



특 · 별 · 기 · 획

대학기금을 위한 자산배분전략 수립방안



대학기금을 위한 자산배분전략 수립방안

● ● ● 김 유 성 | 삼성증권 연구위원

I. 머리말

대학기금의 운용이 변화를 모색하고 있다. 확정금리 상품을 위주로 단기 예치하는 형태의 보수적인 자금운용을 주로 하던 방식에서 벗어나, 일부 사립대학의 경우 투자전문가를 자금운용위원으로 위촉하고 관련 규정과 조직을 정비하는 등 보다 적극적인 자금운용을 준비하고 있다.

교육시장 개방 및 인구 감소로 인해 경쟁력 있는 대학만이 살아남을 수 있는 구조로 변화될 것이라는 점에는 이미 많은 대학관계자들이 공감하고 있을 것이다. 이처럼 생존에 필수적인 대학경쟁력을 확보하기 위해 재정의 확충이 가장 중요한 요소 중 하나임에는 두말 할 나위 없다. 왜냐하면 지금처럼 국내 사립대학의 운영수입에서 등록금이 차지하는 비중이 평균적으로 70%에 달할 정도로 높은 등록금 의존율을 보이는 현실 하에서는 차별화된 전략을 수립한다는 것이 그리 쉽지 않을 것이기 때문이다.

대학의 재정을 확충하기 위한 방안은 여러 가지가 논의될 수 있다. 수익사업 또는 보유하고 있는 부동산을 활용하는 등 이미 여러 방법이 현재 시도되고 있기도 하다. 여기서는 그 중 자산운용 부분에 초점을 맞추어 적립금과 수익용 기본재산 중 유가증권운용이 가능한 금융자산을 위주로 가장 효율적인 자금운용의 원칙방안에 대해 논의하고자 한다.

II. 국내외 대학의 자산운용 현황

국내 사립대학의 운영 수입구조를 보면, 2006년 기준으로 투자자산으로 얻은 수입이 총 운영수입에서 차지하는 비중은 6% 수준에 불과하다. 반면 미국에서 기금운용규모를 기준으로 상위 3개 대학인 하버드, 예일, 스탠포드 대학에서 투자수입의 비중은 20~36%에 달하고, 이 대학들에서 등록금이 운영수입에서 차지하는 비중은 12~21% 수준으로 국내 대학과 큰 차이를 보이고 있다.

2006년 기준으로 사립대학의 수익용 기본재산은 약 5.1조 원으로 수익사업체(44%), 토지(33%), 신탁예금(15%), 유가증권(8%)의 순으로 구성되어 있는데 수익성이 낮은 토지의 비율이 높은 반면, 금융자산의 비중은 낮은 뿐 아니라 운용 수익률도 정기예금 수익률 수준을 보이고 있

다. 미국 대학기금 상위 5개 대학의 평균 규모는 약 17조 원으로 국내 상위 5개 대학 합계인 6천억 원 대비 약 28배나 많은 규모이다. 성과측면에서도 TUCS(Trust Universe Comparison Service) 기준으로 10년 간 연평균 9.75%에 이르는 높은 수익률을 올리고 있다. 이 중 특히 기금 운용규모 상위 2개 대학인 하버드대학과 예일대학의 운용성과를 살펴보면 1995~2006년간 각각 16.6%와 18.3%의 연평균 수익률을 기록하여 피어그룹(peer group)인 TUCS의 수익률을 월등히 상회하고 있다.

운용자산규모나 수익률 측면에서는 국내외 대학이 큰 차이를 보이는 반면, 국내 사립대학(전문대 포함)의 운영지출구조를 살펴보면 인건비 지출 비중이 50% 내외로 외국 대학의 지출 비중과 비슷한 수준이므로 교비지출구조는 인플레이션 리스크에 노출되어 있다고 할 수 있다. 이는 결국 장기적으로는 인플레이션을 상회하는 투자 수익률을 내지 못하면 자산가치는 오히려 침식된다는 것을 의미한다. 저금리시대에 예금만으로는 물가상승률을 초과하는 수익을 내기 쉽지 않으며 인플레이션을 헷지하는 가장 좋은 투자수단은 주식, 실물자산 등을 포함한 위험자산에 대한 투자라는 점은 이미 주지의 사실이다.

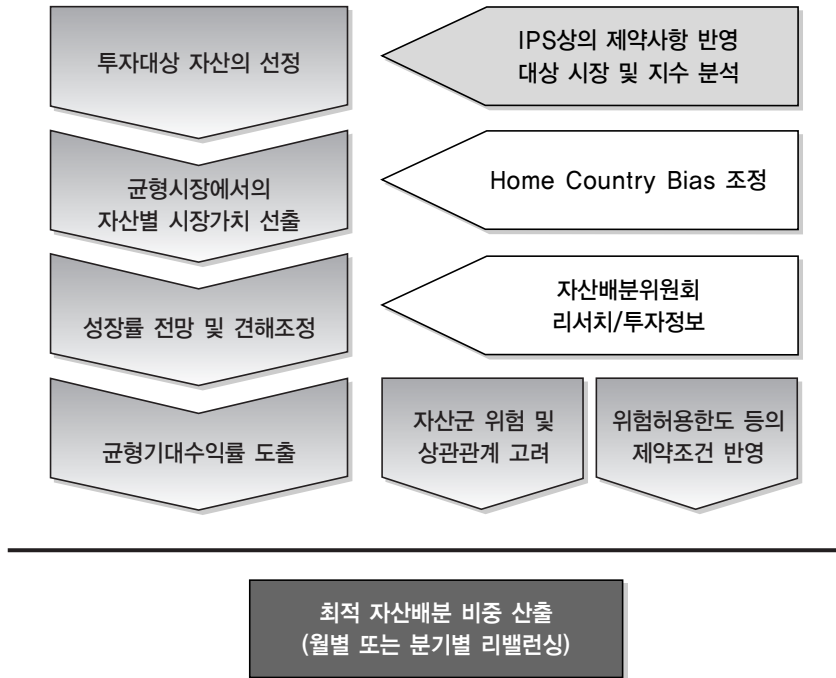
그렇다면 투자 수익률을 제고하기 위해 보다 적극적인 자금운용을 고려하는 경우, 각 대학들이 제일 먼저 고려해야 할 점은 무엇일까? 이미 대학기금운용 관계자나 조급이라도 관심이 있는 사람들이라면 수많은 기관에서 쏟아져 나온 관련 자료와 해외 대학기금 사례들을 다 접해 보았을 것이다. 공통적으로 언급되는 기금운용에 대해 독립성을 확보할 것, 운용을 전문화할 것 등 다소 피상적인 내용 외에 당장 실천하는 데 필요한 자산운용의 원칙은 어떤 것들이 있는지를 알아보기로 한다.

III. 장기전략적 자산배분에 대한 원칙과 프로세스

자산의 실질가치를 보존하고 효율적인 운용을 통하여 투자수익률을 제고하겠다고 결정한 경우 이를 실천에 옮기기 위한 첫 단계는 바로 장기적인 관점에서 전략적 자산배분의 원칙을 수립하는 일이다. 앞서 언급되었던 대학기금 중 가장 높은 성과를 보인 하버드와 예일대학의 사례를 살펴보면 국내외 주식에 40% 이상을 투자하고 있으며 자산군별 국내외 장기 분산투자를 하고 있다. 또한 해외 주식투자 비중을 지속적으로 확대하고 인플레이션 헷지를 위한 실물자산의 비중도 확대하고 있다.

이런 장기적인 자산배분의 원칙은 어떻게 수립할 수 있을까? 자산배분의 원칙을 수립하고 이를 지속적으로 실행하고, 평가하는 근간이 되는 것이 바로 투자정책 지침서(IPS: Investment Policy Statement)이다. 이런 투자정책 지침서는 현행 법규와 개별 대학의 규정 하에서 기금관리에 가장 적합한 투자정책과 목표를 제시하는 규정으로 사전에 반드시 명문화되어 제시되어야 한다. 이를 근거로 운용과 관련된 의사결정이 이루어지며, 투자성과를 평가할 때는 IPS에서 사전에 지정된 운용기준과 위험관리규정을 지켰는지가 평가기준이 되기 때문에 운용자는 자의적 판단이나 원금손실에 대한 과도한 우려 등에서 자유로울 수 있다.

미국의 경우도 1960년대에 각 대학기금의 운용 수익률이 운용예산 증가율에 지속적으로 미치지 못하면서 사립학교의 존속에 대한 우려가 증가하였고 실제 많은 대학이 보수체불에 직면하게 되었



[그림 1] 대학기금 자산배분전략 수립 프로세스 예시

다고 한다. 당시 기금운용에 대한 연구에 따르면 수익률 부진의 원인은 원금손실 회피에 대한 과도한 강조와 당기 수입을 극대화하는 데 중점을 두었기 때문으로 분석되었다고 하니 이 점은 오늘의 우리 대학기금운용에 시사하는 바가 적지 않을 것이다.

투자정책 지침서 상에 제일 먼저 언급되어야 하는 부분이 자산운용의 목표 수익률과 이에 수반되는 위험의 정도이다. 국민연금의 중장기 자산배분안을 사례로 살펴보면 과거 자산배분의 목표 수익률은 실질기대 수익률과 물가상승률을 상회하는 것이었다. 이 기준은 주식 비중을 소폭으로 가져가더라도 장기채 투자를 위주로 투자하는 경우에 달성가능한 목표 수익률 수준이었다. 하지만 최근 개정된 국민연금의 중장기 자산배분안을 보면 목표 수익률이 경제성장률과 물가상승률을 상회하는 것으로 상향조정된 것을 볼 수 있다. 이를 달성하기 위해 현재 11% 수준의 주식편입비를 장기적으로 33% 수준으로 확대하겠다고 하였는데, 이처럼 목표 수익률은 장기적인 자산배분안

<표 1> 자산운용의 목표 수익률별(예시)

Case 1	실질기대 수익률 + 물가상승률 (한국은행 물가상승률 목표: $3.0\% \pm 0.5\%$) → $3\% + 3\%$ 로 가정할 경우 목표 수익률 6% 수준의 자산배분안 필요
Case 2	경제성장률 + 물가상승률 (국민연금 중장기 자산배분안) → $4.5\% + 2.6\% + 0.4\%$ 로 가정할 경우 목표 수익률 7.5% 수준의 자산배분안 필요
Case 3	경제성장률 + 물가상승률 + α → $5\% + 3.0\% + 1\%$ 로 가정할 경우 목표 수익률 9% 수준의 자산배분안 필요

〈표 2〉 투자대상 자산군과 벤치마크(예시)

국내주식 KOSPI, 해외주식(선진시장) - MSCI 선진, 해외주식(이머징 시장) - MSCI 이머징

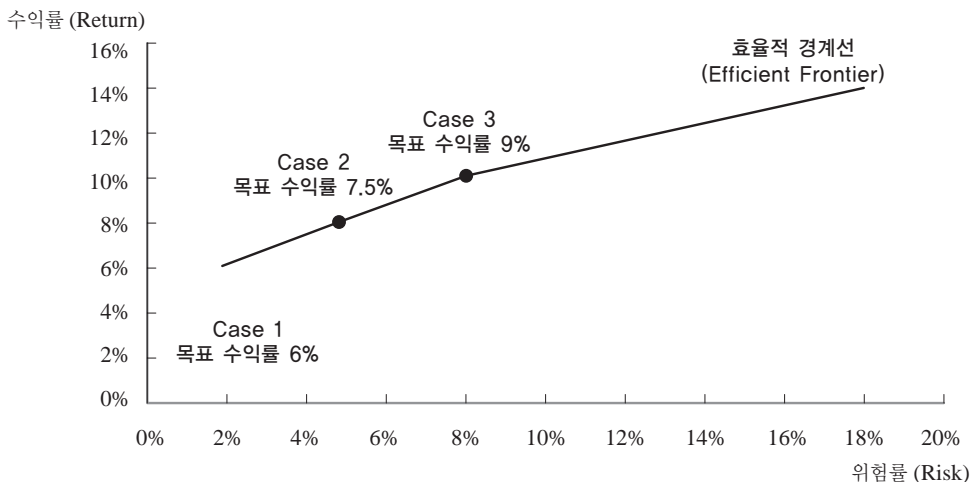
국내채권 Bloomberg 채권지수, 대안투자: EPRA/NA REITS 지수(Global)

결정의 출발점이 된다는 점에서 매우 중요하다.

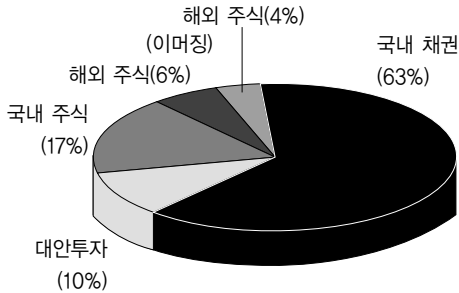
운용자금의 목표수익률이 결정되면 다음부터는 자산배분전략 수립 프로세스에 따른 자산배분안을 수립하는 절차가 시작되는데, 이 단계에서는 투자대상 자산군과 벤치마크를 결정하여야 한다. 자산배분전략 수립 시 가장 중요한 부분 중에 하나가 어떤 자산군에 투자하는 것이 목표 수익률 달성에 가장 효율적인지를 결정하는 것인데 이런 투자대상 자산을 결정할 때 IPS 상의 투자가능대상에 위배됨이 없는지를 확인하여야 한다.

투자대상 자산군은 해외 투자까지 추가하는 경우 국내의 주식이나 채권에만 투자할 때보다 분산 효과를 고려하여 포트폴리오의 효율성을 제고할 수 있는 자산군인가를 살펴보아야 한다. 보다 정교한 자산배분전략 수립을 위해서는 지속적으로 투자스타일별, 업종별, 또는 유형별로 인덱스를 세분화하는 작업들이 필요하며 투자에 대한 이해 수준과 시장에서 높은 거래비용 없이 조달가능한 상품 수준 등을 종합적으로 고려하여 투자대상 자산군을 정교화시키는 작업들을 진행할 필요가 있다.

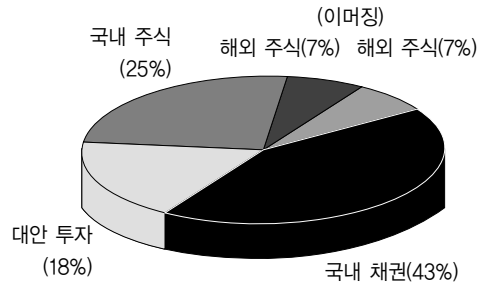
목표 수익률과 투자대상 자산군이 결정되었다면 다음으로 할 일은 가장 효율적인 자산배분 비중을 선택하는 것이다. 포트폴리오의 투자 비중을 선택하는 모형에는 여러 가지가 있다. 가장 간단하게는 마코위츠의 평균-분산모형에 따라 효율적 투자선을 산출하여 비중을 결정할 수도 있고, 리서치 조직의 지원이 가능하다면 마코위츠모형의 한계를 개선한 블랙-리터만모형을 이용하여 투자 비중을 결정할 수도 있을 것이다. 각 모형에 따른 자산배분안을 결정하는 방법은 지면의 한계로 자세히 다루기 어려우나 자산배분모형을 원론적 수준에서 간단히 설명하면, 주어진 기대 수익률 하에서 위험을 가장 최소로 하는 자산배분 비중, 바꾸어 말하면 주어진 위험 하에서는 가장 높은 기대



〔그림 2〕 대학기금을 위한 효율적 투자선 예시



[그림 3] 목표 수익률 7.5% 자산배분안 예시



[그림 4] 목표 수익률 9% 자산배분안 예시

수익률을 보이는 자산배분 비중을 산출하는 방법에 관련된 것이라 할 수 있다. 어떤 자산배분모형을 선택하건 간에 기대 수익률과 위험을 최적화하는 효율적 투자선이 산출되면 그에 따른 자산배분 비중을 결정할 수 있게 된다.

앞의 예시에서 볼 수 있는 자산배분안을 보면 가장 보수적인 1안의 경우, 주식 비중은 약 14%, 2안은 20% 수준이며 다소 적극적인 3안의 경우도 주식비중은 40% 이하로 산출된다. 지난 12년간 연평균 16~18% 수준의 수익률을 꾸준히 올린 하버드나 예일대 등에서 주식 비중을 45% 수준을 유지했다는 것을 감안하면 주식 비중 40% 수준의 투자안은 장기 투자자에게는 공격적이라기보다는 오히려 중립적인 포트폴리오라 할 수 있다.

자산배분 비중이 결정된 이후에는 관련된 위험이 허용가능한 수준인지를 살펴보아야 한다. 아래의 자산배분안에 따른 기대 수익률과 위험은 블랙-리터만모형에서 산출된 각 자산별 균형기대 수익률 하에서의 기대수익률과 위험에 대한 예시이다. Case 1의 경우는 원금손실의 가능성이 1% 수준이므로 원금보존이 중시되는 투자성향에서도 투자가능한 자산배분안이며, 세 가지 케이스 모두 자산가치를 보존하기 위해 물가상승률 이상의 수익을 올릴 확률은 78~89% 수준으로 판단가능하다. 이외에도 투자수익률이 특정 기준치 이하로 떨어질 위험을 나타내는 쇼트폴 리스크(Shortfall risk) 등 다양한 위험관리기준이 있으므로 이를 기금의 성격에 맞추어 설정해야 한다.


<표 3> 목표수익률별 자산배분 비중과 위험 예시

(%)	Case 1	Case 2	Case 3
국내 주식	8.4	16.9	25.3
해외 선진	5.3	6.1	6.8
해외 이머징	0.7	3.6	6.6
주식소계	14.3	26.6	38.7
채권	82.5	63.0	43.5
대안투자	3.1	10.4	17.8
기대 수익률	6.00	7.50	9.00
위험	2.47	5.06	7.86
샤프지수(Sharpe Ratio)	0.40	0.49	0.51

* 자료: 삼성증권.

IV. 맺음말

지금까지 국내외 대학기금의 자산운용 현황과 국내의 현실에 알맞은 자산배분 수립방법에 대하여 논의하였다. 앞에서 언급한 외국대학의 성공사례를 참조해 보면, 자산군의 구분 자체가 세분화되어 있으며 전통적인 자산군이라 할 수 있는 현금성, 주식 또는 채권의 구분 외에도 대안투자의 영역이 실물투자나 절대수익률 추구형 자산군의 비중이 상당히 높게 나타난다. 국내 현실에서는 이렇게 자산군을 세분화하여 운용하기에는 일부 어려움이 있기는 하지만 앞으로 자산군 세분화와 새로운 유형의 대안상품 출시에 따른 자산군의 세분화를 고려하여 체계적인 자산배분 프로세스를 확립할 필요가 있다. 또한 별도의 운용조직과 관리인력을 갖추기 어려운 기금을 위해서 최근에는 이런 자산배분형으로 운용되는 상품도 있으므로, 기대 수익률과 위험성향에 맞추어 운용되는 상품을 선택할 수도 있다.

각 대학이 운용조직과 인력을 어떤 형태로 구성하건 간에 앞에서 설명한 투자정책 지침서와 그에 따른 장기전략적 자산배분 수립은 필수적이다. 단기적인 손실을 겁내다가 장기적인 자산가치의 상실을 초래하는 우를 범하지 않으려면, 더 늦기 전에 자산배분 전략의 큰 틀에서 기금운용의 방향을 설정하는 정책적 판단이 절실히 필요한 시점인 것 같다. 

김유성

KAIST에서 금융공학 석사를 서강대학교 경영학과에서 재무관리로 박사과정을 수료하였다. ABN AMRO 증권의 Equity Analyst, 신한은행 PB사업부 Portfolio Manager를 역임하였으며, 현재 삼성증권 자산배분전략 파트 Asset Allocation Strategist로 재직 중이다. 주요 저서와 논문으로는 장단기 금리스프레드를 이용한 주식시장 마켓타이밍 전략의 유용성에 관한 실증분석, 주가지수포트폴리오와 KOSPI200 주가지수 차익거래에 관한 실증분석, 한국투자자의 글로벌 자산배분, 서민금융기관의 최적 자산배분 등이 있다.