://institute.nps.or.kr>) - 연구 자료실에서 온라인으로도 이용하실 수 있습니다.

발행인 권문일

발행처 국민연금연구원 전라북도 전주시 덕진구 기지로 170(만성동)

Tel 063. 713. 6776

Fax 063. 900. 3250