

20. 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 ^{주1)}	투자플 위탁평잔	투자플 비중 ^{주2)}
단기자산	4,242,581	0.50%	-	-
현금성자금	4,242,581	100.00%	-	-
유동성자금	-	-	-	-
중장기자산	841,266,148	99.50%	-	-
전체자산 합계 ^{주3)}	845,508,729	100.00%	-	-

주1) 전체자산 중 해당자산의 비중

주2) 해당자산의 투자플위탁 평잔 비중

주3) 전체자산 합계는 공자기금 예탁금을 제외한 평잔

3. 평가결과

3.1 평가결과 총괄표

평가지표 (비계량)		배점	지표값	최종등급	
(1) 자산운용 체계		17.0		양호	
1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성		8.0		양호	
2. 자산운용 전담조직의 적정성		9.0		양호	
(2) 자산운용 정책		27.0		양호	
1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성		16.0		양호	
2. 투자 실행과정의 적정성		11.0		양호	
(3) 자산운용 위험 및 성과관리		26.0		양호	
1. 자산운용 위험관리의 효율성		16.0		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성		10.0		양호	
비 계 량 지 표 합 계		70.0		양호	
평가지표 (계량)		배점	지표값	평가점수	최종등급
(4) 자산운용 성과		30.0		21.84	양호
1. 운용수익률		9.5		5.40	미흡
① 1년간 운용수익률		3.0	10.86%	1.48	아주미흡
② 5년간 운용수익률		3.0	7.54%	1.70	미흡
③ 20년간 운용수익률		3.5	6.46%	2.23	보통
2. 위험조정수익률		10.0		7.54	양호
① 5년간 샤프비율		4.0	0.54	2.84	보통
② 20년간 샤프비율*		6.0	0.44	4.70	양호
3. 상대수익률		9.5		7.90	우수
① 1년간 상대수익률		3.0	59.1%	2.29	양호
② 5년간 상대수익률		3.0	127.9%	3.00	탁월
③ 20년간 상대수익률**		3.5	56.3%	2.61	양호
4. ESG투자 노력도		1.0		1.00	탁월
① ESG투자 노력도		1.0	13.3%	1.00	탁월
계 량 지 표 합 계		30.0		21.84	양호
조 정	가 점	자산운용 비용절감 노력		1.00	
		혁신성장 투자		1.00	
전 체		100.0			양호

* 20년간 샤프비율을 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 17년간으로 평가

** 20년간 상대수익률로 평가해야 하나 가용가능 자료의 한계로 15년간으로 평가

3.2 전기 평가결과 대비

평 가 지 표		전기평가		당기평가	
비 계 량	(1) 자산운용 체계	보통		양호	
	1. 자산운용 관련 가버넌스의 적정성	보통		양호	
	2. 자산운용 전담조직의 적정성	보통		양호	
	(2) 자산운용 정책	양호		양호	
	1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성	양호		양호	
	2. 투자실행 과정의 적정성	양호		양호	
	(3) 자산운용 위험 및 성과관리	양호		양호	
	1. 자산운용 위험관리의 효율성	양호		양호	
2. 자산운용 성과관리의 효율성	양호		양호		
비 계 량 지 표 합 계		양호		양호	
계 량	(4) 자산운용 성과	지표값	등급	지표값	등급
	1. 운용수익률		보통		미흡
	① 1년간 운용수익률	9.58%	보통	10.86%	이주미흡
	② 5년간 운용수익률	6.31%	미흡	7.54%	미흡
	③ 20년간 운용수익률	6.51%	보통	6.46%	보통
	2. 위험조정수익률		보통		양호
	① 5년간 샤프비율	0.44	보통	0.54	보통
	② 20년간 샤프비율*	0.39	보통	0.44	양호
	3. 상대수익률		탁월		우수
	① 1년간 상대수익률	274.4%	탁월	59.1%	양호
	② 5년간 상대수익률	119.3%	탁월	127.9%	탁월
	③ 20년간 상대수익률**	56.2%	양호	56.3%	양호
	4. ESG투자 노력도		-		탁월
	① ESG투자 노력도	-	-	13.3%	탁월
	계 량 지 표 합 계		양호		양호
전 체 합 계		양호		양호	

* 20년간 샤프비율은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 16년간, 당기는 17년간으로 평가

** 20년간 상대수익률은 가용 가능한 자료의 한계로 전기는 14년간, 당기는 15년간으로 평가

4. 자산운용 총평

<현황>

□ 국민연금기금은 국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 설치됨. (국민연금법 제 101조)

- 연금재정의 장기적 안정을 유지하기 위하여 운용수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 운용함을 목적으로 함.
- 기금운영의 원칙으로는 수익성, 안정성, 공공성, 유동성, 지속가능성, 독립성을 두고 있으며, 이에 대한 설명은 아래 표와 같음.

원칙	내용
수익성	가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 많은 수익을 추구
안정성	투자하는 자산의 전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용하는 범위 안에 있도록 안정적으로 운용
공공성	국민연금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고, 기금 적립규모가 국가 경제에서 차지하는 비중이 크므로 국가 경제 및 국내 금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용
유동성	연금급여의 지급이 원활하도록 유동성을 고려하여 운용하여야 하며, 특히 투자한 자산의 처분 시 국내 금융시장 충격이 최소화되는 방안을 사전에 강구
지속가능성	투자자산의 지속 가능성 제고를 위해 환경, 사회, 지배구조(ESG) 등의 요소를 고려하여 신의를 지켜 성실하게 운용
독립성	상기 원칙에 따라 기금을 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안됨.

□ 국민연금기금은 국민연금제도가 시행된 1988년 말 기금규모가 5,279억원에 불과 하였으나, 2003년에는 100조원을 돌파하였고 2021년 말 948.7조원에 이르는 글로벌 대형 연기금으로 성장함.

- 본 기금의 2021년 (금액가중)운용수익률은 10.79% (시간가중수익률은 10.86%), 수익금은 91.2조원이며, 1988년 이후 기금 전체 누적 연평균수익률은 6.76%, 누적수익금은 530.8조원(기금적립금의 55.9%에 해당)에 이르고 있음.
- 금융부문의 자산별 구성 비중을 보면 국내채권이 340.0조원으로 35.8%, 국내 주식이 165.8조원으로 17.5%, 국내 대체투자가 25.0조원으로 2.6%, 해외채권이

63.9조원으로 6.7%, 해외주식이 256.6조원으로 27.0%, 해외 대체투자가 94.3조원으로 9.9%, 단기자금 등 기타 2.5조원으로 0.3%를 차지하고 있음.

- 국민연금기금의 자산운용은 기금규모의 급속한 증가에 따라 국내 경제 및 금융 시장에 미치는 영향력을 고려하여 지속적으로 해외투자를 확대해 나가고 있음.
 - 현재 국민연금기금은 지출보다는 수입이 많은 구조로, 향후 2041년까지는 지속적으로 기금규모가 증가하는 것으로 계산됨(2018년 제4차 국민연금 재정계산). 따라서 기금수익확보를 위해 적립금의 대부분을 금융시장에 투자하고 있음.
 - 전 국민을 대상으로 하는 제도이고 적립규모가 국내 경제에서 차지하는 비중이 크므로 경제 및 국내 금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용하여야 하며(공공성의 원칙), 따라서 기금규모의 증대에 따라 점진적으로 해외시장의 비중이 확대되고 있음.

구분	명목GDP	주식 시가총액	채권발행잔액
금액(A)	1,933.2조원	2649.7조원	2,486.6조원
국민연금 투자금액(B)	948.1조원	165.8조원	340.0조원
비중(B/A)	49.04%	6.26%	13.67%

주) 2021년 12월 말 기준

- 지속적으로 기금규모가 성장하는 현 상황에서 장기적으로 포트폴리오의 수익성과 안정성을 제고하기 위해서 시장변동에 단기적으로 대응하기보다는 점진적으로 포트폴리오를 변경하는 장기적 관점의 대응이 이루어지고 있음.
- 기금관리 주체인 보건복지부와 기금 운용을 위탁받은 국민연금공단이 투자정책 및 투자집행과 관련된 의사결정기구의 운영을 관리하고 있고, 공단 내의 기금운용 본부가 기금 적립금 투자의 집행 업무를 맡고 있음.
 - 기금운용본부는 변화하는 경제·금융환경에 효과적으로 대응하고 국민연금 기금을 보다 체계적이고 전문적으로 운용하기 위함을 목적으로 공단 내 설치된 기금운용 전담조직임.
 - 운용조직은 3부문(전략부문, 리스크관리부문, 지원부문), 그 아래 12실(운용전략, 수탁자책임, 리스크관리, 운용지원, 기금정보, 주식운용, 채권운용, 해외주식, 해외채권, 사모벤처투자, 부동산투자, 인프라투자), 1단(대외협력단) 및 3곳의 해외사무소(뉴욕, 런던, 싱가포르)를 두고 있음.

- 2021년말 기준 인력현황은 본부장 포함 기금운용직 338명, 기금사무직 78명으로 총 416명으로 구성됨.

- 기금운용 주요의사결정체계는 기금운용에 관한 최고의사결정기구인 국민연금 기금운용위원회(위원장: 보건복지부 장관, 이하 “기금위”), 기금운용위원회의 심의·의결 기능을 활성화하도록 보좌하는 심의·평가 기구인 국민연금기금운용 실무평가위원회(위원장: 보건복지부 차관, 이하 “실평위”), 전문적 지식을 바탕으로 객관적인 평가가 필요한 투자, 주주권 행사, 위험관리 및 성과평가·보상정책 개발 또는 기존 정책의 변경사항 등을 검토·심의하는 산하 3개 전문위원회(이하 “전문위”)를 둠.

(국민연금법 제103조, 제104조, 제103조의 3 및 동법 시행령)

- 기금운용본부 내 투자집행결정은 투자집행단계의 위험관리 기본방침 수립 및 위험한도 설정 관리를 책임지는 리스크관리위원회(위원장: 공단 이사장), 자산별 세부운용지침 및 운용계획 승인 역할을 하는 투자위원회(위원장: 기금운용본부장), 대체투자 대상별 투자 여부 심의 의결하는 대체투자(소)위원회(위원장: 기금운용본부장), 이 3개의 위원회를 중심으로 이루어짐.

<주요 우수한 점>

□ 기금운용 의사결정체계의 전문성 제고를 위한 규정 개정 및 위원회 활동이 강화됨.

- 기금운용 상근전문위원회 설치 및 전문위원회 운영 법제화(2020.1. 국민연금법 시행령) 이후, 전문위원회 설치 근거 등을 법률로 상향 규정화(2021.6. 공포, 2021.12. 시행)하여 운영 체계를 개선함.
- 상근전문위원(3명) 중심 전문위 운영 및 안전 검토, 위원회 위원 대상 안전 사전 설명, 신규 위촉위원을 위한 가이드북 제작 등을 통하여 의사결정의 전문성을 제고함.
- 2020년 위원사퇴로 지적되었던 안전회부 요청 시한 및 요청절차, 기준 등을 제13차 수탁자책임전문위원회에서 보완한 점도 작년에 비해 개선된 것으로 평가함.

□ 해외투자 강화를 위한 해외증권·대체투자 및 리스크관리 조직체계를 정비함.

- 해외주식·채권투자와 해외 대체투자는 꾸준히 증가하여 2021년도 말 투자

비중이 각각 33.7%와 9.9%에 달했고, 앞으로 더 확대될 전망이다. 이에 따라 해외증권실을 주식·채권별로 분리(2021.1.)하였으며, 해외주식 액티브투자의 직접운용 확대를 위해 해외주식 리서치팀을 신설함.(2022년부터)

- 전략적 파트너십 확대를 통한 투자 대형화 및 집행가능한 대규모 전략을 단기간 내 전담하기 위한 조직으로 사모·벤처투자실 내에 대체투자전략팀을 신설하여 대체투자의 효율적인 의사결정과 집행을 통한 수익률 제고를 추진함.
 - 리스크관리실을 증권과 대체부문으로 분리하여 운용규모 증가에 따른 투자 자산별 위험관리 전문성을 제고하여 부서장 전문분야에 대한 위험관리에 집중 하도록 함.
- 기금평가에서 지적되어왔던 글로벌 기금에 걸맞는 인재육성 필요성에 따른 기금 운용직 경력개발프로그램(NPS WING' s Program)을 도입함.
- 증대되는 해외투자 전문인력에 부응하고자 자체적인 해외투자 전문인력 양성 방안을 마련함. 프로그램 내 선발 직원은 해외투자부서로 (전환)배치, 해외투자 실무 습득 및 선발분야에 따른 전문교육을 실시하고, 향후 해외사무소 배치 또는 전략적 파트너십을 가지고 있는 제휴기관 파견 등을 통한 체계적 경력 관리를 제공함.
- 중기자산배분안의 ALM 분석 평가 실시 및 인구모듈 추가 및 운용목표에 따른 최적자산배분이 가능하도록 ALM 시스템 기능 정교화 및 장기 재정상태를 고려한 장기위험수준과 기대수익률을 나타내는 기준포트폴리오 도입을 검토함.
- 다만, 국민연금기금은 국민의 노후생활 보장을 위한 연금급여의 안정적 지급을 목표로 하는 연금성 기금임에도 불구하고 ALM에 기초한 운용 방식이 채택되지 않은 채 여전히 자산측면만을 고려한 방식(Asset only)으로 운용되고 있으며, ALM 시스템은 보조적 참고지표로만 사용되고 있는 점은 보완할 필요가 있음.
- 해외투자종합계획(2020~2024)에 따른 해외투자 지속 확대 및 투자다변화를 추진 하고 있음.
- 해외 자산군별 계획, 책임투자, 인프라 등을 총망라한 장기 종합계획을 수립 (2020.7. 기금위 보고)하여, 자산별, 연도별 세부 실행계획을 수립·이행하고 있음.

- 해외증권 직접 투자 역량 강화, 해외주식 오버레이 펀드 도입 및 운용전략 고도화를 추진하고 있으며, 대체 글로벌 운용사 지분투자 및 전략적 파트너십 강화 및 대체투자 절차 간소화를 통하여 대체투자를 확대하고 있음.
- ESG 평가체계 개선, ESG 통합전략 적용 확대, 위탁운용에도 책임투자 적용 등 책임투자 내실화 및 의결권 행사의 전문성 제고를 위한 수탁자책임 활동을 개선함.
- 국민연금기금 책임투자 활성화 방안(2019.11. 기금위)에 따라 기존의 13개 평가항목, 52개 평가지표에서 14개 평가항목, 61개 평가지표(환경- 3개 평가항목, 15개 평가지표, 사회- 5개 평가항목, 24개 평가지표, 지배구조- 6개 평가항목, 22개 평가지표)로 확대하고, 산업별 이슈 중요도에 따른 가중치의 산출방식을 개선하였으며, 평가대상 범위를 국내채권으로 확대함.
 - 국내주식 책임투자 유형 위탁펀드 운용사 대상 책임투자 보고서 제출 의무화 시행(2020.11.) 및 국내외 주식 및 채권 위탁운용사 선정 시 책임투자 요소를 고려하도록 관련 규정 개정함(2021.12.).
 - 수탁자 책임 활동에 관한 지침 시행(2019.1.)에 따라 투자대상 기업에 대한 중점관리사안에 따른 중점관리기업 신규 선정(2021년) 및 기업 지배구조 안전에 대한 의결권 행사의 투명성을 높아가 위해 책임투자 방향 설명서 마련함(2021.12.).
- 기존에 대체투자자산은 신용위험으로 분류하여 관리 중에 있었으나, 대체투자의 자산 속성 및 데이터 특성 등을 고려하여 별도의 위험유형을 신설하여 시장위험 측정 방식으로 관리할 수 있도록 개선함. 그리고 대체투자에서 다양한 방식의 비용 절감방안을 추진함.
- 기존 대체투자자산은 신용위험 대상으로 분류하고 예상손실(Expected Loss)로만 관리하였으나, 대리변수 변동성을 활용하여 대체투자자산위험을 시장위험성격으로 신설하여 대체투자의 VaR를 측정하여 별도 관리함.
 - 대체투자 자산규모 확대에 대응하여 Side-car 약정, Size Discount, Timing Discount 등 수수료 할인 기회를 적극적으로 활용하여 2021년 중 사모벤처 투자 1,334억, 인프라투자 220억원 등 총 1,757억 원의 보수를 절감함.

□ 기타 주요 우수한 점은 다음과 같음.

- 2021회계연도 기준 큰 개선사항중 하나는 새로운 투자대상 발굴을 위해 멀티에셋 (TAA 위탁운용)을 도입하여 3개의 위탁운용사를 선정하고, 운용을 시작한 점을 꼽을 수 있음. 선진 운용사의 운용노하우 습득하고, TAA Overlay를 도입하기 위한 사전준비를 하는데 도움이 될 수 있을 것이라고 판단함.
- 해외투자 확대에 따른 국가리스크 관리 제도의 개선사항으로 국가별 리스크에 따른 NPS(국민연금기금) 국가등급 평가체계 구축 및 투자한도 관리 그리고 국가별 위기지수 산출은 국가별 발생가능 한 위기와 꼬리위험에 선제적 대응할 수 있다는 점에서 긍정적임.

<주요 미흡한 점>

□ 기금의 지배구조와 의사결정체계의 문제점은 수차례에 걸쳐 지적되었으나, 가시적 개선은 이루어지지 않은 채 위원회와 전담기관의 독립성과 전문성을 저해하는 요소들이 그대로 남아 있음.

- 자산운용 관련 최고 의사결정기구인 기금위와 보좌 기구인 실평위는 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 전문성도 높지 않은 상황임.
 - 기금위 내 자산운용 관련 위원회는 기금위 - 실평위 - 투자정책전문위의 3단계 구조를 가지고 있으며, 이러한 3층 구조는 책임성의 분산을 초래할 가능성이 높음.
 - 실평위의 경우 개최횟수가 9회(19년)→10회(20년)→8회(21년)로 2021년에 감소하였으나 심의·보고 안전은 증가함으로써 실질적으로 모든 위원이 유의미한 발언을 할 수 있는 회의구조인지 살펴볼 필요가 있음. 1회 개최 시 평균 6건의 안전을 심의·보고 받고 위원장과 정부위원을 제외하고서도 14명의 위원 존재

하기 때문에 회의가 형식상 보고만 받는 자리가 될 수 있음을 지적함. 회의 심의의 질적 향상을 위해 1번에 회부되는 안건의 수를 줄일 필요가 있음.

- 리스크관리위원회(이하 “리스크관리위”)는 공단 내 조직으로서 정책 기구의 성격과 실행 및 감독기구의 성격이 혼재된 상태로 존재하고 있음. 그리고 위험관리·성과보상전문위와 공단의 리스크관리위의 위험관리 명확한 역할 배분에 대한 내용은 자체적으로 개선이 가능한 영역임에도 불구하고 개선사항이 없는 부분은 아쉬움.
 - 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.
 - 리스크관리위는 위원회와 전담조직, 법령 및 규정 체계 등 의사결정에 필요한 틀을 갖추었지만 체계와 조직의 위상에 있어 전문성과 독립성을 여전히 완전하게 확보하지 못함.
 - 리스크관리위는 2020년 8회, 2021년 5회 개최되었으며, 심의·의결 안건은 2020년 9건 모두 원안 의결되었으며, 2021년 원안의결 6건 수정의결 1건으로 객관성과 전문성을 확보하기 위한 장치로 외부위원을 두었으나, 심도있는 의견 개진 및 제안이 다소 미흡함.
- 전문성 강화를 위해 도입한 상근전문위 제도의 안착과 상근전문위원의 독립적 의사결정 강화를 위하여 3년 임기 만료 후 1회 임기연장과 관련된 절차와 기준 등을 명시적으로 마련하고 예산과 인사의 실질적 독립성 확보를 위해 노력해야할 것으로 평가함.
 - 2021년 중 44회의 전문위 회의를 운영한 것은 긍정적으로 평가할 수 있으나, 위원회 대상 사전설명은 5회에 그친 것은 부족한 것으로 보이며, 향후 상근전문위가 기금위의 전문성을 보강하고 기금위의 전문적인 의사결정을 돕기 위한 제도적 노력이 추가적으로 필요함.
- 위험관리·성과보상전문위는 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 있어서 기금이사인 기금운용본부장은 주무부처 장관과 공단 이사장의 영향에서 독립적일 수 없는 한계를 지니고 있음. 운용본부와 리스크관리부문의 상호독립성도 완전히 확보되었다고 볼 수 없음.

○ 운용본부는 공단 내 독립된 사업본부 조직으로, 인사, 예산의 독립성 확보를 위한 제도적 장치가 마련되어 있으나, 실질적 독립성과 자율성을 더욱 확보할 필요가 있고, 향후 실질적 요건이 얼마나 잘 작동하느냐가 평가의 기준이 되어야함.

- 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.

- 지속적으로 제기되어 온 기금운용본부의 예산과 인사 등에 관한 자율성과 독립성 확보를 위한 기금운용본부의 추가적인 노력이 필요함.

□ 운용 전담인력의 적정 수는 운용 규모, 운용방식 등에 따라 달라지는데, 운용본부의 경우 글로벌 연기금 대비하여 인력 수가 아직까지 충분하지 않다고 평가됨. 이는 국내 금융전문인력 풀이 협소하고 운용본부의 지방 이전에 따른 불가피한 부분으로 우수한 전담인력 확보 및 연구 환경을 위한 개선 등 꾸준한 노력이 필요하다고 판단됨. 구체적으로 2026년까지 161명의 증원을 목표로 해외 및 대체투자조직을 개편하고 글로벌 기금 운용을 위한 전략적 인재 양성을 위한 채용 및 교육에 대한 계획을 마련한 만큼 진행을 지켜볼 필요가 있음.

○ 국민연금기금의 연금제도, 정책, 평가 등의 한 축을 담당하는 국민연금연구원의 우수인력 충원도 부진한 상황으로 이에 대한 필요인력 충원 검토도 필요함.

- 전담인력의 성과보상체계는 기금위가 기금 전체의 목표 IR과 목표초과수익률을 사전에 설정하고, 세부 자산군별·팀별 목표 그리고 팀원에까지 배분한 후 목표 관리제(MBO)를 통해 운영하며, 이를 근거로 기본급·성과급 결정, 승진, 재계약에 활용하고 있으나 여전히 제도적 개선 필요함.
 - 장기평가를 원칙으로 최근 3년의 평가 결과를 50:30:20으로 가중 평균하여 산출하고 3년 평균 소비자물가상승률을 초과하는 경우에만 지급하는 등 합리적인 지급 기준임. 다만, 목표 IR과 목표초과수익률을 산출하기 위한 목표액티브 위험이 정책적인 판단에 의해 부여되는 만큼 실제 기금의 역량에 따른 성과 달성인지 시장 상황에 따른 자연스러운 결과인지 판단하기 어려움. 따라서 이에 대한 제도적 개선이 필요함.

- 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. 그리고 대체투자의 정책조건(기준비중 설정)이 있는 점 등은 ad-hoc style의 자산배분 도출방식에는 개선이 없음.
 - 실질적으로 ALM 관점에서 자산배분이 이루어지는 것이 아니라 ALM 분석결과를 참고만 하고 있는데, 그 이유로 재정목표와 연금 부채에 대한 합의가 이루어지지 않은 점을 들고 있으나 기금이 여러 차례 관련 용역을 수행하고 있는 점 등을 감안할 때 바람직한 시나리오 제시 등을 통한 체계적인 ALM 기반 자산배분 수행이 필요한 시점이라고 사료됨.
 - 중장기수익률 목표설정 산정에 들어가는 조정치에 관한 논리적·체계적인 도출식을 정립할 필요가 있음. 기금위에 안전으로 올라가는 조정치의 선택지가 객관식으로 되어 있기 때문에 현 상태에서는 조정치 결정 자체가 임의적인 측면이 존재하는 사항은 여전히 미흡함.
 - 투자다변화에 따라 대체투자 비중이 확대됨에도 대체투자 비중은 여전히 정책 조건에 의존하고 있으며, 이는 기금운용의 장기적인 목표수익률 및 위험 수준에 따른 자산배분의 적정성을 의심케 함.

- 내부운용과 외부운용 정책은 여전히 명확하지 않고 자의적인 여지를 가지고 있음. 운용본부가 위탁운용 목표 범위 이내에서 시장상황을 감안하여 자율적으로 위탁비중을 결정한다고 서술되어 있고, 작년과 동일한 점 등 개선사항이 없음. 외부 위탁운용 비중에 대한 정치한 도출 프로세스가 필요함.

- 이와 더불어, 기금운용본부의 성격이 불명확하다는 점도 꼽을 수 있음. 위탁 운용 관리에 중점을 둘 것인지 아니면 직접운용을 주로 하고 부족한 내부 역량의 경우 예외적 위탁운용을 가져갈 것인지에 대한 성격 규정이 전제가 되어야하며, 이에 따라 인력 충원 및 조직 정비도 달라져야 함.
- 참고로, CPPIB는 내부운용과 외부운용의 장단점을 비교하여 외부운용의 기준을 정함으로써 양자 간의 최적조합을 달성하고자 노력함. 내부운용의 장점은 내부인력의 전문성을 활용할 수 있다는 것과 외부운용에 소요되는 수수료 및 관리비용을 부담하지 않아도 된다는 것임. 외부운용의 전문성이 매우 높아 비용을 초과하는 위험조정수익률을 얻을 수 있다고 판단되는 경우에는 이사회가 외부운용을 승인함.
- 기금운용지침 제19조4항 및 5항에 따라 형식과 구조상으로는 신용위험에 대한 모니터링 및 관리방안이 잘 갖추어져 있으나 이로 인한 실질적 효과는 의문이 제기됨.
- 예상치 못한 시장환경 변화에 대해서는 위기인식지수를 개발하여 운영하고 있으며 국가별 위기지수 도입을 위한 금융스트레스지수 및 매크로지수 산출작업이 진행 중이라고 제시되어 있으나, 작년대비 특별히 개선된 사항은 없음.

<주요 개선 권고 사항>

- 기금운용의 독립성과 전문성 제고 모색 필요함.
 - 글로벌 연기금들은 기금운용 과정에서 독립성 훼손을 막기 위해 법적·제도적 장치를 마련하였음.
 - 미국 CalPERS는 1992년 캘리포니아 주 정부가 주 헌법을 개정하여 기금운용의 자율성과 독립성을 확보하였음.
 - 캐나다 연금은 1990년대 정부의 과도한 간섭으로 고갈을 맞자 1998년 CPPIB를 설립해서 완전히 독립적인 공사로 지배구조를 확보하였음.
 - 네덜란드 ABP는 1992년 설립 당시 기금운용위원회의 위원장이 내무부장관이었지만, 1996년에 민영화시켜 기금을 독자적으로 관리·운영하고 있음.
 - 일본은 2016년 GPIF가 주식을 직접 투자할 수 있도록 허용하는 방안을 추진했으나 정부의 경영 간섭 및 시장 왜곡 우려에 대한 반발이 거세지자 정부로부터 기금운용에 대한 전권을 위임 받아 독립적으로 운용함.

- 국민연금기금 기금운용위원회의 독립성 여부
 - 일본 GPIF, 캐나다 CPPIB, 미국 캘퍼스(CalPERS), 네덜란드 ABP 등은 기금운용 위원회에 해당하는 의사결정 기구의 독립성이 적절히 보장됨.
 - 위원장도 기업·학계 출신이 맡고 있으며 기금운용위원회가 보건복지부에 소속되어 장관이 위원장을 맡는 경우는 국민연금기금이 유일함.
- 기금위에 현 장·차관이 참여하는 것도 국민연금기금의 특징임.
 - GPIF, CPPIB, ABP 등은 이사회 내에 구성원이 모두 경제·금융, 연기금 전문가 이거나 기금을 조성하는 사용자·노동자 대표로 구성됨.
 - 미국 CalPERS는 주 공무원과 교육공무원들을 위한 직역연금이기 때문에, 이해당사자인 주 공무원들이 사용자·노동자 대표 자격으로 참가함.
 - 국민연금기금 기금위는 위원 20명 중 5명이 현 장·차관이고, 국민연금공단 이사장도 당연직으로 참가하고 있으며, 이는 기금운용 결정 과정에 복지부, 위원회, 공단 간 권한과 책임 범위 그리고 업무의 위임범위가 애매한 측면을 초래하고 있음.
- 거버넌스 측면에서 기금운용의 재정악화 대응 및 지속가능성을 확보하기 위해 기금운용체계 개편에 대한 사회적 논의가 필요함.
 - 현행 체계의 문제점을 진단하고, 해외연기금 등 다양한 우수사례를 벤치마크하여 효율적인 운용방안 수립이 필요함.
 - 기금운용의 독립성 확보를 위해 기금운용 기구와 정부 간 일정거리를 유지하는 제도적 장치 마련 및 정부, 위원회, 공단 간의 권한과 책임의 범위 및 업무의 위임 범위 명확화 필요함.
 - 기금운용의 전문성을 강화하기 위한 기금위 등 위원회 위원들의 전문성 향상을 위한 다양한 계획 및 로드맵 필요함.
- 기금의 고갈위험을 막기 위해서는 보험료율의 인상이나 소득대체율의 삭감과 함께 기금투자수익률 증대가 필요함. 다시 말해 기금의 재정운영방식과 재정목표를 설정하기 위해서는 보험료율, 소득대체율과 함께 기금의 목표수익률이 함께 고려되어야 함.

- 미국 CalPERS는 재정목표에 따른 ALM 모형을 개발하여 재정추계와 투자결정을 유기적으로 통합했으며 ALM 리뷰는 3년마다 이루어짐.
 - 네덜란드 ABP는 투자정책위원회에서 다양한 미래 시나리오 분석에 기초하여 향후 연금 수급에 대한 ALM 분석을 통해 목표수익률 및 허용위험한도가 도출되고 이로부터 구체적인 자산배분 정책을 수립하는 체계를 갖춘.
 - 캐나다 CPPIB는 장기 투자자로서 각종 위험을 적정 수준에서 부담하고 그의 대가로 위험프리미엄을 얻는 것을 기금운용의 기본적인 철학으로 삼고 있음. 이를 위해 장기 재정추계에 근거하여 향후 75년 이상 연금급여의 안정적 지급을 지속하기 위해 필요한 투자수익률을 도출하고 이를 3년마다 재추정함.
- 국민연금기금의 경우 연금재정의 장기적 안정성 유지⁶⁾에 기여하는 것을 목적으로 운용되어야 함. 이를 위한 연금의 부채 또는 제도 변수에 기반한 자산배분 체계 요구는 오래된 과제이나 아직까지 가시적인 발전이나 성과는 더딘 상황임.
- 현행 목표수익률 설정방식(실질 GDP+CPI±조정치)은 자산과 부채의 종합적인 관점인 ALM 차원에서 이루어지지 않고 있으며, 전략적 자산배분모형과의 유기적인 연계가 없어 위험과 수익률의 상반관계(risk-return trade-off)가 제대로 반영되지 않고 있음.
 - ALM시스템은 개발된 지 10년이 훌쩍 지났고, 2021년 인구모dul 추가 등 신규 ALM시스템 개선도 이뤘으나, 아직까지 명확한 재정안정화 기준 미비로 인해 참고하는 정도에 그치며, 목표수익률과 위험한도의 설정에 대한 유기적인 연계가 전혀 없음.
 - 이에 기금운용의 장기적인 방향을 제시하는 기준포트폴리오(Reference Portfolio) 체계 도입 역시 검토 단계에 머무르고 있음.
 - 국민연금기금은 부분적립방식으로 따라서 제도와 기금운용간 연계가 필요하며, 사회적 합의가 전제된 재정목표 설정이 필수적임.

□ 기타 주요 개선 권고사항은 다음과 같음.

6) 기금의 운용목적은 연금급여지급을 위한 연금재정의 장기적 안정성 유지에 기여하는 것이며 이를 위해 기금의 운용수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 운용하여야 한다(국민연금법 제102조). 이는 연금급여의 원활한 지급을 위하여 납입된 보험료와 운용수익 등으로 조성된 기금의 실질가치를 유지하고 가입자의 보험료부담을 완화하거나 급여를 보장하는데 기여하도록 위험한도 내에서 추가적인 수익을 창출하여야함을 말한다. ⁶⁾

- 지난 지적에 따라 민간 상근전문위원을 바탕으로 3개 전문위를 설치하는 등 전문성을 보완하는 주요 의사결정체계 개편을 꾸준히 진행한 점은 긍정적이나, 상근전문위원 3인이 기금 산하 3개 전문위에 공통으로 들어가 있어 전문위원 간 연계성 및 효율성 제고의 효과가 있다고 볼 수 있음. 다만, 투자정책전문위와 위험관리·성과보상전문위 간 독립성을 담보하기 어려워 보여, 제고 노력이 필요함. 장기적으로 정책 및 집행 관련 의사결정체계를 다른 해외연기금과 같이 국민연금기금 내 보다 다양한 위원회로 구성하여 전문성과 독립성을 담보하고 심의·의결의 중복을 줄여 효율성을 제고할 수 있는 방향으로 개선 권고함.
- 성과평가는 국민연금연구원과 외부 성과평가기관이 수행하고 위험관리·성과보상 전문위에서 검토 후 실평위에서 심의하고 기금위가 최종 의결하여 운용본부에 피드백하는 구조임. 다만, 전문위원 3명, 기금운용위원회 위원 3명, 관계전문가 3명으로 구성된 위험관리·성과보상전문위는 성격상 투자정책전문위 위원과도 상당수가 중복되며 독립적인 성과평가 위원회로 보기 어려움. CalPERS처럼 위험관리위원회와 성과보상위원회를 분리·운영하는 방안도 검토 요청됨.
- 새로운 투자대상 발굴을 용이하게 해 주는 대체투자 내 프로그램을 신설하고, 소규모 투자 절차를 간소화하여, 2021년말 기준 대체투자 비중을 12.6%로 확대하였으며, 멀티에셋(TAA 위탁운용) 도입 등의 실적은 바람직한 것으로 평가하나, 글로벌 환경 급변 가능성 하에서 대체투자가 급격하게 늘어남에 따라 이에 대한 다양한 방법의 모니터링 노력도 지속적으로 경주할 필요성이 대두됨.
- 해외투자 종합계획 이행을 위해서는 해외투자 전문인력 확충이 반드시 필요한 상황으로, NPS WING' s 프로그램을 통한 내부 전문인력 양성도 긍정적이나, 현지에서만 접근 가능한 투자기회를 선제적으로 발굴·투자하기 위해서는 해외투자 관련 네트워크를 보유하고 있는 현지 투자 전문가 채용이 필수적이므로 이에 대해 개선 권고함. 그리고 추가적으로 해외 사무소 기능 강화 및 해외투자/대체투자 위험관리 역량 강화를 위한 세부 방안 수립도 권고함.
- 대체투자 세부 자산군별 벤치마크 설정은 여전히 투자자산별 적정한 투자위험에 근거한 위험프리미엄을 반영하지 못하고 있으며 자의적인 설정으로 장기 운용 방향으로서도 그리고 성과평가 기준으로서도 논리적 근거가 부족함. 이에 대한 근본적인 검토 및 개선이 필요함.
- 국민연금기금 수탁자 활동에 관한 지침 내 국내주식 의결권 세부기준에 따라 의결권을 행사하고 있으나 너무 세부적으로 기술되어 있어 기계적으로 찬성 또는 반대해야만 하는 상황이 반복될 수 있으므로 개선 검토 권고함.

- 2021년 5월 연구용역 결과에 따라 평가항목 및 지표를 확대하고 평가대상 범위를 확대하는 등 ESG 평가체계를 개편하였음. 또한 위탁운용사를 선정, 모니터링함에 있어서 관련 규정을 2021년 12월에 개정하여 책임투자요소를 고려하도록 한 점은 시장에 책임투자를 확산시키는데 기여할 수 있을 것이라고 판단됨. 다만 ESG통합전략이 “투자의사결정과정에서의 ESG요인을 고려하는 것”이라는 국민연금의 정의 자체가 광범위하기 때문에 ESG 관련 투자 exposure가 과대평가될 수 있음. 전 세계적으로 ESG투자전략에 대해서 기준을 수립해나가는 만큼 ESG관련 투자분류에 대해 세분화된 분류기준을 마련할 필요가 있음. 현재는 평가등급이 C, D등급인 종목의 경우 상세검토를 수행한다고만 명시되어 있음. 또한 국민연금기금의 투자제한전략 도입방안을 2021년 5월 기금위에서 수립하였으나 기금의 수익성과 시장에 미치는 영향에 대한 분석이 필요하며 국내시장 투자철회 여부 등 구체적인 로드맵 등이 제시될 필요가 있음.
- 국민연금기금 성과분석은 Brinson 방법론에 따른 성과분석이 주로 기술되어 있으며 팩터 성과분석 등 추가적인 차별화를 권고함.
- 기금운용 성과평가를 볼 때, 해외 액티브운용 전략은 전략의 유효성에 대한 점검이 필요하다 판단되며, 이러한 저조한 성과가 개별 전략의 문제인지, 위탁 운용사 선정의 문제인지, 아니면 다수의 연구에서 검증된 효율적 시장에서 액티브운용은 비용 차감 시 수익률 측면에서 패시브에 비해 우월함을 보이지 않는다는 주장에 부합하는 결과인지에 대한 검토 및 전략 수정 등을 권고함.
- 투자자산 다변화에 따른 해외투자 및 대체투자 증가는 필연적으로 투자위험의 증가를 수반함에도 불구하고, 거의 불변적인 목표IR과 목표액티브위험의 곱으로 산출된 목표초과수익률을 성과평가 및 성과급 지급의 기준으로 활용하는데 대한 지표 적정성은 수차례 지적되어 왔음. 최소 유지하더라도, 국민연금기금의 정책방향이나 액티브/패시브 비중, 자산배분별 비중이 목표초과수익률 수립에 자동적으로 연동되게 하는 방안을 권고함.
- 전반적으로 기금의 공시 수준은 낮지 않으나, 대체투자 세부내역 공시범위 확대 공시를 볼 때, 기금위 의결(2020.7.)에서 전 종목 공시(2021.8.)까지 1년 이상이 소요된 점은 아직까지 적시 공시에는 거리가 있어 개선 권고함. 그리고 CalPERS는 이사회 안전을 미리 공개하고 회의록은 공개정보와 비공개 정보로 나누어 공개대상의 경우 실시간으로 공개하는 등 적극적 공시정책을 중시함을 참고하여 개선 방안 마련 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">• 자산운용 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것• 위험관리 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것• 성과평가 관련 위원회와 전담조직 등의 구성, 권한, 책임, 업무분장체계 및 보고체계에 관한 규정을 적절하게 설정할 것

- 국민연금기금은 국민연금법에 따라 투자정책은 기금위 및 전문위(수탁자책임전문위 등) 등에서 결정하고, 투자집행은 공단(투자위원회, 리스크관리위원회 등)에서 수행함.
 - 국민연금기금 기금위는 기금운용 관리체계의 최상위 조직으로 자산배분 비중, 투자방향 및 목표수익률을 결정하며, 투자가 제대로 이루어졌는지 최종 점검하는 역할을 수행함. (국민연금법 제 103조)
 - 보건복지부 장관은 기금의 관리·운용에 관한 업무를 국민연금공단에 위임하였으며, 공단은 자산운용 전문조직인 기금운용본부를 설치하여 기금을 관리·운용함.
- 보건복지부 내에 설치된 기금위, 실평위의 구성, 책임과 권한은 국민연금법으로 규정되고, 기금운용지침에 역할과 책임이 명시되어 있음. 기금위 산하에는 수탁자책임전문위, 위험관리·성과보상전문위, 투자정책전문위가 존재함.
 - 기금위는 기금운용의 최고의사결정기구로서 기금운용지침, 연도별 운용계획, 운용결과 평가 등에 관한 중요 사항을 심의·의결함. 위원장은 보건복지부장관이고 당연직 위원으로 관련 부처 차관 4인, 국민연금공단 이사장 1인이 포함되어 있고, 위촉직은 사용자 및 근로자대표 각 3인, 지역가입자대표 6인, 관계전문가 2인등 총 20인으로 구성됨.

- 실평위는 기금관리·운용에 관해 기술적이고 전문적인 의견을 제공하고, 기금 운용성과 측정 등 기금운용 전반에 대한 모니터링을 수행함으로써 기금위의 심의·의결 기능을 활성화하도록 보좌하는 심의·평가기구임. 위원장은 보건복지부 차관이고, 5인의 관련 부처 당연직위원, 이해단체 추천인 및 전문가 등을 포함하여 총 20인으로 구성됨.
- 수탁자책임전문위는 수탁자책임활동에 관한 일반원칙 및 세부기준을 검토하고, 책임투자 및 보유한 상장주식에 대한 주주권 행사 등에 관한 주요사안을 검토·결정함. 기금운용위원장이 임명하는 상근전문위원(임기 3년, 1회 연임) 3명 및 기금운용위원장이 위촉하는 관계전문가(임기 3년) 6명으로 구성되며, 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 위험관리·성과보상전문위는 위험관리, 성과평가, 정책 제언 등 전문적 판단·검토와 정책결정이 필요한 사항에 대하여 기금위 및 실평위에 자문을 제공하고, 기금위의 위임으로 기금운용본부 전체 및 기금운용본부장의 성과급 지급률 심의, 내·외부 성과평가보고서를 검토함. 상근전문위원 3명, 기금위 위원 3명, 관계전문가 3명, 총 9명으로 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 투자정책전문위는 기금위의 결정사항 중 기금의 투자정책에 대한 자문을 하는 기구로 중장기 및 연간 기금운용을 위한 주요계획, 전문적 평가가 필요한 투자정책 및 신규 투자정책의 개발 또는 기존 투자정책의 변경에 관한 사항 등을 검토·심의함. 상근전문위원 3명, 기금위 위원 3명, 관계전문가 3명, 총 9명으로 위원장은 상근전문위원 중 호선함.
- 국민연금공단과 운용본부 내 설치된 정책 및 집행 의사결정기구인 리스크관리위, 투자위원회(이하 “투자위”), 대체투자(소)위원회(이하 “대체투자위”) 등의 구성, 책임과 권한에 관한 사항은 기금운용지침과 기금운용규정에 명시됨.
 - 리스크관리위는 투자집행 단계의 위험관리 기본방침 수립, 위험한도 또는 손실한도의 설정·관리에 관한 사항, 위험관리체계의 구축 및 운영에 관한 사항, 새로운 기금운용 대상 또는 방식의 도입에 있어 위험관리 등에 관한 사항을 심의·의결하는 기구로, 공단 이사장 직속으로 있으며, 기금운용본부장, 그리고 5인 이상 7인 이하의 외부 전문가로 구성됨.
 - 투자위는 자금운용계획 수립에 관한 사항, 거래기관 선정 및 관리기준 등에 관한 사항, 그 밖에 위원장이 필요하다고 인정하는 사항 등에 심의·의결하는 기구로, 기금운용본부장(위원장), 운용전략실장(간사), 전략부부장, 리스크부부장 및 그 외 기금운용본부 부문(실)장, 기금운용본부장이 지명하는 팀장(3인 이내)로 구성됨.

- 대체투자위는 대체투자부문의 투자결정 효율성과 전문성 강화를 위한 목적으로 설치된 별도 의사결정기구로, 대체투자자산의 투자 결정 및 변경을 심의·의결하며, 기금운용본부장(위원장), 내부위원 3인, 외부위원 3인으로 구성되며, 외부 3인은 인프라, 부동산, 사모·벤처투자 및 자원개발 4개 분야 전문가 Pool을 구성하여 활용함.
- 기금의 기금위와 실평위가 모두 대표성을 중심으로 구성되어 있어 상대적으로 전문성이 부족하다는 우려가 있다는 지난 지적에 따라 민간 상근전문위원을 바탕으로 3개 전문위를 설치하는 등 전문성을 보완하는 주요 의사결정체계 개편을 꾸준히 진행한 점은 긍정적임.
- 상근전문위원 3인이 기금 산하 3개 전문위에 공통으로 들어가 있어 전문위간 연계성 및 효율성 제고의 효과가 있다고 볼 수 있음. 다만, 투자정책전문위와 위험관리·성과보상전문위 간 독립성을 담보하기 어려워 보여 제고 노력이 필요함. 장기적으로 정책 및 집행 관련 의사결정체계를 다른 기금과 같이 국민연금 내 다양한 위원회로 구성하여 전문성과 독립성을 담보하고 심의·의결의 중복을 줄여 효율성을 제고할 수 있는 방향으로 개선할 필요성이 요청됨.
- 참고로, CalPERS 지배구조는 연금관리와 기금운용을 총괄하는 이사회(Board of Administration)와 6개의 위원회 (지배구조(Board Governance) 위원회, 재정관리(Finance & Administration) 위원회, 자산운용(Investment) 위원회, 연금 및 건강급여(Pension & Health Benefits) 위원회, 성과보상인재관리(Performance, Compensation & Talent Management) 위원회, 리스크&감사(Risk & Audit) 위원회)로 구성되며 각 위원회의 권한과 책임 등은 각 위임결의서(Delegation Resolution)에 규정됨. 그리고 이사회 멤버는 적어도 하나의 위원회에 소속되어 활동해야 함.
- 참고로, GPIF의 지배구조는 최고 의사결정기구인 이사회 (Board of Governors)를 통해 자산운용에 대한 의사 결정하는 구조로 이사로 구성된 감사위원회가 감사를 수행하며 관련 업무를 GPIF법 등으로 명시함. GPIF의 이사회는 경제, 재무, 자산운용, 경영 및 GPIF 운영과 관련된 여타 분야의 전문가 10명으로 구성되어 전문성은 높은 편임. 또한 이사회 다양성 추구를 위해 여성이사 30% 달성을 목표로 설정하고 있음. 다만 후생노동성이 위원회를 통해 GPIF의 평가를 수행하고, GPIF 이사·의장 및 감사의 임면권을 가지고 있다는 측면에서 독립성 우려는 역시 존재함.
- 리스크관리위에서 위험관리 기본방침 수립, 각종 한도의 설정 및 관리, 운용본부에 대한 내부통제와 운영/법규위험 등 내·외부 위험요인 전반에 대해 검토 및

관리하고 있음. 그리고 리스크관리실에서 포트폴리오 위험도 측정 및 위험관리, 운용성과 요인 분석 등의 업무를 담당하며, 업무 중요도에 따른 합리적인 의사결정을 위해 자산운용 프로세스별 권한과 책임이 설정됨

- 관련 위원회와 전담조직, 법령 및 규정 체계 등 의사결정에 필요한 틀을 갖추었지만 체계와 조직의 위상에 있어 전문성과 독립성을 강화할 수 있도록 지속적으로 노력해야 함.
- 성과평가는 국민연금연구원과 외부 성과평가기관이 수행하고 위험관리·성과보상 전문위에서 검토 후 실평위에서 심의하고 기금위가 최종 의결하여 운용본부에 피드백하는 구조임.
 - 다만, 전문위원 3명, 기금운용위원회 위원 3명, 관계전문가 3명으로 구성된 위험관리·성과보상전문위는 성격상 투자정책전문위 위원과도 상당수가 중복되며 독립적인 성과평가 위원회로 보기 어려움. CalPERS처럼 위험관리위원회와 성과보상위원회를 분리·운영하는 방안도 검토 요청됨.

1.1.2. 주요 의사결정 체계의 대표성, 전문성 및 효율성

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

- 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 의사결정에는 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 2인 (기금위 : 한국보건사회연구원 원장, 한국개발연구원 원장, 실평위 : 한국보건사회연구원 연구위원, 국민연금연구원 원장)이 위원으로 있으나, 과거 이력으로 판단할 때 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.
 - 국민연금공단의 기금이사(기금운용본부장)를 담당하고 있는 현행 구조에서 기금운용본부장이 공단 이사장과 주무부처 장관의 의사로부터 독립적인 판단 및 실행 능력을 견지하기는 쉽지 않을 것으로 판단됨.
- 기금위 및 실평위는 대표성 위주로 구성되어 전문성과 독립성이 충분하지 않다는 지적을 수용하여 장기적 관점의 기금운용체계 구축 및 운용역량 강화를 위한 주요 의사결정 체계 개편에 대한 검토 필요성은 수차례 지속적으로 지적되어오고 있음.
 - 기금위 및 실평위의 개최현황은 2020년 20회에서 2021년 19회로 코로나 팬데믹 상황에서도 유사한 수준을 유지함. 또한 전체 민간전문가로 구성된 3개 전문위(2020년 107개 안건에서 2021년 140개) 및 자체 투자위원회(2020년 55회, 338개 안건에서 2021년 57회, 455개) 활동을 활발하게 유지한 점은 긍정적으로 평가함.
 - 다만, 산하 3개 전문위가 검토·심의 기능에 국한된다는 점에서 CalPERS의 이사회 산하의 6개 전문위원회와 차별되며, 위원회의 권한과 책임을 위임결의서(Delegation Resolution)에 명시 등 전문위의 권한과 책임 강화 노력이 여전히 필요하며, 전문위의 경우 여전히 기금위에서 3인이 참석하는 등 비전문성이 높은 만큼 외부 전문가 비중을 확대하는 것도 필요함.
 - 참고로, GPIF의 최고 의사결정기구인 이사회는 경제, 재무, 자산운용, 경영 및 GPIF 운영과 관련된 분야의 전문가로 구성되어 전문성은 높은 편임. 다만, 후생노동성에서 기금의 대표성은 고려하지 않고 이사회를 구성하는 만큼 대표성과 독립성은 충분하지 못한 것으로 평가됨.

1.2. 자산운용 전담조직의 적정성

1.2.1. 자산운용 전담조직의 자율성과 책임성

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

- 국민연금법 및 직제규정 (국민연금법 제102조 및 직제규정 제6조)에 따라 운용 본부에 독자적인 운영 권한을 부여하고, 기금운용 관련 조직·인사·예산 등도 국민연금공단과 분리되어 자율·독립적으로 수행하나, 체계상 기금운용본부장이 공단 이사장의 영향 하에 있으며, 보건복지부를 통한 운용본부 협의 등으로 인해 실질적인 확보는 여전히 다소 제한적인 것으로 평가됨.
- 장관 및 직제규정 등을 통해 투자의사결정권, 전담조직의 인사·예산·조직 운영 최종결정권을 기금운용본부장에게 위임하고, 부문장제 도입으로 본부장은 투자결정에 집중가능한 환경 조성을 위해 노력함.
- 현재 운용본부의 예산 집행권은 운용본부가 자율적으로 행사할 수 있지만, 예산 편성은 보건복지부가 공단 예산과 별도로 운용본부와 협의·조정 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.
- 다만, 부문장 직위를 도입하여 기금운용본부장의 의사결정을 운용에 집중할 수 있도록 한 것은 주목할 만함.
- 참고로, CalPERS는 Board Governance Policy에 따라 이사회와 위원회는 투자 부서의 개별 투자의사결정에 대해 관여하지 못하며, 1992년 캘리포니아 주 헌법의 개정(ARTICLE 16,SEC.17)으로 CalPERS의 이사회(Board of Administration)는 캘리포니아 주 내 다른 공적연금 이사회들과 함께 기금자산 운용과 예산집행 등에 있어서 주정부와 주의회로부터 온전한 자율권(plenary authority)을 부여받게

됨이 특징으로, 여전히 국민연금기금은 자산운용 관련 전담조직의 예산 및 의사결정의 자율성과 독립성 측면에서 개선할 여지가 있음.

- 위험관리 전담부서인 리스크관리실은 시장·신용위험 등을 독립적으로 관리하면서 기금본부와 분리된 리스크관리위를 지원하고, 이사장 직속의 준법감시인은 독립적인 내부통제를 수행하고, 성과평가는 기금본부와 분리된 내·외부 전문 기관에서 각각 성과평가를 수행하고 기금위 산하 위험관리·성과보상전문위 검토·자문을 거쳐 기금위에서 최종 확정하는 구조로 양호한 것으로 판단됨.
- 기금운용 전담조직과 위험관리 전담조직이 분리되어 있고 위험한도 관리, 위험관리 프로세스 관련 업무의 전결권을 기존 운용본부장에서 리스크관리 부문장으로 변경하였다는 측면에서 양호하다고 평가됨.
- 참고로, GPIF 조직을 보면 투자 관련 부서, 위험관리 부서 등이 별도로 구성 되어 있고 내부통제를 통해 독립성을 구축하고 있는 것으로 평가됨. 다만, 위험관리와 분리되어 성과평가만을 전담하는 조직은 없는 것으로 보이며, 이는 위탁운용을 주로 하는 특성에 기인하는 것으로 판단됨.

1.2.2. 전담조직의 전문성 및 효율성

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

- 2021년도 현재 운용본부의 총 정원은 426명이며, 이 가운데 기금운용직은 348명, 기금사무직은 78명으로 전년 대비 각각 37명, 1명 증원되었음. 기금규모 증대 및 투자의 복잡성 증대에 따라 해외증권실 및 리스크관리실을 자산별로 각각 2개실로 개편하고, 이에 대응하는 전문인력 확충 일환으로 38명 증원이 이루어진 것으로 판단됨.
- 운용 전담인력의 적정 수는 운용 규모, 운용방식 등에 따라 달라지는데, 국민연금 기금의 경우 글로벌 연기금 대비하여 인력 수가 충분하지 않다고 평가됨. 이는 국민연금기금의 지방 이전에 따른 불가피한 부분으로 우수한 전담인력 확보 및 연구 환경을 위한 개선 등 꾸준한 노력이 필요하다고 판단됨. 구체적으로

2026년까지 161명의 증원을 목표로 해외 및 대체투자조직을 개편하고 글로벌 기금 운용을 위한 전략적 인재 양성을 위한 채용 및 교육에 대한 계획을 마련한 만큼 진행을 지켜볼 필요가 있음.

- 상대적으로 국민연금기금의 연금제도, 정책, 평가 등의 한 축을 담당하는 국민연금 연구원의 우수인력 충원은 부진한 상황으로 이에 대한 필요인력 충원 검토도 필요함.
- 전담인력의 성과보상체계는 기금위가 기금 전체의 목표 IR과 목표초과수익률을 사전에 설정하고, 세부 자산군별·팀별 목표 그리고 팀원에까지 배분한 후 목표관리제(MBO)를 통해 운영하며, 이를 근거로 기본급·성과급 결정, 승진, 재계약에 활용하고 있음.
 - 기금위에서 성과평가보상지침을 마련하여 성과에 따른 차등폭 확대(기본급 3배→5배, 장기성과급 3배→4배)등 보상경쟁력을 높이고, 성과급 징계감액 확대 등 책임성도 강화한 점은 긍정적으로 평가됨.
 - 팀원의 성과평가는 정량평가 70%(운용성과목표 65%, 위험관리목표 5%), 정성평가 30%로 구성됨.
 - 기금의 안정적 운용을 위한 정량평가 지표로 위험관리목표를 신규 도입하였으며, 증권(주식, 채권) 및 전술적자산배분(TAA)의 위험관리목표는 목표IR 대비 실제 IR 달성도로 평가하며, 대체투자는 KRI 2단계 자산비중 증감률 수준으로 평가함.
 - 정성평가지표로 조직운영 및 관리에 대한 평가지표로 조직관리목표를 신설하여 공공기관 종사자로서의 신의성실의무를 평가지표화함.
 - 정성평가 내 해외연기금 수준의 운용체계 개선을 위해 운용체계개선 목표 항목을 신설하여 팀과제 선정 및 수행을 평가함.
 - 기본급과 성과급을 합한 총급여 수준은 자산운용 업계 대비 중위수(상위 50%)를 상회하는 수준임.

직급	상위 50% 대비	상위 25% 대비	상위 10% 대비
수석	145.1%	111.3%	90.5%
선임	159.4%	125.5%	103.0%
책임	136.8%	101.7%	87.0%
전임	126.3%	102.1%	87.6%
주임	130.3%	111.4%	-

- 성과급 지급 기준은 장기평가를 원칙으로 최근 3년의 평가 결과를 50:30:20으로 가중 평균하여 산출하고 3년 평균 소비자물가상승률을 초과하는 경우에만 지급하는 등 합리적인 지급 기준임. 다만, 목표 IR과 목표초과수익률을 산출하기 위한 목표액티브위험이 정책적인 판단에 의해 부여되는 만큼 실제 기금의 역량에 따른 성과달성인지 시장 상황에 따른 자연스러운 결과인지 판단하기 어려움. 따라서 이에 대한 제도적 개선이 필요함.
- 추가적으로, 팀장급의 해외사무소 파견은 또 다른 형태의 보상으로 작용하기 때문에 해외사무소에 대한 별도의 평가 체계 마련도 검토 필요함.

(2) 자산운용 정책

2.1. 자산운용 목표 및 자산배분의 적정성

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

- 국민연금기금의 장기 수익률 목표는 실질경제성장률 + 소비자물가상승률로 설정됨.(2006. 5. 기금운용위원회) 이는 기금운용의 목적인 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위해 사전적으로 설정하는 목표치로서, 기금의 실질가치 유지 및 보험료 부담 완화 및 급여 보장을 위해 설정됨.
 - 실질경제성장률 + 물가상승률 목표는 기금의 실질가치 보존(물가상승률 초과) 이상의 의미를 지니며, 향후 발생할 부채가치 변화에 대응하기 위한 실효가치 보존(물가상승률 + 실질경제성장률 ≒ 명목임금상승률)이라는 측면에서 달성 목표로서의 의미를 가짐.
- 다만, 국민연금기금은 국민의 노후생활을 보장하기 위한 연금급여의 안정적 지급을 목표로 하는 연금성 기금의 특성을 가지고 있음에도 불구하고 재정목표 미비 등으로 자산부채종합관리(ALM)에 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.
 - 실질적으로 ALM 관점에서 자산배분이 이루어지는 것이 아니라 ALM 분석결과를 참고만 하고 있는데, 그 이유로 재정목표와 연금 부채에 대한 합의가 이루어지지

않은 점을 들고 있으나 기금이 여러차례 관련 용역을 수행하고 있는 점 등을 감안할 때 바람직한 시나리오 제시 등을 통한 체계적인 ALM 기반 자산배분 수행이 필요하다고 사료됨. 다만 현재 장기적 시계에서 일관성 있는 자산배분이 가능토록 한 기준포트폴리오 도입의 실질적 방안 마련이 상당히 진행되고 있는 점은 바람직한 것으로 평가됨.

- 참고로, CalPERS 이사회는 4년 주기의 ALM 프로세스를 통해 공무원 퇴직 기금 (PERF)과 제후 기금의 장기적 지속 가능성을 감독하며, 산하 재정관리 위원회 (Finance & Administration)는 연금재정 감독과 재정추계, 보험료율, ALM 기반 재정위험 등을 감독함. 재정목표 관련, Actuarial Office, Investment Office, Financial Office가 협업을 통해 ALM모형을 개발하여 재정추계와 투자결정을 유기적으로 통합함.
- 참고로, GPIF의 경우 연금 제도 개정으로 100년 후 총급여 1년치 규모의 지불 준비금을 보유하도록 규정하고 있으며, 2020년도부터 2024년도까지의 중기 목표에서 최소한의 비용으로 연간 1.7%의 장기 실질수익률(명목임금성장률 차감) 달성을 수립하고 운용하며 별도의 사전적 위험허용한도 기준보다는 실무적으로 Shortfall risk, TE, VaR 등을 활용하여 관리하고 있음.
- 기금운용지침 제16조 별표 3에 해외투자과 관련하여 분산투자에 대한 필요성이 명시되어 있음. 해외투자 확대 등을 통한 분산투자 실행은 IPS에 명기된 기금 운용원칙을 지키기 위한 필연적인 전략적 운용 방향임.
- 국내경제규모 대비 거대 기금규모, 국내시장의 저성장·저금리 상황 지속으로 국내투자만으로는 국민연금기금 운용목적인 연금재정 안정화에 기여가 불가능하고 운용원칙에 입각한 운용 또한 이루어지기 어려운 실정임.
- 2022~2026년도 중기자산배분(2021년 5월 기금운용위원회)에 기금의 안정성, 수익성 제고를 위해 지속적인 투자다변화(해외투자, 대체투자 확대) 기조 계속 유지 및 국내자본시장 영향을 고려하여 Home bias 축소 지속 실행이 반영됨.
- 해외투자 확대에 따라 외환 익스포저가 증가하여 환율변동이 기금성과에 미치는 영향이 확대됨에 따라 환율변동 위험을 적극적으로 관리할 필요성이 대두됨에 따라 G7 통화 및 위안화를 중심으로 기술적 통화구성을 도입함.
- 대체투자 내 해외비중이 지속적으로 확대됨에 따라 중기자산배분 수립 시 세부자산군 분류체계를 국내/해외 구분 없이 투자자산 특성별로 변경하고, 중기자산배분에 따른 연도별 이행비중을 설정하여 실행함.

- 국민연금기금은 중장기 수익률 목표(실질경제성장률+소비자물가상승률±조정치) 및 허용위험한도(Short fall Risk \leq 15%) 그리고 추가적인 정책조건을 고려하여 평균-분산 최적화(Mean-variance optimization, 이하 MVO) 모형을 사용하여 전략적 자산배분안을 도출함.
 - 다양한 자산배분모형이 있음에도 불구하고 MVO 모형을 사용하는 이유로 위원회 구성원의 이해가 용이하고, 다른 자산배분 모형들이 여러 가지 한계를 지니고 있다는 점을 제시하고 있으나, MVO 또한 모서리 해(Corner solution)가 도출된다는 점과 미래지향적(Forward looking) 결론이 도출되어야 하는 자산배분의 성격과 반대로 과거지향적(Backward looking) 시각을 제공한다는 문제점은 여러 차례 이미 지적된 바 있음.
 - 중기자산배분 시 대체투자의 상대적으로 우월한 수익-위험 특성으로 인한 MVO 모형의 실패현상 및 대체투자 회수 금액 증가 등 현실적 집행 제약 요소로 인해 대체투자 비중은 정책 조건으로 설정하여 배분하고 있음.
 - 상대적으로 우월한 대체투자 특성 고려 시 목표 비중 상향이 바람직하므로, 지속적으로 대체투자 underweight 해소 추이를 모니터링하고 도전적인 목표 부여를 통해 대체투자 비중 확대 유도가 필요함.
 - 그리고 기금의 장기 목표수익률의 설정과 기금의 위험허용한도를 반영하며 장기운용 성과의 벤치마크로 활용할 기준포트폴리오는 부재하며 5년 중기 포트폴리오를 이용하고 있지만 국민연금제도의 장기 시계와는 상당한 괴리가 있음.
 - 그리고 5년 기간의 중장기자산배분 결정과 이행 포트폴리오를 매년 구성함에 따라 2차 년도 이후의 이행포트폴리오의 역할이 모호함.
 - 참고로, GPIF는 국내외 주식과 채권을 기준으로 전략적 자산배분을 설정하며, 대체투자는 수익/위험의 특성에 따라 국내외 채권과 주식으로 재분류하여 배분함. 이 때 실질수익률 1.7%를 충족하기 위해 자산배분 및 위험한도를 부여하고 있지만, 평이한 수준으로 판단됨.
- 국민연금기금은 중장기자산의 기준수익률을 자산군별로 해당시장의 대표적인 지수를 사전적으로 설정하여 기금운용지침(IPS)에 명시함으로써 자산군별 운용의 방향성을 제시하고, 성과평가의 지표로도 활용함.
 - 전체자산의 기준수익률은 자산군별 전략적 자산배분 비중과 자산군별 기준 수익률(벤치마크)을 곱하여 상향식으로 산출함.

- 기금운용지침에 개별자산군의 벤치마크를 설정하고, 이를 바탕으로 운용본부에 목표를 부여함.
- 국내 주식 기준수익률 불일치 문제를 해결하고 운용 프로세스를 개선한 점은 바람직한 것으로 평가함.
- 하지만, 대체투자 세부 자산군별 벤치마크 설정은 여전히 투자자산별 적정한 투자위험에 근거한 위험프리미엄을 반영하지 못하고 있으며 자의적인 설정으로 장기 운용방향으로서도 그리고 성과평가 기준으로서도 논리적 근거가 부족함. 이에 대한 근본적인 검토 및 개선이 필요함.
- 참고로, 아래는 현재의 대체투자 세부자산군별 10년간 장기수익률 목표 벤치마크 및 성과평가 시 벤치마크를 보여줌. 세부자산군 투자수익률 및 위험에 기반하지 않은 구성요소들로 주로 구성되어 있으며, 위험프리미엄으로 추정되는 추가 금리 또한 근거가 빈약하며, 더군다나 합성벤치마크의 경우 비중의 적정성도 판단하기 어려움.

<10년간 장기수익률 목표 벤치마크>

세부 자산군	벤치마크
사모	(해외주식벤치마크 +프리미엄) X 0.8 + (조정해외벤치마크 + 2.5%) X 0.2
부동산	임대수익률 + 임대성장률
인프라	배당수익률 +배당성장률 + 1.0%
헤지펀드	미국단기금리(T-bills 90일물) +4.5%

<성과평가 시 벤치마크>

세부 자산군	벤치마크
국내사모	(KOSPI 3년 연평균 수익률 + 2.5%) X w1 + (국내채권 3년 연평균 YTM +1.5%) X (1-w1)
해외사모	동종유형비교지수 수익률(IRR)
국내부동산	IPD한국지수 X w2 + (국내 CPI상승률 + 5%) X (1-w2)
해외부동산	주요 투자대상 7개국 IPD Country Index 가중평균지수
국내인프라	(국내 CPI 상승률 + 4%) x w3 + (기존투자자산 실제 수익률) X (1-w3)
해외인프라	(OECD CPI상승률 +5%)의 원화헤지 기준 수익률
헤지펀드	HFRI FoFs X 0.5 + [미국단기금리(T-bills 90일물) + 4.5%] X 0.5

* w1 : 국내 사모지분형투자의 당해연도 비중

** w2 : 적용시점 최초 50% 적용 후 연도마다 10%p씩 증가

*** w3 : BM적용시점부터 신규 약정하는 투자자산의 해당자산군 내 실제 비중

- 그리고 대체투자는 사모벤처, 부동산, 인프라투자실이 국내/해외팀에서 아시아, 미주, 유럽으로 개편된 마당에 여전히 성과평가는 국내와 해외로 구분하여 진행한다는 점은 성과평가의 적절성이 떨어지며, 조직개편과 운용실상에 맞는 세부벤치마크 설정이 바람직함.
- 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 위험 한도는 리스크관리위가 결정하며, 총위험한도는 시장위험한도와 신용위험한도를 통해 관리하고 총위험한도 외에 별도로 액티브위험한도를 관리함.
 - 자산군별 위험 특성에 따라 주식운용의 경우는 포트폴리오 괴리율 관리, 보유 종목 위험관리, 통합지분을 관리 지표를, 채권운용의 경우는 특수채, 금융채, 회사채·ABS·MBS 등을 차등 관리하고 있으며, 대체투자 경우는 분야별 전문가에 의한 사전·사후 투자위험 점검 및 대체투자 관련 부서간의 상호견제 장치 및 중요 위험관리지표(KRI)를 활용한 시스템 차원의 관리를 병행함.

2.2. 투자실행과정의 적정성

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

- 세부자산군 체계 개편(패시브·액티브 체계 도입) 이후 자산배분부서는 운용의 비중을 결정하며, 직접·위탁 운용 간 자금배분은 주어진 위탁운용의 목표 범위 내에서 실행부서가 결정함. 즉, 패시브·액티브 운용 구분을 기본 분류로 하고, 직접·위탁 운용을 하위 개념으로 설정함. (2015. 6. 투자위원회)
- 2022년 패시브·액티브 목표비중 및 허용범위는 2021년과 동일하게 유지함.
- 자산배분부서는 패시브·액티브 비중을 결정하며, 직접·위탁운용간 자금배분은 위탁운용 범위 내에서 실행부서에서 결정하도록 함. 따라서, 직접·위탁 운용 규모는 세부 운용전략별 자산배분 및 운용주체 판단을 반영하여 상향식으로 결정됨.
- 2015년부터 기존 직접/위탁 운용체계에서 운용성격 및 투자전략에 근거하여 패시브/액티브 체계로 전환하여 운용중이며 시장 상황, 자산배분 목표비중, 제약 요인 등을 고려하여 배분하는 것으로 설명함. 하지만, 전반적으로 자금 배분 기준으로 볼 수 있는 명확한 틀이나 한도보다는 시장 상황에 맞춰 수시로 바뀌는 운용방식을 채택하고 있는 것으로 보여 합리적인 자금배분 기준에 대한 수립이 필요해 보임
- 그리고 기금의 주장처럼 자금배분 기준이 있는 경우보다 자율적인 배분에 따라 사후적인 위탁운용 비중 결정 체계를 가져간다면 이에 따른 성과가 더 높다는 관련 근거 제시가 필요함.
- 추가적으로, 기금운용본부의 성격이 불명확하다는 점도 꼽을 수 있음. 위탁 운용 관리에 중점을 둘 것인지 아니면 직접운용을 주로 하고 부족한 내부

역량의 경우 예외적 위탁운용을 가져갈 것인지에 대한 성격 규정이 전제가 되어야하며, 이에 따라 인력 충원 및 조직 정비도 달라져야 함.

- 참고로, GPIF의 경우 2020년 연차보고서에 따르면 위탁운용은 약 88% 수준으로 대다수를 외부에서 운용하고 있으며, CalPERS의 경우는 위탁은 액티브운용에 국한하고 있으나, 국민연금기금 직접 액티브의 경우 비용 측면이나 성과측면 등에서 근거 논리가 부족해 보임.
- 외부위탁 투자기관의 선정 기준과 절차, 자금배분 및 사후관리 프로세스는 양호하게 마련되어 있으며, 기금운용규정에 위탁기관 선정기준을 명시하고 있음.
 - 국내주식 위탁운용사 30개사, 국내채권 위탁운용사 18개사로, 자산별 세부기준에 따라 위탁운용사 선정, 평가, 자금배정 및 회수, 위탁자산의 관리를 수행하고 있으며, 계약기간은 설정하지 않고, 장기적인 모니터링 및 성과평가 결과 등에 따라 상시 회수가 가능하며, 위탁운용 보수는 [기본보수 + 성과보수]로 구성되어 있음.
 - 해외주식 위탁운용사 41개사, 해외채권 위탁운용사 16개사, 멀티에셋 위탁운용사 3개사로, 자산별 세부기준에 따라 위탁운용사 선정, 자금배분 및 회수, 위탁 펀드, 관리를 수행하고 있으며, 계약기간은 설정하지 않고, 모니터링 결과 등에 따라 상시 회수가 가능하며, 위탁운용 보수는 기본보수만을 지급하며 운용규모가 증가함에 따라 체감하는 특징을 가지고 있음.
 - 다만, 해외 주식 및 채권 위탁운용에 대한 수수료가 중위값 대비 낮은 수준이라고 하나 추후 글로벌 연기금을 지속적으로 참고하여 수수료 절감 노력을 경주하는 한편, 전반적인 해외자산 운용전략의 재검토 역시 필요함. (GPIF에 비해 수수료가 높은 액티브 비중이 월등히 높음에도 수익률은 상대적으로 낮음.)
 - 국내대체투자 위탁운용사는 인프라 12개사, 부동산 14개사, 기업투자 80개사로, 부동산은 투자대상, 투자수단, 지역 등에 따른 배분, 국내인프라는 투자대상, 투자방식(직접, 위탁) 등에 따른 배분, 국내기업투자는 투자대상 및 운용유형에 따른 분산투자를 진행하며, 위탁운용 보수는 (부동산의 경우 매입보수), 관리 보수, 성과보수로 구성됨.
 - 해외대체투자 위탁운용 건수는 2021년 말 기준 총 577건이며, 계약기간은 대체적으로 10년 이상이며, 국내대체와 동일하게 위탁운용보수는 관리보수와 성과보수로 구성되며, 모니터링 강화를 위해 외부전문업체가 활용됨.

- GPIF의 경우 외부 위탁운용사는 운용스타일, 초과수익률과 추적오차, 운용철학, 초과수익의 원천, 운용프로세스, 리스크관리 등 정량평가와 정성평가에 기초한 종합평가 방식으로 3단계의 스크린을 통해 선정한다고 하며 참고할만함.
- 거래 금융기관의 선정은 금융기관 기본 요건 충족 여부 및 투자위원회 거래 제한 여부 등을 반영하여 반기별로 수행되고 있고, 금융기관 선정 및 자금배분도 규정에 따라 적정하게 이루어짐.
- 본 기금은 이전의 국내채권 중심에서 해외투자, 대체투자로 다변화를 꾸준히 추진 중임.
 - 2027년 말까지 위험자산 비중을 65% 전후로 대폭 확대 진행중이며, 2021년 말 해외투자 규모는 406.7조원(43.4%), 대체투자 규모는 119.3조원(12.6%)이며, 해당 투자의 비중을 점진적으로 확대할 계획임.
 - 해외투자 종합계획(2020~2024)을 수립하여 이행 중에 있으며, 이에 따르면 해외자산군별 계획, 책임투자, 인프라 등을 총망라하고 있으며, 자산별, 연도별 세부 실행계획을 담고 있음.
 - 새로운 투자대상 발굴을 용이하게 해 주는 대체투자 내 프로그램을 신설하고, 소규모 투자 절차를 간소화하여, 2021년말 기준 대체투자 비중을 12.6%로 확대하였으며, 멀티에셋(TAA 위탁운용) 도입 등의 실적은 바람직한 것으로 평가하나, 글로벌 환경 급변 가능성 하에서 대체투자가 급격하게 늘어남에 따라 이에 대한 다양한 방법의 모니터링 노력도 지속적으로 경주할 필요성이 대두됨.
 - 해외투자 종합계획 이행을 위해서는 해외투자 전문인력 확충이 반드시 필요한 상황으로, NPS WING' s 프로그램을 통한 내부 전문인력 양성도 긍정적이나, 현지에서만 접근 가능한 투자기회를 선제적으로 발굴·투자하기 위해서는 해외투자 관련 네트워크를 보유하고 있는 현지 투자 전문가 채용이 필수적 이므로 이에 대한 노력이 필요함.
 - 추가적으로 해외 사무소 기능 강화와 운용 인력 확충 및 해외투자/대체투자 위험관리 역량 강화를 위한 세부 방안 수립이 필요함.
- 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.
- 국민연금기금 책임투자 활성화 방안(2019. 11. 기금위)에 따라 ESG 평가체계를 개선함(2021. 5.). 기존 13개 평가항목, 52개 평가지표를 14개 평가항목, 61개 평가지표로 개선하였으며, 이를 활용 국내주식 950개사, 국내채권 1,031개사를 대상으로 평가점수 및 등급을 산정함.
- ESG 통합전략에 따라 국내주식 신규 편입 및 점검 요건을 강화하였으며, 국내 채권 직접운용 ESG통합전략 가이드라인을 마련(2021. 6.)한 점은 긍정적으로 평가됨.
- 국내·외 주식 및 채권 위탁운용사 선정 시 책임투자 요소를 고려하도록 관련 규정을 개정하고 (2021. 12.), 모니터링 시에도 역시 책임투자 이행내용을 확인할 수 있도록 한 점은 사전적·사후적으로 지속적인 책임투자 내실화라는 측면에서 긍정적임.
- 그리고 탄소 국경세 등 글로벌 규제강화에 따른 투자제한전략의 선제적 도입 결정으로 석탄 채굴·발전사업에 대한 투자제한 시행방안 마련, 수탁자책임 활동에 관한 지침에 따른 수탁자 책임 활동 등은 지속가능투자 활성화라는 측면에서 긍정적임.
- 국민연금기금 수탁자 활동에 관한 지침 내 [별표 1] 국내주식 의결권 세부기준에 따라 의결권을 행사하고 있으나 너무 세부적으로 기술되어 있어 기계적으로 찬성 또는 반대해야만 하는 상황이 반복될 수 있음은 검토할 필요가 있음.
- 그리고 2021년 ESG 평가결과에 따르면 D등급 종목은 하위 1% 미만인데, “액티브 운용 중인 D등급 종목은 원칙적으로 BM 대비 초과 편입 금지 시행”은 다소 소극적인 대응임.
- 다만, 아직까지 평가기관의 ESG 평가등급 및 점수에 대한 신뢰성에 대한 다양한 의견이 존재, 선택 편의 존재, 위탁운용 시에 동일한 체계 적용 여부 등의 문제로 신중한 접근이 필요하며, 장기적인 성과 제고 차원에서 필요한 지속 가능 투자여야 한다는 원칙을 다시 한번 상기하며 지속가능투자 개선을 모색하여야함.
- 참고로, GPIF는 수탁자로서의 책임을 다할 것을 규정하며 Stewardship 및 ESG과를 신설하는 등 GPIF의 책임 이행 활동을 적극적으로 실행함. 그리고 단기 수익률 관점이 아닌 ESG가 고려된 지속가능한 자본시장을 위해 노력하며 관련 리포트를 발간하는 등 노력을 강화하고 있음.

(3) 자산운용 위험 및 성과관리

3.1. 자산운용 위험관리의 효율성

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

- 2인의 내부위원과 6인의 외부위원으로 구성된 리스크관리위는 공단 내부의 투자집행 단계의 위험관리기구로서 위험관리 기본방침 수립, 위험한도 설정 및 관리, 운영위험·법규위험 등 내부통제를 수행하며, 운용본부 내 투자위 및 대체투자위, 투자관리위원회(이하 “투자관리위”)는 투자의사결정 과정에서 운용자산에 대한 위험을 사전·사후적으로 점검함.
 - 리스크관리위는 2020년 8회, 2021년 5회 개최되었으며, 심의·의결 안건은 2020년 9건 모두 원안 의결되었으며, 2021년 원안의결 6건 수정의결 1건으로 객관성과 전문성을 확보하기 위한 장치로 외부위원을 두었으나, 심도있는 의견 개진 및 제안이 이루어지는지 의문시됨.
 - 투자자산 사후관리에 대한 주요 사항을 심의하기 위해 리스크관리부문장을 위원장으로 설치된 투자관리위는 2020년 개최되지 않았으며, 2021년에는 1회 개최됨.
- 기금의 시장위험의 측정 및 관리는 기금운용규정 및 각종 위험관리방안에서 사전에 정의된 바에 따라 실행됨.
 - 기금운용지침 제19조 4항 및 5항에 따라 기금운용계획의 전략적 자산배분 총위험과 목표액티브 위험을 바탕으로 기금전체 및 자산군별로 시장위험과 액티브 위험의 한도를 설정·배분하여 체계적으로 관리하고 있음.
 - MSCI사 Risk Manager를 이용하여 시장위험은 VaR 방법론을 이용하여 측정하며, 기금의 특성을 반영한 리스크 측정, Back test, Stress test, 가상 포트폴리오 구성에 대한 What-If 분석, 다양한 관점에서의 VaR 산출 및 기여도 분석을 수행함.

- 기금위에서 부여하는 총위험(전체 포트폴리오 연 변동성) 이내로 총위험 한도를 설정, 총위험한도 내에서 시장·신용위험 한도를 모두 관리하는 체계임.
 - 2021년 기금의 총위험한도는 시장위험한도 78조 3,076억원, 신용위험한도 18조 3,748억원을 합하여 96조 6,824억원으로 설정됨.
 - 자산군별 시장위험 한도를 ‘최대 투자가능금액’ 기준으로 설정함에 따라 2021.12.31.기준 각 자산군의 시장위험 한도소진율은 국내주식(52.8%), 해외주식(79.3%), 국내채권(35.0%), 해외채권(43.7%)와 같이 안정적으로 보이지만 총시장위험한도 소진율은 90.3%에 이르므로, 자산군별 시장위험 한도를 ‘최대 투자가능금액’ 기준으로 설정하는 것은 다소 과대 설정될 수 있음.
 - 기존에 대체투자자산은 신용위험으로 분류되어 관리되었으나, 2022년부터 신용위험 대상에서 제외하고 대리변수 변동성을 활용하여 대체투자자산위험을 신설하여 VaR방법론을 활용한 시장위험 방식으로 측정 개선됨.
 - 액티브한도의 설정과 관련해서는 총액티브위험 한도를 세부 자산군별 목표 액티브위험의 위험기여도에 따라 배분하여 산출함.
 - 기금의 시장위험관리는 전반적으로 적절하게 이루어지고 있음. 다만 한도소진율 관리에 필요한 위험한도의 설정에 있어서 투입자료로 사용되는 자산수익률의 변동성은 최소한 주기적인 검증을 통해 적정성을 확인하는 것을 권고함.
- 기금의 신용위험의 측정 및 관리는 기금운용규정 및 각종 위험관리방안에서 사전에 정의된 바에 따라 실행됨.
- 시장위험과 동일하게 VaR 방법론을 이용하여 측정·분석되며, 대체투자자산 위험을 신용위험에서 분리하고, 시장·신용·대체투자자산 위험간 상관관계를 반영하여 신용위험 한도를 설정함.
 - 위험한도 소진여부 점검 결과 총신용위험한도 초과기간이 10영업일 이상 지속될 경우 리스크관리위에 현황과 대책 등을 보고함. 리스크관리실은 해외채권 및 해외주식 국가별 한도소진 현황, 대체투자 국가별 한도비율 준수 현황을 정기적으로 점검, 그 결과를 기금운용 본부장에게 보고한 후 운용부서에 통보함.
 - 기업의 예상부도확률(EDF) 및 신용스프레드를 활용한 기업 신용위험 조기경보 구축 및 도입은 선제적 관리라는 측면에서 긍정적임.
 - 해외투자 확대에 따른 국가리스크 관리 제도의 개선사항으로 국가별 리스크에 따른 NPS(국민연금기금) 국가등급 평가체계 구축 및 투자한도 관리 그리고

국가별 위기지수 산출은 국가별 발생가능한 위기와 꼬리위험에 선제적 대응할 수 있다는 점에서 긍정적임.

- 운영위험은 기금운용지침 제18조에 운영위험의 인식과 측정방법을 규정하고 제20조에 내부통제에 관해 규정되어 있으며, 운용본부로부터 독립된 조직인 이사장 직속의 준법감시인을 설치하여, 컴플라이언스 및 내부통제 관리 등의 운영위험 관리업무를 수행하게 함.
 - 운영위험 관리를 위해 준법감시인이 투자관련 업무 집행 전 위험 발생 가능 여부를 사전에 검토하고 사후적으로 모니터링하며 위반사항에 대해 시정 및 재발 방지 대책을 마련하고 점검결과를 정기적으로 보고하도록 규정되어 있음. 관련하여 정기적으로 내부통제 규정을 정비하고 개인주식거래, 임직원 대외 활동 적정성 여부를 점검함.
- 기금은 금융위기와 같은 예상치 않은 시장환경 변화에 능동적으로 대처하기 위해 위기인식지수를 개발하여 위기상황에 체계적으로 대응할 수 있는 기반을 구축하였으며, 금융시장 변동성 확대에 대한 대응을 위한 개선 노력을 지속함.
 - 국제 금융시장, 국내 주식시장과 외환시장, 그리고 국내 신용지표의 범주에 속한 변수들로 구성된 위기인식지수를 바탕으로 위기단계를 인식하고 단계별 대응 프로세스를 구축함.
 - 실제로 2020년 코로나19 바이러스 확산으로 인한 글로벌 경제 충격과 금융시장 변동성 확대됨에 따라 위기대응반을 구성하여 시장동향 모니터링, 자산배분 및 자산군별 운용계획 점검 등을 대응방안 실행사례가 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.
 - 2017년 최종 관리하고 있던 부실자산 2건 종결처리함에 따라 관리중인 부실 자산은 없는 상태이며, 투자자산의 사후관리에 대한 주요사항을 심의하기 위해 투자관리위가 2021년도 1차례 개최된 실적이 있음.

3.2. 자산운용 성과관리의 효율성

3.2.1. 성과평가 수행

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

- 2021년도 국민연금기금 금융부문의 운용수익률은 시간가중수익률로 10.86%를 기록함.
 - 기대수익률(4.50%)을 6.36%p 상회하였으며, 이는 전략적 자산배분 효과(+6.26%p), 전술적 자산배분 효과(-0.13%p), 자산별 초과수익률 효과(+0.24%p)로 요인 분해될 수 있음. 다만 Brinson 방법론에 따른 성과분석이 주로 기술되어 있으며 팩터 성과분석 등 추가적인 차별화는 필요함.
 - 대체제외 시 운용수익률(9.23%)은 기준수익률(9.49%)를 하회하였으며, 이는 해외주식 및 해외채권의 초과수익률 부진과 벤치마크와의 적용환율 차이에 기인함.
- 기준수익률 대비 자산군별 초과수익률은 다음과 같음.

자산군	기준수익률 대비 초과수익률
국내주식 패시브	+ 0.25%p
국내주식 액티브	+ 1.65%p
해외주식 패시브	+ 0.05%p
해외주식 액티브	- 1.59%p
국내채권 패시브	+ 0.05%p
국내채권 액티브	+ 0.19%p
해외채권 액티브	- 0.67%p
대체투자	+ 3.16%

- 패시브유형은 국내외 주식과 국내채권 모두에서 기준수익률 대비 양(+)의 초과수익률을 기록하고 있는 반면 액티브유형은 해외 주식, 해외채권 모두 음(-)의 초과수익률을 기록하였음. 이러한 결과는 운용수익률이 기준수익률을 하회하는

주요 요인이 주로 해외 액티브 투자에 있음을 알 수 있으며, 과거에도 이러한 현상이 지속되어왔음. 따라서 국민연금기금의 운용에 있어서 액티브운용의 공헌도에 대한 과거의 지적을 다시 상기시키는 사례를 추가적으로 제공하고 있음.

- 현 상황에서 해외 액티브운용 전략은 전략의 유효성에 대한 점검이 필요하다고 판단되며, 이러한 저조한 성과가 개별 전략의 문제인지, 위탁운용사 선정의 문제인지, 아니면 다수의 연구에서 검증된 효율적 시장에서 액티브운용은 비용 차감 시 수익률 측면에서 패시브에 비해 우월함을 보이지 않는다는 주장에 부합하는 결과인지에 대한 검토 및 전략 수정 등이 필요함.
- 기대수익률(4.5%) 대비 높은 운용수익률(10.86%)의 주요한 동력중의 하나는 해외투자임. 하지만, 원화로 환산된 해외투자수익률은 원·달러 환율 상승분(8.96%)이 더해진 것임을 감안하여 해석에 유의할 필요가 있음.
- 대체투자는 국내·외 사모투자 등에서 큰 폭의 평가 가치 상승, 해외사모와 국내부동산의 회수이익으로 운용수익률이 양호하였으며, 원·달러 환율 상승으로 큰 폭의 운용수익률(23.97%)을 기록함.
- 해외투자 종합계획 및 투자다변화에 따라 대체투자 규모는 지속적 증가가 예상되는데, 대체투자의 특성상 관리보수 및 성과보수 등 높은 운용수수료가 중장기 투자 수익률을 결정하는데 큰 비중을 차지하고 있음. 이에 운용수익률을 제고하고자 국민연금기금은 투자 대형화라는 기금의 특성을 활용한 비용 절감 노력이 필요한 바, 사모투자에서 Side-Car, Size Discount, Timing Discount 등의 방식을 통해 1,334억을 절감, 그 외에 부동산 투자 203억원, 인프라투자 220억원 등 총 1,775억의 보수를 절감한 점은 긍정적으로 평가함. 다만, 수익률 제고가 목표이며, 이에 기여하는 한에서 비용 절감 노력이 긍정적일 수 있다는 점은 언급하고자 함.
- 그리고 글로벌 CEM(Cost Effectiveness Measurement) Service를 통해 해외 연기금(Peer Group) 대비 공단의 초과수익률, 운용비용, 리스크 수준 등의 분석을 정기적으로 진행하는 점은 긍정적임. 그리고 자산규모 증가 및 고비용 자산군(대체투자) 확대에 따른 비용 증가도 자연스러우며, 아직까지는 Peer Group 대비 비용은 낮은 것으로 분석됨.
- 금융부문 (대체 제외)의 액티브위험 대비 운용성과지표인 정보비율(IR)은 -0.56을 기록 기록하였는데, 이는 전년 대비 추적오차(TE)가 감소했음에도 초과수익률 부진에 기인함. 이는 기금의 목표IR 0.40을 크게 하회하는 수준임.

- 전술한 바와 같이 성과분석은 위험 대비 초과수익률로서 표현되며, 이에 해외 투자의 벤치마크 대비 저조한 수익률 원인에 대한 분석이 필요하며, 액티브 운용인 해외채권은 초과수익률도 저조하였지만, 국내채권 대비 매우 높은 TE를 보여주는 바, 적정한 위험 범위 내 투자전략인가에 대한 검토도 추가적으로 진행 요청됨.
- 아래는 자산별 정보비율(IR)을 나타냄.

구분		TE	IR	목표IR
국내주식	계	1.64	0.04	0.32
	패시브	0.30	0.83	0.24
	액티브	2.14	0.77	0.36
해외주식	계	1.40	-0.62	0.40
	패시브	1.19	0.05	0.32
	액티브	1.84	-0.87	0.40
국내채권	계	0.04	1.91	0.24
	패시브	0.03	1.59	0.24
	액티브	0.16	1.20	0.28
해외채권	계	1.29	-0.52	0.32
	액티브안정형	1.23	-0.57	0.28
	액티브수익형	1.39	-0.45	0.32
금융부문(대체 제외)		0.46	-0.56	0.40

- 2021년 기금의 총 위험(σ)은 3.7%로 전년 대비 변동성은 축소되었음. 인플레이션 압력과 금리 정상화 우려에도 백신 접종, 기업실적 호조로 선진국을 필두로 한 증시 호조가 변동성 축소의 원인으로 지적됨. 이에 따라, 무위험 대비 초과 수익률을 위험으로 나눈 샤프비율은 0.74를 기록함.
- 금리 인상으로 국내 채권수익률은 음(-)의 값을 기록, 샤프비율도 음(-)의 값임. 하지만, 해외채권은 양(+)의 샤프비율을 보이는데, 이는 원·달러 환율 상승에 전적으로 기인한 바, 성과분석에 착시를 불러올 수 있기에, 환율 상승분이 제거된 샤프비율 분석도 필요함.
- 2021년 기금이 취한 체계적 위험(β)하에서 요구되는 기대수익률을 하회하면서, 젠센의 알파(Jensen's α)는 -0.75를 기록하였음.
- 금융부문의 체계적 위험 (CAPM의 β)는 1.06으로 이는 기금포트폴리오는 시장 포트폴리오 대비 약간 높은 수준의 위험을 부담하는 투자포트폴리오를 구성함에도, 위험 대비 기대수익률에도 하회하는 저조한 투자포트폴리오를 구성하고 있음을 알 수 있으며, 이는 액티브 해외주식에 기인하고 있음.

- 아래는 자산별 베타 및 쟈센 알파를 나타냄.

구분		베타(β)	쟁센의 알파
국내주식	계	1.02	-0.05
	패시브	1.00	0.25
	액티브	1.04	1.49
해외주식	계	1.04	-1.93
	패시브	1.00	0.01
	액티브	1.06	-3.43
국내채권	계	1.01	0.09
	패시브	1.01	0.07
	액티브	1.04	0.27
해외채권	계	0.90	0.04
	액티브안정형	0.91	-0.07
	액티브수익형	0.89	0.16
금융부문(대체 제외)		1.06	-0.75

- 여러 위험 대비 성과평가 지표로 판단할 때, 현재의 해외주식 및 해외채권은 위험 대비 열등한 투자성과를 보이고 있음을 지속적으로 보여주고 있는바, 이에 대한 지속 여부를 포함한 전면 검토 요청됨.
- 그리고 금융부문 (대체 제외)의 기준수익률 대비 초과수익률이 음(-)의 값을 가짐에도, 2021년도 전체 운용수익률은 10.86%로 기준수익률(10.82%) 대비 0.04%p를 상회하며, 전체 정보비율도 따라서 양(+)의 값을 가짐. 이는 대체투자의 기준수익률 대비 월등한 수익으로 인한 것으로, 우수한 투자 발굴 노력이 기여한 것으로 보임. 하지만, 대체투자 벤치마크의 적정성은 주기적으로 검토가 필요함.

3.2.2. 성과평가 활용 및 관리

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

- 국민연금기금은 운용본부로부터 독립된 내·외부 평가기관을 활용하여 반기·연간 기금운용 성과평가 및 원인분석 실시함. 이를 토대로 기금운용 개선과제를 선정하고, 정책제언을 통한 기금운용체계 개선 및 수익률 제고 방안을 마련함.
 - 위험관리·성과보상전문위는 평가결과와 개선 필요사항을 종합적으로 고려, 다음연도 기금운용 개선 정책제언 과제를 선정하고, 이를 기금운용위원회에 보고 및 기금운용위원회는 정책제언 사항을 기금운용본부에 수행과제로 부여하여 개선 요구하고 기금운용본부는 그 과제를 수행하는 프로세스를 갖추고 있음. 그리고 수행과제 결과에 대한 다음연도 평가를 성과급 지급에 연계시킴
 - 성과평가 결과는 다음연도 목표초과수익률 (=목표IR X 목표액티브 위험) 설정에 활용된다고 밝히고 있음. 하지만, 목표 IR은 2014년 0.5에서 0.4로 축소된 이후 한 번도 변경이 이루어지지 않았고, 목표액티브 위험 역시 2011년 0.90에서 전반적으로 하향화되어 2019년부터 0.55로 정해짐.
 - 투자자산 다변화에 따른 해외투자 및 대체투자 증가는 필연적으로 투자위험의 증가를 수반함에도 불구하고, 거의 불변적인 목표IR과 목표액티브위험의 곱으로 산출된 목표초과수익률을 성과평가 및 성과급 지급의 기준으로 활용하는데 대한 적정성은 수차례 지적되어 왔음.
 - 그럼에도 성과평가 결과의 활용의 예(2021년 목표초과수익률 판단근거)로 들고 있으며, 변경이 이루어지지 않는 점은 근본적으로 목표초과수익률이라는 지표의 적정성에 대한 검토도 필요해 보임. 최소 유지하더라도, 국민연금기금의 정책 방향이나 액티브/패시브 비중, 자산배분별 비중이 목표초과수익률 수립에 자동적으로 연동되게 하는 방안을 강력 권고함.

- 운용본부 성과급 보성체계에 대한 컨설팅을 추진(2021.9.~12.)하였으며, 현재 정량평가(개별자산군성과)와 정성평가(정책이행 등) 결과는 전담인력에 대한 성과급 기준으로 활용되는 등 보상정책의 수립에 활용됨.
- 기금운용 성과평가는 매년 장기평가의 원칙을 적용하여 최근 3년의 평가결과를 50:30:20의 비율로 가중평균하여 산출함.
- 위험 대비 성과는 연간 기금운용평가를 통해서 기금위에 보고. 기금위와 위험관리·성과보상전문위에서는 정책제언, 중기자산배분 및 다음연도 목표초과수익률, 목표 TE 설정 등에 활용함.
 - IR, TE, 샤프지수, 트레이너 지수 등 다양한 위험대비 성과 측정 지표가 자산별, 기간별 성과평가에 활용됨.
- 국민연금기금의 운용현황 및 성과 설명자료 등을 홈페이지에 공시하여 기금 투명성을 강화하고 있으며, 해외 연기금 사례 분석 등을 토대로 운용성과 보도자료 등을 활발히 배포함.
 - 전반적으로 기금의 공시 수준은 낮지 않으나, 대체투자 세부내역 공시범위 확대 공시를 볼 때, 기금위 의결(2020.7.)에서 전 종목 공시(2021. 8.)까지 1년 이상이 소요된 점은 아쉬움. 참고로, 바람직한 공시 요건은 완전한 공시, 적정 공시, 적시공시, 알기 쉬운 공시의 4가지 요건을 갖추어야 하는바, 아직까지 개선 여지 있음.
 - 참고로, CalPERS는 이사회 안건을 미리 공개하고 회의록은 공개정보와 비공개 정보로 나누어 공개대상의 경우 실시간으로 공개하는 등 적극적 공시정책을 중시하며, 운용성과, 자산군별 투자내역(거래규모, 시장가치), 기금별 투자성과, 비용 세부내역 등도 홈페이지를 통해 상세히 공시함.
 - 참고로, GPIF는 운용에 대한 여러 사항을 홈페이지 등에 게시하고 있으며 대표적으로 연차보고서의 경우 성과, 자산배분 목표 및 현황 등 다양한 사항을 기재함. 더불어 2019년부터 Stewardship Report 이외에도 ESG Report를 배포하며 ESG 정책 목표 및 시행에 대한 리포트를 다른 기금들과 차별적으로 게재함.

(4) 자산운용 성과

4.1. 운용수익률

- 당해 운용수익률 지표는 전년과 동일한 ‘양호’ 등급을 기록함.
- 2021년 말 기준 국민연금기금의 주식투자 비중은 44.5%로 2020년 말(44.3%) 대비 0.2% 소폭 확대되었으나, 그 세부비중을 보면 국내는 21.2%에서 17.5%로 축소, 해외는 23.1%에서 27.0%로 증가하였음.
- 채권투자 비중은 42.5%로 2020년말(44.5%) 대비 2.0% 비중 축소이며, 그중 해외채권은 5.4%에서 6.7%로 소폭 증가, 국내 채권은 39.1%에서 35.8%로 감소하였음. 이는 전통적 자산군에서 운용규모가 증대됨에 따라 해외투자 비중을 증가시켜야 하는 당위적 필요성에 따른 지속적인 자산군 비중 변화로 판단함.
- 대체투자 비중은 12.6%로 2020년 말(10.9%) 대비 1.7% 증가하였으며, 이는 금액으로 29조 가량 투자금액이 증대된 것으로 장기수익률 제고를 위한 대체투자 증대 필요성에 따라 지속적으로 증가되리라 예상됨.
- 2021년에는 전체 10.79% 운용수익률을 거두었고, 이중 해외주식 수익률 29.48%, 해외대체 26.11%, 국내대체 16.93%, 해외채권 7.09%, 국내주식 6.73%, 국내채권 -1.30%순임. (금액가중수익률 기준)
- 반면, 2020년에는 상대적으로 국내 주식시장의 높은 수익률(34.89%)에 따라 전체 수익금 72.1조의 절반 이상인 46.9조를 국내주식시장에서 거두었던데 반해, 2021년에는 총수익금 92.1조 중 해외주식 58.5조원(29.48% 수익률), 대체투자 22.4조원(해외 26.11%, 국내 16.93%)으로 해외주식과 대체투자가 주수익의 원천이었다는데 차별점이 있음. (금액가중수익률 기준)
- 수치적으로는 높은 시간가중수익률인 10.86%에도 불구하고, 해외 유수의 글로벌 연기금에 비해서는 큰 차이는 아니지만 가장 낮은 성과를 보였으며, 이는 국내 비중이 아직까진 상대적으로 높는데 반해, 해외시장에 비해 상대적으로 국내 시장이 저조한데 그 원인이 있음.

〈운용수익률 현황〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFPG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
1년간 운용수익률	10.86%	12.62%	14.51%	11.19%	13.28%	13.66%
5년간 운용수익률	7.54%	6.59%	10.18%	7.71%	10.78%	11.68%
20년간 운용수익률	6.46%	4.43%	6.89%	6.79%	7.78%	8.87%

주) 운용수익률 평가 시 국민연금기금과 비교대상 글로벌 연기금의 회계연도 결산시점이 다른 점을 감안하여 국민연금기금에서 제출한 분기수익률 자료를 통해 CY 수익률(Calendar Year Return)을 추정하여 평가함. 다만 CY수익률 추정을 위한 자료 확보가 어려운 과거자료의 경우 FY 수익률(Fiscal Year Return)을 이용하여 평가함

4.2. 위험조정수익률

- 당해 위험조정수익률 지표는 전년보다 1단계 상승한 ‘양호’ 등급을 기록함.
- 2021년 말 기준 국민연금기금의 채권투자 비중은 42.5%로 아직까지도 해외 주요 연기금의 채권투자 비중에 비해 높은 수준이며, 이는 국민연금기금의 5년간 분기수익률 변동성이 2.86%로 해외 주요 연기금 대비하여 캐나다 다음으로 낮은 수치로 위험과 수익성을 동시에 고려하는 위험조정수익률에 있어 양호 등급을 기록한 요인으로 판단함.

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 변동성(표준편차)〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPFPG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 분기 수익률 변동성	2.86%	4.75%	5.94%	4.01%	4.31%	2.22%
20년간 분기 수익률 변동성*	1.95%	3.65%	5.05%	3.93%	4.51%	3.19%

* 20년간 분기수익률 변동성은 가용가능한 자료의 한계로 17년간 분기수익률 변동성으로 평가함.

- 다만, 5년간 분기 초과수익률의 경우 해외 주요 연기금의 평균이 2.26%임에 반하여 국민연금기금의 경우 1.54%로, 낮은 초과수익률이 낮은 변동성에 비해 상대적으로 낮은 샤프비율의 원인으로 작용하는데, 채권투자 비중이 상대적으로 높은 것에 기인하는 것으로 보임.
- CPPIB의 경우 높은 대체투자 비중(48%)에도 불구하고, 계량평가를 위해 산출된 5년간 분기 수익률 변동성이 타 연기금 대비 현저히 낮은 이상한 점이 발견됨.

이는 대체투자의 시장성이 부족함에 따라 변동성 수치가 실제 위험보다 낮게 계측되었을 수 있음. 이런 경우 Z-score를 이용한 상대 평가 시 낮은 변동성 수치를 보인 CPPIB만 탁월 등급이며, 바로 아래 두 개 등급인 ‘우수’ 및 ‘양호’ 평가 연기금이 전무인 결과를 초래함. 따라서 CPPIB의 높은 위험 조정수익률(샤프비율)은 보다 주의해서 해석할 필요가 있음.

〈국민연금기금 및 해외 주요 연기금의 샤프비율〉

구분	한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPIFG)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
5년간 샤프비율	0.54	0.37	0.42	0.53	0.55	1.15
20년간 샤프비율*	0.44	0.34	0.28	0.42	0.34	0.58

* 20년간 샤프비율은 가용가능한 자료의 한계로 17년간 샤프비율로 평가함.

주) 위험조정수익률 평가를 위한 샤프비율은 각 기간별 분기별 운용수익률과 무위험수익률의 차이를 해당 기간 동안의 분기별 운용수익률의 표준편차로 나누어서 산출함.

4.3. 상대수익률

- 당해 상대수익률 지표는 전년 대비 1단계 하락한 ‘우수’ 등급을 기록함.
 - 2021년 기금운용수익률(10.86%)은 기준수익률(10.82%)을 상회하였으나, 초과수익률 실적치(0.04%p)가 목표초과수익률(0.22%p)에 다소 미달하였음.
 - 목표초과수익률에 다소 부족했으나, 해외투자 비중 및 대체투자 비중의 지속적인 확대에 따른 기준수익률 대비 초과성과를 거둔 점은 중장기적으로도 긍정적으로 평가할 수 있음.
 - 하지만 목표초과수익률의 경우 별도의 컨설팅을 통해 2013년 기금위에서 IR을 기존 0.5에서 0.4로 변경한 이래 현재까지 지속되고 있고 목표 액티브위험 역시 2019년 0.55%로 상향 조정한 이후 2022년 계획까지 동일하게 적용하고 있다는 점에서 과연 지표로서의 적정성에 의문을 갖게 하며, 목표초과수익률의 요인인 목표IR과 목표액티브 위험 각각의 지표로서의 의미는 실종된 채 목표초과수익률의 산출하는 도구로서만 사용되고 있다는 측면에서, 중장기적인 위험자산 증가 추세에 비추어 볼 때 목표초과수익률의 달성여부가 자칫 위험증대에 따른 목표초과수익률 달성일 수 있으므로 주의가 필요함.
 - 따라서 시장상황 및 중장기적인 자산배분 변동에 따른 적정 목표 액티브 위험 및 이에 따른 목표 초과수익률의 적정성에 대한 주기적인 검토가 필요함.

- 20년간(실제 15년간)⁷⁾ 목표초과수익률 달성률⁸⁾이 56.92%에 그치는 것은 장기간의 성과지표로서의 목표초과수익률의 한계를 보여주는 것임.

〈초과수익률 실적치 및 목표초과수익률 추이〉

연도	기금수익률 (A)	기준수익률 (B)	초과수익률 실적 (A-B)	목표초과 수익률	기준수익률 대비	목표초과 수익률 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
2018	-0.89%	-0.26%	-0.63%p	0.20%p	하회	미달
2019	11.34%	10.86%	0.48%p	0.22%p	상회	달성
2020	9.58%	8.67%	0.92%p	0.22%p	상회	달성
2021	10.86%	10.82%	0.04%p	0.22%p	상회	미달

주) 목표초과수익률은 2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 2007~2009년은 기금운용본부에서 설정

4.4. ESG투자 노력도

- 본 평가지표는 2021회계연도에 신설된 항목으로 ESG투자가능규모 대비 실제 ESG투자규모 비중으로 평가하며, 1% 초과 시 최대 1점, 그 이하는 산식에 따라 0~1사이의 점수를 부여함.
- ESG 투자가능규모는 2021년 국민연금기금 금융부문중 1년 이상 중장기 자산의 운용평잔으로 841조원이며, ESG 투자규모는 ESG 고려 자산군에 해당하는 자산의 운용평잔으로 112조원에 달해, ESG 투자비중은 13.33% 달해 탁월 등급을 기록함.

7) 목표초과수익률은 2007년부터 설정함(2010년부터 기금운용위원회에서 부여하였으며, 그 이전은 기금운용본부 내부에서 설정한 수치임)

8) 달성률 = (초과수익률 실적 + 목표초과수익률) / (목표초과수익률 × 2)

〈ESG 투자실적 현황〉

(단위:백만원)

ESG투자규모	ESG투자가능규모	ESG투자 비중
112,142,465	841,266,148	13.33%

- 다만, ESG투자의 비중이 늘어감에 따라 운용성과도 살펴볼 필요가 있음. 운용 수익률(주식, 채권 가중평균 3.59%, 투자전체 시간가중수익률 7.09%)은 그다지 탁월하지 않음.

〈ESG 투자성과 현황〉

ESG 투자	평잔	비중	운용수익률
ESG 채권 투자	18,801,164	16.77%	-0.08%
ESG 주식 투자	93,341,300	83.23%	4.33%
ESG 투자 합계	112,142,465	100.00%	3.59%

4.5. 계량지표 총평

- 당해 계량지표(자산운용성과)는 ‘양호’ 등급으로 전년과 동일함.
 - 지표별로 살펴보면 전년 대비 운용수익률 부문은 하락(보통→미흡), 위험조정 수익률 부문은 상승(보통→양호), 상대수익률 부문은 하락(탁월→우수)으로 종합됨.
 - 해외 주식시장 및 해외 대체투자시장 그리고 환율 상승이 10.86%의 운용수익률의 주요인으로 분석됨. 따라서 해외연기금과의 비교평가인 ‘운용수익률’은 미흡인데 반해, 상대적으로 주식과 대체투자의 비중이 낮은 국민연금기금의 경우 투자위험도를 수익과 더불어 판단하는 지표인 ‘위험조정수익률’은 양호 그리고 자체적인 목표초과수익률과의 비교를 통한 평가지표인 ‘상대수익률’은 우수를 기록함.
- 결국 운용수익률 및 위험조정수익률은 해외 주요 연기금 대비 상대적으로 열위 하였지만, 상대수익률 지표의 개선으로 전년과 동일한 등급을 취득한 것으로 앞으로는 운용수익률 및 위험조정수익률을 통해서도 계량지표에서 우수한 평가를 받을 수 있기를 기대함.

〈국민연금기금 및 글로벌 주요 연기금의 투자비중 (2021년)〉

구분		한국 (NPS)	일본 (GPIF)	노르웨이 (GPF)	네덜란드 (ABP)	미국 (CalPERS)	캐나다 (CPPIB)
주식	국내주식	17.5%	24.92%	72.0%	30.2%	49.3%	28.0%
	해외주식	27.0%	25.68%				
채권	국내채권	35.8%	24.95%	25.4%	38.6%	29.9%	24.0%
	해외채권	6.7%	24.46%				
대체		12.6%		2.6%	31.2%	20.8%	48.0%

* Public Equity는 주식으로, Private Equity는 대체투자로 분류함