

## 24. 국민연금기금

### 1. 기금개요

설치근거	국민연금법 제101조		
설치년도	1988년	운용개시년도	1988년
주무부처	보건복지부	기금관리주체	보건복지부
관리방식	위탁관리	위탁관리기관	국민연금공단

### 2. 기금현황

(단위 : 백만원)

구분	연중 운용평잔	자산별 비중 <sup>주1)</sup>	투자폴 위탁평잔	투자폴 비중 <sup>주2)</sup>
단기자산	2,782,750	0.4%	-	-
현금성자금	2,782,750	0.4%	-	-
유동성자금	-	-	-	-
중장기자산	632,133,600	99.6%	-	-
전체자산 합계 <sup>주3)</sup>	634,916,350	100.0%	-	-

주1) 전체자산 중 해당자산의 비중

주2) 해당자산의 투자폴위탁 평잔 비중

주3) 전체자산 합계는 공자기금 예탁금을 제외한 평잔

### 3. 평가결과

#### 3.1 평가결과 총괄표

평가지표 (비계량)		배점	지표값	최종등급	
<b>(1) 자산운용 체계</b>		<b>20.0</b>		<b>보통</b>	
1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성		10.0		보통	
2. 자산운용 전담조직의 적정성		10.0		보통	
<b>(2) 자산운용 정책</b>		<b>25.0</b>		<b>보통</b>	
1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성		15.0		양호	
2. 투자 실행과정의 적정성		10.0		보통	
<b>(3) 자산운용 위험 및 성과관리</b>		<b>25.0</b>		<b>양호</b>	
1. 자산운용 위험관리의 효율성		15.0		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성		10.0		양호	
<b>비 계 량 지 표 합 계</b>		<b>70.0</b>		<b>보통</b>	
평가지표 (계량)		배점	지표값	평가점수	최종등급
<b>(4) 자산운용 성과</b>		<b>30.0</b>		<b>24.01</b>	<b>양호</b>
1. 운용수익률		<b>10.0</b>		<b>8.20</b>	<b>양호</b>
① 1년간 운용수익률		3.0	-0.89%	2.45	보통
② 5년간 운용수익률		3.0	4.14%	2.31	보통
③ 20년간 운용수익률		4.0	6.62%	3.45	양호
2. 위험조정수익률		<b>10.0</b>		<b>8.43</b>	<b>양호</b>
① 5년간 샤프비율		4.0	0.43	3.26	보통
② 20년간 샤프비율*		6.0	0.36	5.17	양호
3. 상대수익률		<b>10.0</b>		<b>7.39</b>	<b>양호</b>
① 1년간 상대수익률		3.0	-107.32%	1.89	보통
② 5년간 상대수익률		3.0	43.50%	2.37	양호
③ 20년간 상대수익률**		4.0	41.04%	3.13	양호
<b>계 량 지 표 합 계</b>		<b>30.0</b>		<b>24.01</b>	<b>양호</b>
조 정	가 점			-	
	감 점			-	
<b>전 체</b>		<b>100.0</b>			<b>보통</b>

\* 20년간 샤프비율을 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 14년간으로 평가

\*\* 20년간 상대수익률로 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 12년간으로 평가

### 3.2 전기 평가결과 대비

평가 지표		전기평가		당기평가	
비 계 량	<b>(1) 자산운용 체계</b>	보통		보통	
	1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성	보통		보통	
	2. 자산운용 전담조직의 적정성	보통		보통	
	<b>(2) 자산운용 정책</b>	양호		보통	
	1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성	양호		양호	
	2. 투자실행 과정의 적정성	양호		보통	
	<b>(3) 자산운용 위험 및 성과관리</b>	양호		양호	
	1. 자산운용 위험관리의 효율성	양호		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성	양호		양호		
<b>비 계 량 지 표 합 계</b>		양호		보통	
계 량	<b>(4) 자산운용 성과</b>	지표값	등급	지표값	등급
	<b>1. 운용수익률</b>		미흡		양호
	① 1년간 운용수익률	7.28%	아주미흡	-0.89%	보통
	② 5년간 운용수익률	5.18%	아주미흡	4.14%	보통
	③ 20년간 운용수익률	7.57%	우수	6.62%	양호
	<b>2. 위험조정수익률</b>		양호		양호
	① 5년간 샤프비율	0.69	미흡	0.43	보통
	② 20년간 샤프비율*	0.45	우수	0.36	양호
	<b>3. 상대수익률</b>		우수		양호
	① 1년간 상대수익률	163.69%	탁월	-107.32%	보통
	② 5년간 상대수익률	62.57%	우수	43.50%	양호
	③ 20년간 상대수익률**	44.50%	우수	41.04%	양호
	<b>계 량 지 표 합 계</b>		우수		양호
<b>전 체 합 계</b>		양호		보통	

\* 20년간 샤프비율은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 13년, 당기는 14년간으로 평가

\*\* 20년간 상대수익률은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 11년간, 당기는 12년간으로 평가

## 4. 자산운용 총평

### <현황>

- 국민연금기금은 2018년 말 현재 가입자 2,231만명과 수급자 475만명에게 연금 서비스를 제공하고 있으며, 2018년 말 기금은 638.8조원 규모의 글로벌 연기금으로 성장하였음.

  - 금융부문의 자산별 구성 비중을 보면 국내채권이 311.0조원으로 48.7%, 국내주식이 108.9조원으로 17.1%, 국내 대체투자가 24.4조원으로 3.8%, 해외채권이 26.6조원으로 4.2%, 해외주식이 113.0조원으로 17.7%, 해외 대체투자가 52.2조원으로 8.2%를 차지하고 있음.
  - 본 기금의 2018년 운용수익률은 평잔수익률 기준 -0.93%, 시간가중수익률 기준 -0.89%이며, 수익금은 -58.8조원을 기록하였음.

- 기금관리 주체인 보건복지부와 기금 운용을 위탁받은 국민연금관리공단이 투자 정책 및 투자집행과 관련된 의사결정기구의 운영을 관리하고 있고, 공단 내의 기금운용본부가 기금 적립금 투자의 집행 업무를 맡고 있음.

### <주요 논의방향>

- 제4차 국민연금 재정계산에 따르면, 향후 국민연금기금은 2018년말 639조원에서 지속 증가하여 2041년 약 1,778조원에 도달한 후 급격하게 감소하여 2057년에 소진됨. 더불어, 저출산·고령화로 인한 연금재정 지출 확대는 기금 재정을 악화시키고 향후 보험료율 부담을 가중할 우려가 있음.

  - 이에 따라, 기금 재정의 지속가능성을 확보하고 국민 노후를 안정적으로 보장하기 위하여 국민연금의 발전방향을 모색할 필요가 있음. 해외 등 다양한 우수 사례를 벤치마크하고 거시경제·금융시장에 미칠 영향 등을 고려하여 ①기금 운용체계 개편과 ②포트폴리오 조정을 위한 사회적 논의가 필요한 시점임.

- 우선, 기금 거대화에 대응하여 현재 기금운용 체계가 지속한지에 대해 검토가 필요함. 현행 체계의 문제점을 정밀 진단하는 것이 선행되어야 하고, 그간 꾸준히 제기되었던 기금운용위원회의 전문성·독립성 제고 방안 등에 대한 사회적 논의를 시작해야 2025년 이후 기금규모 1,000조원 시대에 부응하는 자산운용 시스템 구축이 가능함. 관계부처·전문가·국민 간 소통과 토론을 이끌어내기 위해 정부의 적극적인 역할이 필요함.

- 해외 주요 연기금사례를 살펴보면, 캐나다 CPPIB, 일본 GPIF, 네덜란드 ABP는 독립적 기구로서 기금자산을 운용하고 있음. 스웨덴 AP의 경우 6개의 독립법인으로 분할하여 경쟁운용체계를 갖추었음.
- 그리고, 포트폴리오 측면에서 장기 투자계획을 마련할 필요가 있음. 기금 거대화 이후 발생할 급격한 자산회수 등 향후 40년간 발생하는 기금규모의 큰 변동성을 고려할 때 5년의 중기자산배분계획은 시계가 짧음. 기금 확장기에 고수익을 창출하는 것만큼 대규모 자산회수기에 국내 금융시장에 미치는 영향을 최소화하고 가치하락 없이 투자자산을 현금화하는 것도 중요하므로 이런 여건을 감안한 장기시계의 자산배분 전략을 마련하고 이를 바탕으로 5년 단위 중기계획을 운용할 필요가 있음.
- 2018년도 국민연금기금의 해외투자 비중은 약 30%에 불과하지만, 해외 주요 연기금 사례를 살펴보면, 노르웨이 GPF는 전액 해외투자를 원칙으로 하고, 캐나다 CPPIB는 83.5%, 일본 GPIF도 41.7%를 해외자산으로 운용하고 있음.
- 국민연금기금의 대체투자 비중은 12.0%에 불과하지만 해외 주요 연기금 사례를 살펴보면, 캐나다 CPPIB는 49.5%, 네덜란드 ABP는 27.2%, 미국 CalPERS는 19.4%를 대체투자자산으로 운용하고 있음.
- 국민연금기금의 위탁운용 비중은 38.5%에 불과하지만, 해외 주요 연기금 사례를 살펴보면, 일본 GPIF는 전체운용자산의 75%를 패시브운용 방식을 채택하여 위탁운용사를 통해 간접 운용하고 있음.
- 이런 사례를 감안할 때 국민연금기금의 적극적인 해외투자·대체투자·위탁운용 등을 대안으로 논의해야 할 필요가 있음.

### <자산운용 평가>

- 국민연금기금이 해외투자, 대체투자 등을 통한 투자다변화를 지속적으로 추진하고, 위탁운용의 효율성 증대를 위한 노력을 기울이는 한편 스튜어드십 코드의 도입과 책임투자의 확대를 수행한 것은 긍정적으로 평가함.
- 해외투자과 대체투자는 꾸준히 증가하여 2018년도 말 투자비중이 각각 30.1%와 12.0%에 달했고, 앞으로 더 확대될 전망이다. 이와 함께 투자전략과 위험관리 부문의 역량 강화 노력도 추진하였음.

- 대체투자의 효율적인 의사결정과 집행을 위해 세부 자산군별 배분계획과 연도별 이행비중을 설정하고, 세부 자산군의 지역별·전략별 포트폴리오 구성과 투자집행 계획도 마련하였음.
- 장기성과의 제고 측면에서 스튜어드십 코드의 도입과 책임투자의 확대, 적극적인 의결권행사와 주주권행사원칙의 마련 등을 수행하였는데, 이는 기업의 지배 구조와 자본시장의 발전을 위해서도 긍정적임.
- 기금의 지배구조와 의사결정체계의 문제점은 수차례에 걸쳐 지적되었으나, 가시적 개선은 이루어지지 않은 채 위원회와 전담기관의 독립성과 전문성을 저해하는 요소들이 그대로 남아 있음. 여기에 CIO 공백의 장기화에 따른 기회 손실이 현실화되고, 전문 인력 부족에 따른 전담조직의 전문성과 효율성에 대한 우려가 지속되는 가운데 이를 완화할 수 있는 방안을 찾지 못했음.
- 자산운용 관련 최고의사결정기구인 기금운용위원회(이하 기금위)와 보좌 기구인 기금운용실무평가위원회(이하 실평위)는 전문성과 독립성이 매우 부족함.
  - 대표성을 강조하여 구성된 기금위의 전문성이 높지 않은 가운데 실평위도 기금위와 별 다르지 않게 구성되어 전문성 요구를 충족시키기에는 충분하지 않음. 전문성이 부족한 상황에서 기금위는 형식적, 절차적 기구로 작동할 가능성이 있음.
  - 국민연금법상 전문성 보완을 위해 기금위, 실평위에 각각 전문가 2인이 위원으로 있으나, 현재 전문가 위원들의 전문성이 높지 않은 상황임.
  - 국회와 행정부에서 지배구조 개선이 논의 중이고 일부 위원의 전문성 강화 등을 위한 정부안이 검토 중에 있으나, 대표성 차중에 따른 전문성 부족 우려는 해소되지 않고 있음. 일본의 GPIF가 대표성을 배제하고 전문성 위주로 경영이사회를 구성한 것과는 대비됨.
  - 위원회 간 교류 및 업무협조의 부재 등은 기금운용의 연속성, 책임성, 전문성 부족을 심화시키고 있음.
  - 기금위 내 자산운용 관련 위원회는 기금위 - 실평위 - 투자정책위의 3단계 구조를 가지고 있으며, 이러한 3층 구조는 책임성의 분산을 초래할 가능성이 높음.

- 리스크관리위원회(이하 리스크관리위)는 공단 내 조직으로서 정책 기구의 성격과 실행 및 감독기구의 성격이 혼재된 상태로 존재하고 있음.
  - 위험관리의 역할과 기능에 대한 인식이 조직 내에 충분히 공유되지 않은 채 리스크관리위가 위험관리 정책뿐 아니라 집행 및 감독 역할을 동시에 담당하고 있음. 또한 외형상 보건복지부 산하 기금위보다 낮은 위상을 지님.
- 성과평가보상전문위원회(이하 성과평가위)는 기금운용본부(이하 운용본부)의 성과보수 결정권은 갖지만, 운용본부장(이하 CIO)의 임명과 승계에 대해서는 어떤 권한도 행사하지 못하는 자문기구임.
- 비상임위원 위주의 대체투자위원회(이하 대체투자위)가 제한된 시간 내에 합리적 의사결정을 내리는 것은 매우 어려운 상황에서 오히려 대체투자 부서의 책임만 분산되는 측면이 있음. 대체투자 의사결정은 위원회보다 담당부서가 책임을 지고 수행하게 한 후 성과평가를 통해 피드백을 하는 것이 더 적절해 보임.
- 기금운용 전담조직인 운용본부는 예산 편성 등에 있어서 자율성이 제한적이고, 의사결정에 있어서는 CIO가 주무부처 장관과 공단 이사장의 영향에서 독립적일 수 없는 한계를 지니고 있음. 운용본부와 리스크관리센터의 상호독립성도 완전히 확보되었다고 볼 수 없음.
- 운용본부는 인사, 예산의 독립성 확보를 위한 제도적 장치가 마련되어 있다고 하지만, 실질적 독립성과 자율성은 완전히 확보되어 있지 않은 것으로 판단됨.
  - 운용본부의 예산 편성은 보건복지부가 공단 예산과 별도로 운용본부와 협의 후 기획재정부 심의, 국회의 심의·의결을 거치는 구조로 되어 있음. 이러한 구조에서 운용본부가 시장경쟁력 있는 보수체계 설정 등의 의사결정을 주무부처로부터 자율적으로 수행하기는 어려움.
  - 운용본부는 국민연금공단 소속이므로, 기금운용역 기본급 인상 논의 시 공단 내 여타 직군과의 급여 형평성도 고려해야하는 상황임.
  - CIO 선임 및 연임 결정권은 공단 이사장에게 있지만, 이사장 후보를 보건복지부장관이 대통령에게 제청하고 있어 CIO 선임에 있어 보건복지부의 영향력은 절대적임.

- 현행 구조 하에서 기금운용의 재무적 목표와 비재무적 이해관계가 상충될 경우 운용본부는 부담을 가질 수밖에 없음. 주식대여 거래중지 조치는 운용 본부가 자율성과 독립성을 갖고 운영되고 있다는 것에 대해 의구심을 갖게 하는 사례임.
- 리스크관리센터와 운용본부의 외형적 분리는 확보되어 있음. 그러나 공단 이사장이 운용본부에 영향력을 미칠 수 있는 상태에서 자산운용과 위험관리 전담조직의 상호독립성이 실질적으로 확보되었다고 할 수 없음.
- 운용본부의 전담인력은 매우 부족한 편임. 2017년도의 초과성으로 인한 성과급 지급률 확대로 2018년도에는 운용인력에 대한 보상이 일시적으로 시장 중위수를 상회하였지만 전반적인 보상 수준은 여전히 충분하지 않은 가운데 우수인력의 이탈이 지속되고, 이에 따른 전문성 저하가 우려되는 상황임.
- 기금의 1인당 운용규모는 캐나다 CPPIB의 7배에 해당함. 한편 일본 GPIF의 1인당 운용규모보다는 작지만, GPIF의 경우 총자산의 75%가 패시브 및 위탁운용 방식으로 운용되고 있다는 점을 감안해야 함.
- 전담인력이 절대적으로 부족한 상황인 가운데 전주 이전 후 퇴직자는 늘어나고, 순채용 규모는 줄어들어 업무의 효율성과 연속성이 우려되는 상황임. 특히 공단에서 오래 근무한 경력자의 숫자가 줄어들어 기금에 특정한 운용노하우의 축적이 안 되고 있는 실정임.
- 운용 규모 대비 해외사무소 인력도 주요 해외 연기금에 비해 부족한 상황이며, 특히 현지 인력이 매우 부족함.
- 보상체계와 관련하여 기본급은 시장 중위수 정도에 해당하지만, 운용본부가 수도권에 위치하고 있지 않은 점 등을 감안할 때 충분한 수준이라고는 할 수 없음. 한편 CIO의 총보수를 살펴보면, 2017년도에는 시장 상위 50% 대비 73.8%, 2018년도에는 시장 상위 50% 대비 113.6%에 해당하여 큰 변동을 보였음.
- 2017년 이후 팀장급 이하의 총급여는 시장 중간 수준 혹은 그 이상으로 상향되었음. 실장급 이상의 총급여는 2017년도의 초과성으로 인한 성과급 지급률 대폭 인상의 효과로 2018년도 시장 중위수 수준을 일시적으로 상회하였지만, 2017년도에는 시장 중간에 미치지 못 하였음. 특히 CIO의 경우에는 퇴임 후 재임용 제한 등을 감안할 때 실질적인 보수가 평균적으로 시장 중간 수준에 못 미치는 수준으로 파악됨.



- 운용본부는 해외 연기금 수준의 우수 운용인력을 충원하고, 인력규모의 확대를 위해 노력하겠다고 선언하지만 현실성은 매우 부족해 보임.
- 국민연금기금은 국민의 노후생활 보장을 위한 연금급여의 안정적 지급을 목표로 하는 연금성기금임에도 불구하고 자산부채종합관리(이하 ALM)에 기초한 운용 방식이 채택되지 않은 채 여전히 자산측면만을 고려한 방식(Asset only)으로 운용되고 있음.
  - 연금성기금의 경우 연금부채의 규모와 제도 변수들을 통합적으로 고려하지 않은 상태에서 기금의 지속가능성과 재정건전성을 논의하는 것은 의미가 없으며, 따라서 현행 기금운용 방식은 적절하다고 할 수 없음.
    - ALM에 기초한 운용의 도입이 지연되는 이유로 재정안정화 방안에 대한 사회적 합의가 어렵다는 점과 그에 따른 재정목표가 아직 수립되지 않았다는 점을 들고 있음.
    - ALM과 재정목표 설정을 위한 논의는 답보상태이며, 4차 재정계산 이후에도 진척이 확인되지 않고 있음. 그에 따라 실질가치유지라는 임의적 기금운용 목표설정이 지속되고 있음.
  - 기금의 고갈 시점이 점점 가까워지고 있는 상황에서 현행 목표수익률 설정방식은 정당화되기 어려우며, 이는 장기 재정건전성의 확보에도 도움이 되지 않는 것으로 파악됨.
- 기금의 기준수익률은 기본적으로 갖추어야 할 특성을 만족시키면서 명시적으로 지침에 설정되어 있음. 위험관리의 원칙, 관리대상, 관리지표와 관리방법도 적절한 것으로 판단됨. 내부운용과 외부운용과 관련된 정책, 위탁기관의 선정 및 사후관리도 양호하지만 일부는 개선이 필요함.
  - 대체투자의 기준수익률을 보다 정교하게 설정하는 것이 바람직하며, 해외투자의 기준수익률 설정 시 환헤지 전략에 대한 면밀한 고려가 필요함.
  - 세부자산군 체계의 개편에 따라 자산배분부서가 패시브·액티브운용 비중을 결정하고, 직접·위탁운용 간 자금배분은 기금위가 설정한 위탁운용 목표범위 내에서 실행부서가 결정함. 기금위가 위탁운용 목표범위를 설정하는 것은 운용본부의 자율성을 제약하고 운용본부에 대한 성과평가의 의미를 퇴색시킬 수 있음.

- 책임투자전략의 수립, 의결권 및 주주권의 행사, 스튜어드십 코드의 도입 등 기금의 장기수익률 제고를 위한 운용본부의 다양한 노력은 긍정적으로 평가됨. 그러나 책임투자의 실행 과정에서의 투명성 부족, 정책과 집행이 결합된 수탁자 책임위의 운영 방식 등은 개선이 요구됨.
  - 책임투자는 어떤 방식을 통해 실제 투자를 수행하는지, 위탁운용사의 ESG 고려방식을 기금이 어떻게 모니터링 하는지 등 실행 과정에 대한 정보 공시를 강화할 필요가 있음.
  - 해외의 경우 수탁자책임 정책과 집행이 결합된 사례는 찾기 어려움. 수탁자 책임위는 기금위의 정책 전문위로서, 개별 안전에 대해 결정권을 직접 행사하는 방식은 기금 지배구조의 특성상 불필요한 논란을 불러일으킬 수 있음.
- 위험관리 정책의 수립과 집행은 적절하게 수행되고 있으며, 위기상황 발생 시 체계적으로 대응할 수 있는 프로세스의 구축도 양호함.
  - 리스크 모니터링과 관리는 유형별로 적절하게 이루어지고 있지만, 시장위험 한도를 설정할 때 사용하는 수익률 변동성 자료는 검증을 거친 후 활용하기를 권고하며, V-KOSPI 지수 등 미래지향적 자료를 활용하는 것도 검토해 보길 바람.
  - 위기인식지수를 개발하여 위기상황 대응 프로세스를 구축하고 해외금융시장 지표 등 모니터링 대상을 확대한 것은 바람직함. 다만, 위기인식지수의 선행성 검증과 개선을 위한 노력을 지속적으로 실시할 필요가 있음.
- 전체 포트폴리오와 자산별 수익률에 대한 분석과 활용은 전반적으로 체계적으로 이루어지고 있는 것으로 판단됨.
  - 2018년도 기금 금융부문의 시간가중 운용수익률은 -0.89%로서 운용수익률은 목표수익률과 기준수익률을 모두 하회하였음.
  - 패시브유형은 국내외 주식과 국내채권 모두 양(+)의 초과수익률을 기록한 반면 액티브유형은 국내채권을 제외하고 모두 음(-)의 초과수익률을 보였음. 이는 액티브운용의 공헌도에 대한 전년도의 지적(액티브 운용 비중 축소 등 액티브-패시브 자산운용 방식 변경)을 다시 상기시키는 결과임.

- 인력 유출이 지속되고 있는 기금의 현 상황에서 액티브운용의 비효율성을 검토하여 운용 전략에 반영하는 것이 필요함.
- 기금은 IR, 총위험, 샤프비율 등의 위험 대비 성과지표를 산출하고 있는데, 향후 제센의 알파 등 위험조정수익률도 함께 보고하는 것을 권고함.
- 초과수익률의 자료는 기금의 운용정책 수립에, 운용본부에 대한 정량평가와 정성평가 결과는 전담인력의 보상정책 수립에, 그리고 위험 대비 성과평가 결과는 기금운용 정책 수립과 외부위탁기관에 대한 사후관리에도 활용됨.

### 〈주요 개선 권고 사항〉

- 앞서 논의한 바와 같이 국민연금기금의 규모 변동과 재정 악화에 대응하기 위한 발전방향을 모색해야 함.
  - 우선, 거버넌스 측면에서 기금운용의 지속가능성을 확보하기 위해 기금운용 체계 개편에 대한 사회적 논의를 시작해야 함. 현행 체계의 문제점을 진단하고, 해외연기금 등 다양한 우수사례를 벤치마크하여 국민연금기금의 효율적인 운용방안을 수립할 것을 권고함.
  - 그리고, 포트폴리오 측면에서 기금규모의 큰 변동성과 국내 금융시장에 미치는 영향을 고려하여 장기 투자계획 수립을 고려해야 함. 적극적인 해외투자·대체투자·위탁운용 등을 주요 대안으로 제시함.
- 국민연금 발전방향 모색과 더불어 아래와 같은 사항을 개선 권고함.
  - 기금운용의 독립성 확보를 위한 제도 개선 추진과 함께 위원의 전문성 강화를 위한 방안 수립과 이행 노력이 요구됨.
    - 첫째, 기금운용의 독립성 확보를 위해 기금운용 기구와 정부 간 일정 거리를 유지하는 제도적 장치를 마련하고, 이를 명문화해야 함. 위원회와 운용본부가 정부와 이해단체의 압력으로부터 자유로운 상태에서 국민연금 본연의 목적만을 위한 전문적 판단을 할 수 있도록 지켜주는 것이 필요함.
    - 둘째, 기금위, 실평위 위원의 전문성을 높이기 위한 다양한 계획과 로드맵을 마련하고 이를 충실하게 실천해 나가는 것이 필요함. 구체적으로, 위원 전문성 요건 신설, 당연직 정부위원 구성 조정, 금융·자산운용 전문성이 있는 기금위·

실평위 전문가 위원 임명, 신규 위원을 대상으로 한 집중 오리엔테이션 실시, 위원에 대한 정기 교육과 자체 평가제도 실시, 외부전문가를 포함한 소위원회 구성과 활성화, 다양한 위원회 간 소통 강화 등의 방안을 수립하여 시행하는 것을 권고함.

- 기금의 성격에 합당한 위험관리의 역할과 기능을 명확하게 설정하고, 그에 대한 인식 공유를 바탕으로 위험관리 조직체계의 수립과 위상 정립, 그리고 정책과 집행 의사결정의 분리 여부 등에 대해 심도 있는 검토를 수행해야 할 것임.
  - 위험관리는 자산운용 업무에 대한 견제 및 감독 기능과 자산운용의 효율성 제고를 위한 지원 기능이라는 두 가지의 역할을 갖는데, 어떤 기능에 높은 비중을 부여하는가에 따라 적합한 조직체계와 지배구조가 달라질 수 있음.
  - 견제와 감독 기능을 중시할 경우 현행의 기금위를 (가칭) 자산운용위와 (가칭) 리스크관리정책위라는 동등한 위상의 정책위원회로 개편하고, 공단 내에 실행위원회로서 (가칭) 리스크(관리)점검위를 별도로 마련하는 방안을 검토해 볼 수 있음.
  - 자산운용 효율성 강화를 위한 지원 기능을 중시할 경우 기금위를 중심으로 자산운용, 위험관리의 정책과 집행을 포괄하는 통합의사결정위원회를 구축하여 자산운용과 위험관리 간 긴밀한 연계성을 반영하는 것이 바람직함.
  - 위험관리 전담조직과 자산운용 전담조직의 분리와 독립성 확보 문제에 관한 검토도 위험관리 기능에 대한 인식이 전제되어야 함. 기금운용 환경변화에 효율적으로 대응할 수 있는 위험관리 정책을 우선 마련하고, 그에 적합한 전담조직으로의 중장기적 개편을 모색하는 것을 권고함.
- 기금은 우수 인력 유치를 위한 실효성 있는 채용 프로세스의 구축과 전향적인 보상체계 마련을 통해 전문인력 부족에 대처해야 할 것임. 우수 인재의 유치와 핵심 인력의 이탈 방지를 위해 보상체계의 시장경쟁력 확보는 시급히 해결해야 할 과제임.
  - 아울러 해외투자 확대에 대응하여 해외사무소 인력을 확충하는 한편, 현지 채용인원의 비중을 늘리고 현지에 적합한 보상체계를 마련하는 것도 필요함.
- 국민연금 관련 제도 변수들과 부채를 고려하지 않는 현행의 Asset-only 방식에서 탈피하여 ALM 기금운용 방식을 조속히 도입할 수 있도록 주무 부처와 공단이 적극적인 노력을 기울여야 할 것임.

- 중장기적으로는 기금운용과 연금제도 간 연계성 강화를 위해 현행의 기금위(복지부장관 위원장)와 국민연금심의위(복지부차관 위원장)를 통합하여(가칭) ALM 위원회를 최상위 기구로 신설하고, 산하에 전문성 중심 기금위와 실행 전담조직을 두는 것을 검토해 볼 필요가 있음. ALM 위원회는 대표성과 제도 및 기금운용에 관한 높은 전문성을 갖춘 위원들로 구성하며, ALM 위원회가 설정한 기금운용목표를 효율적으로 달성하기 위한 기구인 기금위는 민간 전문가 중심 상설위원회로 설치되는 것이 바람직함.
- 장기 수익률 목표와 실질 기금목표수익률이라는 두 가지 목표수익률의 개념과 필요성을 지침에 명확하게 정의하고, 중장기 자산배분의 프로세스도 관련 규정에 명시적으로 제시한 후 실제의 자산배분이 명실상부하게 도출되도록 해야 할 것임.
- 기금위가 위탁운용의 목표범위를 설정하여 운용본부에 제시하는 현행 방식 보다는 위탁운용 규모와 자금배분에 대한 모든 책임과 권한을 운용본부에 위임한 후 성과평가를 통해 결과를 묻는 방식이 보다 합리적인 것으로 여겨짐.
  - 한편 중장기적인 관점에서 위탁운용과 패시브운용의 비중 확대를 검토해 보기 바람. 기금의 규모는 지속적으로 증가할 것으로 전망되지만 운용인력의 확보는 그에 못 미칠 것이 예상되는 상황에서 위탁운용과 패시브 비중의 확대를 통해 대처하는 방안을 생각해 볼 수 있을 것임.
- 내부운용 대 외부운용 정책의 고도화를 위해, 위탁운용 비용과 운용성과 간의 인과관계, 기금의 이해와 합치하는 위탁운용 보수 구조, 우수 기관 발굴을 위한 별도의 전문부서 설치, 장기 운용성과의 보상체계 반영 방안 등에 대해 면밀한 검토를 수행하기를 권고함.
- 경영참여·비경영참여 주주권행사 관련 가이드라인을 구체적으로 제정하고 기업들의 예측가능성을 제고할 필요가 있음. 또한 운용본부 내에 실무위원회를 설치하여 가이드라인에 따라 주주권을 행사하게 하면서 수탁자책임위는 정책 수립과 감독에 집중하게 하는 것이 바람직함. 아울러 수탁자책임위에 부의되는 안전 선정도 세부 가이드라인을 조속히 수립하여 객관적 판단기준에 따라 이루어지기 권고함.
- ESG 요인에 대한 검토 및 적용을 특정 자산과 거래에 한정하지 않고, 기금 운용의 철학으로서 전체 포트폴리오에 확대하는 글로벌 추세에 발맞추어 적용 대상 자산군의 범위를 확대하는 것도 전향적으로 검토해 볼 수 있음.

- ALM 방식의 자산배분은 단기적으로 시행하기 어렵다고 할지라도, 위험관리와 성과평가의 효율성을 높이기 위해 연금부채와 제도 변수들에 대한 다양한 시나리오에 기초하여 ALM 기반 위험관리 및 성과평가 지표들을 설정하고 관리하는 것을 권고함.

## 5. 세부항목별 평가결과

### (1) 자산운용 체계

#### 1.1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성

##### 1.1.1. 자산운용 관련 주요 의사결정 체계의 구축

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"><li>• 자산운용 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li><li>• 위험관리 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li><li>• 성과평가 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것</li></ul>

- 국민연금기금은 자산운용과 관련하여 기금운용위원회(이하 기금위)를 정점으로 다양한 위원회를 운영하고 있으며 전담조직으로 기금운용본부를 설치하고 있음.
  - 위험관리와 관련해서는 리스크관리위원회(이하 리스크관리위) 아래 전담조직으로서 리스크관리센터가 기금운용본부 내 설치되어 있음.
  - 성과평가는 기금위 산하 성과평가보상전문위원회(이하 성과평가위)를 두고 전담조직으로 내·외부 성과평가기관을 활용하고 있음.
- 보건복지부 내에 설치된 기금위, 기금운용실무평가위원회(이하 실평위)의 구성, 책임과 권한은 국민연금법으로 규정되고, 기금운용지침에 역할과 책임이 명시되어 있음. 기금위 산하에는 수탁자책임전문위원회(이하 수탁자책임위), 성과평가위(이하 성과평가위), 투자정책전문위원회(이하 투자정책위)가 존재함.
  - 기금위는 기금운용의 최고의사결정기구로서 기금운용지침, 연간운용계획, 성과평가 등에 관한 중요사항을 심의·의결함. 위원장은 보건복지부장관이고 당연직위원으로 관련 부처 차관 4인, 국민연금공단(이하 공단) 이사장 1인이 포함되어 있고, 위촉직은 사용자 및 근로자대표 각 3인, 지역가입자대표 6인, 전문가 2인등 총 20인으로 구성됨.

- 실평위는 기금관리·운용에 관해 전문적인 의견을 제공하고, 운용성과 측정 등 기금운용 전반에 대한 모니터링을 수행함으로써 기금위의 심의·의결 기능을 보좌하는 심의·평가기구임. 위원장은 보건복지부차관이고, 5인의 관련 부처 당연직위원, 이해단체 추천인 및 전문가 등을 포함하여 총 14인으로 구성됨.
  - 의결권행사전문위원회는 의결권행사의 원칙 및 세부기준 등에 대한 검토 및 개정안 마련, 기금운용본부(이하 운용본부)가 찬·반을 판단하기 곤란하여 요청한 사안 및 기금위 위원장이 요청하는 사항에 대해 의견을 제시함. 9인 이내의 위원으로 구성되며, 2018년 10월에 수탁자책임위로 개편됨.
  - 수탁자책임위는 수탁자책임활동에 관한 지침을 검토·개정하고, 보유 주식에 대한 의결권 및 주주권 행사와 책임투자관련 주요 사안을 검토하고 결정함. 전문성과 대표성을 감안하여 14인 이내의 위원(임기 2년)으로 구성(위원장은 호선)되며, 주주권행사분과위원회(9인 내외)와 책임투자분과위원회(5인 내외)로 구성됨.
  - 성과평가위는 성과평가·보상 관련 사항에 대해 기금위 및 실평위에 자문을 제공하고, 기금위의 위임으로 운용본부 전체의 성과급 지급률·운용본부장에 대한 성과급을 결정함. 민간전문가 12인으로 구성되고 위원장은 호선함.
  - 투자정책위는 기금위의 결정사항 중 중장기 또는 연간 기금운용계획, 전문적 평가가 필요한 투자정책 및 신규 투자정책의 개발 또는 기존 투자정책의 변경에 관한 사항 등을 검토·심의함. 20~40인의 전문가로 구성하되, 위원장은 실평위 위원장이 지명하는 실평위 위원임.
- 기금은 최고의사결정기구인 기금위 내 자산운용 전문가가 전무하다고 볼 수 있는 상황에서 실평위와 투자정책위가 하위의 위원회로서 역할을 하고 있음.
- 자산운용 관련 위원회가 기금위 - 실평위 - 투자정책위로 3단계의 구조를 갖는 것으로 보이며, 이러한 3층 구조는 책임의 분산을 가져올 수밖에 없음.
- 공단과 운용본부 내 설치된 정책 및 집행 의사결정기구인 리스크관리위, 투자위원회(이하 투자위), 대체투자위원회(이하 대체투자위) 등의 구성, 책임과 권한에 관한 사항은 기금운용지침과 기금운용규정에 명시됨.
- 리스크관리위는 위험관리 최고의사결정기구로서 공단 이사장 직속으로 있으며, 위험관리의 기본방침 수립, 위험한도 및 손실한도의 설정과 관리, 위험관리 체계의 구축과 신규 운용대상 및 방식에 관한 위험관리를 심의·의결함.



이사가장이 위원장이고 내부위원 2인(이사장, 운용본부장)과 외부전문가 6인으로 구성됨.

- 내부위원으로 구성된 투자위와 달리 외부위원의 비중이 높은 리스크관리위의 경우 투자 관련 세부 내용 파악은 어려워 리스크관리 규정 개정 등 정책적 논의 외에 투자자산과 관련된 심도 있는 논의는 어려울 것으로 판단됨.
- 대체투자위는 대체투자부문의 투자결정 효율성과 전문성 강화를 위한 목적으로 설치되며, 그 외에 운용본부장을 포함한 공단 내부위원으로만 구성된 집행 위원회인 투자위원회가 있음.
- 국민연금기금은 위험관리와 관련하여 리스크관리위 아래 운용본부에 전담부서인 리스크관리센터와 이사장 직속의 준법감시인을 두고 있음.
  - 리스크관리센터는 운용본부 내 위험관리의 주요사항을 관리하며, 필요한 조치는 투자위 등을 거치지 않고 리스크관리위에 직접 보고할 수 있음. 리스크관리센터장의 보직변경 및 근무평정권은 이사장에게 두어 운용본부로부터의 독립성을 유지하고자 함.
  - 준법감시인은 운용본부와 별도로 이사장 직속의 독립된 기구로 구성되어 내부통제와 컴플라이언스, 법규위험 등을 관리함.
- 기금의 성과평가는 공단 내 내부 성과평가기관인 국민연금연구원과 외부의 전문 성과평가기관이 수행하고, 그 결과를 성과평가위가 검토한 뒤 실평위에서 심의하고 기금위에서 의결하며, 운용본부에 피드백 하는 방식으로 이루어지고 있음.
  - 한편 기금운용본부 내 리스크관리센터는 운용성과의 분석결과를 기금운용본부장과 이사장에게 주기적 혹은 수시로 보고하는 한편 운용부서에 적시성 있는 피드백을 주고자 함. 즉, 리스크관리센터의 성과평가와 국민연금의 성과평가는 서로 다른 목적에 따라 독립적으로 수행되고 있음.
  - 성과평가위는 평가체계를 갖추고 기금운용본부의 성과보수 결정권을 비교적 독립적으로 행사하고 있으나, 핵심기능이라고 할 수 있는 기금운용본부장(CIO)의 임명, 승계에 대해서는 어떤 권한도 행사하지 못하는 자문기구의 성격을 가짐. 공단 임원추천위원회가 전권을 행사하는 CIO 임명 및 승계 과정에 성과평가위(나아가 기금위)가 일정한 역할을 하는 방향이 바람직함.

- 국민연금기금의 자산운용, 위험관리, 성과평가 관련 위원회와 전담조직, 법령 및 규정 체계의 형식적 틀은 비교적 잘 갖추어져 있음. 하지만 위원회의 독립성과 전문성, 전담기관의 독립성을 저해하는 요소가 담긴 조항 등 효율적 기금운용에 걸림돌이 되고 있는 규정들은 그대로 남아 있는 채 비효율적인 의사결정체계에 대한 개선은 아직도 이루어지고 있지 않은 상황임.
  - 국회와 행정부에서 지배구조 개선이 논의 중이고 정부안이 독립성과 전문성 면에서 개선된 면이 있기는 하나, 대표성 치중에 따른 전문성 부족 우려는 해소되지 않고 있음. 복지부 포함 행정부에서 보다 적극적으로 이해관계자, 국회를 설득하려는 노력이 필요함.
  - 일본의 GPIF 역시 전 국민 대상의 공적연금으로 지배구조에서 대표성이 중요할 수 있지만 운용전담 GPIF의 기관의 성격에 걸맞게 대표성을 배제하고 전문성 위주로 경영이사회 구성한 것과는 대비됨.
  - 보건복지부는 위원회의 독립성과 전문성을 강화하기 위한 여러 가지 자구 노력(예를 들어, 지속적인 교육, 훈련의 의무화, 위원회 지원을 위한 사무국 설치, 의결 권한이 없는 전문위원회의 실효성 제고 방안 등)을 병행하여 추진하는 방안을 검토할 필요가 있음
- 2017년 7월 이후 CIO의 공백이 특별한 이유 없이 장기화되었으며 2018년 하반기가 되어야 해소됨에 따라 CIO 역할이 중요한 대체투자 등에서 집행부진이라는 기회 손실로 현실화함.
  - 아울러, 인력유출에 따른 운용 전문인력 부족으로 전담조직의 전문성과 효율성에 대한 우려가 제기되지 않도록 대처할 필요가 있음.

### 1.1.2. 주요 의사결정 체계의 대표성, 전문성 및 효율성

주요 평가내용	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주요 의사결정 위원회를 대표성과 전문성을 갖도록 구성하고 위원회의 전문성 제고를 위한 노력을 지속할 것</li> <li>• 주요 의사결정 위원회의 활동이 적정할 것</li> </ul>

- 자산운용 관련 최고의사결정기구인 기금위와 보좌 기구인 실평위는 대표성에 비해 전문성과 독립성이 부족함.
  - 기금위는 위원회의 설립 취지 및 특성상 대표성이 중요한 요소이기는 하지만 기금운용 관련 전문성이 미흡한 상태에서, 기금위의 전문성을 보완하기 위한 실평위도 대표성이 강조되어 구성되고 또한 최종 의사결정기구가 아니라는 한계도 가지고 있기 때문에 독립적, 전문적 판단을 요구하는 자산운용 의사 결정에는 취약한 구조임.
  - 당연직 공무원과 이해관계자 대표 위주로 구성된 기금위가 자산운용 관련 경험과 전문성이 부족한 가운데 실평위도 위원 추천 및 선정방식이 기금위와 거의 다르지 않은 방식으로 구성되어 있고 최종 의사결정기구가 아니므로 전문성을 갖춘 의사결정이 이루어지기에는 미흡한 부분이 있음
  - 또한 전문성 보완을 위해 기금위, 실평위에 각각 전문가 2인이 위원으로 있으나, 현재 전문가 위원들의 금융·자산운용 전문성도 부족한 상황임.
  - 전문성이 충분하게 갖추지 않은 상황에서 기금위는 자칫 형식적, 절차적 기구로 작동할 가능성이 있음. 즉, 현행 기금의 자산운용 관련 위원회는 고도의 전문성이 요구되는 투자의사결정 상황에 적합하다고 보기 어려움.
  - 자산운용 관련 최고 의사결정기구에 정부의 고위직이 당연직으로 참여함으로써 기금운용의 독립성에 대한 우려도 발생할 수 있음.
  - 공단의 기금이사(기금운용본부장)를 담당하고 있는 현행 구조에서 기금운용 본부장이 공단 이사장과 주무부처 장관의 의사로부터 독립적인 판단 및 실행 능력을 견지하기는 쉽지 않을 것으로 판단됨.
- 한편 기금위와 전문위, 실평위와 전문위 간의 교류 등을 강화하여 기금운용의 연속성, 책임성, 그리고 전문성을 강화할 필요성이 있다고 보임.

- 기금위는 최고의 의사결정기구로서 산하 위원회에서 논의된 이슈들에 대해 정기적으로 보고를 받고 이에 대한 충분한 지식을 가진 상태에서 의사결정을 하여야 하지만 위원회 간 커뮤니케이션이 충분하지 않은 상황임.
  - 전문성 보완을 위해 기금운용위 개최 전 실평위가 열리지만, 실평위 의견을 반영하여 기금운용위 본 안건이 수정되지는 않음.
  - 또한, 기금위·실평위 회의가 열리기 일주일 전에 개최 공지를 하며, 안건은 당일 또는 하루 전에 위원들에게 공유하는 경우가 빈번하여 기금위·실평위 위원들의 심도 있는 검토·논의를 저해하는 측면이 있음.
  - 일본의 GPIF는 감사위원회 외의 소위원회가 없어 기금 규모와 대비할 때 의사결정체계에 있어서 형식적으로 부족한 면이 있으나, 경영이사회가 민간 이사회라는 점과 위원회의 전문성과 연속성(이사회와 감사위원회의 구성)은 높음.
- 요약하면, 현행 국민연금기금의 위원회는 첫째, 전문성을 강화해야 할 필요가 있다는 점, 둘째, 정부 고위직의 당연직 참여로 독립성에 대한 우려가 나올 수 있는 점, 셋째, 위원회 간 의사소통 및 업무협조를 강화하여 최고의사결정기구의 의사결정을 수행하도록 개선할 필요가 있다는 개선사항을 가지고 있음.
  - 기금 규모가 증가하여 금융시장과 투자기업에 미치는 기금의 영향력이 커질 수록 기금운용의 독립성 확보와 전문성 제고에 대한 요구는 점점 더 커지고 있으며, 따라서 이를 담보할 수 있는 제도 개선과 실질적인 노력이 요구됨.
  - 첫째, 기금운용의 독립성 확보를 위해 캐나다의 CPPIB와 같이 기금운용 관련 기구와 정부 간 일정 거리를 유지하는 제도개편 방안을 마련하고, 이를 제도적으로 명문화해야 함.
    - 기금위를 비롯한 기금운용 관련 위원회와 운용본부가 정부와 이해단체의 압력으로부터 자유로운 상태에서 오직 국민의 노후소득 보장이라는 국민연금 제도 본연의 목적 달성만을 위해 전문적 판단을 할 수 있도록 지켜주는 것이 필요함.
  - 둘째, 기금위와 실평위 위원의 전문성을 제고하기 위한 다양한 계획과 이행 로드맵을 마련하고 충실하게 이행해 나가는 것이 필요함.

- 일부 위촉위원회에 대해 별도의 자격기준을 적용하여 최소한의 전문성을 확보하고, 당연직 정부위원의 수를 축소하여 전문성과 대표성을 강화하는 등의 내용을 담고 있는 기금운용위원회 운영 개선 방안(2018년 기금위 보고)은 조속히 실행될 필요가 있음.
  - 현재 실평위 위원의 자격 요건으로서 3년 이상의 경력을 요구하고 있는데, 관련 분야 5년 이상의 경력을 요구하는 다른 위원회(전문위원회, 리스크관리위원회, 투자위원회, 대체투자위원회, 투자관리위원회 등) 등과 동일하게 5년 이상 또는 그 이상의 경력 요구가 필요함.
  - 아울러 실평위의 신규 위원 선임 시 규정에 명시된 기본 자격조건 이상의 전문성 검증(예를 들어, 자산운용 실무경력 및 관련 연구 수행 이력 여부 등)을 추천 기관에 요청하여 실질적 의미에서 전문가 위원회로서의 기능을 담당하게 하는 것이 바람직함.
  - 아울러, (i) 기금위와 실평위 신규 위원들을 위한 일정 기간의 집중 오리엔테이션과 교육 프로그램의 실행, (ii) 위원들에 대한 주기적 교육과 자체 평가의 실시, (iii) 기금위, 실평위 위원과 외부전문가를 포함한 소위원회의 구성 및 활성화와 (iv) 다양한 위원회 간 소통 강화 등 전문성 제고 방안을 수립하여 시행하는 것을 권고함.
- 중장기적으로는 기금위를 민간전문가 중심으로 독립 상설기구화 하고, 기금위의 책임 하에 기금운용본부가 전문적인 투자기구로서 작동하도록 육성하는 방안을 심도 있게 검토할 필요가 있음.
  - 위험관리 관련 최고 의사결정기구인 리스크관리위는 공단 내 조직으로서 위험관리 정책결정 기구로서의 성격과 위험관리 실행 및 감독기구로서의 성격이 혼재된 상태로 존재하고 있음. 한편, 국가재정법에 설치 근거가 명시적으로 제시되어 있지 않고, 또한 공단 내부 기구이기 때문에 외형상 보건복지부 산하에 설치된 기금위보다 낮은 위상을 지니고 있음.
  - 국민연금기금의 운용에 있어서 위험관리 업무가 감당해야 할 본질적인 기능과 역할에 대한 면밀한 검토와 그에 걸 맞는 위험관리 조직체계와 위상 정립이 요구됨.
  - 현재 위험관리의 목적과 역할에 대한 인식이 기금운용을 둘러싼 이해관계자들 간에 충분히 공유되지 않은 채 리스크관리위가 위험관리 정책 관련 결정뿐만 아니라 집행 및 감독 관련 역할을 동시에 감당하고 있음.

- 위험관리의 대상과 범위가 확장되고 그 기능도 점점 복잡화되어 가고 있는 상황에서 기금운용에 요구되는 위험관리의 역할을 명확히 설정하고 이를 토대로 리스크관리위를 비롯한 위험관리의 조직체계 및 위상, 정책과 집행 의사결정의 분리 여부 등이 검토되어야 할 것임.
- 일반적으로 기금의 운용에 있어서 위험관리가 차지하는 역할은 기금의 목표와 특성에 따라 크게 두 가지 관점에서 정의될 수 있으며, 어느 관점에 보다 높은 비중을 부여하느냐에 따라 바람직한 위험관리 조직체계와 지배구조도 상이하게 정의될 수 있음.
- 첫째, 국민연금기금이 대부분의 국내의 다른 공적 연기금들과 같이 위험관리의 주된 목적을 자산운용 업무에 대한 견제와 감독을 중심으로 바라 볼 경우 위험관리 조직은 자산운용 조직으로부터 독립성을 유지하면서 힘의 균형을 유지하는 것이 중요함.
  - 이러한 관점에서는 현행 기금위를 (가칭)자산운용위원회와 (가칭) 리스크관리 정책위원회라는 두 개의 동등한 위상을 가진 정책 위원회로 개편하고, 공단 내에는 위험관리의 집행과 감독을 담당하는 실행위원회인 (가칭) 리스크(관리) 점검위원회를 별도로 마련하는 것을 검토해 볼 수 있을 것임.
- 둘째, 국민연금기금이 캐나다의 CPPIB 등과 같이 위험관리의 주된 목적을 자산운용 업무의 효율성 강화를 위한 보완 기능으로 바라볼 경우 위험관리 조직은 자산운용 조직에 내재화되거나 최소한 자산운용 조직과 긴밀한 연계성을 지니고 운영되어야 할 것임.
  - 이러한 관점을 따를 경우에는 현행 기금위를 중심으로 자산운용과 위험관리 정책 및 집행을 모두 포함하는 통합 의사결정조직을 구축하는 것이 대안이 될 수 있을 것임. 이 때 기금운용본부 내 리스크관리센터는 위험관리 기능을 보좌하는 실무기구로서의 역할을 수행하게 됨.
- 이상을 요약하면, 국민연금기금은 급격히 변화하는 금융환경 하에서 기금의 운용에 적합한 위험관리의 목적 및 역할을 명확히 설정하고, 그에 합당한 위험관리의사결정 체계의 수립을 심도 있게 고민하여야 할 것임.
- 한편, 비상임위원들로 구성된 대체투자위가 장기적이며 매우 다양한 대체투자자산 (예: 해외 부동산)에 대해 제한된 시간 내 합리적인 의사결정을 내리는 것은 거의 불가능한 것으로 판단됨.

- 오히려 대체투자 부서의 책임이 분산되는 측면이 있으므로 대체투자 자산에 대한 의사결정은 위원회보다는 관련 투자부서가 책임을 지고 결정하게 한 후 추후 이에 대한 성과평가를 통해 피드백을 수행하는 것이 더 적절해 보임.
- 즉, 투자대상에 따라 기금에서 위원회를 어떻게 활용할 지에 대한 차이가 있어야 하지만 아직 그에 대한 고민의 흔적은 보이지 않음.

○ 2018년도 중 국민연금의 기금운용 관련 위원회의 개최 횟수는 다음과 같음.

구 분	2018년도	2017년도
기금운용위원회	8	8
실무평가위원회	8	8
의결권행사전문위원회	10	7
수탁자책임전문위원회	3	n/a
성과보상전문위원회	7	8
투자정책전문위원회	2	2
리스크관리위원회	5	4
대체투자위원회	20	9
투자위원회	54	51

- CPPIB의 이사회와 투자위원회는 합쳐서 총 20회가 개최된 반면 국민연금기금의 기금위와 실평위는 총 16회 개최되었음.
- 위원회의 개최 횟수, 참석률 등의 정량적 지표는 비교적 양호하지만 위원회에서 논의된 이슈와 내용 등에 대해서는 기금위 회의록 자료 등에 대한 접근이 제한되어 정성적 판단을 유보함.
- 회의개최 공지가 기금위·실평위 위원들에게 사전 예고 없이 1주일 전에 이루어지는 점, 회의 안건이 당일 또는 하루전에 공유되어 위원들의 심도 있는 사전 검토가 어렵다는 점 등은 개선 필요가 있음.
- 실평위와 다양한 전문위의 활동은 기금위에 정기적으로 보고되어 기금운용 의사결정 과정 전반에 걸친 주요 이슈들을 최고의사결정기구인 기금위가 잘 파악하고 있어야 하는 것이 필요함. 이를 위해서는 물론 기금위의 전문성 제고가 전제되어야 하며, 간사 부서인 보건복지부의 적극적 역할이 필요함.

## 1.2. 자산운용 전담조직의 적정성

### 1.2.1. 자산운용 전담조직의 자율성과 책임성

주요 평가내용
---------

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>• 자산운용 관련 전담조직의 인사, 예산 및 의사결정의 자율성과 독립성이 확보될 것</li><li>• 자산운용과 위험관리 및 성과평가를 담당하는 부서나 인력이 적절히 분리되어 상호 독립성을 가질 것</li></ul> |
|--|

- 자산운용 전담조직인 기금운용본부는 현행의 예산 편성 및 집행 과정에서 자율성이 제한적일 수밖에 없고, 중요 의사결정에 있어서 CIO가 주무 부처와 공단 이사장의 영향에서 완전히 독립적일 수 없는 구조 하에 있음.
- 기금은 기금의 관리·운용에 대한 업무를 CIO에게 위임하고 기금운용직 채용에 대한 의사결정 권한을 부여하는 등 운용본부의 인사와 예산의 독립성 확보를 위한 다양한 장치를 마련하였다고 하지만, 운용본부의 실질적 독립성과 자율성이 아직 완전히 확보되어 있지는 않은 것으로 판단됨.
- 현재 기금운용본부의 예산 집행권은 운용본부가 자율적으로 행사할 수 있지만, 예산 편성은 보건복지부가 공단 예산과 별도로 운용본부와 협의·조정한 후 기획재정부에 제출하고, 기획재정부의 심의 후 국회 심의·의결을 거쳐 당해 연도 예산이 확정되는 구조로 되어 있음. 또한 운용본부는 국민연금공단 소속이므로, 기금운용역 기본급 인상 논의 시 공단 내 여타 직군과의 보수 형평성도 고려해야하는 상황임. 이러한 구조 하에서 운용본부가 시장경쟁력 있는 보수체계 설정 등과 같은 의사결정을 주무 부처로부터 독립적·자율적으로 수행하기는 어려움.
- CIO 선임 및 연임(1년) 결정권은 규정상 공단 이사장(임추위)에 있지만, CIO를 임면하는 공단 이사장 후보를 보건복지부 장관이 대통령에게 제청하고 CIO 선임에 있어서 보건복지부의 영향력이 절대적임.
- 또한 운용본부 내 일부 기금사무직 인원에 대한 최종 평가권한이 CIO가 아니라 공단 이사장에게 귀속되어 있는 것, 그리고 공단 이사장의 월례 점검 회의 등은 운용본부가 공단 이사장으로부터 완전히 자유로울 수 없음을 보여주는 예라고 할 수 있음.



- 현행 지배구조에서 기금운용의 고유한 재무적 목표와 기금을 둘러싼 이해관계가 상충될 경우 전담기관인 운용본부는 정치적 부담을 느낄 수밖에 없음.
  - 이러한 외부의 압력과 부담으로부터 자유로운 상태에서 운용본부가 국민연금제도의 고유목적 달성에 전념할 수 있도록 CPPIB에서와 같은 독립성 확보 장치가 마련되어야 함.
  - 2018년 10월 국내 주식대여 거래 중지는 과연 기금운용본부가 자율성과 독립성을 갖고 운영되고 있는지에 대해 의구심을 갖게 하는 사례임.
- 장기적으로는 공단과 기금을 분리하여 공단은 정부의 관리 하에 두되, 기금은 민간전문가들에 의해 실질적인 자율성을 가지고 독립적으로 운영될 수 있는 체제의 수립을 검토해야 할 것임.
- 기금은 위험관리의 최고 의사결정기구로서 공단 내에 이사장을 위원장으로 하는 리스크관리위를 두고, 운용본부 내의 실행조직인 리스크관리센터가 리스크관리위를 지원하고 있음.
  - 리스크관리센터장의 임면권이 공단 이사장에 있고, 업무효율성 등을 고려하여 리스크관리센터가 운용본부에 소속되어 있지만 필요시 투자위원회를 거치지 않고 리스크관리위에 직접 보고하는 등 운용본부와의 형식적 분리는 상당히 확보되어 있음.
  - 한편, 리스크관리센터는 쉐퍼스와 유사하게 기금운용본부 내 조직으로 편제되어 있으나, 리스크관리센터장은 쉐퍼스와 달리 공단 이사장에 의해 통제되도록 하여 CIO를 견제하는 혼재된 구조를 지니고 있음.
  - 컴플라이언스 및 내부통제 강화를 위해 이사장 직속의 준법감시인을 설치함.
  - 위험한도의 설정과 관련해서 총한도는 리스크관리위, 세부한도는 리스크관리센터장이 구분하여 담당함.
  - 하지만 공단 이사장이 기금운용본부에 실질적인 영향력을 미칠 수 있는 가능성이 여전히 남아 있는 상태에서 자산운용과 리스크관리 전담조직의 상호 독립성을 완전히 확보했다고는 할 수 없음.
- 성과평가는 기금운용본부 외부에 설치된 내부 성과평가기관인 국민연금연구원과 외부의 성과평가기관이 각각 수행한 평가를 성과평가위의 자문을 거쳐 기금위가 최종 확정하는 구조로 되어 있음.

- 요약하면, 자산운용과 위험관리, 성과평가 관련 전담조직의 외형상 분리는 대체로 양호하지만, 자산운용 전담조직의 독립성 및 자율성 확보와 위험관리 전담조직의 독립성 확보는 개선이 요구됨.
  
- 한편 위험관리 전담조직과 자산운용 조직과의 분리와 독립성에 관한 문제도 위원회의 경우와 마찬가지로 위험관리의 기능과 역할에 대한 기본적 철학이 전제되어야 함. 따라서 중장기적으로 기금운용 환경변화에 효율적으로 대응할 수 있는 위험관리 정책을 조속히 수립하고, 그에 합당한 위험관리 전담 조직으로의 개편을 이루어야 할 것임.

## 1.2.2. 전담조직의 전문성 및 효율성

주요 평가내용	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산운용, 위험관리, 성과평가 전담인력의 규모와 전문성이 자산운용 규모와 복잡성 대비 적정할 것</li> <li>• 전담인력의 운용 결과에 대한 평가와 적절한 보상체계를 통해 책임성을 확보할 것</li> <li>• 자산운용, 위험관리, 성과평가 등의 전담조직의 의사결정 과정이 효율적일 것</li> </ul>
---------	---

- 2018년도 현재 기금운용본부의 총 정원은 371명이며, 이 가운데 기금운용직은 304명으로서 전년 대비 각각 6명, 4명 증원되었음. 기금운용직 증원 인력은 책임투자 및 리스크관리 부서에 각각 2명과 4명이 배치되었음.
- 자산운용과 위험관리 등에 필요한 전담인력의 적정 규모는 위탁운용의 규모, 액티브 vs 패시브 등의 자산운용 방식, 포트폴리오 내 비시장성 자산의 규모 등에 따라 달라질 수 있음. 하지만 전반적으로 국민연금기금의 전담인력 규모는 상당히 부족한 것으로 판단됨.
  - 기금의 경우 전체 운용규모 672조원<sup>7)</sup>을 운용본부의 총 정원 371명으로 나눈 1인당 운용규모는 1.8조원으로서, 이는 CPPIB의 1인당 운용규모의 약 7배에 해당함.
  - 일본의 GPIF는 2017년 기준으로 전체인력 121명, 운용자산 155조엔으로 1인당 운용규모가 1.3조엔임. 국민연금기금이 GPIF보다는 1인당 운용규모가 작으나, GPIF는 전체 운용자산의 75%가 패시브운용 방식을 채택하고, 위탁운용사를 통해 간접 운용된다는 점을 고려할 필요가 있음.
- 전담인력의 수가 절대적으로 부족한 상황인 가운데 2017년 3월 공단 및 운용 본부가 전주로 이전한 후 퇴직자는 크게 늘고, 순채용 규모는 급격하게 줄어들었음.
  - 2015년의 경우 퇴직자가 10명(순채용은 62명)이었으나, 전주 이전 발표 후인 2016년에는 퇴직자가 30명(순채용 23명)으로 늘어났고, 전주로 이전한 2017년에는 퇴직자는 27명, 채용은 6명으로 순채용 규모가 마이너스를 기록함.

7) 2018년 운용규모는 중기자산배분안('18.5월)에 근거한 추정 규모

- 2018년의 순채용 규모는 5명으로 마이너스는 아니었지만 퇴직자의 수는 34명으로 증가하였음.
  - 퇴직자 중에는 경력자들이 많이 포함되어 있어 기금운용의 경쟁력 저하가 더욱 우려되는 상황임.
  - 특히 공단에서 오래 근무한 경력자의 숫자가 줄어들어 기금에 특정한 운용 노하우의 축적이 안 되고 있는 실정임.
  - 국내대체 인력의 경우 전체 23명 중 공단 경력 5년 미만이 18명에 달하고 3년 미만이 12명에 달할 정도로 운용인력의 경력이 짧음. 이러한 현상은 각 자산군의 운용부서에 모두 나타나는 현상으로 실제 운용인력의 전문성을 담보할 수 없음을 시사함.
- 기금은 해외 연기금 수준의 우수한 운용전문 인력을 충원하고, 인력규모 확대를 위해 노력하겠다고 선언하고 있지만 지속적인 개선 노력이 필요해 보임.
- 우수인력 확보를 위해 블라인드 채용 도입, 실무진 면접시간 확대, 채용공고문 개선 등 채용제도를 개선하였으나, 질적으로 우수한 우수인력 확보를 위한 제도 개선 노력을 지속적으로 경주할 필요가 있음.
  - 자산운용 전문인력 243명 중 박사는 단 3명으로 비중이 1% 정도라는 점은 개선이 필요한 부분임. 자산배분 전략의 개선, 팩터투자, 퀀트운용, 해외투자, 대체투자, 환헤지 등에 대한 인력 수요가 증가하고 있는 현실을 고려할 때 미들오피스를 담당할 연구 인력의 채용에 힘쓸 필요가 있음.
  - 보다 실효성 있는 채용 프로세스와 경쟁력 있는 보상체계 등을 조속히 마련하여 전담인력 부족 문제에 시급히 대처해야 할 것임.
- 기금은 현재 해외사무소(뉴욕, 런던, 싱가포르)에 40명을 파견하여 해외 자산 시장에 대한 정보 수집 및 해외 대체투자 건에 대해 해외대체 인력과 협업하여 투자검토, 투자안건 작성, 투자자산 관리 등의 업무를 수행하고 있음.
- 이 중 현지 채용 인력은 13명(32.5%)으로서 여전히 국내 파견자가 많은 상황으로 해외사무소 본연의 역할을 수행하기에는 현지 인력이 부족함.
  - 또한 해외사무소 현황 자료를 살펴보면, 해외 타 연기금은 해외투자를 위한 인력을 충분히 확보하고 있는데 반해 국민연금기금의 해외사무소 인력은 운용자산 규모에 비해 상대적으로 부족함을 확인할 수 있음.

구분	CPPIB	NBIM	APG	NPS
사무소수	8개소	5개소	3개소	3개소
인력	298명	260명	155명	40명

- 장기적으로 해외자산과 해외 대체투자의 비중을 늘리기 위해서는 해외사무소의 인력을 확충하고 현지 채용 인원의 비중을 크게 늘릴 필요가 있으며, 양질의 현지 인력 확보를 위해 현지 수준에 맞는 보상이 될 수 있도록 본사와 차별화되는 해외사무소의 임금체계 마련이 시급해 보임.
- 전담인력의 성과보상체계는 기금위가 기금 전체의 목표 IR과 목표초과수익률을 사전에 설정하고, 개별 자산군과 팀원에까지 배분한 후 목표관리제(MBO)를 통해 운영하며, 이를 근거로 성과평가를 수행하는 방식으로 이루어짐.
  - 팀원의 성과평가는 정량평가 70%(공통 20%, 개별 50%), 정성평가 30%로 구성됨.
  - 성과급체계는 장기평가의 원칙을 적용하여 최근 3년의 평가결과를 50:30:20의 비율로 가중 평균하여 산출함.
  - 성과급은 3년 평균 운용수익률이 3년 평균 소비자물가상승률을 초과할 경우 지급하며, 목표성과급(60%), 조직성과급(20%), 장기성과급(20%)으로 구성됨.
  - 목표성과급은 전체 및 개별 자산군의 벤치마크 대비 초과수익 창출에 대한 보상으로 목표초과수익률 달성도에 대한 정량평가에 따라 지급함.
  - 조직성과급은 기금운용체계 개선을 위한 조직 전체의 노력에 대한 보상으로 성과평가위의 정성평가에 따라 지급함.
  - 장기성과급은 장기 성과창출에 기여한 재직기간 5년 이상 운용인력에 대한 보상으로, 5년 평균 기금전체 목표 달성에 대한 정량평가에 따라 지급함.
  - 개인별 성과급의 지급률은 부서 및 개인 평가결과에 따라 차등 적용함.
- 2018년도를 포함하여 기금 액티브운용의 성과를 살펴보면, 양(+의 초과수익률을 달성한 경우가 드문 편임. 이는 운용본부의 능력 부족에 기인할 수도 있지만 액티브운용을 통해 지수수익률 이상을 달성하는 것이 평균적으로 어렵기 때문에 발생하는 결과로 여겨짐.
  - 액티브운용 성과의 합이 지수수익률에 수렴하는 현상은 운용규모가 증가하면 피하기 어려운 결과임. 거기에 상대적으로 높은 액티브 운용비용이 가산될 경우 액티브운용은 평균적으로 저조한 실적을 나타낼 가능성이 높음.

- 그럼에도 불구하고 기금이 목표 IR과 목표초과수익률을 설정하고 이를 기초로 보상체계를 설정하는 것은 시장의 비효율성에 대한 가정이 전제되어야 함. 또한 액티브 운용에 대한 신념과 철학, 액티브 운용여건 등을 종합적으로 고려하여 액티브 운용전략을 수립하고 이를 바탕으로 목표초과수익률과 목표 IR 수준이 결정될 필요가 있음.
- 목표 IR과 목표초과수익률 설정 근거와 적정 수준의 검토 등에 대해 심도 있는 고민이 요구됨.
- 기금운용 인력에 대한 보상 수준과 관련하여, 기본급은 모든 직급에 걸쳐 시장 대비 중위수 수준에 달하고 있음. 2018년도에는 2017년도 초과성과에 따른 성과급 지급률의 대폭 인상으로 인해 모든 직급에서 일시적으로 총급여가 시장 중위수 수준을 상회하였음. 하지만 본부장급과 실장급의 총급여는 2017년에는 시장 대비 중위수의 각각 75%, 90% 수준으로 2018년도의 급여 수준이 지속될 지는 불투명함.
  - 현재 기금운용본부는 10개의 경쟁운용기관(peer group)을 선정하여 운용인력의 기본급을 결정하는데 활용하고 있는데, 기본급은 2016년부터 최근 3년 동안 각각 10%, 3.5%, 2.6% 인상되어 2018년도 기준으로는 시장의 중간 수준에 해당함.
  - 2018년 중 운용본부는 성과우수자 장기근무 유도를 위해 재계약시 기본급 인상폭을 10%에서 15%로 확대하고 심사대상자 리더십평가 및 퇴출대상자 소청절차를 도입하는 등의 노력을 기울임.
  - 2017년에는 목표초과수익률을 달성하였고, 성과와 연동한 성과급 확대로 2017년 귀속성과급 지급률을 2016년 귀속 23.3%, 2017년 귀속 58.3%로 대폭 인상함. 또한 5년 이상 우수재직자의 장기성과 창출에 대한 보상으로 장기 성과급이 지급되었음.
  - 그 결과 팀장급 이하의 경우 총급여는 시장 중위수 수준 혹은 그 이상으로 상향된 모습을 보였음. 그럼에도 불구하고 전주 이전 이후 채용경쟁률 하락 등의 상황으로 볼 때 지방 근무 등에 따른 불이익(disincentive)을 만회하고 있다고 보기는 어려운 상황임.

- 한편 실장급 이상의 총급여는 2018년도 시장 중위수 수준을 일시적으로 상회하였지만, 2017년에는 시장 중위수 수준에 못 미치고 있었음. 특히 CIO의 경우에는 퇴임 후 재임용 제한 등을 감안할 때 실질적인 보수가 평균적으로는 시장 중간 수준에 못 미치는 수준으로 파악됨.
- 운용인력에 대한 보상 수준이 시장에 미치지 못함에 따라 전주 이전 이후 우수인력의 이탈이 지속적으로 나타나고 있으며 이에 따른 전문성 저하가 우려되는 상황임.
  - 기금은 2018년 하반기 국내 주식대여 거래를 중지하였으며, 이로 인해 연 100억원에 달하는 수익을 포기하였음. 주식 대여는 무위험수익을 올릴 수 있는 소득원으로서, 학계 및 업계에서는 국내 주식대여 거래 중지 조치가 불합리함을 다수 지적한 바 있음.
  - 이러한 사항을 운용인력이 인지하고 있음에도 불구하고 기금에 손실을 입히는 조치를 취한 것은 전담운용인력의 전문성을 의심하게 하는 사례라 할 수 있을 것임.
- 우수 인재의 신규 유치와 핵심 인력의 이탈 방지 및 유지를 위해 운용인력에 대한 보수의 경쟁력 강화와 처우개선은 조속히 해결해야 할 과제임.

## (2) 자산운용 정책

### 2.1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산부채종합관리[ALM] 또는 재정목표에 기초하여 목표수익률과 허용위험한도를 합리적으로 설정할 것</li> <li>• IPS에 분산투자 원칙이 적절하게 설정되어 있을 것(자산군, 지역, 통화 등)</li> <li>• 목표수익률과 허용위험한도를 고려하여 전략적 자산배분안을 도출할 것</li> <li>• 운용전략에 따른 기준수익률을 사전적으로 적절하게 설정해 IPS에 반영할 것</li> <li>• 예측가능한 모든 위험(시장위험, 신용위험, 운용위험, 유동성위험 등)에 대해 관리지표 및 관리방법을 사전에 IPS 등에 기술할 것</li> </ul>

- 국민연금기금의 장기 수익률 목표는 실질경제성장률 + 소비자물가상승률로 설정됨. 이는 기금운용의 목적인 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위해 사전적으로 설정하는 목표치로서, 기금의 실효가치 보존이라는 측면에서 달성목표로서의 의미를 가짐.
  - 한편 기금의 중장기 전략적 자산배분에 사용되는 실질 기금목표수익률은 실질경제성장률 + 소비자물가상승률± 조정치로 구성되며, 여기서 조정치의 규모는 운용 여건, 경제전망 등을 고려하여 기금위가 결정함.
- 기금은 중장기 전략적 자산배분 시 기금의 실질가치 유지와 연금재정의 장기 안정이라는 목표 달성을 위해 감내할 수 있는 중기 위험의 최대한도로서 ‘5년 누적수익률이 누적 물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 15% 이내’ 로 제한하고 있음.
  - 한편 전략적 자산배분 및 액티브위험 배분을 바탕으로 연 단위 총위험한도와 자산군별 위험한도를 설정함. 구체적으로 전략적 자산배분의 체계적 위험과 목표 액티브위험을 바탕으로 기금 전체 및 자산군별로 시장 및 신용위험한도와 액티브한도를 배정함.
- 국민연금기금은 국민의 노후생활을 보장하기 위한 연금급여의 안정적 지급을 목표로 하는 연금성 기금의 특성을 가지고 있음에도 불구하고 ALM에 의한 기금운용이 이루어지고 있지 않은 채 여전히 자산 측면만을 고려한 기금운용 (Asset only) 방식으로 운용되고 있음.



- 연금성기금의 운용에 있어서 연금부채의 규모와 연금 관련 제도요인들을 통합적으로 고려하지 않고서는 기금의 지속가능성 또는 재정건전성을 논의하는 것이 큰 의미가 없으며, 따라서 현재 기금의 운용이 적정하게 수행되고 있다고 평가할 수 없음.
  - ALM에 기초한 기금운용 방식의 도입이 지연되는 이유로 기금은 재정안정화 방안에 대한 사회적 합의의 어려움과 기금의 재정목표가 아직도 수립되지 않았다는 점을 꼽고 있음.
  - 2013년 3차 재정계산 이후 ALM과 재정목표 설정을 위한 논의는 답보상태이며, 4차 재정계산 이후에도 특별한 진척이 확인되지 않고 있음. 이에 따라 목표 수익률과 허용위험한도는 기존의 임의적인 기금운용 목표설정방식(실질가치 유지)이 지속되고 있고 개선 가능성도 현재로서는 난망임.
  - 이와 같은 목표수익률 설정 방식이 어떻게 ALM을 반영하는 것인지에 대한 논거가 약하며, 기금의 고갈 시점이 점차 가까워지고 있는 상황에서 현행의 목표수익률 설정을 유지하는 것은 정당화되기 어려움. 특히 경제성장률의 저하로 목표수익률이 4~5%대에 있는 것은 기금의 장기적 재정건전성 확보에 도움이 되지 않는 것으로 파악됨.
  - 하지만 이미 10년 이상 간헐적으로 논의와 검토만 반복하며 기금의 특성에도 적합하지 않은 운용 방식을 지속하고 있는 현재의 상황에서 탈피하여 보다 적합한 기금운용 방식을 도입할 수 있도록 이해관계자의 이해 제고 및 필요성 설득에 보다 적극적인 노력을 기울여야 할 것임.
  - 기금의 부채 규모 산정을 통한 ALM 체계의 도입 → 재정목표 설정 → 목표 수익률과 허용위험한도 설정이 이루어질 수 있도록 재정계산 관련 특별위원회, 공단과 보건복지부의 적극성이 보다 요구됨.
- 중장기적으로는 기금운용과 연금제도 간의 연계 강화를 위해 현행 기금운용 위원회(복지부장관 위원장)와 국민연금심의회(복지부차관 위원장)가 통합된 (가칭) 국민연금기금 ALM 위원회를 최상위 의사결정기구로 신설하고, 그 아래 산하 위원회로서 민간전문자 중심 기금운용위원회와 실행 조직으로서 기금 운용 전담기구를 설치하는 것을 검토해 볼 필요가 있음.
- ALM 위원회는 대표성과 함께 국민연금제도와 기금운용에 대한 높은 이해도를 갖춘 위원으로 구성하여 연금급여, 보험료율 등의 제도변수와 재정목표, 기금운용목표 등 운용 변수를 설정하게 하고, 설정된 기금운용 목표를 효율적으로

달성하기 위한 투자정책을 수립하는 기금운용위원회는 상설적인 위원회로 설치되는 것이 바람직함.

- 국민연금기금은 현행의 두 가지 목표수익률에 대하여 개념과 용도의 차이를 명확히 할 필요가 있음. 또한 중장기 자산배분은 도출 프로세스를 지침 또는 규정에 명문화하여 제시한 후 그에 맞추어 명실상부하게 이루어지는 것이 바람직함.
  - 기금은 (i) 기금운용의 사전적 목표치로서의 ‘장기 수익률 목표’ 와 (ii) 중장기 자산배분에 활용하기 위한 ‘실질 기금목표수익률’ 이라는 두 가지 목표수익률 개념을 사용하고 있는데, 두 가지 목표수익률의 기능과 용도를 명확하게 지침과 규정에 제시할 필요가 있음.
  - 목표수익률, 허용위험한도 및 기타 정책적인 제약조건들을 반영하여 기금의 자산배분을 도출하는 과정을 지침 또는 규정에 간략하고 명확하게 제시하는 것이 바람직함. 자산배분에 사용하는 구체적 자료와 결과는 시장에 미치는 영향을 감안하여 일정 기간 동안 공개하지 않을 수 있지만, 자산배분 프로세스는 국내의 다른 공적 연기금에서와 같이 지침에 명시하는 것을 권고함.
  - 현재 기금이 선택한 중장기 자산배분은 실질 목표수익률을 달성하면서 허용위험한도, 정책적 고려 사항 등 다양한 제약조건들을 만족하는 포트폴리오 가운데 현실적으로 달성 가능한 하나를 선택한 것임. 이 경우 선택된 자산배분은 엄밀한 의미의 ‘최적’ 자산배분이라고는 할 수 없으며, 이는 기금의 자산배분안 도출 체계에 제시된 것과는 차이가 있는 자산배분임. 기금은 실제의 자산배분 선택과 도출 체계에 제시한 자산배분 선택 사이에 괴리가 없도록 하여야 할 것임.
- 기금은 전략적 자산배분 도출을 위해 평균-분산 최적화(Mean-variance optimization, 이하 MVO) 모형을 사용한다고 하며, 그 이유로 위원회 구성원의 이해가 용이하고, 다른 자산배분 모형들이 여러 가지 한계를 지니고 있다는 점을 제시하고 있음.
  - 그러나, MVO 또한 모서리 해(Corner solution)가 도출된다는 점과 미래지향적(Forward looking) 결론이 도출되어야 하는 자산배분의 성격과 반대로 과거지향적(Backward looking) 시각을 제공한다는 문제를 가지고 있음.
  - 단순 MVO 방법을 사용하고 있다는 것뿐만 아니라 MVO 모형의 중요한 입력 변수인 변동성 또한 미래지향적 예측치를 제공할 수 있는 EWMA 모델이나 GARCH 모델, 옵션의 내재변동성(Implied volatility) 등이 아닌 자산별 분기 과거 자료의 공분산을 그대로 사용하는 점 또한 너무 보수적인 방법이라고

판단됨.

- 보수적인 방법을 활용한 전략적 자산배분이 안정적인 포트폴리오 구축이라는 결과로 이어진다는 보장은 없음.
- 기금에서는 MVO 모형 외 Bootstrap, RE, Black-Litterman 모형 등에 대한 적합성 검토를 진행하고 있으며( '20-24 중기자산배분(안)) 이에 대한 검토 결과를 투자정책위, 실평위, 기금위에 보고하여 적용 가능성을 타진할 예정임.
- 한편 2019-2023년 중기자산배분안의 ALM 분석평가에서는 출산율을 1.42로 가정하고 있으며 전년도 분석에서도 동일하게 사용하고 있는데, 이에 대한 수정이 시급해보임.
- 통계청 자료<sup>8)</sup>에 따르면 2006년 이후 기금이 가정하고 있는 출산율에 도달한 적이 전혀 없으며, 지속적으로 감소 추세인 점을 고려할 때 출산율 1.42는 지나치게 낙관적임.
- 다만, 국민연금 재정계산과의 일관성을 유지하기 위해 ALM 분석 과정에서 재정계산의 기초자료가 활용됨. 전년도 ALM 분석은 제3차 재정계산에서 사용된 가정과 제도 변수 등을 기반으로 수행되었기 때문에, ALM 분석에서 사용된 출산율과 최근 발표된 출산율 사이에 차이가 존재함. 향후 제4차 재정계산에서 사용된 기초자료와 결과를 ALM 분석에 반영하는 내용에 대하여 논의할 예정이라고 함.
- 해외투자과 관련하여 기금운용지침(제 16조 관련 별표 3)은 기금의 해외투자 목적이 국내투자를 보완하여 투자대상 확대를 통한 분산투자 효과로 자산배분의 효율성을 제고하는데 있다고 밝히고 있음.
- 해외투자를 위험관리 차원에서 뿐만 아니라 수익창출의 핵심 원천으로 파악하여 83.5%에 해당하는 해외투자 비중을 가지고 있는 CPPIB와 달리 국민연금기금은 운용의 안정성을 중시하며 해외투자를 수익 창출을 위한 핵심 투자처로 보고 있지는 않음.

8) 합계 출산율 추이 (단위: 가입여성 1명당 명)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1.132	1.259	1.192	1.149	1.226	1.244	1.297	1.187	1.205	1.239	1.172	1.052

출처: 통계청

- 하지만 2018년 말 기준으로 해외투자의 비중이 30.1%에 달하고 향후 더욱 증가할 것임을 감안하여 해외투자를 단순히 국내투자를 보완하는 수단으로만 보지는 않고 있으며, 위험 대비 성과를 최대화 할 수 있는 방안도 함께 모색 중에 있는 것으로 판단됨.
- 해외 주요 기금들은 자산군을 국내 vs 해외로 구분하지 않고 선진 vs 신흥 또는 주식 vs 채권 등으로만 구분하여 투자의사결정을 하는 등 홈 바이어스(Home bias)의 개입 가입성이 거의 없는 자산배분체계를 갖추고 있다는 점을 벤치마킹하여, 해외투자의 운용 효율성을 제고할 필요가 있음.
- 국제 분산투자의 효용과 수익성을 위해 국민연금기금은 현재의 과도한 홈 바이어스(Home bias)의 문제를 극복할 필요가 있음.
  - 특히 지방 이전에 따른 인력 유출과 그로 인한 투자역량의 저하 가능성을 감안한다면, 패시브운용을 중심으로 홈 바이어스 해소 방안을 고려해야 함.
  - 홈 바이어스 축소에 있어 국민연금기금이 국내 자본시장의 영향을 고려한다는 것은 인위적으로 국내 자본시장에 영향을 끼친다는 의미로 해석될 수 있으며, 이는 수탁자의 이해를 저버리는 행위가 될 수도 있음.
- 기금은 대체투자를 통한 분산투자 원칙을 명시적으로 포함하고 있지는 않지만 기금운용의 안정성과 수익성 제고를 위한 투자다변화 차원에서 대체투자를 별도의 자산군으로 분류하고, 이를 기금운용지침 제12조(자산군 분류)에 제시하고 있음.
  - 2018년에는 중기자산배분에 따른 대체투자 세부 자산군별 배분계획 및 연도별 이행비중을 설정하고, 세부 자산군의 지역별·전략별 포트폴리오의 구성과 투자집행 계획을 마련하였음.
- 국민연금기금은 중장기자산의 기준수익률을 자산군별로 해당시장의 대표적인 지수를 사전적으로 설정하여 기금운용지침에 명시함으로써 자산군별 운용의 방향성을 제시하고, 성과평가의 지표로도 활용함.
  - 전체자산의 기준수익률은 자산군별 전략적 자산배분 비중과 자산군별 기준 수익률을 곱하여 상향식으로 산출함.
  - 기금운용지침에 개별자산군의 벤치마크를 설정하고, 이를 바탕으로 공단에 목표를 부여함.

- 기금의 기준수익률은 명확성, 투자가능성, 측정가능성, 적정성, 대표성 등 기준수익률이 갖추어야 할 특성을 만족시키면서 지침에 마련되어 있는 것으로 판단됨.
- 위험관리의 기본원칙과 관리 대상은 기금운용지침에 정의하고, 기금운용규정과 세부지침 등에 따라 위험관리를 수행하도록 되어 있음. 전반적으로 적절한 편이나 시장위험 및 운영위험 관련해서는 보다 개선된 방안도 검토해 보기를 제안함.
  - 기금은 위험의 유형을 크게 5개(시장위험, 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 법규위험)로 분류하고, 세부관리에 있어서는 자산운용 위험관리 부분과 운영 위험관리 부분으로 나누어 관리함.
  - 금융자산 전체의 위험한도(총위험한도, 총액티브위험한도) 및 자산군별 위험한도는 리스크관리위가 결정하며, 총위험한도는 시장위험한도와 신용위험 한도를 통해 관리하고 총위험한도 외에 별도로 액티브위험한도를 관리함.
  - 총위험한도의 관리는 리스크관리위와 투자위원회, 그리고 액티브위험한도의 관리는 투자위원회가 각각 담당함.
  - 한편 자산군별 위험 특성에 따른 자산군별 위험한도 및 액티브위험 관리기준도 함께 마련되어 있음.
  - 시장위험의 측정 시 팩터 기반 연계 방법론(Mapping method)을 체계적으로 활용하여 위험 측정과 자산운용 전략과의 연계성을 강화할 필요가 있음.
  - 운영위험의 경우 단순히 운영위험과 관련된 지표들의 관리에만 그치지 않고 Operations at Risk 개념의 도입도 선제적으로 고려해 볼 만함.

## 2.2. 투자실행과정의 적정성

주요 평가내용
---------

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 내부운용과 외부운용 정책 [자금배분기준 포함]을 적절하게 설정할 것</li> <li>• 외부위탁 투자기관 선정 및 사후관리 프로세스가 적절할 것</li> <li>• 거래 금융기관 선정 및 자금배분 프로세스가 (거래비용 최소화의 관점을 포함하여) 적절할 것</li> <li>• 해외투자, 대체투자 등 투자 다변화 노력 및 그에 상응한 역량을 갖출 것</li> <li>• 장기적인 성과제고 관점에서 지속가능투자, 의결권, 주주권 행사에 관한 원칙을 설정하고 관련 의사결정 체계를 갖출 것</li> </ul> |
|--|

- 세부자산군 체계 개편에 따라 자산배분부서는 패시브·액티브 운용의 비중을 결정하며, 직접·위탁 운용 간 자금배분은 주어진 위탁운용의 목표범위 내에서 실행부서가 결정함. 즉, 패시브·액티브 운용 구분을 기본 분류로 하고, 직접·위탁 운용을 하위 개념으로 설정함.
  - 2018년도에 패시브·액티브 비중 설정과 관련하여 기금운용본부가 개선한 부분은 기존 5%p로 협소했던 국내외 주식 허용범위를 상·하단 각각 10%p씩 확대함으로써 신속한 자금집행을 위한 패시브 활용 및 주식의 대량매도 가능성에 대비하도록 유연성을 높였다는 점임.
- 자산군별 위탁운용의 방향과 목표범위(기금운용지침 제 15조)는 기금위가 부여하며, 운용본부는 목표범위 내에서 시장상황 등을 감안하여 세부 위탁운용 계획을 수립함.
  - 2016년까지는 자산배분부서가 위탁운용 비중을 결정했으나, 2017년부터 자산배분부서는 패시브·액티브운용의 비중을 결정하고 위탁운용의 비중은 실행부서가 결정함.
  - 위탁운용에 따른 비용 문제와 기금이 금융시장에 미치는 영향력 등을 고려하여 위탁운용의 목표범위를 현재 기금위가 결정하고 있는데, 이는 운용본부의 자율성을 제약하고 그에 따른 운용본부에 대한 성과평가의 의미도 퇴색시킬 수 있음.
  - 위탁운용의 규모 및 자금배분과 관련된 결정은 운용본부에 책임과 권한을 모두 위임하고 기금위는 그에 대한 결과를 성과평가를 통해 묻는 것이 보다 바람직함.

- 한편 중장기적으로는 기금 거대화에 대비한 위탁비중 확대를 검토해 볼 것을 권고함.
  - 기금 규모는 앞으로도 지속적으로 증가하여 2035년에는 1,600조원을 상회할 것으로 전망되고 충분한 기금운용 인력의 확보는 여전히 어려울 것으로 예상되는 상황에서 기금은 외부위탁 비중 확대 등을 통해 대응하는 방안을 검토해 볼 수 있을 것임.
- 외부위탁 투자기관의 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스는 양호하게 마련되어 있음.
  - 위탁 투자기관에 대한 선정체계는 국내주식의 경우 질적 평가지표(스타일 전략, 분산효과, 최대 손실 가능성, 포트폴리오 일관성, 종목 리스크 집중도)의 유의성을 검증한 후 활용을 위한 세부 프로세스를 수립하는 등 개선의 노력을 보임.
  - 국내주식, 국내채권, 해외주식에 대해 별도의 선정 및 자금배분 프로세스를 두고 있음.
  - 위탁운용사 선정과 관리를 분기별로 내부위원으로 구성된 투자위원회에만 보고하며, 위탁운용사 포트폴리오는 매월 CIO에 보고함. 전문위원회나 기금 위원회가 명시적으로 위탁운용 프로세스를 면밀하게 감독할 수 있는 근거는 없음.
- 하지만 CPPIB의 내부운용 대 외부운용 의사결정과 외부 위탁기관과의 관계 설정 사례를 참조하여 다음과 같은 개선 방안을 모색할 필요가 있음.
  - 첫째, CPPIB는 외부운용의 채택 여부와 규모를 결정할 때 비용 대비 위험조정 수익률에 대한 기여도라는 철저히 정량적인 기준에 근거하고 있음. 국민연금기금도 운용보수의 지급을 합리화시켜줄 정도의 초과수익률이 외부운용기관으로부터 발생하고 있는지에 대해 철저히 검토할 것을 권고함. 즉, 기금은 위탁운용에 따른 비용과 초과성과 간의 인과관계를 명확히 분석하여, 그 결과를 위탁운용 계획 마련시 반영할 필요가 있음.
  - 둘째, CPPIB는 위탁기관과의 계약관계 수립에 있어서 대리인문제를 최소화하고 외부인과 기금의 이해관계를 일치시키기 위해 성과연동 보수체계를 선호하고 있음. 국민연금기금의 경우 현재 국내주식과 채권은 기본보수+성과보수, 해외주식과 채권은 규모에 따라 체감하는 기본보수, 대체투자 가운데 부동산은

매입보수+매각보수+관리보수+성과보수, 그 외 대체투자는 관리보수+성과보수로 조합한 보수체계를 사용하고 있는데, 이와 같은 보수체계가 기금의 위탁운용 정책과 합치하는지 적정성에 대한 검토가 필요함.

- 셋째, CPPIB는 공적·사적 투자시장의 투자전략과 매니저들을 평가하고 발굴하기 위한 목적으로 차별화된 전문조직을 별도로 두고 있음. 국민연금기금의 경우에도 조직운영의 효율성을 고려하여 개별 투자부서에서 수행하고 있는 우수 위탁기관의 발굴 등 업무를 전담할 부서 설치를 중장기적으로 검토해 볼 수 있을 것임.

- 넷째, CPPIB는 종합 실사를 통해 우수한 성과를 보여준 외부위탁기관들과는 장기적인 관계를 맺음. 국민연금기금도 장기 성과평가를 토대로 그 성과가 외부위탁기관에 대한 보상체계에 적절히 반영될 수 있도록 하며, 궁극적으로 기금 전체의 목표달성을 위해 직접운용과 위탁운용 간 보완관계를 강화할 필요가 있음.

○ 본 기금은 이전의 국내채권 중심에서 해외투자, 대체투자로 다변화를 꾸준히 추진 중임.

- 2018년도 말 해외투자의 규모는 191.9조원(30.1%), 대체투자 규모는 76.6조원(12.0%)이며, 해당 투자의 비중을 점진적으로 확대할 계획임.

- 기금위는 2022년 말까지 해외투자 목표비중을 40%이상으로 확대하기로 하고, 해외 대체투자 신규투자 대상을 적극 발굴하는 한편 이를 뒷받침할 해외 및 대체투자 인력의 전문성 강화를 계획하고 있음.

- 대체투자는 주식, 채권 등의 전통자산과 낮은 상관관계를 갖고 전체 포트폴리오의 위험 대비 성과를 개선시킬 수 있는 점을 고려하여, 중장기 성과 개선을 위해 부동산이나 PEF 위주의 현행 대체투자 자산군의 범주를 확대하여 파생상품 대체투자 상품에 대한 투자도 검토할 필요가 있음.

○ 해외투자과 대체투자 비중의 지속적인 확대 계획에 상응하여 현재 추진 중인 투자 및 리스크관리 역량 강화의 노력은 긍정적인.

- 구체적으로 투자전략 부문에서는 직접운용 해외주식에 대한 퀀트모델(Contextual quant fund) 도입, 해외주식의 패시브 비중 확대, 해외채권의 신흥국(동남아, 동유럽 등) 투자기반 확대, 대체투자 세부자산 배분체계 개선, 창의적 투자전략을 추구하는 예비운용사제도 시행 등이 있음.



- 리스크관리와 관련해서는 해외대체투자 국가리스크 관리제도 도입, 외환통합 관리를 위한 전체 투자규모 대비 헤지비율의 설정(해외투자 전체의 전략적 환헤지 비율을 0%) 등을 꼽을 수 있음.
- 기금은 2015년 7월에 실시한 내부 TF의 시뮬레이션 결과에 따라 100% 환오픈 전략을 운용하고 있음.
  - 과도한 환헤지 비용, 환 자체의 포트폴리오 분산투자 효과, 장기 투자의 경우 환율의 평균회귀성향에 따른 환헤지의 불필요성 등을 고려하면 환오픈 전략이 효과를 발휘할 가능성이 크다고 생각됨.
  - 그러나 환율과 기초자산 간의 상관관계는 국가별, 자산별, 시기별로 상이하며, 0%와 100% 등의 극단적 선택이 최선일 수는 없으므로 ‘전체 포트폴리오 관점의 통합 외환관리체계’의 결론인 100% 환오픈 정책은 위험한 전략이 될 수도 있음.
  - 국민연금기금처럼 거대 규모 기금의 100% 환오픈 전략이 시장에 보내는 시그널은 ‘자기실현적예언’의 결과로 인해 환율과 자산가격에 영향을 주어 100% 환오픈 전략이 예상하는 결과를 얻지 못할 가능성도 존재할 수 있으므로 면밀한 검토가 필요함.
- 국민연금기금은 대체투자 세부자산배분 체계 개선을 위한 연구용역을 실시하여 정량모델을 이용한 최적 자산배분을 도출함.
  - 하지만 이 자산배분도 역시 MVO를 사용하였다는 한계가 있으며, 모서리 해(Corner solution) 문제 해결을 위해 전략적 적합성과 세부자산군별 상/하단의 제약을 설정하는 등, 진정한 의미의 MVO라고 보기 어려우므로, 향후 이론적 측면에서의 개선 가능성에 대해 검토할 필요가 있음.
  - 대체투자는 주식/채권 등의 전통 자산과 달리 수익률의 기대값과 표준편차 만으로는 자산의 특성이 제대로 설명되지 않고 왜도(Skewness)와 첨도(Kurtosis) 등이 큰 역할을 하는 자산이므로, 이들을 함께 감안한 자산배분 전략 수립 등 자산배분모형의 고도화가 필요해 보임.
- 기금은 해외주식 팩터 리서치 및 신규 투자전략 연구를 통해 Min-Volatility, 고-배당전략 등을 시도하고 있음.

- 그러나 Min-Volatility, 고-배당전략 등은 학계 및 운용업계에서 이미 오랜 기간 논의되었던 것으로서, 현재 전략의 유효성 즉, 알파 창출 능력이 장기적으로 지속되리라는 보장은 없음.
  - 따라서 학계와 해외 업계의 최신 동향을 파악하여 선제적으로 신규 투자전략 도입 여부를 결정하고 이를 통해 알파 프리미엄을 수취할 수 있는 연구인프라 확보 역량 강화가 필요해 보임.
- 국민연금기금은 지속가능투자를 위해 관련 근거를 국민연금법과 기금운용지침에 마련하고 유가증권 매매 및 대여 시 기금의 운용 및 관리방법으로 책임투자를 도입함.
- 기존의 운용전략실 내 책임투자팀을 확대 개편하여 수탁자책임실을 신설하고, 책임투자전략의 수립과 의결권 및 주주권 행사를 전담하게 함.
  - 2018년도에는 기금 특성을 반영한 ESG평가 방법을 이용하여 873개 회사(거래소 768개사, 코스닥 105개사)를 대상으로 평가점수 및 등급을 선정함.
  - ESG를 고려한 가상펀드(ESG액티브퀀트펀드, 지배구조개선펀드, 중소형주펀드 등 3개)를 구성한 후 운용 테스트는 전년에 이어 계속 실시함. 다만 가상펀드의 운용 기간이 길지 않고, 실제 시장에서 발생할 수 있는 매매에 따른 가격충격 등이 고려되지 않은 점을 감안하여 가상펀드의 운용 결과의 분석에 있어서는 주의를 기울일 필요가 있음.
- 스튜어드십코드 도입 준비, ESG 통합 가상펀드 운용 등 기금의 장기수익률 제고를 위한 투자전략의 다변화 노력은 긍정적으로 판단됨.
- 기금은 ESG 평가모형 및 시스템 구축(2016년 12월) 이후, ESG 관련 중대한 컨트리버셜 이슈(Controversial issue)를 분석·평가하여 그 결과를 ESG 점수 및 등급 조정에 수시 반영(2017년 6월)하는 방안을 마련하였음. 또한 포트폴리오의 안정성을 제고하고자 평가횟수를 늘리고, 평가기준을 일부 개선(2018년 6월)하는 등 책임투자의 기반을 마련함.
  - 그러나 26조원 ESG펀드는 구체적으로 어떤 방식으로 투자가 이루어지고 있는지, 그리고 국민연금이 위탁운용사에 대한 수탁자로서 위탁운용사의 ESG 고려방식을 어떻게 모니터링하고 개입하고 있는지 등에 대한 정보 공시를 강화할 필요가 있음.

- 또한, 직접운용 책임투자펀드들의 벤치마크지수나 세부적인 ESG 메트릭, 투자과정에서 반영방법, 그간의 벤치마크 대비 성과 등에 대한 정보를 공시할 필요가 있음.
- 지속가능투자와 관련하여 CPPIB 등은 투자와 위험관리의 과정에서 ESG요인에 대한 검토 및 적용을 특정 자산군 및 거래에 한정하지 않고, 기금의 운용 철학으로서 전체 포트폴리오와 자산군에 걸쳐 확대하여 수행하고 있음.
  - 국민연금기금도 글로벌 추세에 발맞추어 지속가능투자를 하나의 투자 철학으로 책임투자 고려 대상 자산군의 범위를 확대 적용하는 것도 검토해 볼 수 있을 것임.
- 기금은 국민연금기금 수탁자책임활동에 관한 지침에 의거하여 의결권을 행사하고 있는데, 2018년도에는 총 768회의 주주총회에 참석하여 2,864건의 안건에 대해 의결권을 행사함.
  - 의결권행사에 있어서는 찬성 2,309건(80.62%), 반대 539건(18.82%), 중립/기권 16건(0.56%)의 분포를 보이고 있어서 전년 대비 반대 비율이 높아지는 등 보다 적극적인 의사표현을 하고 있는 것으로 여겨짐. 한편 반대 의결권의 행사는 이사 및 감사 선임과 임원 보수한도 승인의 건이 대부분을 차지함.
  - 의결권행사의 전문성과 독립성 확보를 위해 주총안건 자문기관으로서 국내 주식의 경우 한국지배구조연구원, 해외주식의 경우에는 ISS를 활용함.
  - 국내주식의 배당과 관련해서 기금은 의결권행사, 비공개대화, 비공개중점관리 기업 및 공개중점관리기업 등의 선정을 추진했으며, 직접 주주제안을 하는 방안도 검토 중임.
- 국민연금기금은 2018년도에 연구용역과 기금위의 회의를 거쳐 기금에 적합한 스튜어드십 코드를 도입하는 한편 책임투자 활성화 방안을 위한 연구용역도 진행함.
- 기금의 장기성과 제고 측면에서 적극적 의결권 행사와 주주권 행사 원칙의 마련, 스튜어드십 코드의 도입 및 책임투자의 확대 노력을 수행한 것은 긍정적으로 평가함.
  - 지배구조 디스카운트를 해소하려는 이와 같은 활동은 연금자산의 장기적 가치 제고는 물론 한국기업의 지배구조와 자본시장의 발전을 위해서도 긍정적인 것으로 평가함

- 다만, 기금이 일본의 GPIF처럼 100년의 초장기적인 연금자산 관리자의 관점에서 투자기업과 긴 호흡으로 건설적인 대안을 모색하며 주주권을 행사하고 있는지에 대해 깊이 되돌아 볼 필요는 있음.
- 한편 해외의 경우에는 국민연금기금과 같이 수탁자책임 관련 정책과 집행이 결합된 사례를 찾기 어려움. 가령 캘퍼스는 투자위원회에서 주주권행사정책(이하 가이드라인)을 만들고, CIO 산하 집행조직 내에서의 집행위원회가 개별 주주권 행사에 대해 가이드라인에 충실하게 행사 방향을 결정함. 의결 안건 중에서 투자위원회의 승인을 얻는 경우는 특정 개별 안건이 가이드라인에서 커버하지 않거나 가이드라인과 다른 방향으로 의결권을 행사하는 것이 기금 자산 축적을 위해 유리하다고 판단한 때에 그치고 있음.
- 기금의 수탁자책임위가 기금위의 전문위원회로서 정책을 결정하는 위상을 유지하고자 할 경우, 개별 안건에 대해 직접적인 결정권을 행사하는 현행 방식은 국민연금기금의 지배구조 특성상 연금자산의 장기 가치 제고에 부합하는가에 대한 불필요한 논란을 키울 수 있음.
- 경영참여·비경영참여 주주권행사 가이드라인을 보다 구체적으로 제정한 후 기금운용본부 내에 실무위원회를 설치하여 재량적 판단을 최대한 줄이고 가이드라인에 따라 기업가치 제고와 투자 중심의 관점에서 의결권을 행사할 수 있도록 하는 동시에 수탁자책임위는 여기에 대한 감시를 보다 실질적이고 책임성 있게 수행하는 방안이 하나의 대안이 될 수 있을 것임.
- 이러한 조치가 전제된다면, 기업의 예측가능성을 제고하여 일각에서 우려하는 연금사회주의, 스튜어드십 코드 불신 등에 대처해나갈 수 있을 것임.
- 또한 수탁자책임위에 부의되는 안건의 선정방식은 세부 가이드라인을 조속히 수립하여 모호하지 않은 객관적 판단기준에 따라 이루어지기를 권고함.

### (3) 자산운용 위험 및 성과관리

#### 3.1. 자산운용 위험관리의 효율성

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"><li>• 위험관리 관련 위원회의 활동이 적정하고 효율적일 것</li><li>• 시장위험, 신용위험, 운영위험에 대한 모니터링 및 관리방안이 IPS에 적정하게 명시되어 있으며 IPS에 규정된 내용에 따라 효율적으로 관리할 것</li><li>• 예상치 못한 경제적 충격 등 자산운용 시 불리한 상황이 발생했을 때 이에 대처할 수 있는 프로세스를 갖추고 효율적으로 수행할 것</li><li>• 부실자산의 사후처리방안이 적정할 것</li></ul>

- 2인의 내부위원과 6인의 외부위원으로 구성된 리스크관리위는 투자프로세스 전반에 걸친 통제 및 모니터링 기능을 수행하고 있으며, 2018년도에는 총 5회 회의를 개최하였고 안건은 모두 원안 의결되었음.
  - 투자위, 대체투자위와 투자관리위원회(이하 투자관리위)는 투자 의사결정에서 운용자산에 대한 사전적·사후적 점검을 실시함.
  - 투자자산 사후관리에 대한 주요 사항을 심의하기 위해 리스크관리센터장을 위원장으로 설치된 투자관리위는 2018년도에는 한 번도 개최되지 않았음.
- 리스크관리위가 위험관리정책과 리스크관리센터 집행업무에 대한 모니터링 기능을 수행하고 있음.
  - 다만 전술한 바와 같이 지배구조 상 리스크관리위를 집행조직 내에 두는 것이 기금의 거대화과 투자자산의 다변화 등으로 위험관리의 중요성이 커지는 상황에서 지속가능한 방안인지에 대한 검토가 필요함.
- 기금의 시장위험과 신용위험의 측정 및 관리는 기금운용규정 및 각종 위험관리방안에서 사전에 정의된 바에 따라 실행됨.
  - 자산배분 단계에서부터 개별 자산군과 포트폴리오의 위험특성을 반영하여 위험량이 배분되고 있으며, 배분된 위험량 점검을 통해 운용에 피드백을 주는 프로세스가 진행됨.

- 시장위험은 VaR를 통해 측정되며, 백테스트(Back-test), 스트레스테스트(Stress test), 가상 포트폴리오에 대한 What-if 분석의 수행과 다양한 용도의 VaR 산출과 기여도 분석이 측정시스템을 통해 이루어짐.
- 기금의 총위험한도는 시장위험한도와 신용위험한도의 합으로 구성되며, 2018년도에는 시장위험한도 56조 8,918억원, 신용위험한도 14조 5,231억원을 합하여 71조 4,141억원으로 설정됨.
- 액티브한도의 설정과 관련해서는 세부 자산군별 액티브위험한도에 운용전략별 특성을 반영하려고 하였음.
- 2018년도에는 기금의 목표액티브위험이 하향 조정됨에 따라 총액티브위험 한도도 전년도의 1.11%에서 0.99%로 0.12%p 낮은 수준으로 설정되었는데, 실제TE는 1.05로 한도를 초과하였음.
- 기금의 시장위험관리는 전반적으로 적정하게 이루어지고 있음. 다만 한도소진을 관리에 필요한 위험한도의 설정에 있어서 투입자료로 사용되는 자산수익률의 변동성은 최소한 주기적인 검증을 통해 적정성을 확인하는 것을 권고함.
- 시장위험한도는 개념상 정책적으로 설정되는 것이 바람직하지만 논리적 근거의 마련 등 실무상의 어려움으로 인해 일부 투입요소의 경우 과거의 자료를 활용하기도 함. 기금도 시장위험한도 산식에 포함될 자산수익률의 변동성은 과거 자료를 이용한 추정치를 사용하고 있는데, 이 경우 변동성의 추정치가 미래의 변동성에 대한 대응치로서 사용하기에 적정한 지에 대해서 검증을 거친 후 사용하는 것이 바람직함.
- 기금은 신용위험도 VaR를 이용하여 측정하며, 2018년도의 신용위험한도는 국내외채권 신용VaR 한도 3.6조원과 대체투자의 예상손실액(Expected loss) 10.9조원을 합한 14조 5,231억원으로 설정하여 관리하였음.
- 운영위험은 기금운용본부로부터 독립된 조직인 이사장 직속의 준법감시인을 설치하여, 컴플라이언스 및 내부통제 관리 등의 운영위험 관리업무를 수행하게 함.
- 준법감시인은 기금의 운영을 점검하여 운영위험의 최소화를 위해 노력하고, 기금의 이익보호와 리스크 최소화를 위한 법률지원 업무를 수행하는 한편 운용본부의 평판위험 방지와 기금 관련 정보의 관리를 위해 노력함.
- 국민연금기금은 2018년도에 MSCI BarraOne 팩터 모델에 기반한 위험관리 체계를 도입하였음.

- 해외 연기금 대비 해외투자 자산의 비중이 낮은 기금의 상황을 고려할 때 MSCI BarraOne의 실효성이 크지 않을 수 있음. 또한 라이선스 비용 대비 효익 등을 고려하여 MSCI BarraOne 팩터 모델에 기반한 위험관리 모형의 사용을 재고할 필요가 있음.
  - 기금운용본부와 국민연금연구원 등의 내부인력을 활용하여 국민연금기금에 특화된 위험관리를 위한 팩터 모델의 개발이 가능할 것으로 생각됨.
  - 위험관리를 위한 팩터 모델의 적용은 투자 및 성과평가의 단계에서 활용하는 팩터와 일관되게 관리되어야 하지만, 현재는 투자, 위험관리, 성과평가에서 활용하는 팩터가 별도로 활용되고 있는 것으로 판단됨.
- 기금은 금융위기와 같은 예상치 않은 시장환경 변화에 능동적으로 대처하기 위해 위기인식지수를 개발하여 위기상황에 체계적으로 대응할 수 있는 기반을 구축함.
- 국제 금융시장, 국내 주식시장과 외환시장, 그리고 국내 신용지표의 범주에 속한 변수들로 구성된 위기인식지수를 바탕으로 위기단계를 인식하고 단계별 대응 프로세스를 구축함.
  - 실제로 2018년 3월 미·중 무역분쟁과 미국 금리인상 우려에 따라 금융시장 위기지수가 64.9를 기록하여 위기발단 단계에 접어들자 비상대책반을 구성하여 대응하는 사례가 있었음.
  - 국내 금융시장 지표 중심의 모니터링에서 탈피하여 해외금융시장 지표, 투자 심리 및 위험지표 등 모니터링 대상을 확대하여 적용한 것도 긍정적으로 평가됨.
  - 다만, 위기인식지수는 실제 위기 발생 전의 선행성 확보가 매우 중요함. 지수 고도화에 대한 지속적인 노력 필요함.
- 1990년대 후반 외환위기로 인한 금융기관의 퇴출 및 파산, 기업구조 개선사업으로 부실자산이 발생한 적이 있었으나, 2000년 이후 신규로 발생한 부실자산은 없음.
- 투자자산의 사후관리에 대한 주요사항을 심의하기 위해 투자관리위가 설치되어 있지만 2018년도에는 개최의 이유 자체가 존재하지 않았음.

- 하지만 향후 부실자산의 발생 가능성에 대비하여 부실자산 관리 규정 및 프로세스를 보다 정교하게 정비할 필요가 있음. 또한 국내 산업부문의 사업 구조재편과 구조개혁에 따른 대규모 부실채권 처리 등에서의 위험관리 역량의 선제적 강화를 권고함.



## 3.2. 자산운용 성과관리의 효율성

### 3.2.1. 성과평가 수행

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 운용자산, 운용상품별 목표수익률 및 기준수익률과 운용수익률간의 차이, 원인분석이 적절하게 이루어질 것</li> <li>• 운용기관, 운용자산, 운용상품별 그리고 기금전체의 위험대비 성과평가를 적절하게 수행할 것</li> </ul>

○ 2018년도 국민연금기금 금융부문의 시간가중기준 운용수익률은 -0.89%임.

- 기금의 목표수익률은 4.70%로서 운용수익률은 목표수익률을 5.59%p 하회하였는데, 이는 전략적 자산배분 효과(-5.66%p), 전술적 자산배분 효과(-0.24%p), 자산별 초과수익률 효과(+0.32%p)로 요인 분해될 수 있음.
- 기준수익률은 -0.26%로서 운용수익률은 기준수익률을 0.63%p 하회함. 대체투자를 제외한 운용수익률은 -2.41%로서 기준수익률 -1.95%를 0.46%p 하회하였는데, 이는 국내외 주식성과의 부진에 주로 기인함. 전년도와는 정반대되는 결과로서 이는 국내외 주식성과가 기금의 전체수익률에 커다란 영향을 끼치고 있음을 보여 줌.

○ 기준수익률 대비 자산군별 초과수익률은 다음과 같음.

자산군	기준수익률 대비 초과수익률
국내주식 패시브	+ 0.71%p
국내주식 액티브	-1.51%p
해외주식 패시브	+ 0.74%p
해외주식 액티브	-0.88%p
국내채권 패시브	+ 0.06%p
국내채권 액티브	+ 0.30%p
해외채권 액티브	-0.15%p
대체투자	+12.05% (절대수익률)

- 패시브유형은 국내외 주식과 국내채권 모두에서 기준수익률 대비 양(+의 초과수익률)을 기록하고 있는 반면 액티브유형은 국내채권을 제외하고는 모두 음(-)의 초과수익률을 기록하였음. 이러한 결과는 국민연금기금의 운용에 있어서 액티브운용의 공헌도에 대한 전년도의 지적을 다시 상기시키는 사례를 추가적으로 제공하고 있음.

- 전술한 바와 같이 운용인력의 유출이 심한 기금의 현 상황에서 액티브운용 전략은 근본적인 약점에 노출될 수 있으며, 다수의 연구에서 검증된 액티브 운용의 비효율성을 검토하여 전략에 반영하는 것이 필요함.
- 액티브위험 대비 운용성과를 나타내는 정보비율(IR)은 0.06으로 전년도 보다 크게 낮은 실적을 기록하였는데, 이는 전년 대비 추적오차(TE)가 증가하고 초과수익률은 크게 저하되었기 때문임. 한편 대체자산을 제외한 금융부문의 IR은 -0.45로서, 이는 기금의 목표IR 0.40을 크게 하회하는 수준임.
  - 자산군별로는 국내채권 외에는 모두 음(-)의 IR을 기록한 가운데 국내주식의 IR이 가장 저조한 것으로 나타났음.
- 2018년도의 경우 기금은 무위험자산보다 낮은 운용수익률을 달성한데다 총위험은 4.41%로 전년보다 확대되어 금융부문 전체의 샤프비율이 -0.18을 기록하여 전년 대비 크게 악화된 모습을 보였음.
  - 자산군별로는 주식의 샤프비율은 음(-), 채권의 샤프비율은 양(+)의 값을 기록함.
- 국민연금기금의 전체 포트폴리오와 투자자산별 수익률 요인분석 프로세스는 비교적 적절하게 잘 이루어지고 있음.
  - 현재 기금은 IR, 총위험, 샤프비율 등을 통해 위험 대비 성과지표를 산출하여 성과평가에 활용하고 있는데, 향후 쟁센의 알파 등 위험조정수익률에 대한 보조지표도 함께 보고되기를 권고함.
- 한편, ALM을 기반으로 자산배분-위험관리-성과평가를 일관성 있게 수행하는 것이 이상적인 연금성기금의 모델이지만 현실적 제약 등으로 ALM 기반 자산배분은 단기적으로 어렵다고 할지라도, 부채에 대한 다양한 시나리오에 기초한 ALM 기반 성과평가 지표들을 추가로 지정하여 관리할 필요는 있음.

### 3.2.2. 성과평가 활용 및 관리

주요 평가내용
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 목표수익률과 운용수익률의 차이 및 원인분석 결과를 기금운용 과정에 적절히 활용하고 기준수익률과 운용수익률의 차이 및 원인분석 결과를 보상체계에 적절히 반영하고 활용할 것</li> <li>• 위험대비 성과평가 결과를 기금운용 과정에 적절히 활용할 것</li> <li>• 적절한 수준의 공시 정책을 마련해서 IPS에 반영하고 해당 내용을 홈페이지에 적시에 적절하게 게시할 것</li> </ul>

- 국민연금기금은 초과수익률의 과거 자료 등을 다음 연도 목표초과수익률의 설정과 중기자산배분 등 운용정책 수립에 활용하고 있음. 기금은 매년 과거의 초과수익률 실적치, 해외 연기금의 사례, 계량분석 결과 등을 고려하여 목표액티브위험과 목표초과수익률을 설정함.
  - 2017년 12월 제8차 기금위는 기금의 안정적 운용, 전주 이전으로 인한 운용 환경 변화를 고려한 동기 부여, 기금 규모의 증가에 따른 액티브운용 제약 요인, 과거 초과수익률 실적치 등을 고려하여 2018년 목표초과수익률을 0.20%p로 하향 조정하는 등 성과평가의 결과를 기금 정책에 피드백하고 있음.
  - 기금의 정책방향이나 자산배분도 목표초과수익률의 수립에 반영되는 것이 옳다고 판단됨. 목표초과수익률의 결정이 자의적으로 보이며, 이에 대한 근본적인 연구와 검토가 필요함.
- 기금운용본부에 대한 정량평가(운용성과 및 수익률 평가)와 정성평가(정책제언 과제 이행실적 평가) 결과는 전담인력에 대한 성과급 기준으로 활용되는 등 보상정책의 수립에 활용됨.
  - 기금의 성과평가는 성과평가위가 연간 성과평가 결과 및 개선 사항에 대한 정책 과제를 기금위에 보고하면 기금위는 운용본부에 수행과제를 부여하여 개선을 요구하고, 이를 다음 연도에 성과평가위가 평가하여 성과급 지급에 연계하는 피드백 구조를 갖고 있음.
  - 성과급 지급을 위해 성과지수를 산출하고 있으며 성과지수는 매년 장기평가의 원칙을 적용하여 최근 3년의 기금운용 평가결과를 50:30:20의 비율로 가중 평균하여 산출함.

- 기금운용본부 내부에서 실시하는 성과평가는 본부장 및 운용 부서의 피드백을 통해 기금운용 관련 의사결정에 활용함.
- 샤프비율, IR 등 기금의 위험 대비 성과평가 결과는 성과평가 시 정책제언 마련, 다음 연도 목표초과수익률의 설정 등에 활용됨. 또한 외부 위탁기관에 대한 자금재배분이나 교체 등의 사후관리에도 활용됨.
- 기금은 팩터에 기반한 성과평가를 실시하고 있지만, 자산배분 결정은 여전히 주식, 채권 등과 같은 전통적인 자산군 분류 방식에 따라 이루어지고 있음.
  - 최근 활발히 논의되고 있는 팩터 기반 자산배분(Factor investing)을 기금에 적용할 경우, 팩터 기반 자산배분-위험관리-성과평가의 일관된 체계 확립이 가능하게 된다는 점을 감안하여 이에 대해 검토해 볼 필요가 있음.
- 국민연금기금의 운용현황 및 성과, 기금운용원칙과 기준, 기금위의 활동내역 등은 연차보고서와 홈페이지에 공시됨.
  - 전반적으로 기금의 공시 수준은 낮지 않으나, 개별 투자건별, 위탁운용사별 수수료 지급내역 등에 대한 정보 공개는 이루어지 않아 비용최소화를 통한 수탁자책임 준수를 확인하기는 어려운 실정임.
  - 월간 혹은 분기 성과를 공시할 때 쉐어스 등 해외 연기금의 사례를 벤치마킹하여 자산배분, 수익률 성과 및 위험 요인 등 다양한 정보를 함께 제공하는 방안을 권고함.
  - 한편 기금위 회의록 전문 공개까지 걸리는 기간(1년 후 공개)이 길어 기금위의 의사결정 내용과 과정 등에 대해 차년도 기금평가에서 확인하기 어려운 상황인 점 등을 감안하여 비공개 기간을 축소하는 방안을 검토해 보기 바람.

## (4) 자산운용 성과

### 4.1. 운용수익률

- 당기 운용수익률 지표는 ‘양호’ 등급으로 전기 대비 2단계 상승함.
- 2018년 말 기준 본 기금의 주식 투자비중은 약 35%로 해외 주요 연기금 (GPIF, GPFG, ABP, CalPERS 및 CPPIB, 이하 동일)의 평균 주식 투자비중(약 46%) 대비 10%p 이상 낮은 것으로 나타남.
- 2018년 국내외 증시 불황에도 불구하고 해외 연기금 대비 상대적으로 낮은 주식 투자비중이 성과 하회 방어에 기여한 것으로 판단됨.
- 해외 주요 연기금의 수익률이 전년 대비 평균 14%p 하락한 것(CPPIB 제외 시 평균 17%p 하락)에 비해 본 기금의 하회 폭(2017회계연도 7.28% → 2018회계연도 -0.89%, △8.17%p)은 상대적으로 작게 나타남.
- 단, 대체투자 비중이 약 50%에 달하는 CPPIB(2018년 운용수익률 8.4%) 대비 수익률이 매우 낮은 것으로 나타남.
- 해외 연기금 대비 본 기금의 2018년 운용수익률의 (-) 폭이 작게 나타남에 따라 1년간, 5년간 운용수익률 지표의 등급이 전기 대비 상승한 반면 20년간 운용수익률 지표는 성과가 우수했던 1998년(운용수익률 18.4%)이 평가기간에서 제외됨에 따라 전기 대비 등급이 하락한 것으로 보임.

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
1년간 운용수익률	-0.89%	-7.7%	-6.1%	-2.3%	-3.5%	8.4%
5년간 운용수익률	4.14%	3.0%	4.8%	6.2%	5.1%	11.3%
20년간 운용수익률	6.62%	3.1%	5.3%	5.7%	5.4%	8.5%

주) 회계연도가 12월 기준이 아닌 연기금은 수익률 대상기간을 1.1~12.31.로 가정하여 추정된 수치임

〈 국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 투자비중 〉

구분		한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
단기		0.3%	6.4%			1.2%	
주식	국내주식	17.1%	23.7%	66.3%	33.3%	49.1%	31.9% <sup>3)</sup>
	해외주식	17.7%	24.3%				
채권	국내채권	48.7%	28.2%	30.7%	39.5% <sup>1)</sup>	30.3% <sup>2)</sup>	18.5% <sup>4)</sup>
	해외채권	4.2%	17.4%				
대체	국내대체	3.8%		3.0%	27.2%	19.4%	49.5% <sup>5)</sup>
	해외대체	8.2%					

\* Private Equity는 대체투자자로 분류함

\*\* NPS, GPIF, GPF, ABP, CPPIB는 2018년 12월 말, CalPERS는 2018년 11월 말 기준임

주1) Fixed Income(40.2%) - overlay(0.7%)

주2) Income(27.0%) + Inflation(2.2%) + Trust level(1.1%)

주3) 캐나다 국내(1.9%) + 해외(20.5%) + 이머징(9.5%)

주4) 국고채(22.2%) + 회사채(9.2%) - External debt insurance(7.7%) - Cash and Absolute return strategies(5.2%)

주5) Private equities(24.1%) + Real assets(25.4%)

## 4.2. 위험조정수익률

○ 당기 위험조정수익률 지표는 전기와 동일하게 ‘양호’ 등급을 유지함.

- 2018년 말 기준 본 기금의 채권 투자비중은 약 53%로 해외 주요 연기금의 평균 채권 투자비중(약 33%) 대비 20%p 높은 것으로 나타남.
- 해외 주요 연기금 대비 상대적으로 높은 채권 비중으로 인해 무위험수익률(국고채 1년물) 대비 초과수익률과 수익률 변동성(분기 기준)이 해외 주요 연기금 대비 낮은 수준을 기록함.
- 대체투자 비중이 높은 CPPIB의 경우 중장기 샤프비율 모두 타 기금을 압도하는 것으로 나타남. 다만, 대체투자 속성상 CPPIB가 구체적으로 어떤 방식의 평가를 하고 있고 향후 장기적으로 어떤 성과를 보일지에 대해 면밀히 검토한 후 이를 참고하여야 할 것으로 사료됨.

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)	평균
5년간 샤프비율	0.43	0.21	0.32	0.53	0.37	0.94	0.47
20년간 샤프비율*	0.36	0.28	0.21	0.37	0.26	0.49	0.33

\* 20년간 샤프비율은 가용가능한 자료의 한계로 14년간 샤프비율로 평가함

### 4.3. 상대수익률

- 당기 상대수익률 지표는 ‘보통’ 등급으로 전기 대비 1단계 하락함.
- 2018년 기금수익률(-0.89%)은 기준수익률(-0.26%)을 하회하였으며, 목표초과수익률(0.20%p) 대비 미달하였음.
- 해외 주요 연기금 대비 낮은 주식 비중으로 인하여, 운용수익률은 비교적 선방하였으나 기준수익률 대비 하회한 성적을 보임에 따라 상대수익률 지표가 하락함.
- 목표초과수익률이 2017회계연도 0.25%p에서 2018회계연도 0.20%p로 낮아진 상황에서도 이를 달성하지 못한 것은 목표초과수익률의 실용성 및 달성가능성에 대해 재고해야하는 것으로 여겨짐.

연도	기금수익률 (A)	기준수익률 (B)	초과수익률 실적 (A-B)	목표초과수익률	기준수익률 대비	목표초과수익률 대비
2007	6.98%	6.81%	0.17%p	0.47%p	상회	미달
2008	-0.21%	-1.63%	1.42%p	0.67%p	상회	달성
2009	10.84%	12.65%	-1.80%p	0.67%p	하회	미달
2010	10.57%	10.91%	-0.35%p	0.45%p	하회	미달
2011	2.32%	2.27%	0.05%p	0.45%p	상회	미달
2012	7.03%	7.34%	-0.32%p	0.41%p	하회	미달
2013	4.16%	4.02%	0.14%p	0.38%p	상회	미달
2014	5.25%	5.22%	0.04%p	0.20%p	상회	미달
2015	4.57%	4.87%	-0.30%p	0.25%p	하회	미달
2016	4.69%	4.80%	-0.11%p	0.25%p	하회	미달
2017	7.28%	6.42%	0.85%p	0.25%p	상회	달성
<b>2018</b>	<b>-0.89%</b>	<b>-0.26%</b>	<b>-0.63%p</b>	<b>0.20%p</b>	<b>하회</b>	<b>미달</b>

주) 목표초과수익률은 2010년부터 기금위에서 부여하였으며, 2007~09년은 기금운용본부 내부에서 설정

### 4.4. 총평

- 당기 계량(자산운용성과) 지표는 ‘양호’ 등급으로 전기 대비 1단계 하락함.
- 지표별로 살펴보면 운용수익률 부문은 상승, 위험조정수익률 부문은 유지, 상대수익률 부문은 하락으로 종합됨.

- 낮은 주식투자 비중에 기인하여 선방한 운용수익률 지표 대비 상대수익률 지표의 저하가 두드러짐.
- 전반적으로 주식시장의 침체 속에 어느 정도 선방한 것으로 평가됨. 하지만, 낮아진 목표초과수익률을 달성하지 못한 것과 낮은 상대수익률은 한계로 여겨짐.