

# 국민연금기금운용실무평가위원회 회의록

(2007년도 제4차 회의록)

1. 일 시 : 2007년도 12월 24일(월) 07:30 ~ 09:40

2. 장 소 : 메리어트호텔 미팅룸2 (3층)

3. 참석위원 : 보건복지부

재정경제부

노동부

국민연금연구원

한국경영자총협회

참여연대

한국공인회계사회

한국소비자단체협의회

한국음식업중앙회

한국노동조합총연맹

전국경제인연합회

한국노동조합총연맹

노길상 위원

이재영 위원 (대참)

이우룡 위원

백화종 위원

김환일 위원

이찬진 위원

이기화 위원

이성환 위원

오규택 위원

엄대훈 위원

고용이 위원

지은구 위원 (이상 12명)

4. 불참위원 : 보건복지부

농림부

산업자원부

기획예산처

중소기업중앙회

문창진 위원장

권은오 위원

안현호 위원

한완선 위원

심우일 위원

수산업협동조합중앙회

정만화 위원

한국보건사회연구원

원종욱 위원

농업협동조합중앙회

정태호 위원

민주노동조합총연맹(공석중)

(이상 9명)

5. 배 석 자 : 보건복지부 연금재정팀장

박민수(간사)

국민연금공단 기금운용본부장

오성근

운용전략실장

한동주

증권운용실장

온기선

6. 심의안건 : 『국민연금기금 환혜지 정책(안)』

『2008년도 국민연금기금 위탁운용계획(안)』

『2008년도 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안)』

7. 보고안건 : 『2008년도 민간보육시설과 유료노인시설에 대한 국민연금기금 대여이자  
율 관련 보고』

『2007년도 11월말 국민연금기금운용 현황』

## 8. 회의경과

(회의시작 7시 30분)

○ **오규택 부위원장** : 위원장님께서 오늘 참석을 못하셔서 제가 사회를 보도록 하겠습니다. 지금부터 2007년도 제4차 국민연금기금운용실무평가위원회를 시작하도록 하겠습니다. 바쁘신 와중에도 국민연금기금운용에 관심을 가지시고 참석해 주신 위원님들께 감사를 드리겠습니다. 위원님들 모두에게 즐거운 연말과 희망찬 새해가 되기를 기원 드리겠습니다. 오늘 제4차 회의에는 3개의 심의안건, 그리고 2개의 보고안건을 포함해서 총 5건의 안건에 대해서 논의할 계획입니다. 먼저 의안 심의를 시작하기 전에 새로운 신입위원님을 소개해 드리겠습니다. 지난 3차 회의 때도 정태호 위원님을 소개를 해 드린 바가 있는데 이번에는 한국노총을 대표해서 오신 지은구 위원님을 소개해 드리겠습니다. 지은구 위원님께서도 계명대학교 사회복지학과 교수님이십니다.

가. 보고사항 : 『2007년 제3차 국민연금기금운용실무평가위원회 회의록』

○ **오규택 부위원장** : 그러면 먼저 2007년도 11월 22일에 개최 됐던 제3차 기금운용실무평가위원회 회의록을 보고받도록 하겠습니다. 간사께서 보고하여 주시기 바랍니다. 위원님들께서는 식사를 하시면서 보고를 들으시기 바랍니다.

- 간사가 『2007년 제3차 국민연금기금운용실무평가위원회 회의록』을 보고함.

○ **오규택 부위원장** : 3차 회의록에 대해서 수정해야 할 사항이나 보완해야 할 의견이 있으시면 말씀해 주시기 바랍니다. 특별히 위원님들이 의견이 없으시면 제3차 기금운용실무평가위원회 회의록을 원안대로 채택하도록 하겠습니다.

**나. 심의사항 : 『국민연금기금의 환혜지 정책(안)』**

○ **오규택 부위원장** : 그러면 오늘 안전심의에 들어가도록 하겠습니다. 먼저 1호 안전 국민연금기금 환혜지 정책(안)을 상정하겠습니다. 의안 제 2007-9호 국민연금기금 환혜지 정책(안)에 대해서 간사께서 보고해 주시기 바랍니다.

- 간사가 『국민연금기금의 환혜지 정책(안)』을 보고함.

○ **오규택 부위원장** : 본 안전에 대해서 의견이 있으시면 말씀해 주시기 바랍니다.

○ **이재영 위원** : 재정부 복지경제과장입니다. 먼저 국민연금에서 환혜지와 관련해서 이런 분석을 통해서 적정 환혜지 비율을 결정한 것은 상당히 진일보한 방안이라고 생각하고요, 전체적으로 장기 환혜지 비율 주식 같은 경우는 50%로 하셨는데 적정한 수준이라고 생각합니다. 다만 주식투자가 계속 늘어나고 있는 상황에서 단기와 장기를 구분하는 것이 어떤 실익이 있는지, 어차피 계속해서 주식투자가 늘어나는 상황이라면 횡수보다는 투자가 늘어나는 상황인데 2008년, 2009년, 2010년에 70%에서 50% 수준까지 환혜지 비율을 늘리는 것으로 한다면 조금 그것을 앞당기는 것도 특별히 별 차이가 없는 것은 아닌가 하는 생각이 들고요. 그 부분은 조금 고려를 해 보시는 것이 어떤지 생각이 됩니다. 또 하나는 우리나라 조선업체나 이런 쪽에서 수출이 늘어나는 경우에 오히려 헤지를 많이 해서 그게 국가 정책적으로 상당히 부담이 되고 있는 측면들이 많습니다. 우리나라 회사들이 예전에는 전혀 헤지를 하지 않다가 최근에는 환율변동성 때문에 100% 헤지를 하는 성향을 보이고 있어서 국민연금에서 적정 환혜지 비율을 설정하는 것이 다른 국내 업체들이나 다른 회사들에도 긍정적인 싸인으로 생각이 되는데요, 환혜지 정책 같은 경우에는 하게 되면

공표가 되는 건가요? 공표를 하게 되는 거죠. 그래서 공표를 할 때 그 부분을 조금 잘 공표를 함으로써 국내 다른 회사들 쪽으로도 좋은 영향이 갈 수 있도록 하면 좋을 것 같습니다. 이상입니다.

○ **오규택 부위원장** : 혹시 몇 분 위원님들 말씀을 듣고 한꺼번에 답변을 듣는 것으로 하죠. 다른 위원님들 의견 있으십니까?

○ **엄대훈 위원** : 한국노총의 엄대훈입니다. 해외채권에 대해서 100%로 헤지 비율을 정하신 것 같은데 해외 채권에 투자하는 이유는 국민연금의 기금규모가 증가하다 보니까 시장을 오도할 수도 있고 이런 부분이 있는 반면에 또 수익률 차원도 있을 텐데 이자율하고 환차의 상관관계를 생각해 보면 이론적으로, 물론 이론적인 얘기지만 인터레스트 패리티 써어리 이런 이론적인 얘기가 있지 않습니까. 그러면 이자수익을 전체적으로 환차로 커버하다 보면 실질적으로 이게 우리나라보다 더 많은 수익률을 거두어 줄 수 있다고 판단을 하신 건지 그것을 여쭙보고 싶고요. 두 번째는 물론 장기이긴 하지만 채권을 지금 100%로 전략적 헤지비율을 가지고 가신 것은 원리금을 스케줄에 따라서 만기까지 보유를 하시겠다는 생각이신지, 주식같은 경우가 변동성이 많고 캐시플로어가 예측이 되지 않기 때문에 50%로 하신 것 같은데 채권같은 경우는 100%로 하는 논거를 보면 원리금이 정해져 있다, 그러면 만기까지 계속 보유를 하시겠다는 자산배분정책이신지 궁금합니다. 이상입니다.

○ **오규택 부위원장** : 두 분 위원님들께서 제시했던 것에 대해서 일단 한번 간사님께서 답변을 해 주시죠.

○ **박민수 간사** : 답변 드리겠습니다. 먼저 재경부 이재영 위원님에 대한 답변을 드리겠습니다. 공표를 하는지는 특별히 위원회에서 대외비로 하기로 의결하지 않은 이상 모든 안전에 대해서 다 공표가 됩니다. 저희가 특히 중요한 안전은 보도자료 형태로 자세히 정리를 해서 기자들에게 설명드립니다. 환헤지 정책에 대해서는 기금차원에서도 처음으로 이런 의사결정을 하는 것이고 중요한 정책이라고 생각을 하고 이번에 위원회에서 의결

이 되면 내용을 잘 정리해서 언론에 보도자료 형태로 설명을 할 예정입니다. 그리고 장단기를 구분할 실익이 있느냐 하는 것에 대해서 의견을 주셨습니다. 우선 여기서 정한 헤지비율은 전체 기금의 헤지비율입니다. 그러니까 우리가 내년도 투자하는 것에 대한 70%를 헤지하겠다는 뜻이 아니라 전체 내년 해외주식운용의 70%를 헤지하겠다는, 즉 이런 목표를 맞추기 위해서는 지금까지는 100% 헤지를 하는 것으로 운용해 왔기 때문에 내년도 10조 정도 해외투자가 신규로 예정이 되어 있는데 신규투자 예정이 있는 해외투자 전액을 다 환 익스포저에 오픈시켜 나가야 됩니다. 그렇게 해야 목표비율을 거의 달성할까말까 하는 수준에 있어서 지금 여기 자료에도 보시는 것처럼 달러를 중심으로 변동폭이 커지면서 헤지한 것과 안한 것의 효율성 면에서 헤지를 한 것 쪽이 높은 쪽으로 최근 자료에 나타난 것이 최근 시장상황을 반영하고 있고 이런 시장상황이 당분간은 좀더 지속이 되지 않겠나 하는 전망을 하고, 두 번째는 자산을 우리가 2012년까지 다변화 해 나갈 때 어느 한 시점에 집중적으로 오픈을 시키는 것도 시기별 배분에서 너무 집중되는 효과가 있지 않겠느냐, 그럼으로써 효율성에 문제가 있을 수 있다는 두 가지 판단에 따라서 저희가 단계적인 이행방법을 취했습니다. 시장충격도 줄이고 운용의 효율성도 생각을 하면서 단기적으로 접근하자, 저희가 단기적으로 접근을 하는 것이 아마 다른 펀드에서는 보기 어려운 현상인데 우리가 규모가 크고 그러다 보니까 전략적 자산배분을 할 때도 저희가 일시에 하지 못하고 단계적으로 한 예가 있고요. 그 전례를 삼아서 단계적으로 접근을 했다는 말씀을 드리고 적정비율에 대해서는 저희가 추가적인 연구를 지속적으로 해 나가면서 관리를 해 나갈 필요가 있다고 판단을 했습니다. 우선은 이렇게 출발을 해 볼까 하는 말씀을 드리고요. 임대훈 위원님께서 주신 의견에 채권을 100% 하면서 수익률을 과연 낼 거냐, 이자율 패리티 씨어리에 의해서 별로 해외투자의 실익이 없는 것이 아니냐, 오히려 환위험에만 노출을 시키는 것이 아니냐는 취지의 질의를 주셨는데요. 우선 이론대로 현실이 즉각

적으로 되지 않는다는 말씀을 첫째로 드리고요. 두 번째는 장기적으로 보서는 그렇게 가더라도 저희가 해외채권에 투자하는 이유는 수익률을 내기 위한 목적만 있는 것은 아닙니다. 이것은 자산 간의 상관관계, 그러니까 우리나라 채권이 떨어졌을 때 다른 나라 채권이 떨어지지 않고 받쳐주는 그런 시기가 있을 수 있기 때문에 저희가 위험을 분산하고 다변화하는 그런 차원의 포트폴리오 전략 차원의 하나의 이유가 있고요. 두 번째는 저희가 아직 구체적으로 명시적으로 타겟을 정하고 있지는 않지만 듀레이션이 저희가 연금운용은 사실은 자산운용에 연금부채를 어느 정도 맞추어 나가야 되는 목표가 있습니다. 그런데 연금부채가 상당히 장기 듀레이션을 가지고 있고 저희가 장기듀레이션을 맞추려면 자산 쪽에서도 상당한 장기 듀레이션을 받는 자산편입이 필요한데 국내는 아시다시피 장기채권이 있긴 있습니다만 굉장히 협소합니다. 국채중심으로 되어 있고 해외채권의 경우는 저희보다 조금 듀레이션이 긴 특성들이 있기 때문에 그러한 듀레이션 차원에서도 해외채권 투자의 필요성이 있습니다. 그런 측면에서 투자를 한다는 점을 이해를 해 주시고요. 100% 헤지하는 것의 의미가 원리금까지 다 삼아서 하는 것이냐, 우선 기본적으로는 원리금 스케줄을 다 맞추어서 하는 것이 맞고요, 다만 저희가  $\pm 2\%$  허용범위를 둔 자체가 원리금 자체를 아주 정교하게 스케줄링 해서 완벽하게 맞추는 자체가 상당히 어렵습니다. 지금까지는 한국은행과 스왑을 해서 스왑을 하게 되면 날짜까지 맞추어서 하기가 용이한데 앞으로는 한국은행 자체가 스왑을 안한다고 선언을 했고, 저희가 내년부터는 헤지를 하려면 스왑 외에도 선물환이나 시장에서 파생상품을 활용한 헤지전략을 쓸 수밖에 없습니다. 그렇다면 정확히 스케줄링에 따른 100% 헤지가 이론적으로 불가능한 상태가 되겠습니다.  $\pm 2\%$  정도 허용폭을 둔 것은 그런 정도의 미스매치를 감안해서 저희가 둔 것이고, 여기에서 액티브하게 이걸 가지고 운용하겠다는 의미는 아닙니다. 그런 점을 말씀 드리겠습니다.

○ **오규택 부위원장** : 다른 위원 말씀을 해 주십시오.

- **이기화 위원** : 자료 55쪽에 보시면 실현방안 및 향후 과제에서 자산운용하고 환헤지 운용을 분리하겠다고 하셨는데요. 오늘 안건에도 있습니다만 실제 해외주식은 100% 위탁운용하고 계시지 않습니까. 그러면 위탁운용사로 하여금 자산운용과 헤지운용을 스스로 알아서 분리하도록 한 것인지 어떤 방식으로 딜과 백업을 구분하실 건지 거기에 대해서 구체적인 안이 제시되어야 되지 않나 생각이 드는데 복안이 있으시면 말씀해 주십시오.
- **박민수 간사** : 이렇게 이해를 하시면 되겠습니다. 저희가 해외자산운용사에 주식을 예를 들어서 100을 위탁운용을 맡긴다면 50% 타겟에 대해서 헤지의 여부를 운용사한테 주는 것이 아니고요, 저희가 위탁을 맡길 때 기본적으로는 기금운용본부가 판단을 해서 50%를 기준으로 또는 시점별로 변화폭을  $\pm 5\%$ 를 줬는데 변화폭 내에서 헤지비율과 통화간의 헤지를 정하는 것입니다. 그런데 정할 때 그 기능의 일부를 외부에 위탁을 할 수도 있겠습니다. 우리가 내부에서 판단할 수도 있고 아니면 환을 전문으로 하는 운용사에 판단을 맡겨서 할 수도 있습니다. 주식을 가지고 가는 때 니저는 주식자체에 대한 판단만을 하도록 운영을 할 예정입니다.
- **오규택 부위원장** : 혹시 다른 의견 있으십니까?
- **엄대훈 위원** : 하나만 더 질문을 드리겠습니다. 환헤지 정책 말고 벤치마크의 변경이 하나의 새로운 안건으로 들어와 있는 거죠, 별도로 구분을 안 하신 거죠? 해외도 국내처럼 벤치마크를 두실 거라는 차원에서.
- **박민수 간사** : 환헤지 정책의 큰 틀 안에서 벤치마크도 그렇게 바뀌어야 되겠다고 판단하기 때문에 같이 보고를 드리는 것입니다. 하나의 안건으로 같이 의결을 받고자 하는 것입니다.
- **엄대훈 위원** : 해외 대체투자에서 해외 부동산 쪽에 보시면 NPI도 있고 여러 가지가 있는데 45%, 30%, 15% 이런 식으로 가중치를 두신 것 같아요. 그런데 아시아 쪽이 15%라고 하는 것은 향후 해외부동산 중에서 아시아에 15%를 투자하시겠다는 뜻인지 그런 것이 아니라면 별로 의미가 없는 벤치마크 산출이 아닌지.



○ **박민수 간사** : 시장 간의 배분비율은 실제로 부동산 시장의 규모에 따라서 에셋 벨류에 따라서 저희가 정한 것이고요. 이것은 지난 번 회의에서 이미 결정이 됐었던 내용입니다. 그런데 이대로 꼭 투자를 할 거냐 그것은 별개입니다. 물론 매니저들이 트랙 레코드 없이 이대로 따라가게 되면 이대로 투자가 되지만요, 실제로는 전문적인 판단에 따라서 국가별, 지역별 수익성의 기대치에 따라서 가중을 더 두고 실제로 투자하는 것은 이것과 다를 수도 있다, 그런데 평가는 이걸 기준으로 받기 때문에 지난번에 대체투자 벤치마크 한계점에 대해서도 보고 드렸듯이 이것은 인덱스가 아니고 여러 가지 지수들의 조합입니다. 그래서 이 자체로 평가하기는 좀 어렵습니다. 그래서 저희가 10년간의 장기목표를 가지는 대체투자의 목표 수익률이다, 자산배분 했을 때 활용하는 그런 기능을 하는 벤치마크로서 이렇게 정의를 한바 있습니다. 그런 기준으로 사용을 하게 되겠고 실제로 투자할 때는 이것대로 꼭 나타난다는 보장은 없다고 말씀드리겠습니다.

○ **오규택 부위원장** : 다른 위원님들 특별히 다른 의견이 없으신 것 같은데 제가 사회를 보면서 질문하기도 좀 그런데 한 가지만 말씀을 드리고 싶은 것이 있습니다. 51페이지 허용범위가  $\pm 2\%$ 로 채권에 대해서 설정이 되어 있는데 실제 우리나라에서 기준통화가 원화로 변경이 됐잖아요. 원화로 변경이 됐다는 것은 우리나라에서 파생상품 시장을 이용해서 헤징을 해야 된다는 것을 의미하는 것 같습니다. 그래서 달러 채권을 산다 해도 원 달러 스왑이라든지 우리나라에서 거래되는 시장을 통해서 거래를 하다 보면 우리나라 파생상품 시장의 현황에 따라서 헤지의 효과가 결정이 됩니다. 그런데 실제 최근에 일어난 현상을 보면 지금 이재영 위원님께서도 이야기 했듯이 외국에서 선박회사들이 수주가 너무 많다 보니까 선물로 헤지를 많이 했거든요. 그 결과가 어떻게 나오냐 하면 커런시 스왑마켓에서 미래에 발생하는 달러를 주고 원화를 받는, 국민연금과 같은 헤징을 취할 때 받을 수 있는 원화고정금리가 굉장히 낮습니다. 굉장히 낮아서 왜냐하면 그것을 헤징하려고 하는 수요 때문이에요. 국민연금이 그 헤지를 하게

되면 스왑마켓의 특성 때문에 실질적으로 국채를 산 것보다 훨씬 낮은, 미국채를 사고 헤징을 하면 낮게 수익률이 발생할 가능성이 있는 것 같습니다. 그 말은 뭘 의미하냐하면 선박회사가 헤징을 하는 것이 몰려 있을 때 국민연금이 반드시 그때 헤징을 할 필요가 없는 것 같아요. 시간을 봐서 회복이 되면 투자는 3월에 일어난다 하더라도 헤지는 8월에 한다든지 타이밍을 해야 할 필요성이 있다는 것을 의미하는데 그럴 때  $\pm 2\%$ 가 1년 내에 적용이 돼야지 타이밍이 플렉시빌리티가 있지 반드시 투자가 일어난 시점에서 반드시 헤징을 한다고 하면 이게 굉장히 우리나라 CRS마켓 상황에 안 맞을 가능성이 있는 것 같아요. 혹시  $\pm 2\%$  적용을 연내에서 타이밍을 줄 수 있는 여지가 있는지가 실무적으로 궁금합니다.

○ **박민수 간사** : 어려운 질문을 주셨습니다. 토론이 됐던 사항인데 사실은 이게 지금 보고서에 적시가 되어 있지 않습니다만 말씀하시는  $\pm$  허용범위라는 것의 판단기준을 시계를 1년 텀을 놓고 볼 거냐, 매 시점별로 볼 거냐에 따라서 말씀하시는 실제 운용상 차이가 나타날 수 있습니다. 이 부분에 대해서는 사실 저희가 내부적으로 지금 결론을 내린 것은 저희가 시스템을 갖추면 이게 데일리로 파악이 됩니다. 데일리로 점검은 해 나가 되 이것을 허용범위를 넘었는지에 대한 판단은 연도말에 바뀐 기준으로 하자고 얘기가 되어 있습니다. 사실은 운용자들이 운용을 할 때는 데일리로  $\pm 2\%$  내에 있도록 하는 모든 모니터링 시스템은 갖추어지되 이것을 실질적으로 법적 효력으로 넘었는지 안 넘었는지 판단하는 것은 1년 텀을 기준으로 하는 것으로, 그래서 말씀하신 것처럼 투자하는 시점에 꼭 맞추어서 헤지를 해야 된다는 정도의 강박적인 운용은 아니고 전체 자산규모를 기준으로 해서 판단을 하도록 저희가 내부적으로 결론을 내렸습니다. 지금 말씀하신 것처럼 시점 간에 플렉시빌리티나 이런 것들은 가지고 운용할 수 있도록 되어 있다는 말씀을 드리겠습니다.

○ **오규택 부위원장** : 한 가지만 더 말씀을 더 드리고 싶은 것은 60페이지 【설명자료 3】을 보면 외국의 환헤지 정책의 해외사례가 요약이 되어 있

는 것 같습니다. 여기에 보면 ABP라든지 대부분의 외국에서는 채권이라 하더라도 100% 헤지정책을 사용을 안 하는 것 같습니다. 국민연금이 초기 해외투자를 하는 단계이고 채권이 특히 헤지를 하면 위험이 확 줄어드는 효과가 있기 때문에 100% 헤지정책을 하는데 100% 헤지를 하더라도 효과는 굉장히 제한적인 것 같아요. 예를 들면 듀레이션 확대라든지 위험 분산효과가 있다, 그 효과만 보는 거지 기타 다른 효과들을 많이 포기하게 되는 것 같습니다. 대표적으로 보면 미국에서 우리나라 채권을 사면서 헤징을 한다고 하면 미국에 있는 기관투자자들은 미국국채를 살 때보다 우리나라 국가신용위험이 다르기 때문에 다변화 효과를 볼 수 있거든요. 헤징을 하면서 투자를 하는 효과가 있습니다. 그런데 그렇기 때문에 외국같은 경우는 한국에 투자를 할 때 헤징을 하면서도 투자를 할 필요가 있는데 우리나라가 미국에 투자를 할 때 우리나라가 과연 헤징을 해야 될 것인가, 헤징을 하게 되면 미국의 국가신용도를 지는 거거든요. 사실은 우리나라 입장에서 미국의 국가신용도를 지는 효과를 보려고 헤징을 하면서 투자를 할 필요가 있겠느냐 상대적으로 적습니다, 사실 우리나라 국민연금의 특성을 보면, 우리나라보다 신용도가 낮은 태일랜드나 이런 데 투자를 할 때는 헤징을 하면서 투자를 했을 때 효과가 있지만, 그렇기 때문에 상대적으로 외국에 비해서 우리나라는 해외채권투자를 하더라도 헤징을 하면서 할 필요가 상대적으로 적다는 상황에 들어가 있습니다. 그럼에도 불구하고 외국에서 채권도 장기적으로 봐서는 100% 헤징을 안 한다는 것을 보면 달러나 유로화나 서로 상쇄되는 효과가 많다 보니까 그렇거든요. 우리나라도 장기적으로는 채권 100% 헤지정책에 대한 효과를 검증해 볼 필요가 있을 것 같습니다. 특히 우리나라는 국민연금이 차지하는 포지션이 워낙 크기 때문에 방금 말씀드렸듯이 CRS마켓에서 국민연금이 헤징을 한다고 했을 때 가는 충격이 굉장히 클 것 같습니다. 지금은 선박회사 때문에 CRS에 가격이 굉장히 나쁘게 설정이 되는데 나중에는 국민연금 때문에 마켓에 왜곡이 일어나고 그리고 우리나라 환정책에도 원화를 지나치

게 지금 당장 강제로 만드는 이런 부작용들이 단기적으로 수반될 여지가 있기 때문에 장기적으로는 100%를 완화하는 방안을 검토하는 필요가 있을 것 같습니다. 혹시 위원님들 다른 의견이 없으시면 이 안건은 원안대로 의결하도록 하겠습니다. 혹시 다른 의견 있으십니까? 그러면 이 안건은 원안대로 의결하도록 하겠습니다.

#### **다. 심의사항 : 『2008년도 국민연금기금 위탁운용계획(안)』**

○ **오규택 부위원장** : 다음은 의안 제2007-10호 2008년도 국민연금기금 위탁운용계획(안)에 대해서 간사께서 보고해 주시기 바랍니다.

- 간사가 『2008년도 국민연금기금 위탁운용계획(안)』을 보고함.

○ **오규택 부위원장** : 위원님들 본 안건에 대해서 의견이 있으시면 말씀을 해 주시기 바랍니다.

○ **고용이 위원** : 89쪽을 보면 직접운용하고 위탁운용하고 수익률 비교가 나와 있는데요, 국내주식은 최근 5년 동안 3년이 위탁운용이 높았지만 국내채권을 보면 4년 중에 3년, 해외채권은 3년 중에 2년이 직접운용 한 것이 성과가 더 좋습니다. 그런데 굳이 위탁운용을 대폭적으로 확대하려는 이유가 뭔지 그리고 금액이 계속 커지기 때문에 비중은 그대로 두더라도 위탁운용 금액 자체가 커지는데 굳이 대폭적으로 확대하려고 하는 이유가 뭔지 여쭙보겠습니다.

○ **박민수 간사** : 이유는 보고자료 맨 앞에 크게 세 가지 73쪽 운용의 전문성, 효율성, 투자결정의 분권화 크게 세 가지 차원에서 말씀을 드렸는데요. 채권의 경우가 사실 역사적 자료가 짧습니다. 대체로 직접운용이 우수한 걸로 나타나고 실제로 채권은 저희가 주로 바이 앤 홀드 위주 전략으로 가고 있기 때문에 전반적으로 장기투자를 하게 되면 위탁운용이 효율

성이 큰 것은 아닙니다. 그래서 계획에도 보시면 채권의 경우에는 지금 위탁운용 자체가 국내의 경우에 5%로 되어 있어서 대부분은 주로 직접운용을 하고 일부만 위탁운용을 주고 있는데 이렇게 하는 이유는 채권의 경우에 저희가 지난번에 신용등급도 A0에서 BBB로 한 단계 낮췄고 유니버스도 확대하고 있습니다. 회사채 비중도 늘리려고 하고요. 연금공단 내부에서 그런 체계를 다 갖추려면 신용분석을 하는 분석가들을 다 갖추어야 되는데 인력이 많이 필요합니다. 그런데 사실 저희가 정부 내에서 인력을 따기가 상당히 어렵고요. 내부에서 운용하는 것은 안정성이 높은 국공채 위주로 투자를 하고 있습니다. 그런데 계속 그런 운용만으로 수익률 제고에 한계가 있기 때문에 저희가 다변화 해 나가고자 하고 그 다변화 나가는 것이 내부에서 역량을 갖추기 어렵기 때문에 가급적 외부에 있는 전문성을 활용하고자 일부는 위탁을 해 나가는 것이고요, 해외채권의 경우는 조금 상황이 다릅니다. 해외채권은 지금까지는 미국 국공채를 한국은행과 스왑을 해서 거의 국내채권처럼 운용해서 목적비율 자체가 해외채권이 높은 편은 아니지만 사실상 그런 직접운용을 빼고 생각을 한다면 해외채권의 경우도 우리가 해외에 대한 지식이 거의 전무하기 때문에 위탁운용에 의존할 수밖에 없습니다. 여기 성과가 해외채권도 위탁보다 직접이 좋다 했는데 이게 사실 기간이 상당히 짧습니다. 그리고 상당히 특수한 시장 환경 하에서 이런 결과가 나올 수 있고요. 보다 장기적으로 좀더 지켜봐야 될 일이 아닌가, 저희가 장기투자를 지향하고 있기 때문에 단기적으로는 위탁운용이 조금 좋지 않은 성과를 나타내고 있는데 시장상황이 바뀌면 언제든지 뒤바뀔 수 있기 때문에 자산도 다변화 하듯이 운용자도 다변화 해 나가는 것이 기금 전체의 위험과 관리를 해 나가는데 적절하다는 말씀을 드리겠습니다.

- **임대훈 위원** : 방금 간사님께서 답변해 주신 것을 보면 그 말씀이 맞으려면 채권 같은 경우에는 현재 채권의 편입된 비율을 보면 고 위원님의 질문에 대한 답변을 73페이지의 세 가지로 드셨잖아요. 운용의 전문성과 효

율성, 투자결정의 분권화, 그런데 현재 대부분이 국공채이거나 국공채성의 해외채권이에요. 그러면 운용의 전문성은 운용본부, 공단 자체에서 못하는 전문화를 위해서 필요한 건데 똑같이 우리 직접운용처럼 국공채에 투자하는 것, 약간 더 넘어봐야 금융채에 투자하는 게 수수료까지 쥐가면서 우리가 못하는 전문성을 살리는 길이나, 두 번째 운용의 효율성이라고 하면 수수료까지 주면서 하는 것이 운용의 수익률 측면에서 효율적인 거냐, 세 번째는 투자결정의 분권화라고 하면 투자결정의 분산을 통해서 기금이 금융시장에 미치는 영향을 축소한다고 하셨는데 지금 금융시장에 미치는 영향은 똑같잖아요. 제가 저번에 보고된 자료를 보면 80% 이상이 위탁운용도 국공채거든요. 어차피 투자결정의 분권화도 이루어지지 않고 운용의 전문성도 이루어지지 않고 추가적인 위탁운용 수수료를 주니까 효율적이지도 않고, 물론 저는 개인적으로 위탁운용은 반드시 필요하다고 봅니다. 사실 본부 자체의 전문인력을 계속 채용을 하셔서 인건비를 지급하시는 것보다는 보다 전문화된 위탁전문기관 운용기관에 맡기는 것이 반드시 필요하다고 보는데 다만 목적으로 주신 세 가지를 아까도 BBB-로 낮춘 것처럼 너무 리스키 해서는 안 되겠지만 여러 가지 방안들을 세워서 직접 투자하고는 좀더 다른 세 가지 효과를 거둘 수 있는 방안을 연구하셔야 하지 않을까, 현재까지 채권 쪽에서의 상황을 보면 그다지 세 가지의 목적이 달성되고 있지는 않다, 반드시 필요하긴 하지만 그렇게 말씀을 드리고 싶습니다.

- **박민수 간사** : 맞습니다. 엄 위원님 지적에 전적으로 동의하고요. 지적하신 80%니 이런 숫자들이 지금까지는 직접 위주로 운용을 했기 때문에 나타난 결과입니다. 저희가 위탁을 일부 확대를 하면서 추진하고자 하는 것은, 그러다 보니까 너무 안정성 높은 국채 위주로만 되는데 물론 그것이 채권에서는 국채가 상당히 좋은 상품입니다. 그것을 많이 하는 자체가 나쁜 것은 아니에요, 그러면서도 일부는 조금 더 리스키 하면서도 수익을 낼 수 있는 채권으로 옮겨가야 되지 않겠나, 최근까지는 시장에서 금리가

상당히 낮은 수준에 있고 스프레드도 차이가 없어서 다른 채권을 하는 이득이 별로 의미가 없었는데 최근에 금리가 상승을 하면서 스프레드도 벌어지고 있습니다. 그래서 이제 앞으로는 회사채나 신용채권을 투자하는 것에 대한 허용성이 좀더 커지는 시장 환경이 오게 되고 그럴 때는 위탁 운용사를 활용해서 우리가 회사채 같은 것에 투자를 해야만 한다, 내부 위주로만 맡기게 되면 계속 국공채 위주의 투자만 할 수밖에 없기 때문에 그런 시장의 변경된 환경에 적응하기 어렵습니다. 말씀하신 취지는 저희가 여기에 충분히 담고 또 앞으로도 추가 연구를 해서 이런 내부운용과 외부운용 간에 상호 보완되고 운용스타일이 다르게 나타날 수 있도록 운용을 해 나가도록 하겠습니다.

- **이찬진 위원** : 기금운용 구조 개편 관련해서 공사체제를 어차피 하실 것 같은데 가령 예를 들면 별지자료도 나오고 있습니다만 위탁할 때 보수요율이 가령 위탁금액에 평균해서 주식, 채권, 대체투자 전부 다 0.36% 정도가 나오네요. 직접운용하시는 것에는 0.01%도 안 된다고 나와 있는데 가령 공사가 전문화를 하려고 한다면 공사에서도 투자의 기회비용이 대폭 확대될 수밖에 없고 전문화를 위해서는 당연히 비용이 들어야 되는데 여러 가지 정치적인 리스크 같아요. 본부가 쬼어지고 싶지 않다, 직접운용 하는데 발생할 수 있는 리스크를 밖에 아웃소싱 하면서 그쪽에 책임을 넘기고자 하는 건지 어떤 건지 잘 모르겠습니다만 적어도 자기가 직접운용 하는 비용하고 외주를 준 비용을 계산할 때 40배가 넘는 비용을 제출한 이 데이터가 맞다면 이것은 말이 안 되죠. 세상에 이렇게 싸구려로 운영 하는 것이 어디에 있습니까. 자기 기회비용을 그렇게 싸게 밖에 퍼내는 식으로 한다는 것이 저는 이해가 안 가는데 가령 예를 들면 적어도 이렇게 기금운용공사까지 만들어서 전문화·효율화 하겠다고, 효율화라는 것도 경쟁체제에서 한다 하더라도 자기 자신의 실력이 갖추어져야지 국내외 막론하고 갖추어질 수 있는 정도의 투자를 해놓고 해야 되는데 지금 여기 표로 보면 90억원이래요. 직접운용 경비가 2007년에 약 90억원으로 예상

된다, 이게 결국 90원이라는 것이 운용본부의 얘기죠?

○ 박민수 간사 : 그렇습니다.

○ 이찬진 위원 : 이게 말이 됩니까. 복지부의 팀의 인건비 수준이 될지 어떨지 잘 모르겠는데 200조가 넘어가는 연금에서 전체적으로 위탁운용에 대한 비율이나 비중을 높이는 것은 다 좋은데 기본적으로 우리 국민연금 운용하는 주체가 실력을 키울 수 있는 부분이나 이런 것들을 강화시킨 다음에 하면 좋겠다는 생각이 들더라고요. 이것을 보고 너무나 한심하다는 생각이 들어서 말씀드리는 겁니다. 이 자체도 중요하지만 직접운용을 어떻게 강화시킬 것이냐 하는 플랜도 같이 가면서 결정하실 필요가 있지 않겠나 싶어요. 하다못해 여기에 나오는데 900억원 쓰고 있다고 하는데 우리 내부에서는 500억원이라도 써야죠. 1:2라도 해야 발전이 있을 텐데 이 부분에 관한 논의는 하나도 안 나와서 답답해서 말씀을 드립니다.

○ 김환일 위원 : 이 위원님 의견에 부연설명을 하고 싶은데요. 세 가지 목적 전문성만 보더라도 이 위원님의 의견이 타당성이 있는 것 같습니다. 일단 우리가 위탁을 하는데서 취하고자 하는 전문성을 강화하려면 물론 GIPS라든지 국제성과평가기준이 들어가기 때문에 그런 부분은 일정 부분 보완할 수 있겠지만, 일단은 운용본부 차원에서 분야의 위탁에 관련된 주식이 됐든 채권이 됐든 대체투자가 됐든 일단은 각 부문의 전문인력의 확보가 우선순위에서 최우선인 것 같고요. 그 다음에 그것을 볼 수 있는 전문가들이 위탁운용사를 효율적으로 선정함으로 해서 운용의 효율성 이런 측면들이 같이 높아지면서 투자결정의 분권화가 달성 가능하겠다는 측면에서 보면 이것은 사실은 현재 외부수수료를 언뜻 보더라도 직접운용경비가 10% 정도밖에 안 되는 계산이 나오는데요. 이런 부분에 대해서 향후 운용본부 차원의 인력운영이라든지 이런 부분들은 시급하게 보완이 필요하지 않나 그런 생각이 듭니다. 이상입니다.

○ 박민수 간사 : 두 분 위원님 지적하신 내용에 대해서는 국민연금을 걱정하시고 잘 되기를 바라시는 충정에서 하신 말씀으로 이해가 됩니다. 맞습



니다. 내부역량을 강화하는 것은 외부위탁 하는 것 못지않게 중요한 과제이고 사실 그것의 정점에 있는 것이 기금운용의 가버넌스가 되겠습니다. 사실 이번에 정부에서 가버넌스에 대한 개편안도 마련을 했고 그런 개편안이 실행이 되면 구체적으로 공사화가 되면서 지금 말씀하시는 여러 가지 내부역량 강화를 위한 조치들도 대규모로 진행이 되겠습니다. 다만, 그렇게 대규모 개편이 아닌 우리가 현재 입장에서 할 수 있는 차원의 기금운용본부의 역량강화는 여기 별도로 따로 보고 드리지는 않았습시다만 저희가 꾸준히 해 오고 있는 상황입니다. 내년도에도 전문운용인력을 20명 증액하는 것으로 예산확보를 했고요. 다만 이것이 국가재정법의 예산 프로세스로 진행이 되다 보니까 저희가 상당히 노력하는 것에 비해서 드러나는 성과가 미약합니다. 저희가 20명 인원 확보하는 것이 거의 2년이 걸렸다고 보시면 되겠습니다. 2007년에 29명을 요구해서 6명을 받았거든요. 언론에서도 질타를 하고 저희도 계속 요구를 하면서 그런 것들이 조금 인정이 돼서 금년도 예산하면서는 내년 예산에 20명을 추가하는 것으로 받았는데 인원 증원하는 것 못지않게 매니저들의 성과보수도 중요합니다. 지난번에 의결해 주신 성과보상위원회를 구성한 이유도 좀더 보상체계를 지금 현재 공단에서 하고 있는 것보다는 한 단계 정책차원으로 끌어올려서 제대로 된 성과보상체계를 만들어 보자는 취지에서 그런 정책들이 펼쳐졌다는 말씀을 드립니다. 기금운용본부 내부 역량강화를 위한 종합적인 대책을 저희가 위원회에 따로 보고 드리지는 못했습니다만 저희가 기금운용본부와 복지부 간에는 그런 일들이 사실은 지속적으로 진행되어 오고 있었다, 그 결과에 따라서 작년도 초에는 내부조직도 대폭 개편이 되고 인원도 그에 따른 시스템도 많이 개선이 됐다 이런 노력은 저희가 따로 하지 않아도 지속적으로 해야 되는 당연한 거라고 말씀을 드리면서 그와 더불어 위탁운용의 확대부분은 저희가 이렇게 확대하고 지금 현재는 15% 이고 내년에는 22%입니다. 전체 100% 자금 중에 외부에 나가는 것이 20정도이고 나머지 80은 자체운용을 하거든요. 200조가 넘는 돈을 한

기관에서 운용을 하다 보면 시장왜곡 문제 같은 것들이 발생할 수 있습니다. 그래서 이것은 미시적으로 비용을 어디가 더 많이 쓰냐 관점보다는 국가 전체차원에서의 판단도 첫째는 필요하고, 두 번째는 여기에 있는 비용이라는 것은 이렇게 많은 비용을 외부에 지불하고 나서도 그 비용을 다 지불하고 나서도 우리한테 들어오는 순수한 수익이 우리가 운용하는 것보다 좋다면 그것은 지불할 가치가 있는 것입니다. 앞에도 주식부문을 시장 상황에 따라서 내부운용이 변동되기도 합니다만 평균적으로 2%가 외부 위탁운용이 좋은 성과를 실현하고 있는데 그것은 비용을 다 지불하고 난 후의 사후입니다. net benefit 개념으로 해서 수익개념입니다. 이렇게 많이 지불하는 것은 거기에 그만큼 그 사람들이 많은 애널리스트와 시스템을 갖추고 있기 때문에 그에 대한 대가를 지불하는 거거든요. 명시적으로 나타나는 비용이 높다는 것만으로 외부에 주는 것이 이상하다 이렇게 볼 것이 아니고 종합적으로 우리가 cost-benefit을 따져서 그 결과물이 국민연금기금에 어떤 것이 가장 유리하냐 하는 측면에서 판단을 해야 된다, 그런 측면에서 투자다변화 계획과 함께 외부위탁운용도 일부는 확대할 수 밖에 없다는 취지의 말씀을 드립니다.

- **이찬진 위원** : 말씀드리는 취지가 외부비용이 많이 든다고 해서 드리는 말씀은 전혀 아니고요. 전체적으로 비용이 많이 안 드는 것 같거든요. 그게 아니라 중요한 것은 우리 내부비용을 너무 안 쓰고 있다는 거죠. 운용을 잘하려고 하면 누구한테 시키더라도 뭘 제대로 알고 손바닥 안에 쥐고서 쥐락펴락할 수 있는 실력을 가지고 있어야지 평가를 하건 감시를 하건 실시간으로 데일리로 감시를 하건 뭘 할 수 있을 텐데, 그 정도 업계 최고 수준의 운용가들을 분야별로 여러 명의 복수의 전문가를 확보하지 못하는 상황에서 어느 정도 아웃소싱만 확대할 경우 그 장악력이 얼마나 늘어날지 의문이라는 거죠. 우리도 투자할 때 투자운용사들 선정할 때 어느 정도 정보력을 가지고 하는지에 따라서 성패가 좌우될 수도 있는데 일반인도 그런데 하물도 국민연금이 위탁운용 비중을 확대하는 과정에서 리스

크가 더 크지 않을까 걱정이 돼서 그렇고요. 또 하나 말씀드리고 싶은 것은 뭐냐 하면 기금운용위원회가 어차피 경직된 정부부처 내에서 계약직 직원의 보수체계의 경직성은 회피할 수 있는 방법이 있을 것 같거든요. 운용위원회에 보수나 이런 것들에 관한 관계규정을 올려주면 운용위원회에서 의결해서 하게 되면 기금운용 관련된 전문가를 채용하는 것들은 적어도 공무원계약은 아니지 않습니까. 더군다나 회계도 구분 관리한다고 운영비도 연금에서 부담하라는 판인데 기금에서 하겠다고 정부가 간섭할 일은 아니지 않습니까. 국가재정법 시스템에서도 해석상 예외가 가능할 수 있을 것 같은데 그런 부분은 너무 소극적으로 접근하시는 것이 아닌가, 정책적으로 얼마나 기금운용본부의 능력을 강화시킬 것인가 플랜을 세우시면 그에 맞추어서 운용위원회에서도 굳이 공사가 아니더라도 현재 법이 통과되지 않은 단계에서도 얼마든지 할 수 있는 부분이 있을 것 같은데 공사가 설립된다 하더라도 기금운용본부의 구조, 시스템들이 일정부분 대부분 다 가지 않겠습니까. 어떤 형태로 가든 간에 인수인계가 될 텐데 노하우나 이런 것들은 그대로 승계될 가능성이 높아 보이는데 그게 가까운 투자는 아니라고 보여지거든요. 너무 국회 법 통과되는 것까지 언제까지 기다리고 있을 것은 아니니까 적극적으로 이번 기회에 준비를 해서 같이 하시면 어떨까 그런 생각 때문에 말씀을 드렸습니다.

○ **이성환 위원** : 제가 말씀을 듣기로 박 팀장님 말씀이 근본적으로 옳은 것 같고 국민연금이 국가경제를 왜곡하는 일이 없어야 된다는 것은 제가 계속 주장을 해 온 거고요. 그런 측면에서 분권화 한다든지 효율성을 기해 보겠다는 것은 타당하다고 생각이 되는데 지금 현재 국채매입 같은 것도 위탁을 하는 데서 지금 투자를 하고 있습니까?

○ **박민수 간사** : 국채매입은 주로 직접운용에서 하고요.

○ **이성환 위원** : 주로라는 것은 일부 있다는 이야기입니까?

○ **박민수 간사** : 외부위탁을 줬을 때 거기서도 국채를 운용목표상 할 수가 있습니다. 그 자체를 금하고 있지는 않기 때문이에요.

○ **이성환 위원** : 제가 생각할 때 국채라는 것은 아주 한정되어 있고 정보도 그렇고 더더군다나 우리가 국채를 사서 홀딩만 하고 있는 상황에서 국채 매입까지 수수료를 내면서까지, 공채 중에서도 거의 고정되어 있기 때문에 약간의 전문성만 있으면 충분히 자체 내에서 해결할 수 있는 그런 것들에 대해서 제가 말씀드리고 싶은 것은 위탁운용을 좀더 세분화해야 되지 않느냐, 물론 자기들 상품 전체 구성상 국채가 끼어져 있기 때문에 할 수 없이 따라온다든지 그런 것도 있을 것으로 보입니다만 좀더 세분화해야 되지 않나 생각을 합니다. 그냥 무작정 위탁이다 자체운용이다 이렇게 할 것이 아니라 위탁운용에 있어서도 우리가 좀더 위탁시킬 범위라든지 이런 것을 한정해서 지시를 하는 것이 필요하다고 싶고요. 그 다음에 또 하나는 자체운용에 있어서 자꾸 걱정되는 것이 그것입니다. 해외를 보면 월드뱅크에 많은 비용을 우리가 투자를 해 주는 대신에 우리 전문요원을 파견해서 훈련을 강화시켜서 자체역량을 강화하겠다 이런 것도 전에 들은 적이 있는데 자체요원들이 우리가 많은 비용을 투자를 해서 훈련을 시켰는데 나중에 옮겨가버리는 그런 상황을 사실 굉장히 걱정을 많이 합니다. 그래서 위탁운용을 할 때도 계속적으로 위원님들도 자체 역량강화를 이야기하고 있기 때문에 자체 역량강화와 관련되어서 훈련된 요원들을 어떻게 잘 관리할 것인가도 같이 고려를 해 주셨으면 합니다.

○ **오규택 부위원장** : 여러 위원님들이 말씀하신 바가 지금까지 보면 크게 두 가지 의견이 있는 것 같습니다. 방금 이성환 위원님, 이찬진 위원님, 김환일 위원님이 주로 말씀하셨던 것은 직접운용을 강화하는 방안, 이미 진행 중이지만 추가로 더 됐으면 좋겠다는 의견이 하나 있고요. 정태호 위원님, 엄대훈 위원님, 이성환 위원님이 말씀하셨던 사항은 특히 국내채권과 해외채권을 아웃소싱 할 때 운용대상을 다양화 하고 세분화해서 효율성을 증가시켰으면 좋겠다는 의견들이 있는 것 같습니다. 그런 사항들은 2008년 실제 위탁운용을 시행할 때 충분히 반영할 수 있는 사항인 것 같은데 특별히 수정해야 될 사항은 아닌 것 같습니다. 위원님들, 이 안건

에 대해서 원안대로 의결하는 것에 대해서 다른 의견이 있으십니까? 다른 의견이 없으시면 2호 안건 2008년도 국민연금기금 위탁운용계획(안)에 대해서 원안대로 의결하도록 하겠습니다.

**라. 심의사항 : 『2008년도 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안)』**

○ **오규택 부위원장** : 다음은 의안 제2007-11호 2008년도 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안)에 대해서 간사께서 보고해 주시기 바랍니다.

- 간사가 『2008년도 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안)』을 보고함.

○ **오규택 부위원장** : 본 안건에 대해서 의견이 있으시면 말씀해 주시기 바랍니다.

○ **고용이 위원** : 먼저 여쭙보겠습니다. 실무평가위원회에서 개정안에 대해서 수정·의결할 수 있습니까, 아니면 의결권행사전문위원회에서 수차 회의를 해서 결론을 낸 것이기 때문에 의견을 개진할 뿐 수정의결을 할 수 없습니까?

○ **박민수 간사** : 위원회 심의에서 수정하실 수 있는 권한이 있습니다. 다만, 최종수정 권한이 기금운용위원회에 있습니다. 실무평가위원회가 기금운용위원회 전심으로 하고 있기 때문에 여기서 수정의견을 의결해 주시면 원의견과 수정된 의견을 동시에 기금운용위원회에 보고하고 기금운용위원회에서 최종결정 하는 과정을 밟습니다. 다만 이것은 형식적인 절차를 말씀드린 것이고요, 여기 전문위원회는 가입자대표, 기금운용위원회와 실무평가위원회를 추천한 가입자 대표단체에서 각각 추천한 전문가로 구성이 되어 있습니다. 정부는 위원회에서 빠져 있고요, 그래서 가입자 대표들로만 위원이 구성이 되어 있는 위원회입니다. 그래서 상당히 중립적이고 전문적으로 운영이 되고 있고요, 그래서 이 업무만 전문적으로 하고 있는데

거기서 상당히 논의도 거치고 해서 결정한 것이기 때문에 가급적이면 존중을 해 주는 것이 위원회 운영에 원활함을 기해 주시는 것이라고 말씀을 드리겠습니다.

○ **고용이 위원** : 왜 이런 말씀을 드렸냐 하면 자료에도 있습니다만 전경련이 의결권행사 지침에 대해서 개정의견을 8건 정도를 냈습니다. 그중에 한 건만 반영이 되고 나머지는 현행 유지하기로 결정이 났는데 저희조직의 입장은 그럼에도 불구하고 개정이 필요하다고 생각을 하는데 지금 실무평가위원회에서 의견제시를 해서 수정의결을 할 수 있다면 의견제시하고 토의도 해 봐야겠지만 전문위원회에서 충분한 논의를 거쳤기 때문에 실무평가위원회에서는 의견만 제시하고 최종적으로 기금운용위원회에서 결정을 한다고 하면 굳이 입 아프게 다시 얘기를 할 필요가 없지 않나 하는 생각입니다. 그런데 간사의 얘기를 들어 보니까 수정의결을 할 수는 있겠지만 전문위원회의 판단을 존중해 주고 기금운용위원회에서 최종결정하도록 하자는 말씀으로 들리는데 그렇다면 저희 쪽에서 제시한 의견이 어떤 것이었는지에 대한 설명만 드리고 넘어가도록 하겠습니다. 의결권행사지침의 목적이라는 것이 정확한 판단근거를 제시하자는 것일 것 같습니다. 그런데 지침 자체가 모호하거나 꼭 필요한데도 지침 때문에 기계적인 판단을 할 수밖에 없는 경우가 있다고 하면 지침을 개정할 필요가 있다고 생각을 하는데요. 그런 차원에서 저희가 개정이 필요하다고 제시했던 부분을 말씀드리겠습니다. 세부기준 7번 연계된 안전에 대해서,

○ **오규택 부위원장** : 행사지침을 말씀하시나요?

○ **고용이 위원** : 세부지침입니다.

○ **박민수 간사** : 페이지수를 말씀해 주시겠습니까?

○ **고용이 위원** : 110페이지부터 있습니다. 110페이지 세부기준 7번을 보면 안전이 일괄 상정되고 이 중 일부 안전에 대하여 반대하는 경우에는 동 안전 전체에 대하여 반대한다고 되어 있는데 일부에 대해서 반대가 필요하다고 하면 분리 상정하게 하면 되는 것이지 극히 일부가 반대할 필요가

있다고 해서 찬성해야 될 대부분의 안전에 대해서 일괄적으로 반대하는 것은 불합리하다는 의견이었습니다. 세부기준 10. 이사회 의 규모를 보면 적정이사 수에 대한 기준이 모호합니다. 그래서 삭제하자는 의견을 냈었고요. 세부기준 11. 사외이사의 비중, 이것은 사외이사 수가 증가하는 것과 주주가치가 증가하는 것과 연관성에 대해서 확실하게 검증된 바가 없습니다. 그런데 마치 사외이사 수가 증가하면 주주가치가 증대되는 것으로 오해될 소지가 있어서 이 부분도 삭제를 하자고 의견을 냈었습니다. 세부기준 14. 시차임기제에 대해서 시차임기제가 M&A나 이런 것 대비해서 협상력을 제고하는데 의미가 있는데 경영권 방어수단이 전무한 상황에서 이것은 지나치다, 예를 들자면 미국 S&P 500대 기업에 54%가 시차임기제를 도입했는데 기계적으로 반대할 것이 아니라 정당한 사유 없이 시차임기제에 도입하는 안에 반대한다고 바꿔야 된다고 의견을 제시했고요. 세부기준 17. 집중투표제 부분은 삭제하자고 의견을 냈었습니다. 세부기준 18.의 ② 감사위원회의 사외이사 비중을 낮추는 안에 반대한다는 것을 정당한 사유 없이 낮추는 안에 반대한다고 해서 이 건은 채택이 된 것으로 알고 있습니다. 그리고 세부기준 27. 사내이사의 선임, ① 법령상 이사로서의 결격 사유가 있는 자, 그런데 법령상이라는 부분에 대해서 어떤 법을 말하는지가 불분명하고 상법이나 증권거래법상 사외사이에 대한 자격요건 규정이 없는 상황에서 의미가 모호하기 때문에 삭제하거나 수정해야 된다는 의견을 제시한 바 있습니다. 이상입니다.

- **이성환 위원** : 개정안에 보면 보유비중을 100분의 3에서 100분의 5로 보유지분을 비중을 높인다고 되어 있는데 100분의 3만 되더라도 저희들이 거의 최대 주주가 되는 경우가 있는 것 같은데 이것을 100분의 5로 했으면 최대 주주임에도 불구하고 투자위원회의 심의를 안 붙이고도 할 수 있도록 하겠다는 의미인지 이렇게 왜 비율을 높이는지 우리가 원칙은 지분에 따라서 의결권을 행사하는 것이 너무나 당연한 상법의 대전제이고 다만 우리가 회사의 자율성을 보장해 준다는 차원에서 내부의사를 존중을

해 주겠습니다만 그 경우에도 회사의 자율성이라는 것은 회사경영의 자율성이겠죠. 전문경영인이 하는 경우에는 그렇겠지만 그렇지 않고 우리가 최대 주주임에도 불구하고 전문경영인 체제가 확립이 안 된 데는 당연히 자본주의 원칙에 따라서 우리가 투자를 했기 때문에 우리가 여러 가지 의사결정을 하고 그 의사결정은 우리 프로세스에 따라서 상당히 신중하고 투명한 절차를 거쳐야 되는데도 불구하고 왜 이렇게 2%를 다시 상향했는지 설명을 해 주시기 바랍니다.

○ **이찬진 위원** : 관련된 질문인데요, 기금이 589개 상장기업에 투자하고 있다고 자료에 나와 있는데 기존에 지침 8조가 3% 미만에 보유비중 1% 미만인 요건을 충족해서 투자위원회의 심의·의결 대상이 아닌 경우가 몇 건이나 되나요? 그리고 변경안으로 올려온 것에 5% 미만에 보유비중 0.5% 미만으로 바뀌게 되면 몇 개 기업으로 바뀌게 되나요?

○ **김환일 위원** : 관련된 건데요. 지분율은 기존 1000분의 30에서 1000분의 50으로 높여지고 보유비중은 1000분의 10에서 1000분 5로 낮추어졌는데 그 상관관계라든지 몇 개사가 추가되고 보유지분이 아니라 보유비중이 어떻게 의미가 다른 해석이 되는지 궁금합니다.

○ **오규택 부위원장** : 먼저 세 분 위원님이 동일한 질문이 나왔는데 그 전에 고용이 위원님이 말씀하신 의견제시가 있어서 다시 한 번 지적이 있었던 걸로 채택하고 넘어가면 되겠습니까?

○ **박민수 간사** : 네.

○ **오규택 부위원장** : 혹시 저희들이 만약 한다면 그게 아마 전문위원회에서 토론이 있었을 텐데 그에 대한 토론결과도 나중에 같이 첨부해서 혹시 의견이 반영이 안 되었다 하더라도 왜 반영이 안 됐는지 그 이유들이 차후에는 이런 사항이 있었을 때 첨부자료로 왔으면 다른 위원님들이 의문이 해소가 될 것 같습니다.

○ **박민수 간사** : 참고자료가 부족했던 것 같습니다. 토론을 상당히 했고 토론을 하면서도 숫자나 이런 것들도 다 있는데 자료제시를 제대로 못한 것



같습니다.

- **오규택 부위원장** : 일단 채택된 결로 하고, 세 분 위원님이 질문하시는 아마 8조에 대한 질문에 대해서 답변을 해 주시기 바랍니다.
- **온기선 증권운용실장** : 제가 설명을 드리겠습니다. 기금운용본부 증권운용실장을 맡고 있는 온기선입니다. 저희가 이 규정을 만든 지는 3년 정도 됐는데요. 내부적으로 만들어서 시행한 것은 그 이전이고 4년 전에는 저희가 평균지분율이 2%정도 됐는데 저희 보유기업의 평균지분율이 3.1%입니다. 이것을 그대로 적용을 했을 경우에 앞으로 주식투자가 더 늘어나게 되는데 모든 의결권 투자대상 기업이 투자위원회에 상정돼서 논의가 돼야 되는 상황인데 아시다시피 12월 결산법인들 주총이 2월, 3월에 집중되는데 거의 모든 안건을 투자위원회에서 심의한다는 것은 상당히 현실적으로 어려운 일이고 저희가 좀더 중요한 기업에 집중해서 투자위원회에서 논의를 하고 그렇지 못한 기업은 하부에 위임되도록 하는 것이 좋겠다는 취지에서 저희가 보유지분율 3% 이상을 5% 이상으로 하자고 했습니다. 그리고 1% 이상을 0.5%로 낮춘 것은 저희가 4~5년 전에 보유비중 1% 이상 기업으로 하자고 했을 때는 전체 당시 주식투자 규모가 10조 원 정도였습니다. 만약에 1% 정도로 하면 1,000억 정도였는데 지금은 33조가 됐습니다. 1%를 하면 3,300억입니다. 그런데 저희 입장에서는 보유지분율도 중요하지만 저희 전체 주식운용 비중에서 비중이 높은 기업에 좀더 집중해서 논의하는 것이 중요하다고 보고 지금은 전체 투자금액이 늘어났기 때문에 1%가 아니라 0.5%로 낮추어서 0.5% 정도면 1,600억 정도 되는데요, 이런 기업에 좀더 집중해서 투자위원회에서 논의하는 것이 좋겠다고 생각이 들고요. 저희가 10월말 현재로 지분율 3% 이상 기업을 뽑아봤을 때 206개 기업입니다. 지분율은 3%에 미치지 못하지만 보유비중은 1% 이상인 기업, 다시 말씀드리면 저희가 가지고 있는 지분율은 3%에 미치지 못하지만 저희가 전체 포트폴리오에서 1% 이상 가지고 있는 기업, 3,300억 이상 가지고 있는 기업은 3개사였습니다. 그런데 기준을 5%

이상 기업으로 했을 경우에는 130개사로 줄어들고요. 그렇지만 지분율 5% 미만이지만 보유비중 0.5% 이상, 1,600억 이상 가지고 있는 기업은 39개사입니다. 이렇게 됐을 경우에 보유지분율을 높여서 대상이 줄어드는 대신에 보유비중 0.5% 기준으로 해서 저희가 많이 가지고 있는 기업, 저희한테 굉장히 중요한 기업들은 대부분 여기에 포함이 되게 돼서 저희가 보다 중요한 기업에 집중해서 투자위원회에서 논의할 수 있도록 하자는 거고요. 저희가 국내주식의 위탁비중을 점차 확대하고 있는데 직접운용에서는 100개 이내의 기업, 대형 우량기업에 집중투자 하지만 위탁운용사의 경우에는 상당히 작은 기업까지 코스닥 기업을 포함해서 다양하게 투자를 하고 있습니다. 그런데 그런 기업의 경우에는 어느 특정 한두 개 운용사에서 주식을 사다 보면 시가총액 아주 작은 회사에도 지분율이 3%, 5% 넘을 수 있지만 금액은 굉장히 작을 수 있는데 그런 사안들이 전부 투자위원회에 한꺼번에 다 논의되는 것은 효율성이 떨어진다는 생각에서 이런 기준을 변경하게 됐고요, 이런 기준으로 적용한다 하더라도 저희가 아까 말씀드린 것처럼 2012년이면 평균지분율이 현재의 3.1%에서 두 배 가량 될 것으로 예상되기 때문에 앞으로 계속 투자위원회에 상정돼야 될 의결권 행사 안건은 늘어날 것으로 예상이 됩니다. 이런 점을 종합적으로 의결권행사위원회에서 검토가 돼서 최종결론을 내리게 됐습니다.

○ **박민수 간사** : 보완설명을 드리면 투자위원회에 안 올라간다고 해서 저희가 의사결정을 안하는 것이 아니고요, 아주 기계적인 의사결정은 실무자가 결제라인을 통해서 의사결정을 합니다. 여기 기준이 안 들어가더라도 조금 특이하고 판단하기가 어려운 것들은 투자위원회에 상정을 하게 됩니다. 그리고 거기서도 판단하기 어려우면 의결권전문위원회에 상정을 해서 의사결정을 받도록 이런 구조가 되어 있다는 점을 참고로 말씀드리겠습니다.

○ **이찬진 위원** : 기존의 지침대로 하면 3개사가 투자위원회 심의의결 대상이었습니까?

- **온기선 증권운용실장** : 206개사입니다.
- **고용이 위원** : AND잖아요. 3% 미만과 보유비중 1% 미만이었거든요.
- **온기선 증권운용실장** : OR입니다. 투자위원회에 상정을 해야 되는 것이 보유지분을 3% 이상이거나 보유비중 1% 이상입니다.
- **박민수 간사** : 단서를 빼는 걸로 되어 있습니다.
- **오규택 부위원장** : 그러면 앞으로 기금 비중이 계속 커지니까 올라오는 안건수가 계속 많아지겠네요?
- **온기선 증권운용실장** : 그렇습니다.
- **엄대훈 위원** : 기금운용본부의 최고 의사결정기관이 투자위원회인가요?
- **박민수 간사** : 그렇습니다.
- **이재영 위원** : 한 말씀드리겠습니다. 국민연금 규모가 나날이 커져가니까 의결권 행사에 관련된 것이 국민연금 자체뿐만 아니라 국민경제적으로도 상당히 중요해 질 거라고 생각이 되는데요. 어떤 기업에서 보유비중이 커지게 되면 특히나 지분이 분산되어 있는 기업의 경우에는 국민연금이 적극적인 의사결정을 하지 않으면 그 기업의 운영 자체가 이상하게 갈 가능성이 상당히 많아질 거라는 생각이 되거든요. 국민연금기금의 규모가 커짐에 따라서 기업의 지배구조 측면에서도 그렇고 국민경제적으로 보게 되면 국민연금이 의결권을 행사해야 되는 범위가 자연적으로 넓어질 뿐만 아니라 적극적으로 의사결권을 행사해야 할 필요성 커질 텐데 실무적으로 어려움은 충분히 이해를 하고요. 아까도 기금의 규모가 커지니까 기금운용능력을 키워야 된다는 지적도 나왔지만 의결권 행사에 관해서도 지금은 어떤 소극적인 기준들을 가지고 그런 기준에 따라서 의결권을 행사를 하고 투자위원회에 올라오더라도 그런 차원에서 접근을 했는데 앞으로는 의결권에 대해서 보다 적극적인 의사결정이 필요할 뿐만 아니라 의결권을 행사해야 될 범위가 자연적으로 늘어나는 것 이상으로 중요하게 생각해야 된다고 생각을 하는데요. 지금 하신 것은 실무적인 어떤 어려움 때문에 이것을 줄이는 방향으로 결정을 하자는 거거든요. 그것은 오히려 필

요성에 비추어보면 거꾸로 가는 것이 아닌가라는 생각이 드는데 예를 들어서 5% 기준으로 하면 우리나라 지분 분산된 기업 같은 경우에 5%면 상당히 몇 대 안에 들어갈 투자자가 되는데 몇 대 안에 들어가는 투자자가 의결권 행사에 대해서 아주 소극적인 결정만을 하고 실무자가 기준에 맞추어서 거기에 해당되면 하고 그렇지 않으면 하지 않는다는 걸로 끝나게 되면 앞으로 점점 더 국민연금이 국민경제에 미치는 영향을 생각할 때 이것은 좀더 신중하게 생각을 해야 되는 것이 아닌가, 오히려 의결권 행사에 관한 것들을 적극적으로 할 수 있는 방향으로 해 나가면서 의결권 행사 하는 조직을 세밀하게 하고 강화해야 되는 것이 아닌가 하는 생각이 드는데 당장 어떻게 할 수 있는 문제는 아니지만 의결권 행사에 대해서는 정부입장에서 분명히 조심스러운 부분이 있습니다. 왜냐하면 지금처럼 기금운용에 대해 정부가 일정 부분 참여하고 있는 부분이 있기 때문에 정부가 기업의 의사결정에 대해서 간섭하느냐는 시선이 있을 수 있어서 조심스럽긴 한데 장기적으로 의결권 행사에 대해서는 보다 적극적으로 해 나갈 수 있는 시스템을 갖추어 나가는 것이 중요하지 않느냐 하는 생각을 합니다.

- **이성환 위원** : 근본적인 취지는 말씀을 드렸지만 이재영 위원님 말씀에 전적으로 동의하고요, 이것은 원칙을 견지해야 된다고 봅니다. 국민이나 가입자가 아까도 말씀드렸듯이 최대 주주임에도 불구하고 지나치게 소극적으로 저희가 의결권 행사 입장을 취했기 때문에 회사에 문제가 생겼다는 지 했을 때 이게 일반적인 기업경영과 주주와의 관계에 있어서 원칙을 견지하는 방향에서 행사를 해야 저희들이 익스큐즈가 되지 그렇지 않고 내부의 실무상 어려움으로 해서 국민이나 가입자로부터 익스큐즈가 안 된다고 봅니다. 물론 실무상의 어려움은 충분히 이해합니다만 너무 집중적으로 주주총회를 개최한다든지 이런 것을 우리가 조금 견제를 하는 것이 일반상법이나 일반 회사 원리에도 맞다고 생각합니다. 같은 날 다 해서 주주가 참석을 못하게 한다는 것은 있을 수가 없는 일이기 때문이에요. 그

래서 100분의 3으로 낮추고 지금 다 해 봐야 206개에서 39개를 다 더하면 그렇게 봐도 245개가 계산상 맥시멈인 것으로 보이죠. 그렇게 많은 숫자도 아니고 제가 보기에는 실무차원에서 다 잘 하기 때문에 투자위원회 심의의결을 거친다 하더라도 쉽게 해결은 될 수 있는 문제다, 다만 원칙을 견지해야 된다는 것을 특히 강조하고 싶습니다.

○ **오규택 부위원장** : 두 위원님들이 말씀하신 것이 100분 5를 100분의 3으로 유지하고 보유비중을 수정하는 것은 수용하고 그런 의견을 주신 건가요?

○ **이성환 위원** : 그렇습니다.

○ **박민수 간사** : 오해가 있으신 부분이 있습니다. 비중을 높이느냐 낮추느냐 하는 것은 기금운용본부 내부의 의사결정 과정을 어떻게 가지고 갈 거냐의 문제입니다. 이것이 의결권을 적극적으로 행사하느냐 소극적으로 하느냐는 차원은 아니라는 말씀을 드립니다. 두 분 위원님 말씀처럼 의결권 행사가 적극적으로 돼야 된다, 아마 전반적으로 시간이 흐를수록 그런 방향으로 갈 수밖에 없을 것이라고 봅니다. 다만 그렇게 되려면 아까 이재영 위원님 말씀하신 대로 가버넌스에 대한 국민적 신뢰가 전제돼야 됩니다. 저희가 사실 이번에 기금운용 가버넌스 체계를 개편하면서도 정부로부터 독립하는 것에 상당히 비중을 뒀서 디자인을 했고 이런 것들이 반영이 되고 국민들로부터 신뢰가 확보되면, 가장 많이 예로 들어지는 것이 캘퍼스의 예인데요, 캘퍼스처럼 적극적으로 행사하는 날도 올 것이다, 적극성이냐 소극성이냐의 문제는 지침의 전반적인 내용을 상당히 액티브하게 구성할 거냐, 아니냐의 차원의 문제로 이해를 해 주셨으면 하고요. 여기에 들어있는 1000분의 50의 부분은 내부의사결정을 누가 할 거냐의 문제입니다. 투자위원회라는 데는 기금운용본부장을 위원장으로 하고 각 실의 실장과 팀장들이 참여하는 위원회입니다. 여기에서 논의를 하는 절차를 밟을 것이냐 아니면 제안부서가 되는 증권운용실의 자체판단에 의해서 본부장의 결재로 끝낼 것이냐의 차원의 문제입니다. 이게 안전수가 많아

지면 위원회에서 여러 사람이 논의하면서 하는 구조가 비효율성이 있고, 안건 자체가 지침에 의해서 기계적으로 결정되는 부분이 대부분입니다. 일부분 아주 판단을 요하는 부분들은 어차피 이 기준에 벗어나 있어도 실무자가 안건으로 올리게 되어 있습니다. 이것은 기금운용본부 내의 의사결정을 어떻게 하느냐의 문제라서 사실은 이게 좀 지침차원으로 이것을 결정하는 자체가 잘못됐다는 생각이 듭니다. 이것은 기금운용본부 운영규정 내부에서 누가 결정할 것인지 위임전결을 하면 될 것인데 지침에 이렇게 정하면서 약간의 오해가 있는 것 같아서요, 적극성이나 아니냐하고 이 조문하고는 전혀 관계가 없다는 말씀을 드리고요. 이렇게 비중 자체를 고치는 것은 수가 늘어나기 때문에 아마도 주기적으로 이에 대한 검토는 계속 올라오게 될 것입니다. 기준을 올려봐도 계속 수는 늘어나게 되어 있습니다. 아마 1~2년 후에 또 이런 식의 개정, 1000분의 50이 아니라 이제 1000분의 70으로 올라갈 것입니다. 저희가 아예 차제에 그러면 이 조항 자체를 달리 규정을 하든지 그런 것도 검토를 해 보겠습니다. 이것은 상당히 실무적이고 절차적인 건데 논의가 많이 진행된 것 같다는 느낌이 들었습니다.

- **이성환 위원** : 그 말씀 충분히 이해가 되는데 우리가 의결권에 대해서 물론 말이 그렇게 나왔으니까 그렇게 말씀을 하시는 것 같은데 결국은 내부적으로 의사결정을 하더라도 투자위원회라는 위원회를 거쳐서 보다 더 투명하고 보다 다수의 의결을 거쳐서 결정할 것인가 아니면 실무차원에 맡길 것인가 하는 그런 이야기입니다. 그래서 제 의견은 위원회를 거치는 것이 타당하다는 건데 표현이 잘못된 것 같습니다만 그런 뜻에서 말씀을 한 걸로 이해를 해 주시면 고맙겠습니다. 제가 보기에 국민의 신뢰라든지 정부의 입김이나 이런 것을 걱정하신다면 더더군다나 위원회를 거쳐야 지금 현 상황에서도 문제가 덜 발생하지 않나 생각을 하기 때문에 실무상의 큰 애로는 실무적으로 투자위원회에 문제없는 안건은 일괄 통과시킨다든지 이렇게 해결을 해 주시고 형식상은 위원회를 거치는 걸로 해야 문제가

덜 발생한다는 것이 제 의견입니다.

○ **이찬진 위원** : 전에 이 지침을 마련할 때도 진통이 좀 됐었던 걸로 기억을 하는데 실무평가위원회에서도 두 번인가 세 번 논의를 했었고 위원회 산하에서 위원회 준비한다고 해서 만들어서 안이 최종적으로 통과되는데 진통이 있었던 것으로 기억이 되거든요. 그 당시에 있었던 합의가 결국 2007년 올해 1년 시작한 건데 사회적 합의의 수준이 거기까지 없었던 것 같아요. 단서조항으로서 투자위원회의 투명성과 공개성이라는 입장에서 voting에 관한 운영본부의 입장을 분명히 하자는 경제계 쪽에서도 요구가 있었고, 서로 타협의 산물이 이 결과물인 것 같은데 불과 1년 만에 바꾼다는 것이 합의가 되기 쉽지 않은 것이 아닌가 하는 생각이 들고요. 차라리 근본적인 가버넌스 개편에 관한 입법이 국회에 계류중인 상태인데 그 법이 통과된 이후에 손을 봐도 얼마든지 가능할 것 같거든요. 굳이 논란을 만들 필요가 있을까 생각이 듭니다.

○ **박민수 간사** : 위원님, 투자위원회는 의결권전문위원회가 아니고요.

○ **이찬진 위원** : 알고 있습니다만 투자위원회에 관련된 부분에서 현재 타협의 산물이 여기까지였던 것 같거든요. 작년연말에 갑론을박하던 끝에 여기까지 논의가 된 것 같은데 새로이 안대로 하시려면 많은 논쟁이 오고가지 않을까, 현재 그렇게 절실한 건지 실무차원에서는 불편하신 부분이 많이 있을 것 같긴 해요. 그런데 어찌 보면 동아제약 건이나 여러 건을 보면 그게 경영권의 분쟁과 관련된 거라든지 가버넌스 개편과 관련된 미묘한 안전에 대해서 사실 문제가 됐지 아무리 200개, 300개 기업이라도 통상적으로 경영에 아무런 문제가 없었던 사안에서는 별다른 문제가 있었던 것 같지 않거든요. 이 부분은 2년 내지 3년 정도 참으시고 하면 여차피 기금운용공사 체제가 출범할 테니까 그 시스템에서 근본적으로 접근하는 것이 낫지 않을까 개인적으로 그런 말씀을 드리고 싶습니다.

○ **김환일 위원** : 이 부분은 논란의 여지는 있는 것 같습니다. 켈퍼스 같은 경우는 투자비중이 미국의 전체시장으로 봤을 때 3%내로 두는 경우에는

우리가 시장의 총 주식시장가치라든지 이런 것을 봤을 때 국민연금이 차지하는 비중이 조금 최근에 떨어져 있을지는 모르겠지만 향후에 국내기업의 매출액이라든지 성장속도라든지 이런 것을 봤을 때 미국의 성장속도보다는 굉장히 빠르기 때문에 이런 부분들은 향후에 탄력적으로 조정할 필요는 있을 것 같습니다. 단지 그 기간이라든지 시기를 적절하게 고려할 필요는 있는 것 같습니다.

○ **오규택 부위원장** : 혹시 지침 1항에 대해서는 위원님들 의견이 다른 의견을 가지고 계신 분들이 있는 것 같은데 저희들이 여기서 의견이 다르더라도 꼭 의결을 할 필요는 없는 거잖아요. 이런 의견이 있었다는 것이 기금운용위원회에 보고가 되면 동일한 성과가 달성이 되지 않나요?

○ **박민수 간사** : 위원회 차원에서 실무평가위원회 의견으로 의결을 해 주시면 따로 부기를 해서 실무평가위원회에서 수정의견이 있었다고 보고를 드립니다. 그렇지 않고 만약에 개별의견으로 정리를 하시면 개별의견이라도 조금 논쟁이 됐던 부분은 따로 보고를 합니다. 나중에 따로 논의를 하셔서 위원회 차원으로 정리를 하실 건지 개별의견으로 부기를 하기를 원하시는지 말씀해 주시면 저희가 그대로 그렇게 하겠습니다.

○ **온기선 증권운용실장** : 기금운용 의결권행사 담당하는 실무자 입장에서 다시 한 번 말씀을 드리자면 저희 의결권행사 지침과 세부기준이 아주 상세하게 되어 있고, 만2년이 됐는데요. 그동안 두 차례 대폭 개정을 이번까지 개정을 하고 그래서 거의 대부분의 안전에 대해서는 기준에 의해서 상당히 기계적으로 많이 결정이 됩니다. 다만 예외적으로 동아제약처럼 경영권 분쟁이 발생하는 경우가 여러 가지 미묘하게 판단할 사항들이 많은데 실무자 입장에서는 3% 기준으로 했을 때 3.1%이기 때문에 상당히 수백 개의 중소형 주, 저희 투자금액이 굉장히 미미한 전체 투자 비중에 비해서 굉장히 미미한 기업까지 투자위원회에 다 상정해서 논의를 해야 되는 그런 상황이기 때문에 저희는 좀더 저희 입장에서 중요한 그런 안전에 집중해서 투자위원회에 논의하는 것이 좋겠다고 말씀을 드리는 거고, 지



분율 1% 이상의 기업에 대해서는 저희가 다 의결권을 행사하고 있고 프로세스는 동일한 투자위원회에 가느냐, 투자위원회 위원장을 맡고 있는 본부장 전결로 끝나느냐의 차이일 뿐이지 모든 안건에 대해서는 동일한 프로세스에 의해서 저희가 세밀하게 검토해서 의견을 내는 사항입니다. 그래서 저희가 강조하고 싶은 것은 투자위원회처럼 10명 정도 이상 모이는 자리에서 지분율이 좀더 높은 기업, 저희 보유비중이 높은 기업에 중점적으로 논의를 했으면 좋겠고, 설사 이 기준이 투자위원회에 밑에 사안이 된다 하더라도 경영권 분쟁이 발생하거나 중요한 사안에 대해서는 저희가 실무자 차원에서 투자위원회에 더 상정을 해서 논의를 할 계획을 가지고 있습니다.

- **오규택 부위원장** : 실제 투자위원회가 자주 열리나요? 이게 내부의사결정이다 보니까 투표권을 논의를 하기 위해서 투자위원회가 매일매일 열려야 된다고 하면 실무자가 굉장히 부담이 많이 가는 거고요.
- **온기선 증권운용실장** : 실제로 2~3월 경우에는 의결권 행사 때문에 투자위원회를 열려야 되는 경우가 다분히 발생하게 됩니다.
- **오규택 부위원장** : 투자위원회가 어느 정도의 주기로 열리나요?
- **온기선 팀장** : 매주 2번 정도 열리고 있습니다.
- **백화중 위원** : 보유지분율이나 온실장님 말씀을 비추어 봐도 그렇고 보유비중이 중요한 문제가 아니라 이슈가 중요한 것 같아요. 소유권 분쟁의 소지가 있다든지 이런 부분이 중요한 이슈가 되는 것 같기 때문에 제 생각에는 1000분의 5, 1000분의 50과 같은 이런 보유비중이나 보유지분율 문제보다도 어떤 이슈에 대해서는 개인독단으로 판단을 내리는 것보다는 예를 들어서 동아제약 같은 소유권 분쟁과 관련된 것은 1000분의 50이하가 하더라도 그런 문제가 사회적 파급효과가 큰 부분에 대해서는 어떤 이슈별로 정리를 해서 그런 이슈에 대해서는 투자위원회를 거쳐서 그것이 개인이 하는 것은 스스로가 굉장히 부담스러운 일이기 때문에 그런 이슈를 구체화해서 항목을 정하고 그거에 대해서는 비중과 상관없이 하도록

하는 것이 아마 좋은 방법이 아닐까 생각이 듭니다.

○ **오규택 부위원장** : 백화종 위원님이 말씀하신 것은 실제 상황에서 그렇게 되고 있는 거죠?

○ **온기선 증권운용실장** : 그렇습니다. 이번에 동아제약건도 투자위원회에서 결정하지 않고 그 건은 중요하다고 생각이 돼서 의결권행사전문위원회에 상정을 하게 됐습니다.

○ **이기화 위원** : 투자위원회가 일주일에 두 번 열린다고 말씀을 하셨는데 요즘 위원회나 이사회도 보면 서면도 많이 가능하기 때문에 제 생각에는 합의된 지도 얼마 안됐는데 갑자기 100분의 3에서 100분의 5로 완화하는 것은 물론 어떤 경우에는 승인하고 안하고 기준이 상세하게 있습니다만 기금운용본부에서 조금 어폐가 있습니다만 독단적이라든지 회사의 편이나 현재 경영진의 편에서 의사결정 할 가능성도 그게 염려되는 것 아닙니까. 그렇다면 굳이 이렇게 급격하게 3%에서 5%까지 확대해서 할 필요가 있을까, 갑자기 3%에서 5% 올리는 어떤 구체적인 기준이 있어야 될 것 같아요. 그거 없이 우리가 국민연금이 전체 주식의 운용규모가 늘어났으니까 이것을 확대 하겠다 이것은 좀 논리적으로 맞지 않지 않나 싶습니다.

○ **오규택 부위원장** : 위원님들이 이런 의견을 가지고 있기 때문에 위원님들이 어떻게 이런 의견제시가 있었다고 기금운용위원회에 보고하는 것이 낫겠습니까, 원안을 유지하는 것으로 의결한다고 실제 의결을 해 보는 것이 좋겠습니까?

○ **이기화 위원** : 제 생각에는 수정안은 제시해 보면 어떨까 싶은데 아까 고용이 위원님 말씀도 있었지만 의견으로만 말씀을 드리면 기금운용위원회에서 어떤 의사결정 프로세스를 거칠지 모르기 때문에 원안과 의결안을 올리면 어떻게 싶습니다.

○ **이찬진 위원** : 그 전에 문구를 손을 봐야 될 것 같은데요, 보유비중이라는 것이 주어가 기금인 것 같거든요. 이렇게 하게 되면 기금 전체 210 몇

조 기준으로 해석할 수밖에 없을 것 같아요. 아까 보니까 주식기준으로 말씀을 하시는 것 같은데 그러면 워딩을 분명히 해 줄 필요가 있거든요. 보유주식 중 보유비중 정도의 개념이어야 되는데 이렇게 되면 기금의 보유비중입니다. 제가 열추 계산을 해 보니까 0.5%라 하더라도 1조가 넘는 데요. 해석론적으로 문제가 크더라고요. 문구는 고쳐주셔야 될 것 같아요.

○ **이기화 위원** : 저도 하나 말씀드리고 싶은데 시차임기제를 자세히 읽어보면 오도 가도 못하는 내용인데요. 시차임기제 폐지에 찬성하고 시차임기제 도입에 반대한다는 것은 시차임기제를 현재 채택하고 있는 곳은 폐지 못하고 말이 좀 이상하지 않나요.

○ **온기선 증권운용실장** : 그것뿐만 아니라 집중투표제도 마찬가지거든요. 이런 것을 한 것은 기존에 이미 도입한 것은 인정하고 신규로 도입하는 것에 대해서는 저희가 반대를 하겠다는 취지였습니다.

○ **오규택 부위원장** : 안건이 아닌 것까지 말씀을 하셨는데요.

○ **이기화 위원** : 그것은 논외입니다.

○ **오규택 부위원장** : 혹시 이찬진 위원님 이성환 위원님 이건 처리에 대해서 어떻게 생각을 하십니까?

○ **이성환 위원** : 이기화 위원님도 저희 위원회에서 수정안을 낸 것으로 올려야만 반영 내지는 검토의 기회가 사실상 제공이 되는 것이 아니냐고 말씀을 하시니까 개정안에 대해서 다른 의견을 가진 위원 입장에서는 저희 위원회 의견으로서 실무적으로 올라온 개정안과는 다른 안을 주장한다는 것이 반영이 돼야 된다고 생각을 합니다.

○ **박민수 간사** : 위원님들이 주신 의견은 보유지분율이 100분의 3미만이고 보유비중이 100분의 1미만인 주식으로 기존안을 바꾸지 말고 원래대로 주자는 의견으로 이해를 하면 되겠습니까?

○ **이성환 위원** : 보유지분율은 100분의 3미만으로 하고 보유비중은 1000분의 5로 낮추고요.

○ **박민수 간사** : 뒤의 것은 바꾸고 앞의 것은 그대로 두고요?

- 이성환 위원 : 네.
- 박민수 간사 : 그러면 다시 정리를 하겠습니다. 보유지분율이 100분의 3 미만이고 보유비중이 1000분의 5 미만으로 수정하면 되겠습니까?
- 오규택 부위원장 : 네.
- 박민수 간사 : 실무평가위원회의 수정안을 의결을 해 주시면 그렇게 수정안을 보고하도록 하겠습니다.
- 이찬진 위원 : 문구는 고쳐주시는 거죠?
- 박민수 간사 : 보유비중이요?
- 이찬진 위원 : 네. 그것은 고쳐주셔야 될 같은데.
- 오규택 부위원장 : 주식의 의결권에 관한 사항이니까 사실 내재적으로는,
- 박민수 간사 : 커뮤니케이션 상으로는 전혀 문제도 없었는데 객관적으로 보시니까요.
- 오규택 부위원장 : 저희들이 한 번도 의결을 해 본적이 없었기 때문에 제가 사회를 보는 입장에서 곤혹스러운데 말씀하셨던 안건에 대해서 혹시 다른 의견을 가지고 계신 분이 있으십니까?
- 박민수 간사 : 그렇게 수정안을 마련해서 기금운용위원회에 보고를 하도록 하겠습니다.
- 오규택 부위원장 : 그러면 행사지침 안건에 대해서는 수정안건으로 의결한 것으로 하겠습니다. 기타 다른 의견 있으십니까? 다른 의견이 없으시면 2008년도 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안)에 대해서는 지침(안)에 대해서 지분율을 100분의 3, 보유비중은 1000분의 5미만 수정안에 대해서 의결된 것으로 하겠습니다.

마. 보고사항 : 『2008년도 민간보육시설 유료노인시설에 대한 국민연금기금 대여이자율 관련 보고』

- 오규택 부위원장 : 시간이 넘었는데 두 개의 보고안건이 남아 있는데요,

혹시 위원님들 나머지 두 안건은 서면으로 대체할 수도 있을 것 같습니다. 별 다른 의견이 없으시면 서면으로 대체해도 되겠습니까? 아니면 시간이 많이 걸리지는 않을 것 같은데 보고를 받을 까요?

○ 박민수 간사 : 민간보육시설 관련된 것은 10초 정도면 설명드릴 수 있습니다. 다음 건은 늘상 위원회 때마다 나오는 것이기 때문에 서면으로 보셔도 될 것 같습니다.

○ 오규택 부위원장 : 다음 보고안건에 대해서 간사님께서 간단히 보고를 해 주시고 필요하면 토론을 하도록 하겠습니다.

- 간사가 『2008년도 민간보육시설 유료노인시설에 대한 국민연금기금 대역이자율 관련 보고』를 보고함

○ 이찬진 위원 : 질문 하나만 드리겠습니다. 보육시설 관련해서 민간보육시설 대역금 설치비하고 기능보강비는 거치기간도 끝났고 상환기간도 다 끝난 거죠?

○ 박민수 간사 : 상환기간 중에 있습니다.

○ 이찬진 위원 : 5년 거치 건축비는 상환기간인 것 같고요, 94~96년 사이에 집중적으로 대역이 된 걸로 알고 있는데 설치비와 기능보강비는 거의 상환기간이 끝난 것 아닌가요. 이 부분은 거의 연체가 아닌가 싶은데요. 기한 없는 걸로 계속 갹신을 해 주고 있나요?

○ 실무자 : 갹신은 아니고요, 연체되고 있는 것은 예외라 하더라도 말씀하신 대로 건축비 외에 기능보강비는 거의 다 상환이 완료됐고요. 설치비는 97년, 98년도 것 조금 빼고는 거의 다 상환이 됐습니다.

○ 이찬진 위원 : 상환이 됐나요?

○ 실무자 : 네.

바. 보고사항 : 『2007년도 11월말 국민연금기금운용 현황』

○ 오규택 부위원장 : 다른 의견이 없으시면 마지막 안건도 아주 간단하게 보고 하는 것으로 하고 의견이 있으시면 의견을 듣는 것으로 하겠습니다.

- 공단 운용전략실장이 『2007년도 11월말 국민연금기금운용 현황』을 보고함.

○ 오규택 부위원장 : 본 보고안건에 대해서 위원님들 혹시 의견이 있으시면 말씀을 해 주시기 바랍니다. 특별한 다른 의견이 없으시면 이것으로 2007년도 제4차 국민연금기금운용실무평가위원회를 모두 마치도록 하겠습니다. 좋은 의견을 개진해 주신 여러 위원님들께 감사의 말씀을 드립니다. 감사합니다.

(폐회 09시 40분)