

# 기금 자산운용지침 작성 가이드라인

2018. 1.

기 획 재 정 부



# Contents

I. 자산운용지침의 의의 .....	1
II. 자산운용지침 작성가이드라인 개발취지 및 활용방안 .....	2
III. 기금 자산운용의 특성 .....	4
IV. 자산운용지침 작성 가이드라인 .....	8
[총칙]	
① 개요 .....	10
② 자산운용관련 법령 및 규정 .....	10
③ 자산운용의 목적 .....	11
④ 자산운용체계 .....	13
[자산운용정책]	
⑤ 자금운용 계획수립 .....	18
⑥ 적정 유동성 규모 추정 .....	21
⑦ 목표수익률 및 허용위험한도 .....	26
⑧ 자산배분 .....	30
⑨ 직접운용 및 위탁운용 .....	38
⑩ 책임투자 및 의결권 행사 .....	44
[위험관리 및 성과평가]	
⑪ 위험관리 .....	46
⑫ 성과평가 .....	49
[선관주의 원칙]	
⑬ 공시 및 감사 .....	56
⑭ 자산운용담당자의 행위준칙 .....	58



자산운용지침(IPS):  
기금의 목적 및 원칙을  
기술하고 기금운용의  
목표와 투자정책 및  
전략을 수립하여 이를  
여러 이해관계자에게  
공지하고 운용의 일  
관성을 유지함으로써  
효율적인 운용을 도모할  
목적으로 제정. 자산  
운용정책서 또는 투자  
정책서(Investment  
Policy Statement)  
라고도 함.

## I. 자산운용지침의 의의

□ **자산운용 관련 규율체계** : 자산운용지침, 자산운용규정

- **자산운용지침(IPS; Investment Policy Statement)**은 자산운용과 관련된 주요 정책 및 기준 등을 명시
  - 기금 운용의 최고 상위 지침으로서, 국민 및 정부에게 기금 운용원칙 및 방향을 투명하게 공포하는 것이 주요 목적
  - 따라서 원칙 등을 선언하는 **기준서(Statement)** 형식으로 간단·명료하게 작성하되, 기금운용의 원칙·방향을 반영하는 목표 수익률, 허용위험한도, 전략적 자산배분 등에 대해서는 운용 성과와 시장질서에 부정적인 경우가 아니면 수치를 사용하여 명시적으로 표현해야 함.
  - 자산운용지침 하위에 투자실무지침서, 위험관리지침서, 성과평가지침서, 의결권행사지침서 등을 마련할 수 있음.
- **자산운용규정(Regulation)**은 자산운용 시 내부 담당자들이 지켜야 할 세부적인 절차·기준 등을 명시
  - 내부규율이므로 자산운용담당자가 업무에 활용할 수 있도록 가급적 상세하게 작성

	자산운용지침	자산운용규정
형식	▪ 기준서(Statement) 형식	▪ 조문 형식
작성목적	▪ 내부 규율 및 외부 공포	▪ 내부 규율
핵심내용	▪ 자산운용 목적 및 원칙 ▪ 자산운용체계 ▪ 목표수익률·허용위험도와 전략적 자산배분 등 자산운용정책 ▪ 위험관리·성과평가의 원칙	▪ 자산운용관련 위원회 및 전담조직의 구성 및 임무 ▪ 자산운용관련 계획수립, 실행, 평가의 세부 절차·기준 ▪ 금융상품 및 금융기관 선정기준·절차 등

※ **자산운용규정**은 자산운용지침과 각 기금관리 주체가 보유한 기존 규정 등을 활용하여 여건에 맞게 작성하되 **기존 규정으로 충분한 경우 별도로 작성하지 않아도 됨.**

## Ⅱ. 자산운용지침 작성가이드라인 개정 취지 및 활용방안

### □ 개정 취지

- 국가재정법 제79조에 따라 각 기금관리주체는 자산운용지침을 제정하고 이에 따라 자산운용을 하여야 함.

#### 국가재정법

제79조(자산운용지침의 제정 등) ①기금관리주체는 기금의 자산운용이 투명하고 효율적으로 이루어지도록 하기 위하여 자산운용업무를 수행함에 있어서 준수하여야 할 지침(이하 “자산운용지침”이라 한다)을 심의회의 심의를 거쳐 정하고, 이를 14일 이내에 국회 소관 상임위원회에 제출하여야 한다. 이 경우 자산운용위원회가 설치되어 있는 기금은 심의회의 심의 전에 자산운용위원회의 심의를 거쳐야 한다.

②제1항의 규정에 불구하고 제74조제1항 단서의 규정에 따라 심의회를 설치하지 아니한 기금의 경우에는 기금관리주체가 직접 자산운용 지침을 정하여야 한다.

③자산운용지침에는 다음 각 호의 사항이 포함되어야 한다.

1. 투자결정 및 위험관리 등에 관련된 기준과 절차에 관한 사항
2. 투자자산별 배분에 관한 사항
3. 자산운용 실적의 평가 및 공시에 관한 사항
4. 보유주식의 의결권 행사에 대한 기준과 절차에 관한 사항
5. 자산운용과 관련된 부정행위 등을 방지하기 위하여 자산운용 업무를 수행하는 자가 지켜야 할 사항
6. 그 밖에 자산운용과 관련하여 기금관리주체가 필요하다고 인정하는 사항

- 이에 따라 기획재정부는 전문가들의 다양한 의견수렴을 통해 자산운용지침 작성을 위한 가이드라인을 마련·제공함으로써 각 기금의 자산운용지침을 수립하는데 도움을 주고자 함.

□ 활용방법

- 작성 가이드라인은 각 기금관리주체가 자산운용지침 작성 시  
참고자료로 활용토록 제시하는 자료로서
  - 기금 자산운용의 기본 방향, 절차, 기준을 제시하고,
  - 자산운용지침에서 작성해야 하는 내용과 작성 방법에 대해 설명
- 기금의 자산운용은 각 기금관리주체의 자율적 판단과 책임 하에  
이뤄지고 기금별로 자산운용여건이 다르므로, 자산운용지침의  
세부내용은 자율적으로 판단하여 작성하는 것이 원칙

### Ⅲ. 기금 자산운용의 특성

기금의 자산운용은 사업 수행을 위해 보유하는 공공자금을 운용한다는 특수성이 있으므로, 민간 금융기관의 자산운용보다 엄격한 기준이 요구됨. 자산 운용지침 작성과 운용 실행 시, 이러한 특성에 대한 고려가 필요함.

#### ① 기금 자산운용 목적 : 기금 고유 사업의 수행

- 금융기관의 자산운용은 수익성 제고가 주목적인 반면, 기금의 자산운용은 원활한 사업 수행을 위해 안정성과 유동성을 확보 하면서, 수익성을 추구하는 것임.

#### ② 기금 자산의 성격 : 공공자산

- 기금의 자산운용 담당자는 국민의 재산인 공공자산을 관리하는 수탁자로서, 자산운용의 투명성과 책임성이 크게 요구됨

#### ③ 기금 자산운용의 규범

##### ① 명문화된 지침·규정에 의한 운용

- 개인 자산이 아닌 공공의 자산은 반드시 명문화된 지침·규정에 의해 운용되어야 하며 규정은 가능한 구체적으로 기술하는 것이 바람직함.
- 명문화·구체화된 지침·규정은 임의적 의사결정, 불완전한 의사소통 및 해석의 오류를 줄임으로써 시행착오를 예방
- 또한 담당자의 권한과 책임을 분명히 하여 권한남용이나 과도한 부담을 방지
- 자산운용지침 및 규정의 제·개정 등은 전문성과 투명성을 확보할 수 있는 절차를 통해 주기적으로 수행되어야 함.

##### ② 다수에 의한 주요의사결정

- 기금 자산운용의 투명성·공정성 확보를 위해서 자산운용계획 수립, 자산배분, 거래기관 선정 등 주요한 의사결정행위는



위원회 등 다수에 의해 결정·실행되어야 하며 원칙적으로 담당자 1인의 독자적인 의사결정은 제한되는 것이 바람직함.

③ 위험관리·성과평가 등 관리·감독체제의 독립성 확보

- 위험관리·성과평가 및 감사는 자산운용과 독립된 조직과 인력에 의해 수행하는 것을 원칙으로 하되, 조직규모 상 독립이 곤란한 경우 외부 전문기관의 활용 등을 통해 적절한 견제장치를 마련하여야 함.

④ 정보 공개를 통한 투명성 확보

- 기금 자산운용에서 투명성은 수익성에 우선하는 중요한 원칙임.
  - 따라서 각 기금관리주체는 자산운용계획수립, 자산배분, 거래기관 선정, 성과평가 등 자산운용 전체 단계에 걸쳐서 투명성을 제고하기 위해 노력하여야 함.
- 자산운용과 관련된 모든 정보는 가급적 적절한 원칙과 절차에 따라 공개되어야 함.
  - 다만, 자산운용 결과에 직접적으로 부정적인 영향이 예상되거나 타인의 이익을 해할 가능성이 있어 공개하기 곤란한 정보는 사전에 규정하여 비공개로 할 수 있음.

⑤ 선관주의 의무(善官注意 義務: Fiduciary Duty) 및 건전한 금융질서 유지의무

- 자산운용담당자는 국민의 재산을 관리하는 수탁자로서 **선량한 관리자의 주의의무**를 다하여야 하며 대규모 자금 운용에 따른 금융시장 내 우월적 지위를 남용하지 않는 등 **건전한 금융질서를 유지하기 위해 노력해야 함.**
- 세부적인 내용은 윤리규정(Code of Ethics) 또는 행위준칙(Code of Conduct) 등으로 **명문화**하여 공유하여야 함.
- 선관주의의 의무를 준수하기 위해서, 다수의 국민을 대리하여 기금운용의 책임을 지는 관리주체의 내부통제 시스템이 중요함.

선관주의 의무:

선량한 관리자의 주의의무로써, 수탁관리자는 가입자 및 수급자를 포함하는 이해관계자들의 이익을 보호하기 위하여 수탁재산을 운용하고, 해당업무를 충실하게 수행하여야 함.

- 기금(또는 자산)운용위원회 구성원의 임면권과 절차, 위원 구성, 행위 및 결과통제 등이 모두 내부통제 시스템에 포함됨.
- 기금(또는 자산)운용위원회를 대표성과 전문성을 갖춘 위원으로 구성하는 절차를 마련하고, 의사결정 및 실행에 대한 전문성과 투명성을 철저히 확보하는 등 엄격한 내부통제 시스템을 구축해야 함.

#### ④ 기금 자산운용의 체계

##### ① 1단계: 자산운용체계 구축

- 기금운용의 목적과 원칙에 따라 투자운용에 관련된 조직체계 및 조직원의 구성·자격, 역할·권한 및 책임을 정립

##### ② 2단계: 자산운용정책 수립

- 기금운용의 목적과 원칙을 바탕으로 목표수익률과 허용위험기준 등을 설정
- 기금의 자금 유출입 패턴 및 규모를 파악하여 자금을 운용가능 기간별로 구분
- 목표수익률과 허용위험을 반영해, 자금을 자산군별로 적절히 배분(기금 여건 및 법령 등을 고려해 운용 가능한 것으로 사전에 결정한 자산군에 한해 자금을 배분)

##### ③ 3단계: 자산운용 집행

- 운용조직은 운용지원조직, 운용전문가, 자문기관, 법률, 계리, 회계·감사, 사무수탁 등이 포함되며, 전체 운용조직은 자산운용지침을 준수하면서 자산운용정책에 따라 투자실무를 집행하여야 함.
- 전략적 자산배분에서 허용한 범위 내에서 시장분석을 바탕으로 한 전술적 자산배분, 직접운용과 위탁운용의 비중 결정 등을 포함

④ 4단계: 위험관리와 성과평가

- 자산운용 집행과 그에 따른 운용자산의 위험한도 준수 및 각종 위험의 관리 등 적절하게 자산을 운용하고 있는지 모니터링하고 운용성과를 평가함.
- 성과평가 결과는 피드백 되어 자산운용에 활용되어야 하고, 성과보상과 연계되어야 하며 국민을 대상으로 공시해야 함.

## IV. 자산운용지침 작성 가이드라인

### < 자산운용 지침의 주요 기능 >

#### ① 의사소통의 수단

- 기금의 자산운용담당자와 이해관계자들 간의 의사소통을 원활하게 하여 정책의 혼란과 오해를 방지함.

#### ② 정책의 연속성 보장

- 기금의 자산운용담당자 또는 책임자의 변동에도 불구하고 일관된 자산운용정책의 유지를 가능케 함.

#### ③ 의사결정의 지표

- 자산운용여건 변화 등 새로운 사항을 상시적으로 검토·분석하고 필요 시 개정하게 함으로써 신중한 자산운용을 유도함.

#### ④ 자산운용의 안전장치

- 단기적 시각에서 운용전략을 변경하는 것을 방지하고, 지속적인 위험관리를 통해 장기적으로 안정적인 수익을 추구

### □ 자산운용지침의 구성

- 자산운용지침은 크게 총칙, 자산운용정책, 위험관리 및 성과평가, 선관주의 원칙으로 나뉘어 작성 가능
  - 총칙은 기금의 개요, 자산운용의 목적 및 법령, 자산운용체계에 관한 내용으로 구성. 기금의 성격, 수입·지출구조 등을 고려해, 기금이 추구해야 하는 자산운용의 목적과 자산운용조직 및 의사결정체계를 수립하는 것이 중요
  - 총칙에서 수립한 자산운용의 목적과 원칙을 구현하도록 자산운용정책에서는 자금운용계획, 목표수익률 및 허용위험한도, 자산배분, 직접운용·위탁운용 정책 등에 관한 내용으로 구성
  - 자산운용정책에 따라 자산운용을 가장 효율적으로 실행할 수 있는 위험관리·성과평가 방법, 감사 및 공시내용·절차 등으로 구성

목 차	주요 내용
1. 개 요	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금 연혁 및 주요사업, 조성·운용 규모 등</li> <li>• 자산운용지침의 의의 및 효력 등</li> </ul>
2. 자산운용관련법령	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금의 자산운용관련 법규체계</li> <li>• 기금의 자산운용관련 법규 주요 내용</li> </ul>
3. 자산운용의 목적	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금 자산운용의 목적</li> <li>• 기금 자산운용의 원칙</li> </ul>
4. 자산운용체계	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산운용 의사결정 체계</li> <li>• 자산운용조직의 권한 및 의무 등</li> </ul>
5. 자금운용 계획수립	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자금운용의 계획 수립</li> <li>• 자금수지 분석 및 운용자금 분류</li> </ul>
6. 적정 유동성 규모	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 적정유동성 규모 추정</li> <li>• 자금의 만기별 배분계획</li> </ul>
7. 목표수익률 및 허용위험한도	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 목표수익률 설정 원칙 및 내용</li> <li>• 허용위험한도의 설정 원칙 및 내용</li> </ul>
8. 자산배분	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 투자가능 자산(상품) 및 투자제한사항 (각 자산군별 벤치마크지수도 설정)</li> <li>• 전략적 자산배분</li> </ul>
9. 직접운용 및 위탁운용	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 직접운용·위탁운용의 배분정책</li> <li>• 직접운용·위탁운용의 배분비율</li> <li>• 위탁운용의 원칙, 운용기관 선정 기준, 절차 및 관리방법</li> </ul>
10. 책임투자 및 의결권 행사	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 책임투자 원칙</li> <li>• 의결권 행사의 범위·원칙·위임 등</li> </ul>
11. 위험관리	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 위험종류별 정의 및 허용한도, 관리방법</li> <li>• 위험관리 조직 및 보고체계 등</li> </ul>
12. 성과평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 성과평가 원칙, 주기, 결과보고 및 활용</li> <li>• 성과평가 기준 및 보상정책</li> </ul>
13. 감사 및 공시	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 감사</li> <li>• 공시 내용 및 절차</li> </ul>
14. 행위준칙	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산운용담당자가 지켜야 할 선관주의 의무 등 일반적인 행위준칙</li> <li>• 기금의 자산운용 특성에 따른 행위준칙</li> </ul>

## 1 개 요

### 1. 의의 및 작성 목적

- ☐ 자산운용지침의 목적은 해당 기금의 자산운용 내용을 국민들에게 알리는 데에도 있으므로 국민들의 이해를 돕기 위해 **자산운용지침의 의미와 효력, 해당 기금의 연혁 및 현황** 등에 대하여 기술할 필요가 있음.

### 2. 작성 방법

#### ☐ 자산운용지침의 개요

- 자산운용지침의 의의, 작성주체, 최종 승인 주체, 효력 등 명시
- 자산운용지침의 최근 작성 일자 및 개정을 위한 검토주기 등 명시

#### ☐ 기금의 개요

- 기금의 연혁, 주요 기능 등을 간략히 설명하고, 자금조달구조 및 조성·운용규모에 대해 기술

## 2 자산운용 관련 법령 및 규정

### 1. 의의 및 작성 목적

- ☐ 기금의 자산운용과 관련된 법령 및 규정을 명확히 밝힘으로써 **자산운용의 법적 근거 및 허용된 사항** 등을 국민들이 파악할 수 있도록 함.

### 2. 작성 방법

- ☐ 법령 및 규정의 전체 내용은 상당히 많으므로 자산운용지침에서는 **기금의 근거법령 및 자산운용관련 내부규정** 등의 명칭 및 주요 내용 등을 간략히 기술함.

### 3 자산운용의 목적

#### 1. 의의 및 작성 목적

- 기금은 각 기금의 설치 목적에 부합하는 운용방향을 마련하기 위해서 **운용의 목적과 원칙을 사전에 설정**하고, 목적달성을 위한 일관된 운용원칙으로 기금의 안정성과 신뢰를 확보해야함.
- 사전에 설정한 자산운용의 목적과 원칙을 관련 이해당사자 및 국민들과 공유할 필요가 있음.
  - 자산운용의 목적과 원칙은 목표수익률, 허용위험한도, 자산 배분안 등 **자산운용정책의 근거**가 됨.
  - 기금 자산이 기금 본래의 목적과는 다른 정책적 목적으로 활용될 수 있다는 **국민들의 불필요한 오해**를 방지할 수 있음.
- 자산운용의 목적과 원칙이 장기적인 운용성과에 영향을 크게 미치므로, 장기적으로 안정적인 운용이 필요한 연금성, 보험성 기금은 기금의 성격, 재정 여건 등을 고려하여 자산운용의 목적과 원칙을 설정하는 것이 필요.

자산운용의 공공성 :  
기금의 자산운용이 국가  
경제와 사회질서를  
저해하지 않고 금융  
시장을 교란하지 않음.

국가재정법
제62조(기금관리·운용의 원칙) ①기금관리주체는 그 기금의 설치목적과 공익에 맞게 기금을 관리·운용하여야 한다.
②삭제 <2008.12.31.>
제63조(기금자산운용의 원칙) ①기금관리주체는 안정성·유동성·수익성 및 공공성을 고려하여 기금자산을 투명하고 효율적으로 운용하여야 한다.
②기금관리주체는 제79조의 규정에 따라 작성된 자산운용지침에 따라 자산을 운용하여야 한다.
③< 생 략 >

## 2. 작성 방법

### □ 기금 특성에 맞는 자산운용 목적과 원칙

- 연금성, 금융성, 사업성 등 기금의 성격에 따른 자산운용 목적과 원칙을 명시함. 다음과 같은 사항을 고려함.
  - 연금성 기금은 책임준비금의 성격을 반영해 연금의 안정적 급여 지급을 위한 연금재정의 장기적 안정성을 유지하는 것이 중요. 이를 달성하기 위해 허용된 위험 한도 내에서 기금 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 운용하는 것을 원칙으로 함.
  - 금융성 기금은 기금의 고유 목적사업을 충실히 수행할 수 있도록 적정수준의 위험한도 내로 손실위험을 줄이고, 안정적인 수익률 달성을 추구함으로써 기본재산 확충에 기여하는 것을 원칙으로 함.
  - 보험성 기금 및 사업성 기금은 해당 기금의 목적사업의 원활한 수행과 국가 재정부담 경감 등을 위해 자금을 안정적이고 효율적으로 운용하는 것을 원칙으로 함.



## 4 자산운용체계

### 1. 의의 및 작성 목적

- 공적인 자금인 기금의 자산운용은 원칙적으로 다수로 구성된 **분권화된 전문적 조직**에 의해 운용되어야 함.
  - 다만, 내부에 충분한 자산운용 전문조직과 인력을 갖추 수 없는 기금은 외부전문가 및 기관을 활용하여 전문성을 보완하고 효율성을 제고하는 것이 바람직함.
  - 기금은 내부 자산운용 조직을 구성하기 어려운 경우 운용을 외부에 위탁할 수 있으며 성과평가 및 위험관리업무도 외부위탁 할 수 있음. 다만, 외부위탁운용 정책 및 성과평가·위험관리의 외부 위탁 정책에 관해서는 자산운용지침에 명시(가이드라인 '9. 직접운용 및 위탁운용' 참조)
  - 특히, 연기금투자폴 등에 기금전액을 위탁 운용하는 기금은 자산운용과 위험관리 업무는 외부에 위탁할 수 있으나, **자금 운용계획, 적정유동성 규모 추정, 전략적 자산배분 등 자산 운용정책 수립과 성과평가 업무**는 기금관리주체의 책임 하에 수행되어야 함. 이를 위해 자산운용위원회와 성과평가위원회를 설치·운영해야 함. 다만, 중소형기금의 경우 성과평가 업무를 외부전문기관에 위탁하고 그 결과를 자산운용위원회에서 심의할 수 있음.
- 자산운용지침에 자산운용조직 및 부서별 **권한·책임을 규정함**으로써 책임소재를 명확히 하고 불필요한 책임 부담을 방지함.

#### 국가재정법

제77조(자산운용 전담부서의 설치 등) ①기금관리주체는 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용을 전담하는 부서를 두어야 한다.  
 ②기금관리주체는 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용평가 및 위험관리를 전담하는 부서를 두거나 그 업무를 외부 전문기관에 위탁하여야 한다.

## 2. 작성 방법

### ① 자산운용체계 개요

- 기금의 자산운용과 관련된 의사결정체계를 기술함.
- 기금운용심의회, 자산운용위원회 및 자산운용 전담조직과 성과평가와 위험관리 관련 위원회 및 전담조직을 조직도 등을 활용하여 작성함.
- 자산운용 업무의 전체적인 흐름을 알 수 있도록 작성함.

### ② 자산운용 조직과 역할 및 보고체계

- 자산운용조직(주요 의사결정 위원회 및 자산운용 전담 조직)의 구성 현황과 함께 부서별 권한 및 책임, 보고체계를 기술함.
- 기금의 최고의사결정기구인 기금운용심의회와 자산운용관련 주요사항을 심의하는 자산운용위원회, 그리고 자산운용 전담 조직에서 개별 자산의 운용과 관련해 투자심의위원회(투자관리 위원회, 대체투자심의위원회 등)를 둘 수 있음.
- 기금의 자금규모와 성격에 따라 기금운용심의회와 자산운용위원회를 통합운영하거나 기금운용심의회 심의사항의 일부(전략적 자산 배분과 자산운용지침 및 의결권행사지침 등)를 자산운용위원회에서 심의할 수 있음.

### < 기금운용심의회 심의사항 >

- 기본적인 기금운용정책방향 설정
- 중장기 및 연간 기금운용계획안의 작성
- 자산운용지침(투자정책서)의 제정 및 개정
- 기금운용계획 중 주요항목 지출금액의 변경
- 기금결산보고서의 작성
- 기금의 관리·운용에 관한 중요사항으로서 대통령령이 정하는 사항과 기금관리주체가 필요하다고 인정하여 부의하는 사항

## < 자산운용위원회 심의사항 >

- 자산운용전담부서의 설치 등에 관한 사항
- 자산운용지침의 작성에 관한 사항
- 자산운용 전략에 관한 사항
- 위탁운용 정책과 범위에 관한 사항
- 자산운용 성과평가 및 위험관리에 관한 사항
- 그 밖에 자산운용과 관련된 중요 사항

### ③ 위험관리·성과평가 조직 및 보고 체계

- 위험관리와 성과평가를 담당하는 조직의 구성 현황과 함께 부서별 권한 및 책임, 보고체계를 기술함.
- 위험관리와 성과평가는 자산운용 계획수립과 운용을 담당하는 조직과 독립된 별도의 조직 또는 외부 전문기관에서 수행하는 것을 원칙으로 함.
- 내부 조직이 없을 경우 외부전문기관에 외부위탁(Outsourcing) 하도록 하고 이에 대해 간략히 기술함.

## < 위험관리위원회 >

- 위험관리 관련 의사결정기구로서 의사결정의 투명성 및 전문성을 확보하기 위하여 부문별 외부전문가들을 위원으로 균형 있게 구성하여 위험관리부서의 전문성을 보완함.
- 위험관리 기본정책 수립 및 변경, 허용위험한도를 포함한 각종 한도의 설정 및 변경, 위험관리 체계의 구축 및 운영 등의 역할을 담당하는데 이는 기금의 주요 운용사항에 내재된 위험을 사전에 점검하기 위함임.
- 단, 투자실행 이전에 주요 위험관리 사항들을 심의·의결하고 투자실행 이후 현황에 대한 정기적인 보고를 받아서, 필요한 경우 시정을 요구함으로써 투자프로세스 전반에 걸쳐 통제 기능을 수행함.

### < 위험관리 전담조직 >

- 위험관리의 주요사항을 독립적으로 관리하고, 주요사항은 위험관리위원회에 보고함으로써 감시기능과 전문성을 보완함.
- 위험을 사전에 인식·측정하고 기금운용 전체 조직이 공동으로 관리·통제할 수 있도록 각 해당 위험의 종류별로 운용조직 및 외부위원회에 보고하는 주기, 주체, 절차, 보고 대상 등을 마련함.
- 기금 내부조직을 구축하기 어려운 경우,
  - 중요 심의·의결사항은 외부 전문위원회의 검토를 받고, 위험 관리 사항은 외부 전문인력에 위탁하여 운용
  - 외부 전문가 활용을 통해, 내부 조직 구축에 따른 행정비용 부담을 완화하고, 자산분야별 및 운용전략별 위험관리 전문성을 제고할 수 있음.
  - 단, 내부 조직 업무를 외부에 위탁하더라도, 외부 인력에 대한 지속적인 상시 모니터링 체계를 구축해야 하고, 자산운용지침을 통해 문서화된 관리 감독 방안을 명시함.

### < 성과평가위원회 >

- 성과평가 관련 의사결정기구로서 의사결정의 투명성 및 전문성을 확보하기 위하여 부문별 외부전문가들로 위원을 균형 있게 구성하여 성과평가부서의 전문성을 보완함.
- 성과평가 기본정책 수립 및 변경, 자산운용 성과평가 및 원인 분석 결과, 운용성과에 대한 보상 및 포상 등을 심의함.

### ④ 기금 담당자의 전문성을 보강하기 위한 방안

- 기금관리 업무를 위한 자격요건을 갖춘 자가 담당하도록 내부적으로 전문가 인력 Pool을 만들고 지속적으로 전문 인력을 양성함.

CFA(공인재무분석사) :  
경제학, 통계학, 회계,  
재무, 주식 분석평가 등  
국제적으로 재무분석에  
관한 전문가로 인정  
하는 자격증

FRM(재무위험관리사):  
국제적으로 금융기관,  
기업체의 각종 금융  
위험을 예측, 대비하는  
금융전문가로 인정하는  
자격증

CAIA(대체투자전문가):  
대체투자상품들의 적정  
가치를 분석, 적절한  
투자기회를 발굴하여  
최적의 포트폴리오를  
구축·관리하는 전문가로  
인정하는 자격증

- 국내·외 금융관련 고급교육과정 이수, 국내·외 금융기관 파견  
등을 검토해볼 수 있음.
- 관련 자격증으로 국내에는 투자자산운용사, 금융투자분석사,  
재무위험관리사 등이 있고, 국제적으로는 CFA(Chartered  
Financial Analyst), FRM (Financial Risk Manager), CAIA  
(Chartered Alternative Investments Analyst) 등이 있음.

## 5 자금운용계획 수립

### 1. 의의 및 작성 목적

- ☐ 기금은 효율적인 자산운용을 위해 자금운용계획과 자산배분전략을 수립해야 하는데, 우선 최소한 1년~3년간의 자금운용계획을 세워 자산배분을 위한 운용가능 자금규모를 추정해야 함.
  - 기금 담당자는 매월 향후 1년간 발생할 자금수입과 지출을 추정하여 자금운용 계획을 수립하고 업데이트하는 것이 바람직함.
- ☐ 자금운용계획 수립을 위해 자금 유출입 규모 등 기금의 수입·지출을 분석해야 함.
  - 연중 자금 유출입 규모를 예측·과약하여 향후 1년 내 사업비 지출을 위한 **사업대기성 자금 규모를 추정**
    - \* 사업대기성 자금으로는 일상적인 운영자금, 연금급여의 지급을 위한 자금, 목적사업수행을 위한 융자·출자·투자·출연 및 보조에 필요한 자금, 목적사업수행을 위한 토지·건물·시설 등의 취득·관리·처분에 필요한 자금 등이 있음.
  - 향후 1년 내 사업비로 지출되지 않을 것으로 예상되는 자금 중 일부를 **예상치 못한 지출에 대비하는 적정유동성 규모 (유동성 Buffer)로 추정**
    - \* 적정유동성 규모는 기금의 고유특성에 맞게 현금성자금 또는 유동성 자금으로 운용이 가능함.
  - 중장기운용가능 자금은 기금이 당해 회계연도에 조달한 모든 자금에서 기금의 설치목적에 달성하기 위해 향후 1년 내 지출 예정인 사업비와 적정유동성 규모를 제외한 자금을 의미
- ☐ 당해 회계연도의 총 운용가능 자금 규모와 사업대기성 자금 규모, 적정 유동성 규모 추정을 통해 **단기자금과 중장기자금으로 만기별 자금배분을 해야 함.**

적정유동성 규모:  
유동성 Buffer라고도 하는데, 향후 1년 내 사업대기성 자금에 예상치 못한 지출에 대비하기 위해 추가로 준비해야할 단기자금

단기자금:  
만기 1년 미만으로 운  
용가능한 자금

중장기자금:  
만기 1년 이상으로  
운용가능한 자금으로서  
기금자산 중 단기  
자산과 공자기금위탁금을  
제외한 모든 자금

## 2. 작성 방법

### ① 운용자금의 분류

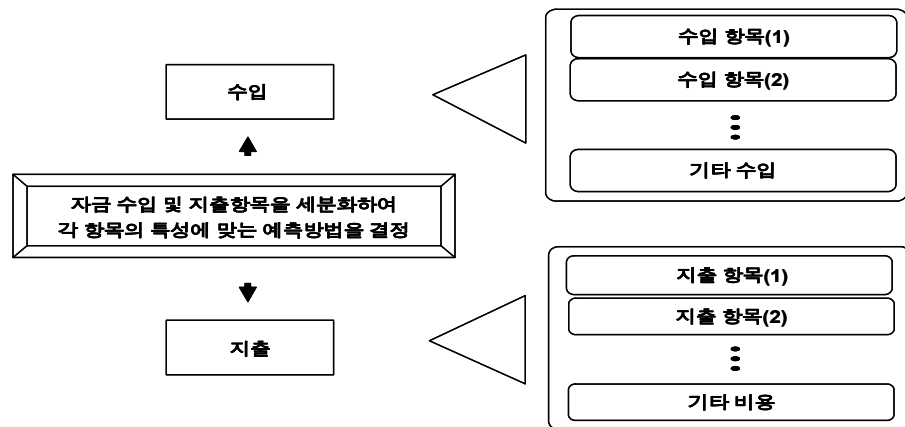
- 운용자금은 단기자금과 중장기자금으로 분류함.
- 단기자금 = 1년 미만으로 운용되는 사업대기성 자금 +  
적정유동성 자금
- 중장기자금 = 총 운용가능 자금 - 단기자금

단기 자금	현금성 자금	<ul style="list-style-type: none"> <li>자금집행에 대응하기 위해 보유하는 수시입출금식 계정자금</li> <li>만기 3개월 미만으로 운용되는 금융자산(예상치 못한 지출에 대비하기 위해 3개월 이내로 운용되는 적정유동성)</li> </ul>
	유동성 자금	<ul style="list-style-type: none"> <li>유동성을 일부 보충하면서 수익성을 추구하는 목적으로 환매성 있는 자산에 투자된 자금</li> <li>만기 3개월 이상~1년 미만으로 운용되는 자금(예상치 못한 지출에 대비하기 위해 3개월 이상~ 1년 미만으로 운용되는 적정유동성)</li> </ul>
중장기자금		<ul style="list-style-type: none"> <li>자금운용수익의 제고를 위해 만기 1년 이상으로 운용되는 자산으로서 기금자산 중, 단기자금과 공자기금위탁금을 제외한 모든 중장기 투자가 가능한 자금</li> </ul>

### ② 자금 운용계획 수립

#### 1) 자금수지 항목의 결정

- 자금의 현금흐름의 성격을 파악하기 위하여 자금을 수입항목과 지출항목으로 구분함. 수입항목과 지출항목을 다시 세부항목으로 구분함.



- 각 수입 및 지출 항목의 규모, 시기, 속성 등을 분석하여 각 항목의 특성에 맞는 예측방법을 결정한 후 미래에 발생할 현금 유입액과 유출액의 규모 및 시기를 추정함.

## 2) 단기자금과 중장기자금 운용규모 결정

- 연간자금운용계획 수립 시, 자금운용계획을 바탕으로 당해연도 단기자금 및 중장기자금 규모를 결정함.
- 전년도 12월 말잔 규모와 당해에 조성될 것으로 예상되는 자금의 총 규모를 합산하여 총 운용가능 자금규모를 도출하고 총 운용가능 자금규모에서 당해 예상되는 기간별 사업지출 규모를 차감해 중장기 운용가능 자금 규모를 도출함.
- 중장기 운용가능 자금규모에서 적정유동성 규모를 제외한 자금을 실제 중장기자금으로 분류함.

현금성자금:

만기 3개월 미만으로 운용되는 당좌예금, 기업자유예금, 보통예금, 저축예금, 기타 예금 및 MMDA와 MMF등 수시입출금식 계정자금

유동성자금:

만기 3개월 이상~1년 미만으로 운용되는 정기예금, CD, CP, 수익증권, 채권, 주식 등 환매성 있는 자산에 투자된 자금

<표> 만기별 자금배분 예시 (단위: 백만원, %)

구분			운용규모	비율
단기 자금	현금성 자금	사업대기성자금	xxxxxx	x.xx
		적정유동성	xxxxxx	x.xx
	유동성 자금	사업대기성자금	xxxxxx	x.xx
		적정유동성	xxxxxx	x.xx
중장기자금			xxxxxx	x.xx
총 계			xxxxxx	100.00%

- 자금배분안은 평잔 또는 운용규모에 따라 설정하고, 반드시 어떤 기준으로 작성되었는지를 표기하고 운용규모를 구체적인 수치로 명시해야 함.
- 적정유동성 규모와 자금운용계획에 따라 세운 만기별 자산배분 규모 및 비율은 적기에 개정하여 수치로 명시함.



### 1. 의의 및 작성 목적

- 적정유동성 규모(유동성 Buffer)는 예상치 못한 지출에 의한 유동성 위험을 대비하기 위한 것으로 추정방법의 선택 근거와 함께 구체적인 수치로 명시해야 함.

### 2. 작성 방법

#### ① 자금수지항목의 특성 분석

- 수입항목과 지출항목의 항목별 과거 자료를 이용하여 자금의 유입과 지출의 규모, 시기, 추세 등을 통해 자금의 특성을 파악함.
  - 과거 자금의 수입항목과 지출항목을 세부항목에 따라 분류한 후, 일별 또는 월별 시계열 데이터를 통하여 분석함.
  - 일반적으로 발생할 수 있는 사항인지 분석하여 실제 발생하기 어려운 자금유입이나 지출은 계획에 반영하지 않음.
  - 과거 자료에서 만기별 자금배분에 고려하지 못했던 패턴 발생 여부를 확인하고 원인을 분석해서 향후 발생 가능성을 검토함.
- 특성 분석을 통해 세부 항목별 현금흐름의 사전 예측가능성을 파악함. 예측가능성에 따른 자금의 특성과 예측 방법은 다음의 3가지로 분류할 수 있음.
  - 사전 예측이 곤란한(Stochastic) 항목의 경우: 과거 운용 데이터를 이용한 통계적 분석을 통해 측정함.
  - 사전 예측 가능하거나 규칙적인 항목의 경우: 예측가능한 수지차를 이용해 측정함.
  - 금액은 사전예측이 가능하나 자금의 유·출입 시점이 불확실한 항목: 별도의 가정을 통하여 측정함.

- 각 세부항목의 특성에 맞는 예측방법을 결정한 후 미래에 발생할 현금 유입액과 유출액의 규모와 시기를 산정함.

## ② 적정유동성 규모 산출

- 적정유동성 규모 산출 과정은 다음과 같음.
  - 1단계: 기금의 과거 자금 유입과 지출의 추세 및 패턴 분석을 통해 자금의 특성을 파악함.
  - 2단계: 미래에 발생할 수 있는 유동성위험에 대비하여 준비해야 하는 적정유동성 규모의 목표수준(Target Level)을 설정함.
  - 3단계: 당해 사업 환경을 고려해 적정유동성 관리기간을 설정하여 적정유동성 규모를 산출함.
- 적정유동성 규모의 목표수준은 기금의 특성 및 운용방식을 고려하여 설정함.
  - 기금이 유동성위험(지급불능상태)에 과다하게 노출되지 않기 위해서는 관리 목표수준을 높게 설정해야 함.
  - 유동성 자금의 과다 보유로 인한 기금 수익률 저하를 방지하기 위해서는 관리 목표수준을 낮게 설정해야 함.
  - 중장기자금의 유동성 정도에 따라 관리 목표수준이 달라질 수 있음. 중장기자금이 유동성이 높은 자산(국채 등)으로 구성되어 있는 경우 관리 목표수준을 비교적 낮게 설정할 수 있음.
  - 사업집행을 위한 자금지출 시기의 조정의 용이성 정도에 따라 관리 목표수준이 달라질 수 있음. 사업 지연 시 이해관계 당사자로부터의 소송가능성 등으로 자금지출의 시기 조정이 어려우면 관리 목표수준을 비교적 높게 설정할 수 있음.

유동성위험 :

기금의 고유사업을 집행하는데 있어서 예상치 못한 지출의 발생으로 필요한 자금을 즉시 조달할 수 없거나 즉시 조달에 따른 비용이 많이 드는 위험

## < 적정유동성 규모 산출 방법 >

- ① **Cashflow at Risk** 방법은 일정 확률로 유동성위험 발생 시 부족한 유동성 규모를 산출하는 방법으로 과거 자료나 모형을 통해 기금에 적합한 목표수준(신뢰수준) 및 관리기간을 설정한 후 산출된 수치를 활용함.
  - 활용가능한 과거 계획 대비 실제 순지출의 오차 자료가 있는 경우 유용함.
  - 활용가능한 과거 계획 대비 실제 순지출의 오차 자료가 없는 경우에는 시뮬레이션 방식 등 적합한 방식을 통한 자료를 산출 후 사용함.
- ② **Stress Test** 방법은 극단적 상황 하에서 필요한 유동성 규모를 산출하는 방법으로 발생할 수 있는 극단적 상황에 대해 사전적으로 정의할 필요가 있으며 산출된 유동성 규모를 전액 보유하기 보다는 보완적인 대처 방안을 함께 강구해야 함.
  - 대처 방안으로는 유동성이 높은 중장기 자산 순으로 환매, 경상 사업 위주로 사업규모 축소, 공자기금을 통한 긴급자금 대출 및 채권발행을 통한 자금조달 등을 들 수 있음.
- ③ 보몰(W. Baumol)로 대표되는 **확정적 모형**과 오오(D. Orr)로 대표되는 **확률적 모형** 등을 이용한 방법 등이 있는데 활용 가능한 과거 계획 대비 실제 순지출의 오차 자료가 없거나 과거 경험이 미래에 적용되지 않는다고 판단되는 경우 사용할 수 있는데 모형 선택에 따라 결과가 다름.
- ④ 미래부채, 보험지급금 또는 자연재해, 거시경제와 밀접한 지출 항목을 가진 기금의 경우 재정추계를 통해 미래의 자금수지를 예측하고 적정 유동성을 산출할 수 있음. 예상치 못했던 순지출의 증가에 대비하기 위하여 VaR를 추정할 때에 추계치와 실제 순지출의 오차의 변동성을 이용한다는 특징이 있음.

VaR(Value at Risk):  
특정 신뢰구간에서  
정상적인 시장 여건  
하에서 목표기간동안  
발생할 수 있는 최대  
손실금액(Maximum  
Possible Loss)

적정유동성 = 재정추계를 통한 자금 순지출 예측치 + VaR(추계오차 변동성 아워)

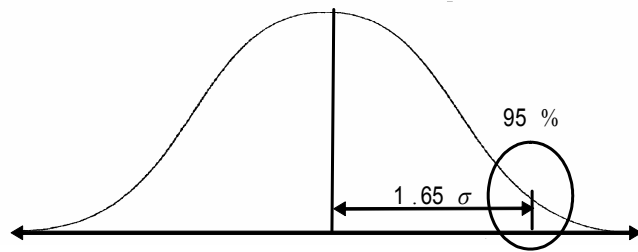
<Cashflow at Risk 방법에 의한 적정유동성 규모 추정 예시>

- ① 기금의 과거 자금 수지자료를 통해 기간별(1~12개월) '계획 순지출 대비 실제 순지출 오차'의 평균과 표준편차를 산출. 단, 과거 계획 자료는 매년 초 시점에서의 자료를 사용함.
  - 오차의 분포가 특이한 경우 표준편차 활용은 부적합함.
  - 산출된 평균과 표준편차의 값의 의미를 파악 후 활용함.
  - 계획 순지출 오차의 표준편차 또는 실제 순지출 오차의 표준편차만을 사용하는 것은 부적합함.
- ② 예측 곤란한 항목의 과거 순지출 누계를 총당할 수 있도록 관리 목표수준에 따라 일정 신뢰수준(80~99%)과 관리기간을 결정함.
  - 관리기간 결정시 기금의 수입 및 지출관리 재량과 자산운용 현황에 근거하여 설정함.
  - 수입 및 지출의 조정 가능성 정도, 큰 손실 없이 중장기자산을 환매할 수 있는 기간, 긴급 자금 조달 가능성 정도 등 기금 현황을 고려함.
- ③ '계획 순지출 대비 실제 순지출 오차'의 평균을  $\mu$ , 표준편차를  $\sigma$ 라고 할 때 T개월 유동성 buffer는 평균값  $\mu$ 와 아래 표의 '1개월 유동성 buffer'에  $\sqrt{T}$ 를 곱한 값을 합산해 계산함.

유동성위험 관리 신뢰수준	1개월 유동성 buffer
80% 수준	$0.84\sigma$
90% 수준	$1.28\sigma$
95% 수준	$1.65\sigma$
99% 수준	$2.33\sigma$

예) 신뢰수준은 사용자에게 따라 임의로 선택할 수 있으나, 최초의 VaR측정시스템이라 할 수 있는 JP Morgan사에서는 95%를 신뢰수준으로 사용할 것을 제안함. '계획 순지출 대비 실제 순지출 오차'의 평균이 10억원, 표준편차가 30억원일 때 95%의 확률로 예상하지 못한 순지출을 총당하기 위한 1개월 유동성 buffer는 다음과 같이 계산함.

[순지출의 분포]



$$\text{유동성 Buffer} = 10\text{억} + 1.65 \cdot 30\text{억} \cdot \sqrt{1} = 59.5\text{억 원}$$

④ 산출된 적정유동성 규모에 대한 검증절차를 권고함.

- 예를 들어 95%의 신뢰수준과 1개월 관리기간으로 산출된 규모가 실제 과거 월별 자료에서 5%에 근접한 확률로 유동성이 필요했던 기간이 몇 개월 또는 전체 기간 중 몇 %이었는지 점검.

## 7 목표수익률 및 허용위험한도

- 자산운용정책 수립의 출발점은 사전에 목표수익률(Target Return)과 허용위험한도(Risk Tolerance)를 설정하는 것으로 사전에 구체적인 수치로 명시되어야 함.

### 1. 목표수익률

#### 1. 의의 및 작성 목적

- 목표수익률은 기금의 원활한 목적 수행을 위해 “사전적으로 설정하는 자산운용수익률의 목표치”로서, 자산배분을 통해 달성해야할 요구수익률의 개념으로 정의할 수 있음.
  - 기금의 자산운용 목적 및 원칙에 따라 목표수익률을 먼저 설정하고, 이를 달성하기 위한 자산배분(안)을 도출하는 것이 바람직
  - 목표수익률은 사전에 자산운용의 방향을 반영하여 설정하는 것이며, 성과평가는 자산운용 결과 실현된 수익률과 기준수익률(벤치마크지수의 실현수익률)에 기초하여 이루어져야 함.
- 자산부채종합관리모형(ALM)을 통해 금리 및 환율을 비롯한 외부 변수 변동에 따른 보유 자산과 부채의 변동을 인식하고, 상호 상관관계를 고려하여 매년 발생하게 될 잉여나 부족분을 산출한 후, 바람직한 자산과 부채의 구성을 갖추기 위한 요구수익률을 산출해 목표수익률로 설정할 수 있음.

#### 2. 작성 방법

- 전체 및 자산유형별 목표수익률 및 목표수익률 산정 근거
  - ① 전체 자산 목표수익률은 기금의 고유 목적을 달성하기 위해 기금이 추구해야할 수익률임.

목표수익률:  
기금의 목적을 달성하거나 기금의 성격을 반영해 사전적으로 설정하는 자산운용수익률의 목표치(Return Objectives)로 자산배분의 근거

자산부채종합관리(ALM):  
위험요인의 변화에 대한 예측을 근거로 자산과 부채의 구성을 조정함으로써 수익의 극대화와 안정화를 추구하기 위한 조직 전체 차원의 시스템적 접근

적립비율  
(Funding Ratio):  
현재 자산대비 미래  
부채의 비율

적립배율:  
적립금을 지출액으로  
나눈 비율(가령 적립  
배율이 32배라면 보험료를  
걸지 않아도 32년간  
연금을 지급할 수  
있다는 것을 의미)

단기자산:  
만기 1년 미만으로  
운용되는 자산.

중장기자산:  
만기 1년 이상으로  
운용되는 자산

\* 예) 연금성 기금: 적립비율(Funding Ratio) 또는 적립배율 목표를 유지  
하기 위해 요구되는 수익률

금융성 기금: 보증잔액/여유자금 배수의 일정 수준 유지 등

사업성 기금: 기금사업의 안정적 수행을 위해 예상되는 지출규모를  
일정하게 유지시켜 주는 수익률, 그 외 차입이자율,  
정책목표를 달성하기 위한 재원마련과 관련된 수익률 등

- 기금의 목적사업을 원활히 수행하기 위한 목표수익률이  
현실적으로 달성 불가능할 경우나 책임준비금 성격의 기금일  
경우 목표수익률은 실현가능한 수치로 설정하되 합리적인  
산출 근거를 밝혀야 함.

#### < 목표수익률 산출 예시 >

- 기금의 실질 가치 유지 및 성장 목적으로 실질 경제성장률과 예상  
물가상승률을 합산한 값 등
- 특정 대표자산의 수익률 이상으로 설정하는 경우 대표 자산의 예상  
수익률에 과거 기금의 실현된 수익률과 대표 자산의 수익률의 차이를  
합산한 값 등.
- 예상물가상승률이나 특정 대표자산의 예상 수익률에 기금의 운용  
정책을 반영한 목표 초과수익률( $\alpha$ )을 합산한 값 등.

② 단기자산의 목표수익률은 단기자금 운용기간을 대표하는 금융  
자산의 기대수익률로 정할 수 있음.

③ 중장기자산의 목표수익률은 전체 자산의 목표수익률을 달성  
하도록 중장기자산에서 기금이 추구해야 할 수익률임.

허용위험한도:  
자산운용과정에서  
발생할 수 있는 불리한  
결과(수익률 감소)에  
대해 수용가능한 정도

## 2. 허용위험한도

### 1. 의의 및 작성 목적

- 미래의 위험을 예측하는 것은 불가능한 일이므로 자산운용에 영향을 미치는 위험의 특성을 파악하여 적절한 통계적 기준에 따라 허용위험한도를 산출하여 관리함. 허용위험한도 설정의 목적은 사업수행에 지장을 초래하지 않도록 감수할 수 있는 위험을 설정하고, 한도를 초과하지 않도록 위험을 효율적으로 관리하기 위함임. 허용위험한도는 자산배분 도출 시, 제약조건으로 활용함.

### 2. 작성 방법

- 전체 및 자산유형별 허용위험한도 및 허용위험한도 산정 근거
  - 허용위험한도는 기금의 특성에 따라 각기 달리 설정될 수 있음. 전략적 자산배분에서 허용위험한도로 자주 사용되는 지표에는 미달위험(Shortfall Risk)가 있음.
    - 미달위험이란 전체 자산 또는 개별 자산군의 누적운용수익률이 일정수익률(0%, 물가상승률 또는 목표수익률 등)을 초과하지 못할 가능성을 의미함.
    - 기금운용의 안정성을 강조하는 기금일수록 Shortfall Risk의 수준을 낮게 설정함
  - 연금성 기금은 전략적 자산배분의 제약조건으로 자산의 변동성만을 고려한 Shortfall Risk 외에 보조지표로 중장기적 재정안정성을 고려한 최저 적립률, 최저적립금비율, Funded Ratio at Risk, 기대극단손실(CVaR) 등을 고려할 수 있음.

미달위험(Shortfall Risk):

전체 자산 또는 특정 자산군의 누적투자 수익률이 정해진 수준을 초과하지 못할 가능성

최저 적립률:

일정 확률 수준에서 일정 기간 후 발생할 수 있는 최저 적립금을 적립금의 기댓값인 평균적립금으로 나눈 비율



Dual Shortfall Approach:

중장기적 재정안정성을 고려한 최저 적립율과 자산의 Shortfall Risk를 동시에 고려하는 방법

- Funded Ratio-at-Risk는 기금의 운용계획기간동안 매년 일정 확률로 발생 가능한 최저 적립율(Funded Ratio) 또는 Dual Shortfall Approach로 측정할 수 있음.
- 기대극단손실(CVaR)은 VaR 이상의 시나리오 분포를 평균함으로써 손실 발생의 심각성에 대한 추가적 정보를 제공함.

### 1. 의의 및 작성 목적

- 자산배분은 기본적으로 중장기 운용자산을 배분하는 것으로서, 자산운용성과의 90%이상을 좌우하는 가장 중요한 의사결정이며 일관된 자산운용정책을 유지하기 위해 지침에 명시함.
  - 자산배분을 명확히 함으로써 기금운용 정책과 원칙을 기금 운용에 반영할 수 있음.
- 전략적 자산배분(SAA)은 자산배분 모형을 통해 도출된 자산 배분 대안 중 목표수익률, 허용위험한도와 시장상황을 고려하여 최적 자산배분(안)을 도출하는 것임.
  - 전략적 자산배분을 위한 모형에는 결과도출이 투명하고 여러 자산배분 시나리오별 비교분석이 가능한 시뮬레이션 방법과 평균-분산 최적화(Mean-Variance Optimization) 모형 등이 있음.

전략적 자산배분(SAA):  
일반적으로 3년 이상의  
기간에 대한 자산배분  
목표를 설정하는 과정  
으로 기금의 목표  
수익률과 허용위험을  
반영한 자산군별 자산  
배분 비중

#### < 자산배분 모형 >

- 자산배분에 있어 일반적인 접근방법인 아래의 방법들은 각각의 장단점이 존재함.
  - Asset Mean Variance (AMV) Method: 사용이 간단명료하나, 부채를 고려하지 않고, 투자경로의 이해가 부족함.
  - Surplus Mean Variance (SMV) Method: 사용이 비교적 간단 하면서 부채를 고려하나, 부채분석이 필요하며 투자경로의 이해가 부족함.
  - Multi-Period Simulation (MPS) Method: 최적해를 도출하고 있으나 Black Box 위험(시스템 위험)이 존재함.
  - Monte Carlo Simulation Method: 결과 도출 과정이 투명하고 여러 시나리오의 비교가 가능해 기금운용 관련 위원회가 의사결정하기 쉬운 형태로 자료 생성 가능함.
- 향후 경제전망, 보유 포트폴리오의 자산 종류별, 만기별 비중, 자산별 기대수익률 등을 고려하여 자산배분 대안을 도출

허용범위:

전략적 자산배분 비중  
에서 벗어날 수 있는  
자산배분 비중의 허용  
변동치 한도

전술적 자산배분(TAA):  
전략적 자산배분(SAA)이  
전술적 자산배분(TAA)에  
부여한 허용범위 내  
에서 자산군별 배분

- 자산배분 대안이 목표수익률과 허용위험한도를 충족하는지 검토
  - 목표수익률과 허용위험한도를 충족하는 대안 중 객관적인 시장 분석을 근거로 **최적 자산배분(안)을 선택**
    - 연금성, 보험성, 금융성, 일부 사업성 기금은 (잠재)부채, 보험금 지급, 대위변제 규모 등이 반영된 자산배분(안)을 도출하는 것이 바람직함.
  - 전략적 자산배분(SAA)도 시장상황과 운용여건의 변화를 반영해 매년 자산운용정책 수립 시 개정할 수 있음.
- 운용대상 자산군 가치 변동과 적극적 자산운용에 따른 자산배분 비중 변동에 **허용범위**를 둘 필요가 있음.
- 전략적 자산배분 비중의  $\pm\%$  또는  $\pm\%p$ 로 표기하고, 전략적 자산배분(SAA) 허용범위와 전술적 자산배분(TAA) 허용범위로 구분할 수 있으며, 이를 합하면 총 허용범위가 됨.
  - SAA 허용범위는 각 자산군의 시가 변동 등으로 기대수익률을 토대로 산정한 목표 비중을 정확히 유지할 수 없으므로 자산군 벤치마크의 기준수익률을 토대로 산정한 SAA 비중이 허용범위 내에 있으면 목표비중으로 간주하고, 허용범위를 벗어날 경우 허용범위 내에 있도록 거래비용과 시장여건 등을 고려해 조정해야 함. 다만, 매년 전략적 자산배분을 재설정하는 경우 SAA 허용범위를 별도로 설정하지 않아도 됨.
  - 허용범위는 각 자산군의 변동성 및 허용위험한도, 운용인력의 전문성 등을 반영해서 합리적으로 설정되어야 함.
- **전술적 자산배분(TAA)**은 시장상황과 운영여건의 변화에 적극적으로 대응하고, 자산배분의 효율성을 제고할 수 있도록 TAA 허용범위 내에서 기금운용 담당자의 재량으로 자산군별 배분비중을 조정해 운용할 수 있도록 하는 것임.

- 전술적 자산배분(TAA)의 허용범위를 벗어나는 경우 즉시 허용 범위 내로 조정하고 자산운용지침의 의결권을 가진 기구 또는 의사결정권자에게 사후 보고해야 함. 단, 급격한 경제변동에 의한 허용범위 초과 시나 거래비용 및 시장 여건상 즉시 조정이 어려울 경우 허용범위 조정 등 해소방안을 마련해 심의를 받아야 함.

## 2. 작성 방법

### ① 자산배분 원칙

- 자산배분에 사용된 방법론과 주요 도출과정을 명시
- 자산배분 수립 시 고려된 사항을 명시
  - 기금의 자산운용 목적 및 제약요건(예: 목표수익률, 허용위험 한도, 운용기간, 유동성 소요, 관련 법규 등)을 명시함.
  - 운용자산 종류별 기대수익률과 위험, 상관관계 등을 명시함.

### ② 운용대상 자산군 및 상품 선정

- 관련 법령 및 각 기금별 규정에 의해 운용가능 대상자산군(상품) 및 제한사항을 명시함.
  - 자산배분은 개별 증권이 아니라 자산군(Asset Class)을 기준으로 의사결정이 이뤄지므로, 법령, 수익률과 위험 간 상관관계 등을 고려하여 운용가능 대상자산(상품) 및 제한사항을 명시함.
- 각 자산군은 분산가능성과 독립성을 고려하여 분류
  - 분산가능성이란 자산군 내에 분산투자가 가능하도록 충분히 많은 개별자산이 존재해야함을 의미함.
  - 독립성이란 하나의 자산군은 다른 자산군과의 수익률 변화의 상관관계가 충분히 낮아 분산투자에 의한 위험감소 효과가 충분히 높아야 함을 의미함.

- 일반적으로 분류되는 자산군은 주식, 채권, 대체투자를 기본으로 하여 파생결합상품(ELS, DLS, ELW, ETN, ELF, ELD, ELN 등), 정기예금(확정금리부 상품), 단기실적상품(MMDA, MME, CD, RP 등) 등으로 분류할 수 있음.
- 운용규모가 큰 경우 국내 운용자산(국내주식, 국내채권, 국내 대체투자 등)과 해외 운용자산(해외주식, 해외채권, 해외 대체투자 등)으로 구분하기도 함.
- 파생결합상품은 증권으로 분류되는데 원금이 보장되는 상품은 채무증권으로 분류함.

### ③ 외환관리 정책과 파생상품거래

- 외환관리 정책은 해외투자에 따른 외환익스포저와 관련된 위험 관리 및 운용을 위한 기준을 말함.
- 외환관리의 목표를 설정하고 외환익스포저 헤지 원칙과 헤지 이외의 목적에 의한 외환거래 허용여부와 거래범위를 정해 표기해야 함.
- 선도, 선물, 옵션, 스왑거래 등 장내외 파생상품 거래와 DLS, DLB 등 장외 파생결합증권, 레버리지 인덱스나 인버스 인덱스 등 장내 파생결합증권 거래의 허용 여부와 거래범위를 정해 표기해야 함.
- 파생상품에 대한 투자를 직접 하는 경우 파생상품 투자의 위험성을 감안하여 제한조건을 별도로 명시하는 것이 바람직함.

벤치마크지수 :  
전체 운용자산과  
개별 운용자산군의  
운용성과를 비교·  
평가하기 위한  
기준수익률 계산을  
위해 운용자산군별로  
사전에 설정된 자산  
지표

#### 4 벤치마크지수의 설정

- 자산군별 운용의 방향을 제시하고 성과평가의 지표로 이용하기 위해 **벤치마크지수(Benchmark Index)**를 설정하고, **지침에 명시**
  - 자산군별 세부 벤치마크지수를 시장에서 일반적으로 인정된 지수 외에 기금자산의 특성을 감안하여 마련한 별도의 지수를 사용할 수 있음.
  - 실제 투자가 주식과 채권으로 구성된 혼합형 펀드로 이루어질 때는 주식과 채권의 벤치마크지수를 주식과 채권의 구성비로 가중평균 값을 혼합형 펀드의 벤치마크지수로 함.
- 벤치마크지수는 기금의 자산운용 방향과 원칙을 담고 있으므로, **적정성과 타당성을 지속적으로 검토하고 보완**. 필요시 자산 운용지침 개정 권한을 가진 위원회의 의결을 거쳐 변경.

##### < 벤치마크지수 설정 원칙 >

##### ○ 벤치마크지수의 일반 요건

- **명확성**: 벤치마크지수는 투자자산의 성격을 대표하고, 구성하는 자산의 명칭과 가중치가 명확히 정의 되어야 함.
- **투자가능성**: 적극적인 투자전략을 취하지 않더라도 벤치마크지수와 유사한 포트폴리오를 구성할 수 있어야 함.
- **측정가능성**: 기준수익률을 적절한 주기로 측정할 수 있어야 함.
- **적정성**: 벤치마크지수의 스타일은 기금운용자의 투자스타일을 반영해야함.
- **시장전망 반영**: 벤치마크지수는 시장에 대한 전망을 반영해야함.

##### < 벤치마크지수 예시 >

구분	벤치마크지수 예시
현금성자금 (3개월 이내)	KORIBOR, MMI(MMF 평균수익률)
정기예금	한국은행 정기예금(6개월 미만, 신규기준)

단기실적 배당형	KIS단기채권지수(3개월-1년),발행어음(7일 이하)
국내주식	직접운용: KOSPI, KOSPI200 위탁운용: KOSPI 주식형펀드: KOSPI(90%) + KIS콜금리지수(10%)
해외주식	MSCI AC World Index (ex. Korea, Unhedged-to-KRW)
국내채권	Customized index 채권평가 3사 채권종합지수 평균, KRX 채권지수, KEBI
해외채권	글로벌 일반채권형 상품에 주로 투자하면 Barclays Capital Global Aggregate Bond Index (ex. Korea, Hedged-to-KRW), 국고채 비중이 낮은 경우 글로벌크레딧형
대체투자	세부 자산군별 벤치마크 수익률의 가중평균 (목표비중 또는 실제비중)

- ※ 국내채권 벤치마크지수 편입 제외 대상은 예를 들면, 주식관련 채권, 사모사채, 주가연계채권(ELN), 파생상품연계채권(DLS), 변동금리부채권(FRN), (은행발행 제외) 후순위채, 은행발행 하이브리드 증권 등 후순위채, 일부 옵션부채권 등을 들 수 있음.
- ※ 국제채권 벤치마크지수를 구성하는 세부자산에는 국고채, 특수채, 금융채, 회사채, ABS 등을 들 수 있으며, 발행 시 만기, 투자대상등급, 발행잔액 조건, 비제외 대상을 만족하는 채권만 편입해 설정한 모집단 기준지수(Universe-based Index) 방식 등이 있음.
- ※ 해외채권의 글로벌크레딧형은 신용등급 BBB이상으로 헤지 하지 않은 Barclays Global Aggregate Corporate Index인

#### < 대체투자 벤치마크지수 예시 >

구분		벤치마크
국내	PE	(KOSPI 3년 연평균 수익률 + 2.5%) × 당해 연도 투자비중 + (국내채권 BM 3년 평균 연평균 YTM + 1.5%) × (1 - 당해 연도 투자비중)
	부동산	IPD 한국지수
	인프라	[(국내 CPI 상승률 + 4%) × 신규약정 투자자산의 해당 자산군내 실제비중] + [기존 투자자산 실제수익률 × (1 - 신규약정 투자자산의 해당 자산군내 실제비중)]
해외	PE	동종유형 비교지수(Peer Group Index)의 IRR
	부동산	주요 투자대상 국가의 IPD Country Index 가중평균 지수
	인프라	(OECD CPI 상승률 + 5%)의 원화헤지 기준 수익률
헤지펀드		미국 T-bill 90일물 + 4.5%

- ※ IPD(Investment Property Databank) 지수는 상업부동산 지수로 호주, 프랑스, 독일, 이태리, 일본, 스위스 등에서 사용되고 있으며 영국의 부동산 파생상품 벤치마크로 사용되는 IPD Annual Index는 약 12,000건의 영국 상업부동산 투자를 포함하고 있음.

## 5 기대수익률과 위험추정

- 운용대상 자산의 기대수익률, 위험 및 상관관계를 추정함
  - 자산배분을 위해 선택된 자산군의 벤치마크지수로 미래 기대수익률과 위험을 추정하는데 보편적인 방법으로 과거자료의 평균과 표준편차를 계산하여 사용함.
  - 단, 특정 자산군의 수익률 추이가 매우 불안정하고 불확실성이 높기 때문에 과거 데이터(Backward-looking)를 이용한 방법보다는 경제이론에 기반한 합리적 예측(Forward-looking)을 통한 데이터 도출이 절대적으로 중요함.
- 기대수익률은 수익발생 요인별로 분해해 장기적 자산배분의 기간 동안 예상되는 수익률을 추정해 산정함.
  - 예를 들면, 국내 채권은 무위험이자율(국고채 3년물 금리)에 신용스프레드와 기간스프레드를 합산해 추정하고, 국내주식은 국내 실질 경제성장률에 물가상승률과 배당수익률을 합산해 추정
  - 예를 들면, 단기자산은 기준금리 예측치에 유동성 프리미엄(기준금리 대비 CP 1월물 스프레드 등)을 합산해 추정.

## 6 전략적 자산배분(SAA)과 허용제한범위 도출

- 자산배분 도출을 위한 접근방법(모형)을 결정하여 표시함.
- 자산배분대안이 목표수익률 및 허용위험한도를 모두 충족하는지를 점검해서 적정성을 검토
- 목표수익률과 허용위험한도를 충족하는 대안 중 최적 자산배분 비중을 결정하고 운용가능 자산군(Asset Class)의 상대적 비율을 구체적인 수치로 명시함.



- 가능하면 기금의 장기적 재정 목표와 추정위험 등의 조건을 추가한 제약조건들을 만족하기 위한 장기적 자산배분(안)으로 기준 포트폴리오(Reference Portfolio) 설정
  - 중기 기금운용계획을 바탕으로 중기 목표수익률과 중기 허용 위험한도를 반영한 (3~10년) 중기자산배분(안)을 마련
  - 그에 근거한 연간 자산배분(안)을 수립하고, 현행 자산배분에서 중기자산배분(안)으로 조정하기 위한 연도별 이행 자산배분(안)을 설정함.
- 자산군 벤치마크지수의 가치 변동이나 적극적 자산운용에 따른 자산배분의 비중 변동에 대해 허용범위와 산출근거를 명시

## 9 직접운용 및 위탁운용

### 1. 의의 및 작성 목적

- 기금운용의 형태는 운용 주체에 따라 **직접운용(내부운용)**과 **위탁운용(외부운용)**으로 구분되는데, **직접운용**은 기금 내부인력이 자산을 운용하는 방식이고, **위탁운용**은 외부 전문 인력에게 자산운용을 위탁하는 방식임.
- 직접운용과 달리 **위탁운용**은 기금의 특성에 특화된 **맞춤형 투자(Tailor-made Investment)**를 의미함. 즉, 기금과 위탁운용사 간의 계약에 의하여 외부위탁 운용하는 자금의 자산배분, 목표 수익률, 허용위험한도, 벤치마크지수 등을 설정하고 설정된 범위 내에서 운용권한을 일임하여 투자하는 방식임.
- 기금은 운용 목적, 운용자산의 크기, 보유인력의 전문성 등 특성에 따라 직접운용과 위탁운용 중 한 가지 형태를 사용하거나, 두 가지 형태를 절충하여 함께 사용할 수 있음.
- 위탁운용을 선택한 경우 복수 주간회사가 위탁운용하는 연기금 투자품을 이용하거나 위탁운용기관을 직접 선정할 수 있음.
  - \* 연기금투자품은 기획재정부 연기금투자품 운영위원회에서 선정한 주간회사가 위탁받은 운용자금을 Pool하여 하부운용사를 통해 운용하는 펀드오브펀드(Fund of Funds) 형태로 자산운용의 전문성과 효율성을 높이기 위해 2001년 도입된 제도임.

펀드오브펀드(Fund of Funds):  
재간접투자기구(펀드에 재투자하여 위험을 분산하고 투자기회를 확대하는 펀드)

<그림> 자산운용의 형태



- 기금은 위탁운용을 통해 운용효율성 증대, 수익성 제고 및 위험 분산의 효과를 추구할 수 있으며, 위탁운용사의 다양한 투자 서비스를 통해 선진적인 자산운용기법을 습득함으로써 기금의 중장기 운용전략 및 시스템 개선에 활용할 수 있음. 또한 위탁 운용은 금융시장 측면에서도 기금 자산운용의 시장중립성 유지, 금융시장 육성 등의 긍정적 효과를 유발함.
- 수익성 제고: 위탁운용을 통해 외부 전문인력의 자산분야별(섹터별) 전문성, 운용전략별(Passive/Active) 전문성, 시장정보 접근성 등을 활용할 수 있고, 운용자산의 다양화(중·소형주 및 코스닥 상장주식 투자, 해외증권, 대체투자 등)를 통해 보다 높은 수익을 추구할 수 있음.
  - 위험분산 효과: 위탁운용을 통해 직접운용과의 전략을 달리하여 분산투자 효과를 제고할 수 있음. 운용 스타일, 투자대상 및 투자기간의 다변화를 통해 위험 분산효과를 기대할 수 있고, 직접운용을 보완하는 투자대상이나 전략을 활용함으로써 보다 안정적으로 수익을 추구할 수 있음.
  - 내·외부 운용인력 활용의 효율성 증대: 외부 전문가와 민간 인력의 활용을 통하여 직접운용인력 증대의 한계를 극복할 수 있고, 보다 높은 자산분야별 및 운용전략별 전문성을 추구할 수 있음. 또한 펀드매니저 1인당 운용규모를 적정화함으로써 대규모 자산운용의 효율성을 추구할 수 있음.

#### 국가재정법

제77조(자산운용 전담부서의 설치 등) ① 기금관리주체는 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용을 전담하는 부서를 두어야 한다.

② 기금관리주체는 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용평가 및 위험관리를 전담하는 부서를 두거나 그 업무를 외부 전문기관에 위탁하여야 한다.

제81조(여유자금의 통합운용) 기획재정부장관은 기금 여유자금의 효율적인 관리·운용을 위하여 각 기금관리주체가 예탁하는 여유자금을 대통령령이 정하는 기준과 절차에 따라 선정된 금융기관으로 하여금 통합하여 운용하게 할 수 있다.

<개정 2008.2.29>

## 2. 작성 방법

### ① 직접운용과 위탁운용 비율과 정책

- 기금 내부에 자산운용전문조직이 있는 경우 직접운용 대 위탁 운용의 비율을 사전에 결정하고, 비율과 결정 근거를 명시

#### < 직접운용과 위탁운용 결정 시 고려사항 >

- 자금의 특성, 규모, 투자기간을 고려하여 직접운용 조직을 구성할 수 있는지 등 내부 자체역량을 검토
  - 운용대상 자금이 대규모이거나 자금의 규모가 확대되는 추세임에도 불구하고 직접운용 조직을 확대하고 전문성을 갖추기 어려운 경우 외부위탁을 고려함.
- 위탁운용의 비용절감효과 여부를 검토
  - 운용대상 자금이 소규모임에도 투자위험이 크거나 전문성을 요구하는 자산을 운용하거나 직접운용을 위한 내부 전담조직을 구성하는 비용에 비해 외부위탁 운용 시 예상되는 비용-효익 효과가 더 큰 경우 외부위탁을 고려함.
- 자산군 확대에 따른 전문성 필요 여부를 검토
  - 해외투자, 주식, 부동산, 벤처, PEF 등 특정 자산에 투자하고자 할 때, 내부인력의 전문성 확보가 어렵거나 외부전문가를 내부로 영입하기 어려운 경우 외부위탁을 고려함.
- 직접운용과 위탁운용 간 투자전략의 다변화를 통한 분산 투자 필요 여부를 검토함
  - 예를 들어, 주식투자시 직접운용은 소극적(Passive)으로, 위탁 운용은 적극적(Active)으로 운용함. 단, 위험관리체계가 마련되어 있다는 전제하에 가능함.

- 직접운용과 위탁운용에 대한 정책 및 원칙을 명시해야 함.
  - 직접운용조직을 갖고 있는 기금의 경우 이에 대한 명확한 정책 및 원칙을 명시하여야 함.
  - 직접운용 조직이 없는 경우 대부분을 외부위탁하게 되므로

PEF(Private Equity Fund):

사모투자펀드로, 특정 기업의 주식을 대량 인수해 경영에 참여하는 방식의 펀드.

패시브(Passive)투자: 베타형. 벤치마크지수를 추정하는 것을 목적으로 하는 투자

액티브(Active)투자: 알파(초과수익)형. 벤치마크지수로부터 이탈하여 초과수익을 발굴하고 이를 실현시키는 것을 목적으로 하는 투자.

Wrap Account:  
고객이 맡긴 재산에  
대해 자산구성부터  
운용, 투자자문까지  
통합적으로 관리하는  
종합금융서비스

기금은 위탁운용의 투명성과 공정성을 제고하고 체계적인 외부위탁 관리 방안을 포함한 “위탁운용사 선정 및 관리 기준”을 수립하고 이에 근거하여 외부위탁을 실시하여야 함.

## ② 위탁운용방법 및 위탁운용기관

- 위탁운용 시 적용할 대략적인 방법에 대해 기술함.
  - 위탁운용방식(Fund of funds, Wrap Account, 일임자문계약, 운용사 직판), 위탁운용계약 시 명시해야할 사항 등
- 법령 및 규정상으로 위탁운용 및 거래 가능한 기관의 종류를 모두 명시함.

## ③ 외부위탁 운용기관 선정기준 및 관리방법

- 기금은 대규모 자산을 운용함에 따라 금융기관에 대한 영향력이 큼. 금융기관·금융상품 선정의 투명성과 공정성을 확보하기 위해, 위탁 및 거래기관 선정, 관리·감독, 위탁 및 거래기관 교체, 성과평가 및 위험관리 항목을 명시.

### ① 외부위탁 운용기관 선정기준과 선정과정에 대해 명시함.

- 적합한 위탁기관 선정을 위해서는 운용사 정보와 기금운용체계 및 계획, 운용철학 및 과거 운용성과 등을 고려해야 함.

\* **운용사 정보** : 운용사의 재무건전성, 전체 운용규모, 운용관련 인원, 운용 관련 조직체계, 투자의사결정체계 및 위험관리체계, 운용철학 등을 통해 운용의 특성과 신뢰도 등을 평가

**기금운용계획** : 전술적 자산배분, 운용전략 및 스타일, 위험관리방안 등을 평가

**운용성과** : 기간별로 위탁기관의 펀드 전체, 펀드별, 운용자별 운용수익률을 통해 운용사의 운용역량 등을 평가

이 밖에 자료 제공, 수탁업무 및 성과평가 등의 서비스 수준과 위탁수수료 수준도 중요한 선정기준이 될 수 있음.

- 위탁운용기관 평가는 서류·대면심사를 통한 정량평가와 정성 평가로 이루어짐.

<예시: 위탁기관 평가표>

구분			평가항목		점수
1차심사 서류 심사	정량 평가 (xx점)	운용성과 (xx점)	주식형	채권형	-
			BM초과수익률	무위험 초과 수익률	XX
			위험조정수익률	위험조정성과 수정샤프	XX
		자본 건전성 (xx점)	자본총계 규모(실질자본총계)		XX
			위험대비자기자본비율		XX
			총자산순이익률		XX
	운용 신뢰도 (xx점)	전체수탁고(평잔)		XX	
		유형별수탁고(평잔)		XX	
		운용인력 및 위험관리 인력		XX	
	정성 평가 (xx점)	운용 프로세스	국제성과평가기준에 의한 성과평가 도입 및 활용노력		XX
매니저에 대한 인센티브지급의 적정성			XX		
2차심사 프리젠테이션 심사	정성평가 (100점)	경영안정성: 지배구조(오너 여부), 평판, 경영방침		XX	
		운용전략: 운용철학, 운용스타일, 투자의사결정 체계		XX	
		위기관리능력: BM 대비 하락시 대처방안, 위험관리체계		XX	
		펀드매니저의 전문성 및 운용성과		XX	

② 위탁기관에 대한 사후관리 방안으로서 위탁기관의 모니터링, 운용기관 교체 및 재선정 기준과 기간, 수익률 저조 운용사에 대한 조치 기준, 위탁운용자금의 회수 등을 명시함.

- 위탁기관이 기금의 정책을 잘 따르는지 확인하고 성과를 평가함으로써 운용사들의 잘못된 의사결정이나 비도덕적인 행위에 의한 기금자산 손실이 발생하지 않는지 확인함.
- 운용성과에 대한 모니터링은 수탁기관을 활용함으로써 평가의 객관성과 전문성을 확보할 수 있음. 수탁기관으로 종합위험관리 시스템을 구축한 기관을 선정하며, 증권 보관, 거래내역 및 수익률 현황보고 업무를 위탁함.
- 수탁기관으로부터 일별, 주별, 월별, 분기별로 보고 받아 자산 관리 현황을 수시로 파악할 수 있도록 전산시스템 보고체계를 구축하는 것이 바람직함.

<예시> 기간별 보고에 따른 평가항목 구성

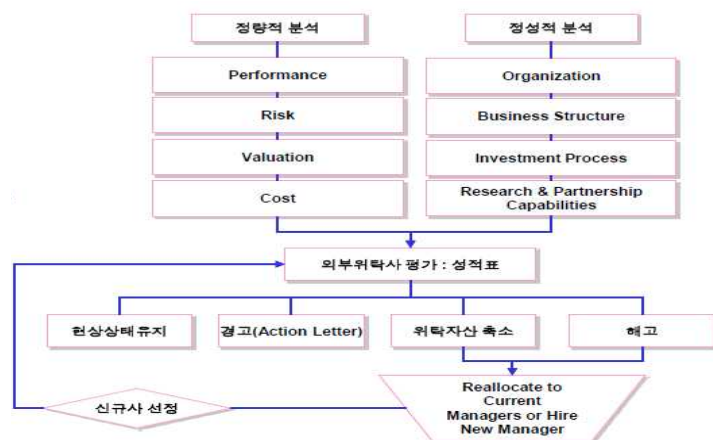
구분	평가항목
일별, 수시	펀드별 운용현황 및 운용내역 확인과 수익률, 기준수익률, 초과수익률, 허용위험한도 확인
주별	펀드 내 종목별 증권 매매 및 보유현황 등 운용내역
월별	펀드평가사에서 제공하는 펀드 평가결과를 기준으로 운용사별, 펀드별 자체평가 실시
분기별	펀드별 운용성과 및 운용계획점검을 위한 운용간담회실시 및 결과보고

③ 위탁기관에 대한 성과평가 및 위험관리 방안을 명시함.

- 위탁기관에 운용중인 자산의 위험관리 및 성과측정이 용이해야함.
- 위험관리 지표로서 Shortfall Risk와 절대적·상대적 VaR 등 활용
- 성과측정 지표로서 시간가중수익률 및 금액가중수익률 등 활용
  - 운용사에 대한 성과평가는 정량적 평가와 정성적 평가로 이루어 지는데, 정량적 평가에는 운용성과, 위험관리, 비용 등이 고려되며 정성적 평가에는 투자결정 과정, 서비스수준 등이 고려
  - 운용성과 평가는 시가평가를 통한 시간가중수익률을 기준으로 하며, 기준수익률 대비 초과수익률, 위험조정수익률 등의 지표를 통해 객관적인 평가 실시
  - 또한 수익률 요인분석을 통해 자산배분효과, 종목선택효과 등을 면밀히 평가함.

수익률 요인분석:  
자산운용성과를 요인  
별로 분해하여 구분함  
으로써 요인별 성과  
기여도를 측정하는  
분석기법

<그림> 성과평가의 과정



## 1. 의의 및 작성 목적

- 2005년 1월 국가재정법이 개정으로 기금의 주식투자가 허용되고 국가재정법이전에 이미 각 기금의 주식투자가 확대됨에 따라 기금의 책임투자와 의결권 행사에 대해 기업 및 국민들의 관심이 증대되고 있음.
  - 따라서 책임투자 및 의결권 행사의 원칙 및 기준 등에 대해 명시하여 책임투자와 의결권 행사방향 등에 대해 기업·국민의 공감대를 형성하는 것이 바람직함.
- 주식투자시 비재무적 요인인 환경·사회·지배구조(ESG) 이슈를 적극적으로 관리하는 기업의 지속가능경영이 장기적 재무성과 및 주가에 긍정적인 영향을 주어 수익률에서도 우수한 성과를 보인다는 연구결과를 바탕으로 책임투자가 확산되는 추세임.
- 기금이 주식투자할 경우 기금도 주주의 일원이므로 의결권 행사는 당연함.
  - 다만 기금의 공공적 성격을 감안하여 기업가치 증대를 위한 의결권 행사는 바람직하나 원칙적으로 경영진 교체 등 경영권과 관련된 부분은 제한적으로 의결권을 행사하고 일정한 정책을 수립하고 이에 의거하여 실행하는 것이 바람직함.

### 국가재정법

제64조(의결권 행사의 원칙) 기금관리주체는 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권을 기금의 이익을 위하여 신의에 따라 성실하게 행사하고, 그 행사내용을 공시하여야 한다.



## 2. 작성 방법

※ 주식 직접투자를 하지 않거나 주식보유규모가 작은 기금은 작성할 필요 없음

### ① 책임투자 원칙

- 증권의 매매 및 대여의 방법으로 기금을 관리·운용하는 경우에는 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조(ESG) 등의 요소를 고려할 수 있다고 기술함.
- 보다 적극적인 실행 방안으로, 외부위탁 운용사 선정기준에 책임투자에 대한 운용사의 철학, 책임투자형 운용전략, 지속가능종목군 리서치 실행방안, 책임투자형 운용 실행방안 등을 포함하는 것을 검토해볼 수 있음.
- 운용사 성과평가 시, ESG 요소의 고려 정도, 장기투자·적극적주주권 행사 등의 책임투자 원칙 및 철학 등을 평가할 수 있는 합리적인 성과평가 기준 마련도 필요함.
- 펀드내 종목의 ESG 수준이나 매매회전을 준수 여부, **스튜어드십 코드(Stewardship Code)** 가입 여부 등을 평가기준으로 고려할 수 있음.

스튜어드십 코드:  
연기금과 자산운용사  
등 주요 기관투자자가  
기업의 의사결정에  
적극 참여하도록 유도  
하는 기관투자자들의  
의결권 행사지침

### ② 의결권행사 원칙

- 기금의 의결권 행사는 납세자와 기금의 가입자 및 수혜자의 이익향상 목적이란 제한된 범위 내에서 신의에 따라 성실하게 이루어져야 한다고 표기함.
- 기금의 의결권 행사는 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 이루어져야 한다고 표기함.

### ③ 의결권의 행사 방법

- 의결권 행사의 기준, 방법, 절차 등에 관한 가이드라인을 설정하고 이를 투자기업들에게 공지하여야 함.
- 외부위탁기관에게도 공지하여 동일한 입장을 취하도록 유도함.

## 1. 의의 및 작성 목적

- 자산운용 여건의 변동성이 커짐에 따라 위험관리가 자산운용의 핵심적 요소로 부각됨.
- 특히 안정성이 중요시되는 기금의 특성상 위험관리는 더욱 중요하며 이에 대한 국민들의 우려와 기대도 큰 상황임.

### 국가재정법

제77조(자산운용 전담부서의 설치 등) ① 기금관리주체는 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용을 전담하는 부서를 두어야 한다.  
 ② 기금관리주체는 자산운용위원회의 심의를 거쳐 자산운용평가 및 위험관리를 전담하는 부서를 두거나 그 업무를 외부 전문기관에 위탁하여야 한다.

- 기금은 위험관리의 적정성과 투명성을 제고하기 위해, 위험관리 시스템을 구축하고, 위험관리 방안 등 위험관리정책을 수립하여 이에 근거한 위험관리를 실시하여야 함.
- 주요 위험을 체계적으로 산출하여 관리할 수 있는 위험관리시스템을 구축하고, 지속적인 수정과 보완을 통해 시스템의 유효성을 제고해야 함.
- 연단위로 총위험한도와 자산종류별 위험한도를 설정하고, 상시적으로 위험을 점검하여 설정된 위험한도를 초과하였을 경우와 설정된 위험한도를 조정할 필요가 있는 경우 이를 위험관리위원회에 보고해야 함.
- 위기 발생가능성을 인식할 수 있도록 판단지표와 판정방법을 설정하고, 금융시장의 여러 변수들을 예의주시하여, 위기상황이 발전되거나 심화되는 경우에 적용할 수 있는 대응 방안과 실천 매뉴얼을 사전에 마련해 체계적으로 관리해야 함.

- 이를 고려해서 자산운용지침에 **예측가능한 모든 위험**(시장위험, 신용위험, 유동성위험, 법규위험, 운영위험 등)을 **사전에 정의** 하고 **위험을 측정하여 위험을 관리하고 해소하는 절차와 방법**을 기술하여야 함.

## 2. 작성 방법

### ① 위험종류별 정의

- 위험의 인식범위는 기금의 안정성 및 수익성에 영향을 미칠 수 있는 기금운용의 제반 업무활동 및 자산의 운용 등이며 인식 대상은 각종 위험 등을 유발할 수 있는 활동을 말함.
- 위험의 종류와 정의는 다음과 같음.

위험의 종류	정의
시장위험	주가, 이자율, 환율 등의 시장가격 변화에 따라 보유자산의 가치가 하락되는 위험
신용위험	발행자 또는 거래상대방의 채무불이행에 따라 투자금액의 회수가 어렵거나 투자 자산의 가치가 하락하게 되는 위험
유동성위험	유동성 부족이나 시장의 거래 부진 등으로 정상 가격에 매매하지 못함에 따라 발생할 수 있는 손실가능성
법규위험	법 해석 또는 계약상의 오류 등으로 인해 기금이 손실을 보게 될 위험
운영위험	적절하지 않은 내부통제제도나 업무처리 절차, 시스템오류, 직원의 실수 또는 부정 등으로 인해 기금이 손실을 보거나 기금의 명성이 훼손되는 위험

### ② 위험종류별 관리정책

- 위험 종류별 측정과 관리방법은 다음과 같음.

#### 1) 시장위험

- 95% 또는 99% 시장(Market) VaR 형태의 지표로 측정되며 위험한도가 절대금액으로 설정되는데, 해당 연도에 기금규모의 변동이 심한 경우 금액VaR가 아닌 %VaR로 설정되기도 함.

시장(Market) VaR:  
향후 일정기간 동안 특정 신뢰수준(95% 또는 99%)에서 위험 요인(금리, 주가, 환율)의 변동으로 인해 전체 자산 혹은 특정 자산이 발생할 수 있는 최대 손실액

신용(Credit) VaR:  
향후 일정기간 동안  
특정 신뢰수준(95%  
또는 99%)에서 부도  
또는 신용등급의 하락  
으로 인해 전체 자산  
혹은 특정 자산이  
발생할 수 있는 최대  
손실액

- 전체 자산 또는 특정 자산군의 누적투자수익률이 정해진 수준을 초과하지 못할 가능성인 Shortfall Risk 형태의 지표로 측정하는 경우에는 5%나 1% 등 확률로 설정됨.
- Shortfall Risk 한도를 충족시키는 범위 내에서 혹은 Market VaR 한도 내에서 만기배분 및 자산배분 계획을 수립한 후, Market VaR 값을 위험관리 목표로 설정해 관리함.
- 시장위험은 위험관리 조직이 상시적으로 측정하여 관리하고 정기적으로 위험관리위원회에 보고하도록 함.

## 2) 신용위험

- 신용위험은 노출금액(Exposure), 예상손실(Expected Loss), 비예상손실(Unexpected Loss) 등으로 측정됨.
- 예상손실은 노출금액(Exposure)에 부도확률과 부도 시 손실률을 곱해 산출함.
- 손실분포(Loss Distribution)를 추정할 수 있으면 비예상손실을 계량화한 지표인 신용(Credit) VaR 등 통합된 형태의 신용위험 지표가 바람직함.
- 신용위험한도를 충족시키는 범위 내에서 금융상품 및 거래 기관별로 신용등급과 재무구조(자기자본, BIS비율, ROE 등)를 자체적으로 평가하여 등급에 따라 투자 및 예치한도를 설정해 사전적으로 관리함.

## 3) 유동성위험

- 유동성이 중요한 기금의 경우 유동성이 부족한 운용자산이나 금융상품 투자에 제한을 둘 수 있음.

## 4) 운영위험

- 금융자산에 대한 준법(Compliance) 점검과 결재 및 마감시 운영위험 점검 항목표를 관리.
- 기금운용 관련 직원의 주식거래 금지 및 주식거래 내역신고제를 운영하며 개인면담제를 실시하는 등 수시·정기 내부통제제도 등으로 관리.

### 1. 의의 및 작성 목적

- 성과평가는 일련의 자산운용 프로세스에 따라 이루어진 자산 운용의 수익률을 측정하고 평가하는 과정임.
- 성과평가의 목적은 기금의 운용성과를 객관적이고 투명하게 공시해 기금운용에 대한 신뢰를 확보하고, 성과평가 결과를 자산운용 및 보상체계에 반영(Feedback)함으로써, 기금 자산운용의 효율성과 책임성을 제고함.
  - 성과평가의 기준을 명확하게 설정함으로써 자산운용담당자와 이해관계자간의 오해의 소지를 없애는 것이 중요함.
  - 여건이 허락하면 국제성과평가기준(GIPS)의 준용을 권장함.

### 2. 작성 방법

#### ① 성과평가의 원칙 및 고려사항

- 공정하고 투명한 성과평가를 위해서는 투자 의사결정 주체별로 기준수익률과 위험조정수익률 평가 방법을 명확히 해야 함.
  - 기금의 전체 자산의 실현된 운용수익률은 전략적 자산배분과 전술적 자산배분 그리고 자산군내 종목선택 등이 종합적으로 나타난 결과이므로 각 성과평가 지표는 자산운용체계에서의 역할에 따른 성과에 대한 연관성을 명확히 할 필요가 있음.
- 성과평가에 사용되는 운용수익률은 자산의 순자산가치가 반영되는 시가수익률을 현금흐름에 의해 조정된 시간가중수익률로 산출하여 사용함이 원칙임.
- 기금운용전담인력의 경우 실현된 운용수익률이 아니라 기준수익률 또는 위험조정된 수익률이 평가근거가 됨을 명확히 하고 자산의

특성을 감안하여 중장기 평가를 원칙으로 하여 자산운용담당자가 불필요한 부담을 지지 않도록 해야 함.

- 이를 위해 성과평가 및 보상에 다음 사항을 명시함. “자산운용 담당자는 행위준칙 및 자산운용관련 규정에 따라 선량한 관리자의 의무를 다하여 자산을 운용하였을 경우 손실발생만을 이유로 불이익을 받지 않음.”

## ② 기준수익률 설정

- 자산배분에 사용된 운용자산군의 기준수익률은 사전에 부여된 벤치마크지수의 사후적 실현수익률임.
- 전체 자산의 기준수익률은 자산배분에 사용된 자산군별 벤치마크지수의 사후적 실현수익률을 운용자산군별 실제 투자비중으로 가중 평균하여 산출함.

## ③ 성과평가의 방법

### 1) 위험을 고려한 성과평가

- 기금운용의 성과평가를 위한 위험조정수익률에는 샤프비율(Sharpe Ratio)과 정보비율(Information Ratio)이 있음.
- 연간 운용성과의 샤프비율(Sharpe Ratio)은 운용수익률의 연간 평균과 무위험수익률(통상 국고채 수익률로 추정)의 차이를 운용수익률의 연간 표준편차로 나눈 값임.
- 샤프비율은 총 위험 대비 초과수익률로 가격변동성에 대한 보상비율을 의미하며 값이 클수록 성과가 우수함을 의미함.
- 동일 기간의 벤치마크지수의 실현수익률 평균과 표준편차로 계산한 벤치마크지수의 샤프비율과 비교해 평가할 수 있음.
- 연간 운용성과의 정보비율(Information Ratio)은 벤치마크지수 대비 연간 초과수익률을 벤치마크 대비 초과수익률의 연간 표준편차(액티브위험)로 나눈 값임.

기준수익률:  
전략적·전술적 자산  
배분에 따른 각 운용  
자산(또는 운용상품)의  
운용성과를 비교평가  
하기 위한 벤치마크  
지수의 실현수익률

샤프비율  
(Sharpe Ratio):  
투자기간 동안 위험  
1단위당 무위험이자  
율을 초과달성한 수  
익률의 정도를 나타  
내는 것.

정보비율  
(Information Ratio):  
벤치마크지수 수익  
률과의 차이  
(Tracking Error)인  
초과수익의 추적오  
차 한 단위당 평균  
초과수익.

액티브위험  
(Active Risk):  
실제 운용이 벤치마크지수에서 벗어난 정도를 나타내는 지표로서 초과수익률의 표준편차로 측정.

- 정보비율은 자산운용에 있어서 벤치마크지수를 맹목적으로 추적(Tracking)하지 않음에 따라 추가적으로 부담하는 상대적인 위험인 추적오차(Tracking error)에 대한 보상비율로 해석할 수 있으며 값이 클수록 적극적 운용 성과가 좋아짐을 의미함.
- 목표 액티브위험(Active Risk)과 목표 정보비율을 정해 곱함으로써 성과보상의 기준인 목표 초과수익률(전략적 자산배분에 의한 수익률 대비 초과수익률의 목표치)을 결정할 수 있음.
- 목표 초과수익률을 달성하기 위해서 액티브 운용의 효율성, 시장상황 등을 고려해 목표 액티브 위험을 목표 초과수익률이 적용되는 연도의 전년도 말까지 자산군별로 배분함.

## 2) 운용성과의 요인 분해

- 자산운용조직의 운용성과는 전술적 자산배분(Tactical Asset Allocation) 의사결정과 개별 운용자산 또는 운용상품 선택(Security Selection) 의사결정에 따라 달라지므로, 운용성과 요인분해를 통해 목표수익률 대비 기준수익률, 기준수익률 대비 운용수익률의 원인을 분석할 필요가 있음.
- 단기자금과 중장기자금의 배분은 만기배분이므로 자산배분 효과를 적절히 평가하기 위해서는 전체 자금뿐만 아니라 단기 자금과 중장기자금 각각의 성과요인분해를 별도로 실시할 필요가 있음.
- 전체 운용자금의 목표수익률 대비 운용수익률을 그 발생요인에 따라 자산배분효과, 수익률효과, 종목선택효과 등의 요인으로 각각의 기여정도를 측정함.

### < 목표수익률 대비 운용수익률의 요인분해 >

#### ○ 운용수익률 - 목표수익률

$$\begin{aligned}
 &= \sum_i (W_{pi} \times r_{pi}) - (W_{bi} \times r_{ei}) \\
 &= \sum_i (W_{pi} \times r_{pi}) - (W_{pi} \times r_{bi}) + (W_{pi} \times r_{bi}) - (W_{pi} \times r_{ei}) \\
 &\quad + (W_{pi} \times r_{ei}) - (W_{bi} \times r_{bi}) + (W_{bi} \times r_{bi}) - (W_{bi} \times r_{ei})
 \end{aligned}$$

$$= \sum_i W_{pi} \times (r_{pi} - r_{bi}) + W_{pi} \times (r_{bi} - r_{ei}) \\ + (W_{pi} \times r_{ei} - W_{bi} \times r_{bi}) + W_{bi} \times (r_{bi} - r_{ei})$$

※  $W_b$  : 전략적 자산배분의 배분비중

$W_p$  : 전술적 자산배분의 배분비중

$r_e$  : 운용자산군별 기대수익률

$r_b$  : 운용자산군별 기준수익률

$r_p$  : 운용자산군별 운용수익률

- 운용수익률의 성과는 다음과 같은 요인으로 분해됨.

$$= \sum_i W_{bi} \times (r_{bi} - r_{ei}) \leftarrow \text{전략적 자산배분효과} \\ + \sum_i (W_{pi} \times r_{ei} - W_{bi} \times r_{bi}) \leftarrow \text{복합효과} \\ + \sum_i W_{pi} \times (r_{bi} - r_{ei}) \leftarrow \text{수익률효과} \\ + \sum_i W_{pi} \times (r_{pi} - r_{bi}) \leftarrow \text{종목선택효과}$$

- 복합효과를 수익률 효과와 합하면 **전술적 자산배분효과**가 됨.

운용수익률 - 목표수익률

$$= \sum_i W_{bi} \times (r_{bi} - r_{ei}) \leftarrow \text{전략적 자산배분효과} \\ + \sum_i (W_{pi} - W_{bi}) \times r_{bi} \leftarrow \text{전술적 자산배분효과} \\ + \sum_i W_{pi} \times (r_{pi} - r_{bi}) \leftarrow \text{종목선택효과}$$

<표: 성과요인분해 예시 I>

구분	기대 수익률 (A)	운용 수익률 (B)	기준 수익률 (C)	자산배분		전략적 자산배분 효과 $D \times (C-A)$	전술적 자산배분 효과 $(E-D) \times C$	종목 선택효과 $E \times (B-C)$
				배분안 (D)	배분 실적(E)			
확정금리부								
채권								
주식								
ELS등								
대체투자								
기타								
계	A&D 가중평균 값	B&E 가중평균 값	C&E 가중평균 값	100.0	100.0	합계	합계	합계

- 복합효과를 전략적 자산배분 효과와 합하면 **자산배분효과**가 됨.

운용수익률 - 목표수익률

$$= \sum_i (W_{pi} - W_{bi}) \times r_{ei} \leftarrow \text{자산배분효과} \\ + \sum_i W_{pi} \times (r_{bi} - r_{ei}) \leftarrow \text{수익률효과} \\ + \sum_i W_{pi} \times (r_{pi} - r_{bi}) \leftarrow \text{종목선택효과}$$



<표: 성과요인분해 예시 II>

구분	기대 수익률 (A)	운용 수익률 (B)	기준 수익률 (C)	자산배분		자산배분 효과 (E-D)×A	수익률 효과 E×(C-A)	종목선택 효과 E×(B-C)
				배분안 (D)	배분 실적(E)			
확정금리부								
채권								
주식								
ELS등								
대체투자								
기타								
계	A&D 가중평균 값	B&E 가중평균 값	C&E 가중평균 값	100.0	100.0	합계	합계	합계

#### 4] 성과평가의 주기

- 성과평가는 매년 실시하되 특히 자산의 특성상 중장기 평가가 필요한 경우(주식 등)에는 **중장기 평가(3~5년)를 병행**하여 중장기 관점에서 자산이 운용될 수 있도록 해야 함.
- 특히 **자산배분안 변경, 위탁운용기관 교체** 등 주요한 사항은 **중장기 평가결과를 바탕으로** 이루어지는 것이 바람직 함.

#### 5] 성과평가 보상제도

##### 1) 보상제도의 의의와 원칙

- 성과평가 결과는 기금을 실제로 운용하는 담당자 또는 담당 조직에게 피드백되어 운용방향을 결정짓게 하고, 장기적으로 기금의 운용성과를 결정하는데 중요한 영향을 미칠 수 있음.
- 따라서 기금운용부서에 동기를 부여하여 역량을 발휘할 수 있도록 성과평가는 성과를 객관적으로 측정하고 평가 결과가 보상과 합리적으로 연계되도록 설계되어야 함. 또한 공정한 성과평가를 위해 구체적이고 일관성 있는 보상제도가 구축되어야 함.
- 성과평가에 따른 보상도 기금운용의 한 단계이므로, 이에 대한 기본안을 마련해야 하며, 한 기간만 시행되는 것이 아니라

지속적으로 시행되도록 보상제도의 원칙 및 지급 방법·절차 등을 자산운용지침에 명시함.

## 2) 측정 방법 및 지급체계

- 성과측정은 크게 정량평가와 정성평가로 이루어짐.
  - 정량평가는 운용자가 달성한 수익률과 허용위험한도를 준수하였는지 여부를 평가함. 이는 허용위험한도 내에서 달성한 수익률을 시가평가 하여, 수익률과 안정성을 추구하기 위한 노력에 대해 보상하기 위함임.
  - 정성평가는 자산운용의 효율성과 체계성을 검토하여 전략적 자산배분 전략 수립 및 기술적 자산배분 실행 여부, 의사결정 과정의 체계성 확보 측면 등을 평가함.
- 성과평가 결과에 따른 보상지급 체계는 일반적으로 Top-Down 방식으로 구성됨.
  - 일정기간 동안의 성과를 토대로 기금운용조직 전체에 대한 성과급 총 지급률이 먼저 결정되면, 이를 사전에 정한 배분 방식을 통해 개별 담당자들의 지급액을 결정함.

## 3) 성과평가 보상지급 방법

- 성과평가의 결과에 따라서 보상지급이 적정하게 이루어지도록 유도해야 하는데, 보상의 종류는 여러 가지가 있을 수 있으며, 이에 대한 선택은 기금의 형편에 따라 정책적으로 결정함.
- 보상종류는 기본급 연동식, 인센티브 지급식 등이 있는데, 성과평가 보상금(성과급)의 수준은 사전에 결정되어야 하며, 이는 기금의 형편에 따라 결정될 수 있음.
- 성과가 저조할 경우 재계약 불이행, 운용자금의 회수나 규모 축소 등의 조치를 취할 수 있음.

#### 4) 위탁운용사의 성과평가 보상

- 위탁운용사의 성과평가 방법은 정량적 평가와 정성적 평가를 합산하여 최종 평가가 이루어지며, 그 결과에 따라 현상유지, 경고 및 시정, 위탁자산액 축소, 계약해지 등의 조치를 취함으로써 향후 운용사선정 및 운용 규모 결정에 환류를 제공함. 또한, 성과에 따른 보상을 통해 운용사의 효율적 운용을 유도.
- 외부 위탁운용사의 보상구조는 고정 지급형(Fixed-Dollar Payment), 자산기준 지급형(Asset-based Fee; 운용자산의 일정 퍼센트), 투자성과 보상형(Incentive Fee) 등이 있음.
  - 운용수수료를 낮추면서, 목표수익률 대비 달성 정도에 따라 사후적으로 성과보수를 지급함으로써 수익성을 제고할 수 있는 투자성과 보상형(Incentive Fee) 구조가 보편적임.
  - 투자성과 보상형 구조 도입을 위해서는 ①성과 벤치마크지수와 Incentive Fee 지급조건, ②Incentive 공식(Base Fee, 성과급 공식, 지급액 한도 등), ③성과측정 단위기간을 사전에 결정하여 명시하여야 함.
  - 다만, 투자성과 보상형 구조는 위험 투자를 통해 성과급을 받으려는 동기를 강화할 수 있으므로, 위탁운용사가 허용된 이상으로 운용위험을 증대하지 않도록 상시 모니터링을 통해 관리·규제해야 함.

#### ⑥ 성과평가의 보고체계 및 공시

- 성과평가결과의 내부보고체계 및 외부공시 방법·주기에 대해 명시하여야 함.
- 월간 또는 분기평가 등은 기금 내부보고에 그칠 수 있으나 반기 및 연간 평가결과는 외부공표를 하는 것이 바람직함.

## 13 공시 및 감사

### 1. 의의 및 작성 목적

- ☐ 공시는 기금의 주요내용을 이해관계자(궁극적으로 국민)에게 알리는 절차로 기금운용의 투명성을 제고하는 기능을 수행.
- ☐ 감사는 자산운용결과에 대해 독립적인 기관이 최종적으로 확인하는 절차이며, 또한, 내부자의 비리·부정 등에 대해서 감시하는 기능을 수행.
- ☐ 공시내용 및 감사결과는 적절한 방법(홈페이지 또는 신문 광고 등)을 통해 외부에 공개되어야 함.

### 2. 작성 방법

#### ☐ 공시 및 감사 주요사항

- 기금이 공시하는 주요 사항은 크게 기금현황과 기금운용원칙, 기금운용기준, 기금운용현황 등이 있음.
  - 기금현황 : 기금운용의 연혁과 규모, 의사결정 조직 등의 현황
  - 기금운용 원칙 : 안정성, 수익성, 공공성, 유동성, 독립성 등 기금운용 원칙
  - 기금운용기준 : 기금운용지침, 기금운용계획, 기금운용규정 및 시행규칙 등
  - 기금운용현황: 공시기준, 투자현황, 수익률 및 수입지출 현황 등
- 기금 수익률은 전체 자산 및 운용자산군별로 최근월과 1년 또는 3년간의 운용수익률, 기준수익률, 초과수익률을 공시
- 기금운영 업무의 공정한 수행에 지장을 초래하거나 금융시장 안정에 부정적인 영향을 미칠 우려가 있는 경우에는 정보 공개를 제한할 수 있으며 자산운용지침을 개정할 권한이 있는 위원회에 사후 보고해야 함.

- 감사결과를 공개 시에는 내부 감사부서 또는 외부 감사기관 (민간 회계법인 또는 감사원 등) 등 감사 주체를 명시하고 주요 감사 항목을 간략히 기술함.
- 공시내용 및 감사결과의 외부공개 방법 및 주기 등에 대해서도 명시함.

### 1. 의의 및 작성 목적

- ☐ 기금의 자산운용담당자는 국민 재산의 수탁관리자이므로 민간 금융기관 담당자에 비해 더 높은 책임성과 도덕성이 요구됨.
  - 또한 대규모 자금에 따른 금융시장에서의 우월적 지위로 인해 불공정한 거래가 이루어질 가능성이 높으므로 보다 높은 투명성과 공정성이 요구됨.
- ☐ 따라서 기금의 자산운용담당자가 자산운용업무를 수행함에 있어서 지켜야 할 행위준칙을 제정하고 이를 자산운용지침에 명시함으로써 운영위험을 최소화해야 함.
  - 건전한 금융시장 질서를 유지하는 한편, 각 자산운용담당자에게 명확하고 적절한 책임을 부여하여야 함.

### 2. 작성 방법

- ☐ **자산운용담당자의 행위 준칙**
  - 선관주의 의무 등 일반적인 행위준칙을 명시함.
  - 기타 사항은 자산규모, 자산운용조직·인력 등 자산운용여건에 맞는 행위준칙을 나열함.
    - 특히 주식 직접투자를 하는 경우 내부 자산운용담당자의 개인 용도의 주식투자에 대한 관리방안을 명시하는 것이 바람직함.
    - 외부위탁을 주로 하는 경우 외부위탁사와의 관계에서 지켜야 할 사항을 위주로 명시하여야 함.