든든한 노후, 청렴한 국민연금이 함께 합니다

▌정책보고서 2018-06

국민연금기금운용위원회의 주요의제와 논의과정 분석

- 공개 회의록을 중심으로 -

정지영·손경우·원상희

NPS 국민연금공단
국민연금연구원

머 리 말

국민연금의 기금운용에 대한 사회적 관심이 점증함에 따라 최고 의사결정기구인 기금운용위원회의 의사결정이 주목받고 있으며, 합리적 의사결정을 위한 여건 조성의 중요성이 대두되고 있다. 기금운용위원회의 의사결정 과정을 지원하기 위해서는 기금운용위원회에서 심의·의결된 안건들에 대한 논의과정을 기금운용원칙의 해석 및 적용, 대표성, 공공성, 독립성 및 전문성의 측면에서 고찰하는 작업이 선행되어야 한다.

이에 본 보고서에서는 2005년부터 2016년까지의 기금운용위원회 공개 회의록에 기반하여 중기자산배분, 환헤지 정책, 의결권 및 배당, 위탁운용, 목표초과수익률에 대한 논의과정을 분석하였다. 본 연구는 회의록을 대상으로 기금운용위원회의 의사결정과정을 살펴보는 최초의 정책연구로서 사료적 가치를 지니며, 기금운용위원회의 의사결정을 지원하기 위해 필요한 요소가 무엇인지에 대한 시사점을 제공한다는 점에서 정책적 의의를 갖는다.

이 보고서는 국민연금연구원의 정지영 부연구위원, 한국방송통신대학교 손경우 교수와 원상희 주임연구원이 집필하였다. 연구 수행 과정에서 유익한 조언을 해주신 자문회의 및 정책협의회 참석자분들과 익명의 검독위원들께 깊은 감사를 드리며, 연구결과가 국민연금의 기금운용에 유의미한 시사점을 제공하기를 바라마지 않는다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구자들의 개인의견으로서 국민연금공단 및 국민연금연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

2018. 12.

국민연금공단 이사장 김 성 주
국민연금연구원 원장 이 용 하

목 차 | Contents

〈요 약〉 ····· **1**

Ⅰ. 서 론 ····· **15**

1. 연구배경과 목적 ····· 15
2. 연구의 범위 ····· 17

Ⅱ. 기금운용위원회의 개요 ····· **19**

Ⅲ. 자료 및 연구내용의 구성 ····· **25**

1. 자료 설명 ····· 25
2. 기초분석 ····· 27
3. 주요 의제 선정 ····· 34
4. 연구내용의 구성 ····· 35

Ⅳ. 주요의제별 회의 주요 논점 ····· **37**

1. 중기자산배분 ····· 37
2. 환헤지 정책 ····· 51
3. 의결권과 배당 ····· 63
4. 위탁운용 ····· 79
5. 목표초과수익률 ····· 91

Ⅴ. 주요의제별 분석 ····· 103
1. 중기자산배분 ····· 103
2. 환헤지 정책 ····· 107
3. 의결권과 배당 ····· 111
4. 위탁운용 ····· 117
5. 목표초과수익률 ····· 120
6. 주요 논점별 입장 종합 ····· 123

Ⅵ. 결론 및 시사점 ····· 127

참고문헌 ····· 133

표차례

〈표 Ⅱ-1〉 기금운용위원회의 인적 구성 ····· 19
〈표 Ⅱ-2〉 실무평가위원회의 구성 ····· 20
〈표 Ⅱ-3〉 전문위원회의 구성 ····· 21
〈표 Ⅱ-4〉 기금운용 원칙 ····· 22
〈표 Ⅱ-5〉 국민연금 vs. 주요 해외 연기금 의사결정 체계 ····· 23
〈표 Ⅲ-1〉 연도별 기금운용위원회 개최 횟수 ····· 26
〈표 Ⅲ-2〉 의결 구분 기준 및 각 의결별 비중 ····· 27
〈표 Ⅲ-3〉 단체별 회의 출석률 ····· 29
〈표 Ⅲ-4〉 기금위 위원들 발언 구분 기준 ····· 30
〈표 Ⅲ-5〉 기금위 위원들 발언에 대한 기초 통계량 ····· 31
〈표 Ⅲ-6〉 기금운용위원회에서 다루는 의제 ····· 34
〈표 Ⅴ-1〉 중기자산배분 관련 주요 논점별 입장 ····· 104
〈표 Ⅴ-2〉 환헤지 정책 관련 주요 논점별 입장 ····· 109
〈표 Ⅴ-3〉 의결권 및 배당 관련 주요 논점별 입장 ····· 113
〈표 Ⅴ-4〉 위탁운용 관련 주요 논점별 입장 ····· 118
〈표 Ⅴ-5〉 목표초과수익률 관련 주요 논점별 입장 ····· 121
〈표 Ⅴ-6〉 단체별 입장 종합 ····· 124

그림차례

[그림 Ⅲ-1] 기금위 소속별 발언 구분 및 횟수 ····· 32
[그림 Ⅴ-1] 환헤지 정책 관련 발언 분석 ····· 108
[그림 Ⅴ-2] 의결권 및 배당 관련 발언 분석 ····· 112
[그림 Ⅴ-3] 위탁운용 관련 발언 분석 ····· 117
[그림 Ⅴ-4] 목표초과 수익률 관련 발언 분석 ····· 120

요 약

Ⅰ. 서론

○ 본 연구의 목적은 기금운용위원회의 공개 회의록 상에 나타난 주요 의제들의 논의 과정에 기반하여, 기금운용원칙의 적용, 전문성과 대표성 이슈, 적절한 지원방식 등을 검토함으로써, 기금운용위원회 의사결정의 효율성 제고를 위한 시사점을 도출하고자 하는 데에 있음

- 국민연금의 기금운용은 사회적으로도 관심의 대상이며, 기금의 규모가 커질수록 운용기조 변화의 필요성이 제기되더라도 이를 실현하는 데에 많은 제약이 뒤따르게 됨. 이는 현 시점에서의 기금운용 관련 의사결정의 중요성 및 최고 의사결정기구인 기금운용위원회의 합리적 의사결정을 위한 여건 조성의 중요성을 방증함

○ 공개 회의록을 분석하는 본 연구의 의의는 다음과 같음. 첫 번째로 본 연구는 회의록을 통해 기금운용위원회의 의사결정과정을 살펴보는 최초의 정책연구로서, 기금운용위원회 관계자들의 주기적 교체가 이루어지는 상황에서 업무의 효율성 제고에 기여하며 사료적 가치를 지님. 두 번째로 기금운용위원회의 논의과정과 관련하여 기금운용원칙의 적용에 대해 검토함으로써 진전된 논의를 위한 계기를 제공함. 마지막으로 기금운용위원회의 의사결정이 이루어지는 과정을 둘러싼 제반요소들을 살펴봄으로써 이를 지원하기 위해 필요한 요소가 무엇인지에 대한 시사점을 제공한다는 점에서 정책적 의의를 가짐

Ⅱ. 기금운용위원회의 개요

○ 기금운용위원회는 국민연금법 제103조에 의해 보건복지부 장관을 위원장으로 하며, 당연직, 사용자, 근로자, 지역가입자를 대표하는 위원들과 관계전문가들로 구성되는데, 이는 위원회의 구성에서 대표성이 강조되고 있음을 시사함

○ 기금운용위원회는 기본적인 투자정책 방향, 전략적 자산배분, 성과평가 및 성과보상에 관한 사항, 기금운용지침 및 의결권행사지침, 위탁운용비중, 기금운용계획 등 기금운용 관련 주요사항들에 대해 심의·의결함. 이를 지원하기 위해 하부 위원회인 실무평가위원회를 두고 있으며, 이 두 위원회를 보좌하는 3개의 산하 전문위원회가 존재함

○ 기금운용위원회를 위시한 기금운용 관련 모든 조직 및 구성원은 '국민연금기금운용지침'에서 정한 사항을 준수해야 하며, 지침에서는 수익성, 안정성, 공공성, 유동성, 운용 독립성의 측면에서 기금운용원칙을 명시하고 있음

○ 해외 주요 연기금 역시 기금의 관리·운용을 위해 최고 의사결정 위원회를 두고 있으며 각 연기금의 특성에 따라 위원회의 구성은 상이함

- 네덜란드의 ABP와 미국의 CalPERS는 국민연금과 같이 제도와 기금을 통합관리하고 대표성을 중심으로 기금운용위원회를 구성하는 반면, 일본의 GPIF와 캐나다의 CPPIB는 제도와 기금을 구분하여 관리하고 전문성을 중심으로 기금운용위원회를 구성함

Ⅲ. 자료 및 연구내용의 구성

○ 기금운용위원회의 운영규정은 매해 4회 이상 기금운용위원회를 개최하고 예외적인 경우를 제외하고는 회의록의 공개를 원칙으로 하고 있으며, 본 연구의 자료 기간인 2005년부터 2016년까지의 기간 동안에는 총 65회에 걸쳐 기금운용위원회가 소집·운영됨

○ 자료 기간 동안 심의·의결된 안건은 총 143건이며, 보고안건은 전차 회의록을 포함 총 203건임. 의결안건 중 약 90%가 원안의결 혹은 조건부 원안의결, 표결 후 원안의결되었으며, 수정의결은 총 143건 중 9건이며, 의결이 차기 회의로 이연된 경우가 3건 있었음

○ 기금운용위원회의 운영 현황을 파악하기 위해 기초분석을 수행함

- 각 위원들이 소속단체의 대표성을 대변하므로 회의 참석 여부가 중요함. 이에 정부당연직 위원의 대리출석을 포함하고, 정부부처의 개편 및 참여단체의 변경 등을 모두 고려하여 회의출석률을 산출하였는데, 기획재정부를 제외한 당연직 위원들의 출석률은 5~6%로 몹시 저조하며, 위촉위원들의 경우 대부분 60% 이상의 출석률을 보이고 있음이 확인됨

- 출석한 위원들이 논의과정에 참여했는지 개략적으로 살펴보기 위해 발언여부 및 횟수를 파악함. 발언 횟수를 단순 카운트하는 방식을 지양하였으며 일관적인 기준에 의해 정량화함. 참석했으나 발언하지 않는 경우가 45%로 가장 많았으며, 소속별로 볼 때 한국개발연구원, 한국보건사회연구원 및 참여연대, 민주노동조합총연맹, 공인회계사회 순으로 단순질의 이상의 유의미한 의견을 많이 제시함. 발언여부나 횟수만으로 논의에 대한 기여도를 판단하기는 어려운 측면이 있음을 감안하여 이에 대해 적극적으로 해석하지는 않음

○ 본 연구의 분석을 위해, 안건의 내용 및 논의과정에서 다루어지는 이슈 등을 기준으로 하여, 중기자산배분, 환헤지 정책, 의결권 및 배당, 위탁운용, 목표초과수익률을 주요의제로 선정함. 운용계획, 성과평가, 결산 등은 여러 가지 이슈들이 동시에 논의될 뿐만 아니라 수치에 대한 질의가 논의과정에서 차지하는 비중이 상대적으로 높은 등 논의 분류가 모호하기 때문에 안건의 중요성과는 별개로 분석대상에서 제외함

○ 연구주제의 정성적 특성을 고려, 연구자의 판단이 개입될 여지가 협소한 부분과 그렇지 않은 부분을 구분할 수 있도록 연구내용을 구성함. 이에 안건의 내용 및 구체적 논의과정을 살펴본 후 회의의 주요 논점을 정리하고 이를 기준으로 주요 의제에 대한 위원들의 입장을 파악하고 분석하는 순서로 연구내용이 구성됨

Ⅳ. 주요의제별 회의 주요 논점

○ 중기자산배분은 기금 성과의 대부분을 좌우하는 전략적 자산배분으로 이와 관련된 의사결정은 기금운용위원회의 주요 의결사항 중 하나임. 이 안건과 관련된 회의록은 4년 비공개가 원칙이며 관련 자료가 공개되지 않아 자산배분 양상의 구체적 변화와 논의과정을 유기적으로 연계하여 살펴보는 데에는 한계가 존재함

- 본 연구에서는 12차례에 걸쳐 이루어진 중기자산배분 관련 논의과정을 살펴보았고, 안건별 주요논의사항으로부터 회의 주요 논점을 위험자산 증가에 대한 우려, 국내주식비중 증가에 대한 우려, 해외투자 증가에 대한 우려, 대체투자 증가에 대한 우려, 전략적 자산배분과 전술적 자산배분의 구분, 목표수익률의 결정과 관련 전망치에 대한 신뢰의 문제, 자산배분 프로세스에 대한 지적으로 축약함

○ 국민연금은 해외투자 시 외환에 대한 익스포져를 가지게 되며 이에 대처하기 위해 환헤지 정책을 수립할 필요가 있음. 국민연금의 환헤지 정책은 지속적으로 변화되어 왔으며, 현재의 환헤지 정책 하에서는 해외투자 전체에 대한 전략적 환헤지 비율이 0%으로 설정되어 있음 (‘15.12월, 기금위 의결)

- 본 연구에서는 10차례에 걸쳐 이루어진 환헤지 정책 관련 논의과정을 살펴보았고, 안건별 주요논의사항으로부터 회의 주요 논점을 전술적 운용에 대한 찬반과 언헤지를 위험으로 인식하는지의 여부, 포트폴리오 차원에서의 환헤지 정책에 대한 접근, 이머징 시장에 대한 투자와 관련하여 환노출 정책에 대한 찬반, 외환시장에 대한 기여, 해외채권에 대한 인식으로 축약함

○ 국민연금기금이 주식시장 내에서 상당한 비중을 차지하기 때문에 국민연금기금의 의결권 및 배당 관련 의사결정은 사회적으로도 큰 관심의 대상임. 자료기간 동안 배당과 관련된 안건은 2015년에 두 차례 다루어졌으며, 나머지는 의결권과 관련된 안건임

- 본 연구에서는 12차례에 걸쳐 이루어진 의결권 및 배당 관련 논의과정을 살펴보았고, 안건별 주요논의사항으로부터 회의 주요 논점을 경영권 방어 요구, 의결권 찬반, 독립성 우려, 공공성의 확대 해석, 시장영향력 강화, 수익성에 우선하는 원칙이 존재하는지의 여부, 배당정책에 대한 찬반으로 정리함. 이와 더불어 당연직 위원의 논의과정에서의 영향력 및 역할에도 주목함

○ 국민연금은 기금운용의 효율성을 제고하고 투자결정의 분권화를 통한 금융시장에서의 파급효과를 완화하기 위해 위탁운용 비중을 점진적으로 확대해왔음. 위탁운용은 벤치마크 대비 초과수익을 추구하는 액티브운용을 추구하되 운용유형 간 분산투자를 지향함.

자산군별 특성에 따라 직접 및 위탁운용의 방향성을 설정하되 매년 특정 목표비중을 설정하던 과거 방식에서 사전에 설정된 목표범위를 준수하는 방식으로 전환됨

- 본 연구에서는 9차례에 걸쳐 이루어진 위탁운용 관련 논의과정을 살펴보았고, 안건별 주요논의사항으로부터 회의 주요 논점을 위탁운용 확대에 대한 판단, 위탁운용이 정책적으로도 기여할 필요가 있는지에 대한 찬반, 위탁운용의 투명성에 대한 요구, 위탁사 패널티에 대한 의견, 시장영향력 행사 우려로 정리함

○ 목표초과수익률은 기금운용본부가 액티브 운용을 통해 전략적 자산배분에 의한 수익률을 초과하여 달성해야 할 수익률의 목표치를 의미함. 목표초과수익률은 기금운용본부에 대한 정량평가의 기준이 되며, 목표성과급 및 장기성과급의 결정 요인 중 하나임. 자료 기간 동안 목표초과수익률은 하향추세를 지속하고 있으며 목표정보비율은 0.5로 유지되다가 '14년도에 0.4로 하향됨

- 본 연구에서는 7차례에 걸쳐 이루어진 목표초과수익률 관련 논의과정을 살펴보았고, 안건별 주요논의사항으로부터 회의 주요 논점을 기술적 논의 배제 요구, 안정성/수익성 관점에서의 목표초과수익률 하향에 대한 판단, 성과급과 연계한 목표초과수익률 하향에 대한 판단, 매니저의 모럴 해저드, 정책 기여에 대한 판단으로 정리함

Ⅴ. 주요의제별 분석

○ 중기자산배분과 관련하여 노동계 단체들을 중심으로 일관되게 해외투자 및 위험자산 증가와 대체투자 증가에 대한 우려가 제기되어 왔다는 점이 두드러지며, 프로세스에 대한 지적은 그 이외의 여러 단체들로부터 제기되어 왔음

- 해외투자 및 위험자산, 대체투자의 증가와 관련하여 노동계 이외 단체들의 입장 표명이 상대적으로 적게 관찰된 것은 실제 자산배분이 이 단체들이 지지하는 방향으로 이루어졌기 때문일 개연성이 있으며, 자산배분 관련 발언 자체가 적은 농어업인 단체를 논외로 한다면, 활발하게 논의에 참여한 노동계 단체들로부터 프로세스에 대한 지적이 없었다는 점이 주목할 만한 부분임

- 해외투자의 증가를 우려하는 입장에서는 이를 위험의 증가로 인식하여 기금의 안정성을 강조하는 의견을 피력하는 경향이 관찰됨. 그러나 해외투자의 증가는 주어진 허용위험한도 내에서 목표수익률을 달성하기 위해 도출한 자산배분안의 결과로써, 이를 위험을 가중시키는 선택이 아니라 효율적 선택의 결과로 인식하는 것이 적절함

- 안정성의 관점에서 위험자산 및 대체투자의 증가에 대한 우려를 명시적으로 표명한 단체들이 국내주식비중 증가를 우려하는 발언을 한 경우를 관찰하기 어려웠다는 점은 해당단체들의 관련 논점에 대한 입장이 일관되지 않음을 시사하는 것으로 해석될 수 있음

- 계량적 모형을 설정하고 있으나 자산배분안 도출시 정책조건이 큰 틀에서의 방향성의 대부분을 결정함에 따라 사실상 기금운용위원회의 논의가 거의 불필요한 자산배분안이 결정되어 온 것이라는 여러 위원들의 문제 제기는 합리적임. 그러나 정책조건의 개선/제거 및 모형의 점검에 대한 단체 간 입장 차이로 인해 실무진들이 어려움을 겪었을 것으로 사료되며, 결과적으로는 자산배분체계의 효율화가 더디게 진행되어 온 것으로 보임

○ 환헤지 정책과 관련하여 전술적 운용에 대한 입장 차이가 존재하지만 대체로 이를 지지하는 경향이 발견됨. 또한 언헤지를 위험의

증가로 인식하는 경우도 관찰되는데, 환헤지의 개념 및 목적에 대한 이해를 높이기 위한 노력이 요구됨

- 전체 포트폴리오 차원에서의 환헤지 정책에 대한 논의과정을 보면, 실무진들이 위원들에게 논거로 제시한 실증분석과 관련하여 충분한 설명이 제시되지 않았으며, 이로 인해 논의과정의 효율성이 저하되었을 것으로 판단됨

- 환헤지 정책과 관련된 안건의 내용이 일견 기술적인 측면이 있는 바, 기금운용본부에 대한 신뢰의 문제, 내부논리 우선화에 대한 우려, 정보의 비대칭성에 대한 우려가 존재할 수 있으며, 이를 미연에 방지하기 위해서는 기금운용위원회의 전문성이 강화될 필요

○ 다른 의제에 비해 의결권 및 배당 관련 안건의 경우 사용자단체와 참여연대의 의견 개진이 활발하다는 점이 두드러지며, 단체 간 견해 차이가 크고 그 차이가 좁혀지지 않는 경향이 존재함. 이 의제에 대한 분석은 대표성과 공공성 및 독립성의 측면에 대해 고찰할 기회를 제공한다고 볼 수 있음

- 단체별로 입장 차이가 크게 갈리는 경우, 단체들 간 사전 의견 조율이 이루어지기도 하므로 정식회의 도중에 상호의견 교환을 통해 입장 차이가 좁혀지거나 합의를 이루기가 쉽지 않음. 단체별로 성향이나 입장이 다른 것은 기금운용위원회의 구성상 자연스러운 일이나, 대표성으로 인해 기금운용위원회 위원으로서의 역할 및 의무를 방기하는 일은 없어야 하며, 최소한의 효율성을 위해 사전에 각 위원들에게 동일한 정보 및 충분한 근거자료가 제공될 필요가 있음

- 공공성을 확대해석하는 경우 공공성 원칙의 내용과 상충할 수 있

는 시장 영향력 강화로 이어질 수 있으며, 수익성을 우선시하는 위원들은 기금의 시장 영향력 강화에 대해 우려를 표명함. 다만 의결권의 적극적 행사 및 배당정책 수립 논의에서는 책임투자와의 연관 하에서 기금의 시장 영향력 강화에 대해 다수의 위원들이 지지하였는데, 주주로서의 역할을 성실히 수행하는 것은 바람직하지만, 정책적 중립성과 기업의 자율성 및 수익성 확보라는 최소한의 기준도 균형적으로 고려될 필요가 있음

- 단 한 차례이지만, 기금운용위원회 위원이 아닌 경제관료가 회의에 참석하여 적극적으로 의사를 표명하고 의결을 촉구한 사례가 관찰됨. 위원이 아니라고 해서 회의 참석 자체가 불가한 것은 아니지만, 논의과정에 대한 개입의 정도가 지나치며 이는 기금운용위원회의 운영규정상 납득 가능하지 않고, 독립성 침해의 요소를 내포하고 있다고 볼 수 있음. 이러한 가능성을 원천적으로 제거하기 위한 방안이 조속히 강구되어야 할 것임

○ 위탁운용과 관련해서는 전반적으로 위탁운용정책에 대한 근거가 미흡하다는 지적이 있었음. 투명성이 요구되고 비용을 고려할 필요가 있다는 것은 상당히 일리 있는 지적인 반면, 위탁운용의 증가를 위험의 증가로 보는 시각은 아쉬운 측면이 있으며 금융정책적인 문제와 국민연금의 기금운용을 연관짓는 시도는 운용의 독립성을 저해하는 요인으로 작용할 가능성이 있음

- 장기투자자인 국민연금의 입장에서 매해 나가는 위탁운용비용은 절감될수록 바람직하며, 그 비용에 걸맞은 장기 초과성과가 나지 않는 경우라면 더욱 그러함. 국민연금은 지속적으로 위탁운용 정책의 투명성 제고와 관련된 지적을 받아왔으며, 지금까지 해왔던 것처럼 투명성 제고를 위한 노력을 지속할 필요가 있음

- 자산배분에 의해 전체 포트폴리오 차원에서 위험이 통제되고 위탁운용에 대해 모니터링이 되고 있는 상황에서, 일부 위탁 매니저의 위험한 운용이 기금전체에 큰 위험을 가져올 수 있다는 것은 합당하지 않은 지적임

- 당연직 위원으로부터 국민연금의 납부로 인해 감소된 유효수요를 기금이 거시경제에서 보완할 필요가 있다는 주장도 제기되었는데, 이런 논리라면 국민연금이 간섭하지 못할 금융정책이 사실상 없음. 이러한 정책 논리는 기금운용의 독립성뿐만 아니라 안정성 및 수익성까지도 위협할 수 있다는 점에서, 위원장을 비롯한 다른 기금운용위원회 위원들이 이러한 발언에 대해 적극적으로 대응할 필요가 있음

○ 목표초과수익률 관련 안건들에 대해서는 다수의 위원들이 여러 해에 걸쳐 기술적 논의를 배제할 것을 요구한 바 있는데 이는 기금운용체계에 비추어볼 때 타당한 측면이 있음. 목표초과수익률의 하향 논점과 관련, 액티브 위험의 증가를 포트폴리오 전체에 심각한 위험요인으로 보는 것은 과한 것으로 판단되며, 목표초과수익률이 위탁운용의 증감과 관련되는 상황에서 독립성 이슈를 야기할 수 있는 당연직 위원의 일부 발언은 우려할 만함

- 기금운용위원회에서 무엇을 다룰지와 하부 위원회의 역할에 대한 이슈가 제기되는 상황에서, 현 기금운용체계 하에서는 기금위에서 기술적 논의까지 다룰 필요는 없을 것으로 보임. 그러나 그럼에도 불구하고 합리적 의사결정을 위해 위원들의 기본적인 전문성은 요구된다고 볼 수 있음

- 전략적 자산배분이 이미 결정된 상황에서 전술적 운용과 관련된 위험을 과다하게 인식할 필요는 없음

- 한 회의에서 당연직 위원이 대체투자 확대와 해외위탁사 선정 시 국내 자산운용사의 선정을 요구한 것에 대해 위원장이 검토해보겠다고 응답한 것이 관찰됨. 실제 검토가 이루어졌는지의 여부를 논외로, 이러한 발언이 이루어지는 상황 자체가 기금운용 의사결정과 관련하여 독립성 이슈를 야기하므로 주의할 필요가 있으며, 이를 위원장이 제지하지 않았다는 점에서 위원장의 역할에 대한 고찰이 요구됨

Ⅵ. 결론 및 시사점

○ 본 연구에서는 공개 회의록에 기반하여 기금운용위원회의 기금운용원칙의 해석 및 적용에 대해 살펴보았으며, 대표성, 공공성, 독립성 및 전문성에 대해서도 고찰함

○ 대체로 노동계 단체들은 해외투자, 대체투자, 언헤지 정책, 위탁운용의 확대 등을 위험성을 높이는 것으로 인식함에 따라 안정성을 강조하는 경향을 보여 왔고, 그 이외 일부 단체들은 수익성을 강조하는 경향을 보임에 따라, 대표성을 지닌 단체 간 안정성과 수익성 추구의 관점에서 치열한 논쟁이 지속되어 왔음

- 이 과정에서 입장 차이가 조율되어 가는 양상이 나타나기보다는, 일단 원안의결을 하고 제기된 논의사항을 차기로 이연하는 방향으로 논의가 마무리되는 경향이 관찰됨

- 국민연금기금의 자산배분체계에 대한 이해의 부족으로 인해 단체들 간의 입장이 잘 조율되지 않는 측면이 있는 바, 그 간극을 좁히기 위한 노력이 요구되며, 제기된 논의사항을 차기로 이연함으로써 유사 논의를 매해 반복하는 방식을 지양할 필요가 있음

○ 해외투자, 환헤지 정책, 위탁운용, 목표초과수익률 이슈와 관련하여 전문성 부재로 인한 문제점을 살펴볼 수 있었으며, 전문성 보완의 측면에서 하부위원회가 역할을 충실히 수행할 필요가 있음은 분명하지만, 분석결과는 대표성이 강조된 의사결정기구라 할지라도 기본적인 전문성이 전제되어야 합리적 의사결정에 도달할 수 있음을 시사

○ 의결권과 배당정책 이슈는 대표성, 공공성 및 독립성에 대해 고찰하는 기회를 제공함. 기금운용지침에 명시된 범주 외로 공공성의 원칙을 확대 해석하는 것은 기금운용의 독립성, 수익성과 상충되어 국민연금의 재정 안정성을 위협할 우려가 있는 것으로 보이며, 기금운용위원회의 대표성이 국민연금의 독립성에 영향을 미치고 있다는 점을 경시해서는 안 될 것으로 판단됨

- 공공성의 확대해석은 곧 시장 영향력 강화와 연결되는데, 대표성이 부여된 상태에서 사회적 공공성이라는 명목으로 각 단체의 입장에서 공공성을 해석할 여지가 있어 기금운용의 원칙에 위배될 소지가 있음. 이에 국민연금기금이 주주로서의 역할을 성실히 수행해나가는 과정에서 정책적 중립성, 시장 중립성 등 최소한의 기준도 균형 있게 고려할 필요가 있음

- 기금운용위원회의 운영과 관련하여 대표성이 반영될 필요가 있음은 분명하지만 이 대표성이 국민연금의 기금운용의 독립성을 침해하는 상황이 관찰된 것은 우려하지 않을 수 없음. 이를 방지하기 위해, 기금운용 원칙의 불가침 성격에 대해 다시 논의하고 논리적/언어적 불가침 원칙의 틀 속에서 의사결정이 이루어질 수 있도록 해야 함

○ 기금의 성격을 보다 명확히 하여 현실과 상충되는 원칙의 재정의를 논하거나, 현재의 원칙을 불가침의 원칙으로 확실히 하여 기금운용위원회의 성격 및 구성을 재조정하는 선택이 필요하고 기금운용위원회의 전문성을 제고하기 위한 보완책이 요구되며, 향후 기금운용위원회의 운영 및 지원의 효율성에 대한 방안이 강구되어야 할 것임

- 단체 변경이 상대적으로 잦은 시민단체의 경우 복수의 시민단체의 의견이 반영될 수 있는 방안을 모색할 필요가 있으며, 관계전문가로써 기금운용위원회에 참여하는 단체들의 경우 다른 단체에 비해 높은 전문성이 요구되므로 해당 단체들의 전문성에 대한 주기적 검토가 이루어질 필요가 있음

- 기금운용위원들의 전문성을 제고하기 위해 위원회의 상설화와 기금운용 관련 주요 내용에 대한 교육 이수를 대안으로 생각할 수 있음. 또한 논의과정 및 의사결정의 효율성을 제고하기 위해서는 위원들이 기금운용위원회의 권한 및 역할에 대해 명확하게 인식할 필요가 있다는 점에서, 관련 내용에 대한 사전교육 등을 체계화할 필요가 있음

Ⅰ. 서 론

1. 연구배경과 목적

국민연금기금운용위원회(이하, 기금위)는 국민연금기금의 운용 및 관리에 관한 최고 의사결정기구로서 보건복지부장관을 위원장으로, 당연직 위원과 사용자·근로자·지역가입자 대표 및 관계전문가로 구성되며, 기금운용지침, 연도별 운용계획, 운용결과 평가 등 기금 운용 관련 중요 사항을 심의·의결한다.[1] 국민연금 가입자를 대표하여 기금위에서 기금 운용 관련 주요 사항들을 의결하기 때문에, 그 동안의 주요사항들에 대한 논의 과정을 가입자들에게 정리·보고할 필요가 있으며, 안건의 심의·의결을 위한 위원회의 요구 사항들을 이해하는 것 역시 중요하다. 특히 국민연금기금 운용에 대한 사회적 관심이 높다는 점에서 기금위의 합리적 의사결정을 위한 여건을 조성하는 것은 더욱 중요성을 갖는다. 뿐만 아니라 2018년 '제 4차 국민연금 재정계산' 에 따르면 국민연금기금은 2041년에 최대 1,778조원에 달하는 적립금을 보유할 것으로 전망되었다. 그렇지만 기금의 규모가 커질수록 운용기조 변화의 필요성이 제기되더라도 이를 실현하는 데에 많은 제약이 뒤따르게 된다. 이는 현 시점의 기금운용 관련 의사결정의 중요성을 방증하며, 기금위의 의사결정과정에 대한 적절한 지원 방식에 대한 검토의 필요성을 뒷받침한다.

지금까지 기금운용위원회의 회의록을 대상으로 진행된 연구는 없으며, 이는 정성적 분석으로 직접적으로 참고할 수 있는 선행연구가 없다. 간접적으로 한국은행의 금융통화위원회나 FOMC의 회의일정 혹은 의사결정 등이 시장에 미치는 영향 등을 분석한 연구는 있으나, 기금운용위원회의 일정 및 의사결정이 즉각적으로 시장에 영향을 주기는 어렵다는

1) 이는 국민연금법 제 103조 및 국민연금법 시행령 제 77조 내지 제 79조에 근거한다.

점에서 이벤트 스터디 등은 본 연구의 방법론에 속하지 않는다.[2)]

회의록의 공개·작성·비치와 관련된 기금위의 운영규정에 따르면, 특수한 경우를 제외하고는 회의록을 작성하고 공개하는 것이 원칙이다.[3)] 본 연구에서는 주요 의제들이 어떠한 논의과정을 거쳤는지를 파악하기 위해 공개되어 있는 회의록을 자료로 사용하였으며, 현재까지 공개된 회의록을 통해 약 620조 규모(2017년 말 현재)의 기금으로 성장하기까지 논의되어 온 주요 의제들을 정리하고 주요 의제별 논의과정을 분석하는 것을 주요내용으로 한다.

공개 회의록에 대한 분석을 주요 내용으로 하는 본 연구의 의의는 다음과 같다. 첫 번째로 본 연구는 회의록을 통해 기금운용과 관련된 의사결정 과정을 살펴보는 최초의 정책연구로서, 기금위 위원 및 관계자들이 주기적으로 교체되는 상황을 고려할 때 주요 의제들에 대해 시간 순으로 살펴보는 것은 업무의 효율성 제고와 더불어 사료적 가치를 지닌다. 두 번째로 '국민연금기금운용지침'에 기술되어 있는 기금운용의 원칙이 실제 논의과정에서 어떻게 적용되는지에 대한 검토를 통해 향후 논의가 되어야 할 부분이나 고려되어야 할 사항을 짚어본다는 점에서, 본 연구는 진전된 논의를 위한 계기를 제공한다. 세 번째로 기금위의 의사결정이 이루어지는 과정을 둘러싼 제반 요소들을 살펴봄으로써 의사결정을 지원하기 위해 필요한 요소가 무엇인지에 대해 시사점을 제공한다는 점에서 정책적 의의를 갖는다.

---

2) 또한 금통위나 FOMC는 전문성을 강조한 인적 구성을 갖추고 있으며 상설화되어 있을 뿐만 아니라 기관의 성격이 연기금과 질적으로 상이하므로 국민연금의 의사결정 과정에 대한 시사점이 크지 않다.

3) 「회의록 공개·작성·비치」에 대한 기금운용위원회 운영규정은 다음과 같다:
위원장은 기금운용위원회의 회의에 관하여 회의록을 작성하고 원칙적으로 공개해야 한다. 예외적으로 공공의 이익을 해치거나 기금운용업무의 공정한 수행에 지장을 초래할 우려가 있는 경우와 기타 위원장이 필요하다고 인정하는 경우에 한하여 공개하지 아니할 수 있다. 한편 국민연금의 이해관계인은 언제든지 회의록의 열람을 요청할 수 있다.

2. 연구의 범위

Ⅰ장 서론에서는 연구 배경, 연구 목적, 기대 효과 등을 기술하고, Ⅱ장 기금운용위원회의 개요에서는 기금위의 구성 및 역할을 설명한다. Ⅲ장 자료 및 연구내용의 구성에서는 공개 회의록 자료에 대한 설명 및 기초분석 결과를 제시하고 주요의제의 선정과 연구내용의 구성에 대해 설명한다. Ⅳ장 주요의제별 회의 주요 논점에서는 의제별 현황 혹은 주요 경과 등을 설명하고, 이어 안건별 논의사항을 정리한 후 이에 근거하여 회의 주요 논점을 정리한다. 이어서 Ⅴ장 주요의제별 분석에서는 의제별로 위원들의 발언 구분 및 주요 논점에 대한 위원들의 입장을 정리하고, 이에 대해 분석한다. 마지막으로 Ⅵ장 결론 및 시사점에서는 의제별 분석결과를 통합적으로 검토하고 기금위의 의사결정의 효율성 제고와 관련된 시사점을 정리한다.

Ⅱ. 기금운용위원회의 개요

국민연금기금운용위원회(이하 기금운용위원회)는 국민연금기금을 관리·운용하는 최고의사결정기구로, '국민연금법' 제103조에 의해 〈표 Ⅱ-1〉에 나타난 바와 같이 구성된다. 위원장을 제외한 당연직, 사용자, 근로자, 지역가입자를 대표하는 위원들은 기금운용위원회의 구성에서 대표성이 강조되고 있음을 보여주며, 관계 전문가는 '국민연금에 관한 학식과 경험이 풍부한 자'로 대표성이 없는 전문가이다.

〈표 Ⅱ-1〉 기금운용위원회의 인적 구성

위원장	- 보건복지부 장관
당연직 (5인)	- 기획재정부/농림축산식품부/산업통상자원부/고용노동부 차관 - 국민연금공단 이사장
위촉 (14인)	- 사용자 대표 위원 (3명): 사용자 단체 추천
	- 근로자 대표 위원 (3명): 노동조합을 대표하는 단체 추천
	- 지역가입자 대표 위원 (6명) : 농어업인 단체 추천 (2명) 농어업인 단체 외의 자영자 관련 단체 추천 (2명) 소비자 단체 및 시민단체 추천 (2명)
	- 관계 전문가 (2명): 국민연금에 관한 학식과 경험이 풍부한 자

국민연금기금은 '국민연금법' 제 102조에 따라 기금운용위원회에서 의결한 바에 따라 기금을 관리하고 운용하도록 되어 있으며, 위와 같이 구성된 기금운용위원회는 다음의 사항을 심의·의결한다.

① 기본적인 투자정책방향

② 전략적 자산배분

③ 기금운용 성과평가 및 성과보상에 관한 사항
④ 기금운용지침(투자정책서) 및 의결권행사지침
⑤ 위탁운용비중 결정
⑥ 중장기 및 연간 기금운용계획
⑦ 기금의 운용내역 및 사용내역
⑧ 시행령 제74조 제2항의 규정에 의한 이자율 결정에 관한사항
⑨ 그 밖에 기금의 운용에 관하여 중요한 사항으로서 운용위원회 위원장이 회의에 부치는 사항

기금운용 상의 중요한 의사결정이 기금운용위원회에서 이루어지는 만큼 이를 지원하기 위한 하부 위원회인 실무평가위원회가 존재하며, 이 두 위원회를 보좌하는 3개의 산하 전문위원회가 존재한다. 비교를 위해 〈표 Ⅱ-2〉에서는 실무평가위원회의 구성을 기금운용위원회와 병기하였으며, 전문위원회의 구성 및 주요기능은 〈표 Ⅱ-3〉에 나타난 바와 같다.

〈표 Ⅱ-2〉 실무평가위원회의 구성

구분		실무평가위원회	기금운용위원회
구성	위원장	보건복지부 차관	보건복지부 장관
	당연직	기재부, 농림부, 산업통상자원부, 노동부, 복지부 관련 국장	기재부, 농림부, 산업통상자원부, 노동부 차관 및 공단 이사장
	위촉직	사용자(3), 근로자(3), 지역가입자 대표(6) 및 관계 전문가(2)	사용자(3), 근로자(3), 지역가입자 대표(6) 및 관계 전문가(2)
	간사	연금재정과장	연금정책관
임기		위촉직 위원의 임기는 2년, 중임가능	위촉직 위원의 임기는 2년, 1차만 연임 가능
법률근거		국민연금법 제104조	국민연금법 제103조

〈표 Ⅱ-3〉 전문위원회의 구성

구분	의결권행사[1] 전문위원회	성과평가보상 전문위원회	투자정책 전문위원회
구성연도	2006	2007	2011
위원수	9인	12인	22인[2] (2018년 8월 기준)
위원구성	민간전문가	민간전문가	민간전문가
임기	2년	2년	2년
주요기능	주식의결권 행사관련 주요사항 결정	기금운용 성과평가 및 보상관련 주요 사안 검토	투자정책 자문

주1) 2018년 7월 30일 기금위, "국민연금기금 수탁자책임에 관한 원칙, 수탁자 책임 활동에 관한 지침 및 수탁자책임전문위원회 운영규정 제정(안)" 의결로 기존의 의결권행사전문위원회의 명칭을 수탁자책임전문위원회로 변경함

주2) 투자정책전문위원회는 위원장 1인과 관계전문가 등 총 20인 이상 40인 이하 위원으로 구성할 수 있음

사실상 기금운용위원회는 기금운용에 관한 모든 사항을 심의·의결할 수 있는 권한을 법적으로 부여받은 것으로 볼 수 있다. 기금운용위원회뿐만 아니라 보건복지부, 실무평가위원회, 전문위원회, 국민연금공단 등 기금의 운용에 관련된 모든 조직 및 구성원은 '국민연금기금운용지침'에서 정한 사항을 준수하여야 하는데 '국민연금기금운용지침'에서는 '기금운용 원칙'을 〈표 Ⅱ-4〉와 같이 명시하고 있다.

〈표 II-4〉 기금운용 원칙

수익성의 원칙	가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 한 많은 수익을 추구하여야 한다.
안정성의 원칙	투자하는 자산의 전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용되는 범위 안에 있도록 안정적으로 운용하여야 한다.
공공성의 원칙	국민연금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고, 기금 적립규모가 국가경제에서 차지하는 비중이 크므로 국가경제 및 국내금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용하여야 한다.
유동성의 원칙	연금급여의 지급이 원활하도록 유동성을 고려하여 운용하여야 하며, 특히 투자한 자산의 처분 시 국내금융시장 충격이 최소화되는 방안을 사전에 강구하여야 한다.
운용 독립성의 원칙	상기 원칙에 따라 기금을 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안 된다.

그러므로 기금운용위원회의 의사결정이 이 원칙에 부합하는지에 대한 점검 및 검토는 필수적이며, 기금운용위원회의 구성원들이 이를 올바르게 인식하고 있는지에 대해서도 살펴볼 필요가 있다.

한편, 연기금의 의사결정 체계는 연금 제도 도입 시기, 관리 및 운용 주체, 재정방식 등에 따라 다양한 형태를 띠고 있다. 국민연금기금운용위원회와 같이, 주요국 연기금도 일반적으로 연금을 관리·운용하기 위한 목적으로 최고 의사결정 위원회를 두고 있다. 그렇지만 각 연기금 최고 의사결정 위원회의 역할은 제도와 기금을 통합 관리하는지, 제도와 기금을 분리하여 관리하는지에 따라 역할 범위에서 차이가 존재하며, 경제·금융·투자 전문가 중심으로 위원회를 구성할지, 아니면 근로자·사용자 등 가입자를 중심으로 위원회를 구성할지에 따라, 전문성 중심 위원회, 대표성 중심 위원회라는 점에서 차이가 존재한다. 예를 들어 우리나라 국민연금과 같이 제도와 기금을 통합 관리하면서, 대표성을 중심으로 기금운용위원회를 구성하고 있는 연기금으로는 네덜란드 ABP와 미국 CalPERS의 사례를 들 수 있으며, 반대로 제도와 기금을 구분하여 관리하며, 전문성을 중심으로 기금운용위원회를 구성하고 있는 연기금으로는 일본의 GPIF와 캐나다 CPPIB의 사례를 들 수 있다.

〈표 Ⅱ-5〉 국민연금 vs. 주요 해외 연기금 의사결정 체계

구분		공적연금			직역연금	
		한국	일본[1]	캐나다	네델란드	미국
		국민연금	GPIF	CPPIB	ABP	CalPERS
기금성격		국민연금, 기초연금	국민연금, 기초연금	국민연금	공무원연금	캘리포니아州 공무원연금
정부		보건복지부	후생노동성	재무부	중앙은행	州정부
위원회	명칭	기금운용위원회	경영위원회	이사회	수탁자 위원회	관리이사회
	상설 여부	비상설	비상설, 합의제	비상설	준상설, 사무국 존재	비상설
	총원	20인	10인	12인	13인	13인
	위원 구성	당연직 6 사용자 3 근로자 3 지역가입자 6 관계전문가 2	경영위원 9명과 이사장 1명	경제 금융전문가	근로자 6, 사용자 6 의장(표결×) 1	선출직 6, 당연직 4, 지명직 3
	역할	기금운용관련 중요사항 심의, 의결 (투자정책 및 전략적 자산배분,성과평가 보상, 연간 기금운용 계획 등)	중기계획심의, 관리운용 감독	투자정책 및 운용전반, CEO 임명, 성과평가	연금재정관리 및 투자계획, 회계관리	보험료율, 자산배분, CEO 선출
	산하 위원회	실무평가위원회/ 수탁자책임전문 위원회/ 성과평가보상전문 위원회/ 투자정책전문위원회	거버넌스 위원회	투자위원회(이사회 전원) / 감사위원회 / 인적자원·보상위원회 / 지배구조위원회	기금정책위원회 /투자정책위원회 (관리이사회전원) /감사위원회/소청 심사위원회 /커뮤니케이션위원회/ 서비스수준협약 위원회 이외 사무국 존재	이사회 지배구조위원회 / 투자위원회(관리이사회 전원) / 재무·관리위원회 / 연금·보건·의료위원회 /성과보상·인재관리위원회 / 위험·감사위원회 / 1개 특별위원회
집행기구	명칭	국민연금 (기금운용본부)	GPIF (독립행정법인)	CPPIB	APG	CalPERS

주1) 최근(2017년 10월) 일본의 GPIF는 과거 이사장 1인에게 운영 방침 등 결정권이 집중되어 있던 독임제 의사결정 체계를 합의제로 개편하고, 위원장은 이사장을 제외한 경영위원 9인 중에서 장관이 임명함

자료 : 각 연기금 홈페이지 및 연차보고서

Ⅲ. 자료 및 연구내용의 구성

1. 자료 설명

여기서는 본 연구의 분석대상인 기금운용위원회의 공개 회의록[4]에 대해서 기초적인 사항들을 설명한다. 전술한 바 있듯이, 기금운용위원회의 운영규정에 따라 회의록은 예외적인 경우를 제외하고는 공개하도록 되어 있다. 중기자산배분과 관련된 사항의 결정이 대표적인 예외적 경우에 해당되는데, 다른 회의록들이 1년 후에 공개되는 데에 반해, 이 경우에는 4년 간 회의록이 비공개이며, 4년 후 회의록이 공개되더라도 구체적 수치 및 관련 자료 등은 확인할 수 없다. 또한 일부 회의록은 전체 논의과정 대신 토론요지만을 담고 있는 경우도 있는데 이는 분석과정에서의 제약사항으로 작용하였다.

본 연구에서는 보건복지부 및 기금운용본부 홈페이지에서 수집 가능한 2005년부터 2016년까지의 회의록을 대상으로 분석하였는데,[5] 이 기간 동안 기금운용위원회는 총 65회 개최되었다. 기금운용위원회의 운영규정에 따르면, 위원회는 연 4회 이상 개최되어야 하며, 그 외에 위원 1/3 이상의 요구가 있는 경우나 위원장이 필요하다고 인정하는 경우에 회의를 소집할 수 있다. 〈표 Ⅲ-1〉에 나타난 바와 같이 매해 4회 이상의 회의가 개최되었으며, 글로벌 금융위기 시기에는 다른 때에 비해 더 많은 회의가 개최되었음을 확인할 수 있다.[6]

---

4) 기금운용위원회의 회의록 기록의 형태는 속기사를 고용하여 발언 하나하나를 기록한 형태와 요약형태로 나누어진다. 어떤 회의는 요약형으로 공개되고 어떤 회의에서는 전체의 발언이 공개되며, 각 위원의 이름과 함께 발언들이 나열된다. 요약형이 아닐 경우 실제 발언이 그대로 회의록에 기록된 상태로 공개된다.

5) 2017년도에 개최된 회의와 관련된 회의록은 각 회의 시점에 따라 그 1년 후인 2018년 중에 공개된다. 따라서 본 연구에서는 2017년도 말까지 공개가 완료된 회의록만을 분석대상으로 삼았으며, 이에 따라 분석에 이용된 가장 최근의 회의는 2016년도에 개최된 마지막 회의이다.

〈표 Ⅲ-1〉 연도별 기금운용위원회 개최 횟수

연도	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16
개최 횟수	4	4	6	8	7	5	6	6	5	5	5	4

자료기간 동안 심의·의결된 안건은 총 143건이며, 보고안건은 전차 회의록을 포함하여 총 203건[7]이다. 평균회의 시간은 약 1.93시간이며, 평균적으로 심의·보고되는 안건은 약 5건으로 최대 7건까지 심의·보고가 이루어진 적이 있다. 의결안건을 의결사항에 따라 분류하면, 자산배분 관련 16건, 기금운용지침 관련 12건, 운용계획 및 운용계획 변경 관련 27건, 성과평가 관련 16건, 결산 관련 12건, 환헤지 관련 9건, 목표초과수익률 관련 7건, 위탁운용 관련 9건, 배당 및 의결권 관련 12건, 기금위를 비롯한 각종 위원회 관련 7건, 해외자원개발 관련 3건, 노후긴급자금 관련 5건, 기타 8건으로 나누어 볼 수 있다. 총 143건의 다양한 기금운용 관련 의결안건 중 약 91.6%가 원안의결[8]되었다.

하지만 공개된 회의록 내용을 통해, 의결 기준을 조금 더 세분화하여, 원안 의결된 경우, 조건(추후 보충 설명하겠다, 자료를 통해 보완 하겠다 등)을 전제로 원안 의결된 경우, 자구 수정 후 의결된 경우, 표결에 부친 경우, 재심의(다음 회의로 이연) 등 6가지로 구분하여, 그 비중을 살펴본 결과는 다음 〈표 Ⅲ-2〉와 같다.

---

6) 본 연구에서는 주요의제를 선정하고 이에 집중하여 논의과정을 분석하는 방식을 취하고 있기 때문에 기금운용위원회에서 안건이 논의되는 시기의 특성이 충분하게 고려되지 못하는 측면이 있다. 경제상황 혹은 정치적 변화를 바탕으로 자료 기간을 시기에 따라 구분하고, 기금위에서 논의되는 안건 및 그 논의과정 등이 시기에 따라 질적인 차이를 보이는지의 여부에 대한 파악에 기반하여 기금위의 논의과정을 파악하는 연구가 향후 이루어질 필요가 있다.

7) 이 중 현장보고가 이루어진 보고안건은 183건에 달한다.

8) 중기자산배분안에 대한 의결과 같이, 원안에 대한 찬반이 아니라 여러 선택 가능한 대안 중에서 하나를 선택하는 경우에도 원안의결로 간주하였으며, 자료 보완 등을 전제로 원안 의결한 경우, 표결에 부친 후 원안 의결된 경우 모두 원안 의결로 간주하였다.

〈표 Ⅲ-2〉 의결 구분 기준 및 각 의결별 비중

	횟수	비중
원안 의결	102	71.3%
조건부 원안 의결	27	18.9%
표결 후 원안 의결	2	1.4%
수정 의결	9	6.3%
재심의	3	2.1%
합계	143	100.0%

주1) 기금운용위원회 운영규정 제9조(의결방법과 절차)에 따라, 일반적으로는 위원장이 안건에 대한 이의 유무를 물어서 이의가 없다고 인정한 때에는 가결로 판단함. 그러나 이의가 있을 경우에는 표결하여, 가결·부결 여부를 판단함
주2) 반올림에 의한 단수차이 존재

2. 기초분석

의제별 분석에 앞서, 자료기간 동안의 공개 회의록으로부터 파악할 수 있는 사항들에 근거하여, 위원들의 회의 참석 및 회의 내에서의 발언에 대한 기초분석을 수행하였다. 이러한 기초분석은 기금운용위원회의 지원 혹은 개선방안을 모색하는 데에 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

가. 회의 출석률

회의에서 논의과정이 어떠했는지를 살펴보기에 앞서 구성원들이 회의에 충실하게 참석하고 있는지를 확인할 필요가 있다. 특히 기금운용위원회의 구성상 각 위원들은 대표성을 지니고 있으며, 이 대표성이 의사결정에 반영되는지의 여부가 중요하기 때문에 위원들의 출석은 실제 논의과정에서 의견을 제시했는지의 여부를 떠나서 중요성을 갖는다. 기금운용위원회의 운영규정에서는 위원이 타인에게 자신을 대리하여 운용위원회에 출석할 수는 없지만, 당연직 위원이 부득이한 사유로 회의에 출석

하기 어려운 사정이 있는 경우에는 해당기관의 차하위 직급에 있는 자를 대리출석하게 할 수 있다고 규정하고 있다. 이에 따라 대리출석의 경우에도 출석으로 간주하였으며, 자료 기간 동안 참여단체의 변경[9]이나 정부 부처의 개편[10] 등도 반영하여 출석률을 산출하였다. 다만, 위원직이 공석인 경우에는 이를 분모에서 제외하여 출석률을 계산하였으며, 위원장의 경우에는 출석 여부를 논할 필요가 없기 때문에 따로 제시하지 않았다.

〈표 Ⅲ-3〉에 제시된 단체별 출석률을 보면 기획재정부를 제외한 당연직 위원들의 출석률이 현저하게 저조한 것을 알 수 있다. 5~6%의 출석률이라는 것은 총 65회의 회의 중에 단 3~4회만 출석했음을 의미하는 것으로, 기금운용위원회가 비상설 기구라는 점을 감안하더라도, 이는 해당 부처의 당연직 위원들이 위원으로서의 책임을 방기한 것으로 볼 수 있다. 기금운용위원회의 위원 구성에 당연직 위원들이 포함되어 있는 것 역시 대표성을 위한 조치라고 볼 수 있다. 그러나 현실이 그 취지에 부합하지 않는다면 위원들의 출석에 대한 최소한의 가이드라인 혹은 제재를 통해 이를 해소할 필요성이 제기될 수밖에 없을 것이다. 위촉위원들의 경우에는 한국외식업중앙회를 제외하고는 모두 60%이상의 출석률을 보이고 있음을 확인할 수 있다.

9) 소비자단체의 경우에는 한국소비자단체협의회 / 대한YWCA연합회 / 대한주부클럽연합회 간 단체변경을 반영하였고, 시민단체의 경우에는 참여연대 / 한반도선진화재단 / 바른사회시민회의 간 단체변경을 반영하였다.

10) 기획재정부와 산업통상자원부의 경우, 자료기간 동안 부처 개편 등으로 인한 변화를 반영하였다.

〈표 Ⅲ-3〉 단체별 회의 출석률

소속		출석률
국민연금공단		98%
기획재정부		67%
산업통상자원부		5%
농림축산식품부		6%
고용노동부		6%
사용자 단체	전국경제인연합회	75%
	중소기업중앙회	72%
	한국경영자총협회	80%
근로자 단체	민주노동조합총연맹	89%
	한국노동조합총연맹	78%
	전국공공노동조합연맹	60%
농어업인 단체	농업협동조합중앙회	68%
	수산업협동조합중앙회	88%
농어업인 이외 단체	한국공인회계사회	85%
	한국외식업중앙회	39%
소비자단체 및 시민단체	한국소비자단체협의회	72%
	시민단체[11]	95%
관계 전문가	한국개발연구원	69%
	한국보건사회연구원	86%

가. 발언여부 및 횟수

회의 출석 여부와 논의과정에 참여했는지의 여부는 별개의 이슈이다. 그러므로 실제 출석한 위원들이 논의과정에 참여했는지를 살펴보기 위해 발언여부 및 그 횟수를 살펴보았다. 그런데 실제로 각 안건들이 심의·의

11) 노무현 정부(2003년 2월~2008년 2월) 시절에는 참여연대에서 시민 단체 위원을 추천하였고, 이후 2010년 6월 이명박 정부(2008년 2월~2013년 2월) 시절에는 한반도선진화재단에서 시민단체 위원을 추천하였다. 이후 박근혜 정부(2013년 2월~2017년 3월)에 해당하는 2013년 2월부터는 바른사회시민회의에서 시민단체 위원을 추천하였다. 이와 같은 시민단체의 변경 양상이 정권의 변화와 관련되어 있을 개연성이 있으며, 시민단체의 단체 변경이 가장 잦다는 것도 주목할 부분이다.

결되는 과정에서 논의과정 자체가 거의 없는 경우도 있고, 원안에 찬성하는 경우에는 발언을 활발하게 하지 않는 경우도 있을 수 있기 때문에 발언여부만으로 해당 위원이 논의과정에서 아무런 역할을 하지 않았는지의 여부를 판단할 수는 없다. 또한 발언 횟수가 많다고 해서 반드시 생산적인 논의에 기여했다고 보기에는 무리가 있다. 따라서 본 연구에서는 발언 횟수를 단순 카운트하는 방식을 지양하고, 〈표 Ⅲ-4〉와 같이 일정한 기준에 따라 기금위 위원들의 발언 수준을 불참, 발언 X, 단순발언, 유효발언, 핵심발언으로 구분하였다. 이러한 구분이 절대적이지는 않으나 일관된 기준에 의해 개략적으로 위원들의 발언의 정도에 대해 정량화했다는 점에서 의미가 있으며, 이를 통해 단체별 성향 등을 일부 파악할 수 있다는 점에서도 의의가 있다.

〈표 Ⅲ-4〉 기금위 위원들 발언 구분 기준

구분[1]	내용
불참 = -1	참석하지 않은 경우
발언 X = 0	참석했지만, 발언하지 않은 경우
단순발언 = 1	단순질문, 주제와 상관없는 발언 기금위 역할과 상관없는 발언 안건 내용을 파악하지 못한 경우
유효발언 = 2	안건 내용을 파악하고 발언하는 경우 다른 위원 발언에 대한 첨언 안건에 대한 지적 사항
핵심발언 = 3	의견 + 대안 제시 주장에 대한 논거 제시 전문적인 설명

주1) 편의상 불참은 “-1”, 발언 X는 “0”, 단순발언은 “1”, 유효발언은 “2”, 핵심발언은 “3”으로 수치화하였으며, 후절인 V장부터는 발언 구분을 간략하게 숫자로 표시함

이어 2005년부터 2016년에 해당하는 기간 동안, 앞서 제시된 5가지 발언 구분 기준에 따라 분류된 위원들 발언에 대한 기초통계량은 〈표 Ⅲ-5〉와 같다.

아래 〈표 Ⅲ-5〉에 제시되어 있듯이 지난 12년 동안 위원회의 평균 불참률은 30% 수준, 참석했으나 발언하지 않는 경우는 45% 수준, 단순발언(주제와 상관없거나, 기금위 역할과 관계없는 발언 등)은 7% 수준에 해당하며, 안건에 대해 발언하고 의견을 주장하는 경우 등 유의미한 내용을 담고 있는 발언(유효발언 + 핵심발언)은 14% 수준으로 나타났다.

〈표 Ⅲ-5〉 기금위 위원들 발언에 대한 기초 통계량

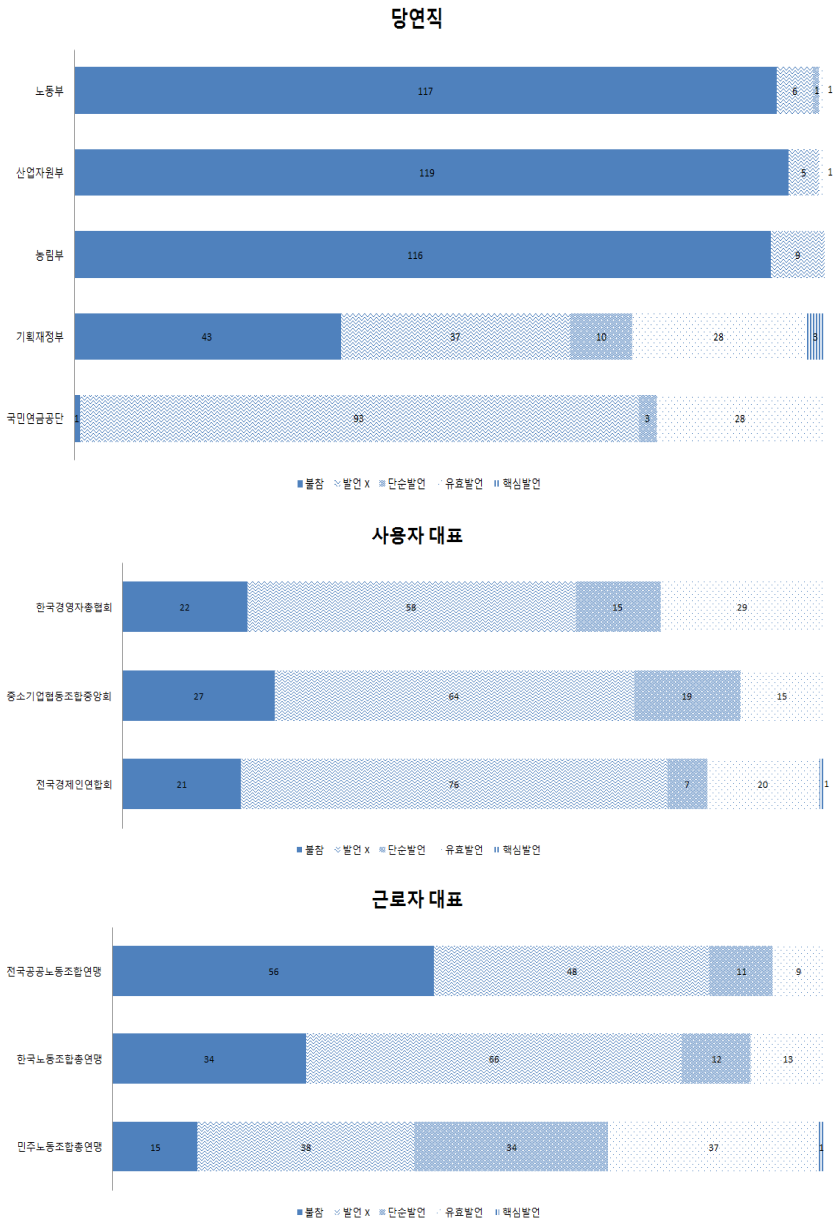
구분[1]		평균	중앙값	최솟값	최댓값
불참	= -1	33%	35%	0%	48%
발언 X	= 0	45%	45%	0%	86%
단순발언	= 1	7%	5%	0%	29%
유효발언	= 2	11%	10%	0%	60%
핵심발언	= 3	1%	0%	0%	15%
1+2+3		21%	20%	0%	60%
2+3		14%	10%	0%	65%

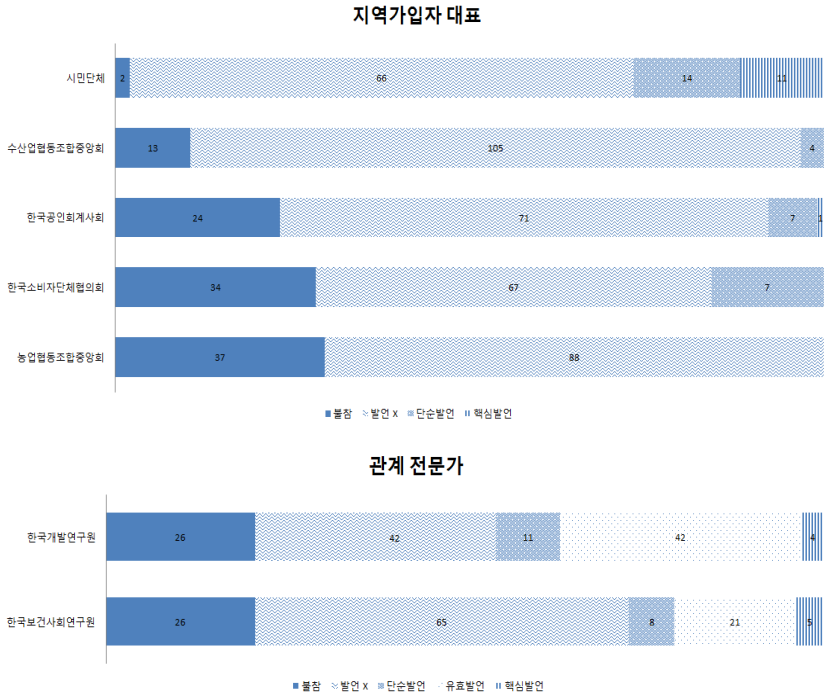
주1) 편의상 불참은 “-1”, 발언 X는 “0”, 단순발언은 “1”, 유효발언은 “2”, 핵심발언은 “3”으로 수치화함

이어 소속별 발언 특성을 확인하기 위해, 단체별 발언 구분과 발언 횟수를 다음 [그림 Ⅲ-1]과 같이 분석하였다[12].

12) 발언횟수를 병기한 것은 유의미한 발언을 실제로 한 횟수에 비해 전문적인 발언을 많이 하는 것처럼 해석될 수 있기 때문이다.

[그림 Ⅲ-1] 기금위 소속별 발언 구분 및 횟수





지난 12년 간 기금위 전체 안건에 대한 소속별 발언 특성을 살펴보면, 먼저 전체 단체 중에서 회의 참여도(불참 및 발언 X)가 가장 낮은 단체는 농림부와 농협중앙회로 나타났으며, 이어 산업통상자원부, 노동부 순으로 참여도가 낮은 것으로 확인되었다. 전체 단체 중 유의미한 발언(유효발언 + 핵심발언) 횟수가 가장 높은 단체는 한국개발연구원으로 나타났으며, 이어 한국보건사회연구원·참여연대, 이어 민주노동조합총연맹, 한국공인회계사회 순으로 유의미한 발언을 한 횟수가 높은 것으로 확인되었다. 그렇지만 이는 안건의 주제와 상관없이 전체 안건에 대한 발언 횟수를 단순 분석한 내용이기 때문에 소속별, 안건별 위원들 발언 특성을 정확하게 파악하기 어렵다. 이에 후절(Ⅴ. 주요 의제별 분석)에서 다시 의제별로 분류하여, 안건 특성이 다를 때 소속별 참여도나 발언 특성을 살펴보기로 한다.

3. 주요 의제 선정

본 연구에서는 기금운용위원회의 주요 의결 대상 중에서, 회의 횟수, 본 연구의 목적 등을 기준으로 분석할 의제를 선정하였다. 우선 기금운용위원회에서 다루어지는 의제들은 〈표 Ⅲ-6〉에 제시된 바와 같다.

〈표 Ⅲ-6〉 기금운용위원회에서 다루는 의제

구분	의결안	주요 의결 내용
지침	기금운용지침	기금의 운용목표, 투자정책 및 전략, 윤리기준 및 성과평가 기준
	의결권행사지침	의결권 행사 기준·방법·절차 등
	성과평가보상지침	기금운용 성과평가 및 보상의 기준
자산 운용 정책	중기자산배분	중기 자산구성비 목표
	연간기금운용계획	차년도말 자산구성비 목표
	환헤지 정책	환헤지 목표비율
	위탁운용정책	자산군별 위탁운용 목표비율
	벤치마크	자산군별 벤치마크 지수
	목표초과수익률	차년도 기금전체 초과수익 목표
성과 평가	기금운용성과평가	전년도 기금운용 성과평가 및 보상

이 중에서 본 연구에서는 중기자산배분, 환헤지 정책, 의결권 및 배당, 위탁운용, 목표초과수익률과 관련된 안건들을 연구대상으로 정하였다. 운용계획, 성과평가, 결산 등의 안건은 다양한 이슈들이 관련됨에 따라 주제가 일관되지 않고, 안건의 내용 및 수치에 대한 질의 등이 논의과정에서 차지하는 비중이 상대적으로 높아서, 논의 분류가 적당치 않다고 판단하였다.[13] 반면 선정된 주제들은 안건과 실제 논의 내용이 대부분

13) 사실상 기금운용위원회는 기금운용 관련 중요한 사항에 대한 최고의사결정기구이므

일치하여 위원들의 논점을 파악할 수 있으며, 위원회의 위험성향, 대표성과 전문성에 대한 고찰, 독립성 이슈 등을 다루기에 충분한 주제들이라고 볼 수 있다. 마지막으로 방대한 양의 발언들을, 특히 구어체를 파악하면서 읽어보고 요약하는 과정 및 논점을 파악·분류하는 과정 등에는 상당한 시간이 소요된다. 즉 시간 제약도 있어 모든 주제들을 조사할 수 없다는 연구의 한계를 미리 밝힌다.

4. 연구내용의 구성

본 연구에서 총 5가지의 의제를 다루고 있으며 각 의제별로 파악해야 할 사항이 방대하므로, 본 절에서는 연구내용의 구성 및 이러한 구성방식을 적용한 이유를 제시하고자 한다.

논의과정을 파악하고 이에 대해 분석하기 위해서는 선정된 의제별로 관련 안건들을 모으고, 의제 자체뿐만 아니라 각 회의에서 논의된 안건의 내용에 대해 파악할 필요가 있다. 그 후 공개 회의록을 통해 논의사항을 파악하며, 안건별 논의사항을 토대로 위원들의 발언내용에 근거하여 주요 논점을 선정한다.[14] 이를 기준으로 단체별로 어떤 입장을 보이고 있는지를 정리하고, 논의 과정 및 단체별 입장을 바탕으로 해당 의제에 대해 분석을 진행하는 것이다.

각각의 의제가 모두 이러한 순서로 연구되는 상황에서, 의제별로 분석을 구분하기보다는 '안건의 내용 및 논의사항과 주요논점'에 대해 기술하는 Ⅳ장 (주요의제별 회의 주요 논점)과 '단체별 발언 및 논점에 대한 입장과 분석'을 제시하는 Ⅴ장(주요의제별 분석)으로 구분한 것은 본 연

로, 기금운용위원회에서 논의되는 의제 중 사소한 것은 없으며, 본 연구의 목적과 현실적 여건 하에 분석의제가 선정된 것이다. 분석의제로 선정되지 않았다는 것이 해당의제가 중요하지 않다는 의미가 아님을 분명히 밝혀둔다.

14) 안건별 논의사항으로부터 주요 논점을 선정한다는 것은 분석의 중심요소를 위원들의 실제 발언으로부터 도출하겠다는 의미이며, 분석과정에서의 자의성을 최대한 배제하기 위한 노력이라고 볼 수 있다.

구의 정성적 측면을 감안하기 위함이다. Ⅳ장의 내용은 연구자의 주관이 개입될 여지가 협소한 반면, Ⅴ장은 의제에 대한 분석을 다루고 있기 때문에 연구자의 판단이 개입될 수밖에 없기 때문이다. 연구의 정성적 측면을 고려하여 이를 최대한 구분하였으며, 이러한 단계별 구성 하에 각 장에서 5가지의 의제를 다루었다.[15]

15) 본 연구에서는 연구자의 주관 개입의 정도에 따른 단계별로 장을 구분하고 있기 때문에, 연구내용이 의제별로 연결된 상태로 제시되지 않는다. 그러므로 본 연구에서 다루는 5가지의 의제 중 특정의제에만 관심이 있는 경우, 예를 들어 중기자산배분에 관심이 있는 경우라면 Ⅳ장의 1절과 Ⅴ장의 1절만 읽는 등의 방식을 취하는 것이 효율적이다.

Ⅳ. 주요의제별 회의 주요 논점

본 장에서는 주요의제별 논의과정을 분석하기 위한 사전 단계로, 각 의제별로 회의 주요 논점을 파악하는 데에 초점을 맞춘다. 어떤 논의를 주요 논점으로 볼 것인지는 실제 위원들의 발언을 기준으로 판단함으로써 분석의 범위를 명시적으로 논의가 이루어진 사항으로만 한정하였다. 이와 관련하여, 해당 의제의 논의배경이나 현황 혹은 주요 경과 등 회의상에서 관찰되는 주요 논점을 정리하는 과정에서 필요한 사항들을 파악하는 작업이 선행될 필요가 있다. 이를 위해 본 장은 각 분석의제마다 필요한 배경 지식을 정리한 후에 시간의 흐름에 따라 관련 회의에서 제기된 내용들을 정리하고 이로부터 회의 주요 논점에 대해서 살펴보는 순서로 구성되어 있으며, 각 의제별로 논의의 성격 등이 상이하므로 세부적인 기술과정에는 이러한 차이가 반영되었다.

1. 중기자산배분

국민연금기금은 '06년부터 중장기 포트폴리오 구성을 위해 매년 향후 5년간의 중기자산배분계획을 수립 중에 있다. 국민연금기금뿐만 아니라 해외 유수의 연기금들 역시 중장기적인 관점에서 전략적 자산배분을 시행하고 있으며, 실제 기금의 성과의 대부분을 좌우하는 것이 전략적 자산배분인만큼 이와 관련된 의사결정은 기금운용위원회의 주요 의결사항 중 하나이다.

중기자산배분과 관련하여 회의록은 4년간 비공개가 원칙이며 관련 자료들 역시 공개되지 않는다. 이에 따라 자산배분 양상의 구체적 변화와 관련 논의과정을 유기적으로 연계하여 살펴보는 데에는 자료상의 제약으로 인한 한계가 존재함을 미리 밝혀둔다.

가. 자산배분체계

보건복지부, 국민연금연구원, 기금운용본부가 TFT를 구성하여, 중기자산배분 정책의 수립 및 관리, 전략적 자산배분안 마련, 연간 자금운용 및 전술적 자산배분안 마련 등에 대해 논의한다. TFT에서 국내 및 글로벌 경제전망, 자산군별 벤치마크 및 기대수익률, 목표수익률의 설정, 정책조건, 자산배분모형의 적용 등 자산배분계획 수립에 필요한 각 요소들에 대한 검토가 이루어지는데 주요사항은 다음과 같다.

- 배분모형 : 다양한 자산배분모형이 존재하는 가운데, 각 모형들의 장단점을 비교한 결과에 근거하여, 평균-분산 모형 (Mean-Variance Model)을 적용해오고 있음

- 자산군 분류체계: 국내주식, 국내채권, 해외주식, 해외채권, 대체투자의 5개의 자산군을 대상으로 자산배분이 이루어짐

- 정책조건 : 특정자산에 대한 쏠림현상을 방지하고 정성적 요인을 자산배분과정에서 고려하기 위해 '06년부터 정책조건이 설정되었는데, 해외 최소투자비중에 대한 정책조건은 2014년에, 해외주식 대비 국내주식 비중에 대한 정책조건은 2015년에 폐지되었고, 현재는 대체투자 비중에 대한 정책조건만 남아있음

- 위험지표 : Shortfall risk를 기준으로 위험지표가 설정되어 있으며, 5년간 누적수익률이 5년간 누적물가상승률을 초과하지 못할 가능성을 15% 이하로 제한함 ('13.12월에 5차 기금운용위원회에서 shortfall risk를 10%에서 15%로 상향하는 것이 의결됨)

TFT에서 복수의 중기자산배분(안)이 도출되면, 이 안건이 투자정책전문위원회, 실무평가위원회의 심의를 거쳐 최종적으로 기금운용위원회에 상정되며, 기금운용위원회에서 향후 5년의 기간에 대한 중기자산배분(안)을 심의·의결한다.[16]

나. 안건별 논의사항

본 연구에서는 다음의 회의들에서 관찰된 논의내용에 근거하여 중기자산배분과 관련된 회의 주요 논점을 파악하였다. 논의과정에 대한 이해를 돕기 위해 의결안건의 제목을 제시하였는데, 중기자산배분의 경우 관련 자료가 비공개이므로 회의 관련 안건 내용의 제시는 공개 자료로부터 확인이 가능한 사항으로만 한정하였다. 이와 함께 단체별 주요논의사항을 정리하면 다음과 같다.

[2006년 2차]

- 『국민연금 기금운용 중기 자산배분(안)』과 『2007년도 국민연금기금운용계획(안)』이 동시에 심의됨
- (논의 내용) 기획예산처는 중기자산배분안과 2007년도 계획안 간 방향성의 차이를 지적하고, 현실적 어려움이 있는 것은 이해하지만 전술적 허용범위 내에서 이를 조정할 수 있는 상황에서 전략적 자산배분안에 부합하지 않는 방향으로 2007년도 계획안이 수립된 것에 대한 설명을 요구함. 관련하여 위원장이 위원과 실무진 간의 입장을 조율하고 수립된 중기자산배분안을 준수하려는 의지의 필요성에 공감하며 2007년도의 계획안을 중기자산배분계획에 맞추는 방향으로 하겠다고 밝힘. 참여연대는 지난 간담회와 관련, 국내주식시장 점유율이 두 배 이상 증가하는 것에 대한 근거자료를 요청하였

16) 중기자산배분(안)은 매년 상반기 (5월 경) 중에 기금운용위원회에서 논의된다.

고 기금이 시장에서 차지하는 비중과 관련하여 유동성 위험 등에 대한 설명 등이 기금위에 제시되지 않았음을 지적함. 이에 위원장은 점유율 산정의 방식에 대해 설명하였고, 유동성 위험, 연금사회주의 논란 및 의결권 행사와 관련된 간담회를 개최할 의향을 밝힘. 수정안으로 의결

[2007년 2차]
- 『국민연금기금 중기(2008~2012) 자산배분(안)』이 상정됨
- (참고) 실무위에서는 2안으로 심의
- (논의 내용) 농업협동조합중앙회는 해외주식의 증가를 우려하였으며, 관련하여 전문 인력 양성에 대한 준비상황을 질의함. 한국경영자총협회는 기금의 규모에 걸맞은 인력과 지원 시스템 및 인센티브 체계를 갖출 필요성을 제기함. 한국개발연구원은 간담회 등을 통해 해외연기금의 사례(운용체계, 거버넌스 등)를 파악할 필요가 있으며 이를 참고하여 발전방향을 만들었으면 좋겠다는 의견을 제시함. 기획예산처는 실질경제성장률 전망치를 다른 기관들과 맞추어 일관성을 확보할 필요성을 제기함. 위원장은 자료의 대외보안을 당부하고 한국개발연구원에서 제시한 간담회와 같은 공론화 기회를 만들겠다고 함. 원안 의결됨 (여기에서의 원안의결은 실무위 심의안을 의미)

[2008년 3차]
- 『국민연금기금 중기자산배분(안)』이 상정됨
- (참고) 실무위는 2안으로 심의되었으며 기금위 회의 이전에 간담회도 개최되었음
- (논의 내용) 한국개발연구원은 주식비중의 증가 및 목표수익률 등 중기배분이 전반적으로 바람직하다고 평가함. 위원장은 실무위의 합의와 간담회를 언급하며 다른 특별한 의견이 없으면 의결을 진행

하려 하였는데, 민주노동조합총연맹은 실무위에서 다수가 동의했을 지는 모르나 해당 단체측 추천 실무위원은 많은 문제를 제기하였다고 언급하며, 기금의 안정성 측면에서 위험자산 비중의 증가에 대한 우려를 제기하고 5년 후의 자산배분안을 지금 기금운용위원회가 확정적으로 운용하는 것에 대해 문제를 제기함. 이에 위원장은 매해 조정이 이루어진다고 발언함. 원안 의결됨

[2008년 6차]

- 『2008년 기금운용계획 변경(안) 및 향후 기금운용방향』이 상정됨
- (논의 내용, 중기배분과 직결되는 논의만 정리) 민주노동조합총연맹에서는 국내주식 포함, 위험자산 비중의 장기적 축소를 주장하였고 중기배분 TFT 구성과 관련하여 구성원에 대한 기금위의 심의를 건의하였으며 가입자대표가 어떤 형태로든 참여하여 의견을 제시할 수 있으면 좋겠다고 발언함. 보건사회연구원은 외환위기 이후 외국투자자들에 의해 국내금융시장이 크게 영향 받는 상황을 지적하며 현재 해외자본이 빠져나가는 상황에 대해 수익성이나 안정성 측면, 주식투자비율에 대한 우려보다는 국민경제적 관점에서 기금의 역할을 고민할 필요가 있다는 의견을 제시함. 참여연대는 기금의 주식시장 내 비중에 대한 우려를 제기하고 관련하여 진행 중인 연구에 대한 결과보고를 요청함

[2009년 3차]

- 『2010~2014년도 국민연금기금 중기자산배분(안)』이 상정됨. 회의록에 기술된 간사의 안건 설명에 따르면, 1안은 2안에 비해 목표수익률이 높은데 이를 달성하려면 기금운용지침을 개정하여 현행 위험한도를 확대해야 하고, 해외채권의 기대수익률이 상대적으로 낮으므로 해외투자 확대 관련하여 해외주식을 보다 늘렸으며, 대체투자로

의 쏠림현상으로 인해 적절한 비중을 배정할 필요가 있으므로 여건상 실현가능한 최대수준을 제안함. 금융위기로 인한 불안정한 상황이 지속되므로 시장 안정 시까지는 위험자산의 급격한 증가는 지양하되 단기적으로는 허용범위 내에서 탄력적으로 대응할 것이며, 향후과제로 부채를 고려한 자산배분을 언급하며 관련 용역이 진행 중이고 이를 중기배분에 반영할 계획이라고 밝힘

- (참고) 실무위에서는 2안이 다수안으로 심의됨
- (논의 내용) 한국노동조합총연맹은 경제성장률과 물가상승률의 전망치가 낙관적이라는 의견과 함께 위험한도의 변경보다는 2안이 맞는다고 주장함. 민주노동조합총연맹 역시 전망치가 낙관적이라는 것에 공감함. 한국경영자총협회는 물가상승률과 관련하여 CPI의 고평가를 우려하였으며 한국개발연구원은 전망치가 그렇게 낙관적이라고 보지 않으며 중기전망에 CPI를 활용하는 것은 일반적일 뿐만 아니라 5년 계획을 매년 조정한다는 점을 언급하였으며, 조정치 결정기준의 필요성을 제기하고 해외투자증가 국면에서 환율에 대한 예상 및 국민연금기금운용 공사설립 법안에 대해 질의함. 민주노동조합총연맹은 대체투자가 실제 가지는 위험에 비해 목표비중이 너무 높은 것은 아닌지에 대한 우려를 표명함. 전국경제인연합회에서는 조정치에 대한 설명의 필요성 및 자산배분안 도출과 관련된 전반적인 사항에 대해 위원들에게 구체적으로 전달할 필요성을 제기하였고 자산배분 프로세스와 관련된 설명 및 자료를 요청하였으며, 조정치의 급격한 하향의 이유를 질의함. 국민연금공단은 목표설정은 가이드라인에 대한 하나의 개념으로 이해할 필요가 있다고 발언하고 구체적 사항에 대한 별도보고를 제안함. 전국경제인연합회는 실무적, 전문적 내용에 대한 설명의 요청이라기보다는 위원들에게 검토결과 위주로 보고하는 방식보다는 검토된 사항 및 관련논의 등 단계적으로 관련 내용을 전달하여 의사결정에 고려할 수 있게 해줄

필요성을 제기한 것이라고 부연함. 기획재정부는 예외적 상황을 일반화하는 것은 적절하지 않다는 의견을 제시하였으며, 한국개발연구원은 목표수익률은 산출하는 것이 아니라 설정하는 것이라는 의견을 제시함. 원안 의결됨

[2010년 2차]
- 『국민연금 기금운용 중기(2011~15년) 자산배분(안)』이 상정됨
- 실무위에서는 1안으로 심의
- (논의 내용) 한반도선진화재단에서는 1안과 2안이 거의 차이가 나지 않는 상황에서 2안의 역할이 1안의 채택을 위한 구색 맞추기로 보임을 지적하며, 방향의 차이가 있는 대안들에 대한 선택의 필요성을 제기하였고 제약조건의 경직성 및 모델실패의 우려를 제기함. 국민연금공단은 1안과 2안의 목표수익률 차이는 작지만 자산배분상의 시사점 측면에서는 적지 않은 차이가 있다는 의견을 제시하였으며 민주노동조합총연맹 역시 자산배분상의 차이에 공감하였고 추가로 대체투자의 기대수익률이 과다하게 설정된 것은 아닌지 의문을 제기함. 한국개발연구원은 중기자산배분은 5년 단위로 큰 방향을 결정하는 것이므로 안건의 방향성에 초점을 둘 필요 및 전망치 사용 시 관련 전제사항들을 염두에 둘 필요가 있음을 언급하였고, 논의 시작 전에 실무위 논의사항에 대해 설명해줄 것을 요청함. 위원장이 실무위 논의사항에 대한 설명을 요구하여 보건복지부에서 답변함. 한국경영자총협회 (당연직위원이 아닌 경우 대리출석은 기금운용위원회의 운영규정상 불가하지만, 회의록의 참석위원 명단에는 대참으로 기록되어 참석한 것으로 간주되어 있음)는 적립금의 측면에서 1안과 2안의 차이를 질의하였고, 한국보건사회연구원은 목표수익률이 변화해도 국내주식비중 등이 변동하지 않는지 질의함. 한반도선진화재단은 다양한 가정/모형에 의한 분석 및 그에 기반을 둔 논의의

필요성 및 보다 큰 틀에서 논의되어야 할 문제들에 비중을 두어 회의를 진행할 필요성을 제기하였으며, 국민연금공단은 이에 공감하는 의견을 밝힘. 위원장은 원안의결을 선언하고, 차기에 이와 같은 제안을 반영하겠다고 언급함

[2010년 4차]

- 『포트폴리오 리밸런싱 및 투자허용범위 설정개선(안)』이 상정되었으며, 비용으로 인하여 리밸런싱 방식을 범위 리밸런싱으로 변경하자는 것이 안건의 내용임
- (참고) 실무위는 2안으로 심의 (1안과 2안의 차이는 범위 리밸런싱 관련 수치적으로 얼마의 범위를 줄 것인지에 따른 것이며, 1안은 ±3%, 2안은 ±2%임)
- (논의 내용) 민주노동조합총연맹에서는 밴드 설정이 불가하다는 입장은 아니지만 SAA를 벗어남으로 인해 안정적 자산배분에 어려움이 생길 우려 및 밴드 설정에 따른 다른 문제도 있을 수 있다는 의견을 제기하였고, 국민연금공단은 기금이 시장에서 차지하는 비중이 절대적이기 때문에 연말 목표치 등이 한 점으로 설정되면 운용상 부담이 가중되는 측면이 있음을 언급하며 운용 효율성 제고의 관점에서 이 안건에 대한 실무평가가 이루어졌다고 부연함. 중소기업중앙회에서는 SAA 목표비중을 달성하기 위한 전술적 차원의 리밸런싱인지 투자비중만을 맞추기 위한 리밸런싱인지에 대해 질의하였고, 수익률 달성을 위한 리밸런싱이 아니라 주어진 자산배분을 맞추기 위한 리밸런싱에 대해서는 의문을 제기함. 전국공공노동조합연맹에서는 리밸런싱과 관련하여 제시된 자료의 산출방식 및 분석결과 존재여부에 대해 질의하였으며, 보건사회연구원에서는 전체 허용범위가 불변이면 더 효율적인 방식으로 변화하는 것이라는 의견을 제시함. 한반도선진화재단에서도 범위 리밸런싱이 더 적합하다는 데에

동의함. 위원장이 범위 리밸런싱의 효율성에 대해 의견이 모아진 것으로 정리하고 원안의결을 선언하려고 하였는데, 간사가 이 안건은 두 가지 안이 제시된 상황이므로 이 중에 어떤 것으로 의결할지 결정해야 한다고 발언함. 전국공공노동조합연맹은 처음 해보는 것이므로 보수적인 2안에 동의한다는 입장을 표명하였고 위원장은 이견이 있는지 묻고 2안으로 범위를 설정하고 원안의결함

[2011년 3차] 토론 요지
- 『국민연금기금 운용 중기(2012~2016년) 자산배분(안)』이 상정됨
- 회의록에는 '본 안건은 대외비로 관리하고 회의록에도 논의 주제 및 대상과 결과에 대해서만 정리키로 함'이라고 명시되어 있음
- 실무평가위원회에서 하나의 안으로 정리를 해야 한다면 제1안으로 정리하되, 제1안과 제2안을 지지하는 위원수가 엇비슷하므로, 기금운용위원회 보고 시에는 논의 경위 및 내용과 더불어, 제2안의 입장을 함께 보고토록 함
- 기금위에서는 2개의 안에 대해 심의한 결과 표결을 거쳐 제2안으로 의결함. (총 14인의 출석위원 중 5인이 제1안에 찬성, 8인이 제2안에 찬성, 1인이 기권하여 재적위원 과반수 출석, 출석위원 과반수 찬성으로 제2안 의결)
- 기금운용의 안정성과 위험성, 해외주식 투자 확대 및 운용여건, 투자다변화 등 기금운용 정책방향과 채권시장의 전망 등을 중심으로 논의

[2012년 2차] 토론 요지
- 『국민연금기금 운용 중기(2013~2017년) 자산배분(안)』이 상정됨
- 회의록에는 '본 안건은 대외비로 관리하고 회의록에도 논의 주제 및 대상과 결과에 대해서만 정리키로 함'이라고 명시되어 있음

- 2안으로 의결되었으며 투자다변화 및 해외투자 확대라는 기금운용 정책 기조의 유지 및 국내채권에 집중된 배분비중 완화 등을 중심으로 논의
- 한국노동조합총연맹, 전국공공노동조합연맹, 민주노동조합총연맹에서는 기금운용의 안정성을 강조하였고 대체투자 관련 인력 및 인프라 준비 상황을 고려할 필요가 있다는 의견을 제시함

[2013년 2차]

- 『국민연금기금 운용 중기(2014~2018년) 자산배분(안)』이 상정됨. 목표수익률을 6.1%로 설정하고, 2018년도의 자산배분(안)은 국내주식 20%, 해외주식 13%, 국내채권 49%, 해외채권 4%, 대체투자 14%로 정하며, 2018년까지 연도별로 점진적 이행 계획을 수립하는 것을 주요내용으로 함
- (참고) 국민연금법 103조의2(운용위원회의 회의록) 제2항[17]에 따라 4년이 지난 후에 해당 안건의 회의록을 공개하기로 의결
  * 이에 따라 해당안건을 제외한 전체회의록은 회의개최일로부터 1년이 지난 2014.6월에 기공개되었으며, 해당안건 관련 회의록은 2017.6월에 공개됨
- (논의 내용) 민주노동조합총연맹은 국내주식 상대비중 1.5배 이상에서 국내주식비중 20%로 개선할 때 자산배분과 특성치의 변화 및 정책조건 변경과 해외채권 비중 간의 관련성에 대해 질의함. 바른사회시민회의에서는 해외주식 및 채권과 관련하여 모델의 결과와 달리 기존의 비율을 동일하게 유지하는 것에 대한 의문을 제기하였으며, 한국공인회계사회에서도 해외채권의 투자비중에 대한 의문을 제

17) 위원장은 회의의 개최일로부터 1년이 지난 후에 회의록을 공개하여야 한다. 다만, 기금운용 업무의 공정한 수행에 지장을 초래하거나 금융시장 안정에 영향을 미칠 우려가 있는 안건의 경우에는 운용위원회의 의결을 거쳐 회의의 개최일로부터 4년이 지난 후에 해당 안건의 회의록을 공개하여야 한다.

기함. 중소기업중앙회는 저성장 기조에서 채권비중 60%로 운용하면 수익을 얻기가 힘듦을 지적하고 고갈시점까지 적극적으로 수익을 추구할 필요성을 제기하고 대체투자도 더 늘리는 등 중기자산배분에서 안정성만을 중시하지 말 것을 제안함. 전국경제인연합회는 배분안에 대해 위원들 간 이견이 많지만 다음에 논의해서 반영하겠다는 식으로 계속 반복되어 온 것을 지적하였으며, 관련하여 제약적인 정책조건에 대한 논의 등 향후 논의와 관련한 일정을 명확하게 제시할 필요성을 제기함. 민주노동조합총연맹은 해외투자, 특히 대체투자에 대한 상당한 우려를 표명하며 대체비중의 증가와 관련해서는 인프라 및 인력 보강이 선행되어야 한다는 의견을 제시함. 한국보건사회연구원은 현재 자산배분모형의 한계를 지적하고 모형의 검토 이전에 정책조건 검토가 필요하다고 주장함. 기획재정부는 전반적인 연금자산구성의 문제가 어느 방향으로 가야 하는지와 관련, 지향점이 없음을 지적하였고, 전국공공노동조합연맹은 위원들이 판단에 참고할 수 있도록 중기자산배분 변경현황과 더불어 전체수익률 이외에 항목별 수익률 자료를 추가제공해줄 것을 요청함. 중소기업중앙회는 채권금리 하락시에 오히려 채권비중이 증가하는 것과 관련, 모델의 내재적 문제점을 지적하며 대안 마련의 필요성을 제기함. 기금운용본부에서는 현재 중기자산배분 컨설팅을 진행중이며, 충분히 검토한 후 위원회에 보고하겠다고 답변함. 원안의결됨

[2013년 5차]

- 『국민연금기금 중기자산배분체계 개선(안)』[18]은 기금운용위원회에서 현행 체계가 기금운용 규모 및 투자환경의 변화를 수용하기 어렵다

18) 이 안건은 4번째 의결사항으로 이 안건의 논의가 시작될 때 위원장이 국회 예결위 본회의 참석으로 인해 불가피하게 자리를 비우게 되어 규정에 따라 공익대표로 온 한국개발연구원/한국보건사회연구원 대표위원 중 한 명에게 회의 진행을 부탁하였고, 한국보건사회연구원 대표위원이 회의를 진행하였다.

고 지적하고 중기자산배분체계 개선을 권고한 것에 대해, 2012년 9월부터 머서 투자자문과의 컨설팅을 통해 제안 받은 사항을 바탕으로 하는데, 자산배분체계의 핵심사항인 위험한도 및 정책조건의 개선을 주요 내용으로 함

- 위험한도 개선(안)은 현행 위험한도 수준을 상향조정하고 극단손실을 고려하는 보조지표를 추가하는 1안과 신규위험지표로 기대수익률 괴리도를 도입하는 2안을 주요 내용으로 함
- 정책조건의 경우 국내주식 상대비중 1.5배 이상은 국내주식 기준비중 20%로, 해외투자 최소비중 15% 이상은 삭제, 대체투자 비중은 현행을 유지하는 안이 제안됨

- (참고) 국민연금법 103조의2(운용위원회의 회의록) 제2항에 따라 4년이 지난 후에 해당 안건의 회의록을 공개하기로 의결
  * 이에 따라 해당안건을 제외한 전체회의록은 회의개최일로부터 1년이 지난 2015.1월에 기공개되었으며, 해당안건 관련 회의록은 2018.1월에 공개됨
- (참고) 투정위에서 위험한도는 1안으로 심의되고 정책조건에 대해도 원안심의되었으며, 실무위에서도 동일하게 심의되었으나 위험한도 상향에는 신중할 필요가 있다는 논의도 있었음
- (논의 내용) 한국개발연구원은 국내 금융시장의 흡수 능력에 대한 우려를 근거로 해외투자 비중의 증가가 불가피하며 관련하여 위험한도의 상향 역시 타당하다는 의견을 제시함. 민주노동조합총연맹은 안정성을 강조하며 위험을 증가시키는 방향에 대한 우려를 표명하였고, 한국노동조합총연맹은 정무적 판단이 더욱 중요하며 모형 변경 여부뿐만 아니라 변경시기의 선택도 중요한데 지금은 적절하지 않다는 의견을 제시함. 또한 반대의견이 있어도 원안의결되는 경우 반대 의견을 적시해줄 것을 요구함. 수산업협동조합중앙회는 전반적으로 동의하는 입장을 표명하고 보조지표 활용에 관해 질의

함. 한국공인회계사회는 안정성만을 강조하기보다는 수익성의 추구가 필요하다고 발언하였으며, 바른사회시민회의는 개별 투자 건의 리스크 관리 체계에 대한 보완의 필요성을 제기함. 지식경제부는 수익성 추구를 위해 글로벌 포트폴리오를 구성한다고 할 때 기대수익률이 국내주식에 비해 더 낮은 상황에 의문을 표했고 실무진에서는 국내주식의 변동성이 높기 때문이라고 답하였으며 이에 자료에 변동성이 표기되어 있지 않았음을 언급하며 수긍함. 전국경제인연합회는 현재의 전제조건과 다른 상황이 되었을 때에도 지금 제안된 내용들이 안정적인지에 대한 우려를 표명하였고 한국노동조합총연맹은 불확실한 국제금융환경에서 해외위험자산에 대한 투자비중을 늘리는 것에 대한 문제제기를 함. 한국소비자단체협의회는 국내주식비중이 20%일 때 시장 내 기금의 비중을 질의하였고 중소기업중앙회는 수익성을 강조하였으며 위험한도 관련 1안을 기본으로 하되 2안을 보조적으로 활용하는 것이 가능한지 질의함. 위원장은 충분한 논의가 되었다고 정리하고 특별한 대안이 없으면 원안대로 의결할 것을 제안. 원안의결됨

[2014년 2차]

- 『국민연금기금 운용 중기(2015~2019년) 자산배분(안)』이 상정됨. 목표수익률을 5.8%로 설정하고, 2019년도의 자산배분(안)은 국내주식 20%, 해외주식 16%, 국내채권 46%, 해외채권 4%, 대체투자 14%로 정하며, 2019년까지 연도별로 점진적 이행 계획을 수립하는 것을 주요내용으로 함
- (참고) 국민연금법 103조의2(운용위원회의 회의록) 제2항에 따라 4년이 지난 후에 해당 안건의 회의록을 공개하기로 의결
  * 이에 따라 해당안건을 제외한 전체회의록은 회의개최일로부터 1년이 지난 2015.6월에 기공개되었으며, 해당안건 관련 회의록은

2018.6월에 공개됨

- (논의 내용) 한국소비자단체협의회에서는 해외기획단의 구성, 운영 및 역할에 대해 질의하고 일반소비자들이 브라질이나 베트남 등의 해외채권으로부터 손해를 보는 것을 언급하며 해외투자를 늘리는 것에 대한 보수적 입장을 피력하였으며 해외연기금이 국내시장에 진출해서 이득을 많이 보는지를 질의함. 위원장은 목표수익률 관련 조정치가 어떻게 산정된 것인지 질의함. 한국보건사회연구원은 기금규모의 성장을 고려할 때 자산배분 과정에서 거시경제 및 금융적인 영향을 고려할 필요가 있음을 언급하였고 1안에 동의한다는 입장을 표명함. 바른사회시민회의 역시 1안에 찬성하였고, 목표수익률과 관련하여 조정치 산정에 대한 근거의 필요성을 제기함. 한국노동조합총연맹에서는 원안대로 가는 것이 맞다고 보지만, 경제전망치가 너무 낙관적인 것은 아닌지에 대한 의문을 제기하였고 국민연금의 사회적 역할의 축소에 대한 우려를 표명하였으며 해외주식투자 확대에 따른 기금운용본부의 역량 강화방안의 마련을 촉구함. 위원장은 1안으로 의견 준 위원들이 있으나 기금위에는 단일안으로 상정되었음을 언급하고 원안의결함

다. 회의 주요 논점

위에 정리된 안건별 논의 사항으로부터, 국민연금의 자산배분에 대한 이해의 부족에서 기인하거나 국민연금의 해외채권 포트폴리오에 대한 이해의 부족 및 분산투자나 서로 다른 투자환경에 대한 이해의 부족으로부터 기인하는 발언이 이루어지기도 했음을 확인할 수 있다. 또한 전문적 이슈 혹은 하부위원회에서의 안건 논의과정과 관련된 실무진의 사전 설명이 미흡하여 발생한 질의들도 있었으며 회의 진행에 관한 건의들도 관찰된다. 그러나 서로 다른 시기에 걸쳐 반복적으로 논의되어 온 논점들과 관련된 발언들이 대부분임을 확인할 수 있으며, 이상의 논의로부터

중기자산배분과 관련된 회의 주요 논점을 정리하고자 한다.

기금운용위원회의 논의과정에서 기금운용 원칙이 어떻게 적용되고 해석되는지를 살펴보고자 하는 것이 본 연구의 목적인만큼, 회의 주요 논점 역시 이를 기준으로 7가지로 축약하였다. 위험자산 증가에 대한 우려, 국내주식 비중 증가에 대한 우려, 해외투자 증가에 대한 우려, 대체투자 증가에 대한 우려는 수익성과 안정성의 측면과 연관되며, 국내주식 비중은 공공성과도 관련될 수 있다. 기금위의 의사결정과 관련하여 전략적 자산배분과 전술적 자산배분을 구분하는 것은 중요하며, 여러 차례 논의된 목표수익률 설정과 관련된 전망치에 대한 신뢰의 문제도 살펴볼 필요가 있다고 판단하였다. 그리고 자산배분 프로세스에 대한 지적이 여러 차례 제기된 반면 일부 위원은 모형의 변경에 대해 신중한 입장을 견지하고 있어 프로세스와 관련된 위원들의 의견 또한 살펴보고자 한다.

2. 환헤지 정책

국민연금은 해외투자 시 자연스럽게 외환에 대한 익스포져를 가지게 된다. 외환 익스포져란 환율의 변동에 노출된 투자 규모를 말하며, 이 변동에 대처하기 위해 환헤지 정책을 수립할 필요가 있다. 대표적 환헤지 수단인 파생 상품의 거래 등을 통해 미래 환율을 일정한 수준으로 고정시켜 환율 변동에 따른 위험을 회피할 수 있다. 현재 기금운용지침 제 13조에 따르면, 환헤지 정책의 목표는 ① 포트폴리오의 변동성 축소, ② 허용범위 내 수익률 제고, ③ 대규모 환 손실 방지로 규정되어 있다.

가. 주요 경과 및 현황

국민연금기금의 환헤지 정책은 다음과 같이 시기에 따라 변화되어 왔다.

- 2007년까지 : 환헤지 정책이 없는 상태에서 자체적으로 해외투자에

대해 100% 환헤지를 수행함

- 2007년 12월 : '개별자산군의 변동성 최소화'를 목표로 전략적 환헤지 비율을 설정하였으며 해외채권에 대해서는 100%, 해외주식에 대해서는 50%의 환헤지 비율이 설정됨. 해외주식의 경우 환헤지 비율의 달성을 단계적으로 추진하고자 하였으며, 2008년 말 70% → 2009년 말 60% → 2010년 말 50%로 조정할 것을 계획함. 해외대체의 경우에는 주식성격의 투자에 대해서는 해외주식의 환헤지 비율을, 채권성격의 투자에 대해서는 해외채권의 환헤지 비율을 적용하는 것으로 결정됨
- 2008년 10월 : 글로벌 금융위기로 인해 해외주식 환헤지 비율 달성 시기를 연기함. 이에 따라 2008년 말 90% → 2009년 말 70% → 2010년 말 60% → 2011년 말 50%로 단계적으로 조정하는 것으로 계획이 변경됨
- 2009년 9월 : '전체 자산군의 변동성 최소화'를 목표로 환헤지 비율을 재설정함. 해외채권 100%, 해외주식 및 대체 0%로 설정되었으며, 해외주식 및 대체의 경우 2010년 말 50% → 2011년 말 30% → 2012년 말 20% → 2013년 말 10% → 2014년 말 0%로 단계적으로 목표비율을 달성할 것을 계획함
- 2015년 12월 : 해외투자 전체의 전략적 환헤지 비율을 0%로 변경함
  (변경 전) 해외주식 해외대체 0%, 해외채권 100%
  (변경 후) 해외투자 전체(해외주식, 대체, 채권) 0%, 단, 해외채권의 경우 '17년 50% → '18년 0%로 단계적 이행[19)]

위와 같이 변화해온 결과, 현재 국민연금기금의 환헤지 정책은 전체 해외자산에 대해 환오픈 전략을 취하는 것으로 볼 수 있다. 관련하여 자산배분과 외환 익스포져에 대한 의사결정을 분리하고, 전술적으로 통합

19) 해외채권의 경우 원화와 달러(USD) 간 헤지는 오픈하되, 로컬통화는 USD로 헤지함

외환익스포져에 대응하도록 하고 있다. 향후 과제로 자산배분과 연계한 장기적 외환관리정책 수립의 필요성이 제기되고 있으며, 해외채권 통화구성의 적정성 검토 및 전략적 통화구성 기준 허용범위 내에서 외환시장 전망 등을 고려해 실제 통화구성을 변경하는 전술적 통화관리방안에 대한 검토의 필요성 또한 제기되고 있다.

나. 안건별 논의사항

본 연구에서는 다음의 회의들에서 관찰된 논의내용에 근거하여 환헤지 정책과 관련된 회의 주요 논점을 파악하였다. 전술한 주요 경과로부터 알 수 있듯이, 환헤지 정책의 경우 정책이 여러 차례 변경되어 왔다. 이에 따라, 논의 과정에 대한 이해를 돕기 위해 의결안건의 제목을 제시하고 필요한 경우에 한하여 해당 회의에서 제시된 변경안 혹은 관련 정보 등을 간략하게 제시하였으며, 이와 함께 단체별 주요 논의사항을 정리하면 다음과 같다.

[2007년 6차]

- 『국민연금기금의 환헤지 정책(안)』에서는 전략적 헤지비율을 해외채권은 100%, 해외주식은 50%로 설정할 것이 제안됨
- (논의 내용) 재정경제부는 시장상황에 따라 부분 헤지가 바람직할 수도 있다는 의견을 제시하였으며 원안에 찬성하되 탄력적 운용의 필요성을 언급함. 민주노동조합총연맹은 안건에 제시된 수치와 관련하여 질의하였으며, 수산업협동조합중앙회는 통화나 채권 종류에 따라 획일적 헤지비율을 적용하는 것인지 질의함. 그 외 별다른 논의없이 원안의결됨

[2008년 6차]

- 『2008년 국민연금기금운용계획 변경(안) 및 향후 기금운용 방향』은

글로벌 금융시장 위기로 인한 국내 경제 및 금융시장의 불안과 한국은행 등이 통화스왑 해지를 요청함에 따라 해외주식과 해외채권의 목표비중을 조정하고 해외주식의 환헤지 비율을 조정하기 위해 제안됨. 2008년 말 해외주식 목표비중을 6.8%에서 3.6%로, 해외채권의 목표비중을 6.9%에서 4.1%로, 국내채권의 목표비중을 66.4%에서 72.4%로 변경하고, 해외주식의 전략적 헤지비율 적용을 1년씩 순연하며, 2008년 말 해외주식의 전략적 헤지비율을 90%로 높이고 허용범위를 확대하는 것을 주요 내용으로 함

- 환헤지 비율 이외의 이슈들에 대한 논의가 대부분이므로 논의 내용을 따로 정리하지 않음

[2009년 5차]

- 『국민연금기금의 환헤지 정책 변경(안)』은 중장기적 전략적 헤지비율을 해외채권 100%, 해외주식 0% (단계적 적용)로 변경하는 것을 주요내용으로 함
- (정책 변경 검토 배경) 2007년 6차 회의에서 환율에 의한 수익률 변동성을 축소하는 것이 목표로, 해외채권은 100%, 해외주식은 50%로 설정하되 해외주식은 단계적으로 목표비율을 달성하기로 했었으나, 글로벌 금융위기에 따라 2008년 해외주식의 헤지 목표비율을 70%에서 90%로 높이고, 전략적 헤지비율의 달성시기를 1년 연기하는 것으로 2008년 10월에 계획이 변경됨
- (전문가 토론회) 환헤지 정책 재검토를 위해 외환 익스포져에 의한 기금전체의 수익률 변동성에 대한 영향을 분석하고 2009년 3월에 전문가 토론회를 개최하여, 2008년 12월에 변경했던 환헤지 정책을 재검토. 전문가 토론회에서는 ① 전체 포트폴리오의 위험-수익 관점에서 환헤지 비율이 결정될 필요, ② 해외투자 비중이 크지 않은 경우에는 헤지를 하지 않는 것이 위험 최소화의 관점에서 더 바

람직, ③ 해외주식은 외환에 의한 변동성이 주식의 변동성에 비해 상대적으로 작아 헤지하지 않는 것이 더 효율적인 반면 해외채권은 헤지를 하는 것이 더 효과적, ④ 기타 외환파생상품시장에의 영향력을 고려하여 전술적 대응이 요구된다는 등의 의견이 제시됨

- (논의 내용) 보건사회연구원은 해외주식에 대한 환헤지 비율을 중장기적으로 0%로 하는 목표를 지금 결정할 필요는 없으며 허용범위만 확대하더라도 이 방향성에 부합할 수 있다는 의견을 제시함. 민주노동조합총연맹에서는 헤지를 하지 않는 것을 위험한 투자로 보았으며, 보건복지부는 언헤지 하에서 환이 급락하면 손해를 볼 수 있으나 전체 포트폴리오 차원에서는 위험 감소 효과가 있다고 답변함. 한국경영자총협회에서는 전략적 목표 설정의 방향성에는 동의하지만 이와 관련된 사항들에 대한 보다 체계적인 설명의 필요성을 제기하였고 개별 자산군별 헤지비율 분석결과와 전체 포트폴리오 차원에서의 선택과 관련된 추가설명을 요구함. 기획재정부는 장기적인 전략적 목표비율 설정의 필요성 및 방향성에 동의함. 참여연대는 전술적 대응은 불가하며 외환시장에 미치는 영향을 고려해야 한다고 주장하였으며 중장기 목표 설정을 다음에 논의하는 수정안을 건의함. 기획재정부는 매년 연동계획을 신중하게 판단할 필요는 있으나 중장기 목표 설정을 미루는 것은 바람직하지 않다는 의견을 제시함. 민주노동조합총연맹은 중장기적 목표는 전체운용과 관련된 중요한 결정사항이므로 신중하게 접근할 필요가 있다고 보았음. 위원장은 차기 회의에서 의결하자는 건의에 대한 위원들의 의견을 구하였고, 보건복지부에서는 차기에 회의가 진행되더라도 추가로 제시할 수 있는 자료가 없는 상황임을 피력함. 이에 위원장은 추가자료의 여부와 상관없이 보다 심도있는 논의의 필요성을 인정하여, 수정안(2010년 헤지비율만 의결하고 중장기적인 환헤지 정책에 대해서는 차기 회의에서 논의)으로 할 것을 제안함. 한국소비자단체협의회는

0%의 헤지비율이 시장에 주는 시그널이 부정적이지 않다면 목표를 설정하고 가는 것도 괜찮을 것 같다고 발언하였고, 기획재정부는 결정을 이연하는 것에 대해 회의적으로 평가한 반면 참여연대에서는 위원들끼리 의견의 폭을 좁힐 수 있는 시간을 가질 필요가 있다는 의견을 제시함. 이후 수정된 제안대로 진행하고 중장기 방향은 차기 회의에서 의결하기로 함

[2009년 7차]

- 2009년 5차 회의에서 논의되었던 『국민연금기금의 환헤지 정책 변경(안)』이 재상정됨
- (참고: 간사가 안건 보고 시 언급한 내용) 환헤지의 목적은 위험관리 측면에서 수익률의 변동성을 최소화하는 데에 있으며, CalPERS 등 해외연기금의 환헤지 정책 목표 역시 전체 기금 수익률의 변동성을 낮추는 데에 있음. 포트폴리오 전체의 위험을 감소시키기 위해서는 헤지를 하지 말아야 하지만, 외환을 독립적으로 관리할 조직이 없고 성과평가 체계도 복잡하기 때문에 자산군별로 환헤지 정책을 다르게 설정하기로 함. 그리고 환율의 장기적인 예측이 어려운 바, 전술적 대응과 전략적 목표설정의 구분이 필요함. 결론적으로 기금전체 포트폴리오의 위험 최소화를 위해서 전체 환헤지 비율을 낮추는 것이 전략적으로 바람직하나 현실적인 실행여건으로 인해 자산군별로 결정하게 됨
- (논의 내용) 기획재정부는 능동적인 환 관리가 필요하다는 의견과 함께 헤지비용이 과다하게 발생하는 100%헤지는 무책임한 투자라고 비판하였으며, 국민연금공단에서는 오버헤지도 언더헤지만큼 단점이 있음을 지적하며 적정하고 적극적인 운용의 필요성을 제기함. 민주노동조합총연맹에서는 100% 헤지 혹은 0% 헤지 (언헤지)는 너무 극단적이라며 큰 우려를 표명함. 위원장은 2010년도 헤지비율은

5차 회의에서 의결하였으므로 현재 논의되는 비율은 2011년도에 의결할 때 좀 더 반영하는 것으로 해서 원안의결을 제안함
(원안의결됨)

[2010년 3차]

- 『해외채권 전략적 헤지비율 허용범위 확대(안)』은 이머징 채권 투자 시 충분한 분산효과 및 수익률 제고 효과를 위해 전략적 헤지비율의 허용범위를 확대하려는 취지에서 제안되었으며, 해외채권의 전략적 헤지비율은 100%로 그대로 유지하되, 이에 대한 허용범위를 기존의 ±2%pt에서 ±10%pt로 확대하는 것을 그 내용으로 함. (참고로 해외주식의 허용범위는 ±10%pt임)
- (논의 내용) 한반도선진화재단은 환율 변동에 대한 예상을 감안해서 운영할 필요가 있으며 수치 자체의 적정성을 논외로 하고 제시된 바를 기준으로 판단한다면 전략적 헤지비율이 90%여야 허용범위가 의미 있을 것이라는 의견을 제시함. 또한 주식과 채권 간 전략적 헤지비율의 차이와 관련하여 심도 있는 재검토의 필요성을 제기하였으며 실무진/하부위원회에서 심의된 사항을 기금위에서 그냥 수용하자는 식은 부적절하다고 항의하고 기금위에서 제기되는 문제에 대해 실무위에서 다시 검토하는 것이 옳다는 견해를 제시함. 국민연금공단은 이에 동의하며 세미나를 통해 심도 있는 토론을 진행할 예정이라고 발언하였고 한반도선진화재단은 상정되는 안건만 의결하고 보고받는 회의에서 벗어나 기금위에서 제기되는 이슈들에 대해 논의하고 새로운 의제로 발전시켜나가는 등 적극적이고 능동적인 자세를 견지할 필요가 있다고 제안함. 한국개발연구원은 100% 이상의 오버헤지의 가능성 및 필요성에 공감하였으며 한반도선진화재단은 허용범위를 늘리는 것에는 동의하지만 해외채권의 목표 헤지비율도 상황에 맞게 현실화할 필요가 있다고 주장함. 민주노동조

합총연맹은 허용범위가 갑자기 늘어나는 것과 이머징 마켓에 투자하면서 헤지를 덜 하는 것에 대해 우려함. 위원장은 헤지비율은 이전 회의에서 장시간 논의를 거쳐 의결한 사항이므로 결정된 바를 준용하되 허용범위를 늘리지 않는 것이 다수의견인지를 확인해보자고 발언함. 민주노동조합총연맹은 2%에서 10%로 변화시키는 것은 과도하다는 입장을 다시 밝혔으며 보건복지부는 10% 설정의 근거를 자료에 제시하였다고 답변하였고 한국개발연구원은 이렇게 하는 것이 덜 공격적이라고 부연함. 위원장은 재량을 주더라도 매니저들이 보너스를 받기 위해 이를 제한적으로 쓸 것이므로 일단 원안의결하고 추후 심도 있게 세미나에서 논의하는 것으로 할 것을 제안함. 이와 같이 의결을 진행하려는 중에 한국개발연구원은 이머징 마켓에 투자하면 헤지를 더해야 하므로 범위를 확대하는 거라고 발언하였고 통화 가치의 급락에 대비할 필요성을 제기하며 운용사 선정에 기금위가 관여할 필요가 있다고 보았음. 원안 의결됨

[2010년 5차]

- 『2011년도 환헤지 목표비율(안)』은 해외자산에 대한 장기 전략적 환헤지 비율을 달성·유지하기 위해 2011년 환헤지비율 목표를 수립하고자 제안되었으며, 2011년도 해외채권의 환헤지 목표비율을 100%, 해외주식(대체투자 포함)의 환헤지 목표비율을 30%로 하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 별다른 논의가 없었음

[2011년 5차] 토론요지

- 『2012년도 환헤지 목표비율(안)』은 해외자산에 대한 장기 전략적 환헤지 비율을 달성·유지하기 위해 2012년 환헤지비율 목표를 수립하고자 제안되었으며, 2012년도 해외채권의 환헤지 목표비율을

100%, 해외주식(대체투자 포함)의 환헤지 목표비율을 20%로 하는 것을 주요 내용으로 함

- (참고) 이 안건은 기획재정부 위원의 건의에 따라 『2012년도 목표초과수익률 및 자산군별 허용범위(안)』과 함께 논의됨
- (논의 내용) 기획재정부는 전술적 운용의 폭을 넓혀줄 필요가 있다고 보았고 해외채권을 100% 헤지하고 해외주식의 경우 장기적으로 0%로 이행하는 것에 대한 찬성 입장을 밝힘. 한반도선진화재단은 목표비율이 극단값으로 정해지므로 전술적 운용의 폭을 넓힐 필요가 있음을 주장하였고, 중소기업중앙회 역시 전술적 운용 허용의 필요성에 동의한 반면, 민주노동조합총연맹에서는 안정성의 측면에서 전술적 운용을 제한해야 한다고 주장함과 동시에 지속적으로 주식투자의 언헤지와 관련하여 그 타당성에 대한 검토를 요구함. 보건사회연구원은 해외주식 연도별 목표비율 감소폭이 과거와 다른 이유를 질의함. 국민연금공단에서는 국민연금이 막대한 외화자산을 갖게 되므로 국내 외환시장의 안정에 기여할 수 있는 범위가 커져 외환당국과 협의하여 국민연금에도 유익하고 국내 외환시장에도 도움이 되는 방향으로 논의가 이루어질 필요가 있다는 의견을 제시함. 위원장은 위원들의 지적사항에 대해 설명이 모두 되었고 안건의 근간을 바꿀 의견은 없었다고 마무리하였고 원안의결됨

[2012년 5차]

- 『2013년도 환헤지 목표비율(안)』은 국민연금기금의 전략적 환헤지 비율을 달성하기 위해 2013년 환헤지 목표비율을 설정하고자 제안되었으며, 2013년도 해외채권의 환헤지 목표비율을 100%, 해외주식의 환헤지 목표비율을 10%로 하며 허용범위는 전년과 동일하게 ±10%p를 유지하는 것을 주요 내용으로 함
- (참고) 이 안건은 『2013년도 목표초과수익률(안)』과 함께 논의됨

- (논의 내용) 민주노동조합총연맹에서는 이후에는 각 안건을 따로 논의할 것을 건의함. 한국개발연구원에서는 해외주가와 국내환율 간의 관계 관련 자연헤지 여부에 대해 재고할 필요성을 제기하고 해외채권 언헤지시 개별자산군의 변동성이 급격히 증가하는 이유를 질의함. 이에 대한 보건복지부와 기금본부의 답변과 관련하여 위원장은 한국개발연구원 대표위원의 자연헤지 관련 질의에 대해 부연하며 이에 대한 답변을 다시 요구함. 국민연금공단은 기존 헤지 전략에 대한 지속적 점검의 필요성을 인정하였고, 한국개발연구원에서는 2008년 이후 상황이 달라졌으므로 검토할 필요가 있다는 의견을 제시함. 한반도선진화재단에서는 해외채권을 안정적으로 운용해야 한다는 고정관념에서 벗어나 고수익을 주도하는 투자대상으로 볼 수도 있다는 의견을 제시하였으며 주식의 경우에도 시장 상황에 따라 헤지를 하는 것이 더 나을 수도 있다고 보았음. 또한 현재의 전략적 헤지비율이 운용자들이 초과이익을 얻을 수 있는 기회를 상당히 제한한다는 점에서 헤지의 탄력성을 부여하는 것이 좋다는 의견도 제시함. 민주노동조합총연맹에서는 해외대체투자의 헤지비율을 0%로 가져가는 것은 너무 공격적이라고 평가하며 설정 이유를 질의함. 위원장은 국민연금은 법적으로 외화계정을 보유하지 못해 부동산 임대료를 받으면 환전해서 보유하고 다시 외국에 투자할 때 외화를 조달하는 구조여서 헤지에 어려움이 있으며 이와 관련하여 정부 및 외환당국과 협의하고 있는 상황임을 위원들에게 전달함. 기금운용본부는 중기자산배분체계에 대한 검토 프로젝트 진행 과정에서 헤지 관련된 부분도 같이 검토하겠다고 언급함. 원안의결됨

[2013년 5차] 토론요지

- 『2014년도 환헤지 목표비율(안)』은 국민연금기금의 전략적 환헤지 비율을 달성하기 위해 2014년 환헤지 목표비율을 설정하고자 제안

됨. 2014년도 해외채권의 환헤지 목표비율을 100%, 해외주식의 환헤지 목표비율을 0%로 하고 허용범위는 전년과 동일하게 ±10%p를 유지하며, 전략적 환헤지 비율에 도달함에 따라 '14년 이후 연도별 환헤지 목표비율을 별도로 설정하지 않고 기금운용현황에 포함하여 보고할 것을 주요 내용으로 함

- (논의 내용) 한국보건사회연구원은 원안의결에 동의하는 입장을 표명하였고, 바른사회시민회의에서는 방향성에 동의를 표하고 투정위 논의결과에 제시된 종합적인 환위험관리방안 마련 계획에 대해 질의함. 한국개발연구원 역시 방향성에 동의하였으며 중장기적 경상수지 변동을 고려하여 거시적, 장기적 관점에서 해외채권 운용에 대한 고민이 필요하다는 의견을 제시함

[2015년 5차] 토론요지

- 『국민연금기금 환헤지 비율 변경 및 외환관리체계 개선(안)』은 '14년 12월 국민연금기금운용위원회에 보고한 「('15~'19) 해외투자 전략 및 추진과제(안)」에 따라, 국민연금기금 전체 포트폴리오 관점에서 적정 환헤지 비율을 설정하고 통합 외환관리체계를 구축하고자 제안됨. 해외투자 전체의 전략적 환헤지 비율을 0%로 변경하고 해외투자로 인한 외환익스포져를 자산투자와 분리하여 통합 관리하며, MSCI지수를 기준으로 하되 상대적으로 G4통화의 비중이 높도록 전략적 통화구성을 유도하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 바른사회시민회의에서는 해외채권 관련 헤지와 언헤지 성과를 비교한 자료가 있는지와 금리와 외환이 같은 방향으로 움직일 때 언헤지 시 변동성이 높아질 우려를 제기하며 시뮬레이션 결과가 있는지 질의함. 보건복지부에서는 금융위기와 같은 특수상황을 제외하면 100% 헤지가 더 낫다고 답변하였으며 바른사회시민회의에서는 장기투자자인 국민연금의 경우 금융위기 기간을 넣는 것이

더 적절하다는 의견을 제시함. 보건복지부는 위기 기간 포함시 리스크-리턴 프로파일이 전반적으로 상승한다고 답함. 중소기업중앙회는 내년에 금융시장의 변동성이 높을 것으로 예상되는 시점에서 이와 같은 정책선회를 하는 배경에 대한 설명을 요구함. 기획재정부는 IMF SDR에 CNY가 11% 들어가는 것과 관련하여 향후 대책에 대해 질의하였고 기금본부는 현재 중국 익스포져가 미미하므로 향후 검토하겠다고 답변함. 전국경제인연합회는 환오픈이 외환 파생상품 시장에 미치는 영향 및 환헤지 비율 변경 시 중기배분상 해외채권 투자비중의 변화가 없이 4%로 그대로인지에 대해서 질의함. 바른사회시민회의는 로컬통화도 환오픈을 하면 전체적 변동성이 줄어들 것 같은데 오직 USD에 대한 환 익스포져만을 가져가려는 것에 대한 근거를 요청함. 한국경영자총협회는 외환시장에 기금이 미치는 영향에 대한 우려를 제기하였으며 글로벌 펀드들의 환헤지 전략의 추세를 질의함. 기획재정부는 개별기관들의 외환 헤지 확대가 반드시 바람직한 것은 아니며, 거시적 측면에서도 환오픈이 필요하다는 의견을 제시함. 원안의결됨

다. 회의 주요 논점

환율의 변동성이 높고 예측하기 어렵다는 것은 주지의 사실이며, 우리나라의 경우 환율의 변동에 대해 경제 전체적으로도 영향을 많이 받는다. 이에 따라 환에 대한 관리를 어떻게 하는지는 중요한 사안인데, 해외투자비중이 점차 증가함에 따라 그 중요성이 더욱 커졌다. 안건별 논의사항을 보면 환헤지의 목적에 대한 이해 부족이나 전문적인 사안에 대한 실무진의 다소 어려운 설명방식으로 인하여 비롯된 발언들이 있으며, 전략적 헤지비율과 그에 기반한 전술적 운용을 혼동하는 경우도 있었다.

환헤지 정책과 관련하여 본 연구에서는 주요 논점을 6가지로 축약하였다. 전술적 운용에 대한 찬반과 언헤지를 위험으로 인식하는지의 여

부, 포트폴리오 차원에서의 환헤지 정책에 대한 접근에 대한 의견, 이머징 시장에 대한 투자와 관련하여 환노출 정책에 대한 찬반, 외환시장에 대한 기여, 해외채권을 어떤 투자대상으로 인식하는지가 여기에 해당되며, 이를 통해 기금운용 원칙상의 안정성과 수익성 및 시장영향력의 측면에 대해 살펴볼 수 있을 것으로 기대한다.

3. 의결권과 배당

국민연금기금이 국내주식시장에서 차지하는 비중이 높고 일부 주식의 경우 보유지분도 상당하기 때문에 국민연금기금의 의결권 및 배당 관련 의사결정은 사회적으로도 큰 관심의 대상이다. 자료기간 동안 배당과 관련된 안건은 2015년에 두 차례 다루어졌으며, 나머지는 의결권과 관련된 안건들이었다. 배당 관련 회의의 횟수가 상대적으로 적기는 하지만, 이 주제에 대한 활발하고 첨예한 논의가 이루어졌다는 점에서 본 보고서에서 분석 의제로 다루고 있으며, 의결권과 배당 모두 주주로서의 국민연금의 역할 및 권리와 관련된다는 점에서 하나의 범주로 보아 분석을 진행하였다.

가. 주요경과 및 현황

2006년에 의결권행사 전문위원회가 창설되었으며, 2007년에 심의대상 기업수가 확대되었다. 2009년에는 사회책임 투자요소를 고려한 의결권 행사 근거 규정이 마련되었으며 해외주식에 대한 의결권 행사 시 외부 의결권 전문기관으로부터 자문을 받을 근거가 마련되었다. 2011년에는 국내주식에 대해서도 외부 의결권 전문기관으로부터 자문을 받을 근거가 마련되었으며, 2014년에는 기금운용본부가 판단하기 곤란한 의결권 행사 안건의 주체를 의결권행사 전문위원회로 하는 조문이 정비되었다. 또

한 2014년에 사회책임투자를 책임투자로 변경하고 장기수익률 제고를 명시하였다. 2015년에는 배당관련 의사결정 기준 및 절차가 마련되었다. 현재의 의결권 행사원칙 및 행사대상과 배당관련 권리행사 절차 및 기준은 다음과 같다.

- 현 의결권 행사 원칙 : 국민연금기금의 보유 주식 의결권은 기금자산의 증식을 목적으로 하며 의결권 행사는 본 목적에 따른 원칙을 준수
  - 국민연금 가입자, 가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 행사
  - 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 행사
  - 책임투자 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자요소를 고려하여 행사

- 현 의결권 행사대상 : 기금은 기금 명의로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사. 다만, 보유지분율이 100분의 1 미만이고 보유비중이 국내주식의 경우 국내주식 전체 대비 1,000분의 5 미만이거나 해외주식의 경우 해외주식전체 대비 1,000분의 5 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있음. 의결권 행사는 국민연금공단 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사함. 그럼에도 불구하고 기금운용본부가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 『주식의결권 행사 전문위원회』에 결정을 요청한 안건이거나 『주식 의결권 행사 전문위원회』 위원 3인 이상이 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 전문위원회에 회부할 것을 요구하는 안건인 경우 기금운용위원회 산하 『주식 의결권 행사 전문위원회』에서 결정하고 그에 따라 공단이 행사함

- 현 배당관련 권리행사 절차 및 기준 :

구분	주요내용
목적	주주가치 제고 및 기금의 장기수익성 제고
행사 내용	합리적 배당정책 수립 및 배당정책에 따른 배당 요구
기업과의 대화 (비공개)	(대상) 합리적 배당정책을 수립하지 않거나, 배당정책에 따른 배당을 하지 않은 기업
	* 배당 관련 반대 의결권 행사 기업, 배당성향 낮은 기업 우선 검토
	(내용) 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 합리적인 배당정책의 자발적 수립 유도
중점 관리기업 지정 및 공개	(대상) 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 다음연도 정기주주총회 전까지 개선이 없는 기업
	(내용) 중점관리기업으로 지정하고 지속적으로 개선 유도
	* 비공개가 원칙이며, 중점관리기업 지정 후 다음연도 정기주주총회까지 개선이 없는 경우, 의결권행사전문위원회가 대상 명단 공개여부 결정
주주제안 참여	(대상) 명단을 공개한 중점관리기업 중 다른 소수주주가 주주제안에 참여를 요청하는 기업
	(내용) 의결권행사전문위원회가 참여의 적절성 등을 고려하여 참여 여부 결정

나. 안건별 논의사항

본 연구에서는 다음의 회의들에서 관찰된 논의내용에 근거하여 국민연금의 의결권 및 배당과 관련된 회의 주요 논점을 파악하였다. 전술한 주요 경과로부터 알 수 있듯이, 의결권행사전문위원회의 구성에 대한 논의 및 의결권행사지침 개선에 대한 많은 논의와 그에 뒤따른 변화가 자료기간 동안 발생하였으며, 비교적 최근에는 배당과 관련된 기금운용위원회 차원에서의 논의도 활발했다. 이에 따라, 논의과정에 대한 이해를 돕기 위해 의결안건의 제목을 제시하고 필요한 경우에 한하여 해당 회의에서 제시된 개선안 혹은 관련 정보 등을 간략하게 제시하였으며, 이와 함께 단체별 논의사항을 정리하면 다음과 같다.

[2005년 3차]

- 『국민연금 의결권행사 자문위원회 진행경과』가 보고안건으로 올라옴. 국민연금기금이 보유한 주식의 의결권 행사기준 및 절차 등을 2005년 하반기 중에 마련하기 위해 기금운용위원회에 자문위원회를 구성하는 것과 관련된 내용이 기금운용위원회에서 의결('05.5.27, 『2006년도 국민연금기금운용지침』)됨에 따라 8인 내외의 전문가로 자문위원회를 구성하되 기금운용위원회 위원들이 추천한 후보자들 중에서 심의를 거쳐 위촉하는 절차를 거침. 의결권 행사 자문위원회는 의결권 행사방향, 기준, 절차, 공시방안 등 의결권 행사의 전반에 대한 지침을 마련하여 기금운용위원회에 보고하도록 되어 있음. 2005년 7월 중에 의결권행사 자문위원회의 구성 및 운영과 관련된 사항들에 대한 의견 수렴이 이루어졌으며, 9월 중에 자문위원회가 구성됨. 향후 자문위원회에서 의결권행사지침시안을 마련하고 연말에는 기금운용위원회에 안건을 상정할 예정임
- 해당 보고 안건과 연관된 논의는 없었음

[2005년 4차]

- 『2006년도 국민연금기금 의결권 행사지침(안)』 및 『국민연금 (가칭) 의결권행사 전문위원회 구성방안』이 상정됨
- 『2006년도 국민연금기금 의결권 행사지침(안)』의 주요 내용은 다음과 같음[20]
  - 기존의 기금운용지침에서 분리하여 별도의 의결권 행사지침을 마련하여 일반적인 원칙에 대한 방향을 정하고 세부기준을 기존의 10개 항목에서 38개 항목으로 세분하여 마련함
  - 연금가입자 및 수급자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게

20) 이 지침으로부터 향후의 개정안 등이 논의되기 때문에, 안건에 기재된 주요내용 전체를 기술하였다.

의결권을 행사하도록 선관주의 의무를 제시하고 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사토록 함

- 기금명의로 보유하고 있는 모든 주식에 대해 의결권을 행사하되 보유지분율이 1/100 미만인 경우 행사하지 아니할 수 있도록 함
- 행사기준의 기본원칙은 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성하도록 하며 그 외의 경우에는 반대, 중립 또는 기권의 의사표시를 하도록 함
- 의결권은 국민연금공단 기금운용본부에 설치한 투자위원회에서 원칙적으로 행사하되, 찬성 또는 반대의 판단이 곤란한 안건에 대하여 국민연금기금운용위원회에 결정을 요청할 수 있도록 함
- 공시에 대해서는 사후공시를 원칙으로 하고, 의결권행사지침과 개별안건에 대한 찬반 여부, 반대 시 이유를 명시한 행사내역을 공개하도록 함
- 합병 및 영업양수도에 대해서는 사안별로 검토하되, 주주가치의 훼손이 있다고 판단될 경우에는 반대하는 것으로 함
- 사외이사의 비중을 증가시키는 정관변경안에 찬성하고, 사외이사 선임과 관련해서는 이사회 참석률과 회사 또는 계열회사 근무경력 등에서 일정기준 이하면 반대할 수 있도록 하였고, 사외이사들이 주식매수선택권을 퇴직 전에 매도할 수 없도록 하는 안에 찬성하기로 함
- 이사 및 감사의 보상과 관련해서는 이사회가 제시하는 안에 원칙적으로 찬성하기로 함
- 상근감사 대신 감사위원회를 설립하여 그 구성원의 과반수를 독립적 사외이사로 충원하는 안에 찬성하기로 함
- 주식매수선택권을 임직원에게 부여하는 안에 대해서는 원칙적으로 찬성하되, 시장요인 배제 또는 특정 경영성과 달성을 조건으로 함
- 기금운용위원회는 이 지침을 매년 검토하여 수정하는 것으로 함

- 『국민연금 (가칭)의결권행사 전문위원회 구성방안』중 1안은 의결권 행사자문위원회로 하여금 전문위원회의 역할을 수행하도록 하는 것이고, 2안은 실무평가위원회 소위원회가 역할을 수행하도록 하는 것이며, 3안은 5~9명 이내의 전문가를 중심으로 효율성과 대표성을 고려하여 새롭게 구성하며 복지부 연금재정팀장과 공단 기금운용본부장이 공동간사로 참여하는 것임. 이에 실무평가위원회 소위에서는 3안으로 하되, 의결권행사 자문위원회 위원이 참여하는 것을 전제로 새로 구성하고 기금이사가 간사 또는 위원으로 참여하는 방안을 검토할 필요가 있다는 검토의견을 제시함
- (논의 내용) 민주노동조합총연맹에서는 자료가 사전에 위원들에게 배포된 것인지에 대해 질의함 (복지부에서는 자료는 기 송부했으며 각 단체가 추천한 자문위원들로 의결권 자문위원회를 구성하고 충분한 의견 수렴을 거쳤다고 답변). 전국경제인연합에서는 지침과 관련하여 의결권 행사에 있어 중립적으로 할 수 있는 여지를 남길 필요가 있다고 보았으며, 외국인 투자자로부터의 경영권 방어의 요구가 있음을 언급함. 의결권행사 자문위원회와 민주노동조합총연맹에서는 적극적인 의결권 행사가 필요하다고 주장함. 안건에 제시된 수정안에 전국경제인연합회의 요구 중 일부가 반영되었으며, 한국개발연구원과 국민연금공단에서는 수정안이 합리적이라고 평가하였음. 수정안의 내용 및 도출과정과 관련된 논란에 대해 위원장은 각 단체에서 추천한 자문위원이나 실무평가위원이 위원들의 대리인이므로, 사후적으로 수정 의견을 개진하는 것은 난감하다는 의견을 표명하였고, 이후에는 자신들의 대리인, 대표인들이 논의하고 토론하는 사항들에 대해 미리 확인할 것을 당부함. 의결권행사전문위원회의 구성과 관련해서는 3안이 논의결과 채택되었으며, 관련하여 한국경영자총협회에서는 자문위원 추천에서 단체 간 형평성에 대해 언급함. 전국공공노동조합연맹에서는 추천위원이 위원으로서의 책

무를 소홀히 하더라도 본인이 취소하지 않으면 임기동안 위원 자격이 유지되는 것에 대해 문제를 제기하였고 위원장은 이에 대한 방안 마련을 실무진에 요청함

[2006년 1차]

- 『국민연금 주식 의결권행사 전문위원회 운영규정(안)』이 상정됨. 장기적으로 의결권행사 전문위원회의 운영에 관한 시행세칙을 마련하고자 하는 것임
- (논의 내용) 별다른 논의는 없었으나, 참여연대에서는 보건사회연구원이 공익대표로 참여하는 것에 대해 의문을 제기함. 보건복지부에서는 기금운용위원회 상의 공익대표로 한국개발연구원과 보건사회연구원이 참여하고 있는 것에 준해 이 위원회도 구성을 하였으며 이 사안은 지난 회의 때 위원회의 의결을 거친 것임을 언급함

[2006년 4차]

- 『2007년도 국민연금기금 의결권 행사지침 개정(안)』에서는 전년도에 의결된 지침에 따라 의결권 행사방향을 판단하는 과정에서, ① 일부 지침이 현실에 부합하지 않거나 ② 자주 상정되는 주주총회 안건 유형임에도 지침에 포함되지 않아 의결권 행사의 근거가 미비하고 행사방향의 결정이 곤란한 경우가 발생함에 따라, 일부 지침 수정 및 신설이 제안됨
- (논의 내용) 참여연대에서는 이사 및 경영진 보상내역 공개의 필요성을 제기하였고 전국공공노동조합연맹에서는 이에 동의하였으나, 전국경제인연합회에서는 투명성 문제가 논점이 아니며 이는 사적인 영역이며 영업비밀이라고 대응함. 한국개발연구원에서는 정부 차원에서 기업지배구조개선에 대한 가이드라인을 만들 필요가 있다는 의견을 제시하였고, 위원장은 사회적 공론화 과정의 필요성에 공감함

[2007년 6차]

- 『2008년도 국민연금기금 의결권 행사지침 개정(안)』이 상정됨. 의결권행사전문위원회의 개정안은 심의대상 기업수를 줄여서 비용의 효율성을 제고하자는 취지를 가지고 있고, 실무평가위원회의 수정안에서는 심의대상 기업수를 조금 확대하여 투명성을 제고하자는 취지를 가지고 있음
- (논의 내용) 한국공인회계사회에서는 개정안의 취지에 공감하였으며 의결권 행사로 인한 효과 등에 대한 질적인 분석 없이 행사내역에 대해서만 실적보고가 이루어지는 것에 대한 아쉬움을 표명함. 특히 국민연금이 반대를 했는데 찬성으로 결정된 경우와 관련된 사안들에 대해 파악할 필요성을 제기하였는데, 이에 대해 기금본부는 반대한 93개의 안건 모두 찬성으로 의결되었으며 대부분의 경우 대주주의 우호지분이 많기 때문에 국민연금이 반대하더라도 원안 통과된다고 언급함. 그러나 의결권행사위원회, 보건복지부, 기금본부 모두 공히 국민연금이 반대한 안건이 찬성으로 통과되더라도 해당안건에 대한 국민연금의 반대 의사 표시가 시사 하는 바가 분명히 있으며 장기적으로 영향력이 확대될 것이라는 의견을 제시함. 재정경제부와 한국경영자총협회(상무 참석)에서는 실무위 수정안에 대한 찬성 입장을 표명함. 이 안건에 대해서는 실무위 수정안으로 최종 의결됨

[2008년 8차]

- 『국민연금기금 주식 의결권 행사지침 개정(안)』에서는 행사지침과 세부기준이 현실에 부합하도록 개정하기 위해 사용자 및 근로자 단체 등의 의견을 수렴하고 국민연금 주식 의결권행사전문위원회에서 2차례 회의를 거쳐 합의를 통해 도출된 개정안을 제안함. 의결권행사 전문위원회가 결정한 의결권 행사방향이 사실상 주주총회 이전에 공개되는 현실을 감안하여 필요한 경우 주주총회 전 의결권 행

사내역을 공시할 수 있는 근거를 마련하는 지침의 추가 및 세부기준 수정을 주요 내용으로 함

- (논의 내용) 별다른 논의는 없었으나, 참여연대에서 집단소송지침, 제 3자 주주대표 소송 제기 협조 관련 지침, 제 3자 주주제안 제기 협조 관련 지침, 사회적 책임 관련, 해당 내용의 공시를 확대하는 안건에 국민연금이 찬성하는 방안, 해외주식에 대한 의결권 행사 관련 사전대비의 필요성을 제기하였고, 이에 대해 의결권행사전문위원회의 의견을 구하고 관련 용역 수행 이후 용역결과를 보고하는 것으로 논의가 일단락됨

[2009년 7차]

- 『국민연금기금 의결권 행사지침 개정(안)』이 상정됨. 2009년 7월 국민연금이 UN PRI에 가입함에 따라 의결권행사시 사회책임투자 요소를 고려하여 판단한다는 선언적 의미의 근거를 행사지침 총칙에 규정하고, 해외주식투자 비중의 확대에 따라 해외주식에 대한 의결권 행사시 외부의결권전문기관의 자문을 받을 수 있도록 하는 지침의 신설 및 세부기준의 개정을 주요내용으로 함
- (논의 내용) 민주노동조합총연맹에서 국민연금의 의결권 행사의 영향력에 대해 질의하였고 이에 대해 보건복지부에서는 국내 기업들의 우호지분이 많은 상황이라 국민연금의 행사가 전반적으로는 큰 영향을 미치지는 않는다고 답변함. 민주노동조합총연맹에서 M&A시 풋백옵션 같은 이슈에 주목할 필요가 있다는 의견을 제시하였으며, 국민연금공단에서는 수탁자로서의 신의성실의 원칙에 입각해서 투자가치의 보호 차원에서 적극적으로 검토하겠다고 답함. 전국경제인연합회는 과거스타일의 지배구조 규제안이 국민연금 의결권 행사지침에 반영되지 않았으면 좋겠고 사회책임투자라는 단어가 추상적이므로 애매하고 해석의 여지가 있는 조항을 의결권 행사지침에 넣을 때에는 신중할 필요가 있다는 의견을 제시함. 원안 의결됨

[2011년 1차] (토론요지)

- 『국민연금기금 의결권 행사지침 개정(안)』이 상정됨. 해외주식 의결권행사 세부기준 마련을 위한 근거의 추가 및 국내주식에 대해서도 외부 의결권행사 전문기관의 자문을 받을 수 있는 근거를 마련하는 것과 관련된 지침의 개정과 국내주식과 해외주식 관련 세부기준의 개정을 주요 내용으로 함
- 시차임기제 관련 단서조항 신설 등 지침 개정의 취지에 대한 질의 및 응답 후 원안대로 의결되었다고 기술되어 있음

[2012년 1차] (토론요지)

- 『국민연금기금 의결권 행사지침 개정(안)』이 상정됨. 행사지침에서 인용하고 있는 '3% 의결권 행사 제한'의 상법상 근거 규정을 행사지침의 취지에 맞게 수정하기 위해 국내주식 의결권 행사 세부 기준 18 (감사위원회 설치 및 구성요건)을 개정하고, 의결권 행사 방향을 더 분명하게 심의할 수 있도록 현행 열거주의로 되어 있는 사외 이사의 선임반대 사유에 사외이사의 독립성 판단과 관련된 포괄적 기준을 추가하기 위해 국내주식 의결권 행사 세부기준 28 (사외이사의 선임)을 개정하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 전국경제인연합회와 한국경영자총협회에서는 감사위원회 도입과 관련하여 포괄적인 '직간접적 이해관계' 규정을 부정적으로 판단함. 한국공인회계사회에서는 상당히 구체적인 규정을 제시하는 외국의 사례를 참고할 필요성을 제기하였고, 의결권 관련 외부감사인의 독립성 관련규정에 대한 개선 제안을 제시함. 민주노동조합총연맹에서는 주주로서의 국민연금이 독립적인 사외이사 제도가 운용될 수 있도록 적극적으로 이를 진행해야 한다고 주장함

[2014년 1차]

- 『국민연금기금 의결권 행사지침 개정(안)』이 상정됨. '사회책임투자'에서 '책임투자'로 용어를 변경하고 책임투자의 목적인 장기수익률 제고를 명시하며, 기금운용본부에서 판단하기 곤란한 의결권행사 안건의 의사결정 주체를 의결권행사 전문위원회로 하는 조문 정비, 이사회 참석률 기준의 강화 및 계열회사의 재직 기간을 포함하여 사외이사의 재직 연수를 산정하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 바른사회시민회의에서는 책임투자는 소극적이고 선언적 의미에서 타당하나 가입자의 이익을 침해하면서까지 적극적으로 해석되어서는 안 된다는 입장을 표명하였고 책임투자의 장기적 측면이 갖는 자의성으로 인해 정치적 판단에 의한 투자결정의 우려를 제기함. 한국공인회계사회에서는 재무적 투자자 입장에서 수익성에 대한 고려도 필요하다고 보았으며, 기획재정부에서는 수익성과 공공성의 원칙이 상충할 수 있으나 이를 조화롭게 판단해야 하며 책임투자는 공공성 측면에서의 수권의 범위 내에서 이해되어야 한다고 발언함. 중소기업중앙회는 책임투자를 기금운용지침에 명시할 것을 주장함
  전국경제인연합회는 의결권 행사방향과 관련하여 기금의 시장 영향력을 고려할 때 비공개를 원칙으로 하고 필요에 따라 공개여부를 결정하는 것이 타당하다는 의견을 제시하였으며, 위원회가 공개 결정권이 있는데 굳이 사전공개의 원칙으로 개정할 필요가 있는지 의문을 제기함. 한국공인회계사회 및 한국경영자총협회 역시 기금의 영향력을 감안할 때 의결권행사방향에 대한 공시원칙을 우려하였으며, 바른사회시민회의에서도 공개를 의무화하는 것이 주주가치에 부정적 영향을 준 사례들을 언급함. 한국공인회계사회와 전국경제인연합회에서는 의결권행사 전문위원회의 보안책임 회피 혹은 보안에 대한 우려가 개정의 근거로 작용했다면 신중하게 접근할 필요가 있다는 의견을 제시함

한국공인회계사회에서는 '지배주주 등'으로 하여 전문경영인도 포함함으로써 책임경영을 유도할 필요가 있다고 보았고, 명백한 주주가치 침해 여부의 판단에 대해 전국경제인연합회 및 바른사회시민회의에서 자의성을 지적함. 기획재정부는 국민연금은 공공성에 상당한 비중을 두고 운용하는 기관이므로 주주가치의 침해로만 한정하여 논의하는 것은 재고할 필요가 있다는 의견을 제시함. 중소기업중앙회와 한국소비자단체협의회에서는 사외이사 선임과 관련하여 기준 강화의 필요성을 제기한 반면, 한국경영자총협회에서는 사외이사의 자격 규제가 너무 경직적이라는 의견을 제시함. 바른사회시민회의에서는 연구결과 및 해외사례를 바탕으로 안건을 올리면 불필요한 논쟁을 줄일 수 있다고 발언하였음

[2015년 1차] 및 [2015년 2차]

- 1차 회의에 『국민연금기금 국내주식 배당 관련 추진방안』이 상정됨. 향후 2차 회의에도 동일한 안건이 수정된 형태로 상정되었음. 2차 회의 때 상정된 안건은 ① (기업과의 대화) 스스로 합리적인 배당정책을 수립·공개하지 않거나 그에 따라 배당하지 않는 기업을 대상으로 경영진 면담 등 우호적인 대화 추진, ② (중점관리기업 지정 및 공개) 기업과의 대화를 통한 개선 요구에도 불구하고, 일정기간 개선이 없는 경우 중점관리기업으로 지정 및 공개, ③ (주주제안 참여) 중점관리기업으로 공개된 기업에 대해 다른 소수주주가 주주제안에 참여를 요청하는 경우 전문위원회에서 참여 여부를 결정하는 것을 주요 내용으로 함
- 1, 2차 회의에 상정된 안건 (기존안 vs. 대안)의 차이는 다음과 같음

구분	기존안		대안	
목적	주주가치 제고 및 기금의 장기수익성 제고			
행사 대상	과소 배당 기업		합리적 배당정책 미수립 기업 배당정책에 따라 배당하지 않는 기업	
행사 내용	과소배당 개선요구		합리적 배당정책 수립요구 배당정책에 따른 배당 요구	
행사 방법	의결권 행사	▪(대상) 주주가치 훼손할 정도 과소배당기업 * 정량·정성 평가를 거쳐 과소배당기업 선정	의결권 행사	▪(대상) 주주가치 훼손할 정도 과소배당기업 * 기존 가이드라인에 따라 선정('15년 17개 기업)
	기업과의 대화	▪(대상) 과소배당기업으로서 의결권행사가 유효하지 않은 기업 ▪(내용) 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 기업가치를 제고할 수 있는 적정 배당정책의 자발적 수립 유도	기업과의 대화	▪(대상) 합리적인 배당정책을 수립하지 않거나, 배당정책에 따른 배당을 하지 않은 기업 ▪(내용) 기업과 우호적 대화채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 합리적인 배당정책의 자발적 수립 유도
	중점관리 기업 지정·공개	▪(대상) 과소배당기업으로서 기업과의 대화가 유효하지 않은 기업 ▪(내용) 중점관리기업으로 지정 및 공개	중점관리 기업 지정·공개	▪(대상) 기업과의 대화가 유효하지 않은 기업 ▪(내용) 중점관리기업으로 지정 및 공개
	주주 제안	▪주주총회에 직접 제안, 다른 소수주주의 주주제안에 참여	주주 제안	▪다른 소수주주의 주주제안에 참여

[1차 회의]

- (논의 내용) 바른사회시민회의에서는 현실적으로나 학술적으로나 배당과 관련해서는 외부에서 개입하기 힘들다는 의견을 제시하였고, 배당으로 소비하는 투자자가 아닌 기관투자자인 국민연금이 이에 관여하는 것을 우려함. 또한 적정배당을 적용하려면 미래에 대한 판단이 필요한데, 이러한 정보가 없어 과거 자료를 이용했을 것이므로 실질적 적용에는 상당한 무리가 있다고 주장함. 한국공인회계사회는 국내기업들의 배당이 낮은 것은 널리 인식되고 있는 사실이며 학술적 논의는 미국이 분석대상인 경우가 많아 우리나라가 이에 해당될

지의 여부가 불분명하다고 지적하였으며 신중한 의결권 행사를 전제로 국민연금이 주주로서 배당정책에 관여할 필요가 있다고 주장하였고, 민주노동조합총연맹에서는 기본적인 방향에 찬성을 표명함. 한국개발연구원에서는 국민연금의 주주권행사가 배당문제를 넘어 기업지배구조 개선에 영향을 줄 수 있는 사안이라고 할 때 국민연금의 역할은 배당확대보다는 기업지배구조 개선에 영향을 줄 수 있는 조치에 더 무게를 둘 필요가 있다는 의견을 제시함. 기금본부는 적정배당에 대해 이론적으로 규명하기 어려우나 용역을 통해 다양하게 검토를 하였고, 기업 경영에 미치는 영향을 최소화하는 방향으로 접근하였다고 발언함. 기획재정부 미래경제전략국장 (당연직 위원 아님)은 국내주식시장의 배당성향이 낮은 상황에서 연금의 수익성을 위해 적극적 역할이 필요하며 배당확대에 대한 의사표시, 그에 대한 절차적 투명성 확보방안이 이번에 결정되기를 바란다는 의견을 제시함. 바른사회시민회의에서는 동일한 모형으로 모든 기업에 적용하는 것에 대해 우려를 표명했고, 기금본부는 획일적인 적정배당을 적용하는 것이 아니라고 답변함. 중소기업중앙회에서는 국민연금이 재무적 성과를 단기간에 확보하는 것이 합당하며 시장 감시자의 역할을 좀 더 할 필요가 있다는 의견을 제시함. 전국경제인연합회에서는 배당확대가 연금의 수익성과 안정성 제고에 도움이 되는지에 의문을 표했으며 기업의 경영권에 대한 간섭을 우려한 반면, 한국소비자단체협의회에서는 기업이 국민이나 소액주주를 위해 경영권을 행사하는 것은 아니므로 공적 기금이 그런 역할을 할 필요가 있다고 발언함. 바른사회시민회의에서는 배당락과 세금문제를 고려할 필요가 있으며, 기업들이 각자 배당정책을 가지고 있으면 투자자가 세율 및 본인의 성향에 따라 투자하면 되므로, 국민연금이 배당을 원한다면 배당을 주는 회사에 투자하고 배당이 낮은 기업에 투자하지 않겠다고 선언함으로써 메시지를 전달할 수 있다고 주장

함. 그리고 배당을 많이 줄수록 세수는 증대됨을 언급함. 기금본부에서는 국내기업들이 해외의 사례와 달리 자사주 매입을 통해 기업가치를 제고시킨 경우가 거의 없으며 선량한 관리자의 의무를 다했는지의 차원에서 국민연금이 주주로서 기업에 요구할 수 있는 최소한의 권리를 행사할 필요성이 있다는 의견을 제시함. 보건복지부, 기금본부 및 기획재정부 미래경제전략국장은 다음으로 결정을 미루면 1년이 지나가므로 이번에 결정이 이루어질 필요가 있다는 의견을 제시함. 전국경제인연합회는 보다 충분한 논의 후에 의결이 이루어져야 한다고 주장하였고 바른사회시민회의에서는 기금운용위원회에서 포괄적으로 의결하고 승인하는 것보다는 가이드라인만 정하고 세부적인 것은 의결권행사 전문위원회에서 결정할 수 있도록 하는 방식을 제안함

- (의결 여부 및 방식 관련) 중소기업중앙회 및 민주노동조합총연맹에서는 당 회의에서 의결할 것을 촉구한 반면, 전국경제인연합회, 수산업협동조합중앙회에서는 표결 강행에 반대함. 해당 안건 관련 회의 중에는 의결 정족수가 충족된 상태였으나, 안건 논의 마지막 시점에서는 의결정족수가 충족되지 않아 다음 회의로 의사결정이 이연됨

[2차 회의] (토론요지)

- (논의 내용) 바른사회시민회의에서는 1차 때의 안과 달리 적정배당 선택 시도 대신 배당정책을 공표하도록 한 부분을 높게 평가하였으며 개정안에 이의가 없다는 의견을 제시함. 중소기업중앙회는 기업의 배당정책을 공시하도록 유도하는 방법론에 대한 고민이 더 필요하다고 보았으며, 전국경제인연합회는 기존안보다 나아졌으나 배당정책을 요구하고 주주제안 참여까지 한다면 기업에 부정적 영향을 미칠 것이라고 보았음. 한국노동조합총연맹에서는 전체적인 방향은 바람직하나 정책수단은 후퇴했다고 평가하였으며, 원안대로 주주제

안, 직접제안 등은 포함되었으면 좋겠다는 의견을 제시함. 민주노동조합총연맹과 전국공공노동조합연맹에서는 기존안이 더 타당하다는 입장을 표명함. 한국경영자총협회에서는 최근 정부에서 제시한 사내유보금처리 관련 배당, 임금인상 등의 가이드라인에 따라 연기금이 배당관련 기준을 제안하는 것이라면 이는 국민의 노후소득이 특정 정책 수단으로 변질되는 사태이며 기금운용위원회 차원에서 막아야 하고, 의결권 행사기준을 보완하는 정도가 적당하다고 주장함. 이에 국민연금공단에서는 정부의 배당강화 방안과 본 안건이 관련성이 없다고 언급함. 전국경제인연합회는 중점관리기업의 지정 및 공개에는 우려를 표명함. 한국개발연구원은 투자기업들의 장기적 가치 제고 목적으로 국민연금의 적극적 주주활동의 필요성을 제기하였고, 한국노동조합총연맹에서는 개별 기업 문제도 기타 안건으로 거론하면 좋겠다는 의견을 제시함. 기획재정부는 기존안에 비해 발전된 안이라고 평가하였으며, 이번 회의에서 결론을 내리면 좋겠다는 의견을 제시하였고, 한국노동조합총연맹과 민주노동조합총연맹은 과소배당기업이라는 말이 들어가고 직접주주제안이 추가될 필요성을 제기함. 한국경영자총협회에서는 중점관리기업 공개와 주주제안 참여 문제 완화를 주장하였으며, 전국경제인연합회는 조건 없이 반대한다는 의견을 개진함

- 2차 회의에서는 일부 위원의 발언을 소수의견으로 기록에 남기기로 하였으며, 국민연금기금 국내주식 배당관련 추진 방안은 원안대로 의결됨

다. 회의 주요 논점

본 연구에서 분석하고자 하는 5가지의 주요 의제 가운데 가장 첨예하게 의견이 대립되고 논의과정이 복합적인 의제가 바로 의결권과 배당이다. 외국인 투자자로부터의 경영권 방어 요구, 의결권 행사 중립요구, 의결권 적극 행사 요구, 의결권 공시 강화에 대한 찬반, 의결권행사전문위원

회의 역할, 독립성에 대한 우려, 시장영향력에 대한 논의를 포함한 공공성 차원에서의 논의, 국민연금의 역할 관련 수익성과 상충하는 요소들에 대한 논의, 배당정책에 대한 찬반 등 다각적인 측면에서 논점들을 파악할 수 있으며, 정부 당연직 위원의 강력한 입장 표명도 논의과정에서 주목할만한 부분이었다.

본 연구에서는 경영권 방어 요구, 의결권 찬반, 독립성 우려, 공공성의 확대해석, 시장영향력 강화, 수익성에 우선하는 원칙이 존재하는지의 여부, 배당정책에 대한 찬반의 7가지 주요 논점을 기준으로 위원들 간의 입장을 분석하고자 한다. 정부 당연직 위원의 논의과정에서의 영향력 및 역할과 관련해서는 단체별 입장을 정리할 사안은 아니므로 주요 논점에서는 제외하되, 충분히 짚고 넘어갈 필요가 있다고 판단하여 Ⅴ장에서 이를 보다 구체적으로 살펴보고자 한다.

4. 위탁운용

국민연금은 외부 운용사의 전문성을 활용하여 기금운용의 효율성을 제고하고 투자결정의 분권화로 금융시장에서의 파급효과를 완화하기 위해 위탁운용 비중을 점진적으로 확대해왔다. 위탁운용 결정 시 고려사항은 운용의 전문성과 효율성 및 투자결정의 분권화이며, 벤치마크 대비 초과수익을 추구하는 액티브운용 위주로 하되 운용유형 간 분산투자를 지향한다.

가. 주요 경과

위탁운용정책의 주요경과는 다음과 같다.

- ‘07년 기금운용지침에서 기금운용위원회가 위탁운용비중 및 금액을 승인토록 규정함에 따라 매년 위탁운용계획(안)을 심의·의결해왔으

며 '07년 기금운용위원회에서 중장기 위탁운용방향을 수립하고 위탁비중을 점진적으로 확대해왔음

< 자산군별 위탁운용 방향('07. 기금위) 및 목표비중 설정경과 >

(단위 : %)

구 분	위탁운용 방향('07)	자산별 위탁운용 목표비중						
		'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13
국내 주식	운용전문성 활용 및 시장영향력 완화를 위해 **점진적 확대**	53.0	55.0	55.0	50.0	55.0	55.0	55.0
국내 채권	운용유형 및 투자대상 다양화를 위해 **점진적 확대**	4.5	5.0	5.5	6.0	8.5	10.0	10.0
해외 주식	운용전문성·시장접근성을 고려하여 **위탁위주로 운용**하되, 일부 **직접운용도 병행**	100.0	100.0	100.0	90.0	90.0	85.0	85.0
해외 채권	운용유형 및 투자대상 다양화를 위해 **지속 확대**	12.7	34.0	38.5	40.0	60.0	60.0	60.0
대체 투자	직접투자 위주의 SOC를 제외하고, 운용전문성·시장접근성을 고려하여 **위탁위주로 운용**	68.5	75.0	75.0	72.5	80.0	80.0	80.0
전체 위탁운용비중		**15.0**	**16.0**	**23.0**	**23.2**	**29.9**	**33.3**	**35.4**

- '12년 6차 기금운용위원회 회의에서 차년도 위탁운용 계획을 의결할 때, 기금 위탁운용비중이 30%를 상회함에 따라 '07년도에 수립된 위탁운용 확대정책의 적절성을 검토할 필요성이 제기됨. 이에 중장기 위탁운용 개선방향(안)을 검토하기로 결정함. 기금의 중장기 위탁정책에 대한 점검 및 적정위탁비중에 대한 검토를 실시하였으며, 자산군별 특성에 따라 직접 및 위탁운용의 방향성을 설정하되 매년 특정 목표비중을 설정하는 현행 방식에서 사전에 설정된 목표범위를 준수하는 방식으로 전환함

나. 안건별 논의사항

본 연구에서는 다음의 회의들에서 관찰된 논의내용에 근거하여 국민연금의 위탁운용과 관련된 회의 주요 논점을 파악하였다. 안건의 제목 및 요지를 간략하게 정리하였으며, 이와 함께 단체별 주요논의사항을 정리하면 다음과 같다.

[2006년 4차]

- 『2007년 국민연금기금 위탁운용계획(안)』이 상정됨. 2006년도 제3차 기금운용위원회에서 의결한 『2007년 국민연금기금운용지침』에서 기금운용위원회가 자산별 위탁운용비중 및 금액을 승인토록 함에 따라 2007년도의 국민연금기금 위탁운용계획이 마련됨. 2007년 말 위탁운용 목표비중을 15%로 설정하고 위탁운용 금액을 시가 기준 32조 4,956억 원으로 설정하는 것을 주요 내용으로 함
  - 국내주식 53%, 국내채권 4.5%, 해외주식 100%, 해외채권 12.7%, 대체투자 68.5%

- (논의 내용) 한국개발연구원에서는 무리가 있더라도 다양화 측면에서 위탁운용을 늘릴 필요가 있다고 보았으며, 위탁비중에 대한 장기목표수준에 대해 질의하였고, 이에 보건복지부는 실무적으로 2011년까지 위탁운용의 목표비중을 35%까지 높일 계획을 가지고 있다고 답함. 한국공인회계사회는 위탁운용 비중 결정에 대한 근거가 부족하고 계획(안)에 구체적 설명 또한 부족하다고 지적하였는데, 보건복지부는 이론적 근거는 없으나 해외투자의 증가와 더불어 위탁운용이 늘어났으며 자산군별로 위탁과 직접투자의 비율을 적절하게 배분해서 합산한 결과로 15%라는 수치가 도출되었다고 답변함. 참여연대에서는 위탁운용 확대가 수수료율이나 성과 평가 등과 연계되어 있는지 아니면 다른 명확한 기준이 있는지에 대한 보충설

명을 요청하였고 보고사항 자체에 이를 기술했다면 이런 질문이 안 나왔을 거라고 덧붙임. 기금본부에서는 장기적으로 안정적이고 지속가능한 운용성과를 추구하는 위탁운용의 방향 하에서 기금본부의 방침 및 위탁운용사에 대한 관리지침을 설명함

[2007년 6차]

- 『2008년 국민연금기금 위탁운용계획(안)』이 상정됨. 2008년 말 위탁운용 목표비중을 23%로 설정하고 위탁운용 금액을 시가 기준 56조 8,170억 원으로 설정하는 것을 주요 내용으로 함. 위탁운용 비중 결정과 관련하여, 평균-분산 모형 사용을 통한 최적 위탁운용비중 결정은 다양한 운용유형 및 투자대상 발굴의 어려움, 과거 성과자료의 부족, 극단값 발생 등으로 인해 한계가 존재하므로, 내부적으로 자산별로 운용의 전문성 및 효율성, 투자 분권화를 고려하여 2012년 중기 목표비중을 설정한 후 2008년도 위탁운용 비중을 산출하였다고 설명함
  - 국내주식 55%, 국내채권 5%, 해외주식 100%, 해외채권 15%, 대체투자 75%

- (논의 내용) 기획예산처에서는 국민연금의 자산운용 영향력이 크기 때문에 자산운용 발전에 기여한다고 보았으며 정책 및 스타일의 일관성을 강조함. 참여연대는 기금운용본부의 전문인력 강화와 관련하여 현황을 질의하고 위탁운용에는 비용이 수반되므로 기금본부의 전문 인력 강화의 필요성을 제기함

[2008년 8차]

- 『2008년 국민연금기금 위탁운용계획변경(안) 및 2009년도 위탁운용계획(안)』이 상정됨. 변경안은 '08년 통화스왑 조기해지로 인해

해외채권의 위탁비중이 자동 상승함에 따라 제안되었으며, 해외채권의 2008년 말 위탁 목표비중을 15%에서 34%로 변경하고 허용범위도 1.5%pt에서 3.4%pt로 변경하는 것을 주요 내용으로 함. 2009년도의 계획안은 2009년말 위탁운용 목표비중을 23%로 설정하고 위탁운용 금액을 시가 기준 58조 208억 원으로 설정하는 것을 주요 내용으로 함.

- 국내주식 55%, 국내채권 5.5%, 해외주식 100%, 해외채권 38.5%, 대체투자 75%

- (논의 내용) 참여연대에서는 이 두 안건이 경제 상황상 불가피한 것이므로 통과시켰으면 좋겠다는 의견을 개진하였고, 그 이외의 별다른 논의 없이 원안 의결됨

[2009년 7차]

- 『2010년 국민연금기금 위탁운용계획(안)』이 상정됨. 2010년 말 위탁운용 목표비중을 23.2%로 설정하고 위탁운용 금액을 시가 기준 70조 2,992억 원으로 설정하는 것을 주요 내용으로 함
  - 국내주식 50%, 국내채권 6%, 해외주식 90%, 해외채권 40%, 대체투자 72.5%

- (논의 내용) 민주노동조합총연맹에서는 채권 쪽 위탁 비중을 늘리는 이유와 국내주식의 직접투자 비중이 늘어나는 상황에서 직접운용 매니저가 보충되는 것인지 포트폴리오 조정 차원인지에 대해서 질의함. 참여연대에서는 대체투자 수익률을 정기적으로 보고해줄 것을 요청하고 대체투자 시 어떤 대상에 투자하는지 질의함. 민주노동조합총연맹에서는 대체투자 수익률이 건별로 격차가 큰지에 대해 질의하고 M&A 시장 등에서 국민연금의 개입 루머가 떠도는 것을 언

급하며 투자 현황 자료를 요구하였으며, 보건복지부는 자료를 보여주겠다고 답변함. 중소기업중앙회에서는 대체투자 중 벤처투자에 관심을 표명하며, 중소기업 담당자로서 국민연금기금의 수익도 중요하지만 벤처 투자자금 조성 시 국민연금이 들어오면 순기능이 많다는 점에서 정책적인 관점에서 벤처투자 확대의 필요성을 주장함. 이에 보건복지부에서는 기금에서 최저수익률을 낮추는 선에서 고려하겠다고 답변함. 한국소비자단체협의회에서는 허용범위가 넓은데 이로 인한 유연성의 영향력이 어느 정도인지에 대해 질의하였고, 보건복지부에서는 허용범위는 기금운용위원회의 판단에 따라 변경 가능하지만 위탁 관련해서는 집행기구의 판단이 많이 필요하다고 해서 의결기구인 여기에서는 변경하지 않았다고 답변함

[2011년 6차] (토론요지)

- 『2012년 국민연금기금 위탁운용계획(안)』이 상정됨. 2012년 말 위탁운용 목표비중을 33.3%로 설정하는 것을 주요 내용으로 하며, 이 목표를 달성하는 경우 위탁운용 금액이 시가 기준 132조 원에 달할 것으로 추정됨
  - 국내주식 55%, 국내채권 10%, 해외주식 85%, 해외채권 60%, 대체투자 80%

- (논의 내용) 전국경제인연합회에서는 해외주식의 위탁비중을 낮추는 논리와 국내시장에서의 위탁비중을 높이는 논리 간 일관성의 결여를 지적하였는데 이에 기금본부에서는 해외 위탁비율을 줄이는 이유는 직접운용에 필요한 지원시스템을 구축했기 때문이라고 답변함. 한국개발연구원에서는 위탁비중이 목표비중에 미달하는 상황이 지속되는 이유, 위탁운용 수익률이 직접보다 낮은 경우도 있는데 그 이유 및 위탁운용 수익률에서 수수료가 차감된 것인지에 대해 질의

함. 기금본부에서는 비중 및 수익률과 관련하여 시장 상황 때문이라고 답하였으며 수수료는 차감한 상태로 기록하고 있다고 답변함. 기획재정부는 서면을 통해 국내주식 위탁비중을 목표비중까지 확대시키도록 노력하고 현실적으로 확대가 어려울 경우 주기적으로 그 상황과 이유를 기금위에 보고할 것을 요청했으며, 해외주식의 직접운용수익률을 주기적으로 보고하고 운용과정에서 수익률을 모니터링하면서 점진적으로 비중을 확대할 것을 바란다는 의견을 전달함. 또한 내년 상반기 중 '07년 중장기 위탁 방향을 재검토하여 해외주식 위탁비중에 대한 중장기 방향을 설정할 필요성을 제기함 (서면으로 의견을 제시하는 것은 그 동안의 기금운용위원회의 논의과정에 비추어볼 때 예외적 상황임)

* (참고) 위 안건의 논의에 이어 보고안건인 『국민연금 기금운용 혁신방안 추진경과 및 주요내용 보고』가 논의됨. 기금운용의 전문성과 더불어 투명성 및 공정성 요구가 증대되는 상황에서 보다 성숙한 시스템을 갖추어야 할 필요성이 제기됨에 따라 '국민연금 기금운용혁신TF'를 구성하여 혁신방안을 마련함. 국민연금 기금운용 혁신방안은 1) 거래기관(거래증권사 및 위탁운용사) 선정 기준을 모두 공개하여 선정과정의 의혹 해소, 2) 선정결과 공개 및 탈락기관에 대한 피드백 제공, 3) 공단의 주관적 평가 폐지로 거래기관 선정 시 공단의 재량권 배제, 4) 외부전문가가 참여하는 위원회에서 거래기관 선정 권한을 전적으로 행사, 5) 전관예우 금지의 투명성 강화를 주요 내용으로 함. 위탁운용과 관련된 본 보고안건과 관련하여 기금운용위원회에서의 논의는 다음과 같음. 한국개발연구원에서는 로비대상이 공단직원에서 선정위원으로 바뀔 수도 있다는 우려를 제기하였고 선정위원회 활동의 명확화 및 전관예우 관련 기간 규정 시 직책, 업무성격, 근무연수 등을 고려할 필요가 있다는 의견을 제시했으며, 한국보건사회연구원에서는 국내금융시장과 인력풀이 작아서 참여자들의 공

정성이 요구된다고 발언함

[2012년 6차] (토론요지)

- 『2013년 국민연금기금 위탁운용계획(안)』이 상정됨. 2013년 말 위탁운용 목표비중을 35.4%로 설정하는 것을 주요 내용으로 하며, 이 목표를 달성하는 경우 위탁운용 금액이 시가 기준 153조 원에 달할 것으로 추정됨
  - 국내주식 55%, 국내채권 10%, 해외주식 85%, 해외채권 60%, 대체투자 80%
  - 안건에서는 '07년 기금위에서 위탁운용비중의 점진적 확대 기조가 의결되었으나 일부자산의 경우 위탁비중 확대의 필요성이 크지 않아 기존의 위탁운용 방향에 대한 점검이 필요함을 밝히고, 중장기 위탁운용 정책방향 수립을 향후과제로 제시함. 연말 완료 예정인 중기자산배분 컨설팅에서 이에 대한 검토가 이루어지고 있으며, 이후 컨설팅 최종결과에 기반하여 중장기 위탁운용 계획안을 마련하여 2013년에 기금위에 보고 예정

- (논의 내용) 한국소비자단체협의회에서는 위탁비중의 장단기 목표의 차이와 인프라 구축에 대해 질의하였고 민주노동조합총연맹에서는 해외채권 위탁비중이 국내 대비 과도하게 높은 이유를 질의함. 한국공인회계사회에서는 실적이 저조한 위탁사에 대한 통제/변경절차에 대해 질의하였으며 관련 사례에 대한 보고를 요청함. 기획재정부는 위탁운용방향 설정의 근거를 명확히 할 필요성을 제기하고 중기자산배분 컨설팅 용역에서 제시될 중장기 위탁운용방향을 반영할 수 있는지에 대해 질의함. 한국경영자총협회에서는 배분 근거가 정책적 측면에 의존하고 있는 경우가 많음을 언급하며 위탁 비중 관련 자료의 충분한 축적 여부 및 위탁 배분의 컨설팅 포함 여부를 질의함. 한국노동조합총연맹에서는 자산군별로 위탁운용과 직접운용의

수익률을 동시에 비교할 수 있는 자료를 요청하였는데, 민주노동조합총연맹은 이에 동의하였고 위탁운용 관련 비용에 대한 자료의 필요성을 제기하였으며, 위원장 역시 수익률과 비용 비교의 필요성에 공감함. 한국공인회계사회에서는 위탁운용사별 그간의 평가기준과 결과, 운용사의 변동사항 등을 투명하게 밝힐 필요가 있다고 주장함. 바른사회시민회의는 현 시장상황에서는 위탁비중 확대에 신중할 필요가 있다는 입장이며, 공단의 책임 있는 위탁사 선정을 위한 제도 보완, 여러 자산군별 포트폴리오의 전략적 구성을 가능케 하는 위탁 운용의 필요성을 제기하였고, 비용 관련해서는 다양한 측면을 고려하여 전반적으로 검토할 필요가 있다는 의견을 제시함. 민주노동조합총연맹에서는 국내 위탁 시 우월적 지위를 이용하여 과도한 정보를 요구할 가능성에 대한 우려를 표명하였고 이에 기금본부에서는 국내주식의 경우 직접과 위탁운용이 엄격하게 차단되어 있다고 답변함

[2013년 4차] (토론요지)

- 『국민연금기금 위탁운용방향 개선방안 및 2014년 국민연금기금 위탁운용계획(안)』이 상정됨. '07년 수립한 위탁운용의 점진적 확대 방향성의 타당성을 점검하고 국민연금기금 위탁정책을 변경하며 이에 따라 '14년도 기금운용지침을 변경하기 위해 위탁운용방향 개선방안이 제안됨. 자산군별 특성에 따라 위탁운용방향을 설정하고, 특정 목표비중과 허용범위를 기금운용위원회가 매년 승인하는 방식에서 목표범위를 설정하고 준수하는 방식으로 전환하는 것을 주요 내용으로 함
  - 국내주식 45~65%, 국내채권 8~12%, 해외주식 75~95%, 해외채권 50~70%, 대체투자 65~95%

- (논의 내용) 중소기업중앙회에서는 패시브 위주의 국내채권 위탁운용범위가 더 확대된 이유를 질의하였고, 보건복지부는 크레딧 물 확대 시 위탁 필요 가능성이 있으며 허용범위는 타자산군에 비해 협소하다고 답변함. 민주노동조합총연맹에서는 의결사항의 범위 및 성균관대 자산운용연구센터에서 적정위탁비중에 대한 검토를 실시한 결과가 어떤지에 대해 질의하였고, 보건복지부에서는 이번에는 방향성에 대한 승인 여부를 결정하는 것이라고 답하였고 기금본부에서는 적정비중을 제시하기 어렵다는 결론을 내렸다고 답변함. 바른사회시민회의에서는 이 안건에서 제안하는 바와 같이 변경하는 경우 공단의 판단이 더 중요해지고 오히려 불필요한 오해가 가중될 우려를 제기함. 한국공인회계사회에서는 위탁비중 관련 기금본부의 자율성이 어느 정도 필요함에 공감하였고 위탁사들의 성과에 따라 못하는 경우 퇴출시킬 수 있는 제도적 장치가 있는지 질의하였으며, 바른사회시민회의에서는 위탁운용방향 개선에 따른 문제점과 보완사항에 대해 답변을 요구하고 퇴출기준을 질의함. 한국경영자총협회에서도 의결사항의 범위를 질의하였으며 중소기업중앙회에서는 기금 규모를 고려할 때 직접운용 관련해서도 기금본부를 복수로 분할하여 운용하는 것에 대한 국민연금의 의견을 물어봄

[2014년 5차] (토론요지)

- 『국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안)』이 상정됨. 금리변동성 확대 및 해외주식 투자비중확대에 대한 대응력을 확보하기 위해 국내채권 및 해외주식의 위탁운용 목표범위를 조정하기 위해 제안되었으며, 국내채권의 위탁운용 목표범위를 현행 8~12%에서 10~14%로 조정하고 해외주식의 경우 현행 75~95%에서 70~90%로 조정하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 바른사회시민회의에서는 실무평가위원회에서 국내채권

에 비해 과도한 조정임을 이유로 해외주식 위탁운용범위를 조정한 것에 의문을 제기하였고 (원안은 65~85%였고 실무위를 거쳐 70~90%로 수정됨) 해외주식은 좀 더 패시브한 운용이 낫다고 보기 때문에 당초 원안이 더 낫다는 의견을 제시함. 한국노동조합총연맹도 당초 원안대로 변경할 필요성 및 직접운용 인력의 조속한 확보 방안 마련의 필요성을 제기함. 중소기업중앙회에서는 내년의 금리인상 가능성에 대한 기금본부의 대책 및 채권의 경우 이자율 위험에 대한 헤징을 위탁운용사에 맡기는 것인지와 해외주식의 경우 패시브운용을 확대해서 안정성을 추구하는 것이 적절할지에 대해 질의함. 기획재정부는 위탁비중의 점진적 축소 방향성이 바람직하다고 보았으며 기금이 거대화됨에 따라 내외 간 경쟁 강화의 필요성을 제기함. 민주노동조합총연맹은 직접운용 확대 방향성에 공감하고 위탁운용사 선정과 투자 관련 기본적인 기준과 가이드라인의 필요성을 제기함. 한국보건사회연구원은 하한밴드가 실질적으로 중요하다고 보았으며 이에 실무위의 수정안에 대한 찬성 입장을 표명한 반면, 바른사회시민회의에서는 자율성을 더 부여하여 탄력적 운용을 가능케 할 필요성이 있으며 가능하면 패시브 쪽으로 많이 갈 수 있는 여지를 두는 것이 좋을 것 같다는 의견을 제시함. 한국노동조합총연맹 및 한국공인회계사회에서도 자율성 부여를 통한 탄력적 운용의 필요성에 공감함. 한국소비자단체협의회는 위탁사 계약조건 등의 공개를 의무화하는 등 위탁사 선정의 투명성을 제고할 필요가 있다고 주장함

- 원안의결됨 (기금위의 원안은 실무위 수정안임)

[2015년 5차] (토론요지)

- 『국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안)』이 상정됨. 해외주식 투자비중 확대에 따라 신규자금 집행의 효율성 제고를 통한 안정적

수익 창출을 위해 해외주식의 위탁운용 목표범위를 하향 조정하기 위해 제안되었으며, 해외주식 위탁운용 목표범위를 현행 70~90%에서 65~85%로 조정하는 것을 주요 내용으로 함

- (논의 내용) 한국공인회계사회에서는 패시브 운용을 보다 공격적으로 늘리는 것이 낫지 않냐는 의견을 제시하였고, 한국경영자총협회에서는 다른 연기금들과의 수익률 비교 자료를 요청함. 기획재정부는 위탁사가 외국계인지 한국계인지도 우리나라의 금융시장 발전의 측면에서 볼 때 중요하며 관련하여 국민연금이 적극적인 역할을 할 필요성을 제기함. 중소기업중앙회는 며칠 전 금융위원회가 발표한 연금자산의 효율적 자산관리 방안 관련, 다양한 위탁운용 유형을 개발하고 위탁운용 규모도 늘릴 계획이라는 내용에 대해, 과거 관치금융시대를 보는 것 같은 보도자료이며, 이런 문제가 최고의사결정기구인 기금운용위원회에서 논의된 적이 없었다고 지적함. 관련하여 패시브 운용을 늘리는 기조인데 여기에서는 위탁운용을 늘리겠다고 하는 것에 대해 설명을 요구함. 기획재정부는 대체투자가 당초 목표에 미달하는 상황을 지적하였고 거시경제적 측면 및 국민복지적 측면에서 국민연금이 역할을 할 필요가 있다는 의견을 제시함. 중소기업중앙회는 국민연금의 사회적 기여에 대한 필요성을 인정하지만 이러한 안건이 나온 이유를 납득하기 어렵기 때문에 의문을 제기하는 것이라고 발언함. 보건복지부는 패시브 비중을 늘리겠다는 기금위의 결정이 이루어지면, 그 전략적 배분 범위 내에서 전술적 조정이 이루어진다고 발언하였으며, 바른사회시민회의에서는 위탁비중이 감소하더라도 위탁운용금액은 늘어나므로 이를 국내운용사에 더 돌릴 수는 있다고 보지만 이 결정을 기금위가 안 하고 기금본부가 하는 것은 지배구조의 문제라고 발언함. 위원장은 이에 기금운용 관련 최종 결정 권한은 기금운용위원회에 있음을 강조함

다. 회의 주요 논점

위탁운용과 관련해서는 앞서 정리된 안건별 논의 사항으로부터, 다음과 같은 5가지의 주요 논점을 파악하였다. 위탁운용이 액티브 운용을 지향하다보니 위탁운용 확대에 대한 판단은 액티브 운용을 얼마나 위험하게 보는지 혹은 액티브 운용의 수익성을 어떻게 평가하는지에 따라 달라지므로, 위탁운용 확대에 대한 위원들 간의 입장을 파악할 필요가 있다고 판단하였다. 그 이외에 국민연금의 위탁운용이 정책적으로도 기여할 필요가 있는지에 대한 찬반, 위탁운용의 투명성에 대한 요구, 위탁사 패널티에 대한 의견, 시장영향력 행사 우려도 주요하게 파악할 필요가 있는 논점으로 보아 Ⅴ장에서 관련 분석을 제시하고자 한다.

5. 목표초과수익률

목표초과수익률은 기금운용본부가 액티브 운용을 통해 전략적 자산배분에 의한 수익률을 초과하여 달성해야 할 수익률의 목표치를 의미한다. 이를 설정하는 목적은 ① 전략적 자산배분의 제약 하에서 기금운용본부가 수행하는 액티브 운용의 방향과 위험수준을 결정함으로써 기금의 안정적인 초과수익 달성, ② 기금운용의 적극성 수준을 제시, ③ 목표 초과수익률 결정시 액티브위험도 함께 결정함으로써 기금운용본부가 활용할 수 있는 총 위험수준을 부여하는 것이다. 목표초과수익률은 기금운용본부에 대한 정량평가의 기준이 되며, 목표성과급 및 장기성과급의 결정요인 중 하나이다. 국민연금기금운용지침은 목표초과수익률을 다음과 같이 규정하고 있다.

[국민연금기금운용지침 제10조]
제10조(목표 초과수익률)
① 공단은 액티브운용을 통하여 전략적 자산배분에 의한 수익률(벤치마크 수익률) 대비 초과수익을 추구할 수 있다.
② 기금운용위원회는 기금이 안정적인 초과수익을 얻을 수 있도록 장기적인 관점에서 전략적 자산배분에 의한 위험을 포함한 총 위험을 고려하여 대체투자를 제외한 금융 부문 전체의 목표 액티브위험(Active Risk, 실제 운용이 벤치마크에서 벗어난 정도를 나타내는 지표로서 초과 수익률의 표준편차로 측정함)과 목표 IR(Information Ratio, 초과수익률을 액티브위험으로 나눈 값으로 액티브운용의 효율성을 나타내는 지표)을 정함으로써 목표 초과수익률(전략적 자산배분에 의한 수익률 대비 초과수익률의 목표치로서 목표액티브위험 × 목표 IR로 계산됨)을 결정한다.
③ 공단은 기금운용위원회가 정한 목표 초과수익률을 달성할 수 있도록 액티브 운용의 효율성, 시장 상황 등을 고려하여 목표 액티브 위험을 목표 초과수익률이 적용되는 연도의 전년도 말까지 자산군별로 배분하고 그 배분 결과를 목표 초과수익률이 적용되는 연도에 최초로 개최되는 기금운용위원회에 보고한다.

목표초과수익률과 관련된 기술적 부분 중 참고할만한 사항을 간략히 정리하면 다음과 같다.

- 목표액티브위험은 TAA 액티브위험과 자산군액티브위험으로 구성됨
- TAA 액티브 위험은 계량모형을 통해 전략적 자산배분에 의한 포트폴리오와 실제 운용 포트폴리오의 수익률 차이를 계산하여 추정
- 자산군 액티브위험은 과거 자산군별 액티브 위험의 시계열을 활용하여 추정

가. 주요 경과

목표초과수익률의 설정 및 변경과 관련된 주요경과는 다음과 같다.

- '09년부터 매년 기금운용위원회에서 다음 연도의 목표 초과수익률을 설정
- 0.45%('10) → 0.45%('11) → 0.41%('12) → 0.38%('13) →

0.20%(‘14) → 0.25%(‘15) → 0.25%(‘16)로 해마다 낮아지고 있음

- ‘08년 목표 정보비율을 0.5로 설정하고 유지해오다가 ‘14년 목표 IR을 0.4로 설정
  - ‘13년 컨설팅 결과 상위 25%의 IR이 0.5로 보고되었는데, 성과평가보상전문위원회는 성과부진으로 인한 소멸펀드 등을 고려하여 0.4로 추정

나. 안건별 논의사항

본 연구에서는 다음의 회의들에서 관찰된 논의내용에 근거하여 국민연금의 목표초과수익률과 관련된 회의 주요 논점을 파악하였다. 논의사항에 대한 이해를 돕기 위해 안건의 제목 및 요지를 제시하고 관련 회의별로 단체별 논의사항을 정리하였는데 이는 다음과 같다.

[2009년 6차]

- 『2010년도 목표초과수익률(안)』이 상정됨. ‘09.5월에 기금운용위원회에서 의결된 기금운용지침에 따라 2010년도 목표초과수익률(안)을 의결하고자 제안되었으며, 목표액티브위험을 0.9%, 목표 IR을 0.5, 목표초과수익률을 0.45%로 하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 기획재정부는 TAA 액티브위험과 SAA 비중 간의 관계, 총위험과 shortfall risk 간의 관계 등 기술적인 부분에 대해 질의함. 한국소비자단체협의회는 예측과 실제 초과수익 간 차이가 많이 나는 것에 의문을 제기했으며 보건복지부는 알파는 이번 회의에서 처음으로 설정되는 것으로 이해하면 된다고 답변함. 민주노동조합총연맹에서는 전략적 목표수익률도 정하는데 전술적으로도 목표초과수익률을 설정해서 공격적으로 운용하는 것에 대한 우려 및 이러한 방식이 수익성 측면에서 유효한 효과를 낼지에 대한 의구심을 표명함. 기획재정부에서는 이처럼 복잡하게 하면 옳고 그름에 대해 판단

하기 어렵다는 의견을 제시하였으며 위원장은 이해를 돕기 위해 목표초과수익률을 설정할 때와 안 할 때를 비교 설명하는 등 목표초과수익률(안) 의결의 필연성 여부에 대해 상세한 설명을 제시할 것을 실무진에 요청함. 한국개발연구원에서는 테크니컬한 측면에서의 난해함을 언급하고 자산군액티브위험과 목표액티브위험 간 상관관계를 0으로 가정한 이유, IR 설정시 IR 분포상 상위 20%를 기준으로 산정한 것이 적절한지의 여부, 국내주식비중의 작은 변화에 비해 액티브위험의 변화가 큰 이유 및 계량적 요소에 대해 질의함. 또한 결정된 목표초과수익률이 위탁사에 전달되는 방식, 직접 운용시 위탁운용과의 차이를 어떻게 감안하여 운용하는지 및 위탁운용이 목표대로 이루어지지 않을 경우 취할 수 있는 조치에 대해 질의함. 보건사회연구원에서는 목표초과수익률이 성과평가와 연동되어야 의미를 가진다는 의견을 제시했으며 보건복지부는 이미 성과평가보상지침을 통해 연동되어 있다고 답변함

[2010년 5차]

- 『2011년도 목표초과수익률(안)』이 상정되었으며, 3개의 안이 제안됨
  - 제1안 : 2010년과 동일한 방식을 적용하되, 리밸런싱 방식 변경을 감안하여 목표초과수익률을 0.4%로 설정
    - 목표초과수익률(0.4%)=목표액티브위험(0.8%)×목표IR(0.5)
    - * 목표액티브위험(0.8)=TAA액티브위험(0.45)+자산군액티브위험(0.62)
  - 제2안 : 자산군액티브위험 반영 수준, 목표IR 수준, 성과에 대한 보상정책 등에 대해 향후 재논의하되, 목표초과수익률은 전년도와 동일한 0.45%(목표액티브위험 0.9%, 목표IR 0.5)로 설정
  - 제3안 : TAA액티브위험, 자산군액티브위험 및 목표IR을 다소 높

은 수준으로 반영하여 목표초과수익률을 0.54%로 설정 (목표액티브위험 0.9%, 목표IR 0.6)

- (참고) 실무위에서는 원안(제1안)이 상정되어 원안심의되었으나, 논의과정에서 복수안 논의의 필요성이 제기됨에 따라 기금위에는 실무위의 논의 결과를 토대로 복수안을 상정키로 함
- (논의 내용) 민주노동조합총연맹은 목표초과수익률이 실제로 자산운용에 유의미한 영향을 주는지 질의하였고 한반도선진화재단은 2008년 11월, 12월에 액티브 위험이 상승한 이유 및 시장변동성 증가에 의한 액티브 위험의 증가와 재량을 발휘한 결과로 인한 위험의 증가를 구분할 필요성을 제기함. 민주노동조합총연맹 및 보건사회연구원은 시장전망과 관련된 전술적 대응에 관한 의견제시 및 질의를 하였고 중소기업중앙회는 내년도 금융시장에 대한 전망자료 없이 통계만 보고하는 것은 무의미하며, 목표초과수익률을 정할 때 제시된 산식만을 고집할 필요는 없다는 의견을 제시함. 국민연금공단은 기금운용위원회는 기술적/미시적 논의보다는 큰 틀에서 방향을 정하는 논의를 할 필요가 있으며, 자산배분 시에는 전망이 중요하다고 발언함. 한국개발연구원 (원장 출장으로 다른 위원 대참, 기금운용위원회 운영규정에 따르면 대리출석은 당연직 위원의 경우에만 가능함)은 목표초과수익률의 성과급 연동은 민간에서 하는 방식인데 국민연금에 이를 적용할 때 매니저들의 위험성향이 높아질 것을 우려하였으며 기금의 안정성을 강조함. 전국공공노동조합연맹은 목표초과수익률이 너무 높게 책정되면 오히려 운용자들의 의지를 저하시킬 수 있으며 제도가 변화된 상황에서는 보수적 운용이 나을 것이라는 판단 하에 실무위 평가안에 대한 찬성 입장을 표명함. 한반도선진화재단은 낮은 성과에 패널티를 주기 어려운 실정이므로 비대칭적 인센티브로 인한 매니저들의 모럴 해저드를 우려하였으며, 민주노동조합총연맹은 목표초과수익률의 상향이 기금운용의 안정성

측면에서 우려되므로 실무위 평가안에 대한 찬성 입장을 표명함. 대한주부클럽연합회는 제시된 안들의 실현가능성에 대해 질의함. 전국공공노동조합연맹은 성과 보상정책 등에 대한 정보를 요청하였고, 한국공인회계사회는 초과수익 성과가 목표에 미달한 해에 기금본부에 인센티브가 지급되었는지를 질문하였으며, 한국경영자총협회에서는 목표초과수익률의 수준에 따라 인센티브가 평균적으로 어떻게 다른지 질의함. 위원장은 기금운용위원회에서 기술적인 이슈로 논의가 길어지고 목표초과수익률이 성과와 어떻게 연결되는지에 대한 구체적 자료 없이 논의를 지속하는 것은 적절치 않다는 의견을 밝혔으며, 실무위에서 이러한 이슈는 단수안으로 올리고 큰 정책적 결정이 필요한 사안에 대해 복수안을 올려야 한다고 발언함. 또한 만일 실무위의 전문성 부족으로 인해 이런 상황이 발생한 거라면 의사결정 프로세스에 대한 검토가 필요하다는 문제의식을 제기함. 한국보건사회연구원은 보다 액티브한 운용의 필요성을 제기하였고, 한국음식업중앙회는 인센티브를 너무 의식하기보다는 내년 경기전망이 안 좋은 것을 고려하여 보수적인 1안의 채택을 제안함. 민주노동조합총연맹은 안정성을 강조하였고 성과급 지급에 대한 논의 및 이와 연관하여 위험을 높이는 것에 부정적인 입장을 표명함. 수산업협동조합중앙회는 이 안건에 대한 논의가 이렇게 길어지는 것은 회의진행상 문제가 있다고 지적하고 결정을 촉구함. 보건복지부는 전술적 성과는 전체수익에서 차지하는 비중이 낮으므로 큰 위험을 부담하는 것은 아니라는 점을 밝혔으며, 민주노동조합총연맹은 자산배분이 결정되어도 운용자의 판단에 의한 개별종목 선택으로 인한 영향이 작지 않다고 발언함. 한국노동조합총연맹은 기금운용의 안정성을 강조하였고, 대한주부클럽연합회 및 한국공인회계사회는 수익률에 영향이 크지 않다면 좀 더 액티브 위험을 지는 쪽이 낫다는 의견을 제시하였으며, 중소기업중앙회는 내년도 목표가 없는 상황에서 목표

초과수익을 논하기 어려우며 적어도 목표초과수익률에 대한 전망치라도 알아야 수치에 대한 판단이 가능할 것이라고 발언함. 위원장은 다수안을 채택할지 추가자료를 본 이후에 결정할지 의견을 구함. 중소기업중앙회는 서면의결이 가능한지 질의하였으나 이는 규정상 불가함을 보건복지부에서 답변하였고, 민주노동조합총연맹은 차기회의로 넘기는 것에 회의적 입장을 보인 반면, 한국경영자총협회는 차기에 논의하는 것이 낫다는 입장을 밝힘과 동시에 자료 자체가 너무 테크니컬함을 지적함. 위원장은 회의성격에 맞는 자료준비를 실무진에 요청하였고 의결은 차기회의로 이연됨

[2011년 5차] 토론 요지

- 『2012년도 목표초과수익률 및 자산군별 허용범위(안)』이 상정됨. 관련하여 목표초과수익률에 한정하여 안건의 내용을 살펴보면, 2012년도의 목표초과수익률은 0.41%, 목표액티브위험은 0.82%, 목표IR은 0.5로 설정하는 것을 주요 내용으로 함
- 환헤지 목표비율 관련 의결안건과 동시에 논의되었으며 대부분의 발언이 환헤지 목표비율과 연관됨
- (논의 내용) 국민연금공단에서 목표초과수익률을 조정한 배경에 대해 설명한 것 이외에는 별다른 논의 없이 원안의결됨

[2012년 5차] 토론 요지

- 『2013년도 목표초과수익률(안)』이 상정됨. 2013년도의 목표초과수익률은 0.38%, 목표액티브위험은 0.75%, 목표 IR은 0.5로 설정하는 것을 주요 내용으로 함
- 환헤지 목표비율 관련 의결안건과 동시에 논의
- (논의 내용) 민주노동조합총연맹은 향후에는 두 안건을 각각 논의할 것을 건의하였으며, 초과수익이 단기적 성격을 가지는데 초과수익

목표치를 부여한다고 해서 장기 수익률을 제고할 수 있는지에 대해 의문을 제기함. 이에 위원장은 수익률 전체를 제고한다는 의미라고 설명하였고, 표현에 유의할 것을 당부함. 한반도선진화재단은 실적상 목표에 미달하는 것을 지적하며 목표초과수익률이 너무 높게 설정된 것은 아닌지에 대한 의문을 제기하였고, 초과수익을 달성한 방식에 대해 질의함. 한국개발연구원은 목표초과수익률과 관련된 연구의 필요성을 제기하였고 성과평가보상위원회에서는 이에 공감하였으며 방안 마련을 위한 연구 및 검토를 하겠다고 발언함

[2013년 4차] 토론 요지

- 『2014년도 목표초과수익률(안)』이 상정됨. 2014년도의 목표초과수익률은 0.2%, 목표액티브위험은 0.49%, 목표 IR은 0.4로 설정하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 전국경제인연합회는 목표초과수익률 관련 해외사례의 제시를 요청하였으며, 수산업협동조합중앙회는 목표초과수익률 설정시 과거 목표치와 실적치의 차이가 많이 고려되었는지 질의하였고, 전국공공노동조합연맹은 목표 초과시에만 성과급이 지급되기보다는 복합적 요인을 고려할 필요가 있다는 의견을 제시함. 민주노동조합총연맹은 목표치를 낮추는 것에 동의하였으나 실제 운용능력을 제고하기 위해 어떻게 할 것인지 질문함. 한국개발연구원은 목표초과수익률 하향조정이 동기부여에 기여할 것이라고 평가하였고, 액티브위험 추정시 이용되는 자료의 빈도와 관련하여 구체적 수치 산정에는 신중하게 접근할 필요가 있다는 의견을 제시함. 한국보건사회연구원은 기금의 규모를 고려할 때 초과수익을 내기 어려움을 지적하며 액티브 운용이 가능한 자산군에만 목표초과수익률을 설정하거나 목표초과수익률 설정 없이 목표수익률만을 기준으로 성과급을 산정하는 방식도 고려할 수 있다는 의견을 제시함. 국민

연금공단은 운용직의 보상체계가 개선될 필요성을 제기함

[2014년 4차] 토론 요지

- 『2015년도 목표초과수익률(안)』이 상정됨. 2015년도의 목표초과수익률은 0.25%, 목표액티브위험은 0.64%, 목표 IR은 0.4로 설정하는 것을 주요 내용으로 함
- (논의 내용) 한국보건사회연구원은 기금위에 올라오는 안건의 기술방식을 지적하며, 전문위원회와 달리 상식적이고 건전한 판단을 할 수 있는 판단의 근거자료를 제시할 필요성을 제기함. 민주노동조합총연맹은 자산군 액티브위험 산출에 이용된 자료 및 지속적으로 하향하던 목표초과수익률이 이번에 상향된 이유를 질의함. 목표초과수익률 상향 관련 성과평가보상전문위원회에서는 액티브위험 수준 설정방식의 변경 때문이라고 설명하며 추정 결과에 따라 목표초과수익률 수준이 크게 변동하는 것은 적절하지 않으므로 관련 연구를 진행한 후 보고할 예정이라고 밝힘. 중소기업중앙회는 위탁운용 관련 성과보상체계를 질의하였고, 바른사회시민회의는 액티브 위험을 감수했음에도 수익률이 저조한 경우의 성과급 관련 연구의 진행이 작년 회의에 논의되었으나 이번에 반영 안 되었음을 지적하고 관련하여 액티브 위험의 상향 조정을 우려하였으며, IR을 0.4로 설정한 것이 중간 정도만 하면 성과급을 주겠다는 의미인지 설명을 요청함. 중소기업중앙회는 실제로 기금본부가 액티브위험을 가이드라인으로 삼아 운용하는지, 매니저에게 운신의 폭을 넓혀주는 것(목표치 상향)과 성과급 지급이 보다 용이한 것(목표치 하향) 간 어느쪽이 더 운용에 도움이 되는지 질의함. 위원장은 목표초과수익률 설정 관련 개선방안 연구를 전제로 원안을 의결함. 또한 위원회의 전문성의 필요성을 상기시키고 이를 지원하기 위한 노력을 언급함

[2015년 4차] 토론 요지

- 『2016년도 목표초과수익률(안)』이 상정되었으며, 2개의 안이 제안됨
  1안 : 목표IR 0.4, 목표액티브위험 0.64%, 목표초과수익률 0.25%
  2안 : 목표IR 0.4, 목표액티브위험 0.58%, 목표초과수익률 0.23%
- (참고) 실무위에서는 1안으로 심의
- (논의 내용) 한국공인회계사회는 목표 대비 실적이 저조함을 지적하며 이유에 대한 분석 및 개선의 필요성을 제기하고 해외연기금과의 비교를 요구함. 바른사회시민회의는 목표액티브위험 변경의 기준을 질의하였고, 한국개발연구원은 기금본부의 액티브운용이 목표 대비 소극적인 것과 관련하여 업무유인상 구조적 문제에 대한 설명을 요구함. 기획재정부는 액티브위험 목표치는 하향되는데 실적치가 올라가는 이유 및 위험 계산시 대체투자를 언제 반영할 것인지, 반영하면 위험요인이 더 높아지는지에 대해 질의함. 또한 국민연금이 개인의 가처분소득을 이전받아 유효수요를 수축시킨다는 점에서 국민연금이 국내 유효수요에 기여할 필요가 있으며, 이를 고려하여 대체투자비중을 높이면서 국내투자에 기여할 필요가 있다고 발언하였으며, 국민연금의 해외증권투자 관련 자격 기준에 부합하는 국내 금융기관이 많지 않으므로 국내 자산운용사의 경쟁력 확보 및 해외 비즈니스 기회 차원에서 기준을 완화할 필요가 있다는 의견을 제시함. 이에 위원장은 공단에서 좀 심도있게 검토해주길 바란다고 발언하였고, 다른 의견이 없다면 1안으로 의결하겠다고 함

다. 회의 주요 논점

목표초과수익률에 대한 안건별 논의 사항을 보면, 기술적 논의 배제에 대한 요구가 많은 것을 알 수 있고, 목표초과수익률의 하향조정과 관련된 다양한 논의들이 있으며, 이것의 설정이 운용자들의 인센티브와 직결된다는 점에서 매니저의 모럴 해저드에 대한 이슈도 제기됨을 알 수 있다. 또한 목표초과수익률과 관련해서도 정책적 기여에 대한 논의가 나오

기도 했다는 점을 주목할 만하다. 이상에 제시된 바를 중심으로 주요 논점을 파악하되, 목표초과수익률의 하향을 안정성 및 수익성의 관점에서 접근하는지, 성과급과 연계하여 접근하는지에 따라 세분하였다. 이에 따라 총 5가지의 주요 논점을 기준으로 Ⅴ장에서 위원들의 입장을 살펴보고 관련 분석을 제시하기로 한다.

Ⅴ. 주요의제별 분석

기금운용 원칙은 Ⅱ장에 제시된 바와 같이 수익성, 안정성, 공공성, 유동성, 운용독립성에 관한 원칙이며 기금운용위원회는 이에 입각하여 안건에 대해 논의하고 심의·의결해야 한다. 본 장에서는 Ⅳ장에서 정리한 각 의제별 회의 주요 논점을 바탕으로 주요 논점 별 위원(단체)들의 입장을 정리하고, 전문성보다 대표성이 강조되는 인적 구성 하에 운영되는 기금운용위원회에서 기금운용의 원칙이 어떻게 적용되는지를 살펴보고자 한다.

주요 논점별 위원들의 입장의 정리와 관련하여, 회의에 불참하거나 의견을 개진하지 않은 경우 및 의견을 개진하였더라도 본 연구에서 정리한 주요 논점과 관련이 없는 경우에는 배제하였다. 회의에 불참하거나 의견을 개진하지 않은 것도 일종의 의사표현으로 간주될 수도 있으나 이를 직접적으로 확인할 방법이 없기 때문에 이에 대해 적극적으로 해석하는 것은 적절하지 않다고 판단했으며, 회의 진행과정에서 제시된 모든 의견을 분석할 수 없기 때문에 주요 논점을 선별한 것이므로, 위원들이 제시한 의견 중 주요 논점을 바탕으로 논의의 범위를 한정한 것이다. 따라서 특정단체 소속 위원의 입장이 분석 과정에서 드러나지 않았다는 것이 해당 위원이 논의과정에 기여하지 않았음을 보여주는 근거가 될 수 없음을 분석결과를 제시함에 앞서 명확히 해두고자 한다.

1. 중기자산배분[21)]

중기자산배분과 관련하여 파악된 7가지의 주요 논점에 대한 각 위원들의 입장을 정리하면 〈표 Ⅴ-1〉과 같다. 입장을 정리하는 과정에서 단

21) 중기자산배분 관련 회의는 아주 간략한 토론 요지만 존재하거나 논의의 내용을 제대로 파악하기 어려운 경우가 많아 해당 의제 관련 회의들에서 단체별로 대표위원의 발언의 강도에 대한 구분 결과를 따로 제시하지 않았다.

체들을 배열한 순서는 단체들이 표명한 입장의 중요도와는 무관하며, 중기자산배분뿐만 아니라 이후의 다른 의제들과 관련해서도 일관적으로 당연직위원(정부부처, 국민연금공단), 사용자 대표, 근로자 대표, 지역가입자 대표(농어업인 단체, 그 외의 자영자 관련단체, 소비자 단체 및 시민단체), 관계전문가 순으로 정리하였다.

〈표 Ⅴ-1〉 중기자산배분 관련 주요 논점별 입장

논점 / 단체	위험자산 증가우려	국내주식 증가우려	해외투자 증가우려	대체투자 우려	경제 전망치 신뢰문제	프로세스 지적	전략/전술 구분
기재부							○
전경련			×	×		○	
중소기업 중앙회	×			×		○	
민노총	○			○	○		
전국공공 노조연맹	○			○			
한노총	○		○	○	○		
농협중앙회			○ (약함)				
수협중앙회	×						
한반도선진화 재단						○	
한국공인회계사회	×						
한국소비자단체 협의회			○				
바른사회 시민회의			×			○	
참여연대		○					
한국개발연구원	×	○			×	○	
보사연						○	

* 지면상의 이유로 단체명을 요약표기하기 용이한 경우에는 요약 표기하였음

〈표 V-1〉에 제시된 내용과 Ⅳ장의 1절에서 살펴본 안건별 논의사항을 종합적으로 고려하면, 노동계 단체들을 중심으로 일관되게 해외투자 및 위험자산 증가와 대체투자 증가에 대한 우려가 제기되어 왔음을 알 수 있다. 전국경제인연합회, 중소기업중앙회, 한국공인회계사회, 바른사회시민회의, 한국개발연구원 등은 해당 논점들의 일부에 대해 다른 입장을 표명한 것을 알 수 있는데, 이 단체들의 입장 표명이 노동계 단체들에 비해 직접적으로 많이 드러나지 않은 것은 실제 배분이 이 단체들이 지지하는 방향으로 이루어졌기 때문일 개연성이 존재한다. 다른 논점에 비해 여러 단체로부터 일관되게 자산배분 프로세스에 대한 지적 즉 제약조건의 완화 요구 및 모델 변경/검토 요구 등이 있는 반면 노동계 단체 및 농어업인 단체 쪽에서는 이에 대한 지적이 없었음을 알 수 있다. 중기자산배분 관련 안건의 경우 농어업인 단체 쪽의 발언 자체가 상대적으로 적은 반면 노동계 단체들의 발언은 활발하다는 점을 고려한다면, 노동계 단체들로부터 프로세스에 대한 문제 제기가 이루어지지 않았다는 것이 〈표 V-1〉에서 두드러지는 부분 중 하나라고 볼 수 있다.

단체들 간 의견개진이 활발하였고 입장 차이가 확인되는 논점인 해외투자 증가 우려와 국내주식과 대체를 비롯한 위험자산증가 우려 및 자산배분 프로세스에 대해 좀 더 살펴보자.

사실 해외투자 증가 우려가 위험자산 증가 우려와 맞물리는 측면이 있고 국내주식 비중증가에 대한 우려 및 대체투자 증가 우려 역시 위험자산 증가 우려와 직결되는 측면이 있다. 각 논점들이 다 연결되어 있고 가장 상위에 위험자산에 대한 증가 우려가 있는 것은 사실이나, 단체들마다 어떠한 측면에서 위험자산의 증가를 우려하는지에 대한 구체적 배경이 다른 경우가 대부분이기 때문에 이를 각각 따로 나누어 살펴본 것이다.

우선 해외투자의 증가에 대해 보면, 해외투자의 증가를 우려하는 입장에서는 이를 위험의 증가로 인식하여 수익성보다는 기금의 안정성을 강조하는 의견을 피력하는 경향이 관찰된다. 해외투자와 관련하여 자국자

산에 대한 투자비중이 높아 국제분산투자로부터의 효용을 충분히 누리지 못하는 비효율적 포트폴리오를 보유하는 현상을 일컫는 홈바이어스(home bias) 이슈는 빈번하게 제기된다. 학계에서는 홈바이어스가 관측되는 이유를 설명하기 위해 다양한 측면에서 방대한 연구가 진행되어 왔으며, 주요 해외연기금들 역시 홈바이어스를 해소하는 투자방향성을 견지하고 있다. 국민연금의 해외투자 확대기조는 기금의 규모 대비 협소한 국내 자산시장을 고려하여 설정된 측면도 있으나 기본적으로는 보다 효율적인 국제 분산 포트폴리오를 구성함으로써 수익성을 제고하기 위한 선택이다. 목표수익률이 결정되면 이를 달성할 수 있는 가장 효율적인 방식을 선택하는 것이 합리적이며 그 과정에서 허용위험한도를 초과하지 않는 자산배분안을 도출한 결과로 해외자산에 대한 투자비중이 증가한 것이라면, 해외투자의 증가, 즉 홈바이어스의 해소는 합리적 선택의 결과일 뿐 위험을 가중시키는 선택이라고 볼 수 없다. 이러한 점에서 볼 때, 해외투자의 증가와 관련하여 이를 이행해나가는 구체적이고 현실적인 방식에 대한 논의에 보다 집중할 필요가 있었다고 볼 수 있다.

다음으로 위험자산의 증가를 살펴보면, 위험과 수익, 즉 안정성과 수익성 간 단체들의 입장 차이가 확연하게 드러난다는 것을 알 수 있다. 기본적으로 위험과 수익 간 상충관계가 존재하므로 위험은 자산배분 상의 (허용 위험한도 내에서의) 선택사항이다. 안정성을 추구한다면 낮은 위험을 선택하게 되는데, 위험자산의 증가를 우려하는 입장을 지속적으로 표명한 노동계 단체들로부터 위험자산의 한 종류인 국내주식과 관련해서는 비중의 증가를 우려하는 발언을 관찰하기가 어려웠다.[22] 안정성 추구를 중시한다면 위험자산과 국내자산 관련 논점에 대해 일관성 있는 입장을 견지하는 것이 논리적으로 타당한데[23] 실제 논의과정에서는 이

22) 해외투자 증가를 우려했던 단체는 이로 인해 국민연금의 사회적 역할이 축소될 것을 우려하는 발언을 한 바 있는데, 해당 단체 역시 위험자산의 증가를 우려하였으나 국내주식 비중의 증가에 대해서는 명시적으로 우려를 표명하지 않았다.

23) 위험자산의 증가 방향성에는 동의하지만 국내주식 비중의 증가를 우려하는 입장을

를 확인할 수 없었다는 의미이다.

마지막으로 여러 단체로부터 자산배분 프로세스의 불명확함이 지적되었다. 각 자산의 위험-수익 프로파일과 기대성과 등 자산배분 모형을 통해 도출되는 자산배분안들이 실제 제안되는 것이 아니라, 사실상 몇 가지 정책조건에 의해 자산배분결정의 대부분이 좌우되어 왔기 때문이다. 기금운용위원회에서 심의, 의결되는 안건들은 모두 기금운용상의 중요성을 지니지만, 그 중에서도 자산배분결정은 핵심적으로 중요한 사안이라고 볼 수 있다. 그런데 계량적 모형을 설정하고는 있으나 최종적으로는 정책조건에 의해 자산배분안이 거의 결정되어 온 것이며, 이는 사실상 기금운용위원회의 논의가 불필요한 자산배분결정이 이루어지는 것과 마찬가지이다. 정책조건이 설정된 것도 그 나름의 현실적인 이유가 있지만, 그 조건이 큰 틀에서의 방향성을 대부분 결정하여 위원회의 선택의 폭이 좁았기 때문에 위원들 역시 이에 대해 문제 제기를 꾸준히 하였다. 정책당국도 이를 인지하고 개선하고자 하였으나 이에 지나치게 많은 시간이 소요됨으로써 결과적으로는 기금운용위원회의 자산배분안 결정의 효율성 저하가 장기화된 측면이 있다. 이 과정에서 모형의 점검 및 정책조건의 개선/제거와 관련된 단체들 간의 입장 차이가 모형을 점검, 검토하는 전문가들 및 이를 개발, 적용해야 하는 실무자들에게 어려움을 주었을 것으로 판단된다.

2. 환헤지 정책

환헤지 정책 관련하여, 소속별·발언별 특성을 정리한 결과는 [그림 V-1]에 제시된 바와 같다.

표명한 경우는, 국내주식 비중의 증가에 대한 우려의 근거가 위험자산을 기금 포트폴리오에 더 많이 편입하는 것과 관련되지 않고 국내시장 내 기금의 영향력 및 기금의 규모와 관련되어 있다. 따라서 이 경우에는 두 논점 간 입장이 다르더라도 논리적 일관성이 결여되었다고 판단하면 안 된다.

[그림 V-1] 환헤지 정책 관련 발언 분석

	2007년 6차	2008년 6차	2009년 5차	2009년 7차	2010년 3차	2010년 5차	2011년 5차	2012년 5차	2013년 5차	2015년 5차
국민연금공단	0	0	0	2	0	0	2	2	0	0
기획재정부	0	0	2	2	-1	-1	2	-1	1	1
농림부	-1	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
산업자원부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
노동부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
전국경제인연합회	1	0	0	0	0	1	1	0	1	2
중소기업중앙회	0	-1	0	0	-1	0	2	-1	2	1
한국경영자총협회	0	1	2	0	0	0	0	0	-1	2
민주노동조합총연맹	1	1	2	1	1	1	1	2	2	0
한국노동조합총연맹	-1	1	-1	0	-1	0	0	0	1	0
전국공공노동조합연맹	-1	2	-1	0	0	0	-1	0	0	-1
농업협동조합중앙회	-1	0	0	-1	-1	-1	0	0	-1	-1
한국소비자단체협의회	0	-1	1	0		0	0	-1	1	0
한국공인회계사회	1	0	0	0	0	0	0	0	2	0
수산업협동조합중앙회	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0
참여연대	0	1	2	0	2	2	2	2	2	3
한국음식업중앙회	0	-1	-1	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
한국보건사회연구원	-1	2	3	-1	0	0	2	0	0	0
한국개발연구원	-1	0	0	-1	2	0	-1	2	2	-1

	참석 X
	참석 & 발언 X
	참석 & 발언
	중복 발언
	자료 요청
	독립성 침해가 우려되는 발언

주1) 표 안의 숫자는 편의 상 발언을 숫자로 구분한 것이며, 각 각의 숫자는 발언X = “0”, 단순발언 =“1”, 유효발언 = “2”, 핵심발언 = “3”을 의미함. 이외 불참의 경우는 “-1”로 표시함

주2) 표의 범례는 숫자 구분에 발언의 특징(중복발언, 자료 요청, 독립성 침해 우려)을 추가적으로 고려하여 구분한 것임

기금위는 2005년부터 2016년 기간 동안 총 10회에 걸쳐, 환헤지 정책 변경 관련(안)을 심의·의결하였다. 이 중 추가 자료를 요청하는 횟수는 총 4회, 독립성 침해가 우려되는 발언은 총 1회로 파악되었으며, 환헤지 정책 관련해서는 참여연대, 기재부 순으로 의견 개진(유효발언 + 핵심발언)이 활발한 것으로 파악되었다.

이어 환헤지 정책과 관련하여 파악된 6가지의 주요 논점에 대한 각 위원들의 입장을 정리하면 〈표 V-2〉와 같다.[24)]

24) 보건복지부와 기금운용본부는 2015년 환헤지 정책 변화 이전에는 전술적 운용에 찬성하지 않았으나 정책 변화 이후 전술적 운용 쪽으로 선회하였다. 두 단체 모두 기금운용위원회의 논의과정에 깊이 개입되어 있는 것은 사실이나, 위원에 해당되지 않기 때문에 〈표 V-2〉에는 정리하지 않았다.

〈표 V-2〉 환헤지 정책 관련 주요 논점별 입장

논점 / 단체	전술적 운용[2]	언헤지 =위험	전체포트 차원의 접근	이머징 환노출	외환시장 기여	해외채권 =고수익
기획재정부	○				○	
국민연금공단					○	
한국경영자총협회			○			
중소기업중앙회	○					
민주노동조합총연맹	×	○		×		
한반도선진화재단 /바른사회시민회의[1]	○		○	○[3]		○
참여연대	×					
한국개발연구원	○			×		
보건사회연구원	○					

1) 해당 안건의 논의가 이루어진 시기 중에 한반도선진화재단과 바른사회시민회의 간 단체 변경이 있었음
2) 전략적 헤지정책에서 환율의 방향성을 감안하자는 전술적 대응도 포함함
3) 통화 다변화 측면임

환과 관련하여 민주노동조합총연맹과 참여연대는 전술적 운용에 반대한 반면 명시적으로 의견을 개진하지 않은 일부 단체를 제외하면 전술적 운용을 지지하는 경향을 발견할 수 있다. 언헤지를 위험한 투자로 인식하는 경우도 있는데, 언헤지도 합리적인 환헤지 전략의 일종일 수 있다는 점을 충분히 고려하지 못했기 때문인 것으로 판단되며, 환헤지의 개념 및 목적에 대해 혼동하지 않도록 실무진과 위원 모두가 보다 노력을 기울일 필요가 있을 것이다.

전체 포트폴리오 차원에서의 환헤지 정책에 대한 논의과정을 보면 이에 동의한 위원조차도 실무진에서 해당 내용에 대해 이해하기 쉽게 자

료를 제시했다면 좋았을 것이라는 아쉬움을 표한 바 있다. 이론적으로 환헤지 정책은 전체 포트폴리오를 대상으로 그 당시의 자산배분에 의해 결정된다. 하지만 기금운용본부는 그 동안 실증분석이라는 확실한 논거를 바탕으로 원안을 통과시켜주기를 바라면서 그 실증분석의 이면에 대한 설명을 충분히 제시하지 못한 것으로 보인다. 이를테면 전체 포트폴리오의 최적헤지비율과 개별자산의 최적헤지비율 설정으로 인한 둘 간의 효율성 차이를 먼저 설명할 필요가 있었다.[25] 그리고 비효율적인 선택의 이유, 즉 자산군별로 최적헤지비율을 설정하는 불가피한 이유로 성과평가문제, 외환관리를 위한 독립조직의 부재, 전문성의 부재, 시장에 대한 영향력 문제, 글로벌 위기에서의 유동성 문제 등을 위원들에게 설명할 필요가 있었다. 여러 해에 걸쳐 환헤지 정책에 관한 논의가 반복되는 과정에서 위원들의 인적 구성의 변화가 존재함을 감안한다면, 이러한 자료 구성 및 불충분한 설명은 논의과정의 효율성을 더욱 저하시켰을 가능성이 높다.

환헤지 정책 관련 논의사항을 보면 해외채권의 성격이 논의의 대상이 되기도 하였다. 기본적으로 CIP(covered interest rate parity, 커버드 이자율 평형설)가 성립한다면 헤지를 하게 될 때 얻는 수익은 국내채권과 다를 바가 없다. 따라서 신용 프리미엄 추구, 국내에서 확보할 수 없는 만기의 채권 구입 목적 등을 제외한다면 해외채권을 100% 헤지하는 것은 이 자산에 대한 투자매력을 떨어뜨린다. 따라서 해외채권의 성격을 국내채권에 대한 대체재로 보기보다는 고수익의 원천으로 볼 수도 있다는 의견은 충분히 고려해볼 필요가 있으며, 이를 수용한다면 이종통화에

25) 자산군별로 최적헤지비율을 설정하는 과정에서 해외채권의 성격을 굳이 안전자산으로 규명하면서 해외채권의 헤지비율을 100% 유지시키는 것을 정당화시키고, 동시에 그런 이유로 매력도가 떨어지는 해외채권의 투자비중을 5% 이내로 할당하고 있는 것은 합리적인 방향이라고 보기 어렵다(해외채권 투자 비중에 대한 내용은 보건복지부 보도자료, 2017, 05.25, '국민연금 투자다변화를 위한 해외투자 확대 지속 추진'을 참고하여 작성하였음).

대한 언헤지 정책이 탄력을 받게 되고 통화다변화 차원의 환관리가 지지받을 것이다.

환헤지 정책과 관련된 안건들도 일견 기술적인 측면이 있는 바, 기금운용본부에 대한 신뢰의 문제, 내부논리 우선화에 대한 우려, 정보의 비대칭성에 대한 우려가 존재할 수 있으며, 이를 미연에 방지하기 위해서는 기금운용위원회의 전문성이 강화될 필요가 있다. 일부 단체들의 보수적인 의사결정이 기금운용의 안정성에 근거를 두고 있다기보다 이러한 각종 우려로 인한 것일 가능성을 배제하기 어려우며 이는 미래지향적인 논의를 저해하는 요소로 작용할 수 있기 때문이다.

3. 의결권과 배당

의결권 및 배당과 관련하여, 소속별·발언별 특성을 정리하면 [그림 V-2]에 제시된 바와 같다.

[그림 V-2] 의결권 및 배당 관련 발언 분석

	2005년 4차	2006년 1차	2006년 4차	2007년 6차	2008년 8차	2009년 7차	2011년 1차	2014년 1차	2015년 1차	2015년 2차
국민연금공단	2	0	0	0	-1	2	0	0	0	0
기획재정부	0	-1	-1	0	2	2	-1	2	2	2
농림부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	0	-1
산업자원부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
노동부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
전국경제인연합회	2	0	2	-1	0	2	-1	2	1	3
중소기업중앙회	0	0	-1	0	0	0	-1	2	1	2
한국경영자총협회	2	0	-1	2	0	0	-1	2	2	2
민주노동조합총연맹	3	0	-1	0	0	2	0	-1	1	2
한국노동조합총연맹	0	0	0	-1	0	0	0	-1	-1	2
전국공공노동조합연맹	0	0	0	2	-1	0	0	2	2	0
농업협동조합중앙회	-1	-1	-1	-1	0	-1	-1	0	0	0
한국소비자단체협의회	-1	0	0	0	-1	0	0	1	1	-1
한국공인회계사회	0	0	0	2	-1	0	0	2	2	0
수산업협동조합중앙회	0	-1	0	0	0	0	0	0	1	0
참여연대	0	1	2	0	3	0	0	3	3	3
한국음식업중앙회	-1	0	-1	0	0	-1	0	-1	-1	-1
한국보건사회연구원	0	-1	0	-1	0	-1	0	2	0	0
한국개발연구원	3	0	2	-1	0	-1	0	0	2	3

	참석 X
	참석 & 발언 X
	참석 & 발언
	중복 발언
	자료 요청
	독립성 침해가 우려되는 발언

주1) 표 안의 숫자는 편의 상 발언을 숫자로 구분한 것이며, 각 각의 숫자는 발언X = “0”, 단순발언 =“1”, 유효발언 = “2”, 핵심발언 = “3”을 의미함. 이외 불참의 경우는 “-1”로 표시함

주2) 표의 범례는 숫자 구분에 발언의 특징(중복발언, 자료 요청, 독립성 침해 우려)을 추가적으로 고려하여 구분한 것임

기금위는 2005년부터 2016년 기간 동안 총 10회에 걸쳐, 의결권 및 배당 관련(안)을 심의·의결하였다. 이 중 추가 자료를 요청하는 횟수는 총 2회, 독립성 침해가 우려되는 발언 횟수는 총 3회로 파악되었으며, 다른 의제에 비해, 사용자 단체(전국경제인연합회, 중소기업중앙회, 한국경영자총협회)와 참여연대의 참여가 활발한 것으로 파악되었다.

이어, 의결권 및 배당과 관련하여 파악된 7가지의 주요 논점에 대한 각 위원들의 입장을 정리하면 〈표 V-3〉과 같다.

〈표 V-3〉 의결권 및 배당 관련 주요 논점별 입장

논점 / 단체	경영권 방어	의결권 적극행사	독립성 우려	'공공성' 확대해석	시장영향력 강화	수익성에 우선하는 원칙존재	배당정책 찬성(강화)
기재부		○		○			○
국민연금 공단				○			
전국경제인 연합회	○	×			×		×
중소기업중앙회		○		○	○		○
한국경영자 총협회		○[1] ×[2]			×		×
민주노동조합 총연맹		○					○
전국공공 노조연맹		○				×	○
한국노동조합 총연맹		○					
한국공인 회계사회		○[3] ×[4]			×	×	○
한국소비자 단체협의회		○		○	○		○
바른사회 시민회의		×	○		×	×	
한국개발연구원		○					○

1) 2007년 6차
2) 2012년 1차 및 2015년 1차와 2차
3) 2007년 6차 및 2012년 1차
4) 2015년 1차

의결권 및 배당 관련 논의는 위원들의 대표성이 잘 드러난 주제 중 하나이다. 따라서 안건들에 대해서는 단체별로 견해 차이가 크고 이 차이가 좁혀지지 않는 경향이 존재하는 것을 관찰할 수 있다. 이에 명시적으로 입장 표명이 이루어진 경우를 기준으로 〈표 V-3〉의 내용을 정리하였는데, 국민연금의 적극적 의결권 행사와 관련하여 한국경영자총협회 및 공인회계사회의 입장이 최근 회의에서 변화한 것이 특기할 만한 사

항이다.[26] 한편, 두 단체를 제외하고는 각 단체의 의사결정이 바뀐 적이 없다는 점에서 대표위원의 성향에 의해 단체의 의사결정이 영향을 받는 상황을 크게 우려할 필요는 없는 것으로 보인다.

단체별 논점에 따른 입장 정리에 기반하여, 이하에서는 대표성과 공공성 및 독립성의 측면에서 의결권 및 배당 관련 기금운용위원회의 논의과정에 대해 좀 더 살펴보고자 한다. 우선 대표성과 관련하여 살펴보면, 단체별로 주장하는 바가 확연한 차이를 보이는 경우에는 대표성이 강조되는 기금운용위원회에서의 의사결정이 난항을 겪게 될 수 있다. 사전에 일부 단체들이 의견을 조율하고 참석하기도 하므로, 기금운용위원회의 정식회의 도중에 상호의견 교환을 통해 입장 차이가 조율되거나 합의에 도달하기가 쉽지 않다. 입장 차이가 명확하여 이런 상황이 발생하는 것까지 완화/해소하기는 어렵지만, 최소한의 효율성을 위해 사전에 각 위원들에게 동일한 정보가 제공될 필요가 있으며 근거자료 및 정보도 정확하고 충분하게 제공될 필요가 있다. 그렇지 않으면 입장의 차이에 의한 첨예한 의견대립뿐만 아니라 사실관계 확인부터 논의의 형평성에 이르기까지 여러 불만이 제기됨으로써 논의과정이 더욱 복잡해지고 의견수렴이 더욱 어려워질 개연성이 있다.

논의과정을 보면 첨예한 사안에 대해서는 복지부나 기금운용본부가 정보 공유에 대해 상당한 신경을 쓰고 있는 것은 사실이나, 일부 위원들이기 송부된 자료를 확인하지 못했다거나 혹은 해당 단체의 실무위원이나 전문위원과 정보를 공유하지 않는 경우가 종종 발생하고 이 사실이 기금운용위원회의 회의에서 언급되기도 하는 것에 주목할 필요가 있다. 실무진에서 충분한 정보를 사전에 제공할 의무가 있는 한편, 위원 역시 위원으로서의 책무를 다하기 위해 사전에 회의 관련 자료를 확인할 의무가 있다는 점에서, 실무진은 위원들에게 사전에 정보를 제공하는 것과

26) 한국공인회계사회의 경우, 위원 본인의 전문지식을 기반으로 한 소신에 의한 결정으로 인해 입장의 변화가 관찰된 것으로 판단된다.

관련된 보다 효율적인 혹은 확실한 방식에 대해 고민할 필요가 있으며, 위원들 역시 위원으로서의 의무를 방기하지 않아야 한다. 이와 관련하여 필요하다면 기금운용위원회의 운영규정에 안건 관련 사전 정보의 제공에 관하여 명확하게 규정하는 것도 고려해볼 수 있다.

다음으로 '공공성'은 기금운용 원칙 중 하나로서 협의의 의미에서는 시장 영향력을 최소화하는 관점에서 해석된다. 종종 이 원칙이 확대해석되어 국민연금의 사회적 역할에 대한 강조 및 정부의 정책 혹은 활동과의 연관 하에 공익성에 기여할 필요가 주장되기도 하기 때문에 공공성의 확대해석 여부를 주요 논점 중 하나로 파악한 것이다. 공공성의 확대해석에서 더 나아가 공공성 원칙의 내용과 상충할 수 있는 시장 영향력 강화에 대한 논의도 주요 논점 중 하나인데, 중소기업중앙회 및 한국소비자단체협의회의 경우를 보면 공공성의 원칙을 확대해석하여 의견을 개진한 단체들이 시장 영향력 강화와 관련된 의견을 제시한 것을 관찰할 수 있다.

수익성을 가장 우선시하는 위원들은 시장 영향력 강화에 대한 우려를 표명하며 기금의 수익성을 해칠 우려가 있음을 지적한다.[27] 하지만 의결권의 적극적 행사 및 배당정책 수립의 논의에서 기금의 시장영향력 강화는 책임투자와 관련이 되어 다수의 위원들의 지지를 받고 있다. 그 이유는 국민연금의 적극적인 주주권행사가 장기적인 수익과 연관이 있으며 가입자에 대한 책무라고 판단하기 때문이다. 따라서 주주로서의 역할을 성실히 수행하는 것은 시대의 요구이자 국민연금의 장기수익과 직결된 중요한 운용기준이라고 하겠다. 하지만 적어도 시장에서의 중립성, 정책적 중립성, 기업 경영권 침해 요소 제거(기업의 자율성과 수익성 확보)라는 최소한의 기준도 함께 고려되어야 할 것이다.

---

27) 명시적으로 수익성 원칙에 반하는 의견을 피력한 위원들은 없었지만 수익에 반하는 의사결정이 존재할 수 있음을 지적함에도, 국민연금의 시장영향력 강화를 통한 사회적 공공성을 주장하는 경우가 있기 때문에 일부 위원들은 수익성 원칙을 최우선시 하지 않는다고 해석할 수도 있다.

독립성과 관련하여 주목할 회의는 가장 첨예하게 의견이 대립되었던 배당과 관련된 2015년 1차 회의이다. 이례적으로 2015년 1차 회의에 기재부 미래경제전략국장이 참석하여 적극적으로 찬성 의견을 피력하고 의사결정을 차기로 이연하지 않고자 하는 의사진행 발언을 한 것을 회의록에서 파악할 수 있다. 기재부 차관이 출석한 상태였으므로 대리출석도 아니었다는 점에서 기금운용위원회의 운영규정에 반하는 상황이었으며, 자료 기간 동안 이러한 경우가 단 한 차례에 불과하지만 이는 기금운용 원칙 중 독립성 원칙의 관점에서 우려를 불러일으킬 수 있는 상황으로 보이며, 단 한 차례라도 발생해서는 안 되는 상황이라고 판단된다. 국민연금의 기금운용 정책이 국가 및 경제에 미치는 거시적 영향력이 있기 때문에 유관 부처에서 관심을 가지거나 기금운용위원회에 배석할 수도 있을 것이다. 그러나 정부의 강력한 의지를 기금운용위원회에서 적극적으로 표명하는 것이 적절한지에 대해서는 재고할 필요가 있다. 또한 기금위 위원이 아닌 참석자가 해당회의에서 이 안건에 대한 의결을 강력히 촉구하고 표결방식을 제안하는 등 적극적으로 회의 진행과 관련된 의견을 제시한 것 역시 우려하지 않을 수 없는 상황이다. 자료기간 동안 개최된 총 65회의 기금운용위원회 회의에 단 4회 참석한 농림축산식품부 차관이 2015년 1차 회의에 참석한 것이 이러한 상황과 연관이 없을 수도 있으나, 그럴 개연성이 없다고 단정 짓기 어려운 것도 사실이다.

실제로 1차 회의에서는 의결정족수 미달로 인해 안건이 의결되지 않고 2차로 이연되었으며, 과반 이상의 위원의 동의 하에 안건이 의결되었다는 점에서 결과적으로는 기금운용의 독립성을 침해하는 의사결정이 이루어졌다고 평가하기 어렵다. 그러나 논의 과정상에서는 독립성 침해의 우려가 분명히 제기될 만한 요소가 존재하였다는 것을 부정할 수 없다. 그러므로 이런 상황이 발생할 수 있음을 인지하고 그 가능성을 원천적으로 제거하기 위해 노력할 필요가 있다.

4. 위탁운용

위탁운용과 관련하여, 소속별·발언별 특성을 정리하면 [그림 V-3]에 제시된 바와 같다.

[그림 V-3] 위탁운용 관련 발언 분석

	2006년 4차	2007년 6차	2008년 8차	2009년 7차	2011년 6차	2012년 6차	2013년 4차	2014년 5차	2015년 5차
국민연금공단	0	0	0	0	2	0	0	0	0
기획재정부	-1	2	0	1	-1	2	-1	2	2
농림부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
산업자원부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
노동부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	2	-1
전국경제인연합회	0	-1	0	0	2	0	0	0	0
중소기업중앙회	-1	0	0	1	-1	-1	2	1	1
한국경영자총협회	-1	0	0	0	0	2	1	0	2
민주노동조합총연맹	-1	0	0	1	1	1	1	1	0
한국노동조합총연맹	0	-1	0	0	0	1	-1	2	0
전국공공노동조합연맹	0	-1	0	0	0	0	0	-1	-1
농업협동조합중앙회	-1	-1	0	-1	0	0	0	0	-1
한국소비자단체협의회	0	0	-1	1	-1	1	0	0	0
한국공인회계사회	2	0	-1	0	0	2	1	2	2
수산업협동조합중앙회	0	0	0	0	0	0	0	0	0
참여연대	2	2	1	1	-1	2	0	2	2
한국음식업중앙회	-1	0	0	-1	0	-1	-1	-1	-1
한국보건사회연구원	1	-1	0	-1	0	0	0	0	0
한국개발연구원	1	-1	0	-1	2	-1	0	-1	-1

	참석 X
	참석 & 발언 X
	참석 & 발언
	중복 발언
	자료 요청
	독립성 침해가 우려되는 발언

주1) 표 안의 숫자는 편의 상 발언을 숫자로 구분한 것이며, 각 각의 숫자는 발언X = “0”, 단순발언 =“1”, 유효발언 = “2”, 핵심발언 = “3”을 의미함. 이외 불참의 경우는 “-1”로 표시함

주2) 표의 범례는 숫자 구분에 발언의 특징(중복발언, 자료 요청, 독립성 침해 우려)을 추가적으로 고려하여 구분한 것임

기금위는 2005년부터 2016년 기간 동안 총 9회에 걸쳐, 위탁운용 관련(안)을 심의·의결하였다. 이 중 추가 자료를 요청하는 횟수는 총 5회, 독립성 침해가 우려되는 발언은 총 2회로 파악되었으며, 다른 의제에 비해 특정 단체의 참여가 두드러지는 경향은 보이지 않았다.

이어 위탁운용과 관련하여 파악된 5가지의 주요 논점에 대한 각 위원들의 입장을 정리하면 〈표 Ⅴ-4〉와 같다.

〈표 Ⅴ-4〉 위탁운용 관련 주요 논점별 입장

논점 / 단체	위탁운용 확대	정책기여	투명성 요구	위탁사 패널티	시장영향력 행사 우려
기획재정부	○	○			
중소기업중앙회		○[1] ×[2]			
민주노동조합총연맹	×		○		○
한국노동조합총연맹	×				
한국공인회계사회	×		○	○	
한국소비자단체협의회			○		
바른사회시민회의	○				
한국개발연구원	○		○		
한국보건사회연구원			○		

1) 2009년 7차
2) 2015년 5차

위탁운용 관련 안건들에 대해서는 전반적으로 위탁운용정책에 대한 근거가 미흡하다는 지적이 있었으며, 주요 논점 중 정책적 기여에 대한 찬성여부와 관련하여 중소기업중앙회의 입장이 달라진 것이 특기할 만한 사항이다. 구체적으로 2009년 7차 회의에서는 국민연금이 벤처 정책에 이바지할 필요가 있다는 의견을 제시한 반면, 2015년 5차 회의에서는 금융위가 발표한 위탁운용 관련 정책과 관련하여 관치금융이라고 비판한 바 있다.

위탁운용의 장점이 분명히 존재하는 한편, 그 이면에는 비용이 수반된다는 문제가 있고 위탁운용이 반드시 직접운용보다 성과가 좋지는 않다는 문제도 있다. 위탁운용과 관련하여, 투명성이 요구되며 비용을 고려할 필요가 있다는 것은 상당히 일리가 있는 지적이며 특히 장기투자자인 국민연금의 입장에서 매해 나가는 위탁운용비용은 절감될수록 좋다. 그 비용에 걸맞은 장기 초과성과가 나지 않는다면 더욱 그러하다. 아울러 국민연금은 꾸준히 투명성 제고와 관련된 지적을 받아왔으며, 지금까지 해왔던 것처럼 이를 개선하기 위한 노력을 지속할 필요가 있다. 하지만 위탁운용의 증가를 위험의 증가로 보는 시각은 아쉬운 부분이다. 자산배분에 의해 전체 포트폴리오 차원에서 위험이 통제되고 있고 위탁운용에 대해 모니터링이 되고 있는 상황에서, 일부 위탁 매니저의 위험한 운용이 기금전체에 큰 위험을 가져올 수 있다는 것은 합당하지 않은 지적이다.

한편, 위탁운용이 자본시장에 미치는 영향을 고려할 때, 기재부가 이에 관심을 가지는 것은 이해가 되지만, 금융정책적인 문제와 국민연금의 기금운용을 연관 짓는 것은 운용의 독립성을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 더 나아가 국민연금의 납부로 인해 유효수요가 감소되었으니 기금이 거시경제에서 이를 보완하는 역할을 할 필요가 있다고 주장한다면, 이 주장의 타당성 여부를 논외로 하더라도, 이런 논리 하에서 국민연금이 간섭하지 못할 금융정책이 사실상 없다. 그럴 경우 정책 논리에 의해 기금운용의 독립성이 훼손될 개연성이 있을 뿐만 아니라 기금의 안정성과 수익성 역시 위협받을 수 있다. 따라서 위원장 및 각 위원들이 이러한 발언에 대해 제지 혹은 적극적으로 대응할 필요가 있으며, 가입자들을 대표하는 위원들로서 수행해야 하는 역할에 대한 정확한 이해가 요구된다.

5. 목표초과수익률

목표초과수익률과 관련하여, 소속별·발언별 특성을 정리하면 [그림 Ⅴ-4]에 제시된 바와 같다.

[그림 Ⅴ-4] 목표초과 수익률 관련 발언 분석

소속	2009년 6차	2010년 5차	2011년 5차	2012년 5차	2013년 4차	2014년 4차	2015년 4차
국민연금공단	0	2	2	2	1	0	0
기획재정부	1	-1	2	-1	-1	-1	2
농림부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
산업자원부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
노동부	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
전국경제인연합회	0	-1	-1	0	2	0	0
중소기업중앙회	0	2	2	-1	0	1	-1
한국경영자총협회	0	2	0	0	0	0	0
민주노동조합총연맹	1	2	1	2	1	1	0
한국노동조합총연맹	-1	2	0	0	-1	1	0
전국공공노동조합연맹	-1	2	-1	0	1	-1	0
한국소비자단체협의회	1	2	0	-1	0	0	0
농업협동조합중앙회	0	-1	0	0	0	0	-1
한국공인회계사회	0	2	0	0	0	0	2
수산업협동조합중앙회	0	1	0	0	2	0	0
참여연대	0	2	2	2	2	1	3
한국음식업중앙회	-1	2	-1	-1	-1	-1	-1
한국보건사회연구원	3	3	2	0	2	2	0
한국개발연구원	2	2	-1	2	2	-1	2

	참석 X
	참석 & 발언 X
	참석 & 발언
	중복 발언
	자료 요청
	독립성 침해가 우려되는 발언

주1) 표 안의 숫자는 편의 상 발언을 숫자로 구분한 것이며, 각 각의 숫자는 발언X = “0”, 단순발언 =“1”, 유효발언 = “2”, 핵심발언 = “3”을 의미함. 이외 불참의 경우는 “-1”로 표시함

주2) 표의 범례는 숫자 구분에 발언의 특징(중복발언, 자료 요청, 독립성 침해 우려)을 추가적으로 고려하여 구분한 것임

기금위는 2005년부터 2016년 기간 동안 총 7회에 걸쳐, 목표초과수익률 관련(안)을 심의·의결하였다. 이 중 추가 자료를 요청하는 횟수는 총 5회, 독립성 침해가 우려되는 발언은 총 1회로 파악되었으며, 다른 의제에 비해, 참여연대 및 관련 전문가 단체의 의견 개진(유효발언+핵심발언)이 활발한 것으로 나타났다.

이어 목표초과수익률과 관련하여 파악된 5가지의 주요 논점에 대한 각 위원들의 입장을 정리하면 〈표 V-5〉와 같다.

〈표 V-5〉 목표초과수익률 관련 주요 논점별 입장

논점 / 단체	기술적 논의 배제 요구	목표하향 (안정성)	목표하향 (성과급 연계)	매니저의 모럴해저드	정책 기여
위원장	○				
기획재정부	○				○
민주노동조합총연맹		○	○	○	
전국공공노동조합연맹		○			
한국노동조합총연맹		○			
한국공인회계사회		×			
한국음식업중앙회		○			
대한주부클럽연합회		×			
한반도선진화재단				○	
한국개발연구원	○	○	○		
한국보건사회연구원	○	×			

목표초과수익률 관련 안건들에 대해서는 다수의 위원들이 여러 해에 걸쳐 기술적 논의를 배제할 것을 요구한 바 있으며, 방법론에 대한 이해의 부족으로 2010년 5차 회의에서 다룰 안건이 차기 회의로 이연되기도 하였다. 위원장이 직접 강력하게 기술적 논의 배제를 요구한 것이 특기할만한 사항이다. 구체적으로 2010년 5차 회의에서 위원장을 포함한 일부 위원들은 기술적 이슈는 실무위 혹은 전문위원회 차원에서 논의되

어야 한다고 문제제기를 하였으며 기금운용위원회 위원들이 의결시 참고할 수 있는 자료를 적절하게 준비해줄 것을 요청한 바 있다.

이처럼 기금위에서 무엇을 다룰 것인지와 하부 위원회의 역할에 대한 이슈가 존재하는 상황에서 현재 기금운용체계를 상기할 필요가 있다. 관리는 정부(복지부)가 하고 전문가에게 위탁하며, 대표성이 있는 최고의사결정기구인 기금운용위원회에서 중요 결정을 하되 위원회와 나머지 참여자 간 소통을 위해 전문위원회가 존재하고, 보다 실무적 의사결정을 사전에 하기 위하여 실무평가위원회가 있어 기금운용위원회를 보좌하고 있다. 따라서 기금운용위원회가 기술적인 분석까지 들여다 볼 필요는 없어 보인다. 이는 위원장이 실무평가위원회의 책임문제까지 거론한 이유이기도 하다. 간략한 기준에 의해 분류된 안건들 중에 기금운용원칙을 기반으로 선택할 수 있는 안건에 한하여 기금운용위원회에서 논의가 진행되는 것이 합당할 수도 있다. 즉 기금운용위원회는 운용정책과 관련해서, 위험을 선택하고 조직 및 관련 제도 운영 위험들을 제거하는 장치를 마련하고, 독립성 원칙을 위해 서로를 견제하고 가치적 판단기준을 마련해야 할 경우, 그에 대해 사회적 합의를 가져오거나 공론화시키는 역할을 하면 될 것이다. 하지만 기금운용이 가지는 성격 상, 언급된 역할을 잘 수행하기 위해서는 기본적인 전문성이 도움이 된다. 앞의 안건별 논의과정을 보면 일부 위원들은 논의의 목적이나 기본적인 개념에 대한 이해의 부족을 드러낸다. 이런 상황에서는 기본적이고 원칙적인 선택에서조차 비합리적인 의사결정이 야기될 수 있다.

목표초과수익률의 상향, 하향 문제는 위험에 대한 선택과 운용 매니저들의 성과급 기댓값 변화와 연관된다. 목표초과수익률이 상향되면, 액티브 위험을 많이 부담하게 되고 매니저들의 입장에서는 성과급을 받을 확률이 줄어든다. 이처럼 인센티브 체계나 시장여건 및 기금규모로 인한 초과수익 기회의 제한 등으로 인해 목표초과수익률을 현실화할 필요성이 제기되기도 하는 한편, 목표초과수익률의 상향은 액티브 위험을 증가시

키므로 포트폴리오 전체의 위험을 키운다고 판단하여 하향조정을 주장하는 단체들[28]도 있다. 그러나 단순히 위험의 측면만 보자면, 전략적 자산배분이 이미 결정된 상황에서 전술적 운용과 관련된 위험을 과다하게 인식할 필요는 없다는 점에서, 전략적 자산배분과 전술적 운용에 대한 명확한 이해의 중요성을 재차 확인할 수 있다.

목표초과수익률은 위탁운용의 증감과 연계된다는 측면에서 기재부가 관심을 가지는 주제 중 하나이다. 이와 관련하여 2015년 4차 회의에서 기재부 위원은 대체투자 확대와 해외위탁사 선정 시 국내 자산운용사의 선정을 요구하였고, 위원장은 이를 검토해보겠다고 응답한 바 있다. 실제 검토 여부와 별개로, 기재부 위원이 기금운용위원회의 구성원으로서의 역할과 권한을 넘어선 발언을 행했다는 측면과 위원장이 이에 대해 제지하지 않고 위원장으로서의 역할을 방기했다는 측면에서, 기금운용 의사결정과 관련하여 독립성의 이슈를 야기한다고 볼 수 있다. (기재부의 금융정책 연계 시도는 다른 의제에 대한 분석에서도 살펴본 바 있다.)

6. 주요 논점별 입장 종합

본 연구의 분석이 의제별로 이루어짐에 따라 여러 의제에 걸친 다양한 논점에 대한 단체별 입장을 파악하기에는 어려움이 따르는 것이 사실이다. 이에 본 장에서 살펴본 총 30개의 주요 논점에 대한 단체별 입장을 〈표 V-6〉과 같이 정리, 재구성하였다.

28) 아울러 이럴 경우 매니저의 모럴 해저드도 문제가 됨을 지적하고 있다.

〈표 Ⅴ-6〉 단체별 입장 종합

	기획재정부	중소기업중앙회	전국경제인연합회	민노총	공공노조연맹	한노총	한국공인회계사회	소비자단체협의회	바른사회시민회의	한반도선진화재단	보건사회연구원	한국개발연구원
시장 영향력 강화 /시장 기여	○	○	×	×			×	○	×			
정책기여 찬성, 독립성 훼손, 공공성확대	○	○→×						○	×			
수익성보다 우선 원칙 존재					×		×		×			
의결권 찬반	○	○	×	○	○	○	○×	○	×			○
배당 정책 찬성	○	○	×	○	○		○	○				○
위험회피 /목표초과하향			○	○		○	×				○/×	×
대체투자 우려			○	○	×	○						
해외투자증가우려					×	○		○	×			
위탁운용 반대	×			○		○	○		×			×
이머징 환노출				×						○		×
환헤지 전술적 운용	○	○		×						○	○	○
전망치 신뢰문제				○		○						×
프로세스 지적					○				○	○	○	○
기술적 논의 배제요구	○										○	○
투명성요구				○			○	○			○	○

〈표 V-6〉은 앞서 제시되었던 의제별 주요 논점에 대한 입장을 단체별로 추적하여 시각화한 것으로, 기존에 제시된 표를 단순히 합치는 것보다는 일부 재구성할 필요가 있다고 판단하여 다음과 같은 두 가지 기준에 의거하여 내용을 정리하였다. 먼저 30개의 주요 논점과 관련하여 발언을 통해 의견을 표명한 것을 단체별로 카운트하는 경우, 각 단체에서 평균 5개 이상의 논점에 대해 의견을 표명하였으며, 각 논점과 관련하여 평균적으로 3명 이상의 위원들이 단체를 대표하여 발언을 한 바 있는 것으로 파악되었다. 이에 근거하여 5개 이상의 논점에서 의견을 표명한 단체들만을 선별하였고, 논점 중 발언한 단체의 수가 3개 이하인 경우에는 해당 논점을 제외하였다. 단 소수의 단체에 의해 발언, 제기된 논점이라고 하더라도 기금운용의 원칙을 기준으로 볼 때 다른 논점과 사실상 동일한 맥락의 논점으로 판단할 수 있는 경우에는 관련된 논점들을 합쳐서 정리하였다. 각 단체별로 어떤 논점들과 관련하여 의견 표명을 적극적으로 하고 있는지 및 그 방향성을 확인할 수 있다는 점에서 〈표 V-6〉에 제시된 내용이 기금위의 전반적인 논의과정을 파악하는 것과 관련된 참고자료로 활용될 수 있을 것으로 생각된다.[29]

29) 〈표 V-6〉의 정리 과정에서 소수 논점 및 발언의 측면에서 활동성이 낮은 단체들이 제외됨에 따라, 제한된 자료로부터 판단하는 오류를 범하지 않기 위해 이 표의 내용에 대한 해석은 하지 않기로 한다.

Ⅵ. 결론 및 시사점

기금운용위원회는 대표성이 강조된 비상설기구로 기금운용과 관련된 최고의사결정기구이다. 본 연구에서는 기금운용위원회가 기금운용의 5대 원칙인 수익성, 안정성, 유동성, 운용 독립성, 공공성의 원칙을 어떻게 해석하고 적용해 왔는지를 중점적으로 살펴보았다. 운용원칙의 해석과 적용은 기금운용위원회의 대표성과 전문성과도 관련되기 때문에 이에 관해서도 살펴보았다.

먼저 기금운용위원회의 안정성과 수익성에 대한 해석과 적용이다. 대체로 노동계 단체들은 해외투자, 대체투자, 언헤지 정책, 액티브 운용을 지향하는 위탁운용의 확대 등을 위험성을 높이는 것으로 인식하고 있으며, 이에 안정성을 강조하는 방향의 의견을 활발하게 개진하여 왔다. 그 이외의 일부 단체들은 수익성을 강조하는 경향이 있는데, 중기자산배분의 정책조건들이 완화되어야 가능한 위험자산의 증가 및 투자다변화를 두고 대표성을 지닌 집단 간 안정성 추구와 수익성 추구의 관점에서 치열한 논쟁이 지속되어 왔다. 중기자산배분 관련 논의를 보면, 입장 차이가 조율되는 과정이 관찰되는 경우보다는, 5년 계획이지만 매해 조정하므로 일단 이번에 의결을 원안대로 하고 회의에서 제기된 사항을 다음 해에 고려해서 반영하자는 방식으로 회의가 진행되는 경우가 주로 관찰된다. 물론 이러한 회의 양상이 기금운용위원회가 비상설기구로 운용되는 현 상황과 무관하지는 않으나, 결과적으로는 이로 인해 자산배분의 변화 및 자산배분체계의 개선이 더디게 진행되어 온 것은 분명하다. 단체들 간 의견이 대립하는 사안이 대체로 자산배분상의 중요한 고려사항과 연관된다는 점에서, 이와 같은 의사결정의 양상은 발전적인 자산배분을 지연시키고 비효율성을 유발한다. 기금의 규모가 한동안 점차 성장함에 따라 자산배분상의 중대한 변화가 필요하다면 이를 뒤로 미루기보다

는 신속하고 신중하게 검토하고 논의할 필요가 있다. 기금의 규모가 커질수록 포트폴리오 조정의 여지가 줄어드는 측면이 있기 때문이다. 그러므로 단체들 간의 입장 차이가 자산배분에 대한 이해의 차이라면 그 간극을 줄이기 위한 노력이 필요하고, 기금운용에 대한 철학의 차이라면 서로 설득하는 논의과정을 충분한 시간을 들여 거치는 것이 바람직하되, 제기된 논의사항을 차기로 이연함으로써 유사한 논의를 매해 반복하는 방식은 지양해야 하며, 이를 위한 대책을 강구할 필요가 있다.

전문성 부재의 문제점은 해외투자, 환헤지 정책, 위탁운용, 목표초과수익률 이슈에서 다루어졌다. 특히 목표초과수익률 관련 안건은 계량모형들이 포함되는 등 상당히 기술적으로 서술되어 있다. 한국개발연구원이나 일부 금융 분야 교수들을 제외하고 모형의 문제점을 지적하거나 공감하는 위원들은 없었다. 기금운용위원회는 실무평가위원회와 산하 전문위원회의 보좌를 받기 때문에 위원들 스스로 기술적 분석들은 논의 대상이 아니라고 선을 긋고 실무평가위원회에서 상식적으로 판단할 수 있도록 안건이 올라오기를 요구한다. 이러한 요구 자체는 타당하지만, 기술적 분석에 대한 지식 유무가 아니라 위원들의 상식에 의한 판단으로 효율적인 투자를 반대하는 발언들이 관찰되기도 하였다. 따라서 대표성이 강조된 인적 구성이라고 하더라도, 그리고 기술적 논의를 배제한다고 하더라도, 기금의 성격 및 운용체계와 투자에 대한 이해와 같은 기본적인 전문성이 합리적 대안 선택의 선행조건이라는 것은 분명해 보인다. 또한 환헤지 정책 이슈에서 살펴보았듯 기금운용본부의 신뢰문제, 정보의 비대칭성 및 내부논리의 우선화에 대한 우려 등을 고려한다면 기금운용위원회의 전문성이 한층 강화될 필요가 있다. 즉 빠른 의사결정, 적시의 투자정책(효율적 자산배분), 대리인에 대한 견제 등을 위해, 대표성이 강조된 의사결정기구라 할지라도 전문성이 중요하다는 것이다.[30]

30) 일부 위원들은 기금운용위원회의 역할과 관련하여 위원회가 전술적 영역에도 관여할 필요가 있음을 주장하기도 하는데, 전략적 선택은 위원들의 위험성향에 의해 판

의결권과 배당정책 이슈는 기금운용위원회의 대표성, 공공성 및 독립성에 대해 살펴볼 수 있는 중요한 주제이다. 기금운용지침에 명시된 범주 외로 공공성의 원칙을 확대 해석하는 것은 기금운용의 독립성, 수익성과 상충되어 국민연금의 재정 안정성을 위협할 우려도 존재한다. 이는 공공성의 확대해석이 곧 시장 영향력 강화와 연결되기 때문인데, 대표성이 부여된 상태에서 사회적 공공성이라는 명목으로 각 단체의 입장에서 공공성을 해석할 여지가 있어 기금운용의 원칙에 위배될 소지가 있다. 주주로서의 역할을 성실히 수행하는 것은 시대의 요구이자 국민연금의 장기수익과 직결된 중요한 운용기준이지만[31] 적어도 시장에서의 중립성, 정책적 중립성, 기업 경영권 침해 요소 제거(기업의 자율성과 수익성 확보)라는 최소한의 기준도 함께 고려될 필요가 있다.

현실적으로 기금운용위원회의 운영형태와 사회적 논의과정의 일환으로 대표성이 강조되고 있는 현 상황에서, 대표성이 가지는 필요성, 편리성은 분명 존재한다. 그러나 이것이 국민연금의 독립성에 영향을 주고 있음도 분명하다. 기금운용의 원칙은 불가침의 성격을 가지고 있어야 하며, 정부 정책으로부터 독립적이어야 한다. 각 단체의 입장에 따라 독립성을 저해하는 방식의 회의진행이 이루어지더라도 이를 방관한다면 국민연금의 기금운용이 가입자들을 위해 이루어지기 어렵다. 특히 회의를 진행하는 역할을 맡은 위원장이 독립성을 저해하는 발언 및 논의과정에 대해 제지하지 않는 등 위원장으로서의 역할을 방기하는 사례가 회의록상에서 관찰된다는 것은 매우 우려되는 상황이다.[32] 이를 미연에 방지하

단할 수 있지만 전술의 영역은 보다 전문성이 요구된다. 기금운용위원회를 대표성을 강조하여 구성한 것 역시 기금위의 역할이 전략적 선택과 관련되기 때문인 바, 기금운용위원회에서 심의, 의결될 사안과 그렇지 않은 사안에 대해 구분할 필요가 있다. 일부 안건에 대해서는 지나치게 전문적이라는 이유로 기술적 논의의 배제를 요구하는 한편, 전문성이 요구될 수밖에 없는 일부 전술적 운용 관련 사안을 기금운용위원회에서 심의, 의결할 필요가 있다고 주장하는 것은 일관성이 부족하다고 볼 수 있다.

31) 책임투자는 기금운용원칙의 상위 개념인 국민연금법에 의해 지켜지고 있다.

기 위해서는 불가침의 원칙을 다시 논의하고 논리적/언어적 불가침 원칙의 틀 속에서 모든 의사결정이 이루어져야 할 것이다.

본 연구에서는 기금운용위원회가 개정을 할 수 있는 기금운용지침에서 기금운용의 원칙이 선언되고 있음을 주시하고 있다. 스스로 지켜야 할 원칙을 언제든 합의에 의해 바꿀 수가 있다는 것이다. 기금의 성격을 보다 명확히 하여 현실과 상충되는 원칙의 재정의를 논하거나, 현재의 원칙을 불가침의 원칙으로 확실히 하여 기금운용위원회의 성격 및 구성을 재조정하는 선택이 필요하다. 즉 독립성 확보를 위해 기금운용의 원칙을 개정하거나 위원회의 운영방식을 개선하는 등의 방안을 고려할 필요가 있다. 단체 변경이 상대적으로 잦은 시민단체의 경우 이러한 단체 변경이 정권의 변화와 맞물릴 개연성이 제기될 수 있다는 점과 다양한 시민단체 간 여러 의견이 존재할 수 있다는 점에서, 시민단체의 의견이 기금운용위원회의 의사결정과정에 반영되는 경로를 검토해볼 필요가 있다. 기금운용위원회의 구성상 특정 단체 쪽에서 과다한 인원이 위원으로 선정되는 것은 지양해야겠지만, 복수의 시민단체의 의견이 반영될 수 있도록 하는 방향으로 방안을 모색할 필요는 있다고 판단된다. 또한 관계 전문가로서 자료 기간 동안 기금운용위원회에 지속적으로 참여해왔던 단체들의 경우, 기금운용위원회의 구성상 다른 위원들에 비해 더 높은 전문성이 요구된다는 점에서 해당 단체들의 기금운용 및 금융 분야 관련 전문성에 대한 주기적 검토의 필요성이 제기된다.

또한 기금운용위원회의 전문성이 투자정책분야에서 중요함을 인지하고 이에 대한 보완책을 마련할 필요가 있다. 현행처럼 대표성을 유지하는 상황에서 전문성을 제고하기 위해서는 기금운용위원회의 상설화와 상당

32) 본 연구에서 위원장의 발언에 대한 분석을 연구 범위에 포괄하지는 못하였으나, 위원장의 성향 및 역량이 기금운용위원회의 회의 진행에 영향을 준다는 것은 주요의제로 선정된 안건 관련 회의록뿐만 아니라, 그 이외의 안건 관련 회의록에서도 어느 정도 파악되는 바, 향후 위원장의 자격 및 역할에 초점을 맞춘 연구가 이루어질 필요가 있다고 판단된다.

한 교육 이수가 대안이 될 수 있다. 기금운용위원회의 상설화 여부 및 전문성을 위한 교육과는 별개로, 기금운용위원들이 기금운용위원회의 권한 및 역할의 범위를 명확하게 인식하고 있음이 전제되어야 각 의제들에 대한 논의과정 및 의사결정이 적절한 수준에서 효율적으로 이루어질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이를 위해 기금운용위원회의 권한과 책임 및 역할의 범위에 대해 위원들이 명확하게 인식할 수 있는 기회의 필요성이 제기되는 바, 관련 내용에 대한 사전교육 등을 체계화할 필요가 있다.

국가적으로 영향력이 크고 다양한 이해관계가 얽혀있는 국민연금기금을 운용하고 관련 정책을 마련하며 기금운용위원회를 지원하는 입장인 복지부와 기금운용본부의 노고를 회의록을 통해 확인할 수 있다. 향후에도 실무부서에서 가입자를 대표하여 의사결정을 하는 기금운용위원회를 성실히 보좌할 필요가 있으며, 효율적인 투자를 위해 서로 간의 소통을 확대할 필요가 있다. 문제인식의 여부와 관련하여 다양한 시각이 존재할 수 있지만, 본 연구에서 회의록의 내용을 바탕으로 제기한 이슈들을 참고하여, 기금운용위원회의 운영 및 지원의 효율성에 대한 방안을 강구할 수 있기를 기대한다.

참고문헌

국민연금기금운용위원회, 2005~2016, 국민연금기금운용위원회 회의록
국민연금기금운용위원회, 2018, 국민연금기금운용지침-국민연금기금 투자정책서-
국민연금법령집, 2017

ABP, 2017, Annual Report
CalPERS, 2016, Annual Report
CPPIB, 2017, Annual Report
GPIF, 2017, Annual Report

국민연금연구원 발간보고서 목록

2017년도

연구보고서 2017-01	한반도 통일에 대비한 남북연금 통합 기본계획 연구	이용하, 소성규 외	2018.4.
연구보고서 2017-02	국민연금기금 전략적 자산배분 포트폴리오의 리밸런싱에 관한 연구	황정욱, 강병진	2018.4.
연구보고서 2017-03	명목확정기여방식에 관한 기초연구	유호선, 유현경	2018.4.
연구보고서 2017-04	노령연금 수급실태에 관한 연구	김혜진	2018.4.
연구보고서 2017-05	중고령자의 공적연금 수급 특성과 삶의 질 연구	송현주, 임란	2018.4.
연구보고서 2017-06	국민연금제도의 재정적 지속가능성 평가	유희원, 한신실	2018.4.
연구보고서 2017-07	전망기간 연장을 고려한 중기재정추계모형 재구축	신경혜, 박성민	2018.4.
연구보고서 2017-08	가입행태를 고려한 국민·퇴직연금의 급여분석모형 구축과 노후소득 보장효과	한정림, 최경진	2018.7.
연구보고서 2017-09	조기노령연금 감액률 및 연기연금 증액률의 적정성 분석	신승희, 권혁진, 손현섭	2018.7.
연구보고서 2017-10	고령화가 성장에 미치는 영향	성명기, 이진웅	2018.4.
연구보고서 2017-11	중기 거시경제 전망모형 개선 연구	성명기	2018.4.
연구보고서 2017-12	국민연금기금의 목표초과수익률 설정에 관한 연구	황정욱, 태엄철	2018.4.
연구보고서 2017-13	국내주식 포트폴리오 및 강화지수 연구: 기업부채비율 행태를 반영한 요인(factor)구성을 중심으로	강대일, 태엄철	2018.4.
정책보고서 2017-01	국민연금 상품 투자에 관한 연구	주상철, 이정화	2018.4.

정책보고서 2017-02	2016년도 국민연금기금의 성과평가	황정욱, 강대일 외	2018.4.
정책보고서 2017-03	기초연금 소득인정액 기준 개선방안 검토	최옥금, 이은영	2018.4.
정책보고서 2017-04	국민연금 부동산 자산의 정책벤치마크 설정에 관한 연구	최영민, 김민정	2018.7.
정책보고서 2017-05	국민연금 해외투자가 외환시장에 미치는 영향 및 시사점	주상철, 원상희	2018.7.
정책보고서 2017-06	국민연금기금의 기준포트폴리오 설정 방안	박태영, 원상희	2018.7.
정책보고서 2017-07	국민연금 수급권 변동관리 효율화 방안 연구	정인영, 유현경	2018.7.
정책보고서 2017-08	기초연금의 차등보조율 개선방안 연구	안서연, 한신실	2018.7.
정책보고서 2017-09	지역가입자 징수율 및 납부예외자 비중 전망	윤병욱, 송창길	2018.4.
정책보고서 2017-10	확률 프로그래밍을 활용한 국민연금 ALM에 관한 연구- I	김민정, 최영민	2018.7.
조사보고서 2017-01	중고령자의 비재무적 노후생활 실태: 여가, 대인관계, 건강을 중심으로	송현주, 임란 외	2017.12.
연차보고서 2017-01	국민연금 중기재정전망(2017~2021)	신경혜, 박성민 외	2017.6.
연차보고서 2017-02	2018년 국민연금기금의 자산배분-ALM 분석을 중심으로	최영민, 김민정 외	2018.7.
용역보고서 2017-01	내과상병의 국민연금 장애심사규정 개선에 관한 연구 - 일반상태 구분표를 중심으로	대구대 산학협력단	2018.7.
용역보고서 2017-02	한국과 일본의 인구구조 고령화의 가계경제에 대한 영향 비교연구	유경원	2018.4.
용역보고서 2017-03	한국과 일본의 인구구조 고령화의 노동시장에 대한 영향 비교연구	박철성, 김보민	2018.7.
용역보고서 2017-04	국민연금 책임투자와 스튜어드십 코드에 관한 연구 I, II	고려대 산학협력단	2018.4.
요약보고서 2017-01	2017년도 연구분야별 주요 연구결과 요약집		2018.9.

연구자료 2017-01	2017년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서	황정욱, 태엄철 외	2018.7.
연구자료 2017-02	국민연금 가입제도 형평성 제고 방안 연구	김헌수, 김아람	2018.8
연구자료 2017-03	우리나라 국민연금과 미국 OASDI의 소득계층별 수급부담 구조 비교분석	최기홍, 이진웅	2018.8
연구자료 2017-04	국민연금 보험료율과 소득대체율 관계에 대한 연구	김형수	2018.8
프로젝트 2017-01	국민연금 장기재정추계모형 2016	재정추계 분석실	2017.5.
프로젝트 2017-02	기초연금 도입 전·후 노인빈곤 실태분석	최옥금, 이은영	2018.4.
프로젝트 2017-03	2017년 기초연금의 사회경제적 효과 분석	최옥금, 안서연 외	2018.7.
프로젝트 2017-04	독일의 공·사적 연금제도 연구	유호선, 김진수 외	2018.7.
프로젝트 2017-05	영국의 공·사적 연금제도 연구	정인영, 정창률	2018.7.
프로젝트 2017-06	우리나라 공사연금제도의 내실화 방안과 정부의 역할	김헌수, 유호선 외	2018.7.
프로젝트 2017-07	일본의 공사연금제도 연구	김헌수, 김재현	2018.7.
단기과제 2017-01	단기연구과제1 • 유족연금 수급권자의 범위 제한 검토 • 외국인에 대한 반환일시금제도 개선 방안 검토 • 소재 불명자 등에 대한 지급정지제도 개선 방안 검토 • 사망일시금 지급액 산출기준의 적정성	유호선, 김헌수, 정인영, 김혜진 외	2018.8
단기과제 2017-02	단기연구과제2 • 기초수급자 근로능력평가 도구 비교분석(활동능력평가 도구를 중심으로) • 구상·환수금 징수율 제고를 위한 국내외 사례 연구 • 일용·단시간 근로자 대상 소득기준 적용방안 • 외국 연금기관의 연금급여사업 성과지표 조사 • 양육 크레딧 신설 방안 검토	오욱찬, 유현경, 최옥금, 정인영, 안서연, 황정욱 외	2018.8
단기과제 2017-03	기금운용 관련 정보공개의 해외 사례 비교 연구	황정욱, 이정화	2018.8

2016년도

연구보고서 2016-01	북한 노후소득보장 제도 및 실태 연구	민기채, 조성은 외	2017.1.
연구보고서 2016-02	베이비붐 세대의 부양부담이 노후준비에 미치는 영향	송현주, 임란	2017.1.
연구보고서 2016-03	가입기간별 가입자 추계 2016	박성민	2017.3.
연구보고서 2016-04	국민연금의 소득계층별 수급부담 통계모형	최기홍, 신승희 외	2017.3.
연구보고서 2016-05	국민연금의 일반균형 세대간회계 연구	최기홍, 김형수	2017.3.
연구보고서 2016-06	국민연금 신규수급자의 연금액 추계 2016	한정림, 신승희	2017.3.
연구보고서 2016-07	국민연금 보험료수입 추계 2016	한정림, 김형수 외	2017.3.
연구보고서 2016-08	국민연금 가입자 추계 2016	김형수	2017.3.
연구보고서 2016-09	해외주식운용 장기성과 개선을 위한 포트폴리오 연구 (비공개)	강대일, 황정욱	2017.3.
연구보고서 2016-10	국민연금 노령연금 및 반환일시금 추계 2016	신경혜, 송창길 외	2017.3.
연구보고서 2016-11	국민연금 유족연금 및 장애연금 추계 2016	신경혜, 송창길	2017.3.
연구보고서 2016-12	공적연금 연계모형 구축과 기초율 산정 연구 2016	박성민, 송창길 외	2017.3.
연구보고서 2016-13	장기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2017.3.
연구보고서 2016-14	국민연금의 장기 거시경제 영향 연구	성명기, 홍기석	2017.3.
연구보고서 2016-15	자산군 프로파일 변경에 기반한 전략적 자산배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2017.3.

연구보고서 2016-16	팩터 기반 인덱스의 전술적 활용 방안-해외 주식시장을 중심으로	손경우, 최영민 외	2017.3.
연구보고서 2016-17	국민연금 액티브운용 관리 체계에 관한 연구: 액티브 위험 한도 설정 체계를 중심으로(비공개)	강대일, 이지연 외	2017.4.
연구보고서 2016-18	독자적 투자전략과 펀드성과의 관계 분석	이지연	2017.3.
정책보고서 2016-01	우리나라 유족보장의 개선방안연구 -유족기초연금의 도입을 중심으로-	이용하, 최인덕 외	2017.1.
정책보고서 2016-02	성직자 노후보장실태와 국민연금 가입 제고 방안	유희원, 한신실	2017.1.
정책보고서 2016-03	기초연금 운영국가의 급여수준 검토 및 시사점	최옥금, 한신실	2017.1.
정책보고서 2016-04	국민연금 크레딧제도 개선방안	유호선, 유현경	2017.1.
정책보고서 2016-05	청년층의 국민연금 가입 제고방안 연구	정인영, 유희원 외	2017.1.
정책보고서 2016-06	은퇴 예정자를 위한 노후준비 교육 프로그램 개발	성혜영, 김아람	2017.3.
정책보고서 2016-07	지역가입자 소득수준 및 규모 전망 연구	윤병욱, 송창길 외	2017.3.
정책보고서 2016-08	국내채권 기대수익률 산출체계 개선에 관한 연구	이상헌	2017.3.
정책보고서 2016-09	노인기초보장제도의 관리운영방식에 관한 국제비교	이용하, 최옥금 외	2017.4.
정책보고서 2016-10	2015년 국민연금기금의 성과평가	강대일, 이지연 외	2017.3.
정책보고서 2016-11	해외투자시 동태적 환헤징 전략에 관한 연구	주상철	2017.3.
정책보고서 2016-12	해외 주요 연금의 기금운용부문 개혁 사례와 시사점	박태영, 이정화	2017.3.

정책보고서 2016-13	국민연금의 직접운용과 위탁운용 비교에 관한 연구(비공개)	정문경, 태엄철 외	2017.3.
조사보고서 2016-01	중·고령자의 경제생활 및 노후준비 실태 - 제6차(2015년도) 국민노후보장패널조사(KReIS) 기초분석보고서 -	송현주, 임란 외	2017.1.
조사보고서 2016-02	재정목표 및 재정지표의 국제비교 연구	국민연금 연구원 연금제도팀	2017.3.
연차보고서 2016-01	2017년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로 (비공개)	최영민, 박태영 외	2017.3.
용역보고서 2016-01	국민연금 재정추계를 위한 거시경제변수 전망	김성태, 권규호 외	2017.5.
요약보고서 2016-01	2016년도 연구분야별 주요 연구결과 요약집		2017.6.
워킹페이퍼 2016-01	국민연금 국내주식의 위탁규모 증가가 성과에 미치는 영향	정문경, 이정화	2017.4.
연구자료 2016-01	2016년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서	황정욱, 태엄철	2017.4.
프로젝트 2016-01	해외 연기금의 책임투자관련 주요 현황	이정화, 원상희	2017.3.
프로젝트 2016-02	통일 대비 효율적인 연금통합 방안 연구	이용하, 이철수 외	2017.4.
프로젝트 2016-03	2016년 기초연금의 사회경제적 효과 분석 연구	최옥금, 이상붕 외	2017.4.
프로젝트 2016-04	국민연금과 국민경제 연구	성명기 편	2017.5.
단기과제 2016-01	단기연구과제1 (장애연금과 장애인연금의 역할정립 및 연계방안, 국민연금법과 장애인복지법의 장애판정기준 연계방안)	오욱찬, 이재은	2017.4
단기과제 2016-02	단기연구과제2 (공단 내·외부 데이터를 융합한 가치 창출 및 업무 활용방안, 빅데이터를 활용한 국민연금 부정수급 예측모형 개발 방안)	유호선, 왕승현, 이은영	2017.4
단기과제 2016-03	단기연구과제3 (60세 이후 연령대별 필요 생활자금 조사, 노후준비 교육의 체계 및 주제 분류, 내연금 사이트 종합재무설계 내용 개선)	성혜영, 김아람	2017.4

2015년도

연구보고서 2015-01	자녀세대의 부모에 대한 소득이전과 노후준비	송현주, 임란	2016.3.
연구보고서 2015-02	결측치 대체방법 연구(비공개) - 국민노후보장패널 소득관련 자료를 이용하여	박주완, 김호진	2016.3.
연구보고서 2015-03	중기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2016.3.
연구보고서 2015-04	국민연금이 소비와 저축에 미치는 영향 연구	성명기, 이준상	2016.3.
연구보고서 2015-05	미국의 경기국면의 예측과 투자전략	손경우, 최영민	2016.3.
연구보고서 2015-06	자산소유자를 대상으로 한 GIPS®기준의 국민연금 성과 평가 적용에 관한 연구	정문경, 이지연 외	2016.3.
연구보고서 2015-07	노인가구의 경제적 가치 수준과 빈곤완화 효과 분석 - 한국, 미국, 영국의 패널자료를 이용하여	이상붕, 이은영 외	2016.3.
연구보고서 2015-08	국민연금가입자 중기전망방법 개선 연구	박성민, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-09	기초연금 재정시뮬레이션(비공개)	신경혜, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-10	국민연금 보험료수입 및 신규수급자의 기본연금액 추계를 위한 소득지수 개선방안 연구	한정림, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-11	사망률 전망 모형의 선택과 전망된 사망률에 기초한 국민연금의 수익비와 재정효과 분석	최장훈, 권미애 외	2016.3.
연구보고서 2015-12	출산율과 사망률 변경에 따른 인구전망	최장훈, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-13	미시모의실험 모형에 의한 국민연금의 세대간·세대내 소득재분배 측정	최기홍, 신승희	2016.3.
연구보고서 2015-14	국민연금의 재정안정화정책의 평가: OG모형 파레토개선 접근법	최기홍, 신성휘 외	2016.3.

연구보고서 2015-15	재무곤경위험을 고려한 해외주식 포트폴리오 구성전략에 관한 연구 - 미국시장을 중심으로	강대일, 조재호 외	2016.3.
연구보고서 2015-16	외부 위탁운용 매니저의 군집투자 행태(herding)와 유인에 관한 연구	이지연, 태엄철	2016.3.
연구보고서 2015-17	국민연금 가입자 평균소득 전망방법 개선 연구	한정림, 허재준 외	2016.5.
정책보고서 2015-01	기초연금 급여적정수준 유지를 위한 연동방법 검토	최옥금, 한신실 외	2016.3.
정책보고서 2015-02	고령화의 진전과 공사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응방안	박태영, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-03	국민연금기금의 통화 오버레이 전략에 관한 연구	주상철, 노상윤	2016.3.
정책보고서 2015-04	국민연금 부동산투자 다각화 방안에 관한 연구	노상윤, 주상철 외	2016.3.
정책보고서 2015-05	CVaR를 사용한 전략적 자산 배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2016.3.
정책보고서 2015-06	국민연금 국내주식 위탁운용 관리개선에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2016.3.
정책보고서 2015-07	2014년도 국민연금기금의 성과평가	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-08	국민연금 사업장가입자 증가요인분석과 확대 방안에 관한 연구	이용하, 김원섭 외	2016.3.
정책보고서 2015-09	공적연금제도와 고령자 고용정책의 보완적 발전 방안	정인영, 민기채 외	2016.3.
정책보고서 2015-10	생애주기별 소비 및 저축실태 분석에 따른 노후준비 전략	성혜영, 이은영	2016.3.
정책보고서 2015-11	국민연금 목표초과 수익률 산출체계 개선 방안에 관한 연구	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-12	정년제와 공적연금제도 변화과정에 관한 연구	김헌수, 유현경	2016.5.

조사보고서 2015-01	중·고령자의 일상적 스트레스와 대처 전략 - 국민노후보장패널 5차 부가조사 기초분석보고서	송현주, 박주완 외	2016.3.
연차보고서 2015-01	2016년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로 (비공개)	최영민, 박태영 외	2016.3.
연차보고서 2015-02	국민연금 중기재정전망(2016-2020)	박성민, 신경혜 외	2016.5.
용역보고서 2015-01	싱가포르 공적연금 기금운용의 시사점	이준희	2016.5.
용역보고서 2015-02	국민연금기금의 공공사회서비스 인프라 투자	주은선, 김진석 외	2016.5.
용역보고서 2015-03	기금규모 증가에 따른 국민연금의 시장영향력 분석(비공개)	이재현	2016.5.
워킹페이퍼 2015-01	가입자 및 수급자 추계의 기초율 추정	김진미	2016.3.
연구자료 2015-01	2015년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가 보고서	황정욱, 태엄철	2016.5.
프로젝트 2015-01	해외 연기금의 기금관련 주요 현황	이정화, 원상희	2016.3.
프로젝트 2015-02	주요 동유럽 체제전환 국가의 경제사회적 성과 비교 - 동독, 체코, 헝가리, 폴란드를 중심으로	이용하, 민기채 외	2016.5.
프로젝트 2015-03	우리나라 노후소득보장의 종합적 고찰	이용하, 김원섭 외	2016.5.

저자 약력

- **정 지 영**

  서울대학교 경제학 석사
  서울대학교 경제학 박사
  현 국민연금연구원 부연구위원

〈주요 저서〉

- 『원/달러 환헤지 전략에 관한 실증연구: 롤오버와 만기매칭 비교』, 2015, 금융지식연구 (공저)
- 『An Empirical Investigation on Funding Liquidity and Market Liquidity』, 2018, Review of Finance (공저)

- **손 경 우**

  서울대학교 경제학 석사
  서울대학교 경제학 박사
  우리은행 트레이딩부
  국민연금연구원 부연구위원
  한국거래소 부연구위원
  현 한국방송통신대학교 무역학과 교수

〈주요 저서〉

- 『환경, 사회, 지배구조요인(ESG)를 이용한 투자전략에 관한 연구』, 국민연금연구원, 2015(공저)
- 『미국의 경기국면의 예측과 투자전략-채권과 주식시장을 중심으로』, 국민연금연구원, 2016(공저)
- 『팩터 기반 인덱스의 전술적 활용 방안_해외 주식시장을 중심으로』, 국민연금연구원, 2017(공저)

• **원 상 희**
서울시립대학교 경제학 석사
현 국민연금연구원 주임연구원

〈주요 저서〉

▸『해외 연기금의 책임투자관련 주요현황』, 국민연금연구원, 2016(공저)
▸『국민연금의 기준포트폴리오 설정 방안』, 국민연금연구원, 2017(공저)

정책보고서 2018-06
국민연금기금운용위원회의 주요의제와 논의과정 분석
- 공개 회의록을 중심으로

2019년 3월 인쇄
2019년 3월 발행

발행인 : 김 성 주
편집인 : 이 용 하
발행처 : 국민연금공단 국민연금연구원
전북 전주시 덕진구 기지로 180(만성동)
TEL : 063-713-6778 / FAX : 063-715-6564

ISBN 978-89-6338-443-6