

국민연금기금운용위원회 회의록

(2009년도 제6차 회의록)

1. 일 시 : 2009년도 11월 26일(목) 07:30~09:45

2. 장 소 : 서울프라자호텔 오키드홀(4층)

3. 참석위원 : 보건복지가족부장관

기획재정부

국민연금공단

한국경영자총협회

전국경제인연합회

중소기업중앙회

민주노동조합총연맹

수협중앙회

한국공인회계사회

참여연대

한국보건사회연구원

한국소비자단체협의회

한국개발연구원

농협중앙회

전재희 위원장

노대래 위원(대참)

이계용 위원

김영배 위원

이승철 위원

송재희 위원

정용건 위원

이주형 위원

김학수 위원

임종대 위원

김용하 위원

김영주 위원

현오석 위원

신충식 위원

4. 불참위원 : 농림수산식품부

지식경제부

노동부

민승규 위원

임채민 위원

정종수 위원

전국공공노동조합연맹

배정근 위원

한국음식업중앙회

남상만 위원

한국노동조합총연맹

손중홍 위원

5. 배 석 자 : 보건복지가족부

박헌열 간사

보건복지가족부 국민연금재정과장

이스란

국민연금공단 기금운용본부장

김선정

국민연금공단 기금운용본부 운용전략실장

한동주

Mercer 코리아 부사장

김충직

서강대학교 경영학부 교수

박영석

6. 의결안건 : [의결09-10호] 2010년도 목표초과수익률(안)

7. 보고안건 : [보고09-11호] ALM 및 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고

[보고09-12호] 「적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구」

결과보고

[보고09-13호] 2009년도 10월 국민연금기금 운용 현황

8. 회의경과

(회의시작 07시 30분)

- 박현열 간사 : 성원이 된 것 같습니다. 2009년도 제6차 국민연금기금운용위원회를 시작하겠습니다. 먼저 위원장님의 인사말씀이 있으시겠습니다.
- 위원장 : 우리 국민연금기금운용위원회를 자주 하다 보니까 굉장히 오랜만에 보는 것 같습니다. 더군다나 이렇게 전구불이 환하게 켜져 있고 크리스마스트리가 장식돼 있는데 만나니까 더 한참 만에 만난 것 같습니다. 그런데 이렇게 컴컴할 때 우리 국민연금을 위해서 일찍 나와 주신 위원님들께 다시 한 번 감사드립니다. 오늘 논의되는 안건은 국민연금기금 2010년도 목표초과수익률(안)을 비롯해서 의결안건 1건, 보고안건 3건입니다. 언제나 심도 있는 토론으로 좋은 방향을 제시해 주시는데 오늘도 좋은 의견을 많이 제시해 주시면 감사하겠습니다. 다시 한 번 감사의 말씀을 드립니다. 먼저 2009년 9월 17일에 개최된 제5차 국민연금기금운용위원회 회의록을 보고 받도록 하겠습니다. 간사께서 보고하여 주시기 바랍니다.

가. 보고사항 : 『2009년도 제5차 국민연금기금운용위원회 회의록』

- 박현열 간사 : 2009년도 제5차 국민연금기금운용위원회 회의록을 보고드리겠습니다. 속기록을 미리 보내드렸기 때문에 요약해서 간략히 보고드리겠습니다. 먼저 회의록 3쪽을 보시면 제5차 기금운용위원회는 2009년 9월 17일 국민연금기금운용위원회 위원장님을 비롯해서 12인의 위원께서 출석하여 진행되었으며 논의된 안건은 국민연금기금 환헤지 정책 변경(안) 등 의결안건 2건과 보고안건 3건으로 총 5건이 논의되었습니다. 이어서 회의록 8쪽입니다. 먼저 의결안건인 국민연금기금 환헤지 정책 변경(안)에 대해서 보고하고 논의를 하였습니다. 국민연금기금의 전략적 헤지 비율을 해외채권은 당초대로 100% 헤지 하고 해외주식은 당초 50%에서 0%로 변경하고 해외 주식에 대해서 전략적 헤지 비율, 헤지 실행여건 등

을 감안해서 헤지 비율을 단계적으로 적용할 수 있도록 2010년 말은 50%, 2011년 말은 추후 결정하기로 했던 내용의 당초 안건에 대해서 2010년 헤지 비율은 원안대로 의결하되 중장기 전략적 헤지 비율에 대해서는 다음 회의에서 다시 논의하는 것으로 수정 의결하였습니다. 동 안건의 논의 과정에서 전략적 헤지 비율의 변경과 관련되어 향후 원화의 통화 가치가 절산될 가능성 그리고 헤지 비율 축소로 인한 외환시장에 미치는 영향과 환율의 급등락 가능성 등을 고려해서 해외주식의 전략적 헤지 비율을 0%로 결정하는 것은 신중하게 접근해야 한다는 의견이 있었고, 또 연금기금의 정책 결정이 시장에 미치는 영향이 지대하고 또 시장에서 선도적인 역할을 하고 있으며 환율을 안정화시키는 것이 거시적으로 중요할 뿐만 아니라 기금의 이익에도 부합되기 때문에 원안대로 의결하자는 의견이 있었습니다. 다음은 회의록 27쪽입니다. 두 번째 의결 안건인 ‘세계은행과의 전략적 제휴 진행상황과 향후 계획(안)’에 대해서 보고하고 논의하였습니다. 세계은행과의 전략적 제휴 프로그램이 정상적으로 추진되고 있고 운용성과도 양호하기 때문에 국제기구와의 관계 등을 고려하여 당초 계약일인 2010년도 11월까지 전략적 관계를 유지하며 계약 만료 시점에 그간의 성과를 종합적으로 고려해서 재계약 여부를 검토하는 내용의 안건을 원안대로 의결하였습니다. 다른 의견이 제시되지 않았습니다. 다음은 회의록 31쪽입니다. 보고 안건인 2009년도 국민연금기금 국내주식 위탁운용체계 개선(안)에 대해서 보고하고 논의하였습니다. 동 안건과 관련해서는 기금운용 주체의 투자 의도대로 포트폴리오 특성을 조정할 수 있는 유형체제로 재편하고 운용사의 배상 능력을 반영한 운용사별 최대 위탁한도를 적용하며 성과보수 지급 대상의 최소 여건을 강화할 계획임을 보고 드렸습니다. 동 안건의 위험관리와 관련해서는 위탁운용사에게 특정 종목에 대한 매도 지시의 적절성 여부에 대한 질의와 답변이 있었으며 수익증권 형태의 위탁도입 문제는 기금 투자의 투명성에 문제가 될 소지가 있다는 의견이 있어서 소규모로 시험 실시를 하되 추후에 진행상황을 기금위에 보고하도록

한 바 있습니다. 다음은 회의록 41쪽입니다. 보고 안건인 해외유가증권 대여현황 및 향후 계획에 대해서 보고하고 논의를 하였습니다. 2009년 8월 말 현재 해외유가증권 대여현황은 투자금액은 45억 달러이고 평가손익은 마이너스 2.4억 달러인 반면에 대여수익금은 0.2~3억 달러입니다. 향후 해외유가증권 대여 거래에 수반되는 채투자 자산의 평가손익을 회계에 반영하고 채투자자산의 면밀한 모니터링을 통한 위험관리 강화와 거래 규모를 지속적으로 축소해 나갈 계획임을 보고 드렸습니다. 이에 대해서 해외유가증권 대여 거래의 채투자 방식에 대해서는 향후 관련 지침 등에 반영하는 것을 추후 검토 보고하기로 하였습니다. 끝으로 회의록 44쪽입니다. 보고 안건인 2009년 8월 현재 국민연금기금 운용 현황에 대해서는 서면 보고로 대체하였습니다. 이상으로 간략히 회의록 보고를 마치겠습니다.

○ **위원장** : 지금 회의록 보고 하는 중에 조찬 식사가 왔습니다. 그래서 아침을 드신 후 회의를 계속 진행하도록 하겠습니다.

정용건 위원님 반갑습니다. 차를 드시면서 다시 회의를 시작하도록 하겠습니다. 회의록에 대하여 수정 또는 보완 의견이 있으십니까?

(「없습니다.」 하는 위원 있음)

없으시면 보고된 내용대로 2009년도 제5차 기금운용위원회 회의록으로 채택하겠습니다.

나. 의결사항 : 『2010년도 목표초과수익률(안)』

○ **위원장** : 안건상정 및 심의를 하겠습니다. 오늘 논의할 안건은 ‘2010년도 목표초과수익률(안) 등 의결안건 1건과 보고안건 3건입니다. 의결 09-10호 2010년도 목표초과수익률 (안)에 대해 보고를 받고 토론을 하도록 하겠습니다. 이에 대해 간사께서 보고해 주시기 바랍니다.

○ **박현열 간사** : 보고 올리겠습니다. 회의록 51쪽을 봐 주시기 바랍니다.

오늘 보고 드릴 내용에 대한 보고 순서는 먼저 검토배경을 말씀드리고 그리고 2010년 목표초과수익률의 개념 및 목표 IR과 목표액티브위험, 목표 초과수익률의 개념을 말씀드리고 향후 관리방안을 보고 드리는 순으로 보고를 드리겠습니다. 53쪽입니다. 먼저 본 안건의 검토배경에 대해서 말씀을 드리겠습니다. 오늘 안건은 매우 기술적이고 실무적인 내용이어서 다소 이해하기 어려운 내용이 되겠습니다. 첫째는 기금운용본부의 성과동기 부여를 위한 초과수익률 목표를 설정하는 안건이 되겠습니다. 금년 5월에 중기자산 배분 전략 계획을 저희들이 이 운용위원회에서 의결한 바 있습니다. 중기자산배분 계획에서 전략 단계의 기대수익률은 목표수익률이 결정되고 오늘 이 목표초과수익률은 한 단계 낮은 전술 단위에서 목표수익률을 정하는 겁니다. 결국 기금운용본부의 성과평가를 위해서 정해지고, 이 목표초과수익률을 정하는 이유는 과도한 투자위험추구를 예방하면서 시장의 객관적인 지표인 벤치마크를 초과한 초과수익률을 추구하기 위해서 이 초과수익률 목표를 정하게 되겠습니다. 그러면 유인물을 중심으로 보고를 올리겠습니다. 금년 5월에 의결한 2010년도 기금운용지침에 따라서 내년도 기금운용본부가 목표로 삼아야 할 금융부문 전체에 대한 초과수익률을 기금운용위원회에서 오늘 결정하도록 되어 있습니다. 먼저 기금운용 수익률 구조에 대해서 설명을 드리겠습니다. 기금의 총 수익률은 아래 그림 도표에서 보시는 바와 같이 전략적 자산 배분에 의한 기대목표수익률과 전술적자산배분에 의한 목표초과수익률로 구성됩니다. 기금운용위원회는 전략적 자산배분인 중기자산배분과 2010년도 기금운용계획을 의결해서 2010년도 앞서 말씀드린 대로 기대수익률을 금년 6월에 결정했고 기대수익률을 초과해서 기금운용본부가 달성해야 할 초과수익률의 목표를 이번에 결정함으로써 총 수익률 수준이 결정되게 되겠습니다. 총 수익률을 결정함으로써 기금운용에 의한 총 위험의 한도를 정하게 되며 총 수익률은 전략적 자산배분에 따라서 이미 정해진 체계적위험 외에 공단이 전술적 자산배분을 통해서 감당하는 액티브위험, 적극적 공격적 투자에 따

른 위험의 수준을 정하게 되겠습니다. 다음은 54쪽입니다. 2010년 목표초과수익률에 대해서 설명을 드리겠습니다. 먼저 목표초과수익률의 개념입니다. 목표초과수익률은 전략적 자산 배분에 의해서 이미 정해진 수익률 대비 기금운용본부가 초과로 달성해야 하는 수익률의 목표치로서 목표액티브 위험×목표 IR로 계산합니다. 적극적 투자에 따른 액티브 위험은 실제 운용 내용이 시장의 객관적 지표인 이 벤치마크에서 벗어나는 정도를 나타낸 지표로서 추가수익률의 표준표차로 측정하고 TAA액티브위험, 즉 전술적액티브위험과 자산군액티브위험으로 구성되게 됩니다. Information Ratio, 즉 투자전략에 대한 효율성을 나타내는 지표인 IR은 초과수익률을 액티브위험으로 나눈 값으로서 액티브 운용에 효율성을 나타내는 지표라고 볼 수 있겠습니다. 액티브 위험과 IR의 주요 특성을 설명 드리면 목표액티브위험을 확대하면 목표초과수익률이 증가하나 동시에 총 위험도 같이 증가하며, World Bank의 2009년도 SIP Program에 의하면 1.0%를 초과하는 액티브위험은 실현 가능성이 낮은 것으로 나타나고 있습니다. IR 수준은 시장의 효율성과 운용 규모와의 역의 관계로서 시장이 비효율적, 즉 비정형화 되어 있거나 시장 내에서 액티브 운용을 위한 매매가 원활해야 초과수익을 확보하기 용이하고 국민연금의 경우 기금 규모가 확대됨에 따라서 IR 수준을 높여가기가 어려운 현실입니다. 다음은 55쪽입니다. 2010년도 목표IR에 대해서 설명 드리겠습니다. 2010년도 목표IR 수준은 지난 2008년 12월에 의결한 바 있는 성과평가보상지침 세부기준에서 제시된 0.5를 반영하였습니다. 성과평가보상지침 세부기준에 따르면 금융부분 전체의 목표수준은 IR 0.5를 적용하는 수준으로 한다고 규정되어 있습니다. IR 0.5 수준은 해외연기금 사례와 국내외 주식·채권 펀드의 IR 분포를 감안할 경우에 상위 20% 수준에 해당하는 높은 수준의 목표라고 볼 수 있겠습니다. 해외 연기금 목표 IR 수준은 CalPERS의 경우 0.133, 캐나다 OTPP의 경우 0.65이며 국내외 주식·채권 펀드의 상위 20%에 속하는 IR 수준은 0.4~0.5가 되겠습니다. 따라서 목표초과수익률의 구성요소인 목표

IR은 이미 정해졌기 때문에 목표액티브위험을 결정하고 나면 목표초과수익률이 결정되게 되겠습니다. 다음은 IR와 함께 목표초과수익률의 구성요소인 목표액티브위험에 대해서 설명 드리겠습니다. 목표액티브위험은 객관적인 시장의 지표인 벤치마크를 벗어난 정도를 나타내는 지표로서 전술적액티브위험과 자산군액티브위험으로 구성되며 TAA액티브위험은 자산군별 투자 비중을 전략적 자산투자 비중과 달리하여 발생하는 수익률 차이의 표준 편차라고 볼 수 있겠습니다. 예를 들면 주식시장 강세를 전망하고 전략적 목표비중보다 주식투자 비중을 확대할 경우 발생하는 이익이 되겠습니다. 전술적액티브위험은 SAA와 TAA의 자산투자비중의 차이가 클수록 증가하고 자산군의 가격변동성이 증가할수록 증가하게 됩니다. 자산군액티브위험은 개별자산군 내에서 세부 자산에 대한 투자 비중을 벤치마크의 투자비중과 달리해서 발생하는 수익률 차이의 표준편차로서 예를 들면 A기업의 주가상승폭이 클 것으로 전망하고 국내주식의 벤치마크인 코스피 지수에 반영된 비중보다 높게 투자할 경우 발생하는 위험이 되겠습니다. 56쪽입니다. 다음은 전술적액티브위험의 수준에 대해서 설명 드리겠습니다. 전술적액티브위험은 0.65%로서 이는 다양한 시나리오에 따라서 TAA의 자산별 투자비용을 SAA의 비중과 다르게 투자할 경우 발생 가능한 위험을 시뮬레이션한 결과 적용하게 된 것입니다. 2009년도와 비교 시에 0.15%p가 감소한 수준이고 요인별로는 아래 표에서 보시는 바와 같이 자산의 평균적인 변동성 증가로 인해서 0.06%p가 증가하고 SAA와 TAA 간 비중 차이 축소로 인해서 0.21%p 감소한 것으로 분석되고 있습니다. 다음은 자산군액티브위험입니다. 자산군액티브위험은 0.55%로서 2010년 자산군별 평균 투자비중과 액티브 위험을 감안하여 산출한 값으로서 2009년도와 비교할 때 0.05%p 감소한 수준이며 자산군별액티브위험을 데이터에 정합성이 확보된 최근 2년간의 최대치로 반영함에 따른 결과라고 볼 수 있겠습니다. 57쪽입니다. 결정하고자 하는 목표액티브위험은 0.9%로서 구성요소인 전술적액티브위험 0.65%와 자산군액티브위험 0.55%에 상관계

수를 적용하여 산출했으며, 아래 표에서 보시는 바와 같이 2009년 1.1% 대비 0.2%p 감소한 수준이 되겠습니다. 아래 표는 연도별 목표액티브위험 추이를 제시하고 있습니다. 이런 과정을 거쳐서 초과수익률 산정은 목표액티브위험 0.9와 목표IR 0.5를 곱해서 산출하게 되는 목표초과수익률은 0.45%가 되게 됩니다. 따라서 공단은 액티브위험 배분을 통해서 목표초과수익률 0.45% 이상을 달성하도록 노력해야 하며 아래 도표는 2010년 목표초과수익률과 연도별 목표초과수익률 추이에 대한 자료가 되겠습니다. 58쪽입니다. 다음은 본 안건과 같이 목표초과수익률 0.45%를 달성하기 위해서 0.9%의 액티브위험을 부담할 경우 총 위험과 Shortfall 위험의 결과가 어떻게 달라지는가 하는 내용이 되겠습니다. 아래 표에서 보시는 바와 같이 2010년 총 위험은 5.57%로서 당초 5.50%보다 0.07% 증가하게 되며 이는 전략적 자산 배분에 따른 위험 5.5%와 액티브위험 0.9% 및 위험간 분산효과를 고려하여 산출한 값이 되겠습니다. 한편 IR 0.5를 달성하게 되면 Shortfall 위험, 즉 밑에 주식 정의가 있습니다만 5년 동안 누적운용수익률이 같은 기간에 누적소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성이 Shortfall 위험이 되겠습니다. Shortfall 위험은 4.31%에서 2.72%로 1.59% 감소하는 것으로 나타나며 이는 액티브위험을 0.9%추가로 부담하는 데 따른 수익률의 증가가 총 위험 증가보다 크기 때문입니다. 액티브위험의 성과가 없는 경우, 즉 IR이 0인 경우에는 Shortfall 위험이 4.53% 증가하는 것으로 분석되고 있습니다. 59쪽입니다. 향후 관리방안에 대해서 말씀드리겠습니다. 본 안건에 의해서 목표액티브위험이 정해지면 아래 그림과 같이 공단은 이를 세부 자산군별로 배분하고 그 결과를 금년 12월에 개최되는 기금운용위원회에 보고할 예정입니다. 공단은 액티브위험 배분결과를 포함한 기금 전체의 총 위험과 자산군별 위험 한도를 관리하게 되겠습니다. 위험한도 배분절차에 대해서는 유인물 내용을 참조해 주시기 바랍니다. 이어서 60쪽에서 68쪽까지의 내용은 본 안건과 관련된 참고설명자료로써 액티브운용과 초과수익의 개념 그리고 국내외 주요 펀드의 IR 분포 그리고 전술

적액티브위험의 시뮬레이션 방법, 마지막으로 자산군액티브위험 산출근거에 대한 자료가 제시되었습니다. 참고로 어제 개최된 실무평가위원회에서는 동 안건에 대해서 원안대로 심의하였음을 말씀드립니다. 이상으로 보고를 모두 마치겠습니다.

- 위원장 : 간사님 수고하셨습니다. 보고 받으신 안건에 대해 의견이 있으시면 말씀해 주시기 바랍니다.
- 노대래 위원 : 너무 기술적인 내용이라서 56페이지 ‘요인별 TAA 액티브 위험 증감’ 중간에 있는 테이블을 보면 통상적으로 생각할 때 자산변동성이 증가하면 SAA 기준 차이 축소 같은 값으로 플러스로 될 거 같은데 왜 이게 반대 방향으로 나타나지요?
- 이스란 과장 : 56쪽에 있는 그 표를 말씀하시는 거지요?
- 노대래 위원 : 예.
- 이스란 과장 : 이게 TAA위험이라는 게 SAA의 어떤 전략적자산배분과 달리 가져갈 때의 위험을 말하는 거거든요. 그래서 SAA가 비중이 줄어들면 그 변동성은 줄어들게 되어 있습니다.
- 노대래 위원 : 그런데 통상 생각할 때 자산변동성이 크면 SAA하고 TAA 간에 격차가 굉장히 벌어질 거 같거든요.
- 이스란 과장 : 그 부분은 지금 자산변동성 증가는 0.06%p 증가돼 있는 상태고요. 지금 말씀하신 SAA와 비중 차이를 말씀하셔서 그거는 줄어들게 되어 있죠.
- 노대래 위원 : 비중 차이.
- 이스란 과장 : 예. 그러니까 얼마나 벌어지게 가져가느냐라는 부분이고요. 많이 벌어지면 벌어질수록 위험이 증가하게 되어 있어서 그 부분이 차이가 줄어들면 그 위험 자체는 줄어들고요. 지금 차관보님 말씀하시는 변동성이 커지면 TAA는 커지게 되어 있습니다.
- 노대래 위원 : 58페이지 아래 표에 총 위험하고 Shortfall Risk하고 이 관계가 Shortfall Risk를 보니까 운용하는데 운용수익률하고 소비자물가상

승률 2개를 비교를 했는데 이게 지금 방향이 역방향으로 움직이거든요. 반대로 총 위험은 커지고 Shortfall Risk는 낮아지고 이렇게, 그건 왜 그런 건가요?

○ **한동주 실장** : 제가 설명 드리겠습니다. 지금 총 위험은 액티브위험을 추가적으로 쓰면서 조금씩 증가하게 되고요. 그다음에 Shortfall도 일반적으로 증가하게 되는 건 IR 값이 제로일 때는 Shortfall이 세 번째 칸에 있는 것처럼 4.3에서 4.5로 자연스럽게 증가합니다. 그런데 IR이 0.5라는 것은 위험을 더 쓰면서 초과수익률을 넣기 때문에 초과수익률을 더 얻는 만큼 운용수익률이 채권수익률보다 낮아질 확률이 적어지게 되는 거지요. 그러니까 IR이 0.5라는 건 위험을 쓰는 만큼 0.5만큼 수익을 더 얻게 되기 때문에 그렇습니다.

○ **이스란 과장** : 보시면 제가 설명을 드릴게요.

○ **노대래 위원** : 들어도 모르는데 설명하는 사람이 잘못된 건지 듣는 사람이 이해를 잘 못한 건지.

○ **이스란 과장** : 차관보님, 보시면 위험은 지금 저희가 0.9가 증가했는데 0.07만 지금 증가했지 않습니까? 위험은 증가를 했고 그다음에 수익은 지금 Shortfall을 보시면 수익률이 물가상승률 비트 모태로 하고 있기 때문에 물가상승률은 지금 변함이 없고요. 대신에 2순위는 올라갔지 않습니까? 이게 떨어진다는 얘기겠죠.

○ **김영주 위원** : 57페이지에 보시면 맨 아래 연도별 목표초과수익률 추이라는 것이 있잖아요. 그걸 보면 2007년부터 2010년까지 나와 있고 목표초과수익률이 1이고 그다음에 초과수익성과가 결과를 얘기하는 거지요?

○ **이스란 과장** : 예, 맞습니다.

○ **김영주 위원** : 예측한 거와 실제로 수익한 거하고 오차가 상당히 많이 나서 저희가 이렇게 설정을 기준 하는 게 있으면 목표를 향해서 얼마만큼 맞추려고 노력을 하는 것인지 아니면 결과가 목표수익률은 적게 잡았는데 추가수익성과가 높으면 성과가 좋다고 평가를 해야 되는 건지 이 수익률

산정하는 거에 대해서 오차가 상당히 많이 나서 혹시 2009년에 예측하기는 평가가 굉장히 낮게 예측이 되어 있나요? 그거를 조금 설명해 주십시오.

○ **이스란 과장** : 이게 말씀하신대로 저희가 사실 목표초과수익률을, 그러니까 알파를 어디까지라고 정한 적이 아직까지 한 번도 없습니다. 오늘 사실 기금운용위원회에서 처음 정하는 걸로 이해를 하셔야 될 것 같고요. 그전에 2007년 0.47, 0.67은 공단 자체 내에서 그런 목표를 가지고 운용을 했었습니다. 그런데 2007년 0.19를 했다는 건 쉽게 말씀드리면 공단이 운용을 잘 못한 거고요. 2008년 같은 경우도 상황이 다르게 이게 4개 다 설명이 됩니다. 예를 들면 2008년에 0.67을 했는데 초과이익성과가 굉장히 많이 낮잖아요. 이 부분은 작년에 주식이 많이 빠졌는데 주식을 저희가 덜 실었습니다. 목표 비중을 덜 가져갔기 때문에 전술을 잘 했기 때문에 이 부분이 높게 나타난 거고요. 대신에 작년에는 마이너스 수익률을 했기 이 부분은 굉장히 전술적자산배분은 잘했지만 초과이익성과금은 받지 못했습니다. 그래서 그렇게 이해되시면 되고요. 2009년에는 저희 뒤에 운용현황이 붙어 있습니다만 현재 금융부분 전체 벤치마크보다 조금 못하고 있어요. 지금은 주식이 매우 좋아졌는데 주식을 저희가 조금 덜 실었습니다. 그래서 약간 지금 떨어져 있는 상태라 이 부분을 비트할지는 연말에 가서 좀 지켜봐야 될 것 같고요. 금년에 처음 이제 0.45라는 공단에 주어진, ‘알파를 이만큼 해라. 위험은 이만큼만 써라’라고 기금운용위원회가 금년에 처음 정하시는 걸로 이해하시면 될 것 같습니다.

○ **위원장** : 정용건 위원님 말씀하시지요.

○ **정용건 위원** : 우리가 전략적목표수익률도 정하는데 또 전술적으로도 또 목표초과수익률을 정해가지고 공격적으로 수익을 올려보겠다 적극적으로 이런 취지는 공감이 되는데요. 실제로 목표수익률이 있는데 별로 또 전술적인 부분에서까지 꼭 이렇게 정해가지고 공격적으로 가는 것이 적절한지 위험하다는 이런 생각도 좀 들고요. 또 사실은 성과 결과 보면 전체적으로 벤치마크에 의해서 움직이는 거지 우리가 전술적으로 목표초과수익률

을 정했다 해 가지고 거기에 따라서 수익이 정해진 것 같지도 않거든요. 주식시장이 하락하면 그에 따라서 성과도 당연히 떨어지고 또 주식의 계속 상승기에 올라가면 성과도 급등하는 그런 양상이기 때문에 그렇게 유효한 것인가 관련해서 좀 의구심이 들거든요.

○ **이스란 과장** : 그거는 이렇게 설명을 드려야 될 것 같아요. 앞쪽에 53쪽에 보시면 그림이 있지 않습니까. 체계적위험은 이미 자산배분에, 그러니까 배타위험을 이미 가지고 있는 거고요. 그다음에 초과수익률을 내면 액티브위험을 써야 하는데 사실 위원회에서 결정하시는 거는 이미 IR은 아까 보신 그 0.5로 주어져 있습니다. 그래서 위험을 어디까지 쓸 거냐 그걸로 정해 주시는 걸로 이해하시면 됩니다. 이 이상은 쓰지 마라. 물론 반대로 보면 이거 이상 추구하라는 수익 면에서 그렇지만 위험관리 측면에서는 기금운용위원회가 이 정도 액티브위험만 써야 맞는 거다 라고 가이드를 주는 걸로 이해를 하시면 이 안건의 취지는 충분히 있다고 판단합니다.

○ **박현열 간사** : 부가적으로 설명을 올리면 우리가 중기자산배분전략을 세우면서 이 개별 자산군별로 주식·채권·대체투자별로 이렇게 투자목표 비중을 정하지 않습니까. 투자목표 비중을 정하면서 또 투자 플러스마이너스 허용 범위를 정하고 있습니다. 예컨대 2010년도 같으면 국내주식 경우 목표비중이 16.몇 프로지만 투자 허용범위가 $\pm 5.0\%$ 로 주어집니다. 그러면 이 투자허용범위와 그리고 개별 투자 종목별로 수익 여건이 또 따로 있을 겁니다. 그래서 투자허용범위와 개별 종목별 투자수익 여건, 이 여건을 동시에 고려해서 기금운용본부가 목표초과수익률을 달성하게 되겠습니다.

○ **노대래 위원** : 제가 생각할 때는 사실 중기 목표할 때는 자산 가격이 어떻게 되고 자산군별로 정하지 못하거든요. 연차별로 연동시켜서 그 상황에 따라서 변동시키는 것이 필요한데 이제는 이런 복잡한 수식으로 하나 사실 지금 시장상황을 보고 시나리오를 이렇게 해 가지고 하나 지금 같은 거 아니에요? 제가 의문은 그거예요. 왜 복잡하게 해 가지고 누구도 옳았다 틀리다 판단할 수 없게 해 가지고 하느냐. 제가 볼 때는 중간에 모델

도입하고 뭐하고 다 하여튼 결론은 이게 버킹검인 거 같은데 이렇게 하는 게 조금 이상하다 이렇게 생각합니다.

○ **이스란 과장** : 차관보님, 이게 저희가 이제 이렇게 이런 방식을 통해서 계산한다는 과정을 보여드린 거고요. 차관보님께서 말씀하신 자산 가격의 변동성 이런 부분은 이미 참고자료에 저희가 다 붙여놨습니다. ‘과거 추이를 보니 이 정도 변동성이 있더라. 그래서 우리는 이만큼만 가져간다.’ 이렇게 지금 되어 있는 겁니다. 저희가 성실하게 이 작업을 했다는 걸 보여드리고자 했습니다.

○ **위원장** : 조금 이해하기 쉽도록, 할 때의 장점과 안 할 때의 장점을 비교 설명을 해 주면 위원님들이 좀 이해하기 쉬울 것 같습니다. 여기에 나오는 수치는 이것이 하나의 시뮬레이션 산식에 의해서 나오니까 그건 전문가가 정확하게 산출했으리라고 생각을 하고, 우리가 지금까지 택하지 않던 목표초과수익률(안)이라는 것을 의결해야 하는 필연성 여부에 대해서 조금 더 상세하게 설명을 해 주시면 위원님들께서 잘 이해하실 것 같습니다.

○ **노대래 위원** : 꼭 필요할 것 같습니다.

○ **위원장** : 현오석 위원님 말씀하시지요.

○ **현오석 위원** : 몇 가지 좀 테크니컬 해서 제가 읽어보기도 굉장히 힘이 들었는데 몇 가지 질문이 있는데요. 하나는 56페이지에 보면 큰 전제가 지금 자산분액티브위험과 목표액티브위험 간에 코릴레이션이 제로라고 그랬는데 이게 보통 이렇게 하는 건지 어떤 근거에 의해서 제로라고 놓고 전제를 하셨는지 이게 하나의 질문이고요. 두 번째 질문은 지금 제가 이 자료에는 제가 받은 자료하고 이 자료가 조금 달라진 게 설명 자료가 여기에는 하나가 빠져 있네요. 보면 IR 할 때 IR 분포에 있어서 제가 받은 자료는 상위 20%를 기준으로 해서 산정됐다 이렇게 되어 있거든요. 그 자료가 지금 빠져 있어요. 그래서 설명자료5를 저한테는 주셨는데 여기는 빠져 있네요.

○ **이스란 과장** : 빠져 있지 않고요.

- 현오석 위원 : 어디 있지요?
- 이스란 과장 : 저희가 회의를 하기 전에 변경을 했는데 62쪽에 보시면 있습니다.
- 현오석 위원 : 62쪽이요?
- 이스란 과장 : 예.
- 현오석 위원 : 그렇군요. 20% 기준으로 산정되어 있는데 조금 괜찮은 건지 상위 20%라고 잡은 게 좀 어떤지 그게 제 두 번째 질문이고요. 세 번째는 2010년도 목표액티브위험을 할 때 이게 테크니컬이 어떻게 이게 국내주식의 비중이 15.2에서 14.2로 바뀔 때 액티브위험이 상당히 변화가 많이 있다고 보는데 특별한 그런 분포가 있는지 그게 세 번째 질문이고, 네 번째는 시나리오 8개를 2009년 말에 자산비중으로 한 거하고 또 TAA 예측력을 2가지 경우를 했잖아요. 그런데 이것을 평균을 냈는데 예측력을 왜 꼭 30%로 했는지 그 4가지를 말씀해 주시지요.
- 이스란 과장 : 설명 드리겠습니다. 처음에 말씀하셨던 상관관계는 제가 볼 때 56쪽 하단에 저희가 상관계수를 0으로 났다 그거 때문에 지금 질문을 하시는 걸로 이해가 되는데요. 이게 TAA액티브위험은 주식·채권 등에 비해서 전략적액티브위험이란 달리 투자 비중을 가져갔을 때 생기는 거고요. 자산군액티브위험은 주식 내에서 종목을 달리 가져갈 때 생기는 위험입니다. 다시 말씀드리면 자금을 배분하는 매니저와 주식 내에서 주식만을 운용하는 매니저와의 의사결정은 아무 상관관계가 없는 거지요.
- 현오석 위원 : 제가 그걸 설명을 듣자는 게 아니라 왜 그렇게 전제로 한 것인가요?
- 이스란 과장 : 저희가 그렇게 생각을 해서 이부분을 0으로 가정을 한 겁니다.
- 현오석 위원 : 그러니까 0으로 가정한 것이 일반적이에요? 왜 0으로 가정하지요?
- 이스란 과장 : 저는 일반적으로 알고 있어서 그렇게 했는데 사실은 저희

가 이론적으로 주식 매니저와 자금 배분하는 매니저와는 의사결정이 상관관계가 없다는 가정을 했는데요. 사실은 어제 실무위원회에서도 ‘실제로 그러냐. 연관관계가 있지 않겠느냐.’라고 이야기를 해서 ‘이 부분은 저희가 실제로 그런 상관관계가 있는지 나중에 데이터를 한번 쟁겨보겠습니다.’라고 말씀을 드렸습니다.

○ **현오석 위원** : 당연히 상관관계가 있지 않겠어요?

○ **이스란 과장** : 저희는 지금 그냥 0으로 가정을 했어요. 그 돈을 결정, 주식·채권 이런 데 돈을 배분하는 사람과 주식 내에서 주식만을 운용하는 매니저는 상관관계가 없지 않겠느냐 이렇게 생각을 했던 겁니다.

○ **한동주 실장** : 현실적으로 어떤 주식의 수익률하고 채권의 가격의 수익률은 서로 역상관성이 있습니다. 그런데 현실적으로 운용할 때 주식 매니저가 결정하는 것과 채권 매니저가 행동하는 것은 서로 상관성이 있게 움직이진 않습니다. 그래서 여기에서는 액티브위험을 결정하는 것이기 때문에 서로 행동하는 것이 투자 결정할 때 서로의 연계를 갖고 투자 결정을 하지 않는다는 의미로 상관계수가 적용이 됩니다.

○ **현오석 위원** : 상관성이 없다고 단정하실 게 아니라 상관성이 당연히 있지요. 왜 상관성이 없겠어요. 당연히 있지요. 그런데 제 질문은 당연히 저는 있어야 된다고 보는데 이렇게 하는 것이 일반적인지 아니면 편의상 이렇게 하시는 건지 아니면 설령 상관성이 있다고 전제해도 이러한 결론에 큰 차이가 없는지 그런 식으로 얘기를 한번 해 볼 필요가 있지 않나 해서 제가 여쭙보는 거예요. 그게 상관성이 있다고 하면 좀 복잡해서 그렇게 하신 건지, 상관성이 없다 그렇게 전제하실 게 아니라.

○ **이스란 과장** : 말씀드리겠습니다. 저희가 가정을 한 거고요. 실제로 있을 수 있다고도 저희가 판단을 하는데요. 실제로 얼마나 될지에 대해서는 저희가 계산해 보지 않아서 이거는 이번에 이렇게 한번 해 보고 나중에 정말 상관관계가 있는지 한번 분석을 해보자고 이렇게 얘기가 결론을 내렸었습니다.

- **현오석 위원** : 제가 잘 몰라서 그러는데 이런 스터디를 많이 하셨을 테니까 보통 그런 상황에 있고서 한 경우도 있는지 아니면 대부분의 경우에 이렇게 우리가 전제를 하는 것이 일반적인 것인지 여쭙보는 거예요. 이 관계에 전문성이 없어서 여쭙보는 겁니다. 일반적인 이런 시뮬레이션을 할 때 상관성이 있다고 전제하는 것이 아주 극단적인 그런 전제라고 생각해서 하는 것인지.
- **위원장** : 잠깐만요. 제가 말씀드릴게요. 이게 지금 과거의 경험치를 갖고 우리가 유추할 수 없습니까? 예를 들어서 우리가 그동안에 채권 얼마 사고 주식 얼마 사고 이렇게 자산 배분을 하고 또 그거 갖고 각자가 주식을 얼마 운용하라고 각자의 주식 운용자에게 주고 나면 그 사람들이 우리가 십 몇 년 간 운용해왔기 때문에 최근 5년간의 경험치를 갖고 있었는지 없었는지 하는 이걸 실적을 갖고 뒤집어보는 거니까 그게 가능합니까? 안 가능합니까?
- **한동주 실장** : 검증은 가능할 거라고 생각이 됩니다. 그런데 일반적으로 개념적으로 이 두 행동을 설정해서 목표를 설정할 때는 대부분 그렇게 상관관계가 제로가 되는 걸로 해서 목표를 설정하는 게 일반적으로 하고 있습니다.
- **현오석 위원** : 저는 좀 있다고 보는데 하여튼 모르겠어요.
- **노대래 위원** : 저도 생각할 때는 우리 현 위원님이 말씀하신 게 맞는 것 같은데 지금 저쪽에서 자산군별로 자금이 배분이 돼서 그쪽에서 배분 관리를 운용을 사람 배팅하는 사람은 서로 상관관계가 없지요? 이게 배팅이 되어 있으니까. 그런데 배분하는 단계에서 어느 쪽을 할까 말까 생각해서 머리속에 상관관계를 다 생각을 하지요. 그러나 그 위 단계로 보면.
- **이스란 과장** : 이 의미가,
- **현오석 위원** : 위험에 대한 의미인데도 상황을 어떻게 해야 될까요?
- **이스란 과장** : 그러니까 주식의 돈을 이만큼 싼기로 채권에 싼기로 결정하는 사람의 의사결정과 주식 안에서 채권 안에서 다른 종목을 뭘 할지를

고민하는 매니저와의 의사결정은 상관관계가 없다는 취지입니다.

- 현오석 위원 : 너무 스트롱한 가정 아니에요?
- 이스란 과장 : 일반적으로 아까도 실장님이 말씀하셨는데 저희도 사실 이 부분을 열심히 들여다봤었는데 일반적으로 그렇게 하기 때문에 저희도 가정을 저희들이 받아들인 겁니다.
- 현오석 위원 : 자꾸 그렇게 일반적이라고 얘기를 하지 마시고 만약에 가정이 있다고 했을 때 시뮬레이션을 한번 하는 게 복잡해요?
- 위원장 : 이렇게 하면 어떻습니까? 잠깐만요. 아까 한동주 실장님께서 지금 이게 실제로 최근 5년치 최근 3년치로 상관관계가 제로였는지 아니면 얼마 수치가 나왔는지 하는 건 경험치로 가능하다고 보면 한번 경험치를 내어 가지고 설명을 해 드리는 것이 위원님들이 조금 더 이해하시기 좋지 않을까요?
- 한동주 실장 : 저희가 이런 위험 배분하는 것을 개념상 서로 상관성이 없는 걸로 일반적으로 되어 있기 때문에 안 해봤는데 하여튼 그 필요한 데이터를 가지고 한번 가능한지 해서 위원님들께 보고를 한번 드리도록 하겠습니다.
- 위원장 : 왜냐하면 그거를 한번 설명해드려야 의문이 풀리실 거 같거든요. 그래서 미미한 숫자이기 때문에 무시하자고 넘어갈 수도 있기 때문에 그러니까 일단은 경험치를 그때도 마찬가지로 행동해 왔을 거 아닙니까? 경험치로 갖고 분석을 해서 보고를 해 주시기 바랍니다.
- 한동주 실장 : 예.
- 이스란 과장 : 나머지 질문에 답변 드리겠습니다. 62쪽에 지금 말씀하신 표가 들어있는데요. 상위 20%는 굉장히 달성하기 어려운 겁니다. 5명중에 1명만 할 수 있을 만큼 굉장히 IR 수준이 높다고 보시면 되고요. 그래서 이게 쉬운 수준은 아닙니다. 그래서 이 부분은 실제로 저희가 성과평가보상세부지침에 0.5수준으로 했다고, 저희들이 얼마 수준으로 할 거냐를 고민을 많이 하다가 실제로 상위 20% 정도에는 IR 0.5로 한다고 성과평가

보상지침에 지금 들어있고요. 그래서 그거는 저희가 기본으로 주어진 걸로 해서 지금 IR을 잡고 있는 겁니다. 그리고 세 번째 질문은 제가 정확히,

○ 현오석 위원 : 어디서 정해졌다고요?

○ 이스란 과장 : 여기서 위원회에서 의결하신 성과평가보상세부지침이 있는데요.

○ 현오석 위원 : 거기서 잡고 있다고요? 알겠습니다.

○ 이스란 과장 : 거기서 0.5로 한다고 되어 있습니다.

○ 현오석 위원 : 알겠습니다.

○ 이스란 과장 : 제가 세 번째 질문은 정확히 이해를 못했고요. 네 번째 말씀하신 8개 시나리오에 대해서는 이게 말씀드린 대로 SAA와 얼마나 달리 가져갈 거냐는 게 TAA위험이니까 출발할 때 2009년 말에 자산비중을 저희가 여러 가지로 4개로 예측을 한 거고요. TAA적중률을 말씀하셨는데 TAA가 자금을 실을 때, 지금 64페이지에 보시면 50%, 75%를 숫자를 저희가 조금 변경을 했는데요. 예를 들어 50%라는 거는 주가가 올라갈 거라고 해서 주식이 돈을 더 싼거나 아니면 이 방향을 얼마나 맞췄느냐의 문제고요. 60%라고 그러면 확률이 50%니까 애는 누구나 맞출 수 있다고 하는 가정이 하나 있는 거고요. 75%는 매달 돈을 실었을 때 열두 번 중에 아홉 번 정도 그 방향을 맞췄다는 가정을 하나 더 놓은 겁니다. 시나리오 2개를 만들었고 앞에 있는 건 4개 해서 8개로 저희가 시나리오를 돌린 겁니다. 답이 되셨는지 모르겠습니다.

○ 현오석 위원 : 세 번째 질문은 뭐냐 하면, 국내주식 비중을 15.2에서 14.2로 바뀔 때 TAA 액티브위험의 비중이 어떻게 보면 좀 많이 나온 거라고 볼 수 있는데 나는 63페이지하고 64, 65페이지를 보면 상당히 좀 달라진 걸로 받아들였는데 변화가 전제가 15.2에서 14.2로 바뀌는 거에 따라서 그 변화가 왜 이렇게 큰가 그렇게 생각을 했는데 그 변화에 대해서 한번 얘기를 해 주시지요. 액티브 위험에 대한 추정에 대해서.

- **한동주 실장** : TAA위험은 각 자산별로 기준 비중하고 달리 가져가는 차이에 의해서 발생하는 겁니다. 그래서 예를 들면 64페이지의 국내주식이 15.2에서 14.2로 내려가면 TAA액티브위험이 0.59에서 0.60으로 증가하는 걸로 되어 있습니다. 이렇게 증가하는 이유는 2010년 말에 저희 목표가 16.6이기 때문에 그렇습니다. 그래서 15.2보다는 14.2가 16.6하고의 차이가 더 크기 때문에 그 위험이 더 증가하는 걸로 되게 됩니다.
- **현오석 위원** : 이게 전반적인 거에 관한 운영에 관한 질문인데요. 이렇게 결정을 한 다음 외부위탁펀드한테 어떤 액티브한 운용을 허용할 거 아니겠어요? 그렇죠?
- **한동주 실장** : 예.
- **현오석 위원** : 그때 2010년에 우리가 정한 목표초과수익률이 어떻게 전달되나요? 그게 첫 번째 질문이고요. 두 번째는 아니면 우리 국민연금이 자체 운용하는 부분하고 외부 펀드에 소위 말해서 투자전략이 있을 거 아니겠어요? 그런 거 하고 어떻게 그 차이를 감안해서 우리가 국민연금을 조정해 나가야 되는 것인지. 앞으로 어떻게 결정되면 현실적으로 어떻게 운영을 하실지 거기에 대해서 말씀을 해 주시지요.
- **한동주 실장** : 오늘 여기에서 전체 위험을 결정해 주시면 저희가 12월에 다시 세부 자산군별로 위험을 어떻게 내부적으로 배분하는 지에 대해서 보고를 하도록 되어 있습니다. 그렇게 되고 말씀하신 것처럼 위탁에는 어떻게 각 위탁도 하나의 세부 자산군으로 해서 위험을 배분하고 IR 값을 부여하게 됩니다. 그래서 예를 들면 외부위탁과 자체 운용을 어떻게 구분하느냐 하면 자체 운용과 외부위탁의 주식의 경우를 비교해 보면 자체 운용은 회전률도 매우 낮고 종목들도 주로 대형주 위주로 투자를 하게 되고요. 외부의 위탁된 주식은 회전률도 높고 그다음에 다양한 종목들을 좀 활발하게 매매를 하는 형편입니다. 그래서 자체 국내 주식과 외부위탁의 위험 자체의 배분도 외부 위탁을 더 크게 주고 그다음에 IR 목표 부여도 외부 위탁은 국내 직접 주식보다도 높게 줘 가지고 전체 목표와 IR값도

부여합니다. 그래서 각 자산별로 그렇게 배분된 위험과 IR 값이 전체가 합치면 오늘 여기에서 주어진 총 액티브위험과 IR값 평균이 되도록 배분을 하게 됩니다.

○ **현오석 위원** : 제 말씀은 그래서 이제 외부의 펀드가 어떤 계약을 하나요? 어떻게 하나요? 만약에 그대로 잘 지켜지지 않았을 때는 어떻게 하나요?

○ **한동주 실장** : 그게 저희 내부의 위탁 관리팀의 그 목표가 부여되고 위탁관리팀은 그 목표와 IR값을 달성하기 위해서 외부위탁의 유형이나 이런 부분들에 대해서 어떤 특정 유형별로 그 목표가 달성될 수 있도록 자금 배분을 하게 됩니다.

○ **현오석 위원** : 아니, 제 말씀은 그 외부 위탁펀드가 안 됐을 때는 어떻게 해요? 외부 위탁펀드를 우리가 계약을 하나요? 예를 들어서 이렇게, 이렇게 운용을 해라 했는데 실제적으로 이 운용이 안 이루어졌다 그러면 어떠한 조치를 취하나요?

○ **한동주 실장** : 그러면 6개월마다 한 번씩 평가를 해서 자금을 회수하거나 잘 하는 데다가 더 추가 배분을 합니다.

○ **현오석 위원** : 알겠습니다. 6개월마다 한다고요?

○ **김용하 위원** : 전 위원장님.

○ **위원장** : 예, 김용하 위원님.

○ **김용하 위원** : 설명을 듣고 토론을 하니까 이해는 되는데요. 지금 전체적으로 목표초과수익률이 어떻게 활용될 것인가 하는 그런 측면에 있어서 일단 이 목표수익률을 우리가 기금운용계획 수립할 때 전략적자산배분하고 전술적자산배분의 책임성을 구분한다는 점에서는 합리적인 계획을 수립할 때 바람직한 방향이라고 생각이 드는데 결국은 우리가 최종적으로는 우리가 기금운용자로 하여금 조금 더 적극적으로 계획을 수립하고 이렇게 하는 데는 역할을 할 것으로 생각하지만 문제는 목표초과수익률이 의미를 가지려면 이게 성과평가하고 연동이 되어야 의미가 있는 것이라고 생각합니다. 지금 사실은 우리가 전략적 자산배분에 의한 기대수익률 계산하고

할 때는 사실 기금운용계획을 수립하는 것이지 기금운용계획에 수립했던 우리의 목표수익률이 6.5%든 6.6%든지 그것에 의해서 우리가 성과평가를 하는 것이 아니고 사실은 벤치마킹 대비수익률 기준해서 성과평가를 하기 때문에 이것이 의미를 가지려면 성과평가를 할 때 목표초과수익률을 얼마 달성하는 지를 반영해야 될 것인데 그 부분과 관련해서 어떠한 계획을 가지고 계신지 말씀해 주시기 바랍니다.

○ **이스란 과장** : 지금 이거는 이미 지난번에 위원회에서 의결하신 성과평가보상지침에 들어있고요. 이 초과 알파를 달성해야만 기금운용본부는 초과이익성과금을 받을 수 있습니다.

○ **김용하 위원** : 그거는 우리가 0%일 때.

○ **이스란 과장** : 아닙니다.

○ **김용하 위원** : 그러니까 우리가 그때 이야기할 때 이야기는 예를 들면 우리가 일반적으로 수익률을 이야기 했을 때 그때 고민했을 때를 기억하기로는 수익률이 0%일 때 하고 벤치마킹 대비보다는 적지만 수익률이 6%일 때 우리가 성과를 배분해야 될 것인가 말 것인가 그걸 고민할 때의 이야기인데 사실은 만약에 우리가 벤치마킹보다는 일반적인 기준으로 넘어갔을 때 벤치마킹 수익률 기준으로 하기 때문에 이 부분하고 관계없지 않습니까? 예를 들면 벤치마킹 대비해 가지고 이미 초과수익을 남겼다 했을 때는 이 목표초과수익률은 아무 관계없이 성과평가가 이루어지는 거 아닙니까?

○ **이스란 과장** : 이 목표초과수익률의 개념조차도 BM대비, 오늘 결정하시는 0.45%p잖아요. 그러니까 벤치마크 대비 금융부분 전체 수익률이 0.45% 이상을 해야만 된다는 얘기입니다. 이게 절대적 수익률 개념이 아닙니다. 말씀하신대로 전략적자산배분에 의해서 벤치마크는 저희가 나오고 그걸 가지고 합시다만 기금운용본부가 초과이익성과금을 받으려고 그러면 벤치마크 대비 0.45%를 더해야만 성과금을 받을 수 있는 구조로 이미 성과평가보상지침에 되어 있습니다.

○ 위원장 : 다른 의견이 없으십니까? 그러면 이제 결정하실 일이 남았는데 요. 아까 우리 현오석 위원님이 얘기하신대로 56쪽에 상관계수를 0으로 적용한 것은 아마 오늘 이 자리에서는 시뮬레이션 한 실측값이 나오지 않을 것 같습니다. 그래서 차후에 보고를 받고, 오늘 원안대로 의결할 것인가 아닌가만 결정하면 될 것 같습니다. 그래서 차후에 실무자로부터 보고를 받고 오늘 일단 원안대로 의결하시는데 혹시 이견이 있으면 말씀해 주시고, 없으면 의결하도록 하겠습니다. 그러면 다음번 회의 때 최근 몇 년간을 해보니까 어떤 그것이 있는지 하는 것을 보고해 주시면 고맙겠습니다. 그러면 2010년도 목표초과수익률(안)에 대해서는 원안대로 의결하겠습니다. 다음으로 보고 안건을 보고 받을 순서이지만 제가 한 가지를 정리하고 넘어가겠습니다. 아까 제5차 기금운용위원회의 속기록을 읽었습니다. 마는 지난번에 헤지 비율을 의결할 때 2010년도 헤지 비율은 5차 회의에서 의결을 하고 중장기적인 방향에 대해서는 원래 6차 회의에서 의결하도록 그날 의결을 했습니다. 그런데 제가 아까 실무자에게 확인을 해 보니까 오늘 보고 할 수 있을 만큼 쉽게 정리하지 못했다고 합니다. 그래서 이 부분은 원래는 오늘 회의에서 의결하기로 지난번에 결정은 했지만 그러면 7차 회의에서 의결하는 것으로 하고 보고를 받도록 하겠습니다. 양해해 주시면 고맙겠습니다.

다. 보고사항 : 『ALM 및 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고』

○ 위원장 : 다음으로 보고 안건 09-11호 ALM 및 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅 결과 보고에 대해서 보고를 받고 토론을 하도록 하겠습니다. 이에 대해서 Mercer 컨설팅 한국지사 김충직 부사장님께서 보고하여 주시기 바랍니다.

○ 이스란 과장 : 위원장님, 양해 말씀을 좀 드려야 될 것 같은데요. 사실

Mercer에서 오신 분이 계신데 저희가 국회 일정이 있어 시간이 빠듯해서 한국 말씀을 잘 하시긴 합니다만 빨리 못하셔서 보고는 제가 하고요 질문은 우리 부사장님이 받도록 그렇게 진행했으면 합니다.

○ 위원장 : 양해해 주시겠습니까?

○ 이스란 과장 : 양해해 주시기 바랍니다.

○ 김충직 부사장 : 죄송합니다. 제가 한국말이 좀 부족해서요.

○ 이스란 과장 : 잘 하시는데 좀 늦게 말씀하셔서요. 제가 빨리 말씀을 드리겠습니다. 죄송합니다. 안건 77쪽부터 보고를 드리겠습니다. 우선 목차를 잠깐 봐 주시면 저희가 추진배경과 그간의 경과를 말씀드리고요. 두번째 ALM 도입이 말조차도 어려운데 Asset-Liability Management입니다. 이게 왜 필요한지, 그다음에 컨설팅 하신 결과와 Mercer에서 제안한 내용을 요약해서 보고 드리려고요. 앞으로 이거를 어떻게 도입할 지 향후 과제에 대해서 간단히 설명을 드리도록 하겠습니다. 77쪽을 봐 주십시오. 추진배경 및 경과입니다. 추진배경은 기금 규모가 계속 증가하고 포트폴리오가 다변화됨에 따라서 기금운용체계 전반에 대한 진단과 재정비가 필요하다는 말씀이 많았습니다. 실제로 2006년 5월에 기금운용위원회에서는 중기자산배분을 의결할 때 ALM도입을 위한 컨설팅 시행을 하라고 권고 말씀을 주신 바도 있습니다. 그간의 추진 경과는 말씀드린 대로 '06년 5월에 그러한 컨설팅을 하라는 권고말씀이 있으셨고요. 그다음에 실제로 추진계획은 '07년 5월에 보고를 드린 바 있었고요. Watson Wyatt를 통해서 그다음에 2개월 동안 사전컨설팅을 해봤습니다. 이후에 2007년 12월부터 금년 6월까지 두 번에 나눠서 1, 2차년도 컨설팅을 추진하였습니다. 컨설팅 산출물은 오늘 회의장에 깔린 보고서가 있고요. 그다음에 부채모델, 자산모델, ALM모델 개량모델들을 저희가 산출물로 갖고 있습니다. 다음 78쪽입니다. Asset-Liability Management ALM 도입 필요성입니다. 우선 해외 주요연기금들의 도입 현황을 말씀드리겠습니다. 사실은 연기금 운용의 근간은 ALM입니다. 이게 확정급여형이라고 해서 DB형의 연금 중 적립금

이 있는 해외연기금은 자산운용에 있어서 ALM를 기본적으로 적용하고 있습니다. 그 ALM의 지표로 흔히 사용되고 있는 것들은 Funding Ratio 또는 최종목표수익률 등이 있고요. 그다음에 ALM을 통해서 정책이나 거시경제 변수에 따른 부채 그다음에 자산의 변화를 분석하고 이에 따라서 장기자산배분과 기금운용체계를 수립하게 됩니다. 선진연기금 등의 ALM 적용사례를 간단히 말씀드리면 우선 CalPERS 같은 경우는 완전적립기금으로써 적립률 Funding Ratio를 100% 이상 유지하는 것을 ALM의 목표로 가지고 있습니다. 네덜란드 APG 같은 경우도 마찬가지로 Funding Ratio를 100% 이상 유지하는 것을 목표로 가지고 있고요. 캐나다는 정부의 정책적 목표를 달성하기 위해서 최저수익률을 제시하고 이를 달성하는 것이 장기 기금운영의 목표인 그러니까 ALM 목표로 주어져 있습니다. 스웨덴은 지금 유일하게 여러 개로 나뉘어서 운용하고 나라인데 Notional DC형 그러니까 확정기여형이 많습시다만 이중에 DB성격을 가지는 부분에 대해서는 연금운용은 ALM을 기본으로 하고 있고요. 그런데 여기에 지표는 Balance Ratio이고 그다음에 이것을 1이상 유지하는 것을 목표로 하고 있습니다. 79쪽 상단입니다. 덴마크 ATP도 DB형 DC형 성격을 모두 가지고 있고 최소한의 급여보장 부분인 DB에 대해서는 ALM을 적용하고 있습니다. 이때 이 부채의 현금 흐름을 헤지 하고 감내할 수 있는 위험수준의 대부분을 액티브운용에 배분함으로써 운용의 효율성을 극대화하고 있습니다. 이제 우리나라 국민연금제도 현황을 말씀드리겠습니다. 이 부분은 잘 아셔서 간단히 말씀을 드리면 지난 2008년에 저희가 재정계산을 했습니다만 국민연금기금은 2043년에 최대 규모로 가고요. 2060년에 고갈됩니다. 지금 제도구조나 인구구조를 봤을 때 보험료 수입은 체감하고 급여지출은 늘어나게 되는 상황이고요. 현재의 급여지출 비중은 적립금 대비 한 3% 수준입니다만 적립금이 최대가 되는 2043년에는 10%를 초과하고요. 이후 굉장히 많이 늘어나서 2060년에는 기금이 없어지게 됩니다. 아래 표를 보시면 꼭 이렇게 올라가 있는 화살표가 급여지출의 속도를 말씀드리

고 있습니다. 80쪽입니다. 기금운용체계 현황입니다. 현재 중기자산배분을 하고 있습니다만 현재 전략적자산배분은 최적화할 때 자산의 기대수익률, 위험 이것만 고려하는 Asset-Only 자산 부분만을 고려하고 있습니다. 또한 5년 기준을 하고 있습니다만 실제로는 기관별 전망치를 반영해서 연도마다 수정을 하고 있어서 1년 자산배분의 성격이 강하다고 말씀드릴 수 있습니다. 또한 이 자산배분에 사용되고 있는 Shortfall Risk 위험지표에 대해서는 근거가 좀 명확하지 않다는 게 Mercer의 판단입니다. 또한 자산군 구분에 관련해서는 위험예산배분, 성과평가, 위험관리, 운용전략과 다 직결되는 개념이 되어야 하는데 지금 저희가 5대 자산군으로 국내주식채권, 해외주식채권, 대체투자 이렇게 나누고 있습니다만 이 개념과 역할이 클리어하지 않다는 게 Mercer의 분석이고요. 그다음에 자산군의 역할과 포트폴리오 내의 기여도를 고려해서 자산군을 좀 바꾸는 게 필요하다는 게 Mercer의 판단입니다. 기타 위험예산배분으로 하신 Risk Budgeting, 그다음에 위험관리체계, 위탁운용체계 이런 부분에 대해서도 ALM과 장기 자산배분체계와의 일관성과 통합성이 필요하다고 의견을 주고 있습니다. 81쪽입니다. 실제로 ALM 컨설팅 결과와 제안 요약인데요. 아까 ALM을 왜 해야 되느냐 라고 말씀드렸는데 정책·제도적인 측면에서는 이게 보험요율, 급여수준 등 정책과 제도 변수가 바뀌면 적립금이 변합니다. 그래서 국민연금제도의 지속가능성을 유지하기 위해서 제도 개편 필요성에 대한 인식이 커질 수 있다고 판단합니다. 투자정책 측면에서는 적립금을 투자해서 얻는 수익에 대해서 분석해서 장기 재정안정성에 기여할 수 있는 장기운용 목표수준에 대해서 공감할 거라고 판단합니다. 아래 그림 보시면 보험료 정책과 급여지급 정책은 제도 쪽이고요 투자정책은 주로 하는 기금운용 정책 쪽입니다. 이 부분이 3가지가 다 어울려서 같이 판단해야 되는 게 사실 ALM의 기본모델이라고 보시면 되고요. 81쪽 하단부터 다음 쪽에 쪽 그림이 있는데 기본적으로 이제 ALM은 부채를 계산해 내고 그다음에 자산을 얼마나 운용할 건지 운용수익 쪽을 판단해 내고 이것

을 같이 봐서 부채와 자산의 현금흐름을 같이 보고 장기적으로 기금재정 안정성에 어떤 영향을 주는지 분석하는 게 ALM의 큰 틀이라고 이해하시면 됩니다. 너무 제가 빨리 설명 드렸는지 모르겠는데 여기 제도 부채를 늘 고려해야 된다는 게 기본개념으로 이해하시면 될 것 같습니다. 83쪽 상단에 보시면 이제 ALM 지표를 설정해야 되는데 국민연금의 운용 목적을 고려해서 연금기금에 적합한 ALM 지표설정이 필요하다고 제시하고 있습니다. Mercer의 제안은 장기안정성 지표로 적립배율, 그러니까 2070년의 2배, 그다음에 단기지표로는 95% VaR를 지금 제안하고 있습니다. ALM을 도입하고 자산배분체계도 개선을 해야 되는데 이제 연금의 부채를 고려한 장기적자산배분이 필요하다고 말하고 있습니다. 부채와 자산의 장기현금흐름을 통합적으로 분석해서 전략적자산배분에 반영이 되어야 합니다. 궁극적으로 기금이 지표에 대한 목표수준을 점검하고 이에 따라서 장기적 포트폴리오의 위험과 수익의 특성을 설정할 수 있을 것 같습니다. 그다음에 기관별 전망치에 따라 변경이 잦아서 매년 계획을 재수립하는 현재의 자산배분체계는 지양하는 게 바람직하지 않겠냐는 의견입니다. 그다음에 ALM과 자산배분 그다음에 자산운용체계의 일관성과 통합성 확보가 필요하다는 의견입니다. 일단 ALM은 정책기준과 일정한 거시경제시나리오를 바탕으로 해서 장기적인 부채와 자산의 흐름을 추정하고요. 이에 따라서 이 ALM를 바탕으로 해서 기금의 장기전략적 포트폴리오를 수립하는 게 장기전략적자산배분이고요. 84쪽에 보시면 그 앞에 말씀드린 SAA 장기전략적자산배분을 바탕으로 해서 3년 내지 5년간의 경기사이클을 반영한 중기자산배분 DAA를 마련하고요. 그다음에 DAA를 기초로 연간, 월간 단위의 단기적 자산배분이 TAA인데요 이것을 장기자산배분과 일관성을 갖도록 해서 SAA-DAA-TAA 이렇게 일관성과 체계성이 필요하다는 게 Mercer의 의견입니다. 기타 기금운용체계에 관련해서는 현재 위험관리 방식이 장기적 투자자의 특성에 맞도록 바뀌야 되는 게 아니냐는 의견입니다. 위험관리에 있어서 단기적 위험과 장기적 위험을 구분하

는 것이 필요하다. 그다음에 위험한도는 꼭 지켜야 될 Hard 한도가 아니라 가이드라인을 의미하는 Soft 한도로 해석할 필요가 있다는 의견이고요. 그다음에 현재 위험관리조직 또한 공단에 리스크관리실에서 담당하고 있는데 이 성과평가와 함께 하고 있습니다. 그래서 성과평가업무와 위험관리는 분리하는 것이 바람직하다. 실제로 두 가지 업무를 수행함에 따라서 성과평가의 수익과 위험군의 기능이 좀 미흡하고요. 실제로 이게 두 가지 업무를 같이 하는 경우가 흔치 않은 사례라고 얘기합니다. 그다음에 위탁운용체계 관련해서는 위탁운용사 선정하는 프로세스는 대체로 시장 관행과 일치합니다만 모니터링과 실적평가 등 평가시스템은 개선이 필요하다는 의견입니다. 모니터링과 평가를 장기적인 실적에 초점을 맞춰야 되고 지속적인 정성평가가 이루어져야 된다는 의견을 주고 있습니다. 또한 기금운용 거버넌스와 관련해서는 이게 굉장히 광의의 투자 철학입니다만 이게 ALM 기금운용목표는 보건복지가족부가 담당하고 투자전략 수립과 집행은 기금운용본부가 담당하는 것이 좋겠다는 의견이고요. 여기까지가 Mercer에서 하는 컨설팅의 내용입니다. 앞으로 저희들이 해야 될 것들은 우선 기금의 운용 목표에 맞는 ALM지표를 만들어야 될 것으로 판단합니다. ALM 지표는 아까 말씀드린 대로 운용의 목표가 되는 거고요. 그다음에 장·단기 재정안정성을 고려해서 제도의 지속성, 단기적인 투자수익의 연관변동성을 고려한 지표가 필요하다. ALM 지표는 최상위 의사결정 기관에서 결정할 필요가 있다는 게 Mercer의 제안입니다. 두 번째 아까 말씀드린 자산배분과 기금운용체계에 관련해서는 현재 중기자산배분 체계를 장기전략적 자산배분 SAA를 바탕으로 한 단계별 체계로 개선할 필요가 있다. 장기기금운용의 기준이 되는 SAA, 그다음에 경기사이클의 변동을 반영한 DAA, 그다음에 연·월간 자금배분을 말씀드린 TAA 이렇게 체계적으로 운용할 필요가 있다고 의견을 주고 있고요. ALM 지표는 최상위 의사결정기구에서 그다음에 DAA는 차상위 의사결정기구에서 TAA는 그 이하의 하위 의사결정기구가 승인하는 것이 바람직하다는 게 Mercer의

의견입니다. 여기까지가 보고안건이고요. 여기까지가 주요 내용이고요. 뒤에 보시면 저희들이 ALM과 기금운용체계 개선을 위한 컨설팅개요를 붙여놨고요. 87쪽에는 이를 통해서 나온 산출물이 들어 있습니다. 88페이지에서는 국민연금에 적합한 ALM지표를 어떻게 하는 것이 바람직한지에 대한 참고자료를 붙여놨습니다. 이상 보고를 마치겠습니다.

- 위원장 : 보고 받으신 안건에 대해서 토론해 주시면 고맙겠습니다.
- 현오석 위원 : 정말로 아주 중요한 시스템이고 어떻게 보면 좀 늦었다는 감이 있는데 하여간 아주 정말 중요한 일을 하신다고 생각합니다. 그래서 이 ALM 시스템에 대해서는 이의는 없는데 두 가지만 말씀드리면, 하나는 이것이 Hard 한도가 아니라 가이드라인이다 이렇게 건의하셨잖아요. 하여튼 저도 이해는 하겠는데 그런 거에 대해서 조금 더 설명을 해 준 후에 그것을 Hard한 게 아니라 Soft한 가이드라인으로 하는 것이 바람직한 건지 그에 대한 설명을 부탁드립니다. 두 번째는 이번에 글로벌 금융위기를 보니까 극단적으로 ALM은 아무 소용이 없더라고요. 모든 배가 다 ALM을 갖추고 있는데 이렇게 되거든요. 그래서 저는 이거 관리하시는데 어떻게 보면 지금 필요하시면 이쪽에 인원도 좀 보충을 하시고 이렇게 하셨으면, 이게 제일 중요하거든요. 어떻게 보면 제일 중요하다고 봅니다. 너무 이런 시스템에만 의존하실 게 아니고 위기를 보니까 자꾸 애그리게 해 가지고 지표로 보면 아무 의미가 없어요. 하나 가지고 터지는 거거든요. 조그만 거 가지고 터지더라고요. 그래서 자산운용하실 때는 이거 전체를 다 똑같은 웨이트를 두고 보셔야 될 것 같아요. 그래서 너무 시스템을 갖췄다. 우리가 보통 대외 중 우리 정부도 그렇습니다. 원리 원인 시스템을 갖췄다. 갖추면 뭐합니까? 결국 터지는데요. 극단적으로 얘기하면 위기는 피할 수가 없어요. 어떻게 피합니까? 피할 수가 없고 어떻게 이게 닦쳤을 때 그걸 잘 매니지 하느냐의 문제니까 그런 면에서 한번 그런 쪽도 너무 시스템에만 의존하지 마시고 내부적으로 더 잘 보실 수 있는 체계를 갖추는 것도 필요하지 않나 그런 생각입니다. 두 가지 측면에 대해서 의견

있으면 말씀해 주시지요.

○ **김충직 부사장** : 첫 번째 질문에 대해서 제가 잠깐만 설명 드릴게요. 지금 여기서 위험 관리하는 방법은 우리가 알기로는 굉장히 단기적으로 가고 있습니다. 그래서 지금 기금을 운용하는데 너무 단기적 위험에만 집중을 하니까 예를 들어서 갑자기 위험한도가 여기다 그러는데 이걸 치고 넘어갔다. 오늘 치고 넘어갔는데 한 일주일이나 이주일 있으면 다시 내려갈 확률도 많은데 그거 때문에 갑자기 투자방침을 바꾸고 투자선택을 바꾸고 그렇게 되면 오히려 불필요한 코스트가 올라갈 수도 있고 대개 다 장기적으로 투자하시는 분들은 이렇게 오늘 내일 데이 트레이닝을 하는 사람들 하고 똑같지요. 1시간 안에 투자조건이 바뀌느냐에 따라서 자꾸 움직이고 그러면 장기적으로 볼 때 목표를 달성하는데 굉장히 힘이 든다. 그래서 드리는 말씀입니다. 그래서 Hard 한도를 진짜 그 말대로 딱 정해놓고 그 안에서 절대 움직이면 안 되고 한도가 넘으면 금방 뒤편을 바꿔야 된다 그러면 운용하는데 굉장히 힘이 듭니다. 그래서 말씀드린 겁니다.

○ **현오석 위원** : 알겠습니다. 제가 이해 못하는 바는 아닌데요. 그게 의미가 있나요? 거기서는 가이드가 없는 거나 마찬가지로 아니겠어요? 그렇지 않겠어요? 그러니까 지금 지키지 않아도 되니까 Hard 하지 않다는 얘기가 Soft하다는 의미를 그 미닝을 뭔지 몰라서 소프트한 가이드라인을 한다는 의미가 뭐죠. 예를 들어서 지금 말씀대로 운용상의 제약이 있다는 건 다 이해를 하는데 그러면 뒤집어 얘기하면 왜 이런 거지요.

○ **김충직 부사장** : 그거는 Soft하다는 의미는 없는 거나 마찬가지로 무시하는 게 아니냐 그 말씀인 것 같은데 상황마다 분석해서 때때마다 결정을 하자 그 말씀입니다. 없는 거보다는 있는 게 훨씬 낫지요. 기준해서 상황마다 결정하고 판단해갖고 예를 들어서 작년 같은 경기에는 진짜 뒤편을 해도 다 수렁에 빠지지 않았습니까. 그럴 때는 어쩔 수 없지요. 그런데 보통 경우에는 장기적으로 보는 투자정책에서는 항상 Hard라인을 주장하는 사람도 있긴 있지만 하여튼 딱 한도를 정해놓고서 그 금액만 넘으면 그냥

그 즉시로 파는, 예를 들어서 매각하고 그러는 사람도 있습니다. 그런데 이런 큰 기금을 운용할 때는 그냥 Soft하게 보는 게 더 바람직하지 않나 해서 드리는 말씀이었습니다.

○ **이스란 과장** : 두 번째 질문에 대한 답은 제가 드려야 될 거 같은데요. 이거는 Mercer가 국민연금에 부합하는 나름 컨설팅을 한 거고요. 이거를 저희가 우리한테 어떻게 만들어내고 자산배분에 어떻게 활용할지 저희가 다시 복지부나 기금운용본부 그다음에 국민연금연구원 셋이 쭉 작업하고 전문가들이 참여해서 어떻게 꾸려나갈지는 다시 한 번 추후에 보고를 드리도록 그렇게 하겠습니다.

○ **현오석 위원** : 그래서 어려운 문제인데 이게 운용을 한다는 측면에서 보면 좀 패스빌리티를 주는 게 나운데 걱정하는 측면에서 보면 가이드라인이 프린치פל이 없는 거거든요. 걱정하는 측면에서 보면, 잘 하겠다. 날 믿고 잘 하겠다 그런 것인데 그래서 이거를 모르겠습니다. 이게 다른 경우에 다른 나라 이런 경우에 쉽게 얘기하면 어떤 가이드라인 정도를 어떻게 운용하는지 그게 조금 알고 싶네요. 예를 들어서 노멀 할 때는 좀 Hard하게 하고 만약에 어떤 상황이 있을 때 좀 이렇게 그런 건 필요한 거 아닌가 하는 생각이 들어서. 판단해서 하십시오 라고 주는 게 맞는 건지 내가 그런 게 궁금해 가지고 좀 걱정되는 게 어떻게 보면 지금 예산보다 많지 않아요?

○ **이스란 과장** : 예산보다 조금 작습니다. 이걸 예산이 290조 아닙니까.

○ **현오석 위원** : 이게 앞으로 참 갈수록 커질 텐데 이게 어떻게 보면 정말 존경할 정도로 중요한 일을 하신다고요. 그러니까 그래서 이게 앞으로 이 이슈가 자꾸 제기될 겁니다. 어떻게 운용을 하느냐. 우리 위원회에서 그런 거에 대해서 어떤 걸 가이드라인을 주고 또 가이드라인 준칙에 대해서 어느 정도의 구성력을 이런 게 자꾸 논의가 될 테니까 그런 의미에서 한번 다른 나라 또는 이런 거 양쪽을 다 봐야 되지 않겠어요. 너무 이게 강하게 하게 되면 운용을 못하는 측면이 있고 또 남용을 하는 양쪽의 측면이

다 있으니까 발란스를 잘 유지해야 되는데 그래서 한번 여쭙보는 겁니다.

○ **김충직 부사장** : 당연히 맞는 말씀입니다. 다른 나라들도 당연히 가이드라인보다도 Hard라인을 다 그어놓고 있지만 거기서도 다 Hard라인은 당연히 그어놓지요. 그렇게 하고서 그에 대해서 어떻게 대처하느냐 그거는 결정권이 있는 기관에서 때때마다 상황 봐서 다 합니다.

○ **현오석 위원** : 위원회에서 결정한다 이거죠?

○ **김충직 부사장** : 그렇죠.

○ **위원장** : 또 다른 질문이 있으십니까?

○ **노대래 위원** : 지금 아까 현 위원님이 말씀하셨듯이 이게 당연히 있어야 될 건데 아직 이런 거 없이 운용됐다는 게 지금 부채 Liability는 전혀 생각 안 하고 지금 Asset만 우리가 논하고 있다는 게 굉장히 늦었다는 감이 듭니다. 저도 똑같은 지적입니다. Hard 한도가 아닌 Soft한도로 한다 이거는 우리나라 정서에서는 적어도 최소한 안 맞을 겁니다. 이거는 있어서는 안 되는 거고 거기에서 성과평가, 위험관리업무 이거는 아주 적절한 제안이라고 생각합니다. 그런데 거버넌스와 관련해서 사실 지금 ALM이 잘못 되면 연금기금의 운용규모도 우리 전체 예산하고 안 맞고 이게 만약 앞으로 40년, 50년까지 치솟는 그래프도 나왔지만 잘못됐을 때 국가 경제 전체 운용에 엄청난 파장이 있거든요. 그래서 이게 외국의 경우를 보면 의사결정 거버넌스가 지금 그렇게 되면 자꾸 국회로 갑니다. 그래서 우리가 지금 전망을 하면 그런 문제가 있는데 지금 이쪽 기금운용위원회에서만 이게 결정을 해서 가는 것이 옳은 건지 그것도 사실 우리는 점검을 해볼 필요가 있습니다. 그래서 이쪽에서 결정주체는 항상 최상위 의사결정 단계로 이렇게 해야 된다. 그런데 이게 지금 외국의 경우는 주로 어디로 되어 있는지 이게 실제 굉장히 중요한 것 같습니다.

○ **김충직 부사장** : 저는 미국에 대해서 잘 아니까 미국에 대해서 말씀드리겠는데 미국 같은 경우에는 기금연구부에 연구원들이 매년 프로젝션을 합니다. 계산을 해서 Liability하고, 미국은 Asset이 없지요 거기는 그냥

Liability만 있습니다. 그래서 지금은 보험료나 지금 지불하는 급여 레벨이 과연 이게 몇 년까지 갈 수 있느냐. 그래서 매년 국회에다 보고 드려요. 국회에 커뮤니티가 있어서 소서스 커뮤니티만 하는 서브 커뮤니티가 있어서 거기서 보고를 받고서 결정을 해서 안건을 해서 올리면 최종 결정은 국회에서 하는 거지요. 그래서 대통령이 나중에 사인을 합니다.

○ **노대래 위원** : 지금 이게 사실은 이게 미국 같은 경우는 다른 나라도 대부분이 그런데 운용하다가 나중에 실제로는 컴퍼런스가 다 가거든요. 그래서 우리도 이 시스템에 대해서 그 기금운용부라는 데는 어디에 속해 있어요? 별도의 디파트먼트로 되어 있나요?

○ **김충직 부사장** : 미국에는 기금운용부가 없지요. 기금이 없기 때문이에요.

○ **노대래 위원** : 매년 계획을 세운다는 데.

○ **김충직 부사장** : 거기에서는 캐시플로.

○ **노대래 위원** : 캐시플로 담당하는 그제.

○ **김충직 부사장** : 그제 소서스케이티 디파트먼트가 있습니다. 거기서 이런 거만 추계하고 그런 전문가, 계리사, 통계학사들 많이 있습니다. 그런 분들이 매년 세 가지 시나리오를 해서 추계를 합니다. 제일 경제 사정이 좋아질 때하고 악화됐을 때하고 아니면 보통 중간 이렇게 시나리오에 따라서 지금 현재 내는 보험료로 하고 지금 지불하는 급여를 내고 해서 매년 향후 75년을 프로젝션 합니다. 그래서 그 결과를 보고서 지금 보험료 내는 것 갖고는 어렵도 없겠다 그러면 보험료를 올리든지 아니면 급여수준을 낮춥니다. 그래서 미국에서는 보험료 올리는 거는 굉장히 정치적으로 민감하니까 대개다 급여를 짜 올려야 되는데 급여 짜 올리는 것도 사람들이 싫어하니까 정년퇴직 나이를 늘리고 있습니다. 65살에서 67살로 바꿨습니다. 그래서 Liability를 그렇게 줄이고 있습니다.

○ **노대래 위원** : 그래서 지금 사실 저희도 우리 2세, 3세를 생각한다면 지금부터 거버넌스 체제 이것도 한번 외국은 ALM 이런 운영을 어떻게 하고 있는지 그거는 다음에 할 때 외국에서 운영을 어떻게 하는지 이게 좀

정리가 돼 줘야 되겠다 그래서 그거를 좀 참고로 다음에 구체적으로 이결
정책으로 하려면 기금연금공단이 어떻게 할 건지를 보고할 때 그때 보고
를 해 주시기 바랍니다.

○ 이슬란 과장 : 알겠습니다.

○ 박현열 간사 : 제가 알기로는 일단 기금재정의 운용주체는 연금제도를
운용하는 부처에서 관장하는 게 상당 대부분이고요. 다만 기금운용을 예
컨대 국채만을 전부 구입해 가지고 국채에서 주로 운용한다든지 그런 경
우에는 이런 재무부 파트에서 관장하는 그런 경우는 있는 것 같습니다.

○ 노대래 위원 : 제 의견은 그거예요. 정상적인 지금 상황에는 아무 문제가
없는데 나중에 기금이 고갈이 되어서, 기금 고갈은 안 될 겁니다. 이럴 때
는 여기서 감당 못해요. 그걸 대비를 해야 된다 이 얘기죠. 그러니까
ALM 이런 운용, 매니지먼트 이런 계획을 짤 때는 앞으로 그것까지 감안
을 하셔야 하기 때문에 이 조직을 어떻게 하자는 얘가지 지금 운용하는
이런 거보다 앞으로 다음 세대 넥스트 제너레이션을 어떻게 할 건지 그것
도 생각을 해야 하고 결국에는 국회에 인더스 받지 않으면 안 될 겁니다.
국회 컨트롤해야 할 (안)이 있고 우리가 여기서 결정해서 대충해충 해서
가는 그런 시스템은 나중에 어렵다 이렇게 생각합니다.

○ 위원장 : 또 다른 의견이 없습니까?

○ 현오석 위원 : 추가적으로 부탁을 드리면 미국은 좋은 예가 아닌 것 같
아요.

○ 위원장 : 우리하고 전혀 다른 체제죠.

○ 현오석 위원 : 미국을 비교해서 보는 건 아니죠. 혹시 우리가 이렇게 좀
여기에 관해서 벤치마크 할 나라가 어떤 나라인지 그 나라에 대해서 조금
한번 기회가 되면 그 나라는 운용을 어떻게 하고 있는가를 한번 보고를
해 주셨으면 좋겠고 두 번째는 다 아시겠지만 2040년이 되면 기금이 고갈
되거든요.

○ 이슬란 과장 : 2060년이요.

○ **현오석 위원** : 하여튼 60년인지 여기 계신 분 다 안 계신데 이 자리에는 안 계실 거 아니겠어요? 운용위원회 위원으로는 안 계실 테니까 내 일이 아니다 생각하실 수도 있지만 앞으로 이게 아마 가장 큰 이슈가 될 겁니다. 우리 지금 경제에서 제일 큰 이슈가 될 겁니다. 이게 우리 전 장관님의 역할이 지금 어떻게 터를 잡느냐가 굉장히 중요한 역할을 하시는데 그래서 그런 의미에서 이 ALM을 잘 갖추십시오. 이게 저는 모르겠습니다. 제가 판단하기에 잘 되어 있는 거 같은데 모르겠습니다. 하여튼 잘 되어 있다고 하는 나라들이 다 지금 이번에 글로벌위기 보니까 하나도 안 되어 있는 결과가 됐거든요. 그래서 그런 위험 요소에 대해서 하여튼 아무리 우리가 강조해도 지나침이 없으니까 그런 면에서 한번 좀 더 살펴보면 좋겠습니다.

○ **위원장** : 김용하 위원님 말씀하시지요.

○ **김용하 위원** : 감사합니다. 지금 사실은 78페이지를 보시면 아시겠지만 ALM을 적용하는 연기금은 완전적립을 하는 그런 국가들입니다. 그러니까 연금보험료와 연금급여수준이 장기적으로 균형체계를 이루는 국가나 연금기금이 ALM을 갖다가 적극적으로 하는 것이지 우리나라와 같이 저부담 고급여 구조로 되어 있는 나라의 경우에 있어서는 ALM 원 자체가 기본적으로 한계가 있습니다. 특히 만약에 우리나라 같은 경우에 있어서 ALM을 적용하려면 첫 번째로는 장기적으로 우리 국민연금기금 중에서 적립적 요소를 어느 정도 갈 것이고 부가적 요소를 어떻게 갈 것인가에 대한 명확한 목표가 정립되어야 그 전제가 되어야 ALM에 대한 개념이 살아난다고 생각합니다. 또 단기적으로 보면 우리가 지금 자산만 관리하고 있고 부채는 관리하고 있지 않습니다. 그 이야기는 뭐냐 하면 장기적 연금부채에 대한 연금지급급여부채에 대한 부채를 공식적으로 산정한다는 전제하에서 우리가 상대적인 비유가 가능한 것인데 지금 우리가 국민연금공단의 연금연구소에서나 다른 학자들이 연금부채를 산정하고는 있지만 그것은 비공식적인 것이고 실제로 공식적인 측면에서 봤을 때 연기금의 우리나라

국민연금의 연금부채가 얼마지에 대한 기준을 만들고 산정을 해야만 그 전제하에서 우리가 단기적·중기적 자산운용과 관련된 ALM이 활용 가능할 겁니다. 그래서 만약에 이게 사실은 ALM에 대한 오늘 이번에 보고서를 고생하셔서 쓰셨는데 이걸 여기서 제안을 해 주시려면 어느 정도 부분까지를 갖다가 적립방식으로 갈 것이고 어느 정도까지를 부가방식으로 간다는 그런 큰 기준을 어떻게 설정할 것인가에 대한 방향이라든지 이런 것들을 좀 더 제언해 주셔야 이번 연구에 있어서 가치가 있지 않을까 이런 생각이 듭니다.

- **김충직 부사장** : 당연한 말씀입니다. 그런데 한 가지 말씀드리고 싶은 것은 CalPERS나 네덜란드에서는 완전적립기금들이 ALM을 쓰지만 다른 나라 예를 들어서 캐나다가 스웨덴 이런 나라들은 부분적립금이지만 거기에도 ALM을 쓰고 있습니다. 그래서 꼭 완전적립 해야지만 ALM이 필요하다는 건 아니고요. 그리고 당연히 향후 컨설팅이라든지 그런 일을 통해서 더 기금운용위원회에서 필요한 자료 아니면 분석을 받아들이는 게 좋을 것 같습니다.
- **김용하 위원** : 캐나다에서 ALM을 쓰는 거는 우리나라하고 비슷한 연금 체계로 시작했지만 결국은 완전적립방식으로 간다는 어느 정도의 목표를 가지면서 몇% 정도는 적립방식으로 간다는 부분적립이라는 개념을 정립하고 난 다음에 하는 거거든요. 그러니까 그런 전제에 대한 것이 먼저 있어야 ALM에 대한 의미가 생긴다는 이야기입니다.
- **노대래 위원** : 꼭 그런 것 같지는 않은데요.
- **김용하 위원** : 지금 그렇게 ALM을 가지고 있다고 그렇게 학계에서 정리가 됩니다.
- **노대래 위원** : 그렇다 하더라도 ALM은 있어야지요.
- **이스란 과장** : 원체는 말씀이 맞고요. 제도가 얼마나 커버할 거냐 그다음에 기금운용 통해서 얼마나 할 거냐 그를 통해서 저희가 추산을 하고 그다음에 그걸 가지고 하는 게 맞습니다. 그런데 아직 저희가 말씀하신 대

로 그런 부분이 공식화 되지 않은 부분이 있어서 이거는 Mercer에서 한 거고 저희가 추후에 고민을 해 가지고 어떻게 할 것이며 이런 것들을 해서 보고 드리겠습니다.

- **위원장** : 이렇게 하면 어떻겠습니까? 일단 오늘은 연구용역기관으로부터 보고를 접수하고 이 용역결과를 토대로 기금운용본부가 다시 만든 것을 추후 저희들이 보고가 필요하면 보고를 하고 의결이 필요하면 의결하는 것으로 하고 접수하고 다음 안건으로 넘어가면 좋겠습니다.

라. 보고사항 : 『적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구 결과보고』

- **위원장** : 다음으로 보고안건 09-12호 적정 국내주식투자 비중과 의결권행사에 관한 연구 결과에 대해서 보고를 받고 토론을 하겠습니다. 이에 대해서 서강대학교 경영학부 박영석 교수께서 보고해 주시기 바랍니다.
- **박영석 교수** : 방금 소개받은 서강대학교 박영석 교수입니다. 저희 연구결과를 보고 드리도록 하겠습니다. 먼저 저희 연구의 용역개요에 대해서 간단하게 설명을 드리면 93쪽에 나와 있습니다. 올해 4월부터 지난 10월까지 6개월에 걸쳐서 저희가 연구원으로부터 용역을 받아서 한국 재무학회에서 용역을 추진을 했습니다. 그래서 연구진으로는 저를 포함해서 뒤에 지금 배석해 계시는 서울시립대학교 정재만 교수님 그다음에 숙명여대 위경우 교수님, 연세대 신진영 교수님 이렇게 네 사람이 연구를 진행했습니다. 저희 네 사람이 다 국민연금 가입자는 아니고 사학연금과 공무원연금가입자이지만 국민연금에 대한 애정을 갖고 연구를 진행했습니다. 그래서 92쪽에 있는 목차를 간단하게 설명 드리면 이 보고서에 들어있는 내용들이 어떤 내용이라는 것을 말씀해 드릴 수 있을 것 같습니다. 지금까지 국민연금을 둘러싸고 있는 다양한 특히 금융시장에서의 여러 가지 이슈들이 부분적으로 연구가 진행돼 왔던 것들을 기금운용위원회 위원님들께서

는 잘 알고 계실 것 같습니다. 저희가 본 연구를 시작하면서 저희가 생각
 했던 저희들 나름대로 정리했던 한 가지 의미라고 한다면 본 연구의 주제
 가 지금까지 부분적으로 연구되었던 것들을 연결시켜서 국민연금의 기금
 규모와 아까 말씀하신 대로 2천주 이상으로 점점 증가하면서 또 기금의
 운용수익률을 높여야 된다는 기금운용 쪽에 어떤 목표를 수행하는 과정에
 서 주식의 투자비중이 높아지고 거기에 따라서 주식시장에서의 국민연금
 의 비중이 높아지는 것에 따라서 국민연금이 사고파는 것이 시장의 가격
 에 미치는 영향을 우리가 시장충격이라고 말씀드릴 수 있는데 그 시장충
 격이 특히 연금의 적립기간에 사는 경우에는 가격을 올림으로써 시장의
 투자수익률을 낮추는 또 기금의 고갈기에는 급속하게 현금화하는 과정에
 있어서 주식의 가격을 떨어뜨려서 주식의 투자수익률을 낮추는 이런 쪽으
 로 작용을 하는 것들을 고려해서 자산배분을 한다고 했을 때 자산배분에
 미치는 영향이 어떤 것인가를 저희가 실증적으로 분석을 해봤습니다. 그
 것이 두 번째 꼭지가 되겠고요. 또 그러한 과정에서 국민연금의 주식투자
 의 금액과 비중이 늘어날 때 주식의 소유권에 대한, 그러니까 주식시장에
 서의 의결권 행사에 있어서의 중요성이 더 강조가 되고 있습니다. 기업의
 지배구조라는 측면에서 국민연금의 역할에 대한 기대도 있고 또 한편으로
 는 세계에서 국민연금의 주식투자 비중이 높아지는 것에 대해서 경영권
 침해 혹은 연금사회주의라는 일종의 우려 섞인 목소리도 있는데 그것에
 대한 실제적인 시장에서의 어떤 영향력이 어떻게 변화하는지를 한번 저희
 가 살펴보는 것을 주요내용으로 하고 있습니다. 95쪽부터 간단하게 보고
 자료를 가지고 제가 포인트들을 중심으로 해서 설명을 드리도록 하겠습니
 다. 현재 2008년 말 기준으로 국민연금은 전체 기금 적립금의 12%를 국내
 주식에 투자하고 있습니다. 이 금액은 시가총액대비 비중으로 2008년도
 4.5%이고 2004년도부터는 이 비중이 지속적으로 2.79에서 증가하는 추세
 를 보이고 있습니다. 만약에 이런 추세로 국민연금이 주식투자를 하는 추
 세를 계속 이어나갈 경우에 국내시장의 점유율은 6~8% 수준으로 증가될

것 같습니다. 따라서 이러한 것들은 상당히 해외시장과 비교해 봤을 때 높은 수준이라는 것을 알 수 있고요. 또 최근에 작통법과 관련된 여러 가지 이슈들이 있는데 5%률과 10%률이라는 것들이 있습니다. 그래서 이러한 룰들이 국민연금의 자산운용에 있어서 어떤 영향을 미치는 지를 저희가 실증적으로 분석을 해봤는데요. 97쪽을 보시면 국민연금의 5%률에 대한 공시에 대한 시장에서의 반응이 우려하는 수준의 어떤 시장에서의 반응이 있지는 않다는 실증 결과가 나왔고요. 단, 거래량 차원에서는 국민연금의 거래를 추종하는 그런 거래가 있다는 것을 보고드릴 수 있을 것 같습니다. 특히 코스닥 시장에서 좋은 기업과 나쁜 기업을 구분하기가 어려운 일반 투자자입장에서 국민연금의 투자에 대한 그런 공신은 상당히 추종매매의 가능성을 보여주고 있다는 그런 결과가 비정상 거래량에서 나타나고 있습니다. 그다음 98쪽 99쪽을 보시면 만약에 국민연금의 기금이 지금 재정 추계에서 나타나고 있는 것과 같이 늘어날 때 그리고 국민연금의 적립기금 중에 주식의 투자비율을 10%, 15%, 20%, 25%로 나누어서 분석을 해봤을 때 국민연금의 주식이 시가 총액에서 미치는 비율은 평균 한 4.82%부터 12.04%로 늘어난다는 것이 저희가 1(안)을 가지고 주식시장의 자본시장의 규모를 추정했을 때 나타난 것이고요. 2(안)은 조금 더 글로벌 시장의 규모와 글로벌 국가들의 GDP 규모를 가지고 시장을 예측했을 때는 그것보다 조금 낮은 수준으로 3.41%에서 8.52%로 나타나기 때문에 크게 지금 저희가 생각하고 있는 수준에 그러한 높은 비중은 아니라는 것을 보여주고 있습니다. 이 이야기는 자본시장의 규모가 국민연금기금의 규모와 얼추 유사한 수준으로 증가한다는 것을 반영하고 있다고 볼 수 있겠습니다. 그다음에 시장충격이라는 데이터를 살펴보면 국민연금이 직접 운용하는 것과 간접 운용하는 것의 시장충격을 살펴보면 직접운용의 경우에는 시장충격이 매우 낮은 수준이고 간접운용의 경우에는 100쪽에 나와 있는데 0.862%로 일반 개인투자자, 기관투자자, 외국인투자자에 비해서는 상대적으로 낮은 수준을 보이고 있습니다. 그리고 이러한 시장충격 비용이 달

라졌을 때 주식에 대한 적정투자비중이 어떻게 달라지는지가 101쪽 그림에 나타나 있는데요. 이 그림을 보면 시장충격이 한 100bp 정도 다시 말해서 1% 정도 되는 수준까지는 주식의 투자비중이 크게 변하지 않지만 100bp 이상으로 될 때는 급격하게 변하기 때문에 100bp 수준 정도가 감내할 수 있는 수준 정도의 시장충격 비용이라는 생각을 가지고 다음 102쪽과 103쪽의 분석을 저희가 해봤는데요. 102쪽과 103쪽의 분석은 앞에서 설정한 시나리오대로 저희가 주식투자를 했을 때 연도별로 시장충격비용이 어느 정도 되는지를 표로 나타내고 있겠습니다. 그랬을 때 음영처리한 부분이 100bp가 넘는 부분이 되겠는데 음영처리한 부분이 상대적으로 주식투자 비중이 높고 초기에 일시적으로 존재하는 것으로 보아서 시장충격비용이 전체 기간에 걸쳐서 그렇게 높은 수준은 아니라는 실증 결과가 나왔고요. 이것을 각 기관에 주식투자 비율로 산정해서 보고한 것이 104쪽에 그림이 되겠는데요. 104쪽에 숫자를 보시면 역시 음영처리한 부분에서 10% 이상의 주식비율을 보이고 있습니다. 이 10%를 저희가 기준으로 한 것은 현재 자통법에서 얘기하고 있는 10%률이라는 것이 국민연금으로 하여금 10%이상의 주식을 보유하는 것을 불가능하게 하고 있기 때문에 10%라는 수치를 기준으로 분석을 했습니다. 다음 의결권 행사와 관련해서는 좀 간단하게 설명을 드리겠습니다. 저희가 분석을 할 때 어떤 분석을 했느냐 하면 현재 상태에서 국민연금이 만약에 최대주주 쪽과 어떤 의결권에 있어서 반대의견을 갖고 있을 때 다른 주주들의 동의를 얻어서 국민연금이 원하는 쪽으로 의결권을 행사할 수 있는 확률이라는 것을 임계확률이라는 수치를 가지고 계산을 해봤는데요. 이 임계확률이라는 게 높다 예를 들어서 90%라는 얘기는 일반주주들로부터 90% 찬성을 받아야지만 국민연금이 대주주에 대항해서 자신이 원하는 쪽으로 의결권을 통과시킬 수 있다는 얘인데 저희가 현재 상태에서 한번 계산을 해봤더니 75%의 임계확률이 나타났습니다. 따라서 75%의 임계확률이라고 하는 것은 현재 대주주와 국민연금을 제외한 주식투자를 기관투자자들 그다음에 개인투자자

들이 하고 있는 그런 분포로 봤을 때 매우 어려운 수준이라는 것을 알 수 있고요. 만약 지분율이 2배로 증가했을 때 임계확률이 어떻게 변하는지를 살펴봤더니 74%로 1%정도밖에 감소하지 않고 있습니다. 따라서 이것의 의미는 최대주주의 지분과 국민연금의 지분 차이가 여전히 2배 이상으로 늘어난다 하더라도 크게 차이가 있기 때문에 임계확률에 변화가 없다고 생각이 됩니다. 그리고 해외연기금의 의결권 행사와 비교해 봤을 때 국민연금이 지금까지 의결권 행사와 관련된 여러 가지 다각화 된 노력을 펼치고 있습니다마는 추가적으로 사회적 책임 투자까지의 범위를 확대하는 의결권 행사 기준을 좀 수정할 필요가 있다는 그런 분석을 할 수 있을 것 같고요. 그다음에 해외 주식에 대한 투자비중이 늘어나고 있기 때문에 108쪽에 나와 있는 대로 해외주식에 대한 의결권 행사의 기준도 마련할 단계가 되지 않았냐는 생각을 하게 됐습니다. 109쪽에 결론부분을 말씀드리면 기본적으로 지금 현재 자통법의 기본적인 취지에 있어서 10%률이라고 하는 것이 내부자의 주식거래를 내부자가 아닌 투자자들에게 타임리하게 알려줌으로써 내부자 거래를 방지하려는 목적을 갖고 있는데 국민연금도 내부자의 하나로 의제되고 있는 상황이기 때문에 예외적용을 받지 못하고 있습니다. 그러나 이러한 것들이 국민연금의 주식투자 비중이 늘어나고 물론 기금의 규모가 늘어나는 것에 비해서 자본시장 규모가 어떻게 빠르게 증가하느냐에 따라 결과는 달라지겠지만 최적 자산을 배분하는데 있어서 제약조건이 될 수 있는 가능성이 있다. 따라서 이러한 것들을 우리가 해결하기 위해서는 10%률에 대한 예외조항이 적용되거나 아니면 국민연금의 투자대상을 현재와 같이 유동성이 높은 종목에만 한정하는 것에서 좀 더 투자를 다변화하는 쪽으로의 노력이 필요하다는 결론을 내렸습니다. 그리고 조금 전에 말씀드린 대로 기업의 여러 가지 주요의사결정은 의결권 행사를 통해서 국민연금에 영향을 미치는 것은 상당히 제한적이며 앞으로 주식의 소유지분이 늘어난다 하더라도 그 변화는 크지 않을 것이라는 판단을 하게 되었습니다. 이상이 저희가 지난 6개월 동안 연구

한 결과를 간략하게 보고 드린 내용이 되겠습니다. 감사합니다.

- **위원장** : 박영석 교수님 수고 많으셨습니다. 의견이 있으면 말씀해 주시면 고맙겠습니다. 시간이 오래 지나서 위원님들이 많이 바쁘셔서 자리를 뜬 것 같습니다. 조금 스피드하게 남은 위원님이라도 진행해야 될 것 같습니다. 우리 현오석 위원님.
- **현오석 위원** : 굉장히 수고를 많이 하신 것 같습니다. 그런데 크게 두 파트 아니겠어요? 하나는 주식에 대한 시퀀스 내부를 하나 하시는 것 같고 또 하나는 의결권 하는 건데 의결권 하는 논의는 그동안 많이 했어요. 그동안 여러 가지 논의를 많이 했는데 첫 번째에 관해서 굉장히 중요한 연구를 하신 것 같은데 우선 몇 가지 제가 테크니컬하게 보여지는 부분이 있는데 103페이지에 보면 충격에 대한 효과의 표가 있지 않습니까? 마이너스의 의미가 됩니까?
- **박영석 교수** : 마이너스의 의미는 뒤에 두 표를 보시면 거의 다 2040년, '45년 이후에 나타나고 있는데요.
- **현오석 위원** : 두 표는 첫 번째 2009년, 2010년에 마이너스로 되어 있는데요.
- **박영석 교수** : 여기서의 현재 주식의 투자비중이 10% 이상이기 때문에 10%로 옮겨간다는 얘기는 주식을 매각한다는 의미이기 때문에 여기서 얘기하는 플러스의 시장충격은 주식을 국민연금이 매입함으로써 주가가 상승해서 결국은 투자수익률이 하락하는 그런 의미가 플러스의 시장충격이 되겠고요. 마이너스의 시장충격은 국민연금이 주식을 팔고로서 주가가 떨어져서 결국은 시장충격도 수익률 면에서는 동일하게 마이너스로 작용하지만 여기서의 마이너스는 시장의 수익, 그 당시의 주가에 미치는 영향이 살 때는 오르고 팔 때는 떨어진다는 의미로 플러스마이너스를 해석하시면 될 것 같습니다.
- **현오석 위원** : 그러면 103페이지 위에 있는 표에 2045년 이후에 마이너스라는 얘기는 판다는 거예요?
- **박영석 교수** : 그렇죠. 국민연금의 기금 규모 축소가 지속적으로 위로 산

모양의 그림이 있으면 2040년까지는 지속적으로 주식을 매입하는 게 되겠고요. 2040년부터 '60년 고갈시기까지는 지속적으로 주식을 매도하는 기간이 되기 때문에 이런 결과가 나타나는 것 같습니다.

○ **현오석 위원** : 괜찮은 건가요?

○ **박영석 교수** : 결국 들어오는 보험료보다 연금지급 금액이 많은 시기에는 적립금을 팔아서 보험료를 지급해야 되기 때문에 적립금을 줄인다는 얘기는 현재 보유하고 있는 주식과 채권을 시장에 매각한다는 의미로 연결이 될 것 같습니다.

○ **현오석 위원** : 그 전제가 어떤가 그래서 여러 가지 정치적 의미가 있을 것 같은데.

○ **박영석 교수** : 물론 이제 매 5년마다 재정 추계에 따라서 고갈시기를 늦춘다고 한다면 현 시점에서 40년, 45년 이후부터 60년까지의 분석이 크게 의미는 없다고 생각이 됩니다. 기금의 고갈이라는 것이 일어나선 안 되고 그 이전에 정부가 이거에 대한 대책을 제도의 변경이라든가 혹은 보험료의 어떤 계수 조정을 통해서 해 나간다고 전제를 한다면 이 분석에 있어서 먼 30년, 40년 이후의 시장충격이라고 하는 것은 현 시나리오대로 제도가 유지된다는 가정 하에서 이루어지는 것이기 때문에 큰 의미 부여는 사실은 안 하셔도 될 것 같습니다.

○ **현오석 위원** : 혹시 이게 모르겠습니다. 이 자료가 공개되나요?

○ **이스란 과장** : 일부러 저희가 공개하진 않고요. 보고서로 나오기 때문에 원하는 사람은 볼 수 있습니다.

○ **현오석 위원** : 혹시 또 지금 설명한 것을 달리 해석할 수가 있기 때문에 조금 컨선이 돼서 제가 말씀드리는 거예요.

○ **이스란 과장** : 이걸 아마 내용을 다 보시면 적립금 대비 얼마 신규 투자 금액이 얼마로 되어 있기 때문에.

○ **현오석 위원** : 어떻게 보면 기계적으로.

○ **이스란 과장** : 기계적으로 나와 있는 겁니다.

- **현오석 위원** : 해석을 하는데 이런 의미를 부여할 수도 있기 때문에 제가 조금 컨션 돼서 말씀드리는 겁니다. 또 하나는, 쭉 하셨잖아요. 시장 그런 걸 하셨는데 앞으로 우리가 이게 자꾸 기금의 운용에 관해서 논의를 많이 했지 않습니까? 기금의 운용 체계를 분할해서 위탁도 하고 해외주식도 사고 그러잖아요. 하실 때 그런 게 다 감안된 겁니까? 예를 들어서 여기 퍼센테이지로 했잖아요. 그거의 구성에 관한 것도 좀 고려를 하신 거예요? 아니면 그냥 국내주식만 다.
- **박영석 교수** : 여기서는 분석의 대상은 국내시장에서 국내주식의 투자비율이 바뀌는 것을 아까 표에서는.
- **현오석 위원** : 우리가 지난번에 논의했지만 앞으로 해외주식도 하고 그러지 않겠어요.
- **박영석 교수** : 저희 연구의 분석은 ‘자산배분에 있어서 이 비율이 최적이다’라는 것을 말하는 것이 아니고 ‘만약에 국내주식의 투자비중이 이렇게 될 때 시장충격이 얼마가 된다’라는 의미로 결국 이 자료를 가지고 자산배분에 다시 응용을 해야 된다는.
- **현오석 위원** : 제가 이 연구에 대해서 제가 아니라는 게 아니라 그래서 앞으로 기금을 운용하실 때 그런 컨포지션까지도 고려해서 보셔야 되지 않겠어요. 어떻게 보면 이거의 연장선상에 그런 연구가 또 추가적으로 필요하지 않을까 그런 의미에서 말씀드린 겁니다.
- **이스란 과장** : 정확한 말씀이시고요. 이거는 아까 말씀하신 파셜리이큐브 리움이라고 말씀하신 부분적인 균형만 지금 찾으신 거고요. 지금 말씀하신 거는 전체 틀 내에서 그 위탁을 얼마 할 건지 거래를 얼마나 낼 건지 이런 부분과 그다음에 기금의 성숙도 등을 감안해서 그 부분은 좀 더 큰 그림 속에서 아까 말씀드린 ALM 같은 것도 감안을 해 가지고 보다 심도 있는 연구가 필요한 작업으로 판단이 됩니다.
- **위원장** : 말씀하시지요.
- **김용하 위원** : 개별 종목별로 보면 지금 우리 자통법에 의해서 10% 이

상 보유할 가능성이 높아지는 종목들이 앞으로 늘어날 수 있는데 이와 관련해서 제가 판단하기로는 자통법에 의해서 국민연금기금은 예외로 할 수 있는 아주 특수한 기금이기 때문에 그런 부분에 대해서 좀 검토를 해야 되지 않겠나 생각하거든요. 그리고 그 전제가 되려면 의결권 행사라든지 이런 거 관련해서 우리 나름대로의 예를 들면 기업의 경영권의 침해를 덜 할 수 있는 나름대로 기준을 우리는 같이 가져가야 또 우리가 이런 10% 룰에 있어서도 제외될 수 있는 가능성이 있기 때문에 이와 관련된 추가적인 연구가 일단 1차적으로 필요하지 않나 생각이 됩니다.

- 위원장 : 지금 현재 자통법에 의한 10%를 초과할 경우에 보고 의무에 대해서는 의원 입법의 형태로 지금 해당 상임위원회 법률안이 계류되어 있습니다. 국민연금 측면에서 보면 이것이 전략의 노출이라고 해서 가능하면 일정한 여유를 갖는 것이 필요하다고 보고 또 다른 쪽에서는 그래도 유지하는 것이 필요하다고 봤기 때문에 국회에서 어떻게 의결될지는 모르겠지만 현재 법안이 계류 중에 있는 건 현실이고 저희들은 그 법안을 통과시키는 것을 원칙으로 해서 지금 국회에서 활동을 하고 있습니다. 다른 의견이 없으시면 보고를 접수하도록 하겠습니다.

마. 보고사항 : 『2009년도 10월 국민연금기금 운용 현황』

- 위원장 : 그리고 마지막으로 보고안건 09-13호 2009년도 10월 국민연금기금 운용 현황에 대해서 보고를 받고 토론을 하도록 하는데 시간도 많이 지났고 특별히 중요한 안건이 아니기 때문에 서면보고로 하고 회의를 마치시면 어떨까 합니다. 장시간동안 좋은 의견을 개진해주신 위원님들께 감사드립니다. 그래서 오늘 우리가 의결해 보니까 이 하나하나의 벽돌을 전체를 모아서 또 큰 설계도 하고 또 하나하나 다시 다듬어야 되는 게 있어 굉장히 전문적인 분야이기 때문에 기금운용본부나 국민연금관리공단

서는 위원님의 뜻을 받들어서 그런 측면을 꼼꼼히 챙겨서 해 주시면 고맙겠습니다. 이것으로 2009년도 제6차 국민연금기금운용위원회를 모두 마치겠습니다. 감사합니다.

(폐회 09시 45분)